



해운산업 현황 및 전망 I. 국적 원양 컨테이너 선사의 부실화 원인 및 경쟁력 회복 가능성 점검 - 글로벌 주요 선사들과의 비교를 중심으로

Analyst Contacts

곽노경

신용평가본부 기업평가4실장

02.2014.6235

nkkwak@nicerating.com

Date

2016.09.26

Summary

- 2016년 상반기 중 국적 원양 컨테이너 선사인 한진해운과 현대상선의 자율협약체제 도입 및 한진해운의 기업회생절차 개시로 해운업 전반에 위기감이 고조되고 있다. 이에 본고에서는 국적 원양컨테이너 선사들의 부실화 원인을 원양 컨테이너 산업의 경쟁환경 및 글로벌 선사들과의 비교를 통해 살펴보면서 국적 선사의 경쟁력 회복 가능성을 파악해 보았다.
- 아울러 별도의 Special Report를 통해서는 원양 컨테이너 산업 이외의 해운업(근해 컨테이너, Dry Bulk, Wet Bulk)의 사업환경, 원양 컨테이너 부문의 신용위험 전이가능성 등을 중심으로 중견 해운기업들의 신용위험을 점검할 예정이다.
- 원양 컨테이너 시장은 금융위기 이후 구조적인 공급과잉이 해소되지 않고 있다. 이 같은 상황에서 Maersk, MSC, CMA-CGM 등 글로벌 상위 선사들을 중심으로 선대 대형화투자, M&A가 지속되면서 상위 선사들의 시장지배력이 매우 높은 수준을 보이고 있다.
- 국적 선사인 한진해운과 현대상선은 지속적인 구조조정의 과정에서 해외 선사와 대비하여 규모 및 범위의 경제 제고를 위한 투자가 미진함으로 인해 선대 경쟁력, 사업다각화 수준, 원가경쟁력 등에서 점진적으로 경쟁지위가 약화된 것으로 파악된다.
- 주력 사업인 원양 컨테이너 사업의 부진한 실적 지속, 해외 경쟁업체 대비 높은 금융비용 부담 등으로 인해 국적 선사들의 재무경쟁력 또한 악화되면서 글로벌 최하위권을 나타내게 되었다. 특히 금융위기 이후 주요 국가들이 자국 선사들에 대해 직접적으로 대규모의 금융지원을 제공하고 이 같은 지원을 토대로 위기상황을 극복한 주요 선사들이 M&A, 선대투자 등을 진행함에 따라 국적 선사들의 상대적인 사업경쟁력이 더욱 악화되고 재무위험도 확대된 것으로 판단된다.
- 한진해운의 경우 기업회생절차 개시로 인해 기존 Alliance 에서 사실상 퇴출되고 기존 화주들의 이탈이 진행되는 것을 비롯하여 영업네트워크가 급속히 와해되고 있는 것으로 보인다. 원양 컨테이너 사업을 영위하기 위해서는 주요 기간노선의 구축에 1.5조원 내외의 투자비용과 장기간의 사업경험 축적이 필수적으로 요구되며 항만시설, 내륙물류, 영업네트워크 등 유무형자산의 확보

및 유지가 중요하다. 이 같은 상황에서 기업회생절차 개시에 따른 사업기반의 상당한 훼손을 감안하면 추후 한진해운의 경쟁력 회복 가능성은 낮고 회복되더라도 기존의 사업기반을 단기간내 다시 확보하는 것은 사실상 불가능할 것으로 보인다.

- 자유탁약이 진행되던 현대상선은 2016년 7월 21일 채권단과 경영정상화계획 이행을 위한 약정을 체결하였으며 출자전환을 통한 채무재조정을 진행하였다. 이에 힘입어 2016년 6월말 각각 2,128.9% 및 81.1%에 달하던 부채비율과 차입금의존도가 각각 200%, 57% 내외 수준으로 대폭 하락하는 것으로 추정되는 것을 비롯하여 기존 대비 재무경쟁력이 상당히 개선된 것으로 보인다.
- 그러나 해외 경쟁선사 대비 열위한 사업경쟁력과 EBITDA 적자가 지속되는 등 동종업계 최저 수준의 수익성을 감안할 경우 원양 컨테이너 업황의 본격적인 회복이 수반되지 않는 한 개선된 재무경쟁력이 재차 저하될 가능성이 높다. 따라서 선박펀드 활용을 통한 초대형 컨테이너 선박 투자, 한진해운의 우량 자산 및 전문인력 흡수 등을 통한 조속한 사업경쟁력 제고가 선행되어야 할 것으로 판단된다.

〈목차〉

I. 머리말

II. 원양 컨테이너 산업의 특성 및 동향

1. 원양 컨테이너 산업의 특성: 수급환경 및 경쟁구도
2. 원양 컨테이너 시장의 최근 동향

III. 국적 선사와 글로벌 컨테이너 선사와의 사업경쟁력 비교

1. 경쟁자위: MS, 선대구성
2. 사업다변화 수준
3. 영업수익성

IV. 국적 선사와 글로벌 컨테이너 선사와의 재무경쟁력 비교

1. 고정비 부담능력 및 현금창출력
2. 재무안정성
3. 재무적용통성 - 정부의 지원

V. 맺음말

- 경쟁력 요약 비교 및 경쟁력 회복 가능성

I. 머리말

국내 최대 해운기업인 한진해운과 현대상선이 2016년 상반기 중 자율협약체제에 돌입하고 특히 한진해운의 경우 기업회생절차가 개시되면서 해운업 전반에 위기감이 고조되고 있다. 한진해운과 현대상선은 국내 기업들의 수출입물량 수송에 큰 역할을 수행하는 원양 컨테이너업을 주력으로 영위하면서 벌크, 물류 등의 유관업을 영위하여 왔다. 그러나 주력사업부문인 원양 컨테이너부문의 경쟁력이 최근 수년간 글로벌 선사대비 지속적으로 약화되면서 부실화되었으며, 국내 해운업에서 한진해운과 현대상선이 점하는 비중이 큰 상황에서 원양 컨테이너 이외의 해운업 전반에 대한 우려가 확산되고 있는 상황이다.

이에 본고에서는 국적 원양컨테이너 선사들의 부실화 원인을 원양 컨테이너 산업의 경쟁환경 및 글로벌 선사들과의 비교를 통해 살펴보면서 국적 선사의 경쟁력 회복 가능성을 파악해 보고자 한다. 아울러 별도의 Special Report를 통해서 원양 컨테이너 산업 이외의 해운업(근해 컨테이너, Dry Bulk, Wet Bulk)의 사업환경, 원양 컨테이너 부문의 신용위험 전이가능성 등을 중심으로 중견 해운기업들의 신용위험을 점검할 예정이다.

II. 원양 컨테이너 산업의 특성 및 동향

1. 원양 컨테이너 산업의 특성: 수급환경 및 경쟁구도

금융위기 이후 컨테이너
선박량의 과잉공급 상태
가 지속되고 있음

해운 수요는 경제활동에 부수적으로 발생하는 화물의 지역간 이동에 의해 창출됨으로 인해 기본적으로 글로벌 경기 변동에 따라 매우 민감한 영향을 받고 있다. 특히 컨테이너 해운수요의 경우 주로 운송화물이 소비재임에 따라 경기상황에 즉각적으로 반응하면서 경기변동에 동행하는 특성이 있으며 주요 지역간 경제수준, 계절적 요인 등에 따른 편차도 존재하고 있다.

반면, 선박 공급의 경우 선박의 크기, 조선소의 설비능력 등에 따라 차이가 있으나, 발주로부터 신조선 인도까지 1~3년 정도의 시간이 소요된다. 해운기업은 폐선, 발주취소, 인도 지연 등을 통한 선박량 조절이 일부 가능하나, 그 수준은 발주량 대비 크지 않아 선박 공급은 수요에 비해 상당히 비탄력적인 특성을 지니고 있다.

이 같은 특성으로 인해 2008년 하반기 글로벌 금융위기 직후 컨테이너 물동량은 급격

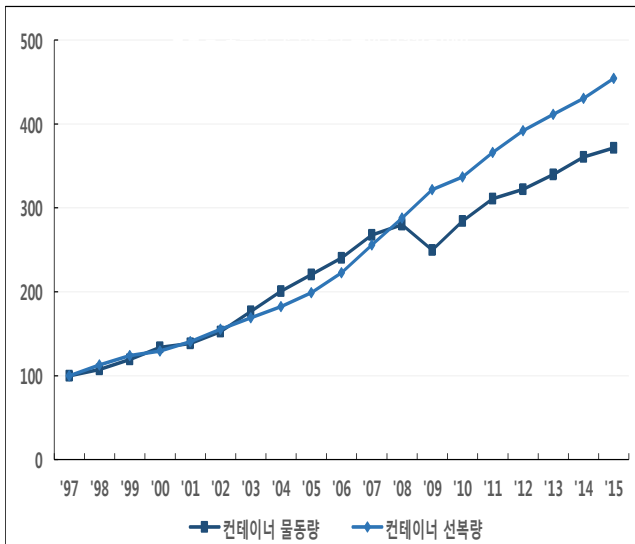
히 위축된 반면 컨테이너 공급은 글로벌 선사들의 경쟁적인 투자와 맞물려 지속적으로 증가추세를 보였다. 주요 국가의 경기부양책에 힘입어 2010년 이후 물동량도 증가추세를 보이고 있으나, 금융위기 직후 발생하였던 컨테이너 선박량의 초과공급이 해소되지 않고 있어 원양 컨테이너 업계에 불리한 사업환경으로 작용하고 있다.

[글로벌 GDP 및 물동량 증가율]

단위: %



[글로벌 컨테이너 물동량 및 선박량 추이]



자료: IMF World Economic Outlook, 한국선주협회 발간 해사통계연보, NICE신용평가 정리 및 재가공
 주: 컨테이너 물동량 및 선박량 1997=100기준임

여타 해운업권 대비 상위 기업들의 시장점유율이 높은 수준

원양 컨테이너 사업을 영위하기 위해서는 선박에 대한 투자부담과 함께 항만터미널, 컨테이너 등 물류투자가 필요하며 글로벌 영업네트워크 구축에 상당한 기간과 투자가 요구된다. 특히 장거리의 다양한 노선을 운영하면서 단위당 운송원가 절감을 위해서는 대형 선박을 중심으로 다수의 선대를 확보하여야 한다. 대규모 투자부담은 신규경쟁자에 대한 높은 진입장벽으로 작용하면서 벌크해운업에 대비하여 상위 기업들의 시장지배력이 강한 모습을 보이고 있다.

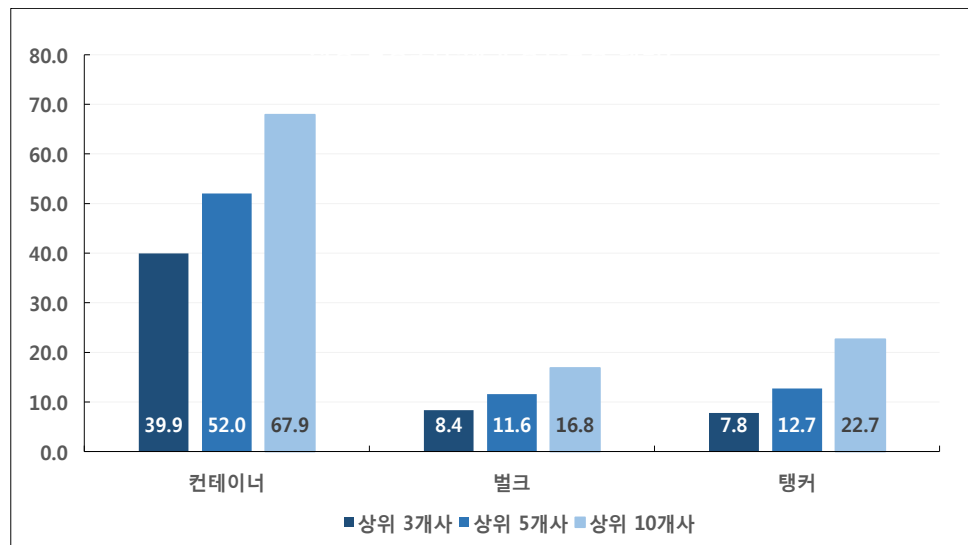
2015년말 기준으로 글로벌 컨테이너 상위 3개 기업의 운항선박량 기준 점유율이 40% 내외에 달하고 있으며, 이는 10% 미만에 그치는 Dry Bulk, Wet Bulk 부문의 상위 3개 기업 시장점유율과 크게 대비된다. 상위 10개사의 시장점유율 또한 컨테이너 부문은 2/3 내외에 달하나 Bulk 부문은 20% 내외에 머물고 있다. 상위 컨테이너 기업들이 지속적인 M&A, 선대투자를 진행하고 있음에 따라 원양 컨테이너 시장에서의 소수기업에 대한 시장집중도는 더욱 강화될 것으로 전망된다.

이 같은 사업특성으로 인해 원양 컨테이너 산업은 시장내 경쟁업체의 수가 상대적으로

작은 수준에 그치고 있으며, 선박, 터미널 등 영업용자산의 공동이용, 가격협상력 제고 등을 위해 동종업체간 다양한 형태의 Alliance가 형성되고 있다. 다만 구조적인 공급 과잉이 지속되는 상황에서 각국 정부의 반경쟁행위에 대한 규제강화와 기업간 상이한 이해관계로 인해 원양 컨테이너 기업간 공조를 통한 경쟁완화 효과는 제한된 수준에 그치는 것으로 보인다.

[해운업 시장집중도(전체 운항선복량 대비)]

단위: %



자료: Alphaliner, Clarkson, 해사통계집, NICE신용평가 정리

주: 2015년말 기준

2. 원양 컨테이너 시장의 최근 동향

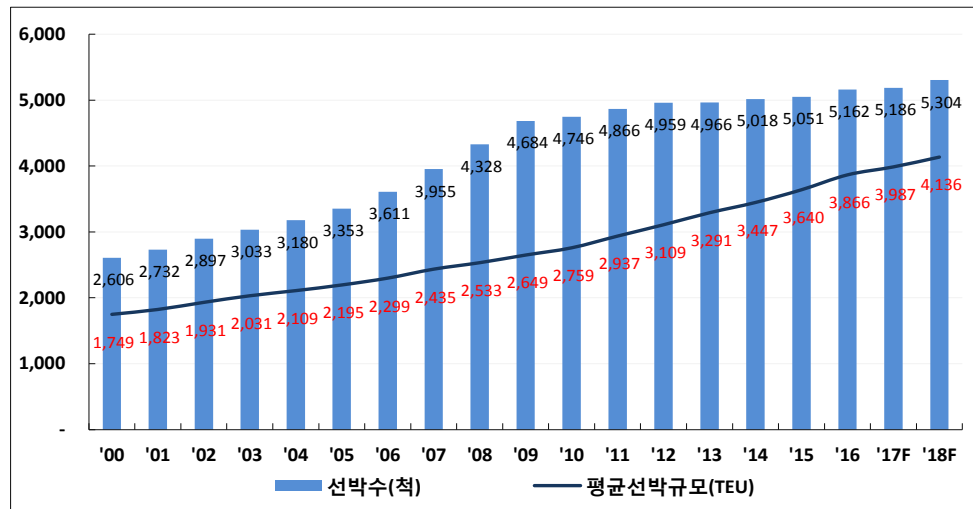
규모의 경제 확보를 위한 대형 선박에 대한 투자가 확대되고 있음

글로벌 컨테이너 선사들은 2000년대 이후 지속적인 선대확충을 진행하고 있으며, 특히 규모의 경제 확보가 용이한 대형 컨테이너 선박에 대한 투자가 활발히 진행되고 있다. 대형 컨테이너 선박에 대한 투자가 활발히 진행되는 2000년대 후반 이후에는 선박수 증가율은 1~2% 내외에 머물고 있으나, 선박당 평균 선복량은 5% 내외에 이르고 있다. 이로 인해 척당 평균 선복량이 2000년대 초반 2,000TEU미만에 그쳤으나 최근에는 4,000TEU 내외에 달하고 있다.

발주잔량 기준으로도 10,000TEU 이상의 대형 컨테이너선 비중이 85%수준에 달하고 있다. 특히 18,000TEU 이상의 초대형 컨테이너선 투자 비중도 38%에 이르고 있어 컨테이너 선박의 대형화 추세가 당분간 지속될 것으로 전망된다.

[컨테이너 선박수 및 척당 평균선박량 추이]

단위: 척, TEU



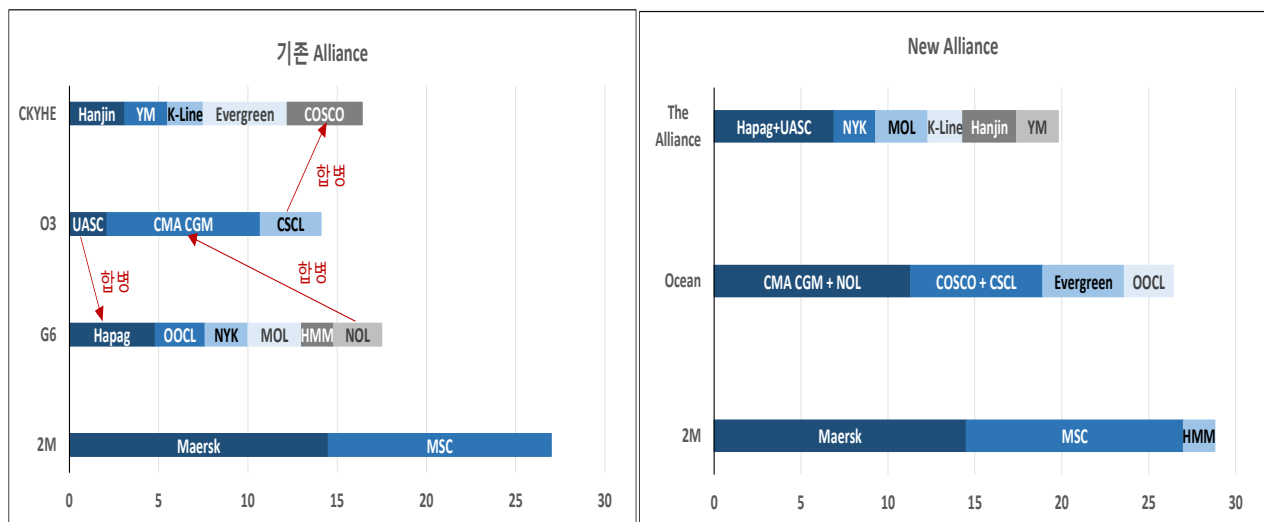
자료: Alphaliner Monthly Monitor 2016 August

글로벌 선사들의 M&A로 인해 상위 선사의 점유율 증가 및 Alliance의 개편이 진행되고 있음

글로벌 컨테이너 선사들의 Alliance는 1990년대 중반부터 생성되기 시작하였으며 주요 선사들간의 M&A, 이해관계 변화 등에 따라 지속적인 개편과정을 거쳐왔다. 최근에도 선사들간의 합병으로 인해 Alliance가 개편과정을 보이고 있다. 2016년 3월 중국선사인 COSCO와 CSCL의 합병으로 인한 COSCON 설립, 2016년 7월 싱가포르 선사인 NOL(APL)의 CMA-CGM으로의 흡수합병, 2014년 중 칠레 선사인 CSAV를 합병한 Hapag-Lloyd의 중동 선사 UASC의 추가 합병 진행 등으로 인해 기존 4대 Alliance가 향후 3대 Alliance로 개편될 예정이다.

[주요 컨테이너선사의 Alliance별 선복량 점유율]

단위: %



자료: Alphaliner, NICE신용평가 정리

주: 한진해운의 경우 기업회생절차 신청으로 기존 Alliance 및 신규 Alliance에서 사실상 배제

Alliance에 참여하지 않은 일부 원양 컨테이너선사들도 존재하고 있으나, 주요 Alliance에 참여하지 않을 경우 운송 서비스 관련 질적 및 가격 경쟁력 저하 가능성으로 인해 주요 Alliance 참여는 원양 컨테이너 선사들의 기본적인 경쟁력 유지에 중요한 요소로 판단된다. 그러나 Alliance 개편과 운영이 선복량 점유율이 큰 Maersk, MSC, CMA-CGM, Hapag Lloyd, COSCON 등 상위 선사들을 중심으로 이뤄지는 경향이 있어 Alliance내 주도권 확보를 위한 선대투자, M&A 등이 지속적으로 진행될 것으로 전망된다.

파나마, 수에즈운하 확 장으로 선대 대형화 추 세 지속 전망

선대 대형화 추세는 파나마 및 수에즈운하 확장으로 보다 가속화될 것으로 전망된다. 총 52억달러가 투입되어 2016년 중 마무리된 파나마운하의 확장으로 기존 5천TEU급 선박에 그쳤던 최대 통행가능 선박규모가 14천TEU급 선박으로 확대되었다. 이로 인해 주요 선사들이 10천TEU급 선박들을 파나마운하에 항로에 배치하고 있으며, 미국 동부 뉴욕항의 확장공사가 마무리되는 2017년말~2018년경에는 14천TEU급 선박들도 집중적으로 파나마운하~미주항로에 투입될 것으로 예상된다.

이 같은 파나마운하~미주항로의 선대대형화는 동항로에서 선사들의 운송물량확보를 위한 운임인하경쟁을 야기할 수도 있다. 그러나 2015년 중 확장 준공된 수에즈운하와 파나마운하간의 통행선박 확보 경쟁으로 인한 통행료인하 가능성, 케이프항로에서 수에즈운하로의 항로변경에 따른 원가절감 효과, 2020년 니카라과운하의 추가 개통 시 예상되는 운하통행료의 추가 인하가능성 등은 선사들의 채산성 확보에 일부 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

[운하확장 내역 및 효과]

구분	파나마운하	수에즈운하
준공시점	2016년 6월 준공	2015년 8월 준공
공사비	52억USD	82억USD
효과	기존 5,000TEU급 선박 => 14,000TEU급 선박도 운행 가능	복선화 공사로 통과시간 18시간에서 11시간으로 단축, 대기시간 11시간에서 3시간으로 단축
비고	컨테이너 선박의 대형화 추세 지속 아시아-미동안 항로의 수에즈운하에서 파나마운하로 변경 및 미주 항로 선복량 공급 증가로 경쟁심화 가능성 기존 파나마 운하 운항 선박의 근해 노선 전배 가능	선박운용상 여유발생으로 연료비 절감효과가 큰 Slow Steaming 여력 확대 케이프항로에서 수에즈운하로의 항로 변경 가능성 파나마운하 확장으로 통행료 인하 경쟁

자료: 언론보도자료 등, NICE신용평가 정리

한편, 파나마운하 확장 등으로 기존 미주기간항로에서 운항되던 중형급 선박이 대형급 선박으로 재편되면서 중형급 선박이 아시아 근해항로 등 여타 항로로 전배될 것으로

예상된다. 이 같은 선박의 전배효과(Cascading Effect)로 인해 근해항로를 중심으로 사업을 영위하는 중소형 선사들의 운항채산성이 저하될 가능성이 큰 것으로 예상된다.

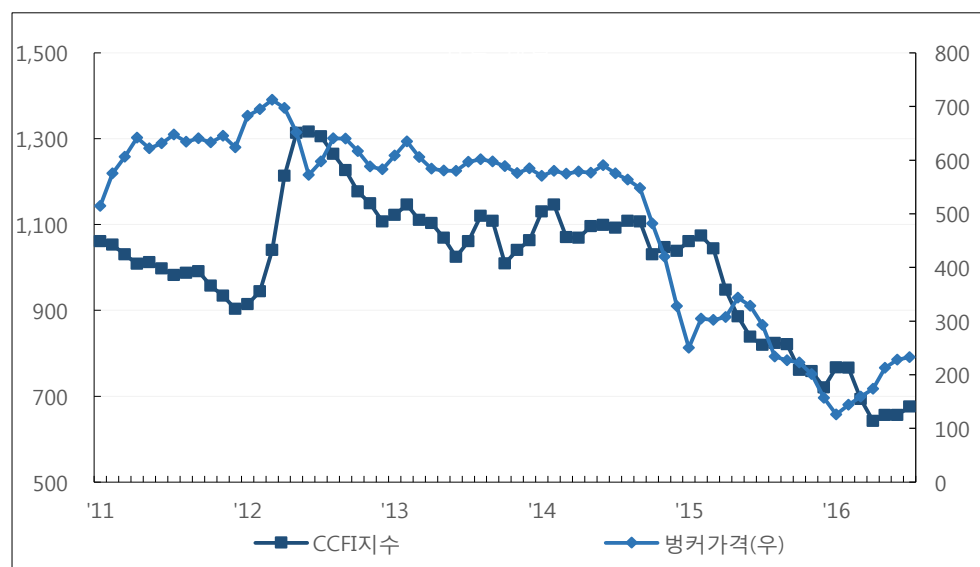
유가하락은 긍정적이나 공급과잉으로 운임의 하 방압력 지속 중

유류비는 용선료와 함께 컨테이너선사의 주요 비용항목을 구성하고 있다. 용선료의 경우 용선 및 사선비중의 차이에 따라 선사별로 그 부담이 크게 차이가 나고 있으나 유류비의 경우 2011~2014년 동안 매출대비 20% 내외를 점하고 있었다. 미국의 셰일오일 생산확대, 글로벌 경기둔화에 따른 수요 감소 등으로 2014년 하반기 이후 유가가 급락하면서 컨테이너선사들의 유류비 부담은 매출대비 10% 내외로 크게 경감된 모습을 보이고 있다.

그러나 컨테이너 운임의 약세로 인해 유가하락의 수혜는 미미한 수준에 그치고 있는 상황이다. 2015년초 미국서부항만파업으로 강세를 보였던 컨테이너운임도 파업종료 이후 급락함에 따라 2015년 중 컨테이너 평균운임지수는 전년대비 19% 하락하였으며, 2016년 들어서도 7월까지 전년평균대비 20% 이상 하락하였다. 이 같은 운임의 약세는 글로벌 경기둔화에 따른 미진한 수요 및 원양 컨테이너 시장의 구조적인 공급 과잉 및 운임경쟁에 주요 기인하고 있는 것으로 보인다.

[컨테이너 운임지수 및 유가 추이]

단위: \$/Ton



자료: Clarkson, NICE신용평가 정리

주: 벙커가격은 380cst, Rotterdam 기준임

Alphaliner에 따르면 2016년 8월 기준 진행 중인 신조선의 선복량은 기존 선복량의 17.1%인 3.5백만TEU에 달하고 있다. 노후선박의 폐선을 감안해도 컨테이너 선복량

은 신조선이 인도되면서 2016년 중 3.3%, 2017년 중 6.3%, 2018년 중 4.2% 수준 확대될 것으로 예상되고 있다. 글로벌 경제성장률이 2016~2017년 중 3.1~3.4% 수준에 그칠 것으로 전망(IMF Word Economic Outlook 2016년 7월)되고 있는 상황에서 이 같은 선박량 증가로 원양 컨테이너 시장에서의 구조적인 공급과잉이 지속될 것으로 보인다.

한진해운의 기업회생절차 신청으로 글로벌 컨테이너 시장환경의 변화 가능성 존재

한편, 2016년 8월 31일 한진해운이 기업회생절차를 신청하고 9월 1일 기업회생절차의 개시되면서 미주항로를 중심으로 컨테이너 시장의 운임이 급등하는 것으로 비롯하여 최근 글로벌 컨테이너시장이 조정을 받고 있다. 기존 글로벌 컨테이너 시장에서의 한진해운의 시장점유율은 3% 내외에 그치고 있으나, 동북아~미주항로의 점유율은 7.7% 수준에 달하는 것으로 파악되고 있다.

이 같은 상황에서 한진해운의 기업회생절차 신청 이후 Alliance로부터의 사실상 퇴출, 선박압류, 입항거부 등이 발생하고 있으며 화주들의 대체 선사 확보 경쟁으로 한진해운의 주력노선인 미서안을 중심으로 운임이 50% 내외 폭등하기도 하였다. 원양 컨테이너 시장의 구조적인 공급과잉지속을 감안할 때 운임강세는 일시적인 현상에 그칠 가능성이 큰 것으로 판단된다. 현대상선 및 해외 선사들이 기존 한진해운의 운송물량을 흡수하면서 일시적으로 폭등한 운임이 점차 안정화 될 것으로 예상된다.

한진해운 부실화로 인한 일시적인 교란요인이 제거되면 과거와 같은 운임경쟁이 재개될 가능성이 존재하나 그 강도는 과거 대비 크지 않을 것으로 예상된다. 2015년 4분기 이후 2016년 상반기까지 Maersk를 포함한 대부분의 선사들이 적자를 시현한 상황에서 한진해운 부실화사태를 운임정상화의 계기로 활용할 가능성이 존재하고 있다. 특히 한진해운 부실화의 학습효과로 화주들이 저렴한 운임보다는 적시성 등 품질을 중요시할 것으로 예상됨에 따라 중장기적으로는 신인도가 우수하고 시장점유율이 높은 우량 선사로 주요 화주들이 이동하면서 상위 선사들의 시장지배력이 더욱 강화될 가능성이 있는 것으로 보인다.

III. 국적 선사와 글로벌 컨테이너 선사와의 사업경쟁력 비교

국적 원양컨테이너 선사의 부실화 원인 및 경쟁력 회복가능성을 파악하기 위하여 글로벌 컨테이너 선사 중 15대 선사를 선정하여 국적선사와 글로벌 선사와의 사업 및 재무 경쟁력을 비교 분석하였다. Alphaliner 기준 컨테이너 선박량 상위 15개 선사를 대상으로 하였으며 15대 선사에는 한진해운 및 현대상선이 포함되어 있다. 다만 해외 선

사 중 MSC, Hamburg Sud, UASC 등은 재무자료를 파악하기 어려우며 CMA-CGM의 경우 재무정보가 일부 기간만 파악 가능함에 따라 재무자료의 경우 활용가능한 선사 또는 기간만이 반영되어 있다. 또한 NOL(APL), CSCL 등 일부 선사의 경우 최근 합병되어 15대 선사에는 포함되지 않으나, 과거 재무자료가 활용가능한 경우 분석대상에 포함하였다.

[분석 대상 주요 글로벌 컨테이너 선사 현황]

단위: 천TEU

기업	설립년도	국적	컨테이너 선복량	재무정보 활용	비고
APM-Maersk	1904	덴마크	3,192	O	
MSC	1970	스위스	2,781	X	
CMA CGM	1851	프랑스	2,306	일부	2016년 7월 싱가포르선사 NOL(APL) 합병
COSCON	1961	중국	1,557	O	2016년 3월 COSCO와 CSCL 합병 출범
Evergreen	1968	대만	956	O	
Hapag-Lloyd	1970	독일	915	O	2014년 칠레 CSAV 인수, UASC 합병 진행
Hanjin Shipping	1949	한국	617	O	
Hamburg Sud	1871	독일	613	X	
OOCL	1947	홍콩	579	O	
Yang Ming	1972	대만	570	O	
UASC	1976	쿠웨이트	541	X	중동 6개국 공동출자, Hapag-Lloyd와 합병 진행
MOL	1884	일본	521	O	
NYK	1885	일본	495	O	
Hyundai M.M.	1976	한국	436	O	
K Line	1919	일본	369	O	

자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: Alphaliner Monthly Monitor 2016 August, 운항선복량 기준 15대 글로벌 컨테이너선사 기준

1. 경쟁지위: MS, 선대구성

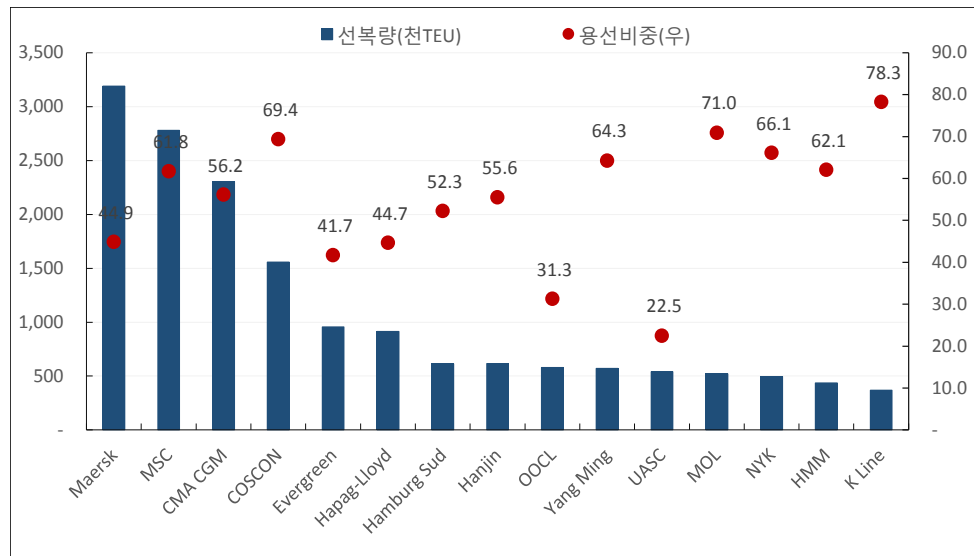
상위 선사를 중심으로
규모 및 범위의 경제가
가능한 선대를 확보하고
있음

컨테이너 선사의 경쟁지위 판단에 중요한 요소인 선복량 및 선대구성을 살펴보면 상위 선사들이 여타 선사들에 비해 규모 및 범위의 경제를 확보하고 있는 것으로 판단된다. 2016년 8월 기준 글로벌 컨테이너 선복량은 20.7백만TEU로 파악되고 있으며 선복량 기준 1위 선사는 Maersk로 3.2백만TEU로 15.4%를 점하고 있다. 2위인 MSC와 CMA-CGM은 각각 2.8백만TEU, 2.3백만TEU로 13.4%, 11.1%를 점하고 있다. 1~3위 선사의 합산 점유율은 39.9%에 달하고 있으며 1~3위 선사와 여타 선사와의

격차는 상당한 수준을 보이고 있다. 한진해운과 현대상선의 경우 각각 617천TEU, 436천TEU로, 글로벌 선복량 점유율이 3.0%, 2.1%에 그치고 있다. 1위 선사인 Maersk의 선복량 대비 한진해운은 19.3%, 현대상선은 13.6%로 글로벌 컨테이너 시장에서의 시장지배력은 크지 않은 수준으로 판단된다.

[글로벌 컨테이너 선사의 컨테이너 선복량 및 용선비중]

단위: 천TEU, %



자료: Alphaliner Monthly Monitor 2016 August, NICE신용평가 정리

주: 용선비중은 총선복량 및 용선선박의 선복량 비중임

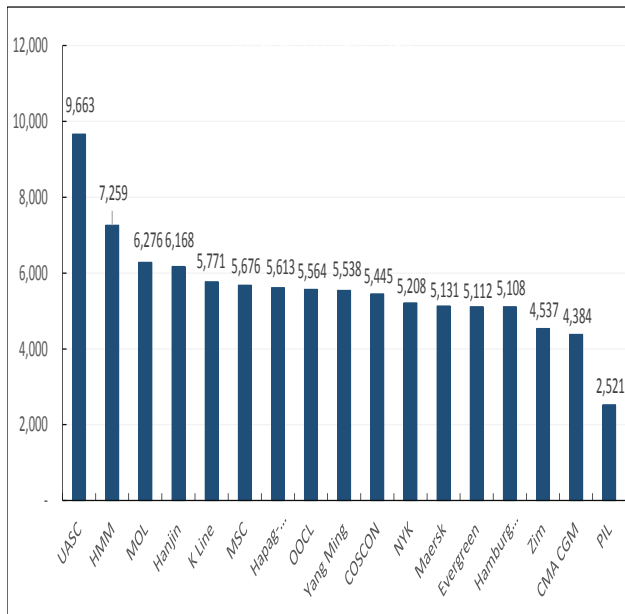
한편, 해운기업이 용선위주로 선대를 구성할 경우 보유 선박을 기반으로 한 재무적 대응능력이 상대적으로 미흡하고, 용선료 부담을 상회하는 수입창출이 이루어지지 않을 경우 사업 및 재무위험이 확대될 여지가 있다. 15대 선사의 선복량 기준 평균 용선비중은 54.8%이며 OOCL, UASC의 경우 사선위주의 선대투자로 용선비중이 여타 선사 대비 상당히 낮은 수준을 보이고 있다. 상위 선사들의 경우에는 Maersk 44.9%, MSC 61.8%, CMA CGM이 56.2%로 평균 내외를 나타내고 있으며 한진해운과 현대상선의 경우 55.6%, 62.1%로 평균 수준대비 큰 차이는 없는 상황이다. 다만 주요 선사들은 대형/초대형 선박의 경우 사선위주로 확보하여 주요 기간항로에 투입하면서 선대운용의 안정성을 제고하고 있는 것으로 파악되고 있으며, 용선계약시기 및 기간, 그리고 투입항로별로 실질적인 용선료 부담은 선사별로 상이할 것으로 보인다.

선박규모별 선대구성을 살펴보면 상위선사들의 경우 선대운영효율성이 높은 수준으로 보인다. 최근 진행 중인 신조선투자의 평균 선박규모는 13천TEU내외로 초대형선박 투자가 집중적으로 진행되고 있는 것으로 파악되고 있으며, 특히 상위 5개 선사 (Maersk, MSC, CMA-CGM, COSCON, Evergreen)의 발주비중이 56.0%에 달하고

있다. 상위 5개선사의 경우 13.3천TEU급 이상의 초대형 선박의 선복량 비중이 18% 수준을 보이고 있어 최근의 투자를 고려할 때 동 비중은 더 상승할 것으로 예상된다.

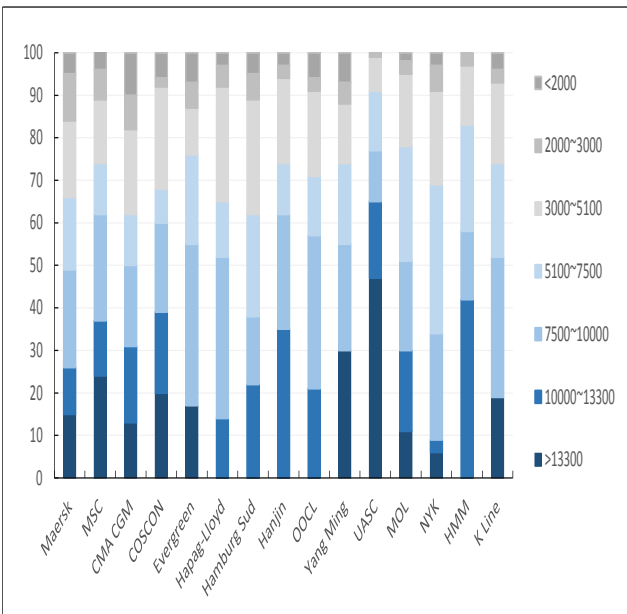
[선사별 평균 선박규모]

단위: TEU



[선박규모별 선복량 비중 현황]

단위: %



자료: Alphaliner Monthly Monitor 2016 August, NICE신용평가 정리

선사별 평균 선박규모는 큰 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 15대 선사의 선박별 평균 선복량은 5,861TEU이며 Maersk 5,131TEU, MSC 5,676TEU, CMA-CGM 4,384TEU 등으로 큰 차이가 없다. 오히려 한진해운의 경우 6,168TEU, 현대상선은 7,259TEU로 평균 선복량이 큰 수준으로 나타나고 있다. 이는 상위 선사들이 대형/초대형 선박의 경우 운송물량 확보가 용이하고 가격경쟁이 중요한 기간항로에 집중 투입하는 한편 여타 선박의 경우 지선항로에 배치하면서 규모 및 범위의 경제 확보를 통한 선대운용의 효율성 제고차원에 주로 기인하고 있는 것으로 판단된다.

한진해운과 현대상선의 경우 만TEU급 선박은 확보하고 있으나, 13천TEU급 이상의 초대형선박을 확보하지 못하고 있는 상황에서 유럽~아시아~미주 기간항로에서 지속되는 운임경쟁에서 경쟁력을 점차 상실한 것으로 보인다.

2. 사업다변화 수준

일본계 선사, Maersk 등의 사업다각화 정도가

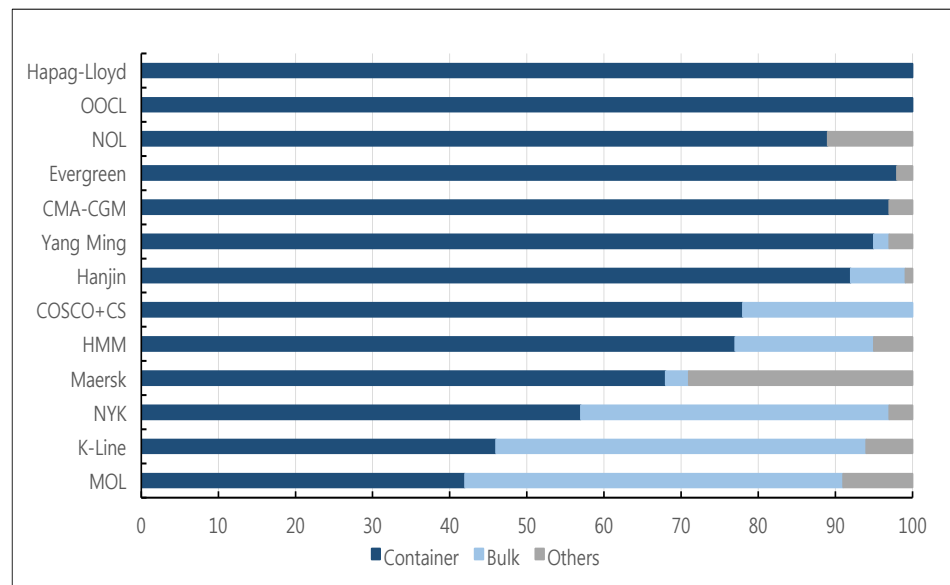
글로벌 선사들의 사업포트폴리오를 살펴보면 일본계 선사, 중국계 선사, Maersk 등을 중심으로 사업 다변화 수준이 높은 것으로 나타나고 있다. 특히, 일본계 선사들인

높은 수준임

NYK, K-Line, MOL 등은 컨테이너운송 이외에도 건화물, 탱커, 자동차전용선, 웨리 등 해운업에서 다양한 사업을 영위하고 있으며 컨테이너부문의 매출비중은 42~57% 수준에 그치고 있다. 반면, Hapag Lloyd, CMA-CGM, Evergreen 등 상위 선사들의 경우 컨테이너사업 비중이 97~100%로 매우 높은 수준을 보이고 있으며, Maersk의 경우에도 컨테이너 부문이 매출 중 68% 수준을 점하고 있다.

[글로벌 컨테이너 선사의 사업포트폴리오]

단위: %



자료: 각 사 Annual Report, NICE신용평가 정리

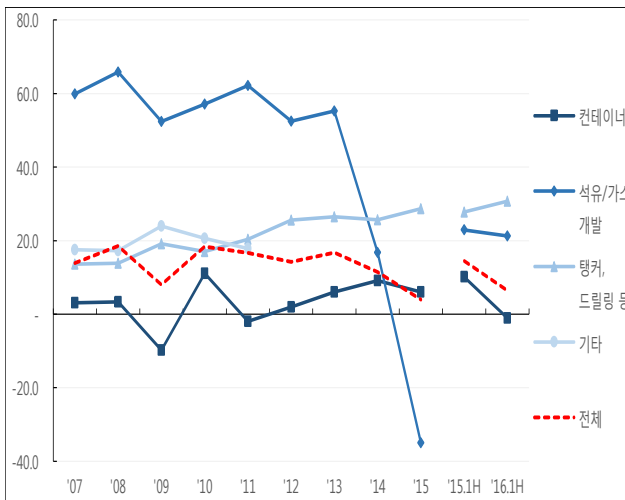
주: 2015년 매출구성 기준임

Maersk의 경우에도 전체 매출 중 컨테이너사업(컨테이너운송 및 컨테이너터미널 운영)이 점하는 매출 비중이 큰 수준이다. 그러나 2010~2014년 기간 동안 매출 중 약 20%를 점하는 석유개발사업에서 60% 내외의 이익을 창출하는 것을 비롯하여 해운업 이외의 사업 영위를 통한 사업다각화를 바탕으로 해운업 경기변동에 대응한 것으로 보인다. 비록 원자재 가격의 급락으로 인해 석유사업부문에서 2015년 중 대규모 손실을 시현하였으나, 2016년 들어서 동 부문의 실적이 상당폭 회복된 것으로 나타나고 있다.

이처럼 컨테이너사업 이외에서 창출되는 이익을 토대로 과거 Maersk는 글로벌 원양 컨테이너 시장에서의 운임경쟁을 지속할 수 있었던 것으로 판단된다. 다만 최근의 글로벌 원자재 가격 하향안정화를 감안하면 Maersk가 과거처럼 무리한 수준의 컨테이너 운임경쟁을 지속하기는 어려울 것으로 예상된다.

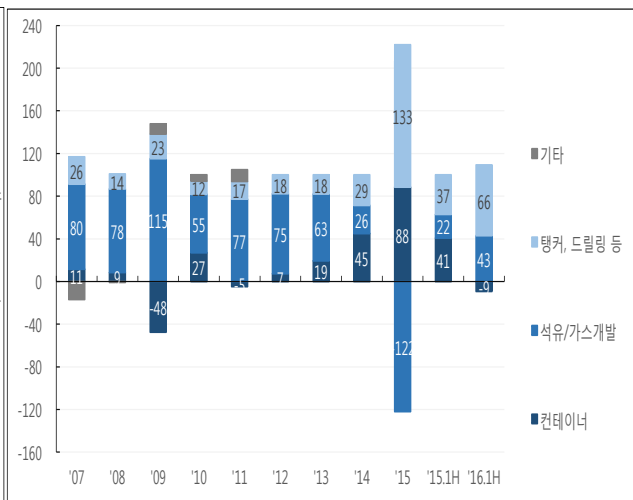
[Maersk 부문별 EBIT/매출 추이]

단위: %



[Maersk 부문별 EBIT비중 추이]

단위: %



자료: Maersk Annual Report 등, NICE신용평가 정리

일본 선사인 NYK, MOL, K-Line은 매출의 대부분이 컨테이너를 중심으로 한 해운업에서 발생하고 있다. 그러나 컨테이너 이외의 해운업도 건화물, 탱커, LNG, 자동차전용선 등의 벌크, 기타 부문의 부동산임대, 크루즈, 웨리 등으로 원양 컨테이너 시장과 경쟁환경 및 사업위험이 상이한 분야로 구성되어 있어 사업다각화 수준이 상당히 높은 수준이다.

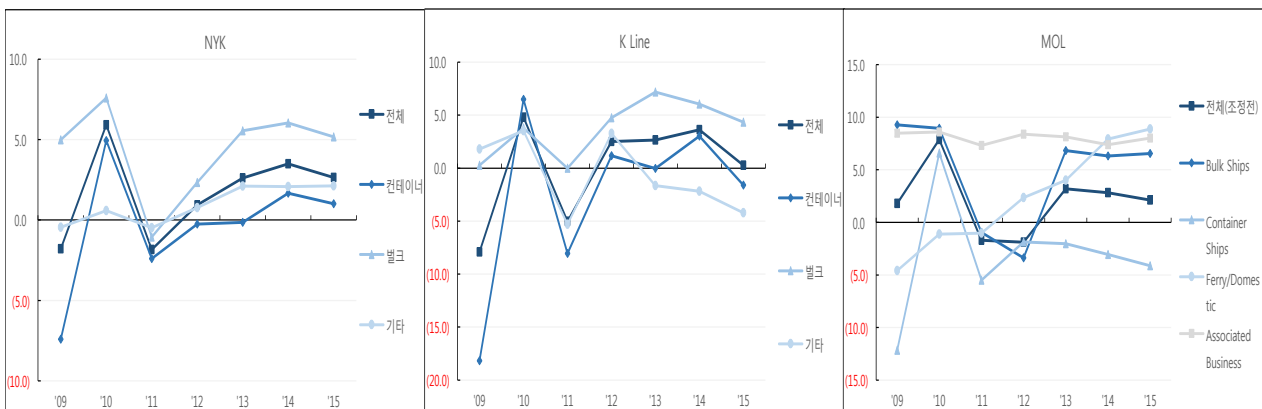
특히, 자동차전용선 사업의 경우 일본 자동차 업계와의 밀접한 영업관계를 형성하면서 일본 해운3사가 선박수 기준 글로벌 1~3위를 점하면서 안정적으로 이익을 창출하고 있는 것으로 파악되고 있다. 건화물선 시장의 경우도 일본 3사가 선박량 기준 글로벌 5위권을 형성하고 있으며 일본내 철강사, 발전사 등 주요 기업들과의 고정계약을 중심으로 안정적인 실적을 시현하고 있다. 유조선/탱커선 시장에서는 MOL과 NYK가 각각 3위 및 15위권이 선박량을 보유하면서 일본내 정유사, 석유화학사와의 영업관계를 기반으로 양호한 실적을 유지하고 있다.

이처럼 해운업권별로 다각화된 사업구조를 확보하고 있는 일본선사들은 컨테이너부문의 저조한 수익성을 비컨테이너부문의 양호한 채산성으로 보완하고 있는 것으로 보인다. 글로벌 컨테이너 선박량 기준으로 일본3사의 합계 점유율은 6.7%로 이는 글로벌 1위인 Maersk의 44%에 불과한 수준이며, 규모의 경제 수준이 상위 선사들 대비 미흡함으로 인해 컨테이너부문의 수익성은 적자 또는 손익분기점 수준에 그치고 있다. 그러나 벌크 및 기타부문의 채산성이 상대적으로 양호함에 따라 전반적인 수익성은 주력인 컨테이너부문 대비 상대적으로 건조한 수준을 보이고 있다.

특히, 일본선사들은 비컨테이너부문의 양호한 수익력을 토대로 컨테이너 부문의 경쟁력 제고를 위해 초대형 컨테이너 선박 투자를 진행하고 있다. 2016년 8월 기준 Alphaliner 자료에 의하면 일본 선사 3사의 신조선 발주규모는 372천TEU로 글로벌 발주잔량의 10.7%이며, 발주 선박수를 감안한 평균 선박규모는 15.5천TEU에 달하고 있다. 현 수준의 선박량과 선대구성과 비교해 볼 때 추후 일본 선사들의 선박량 확대와 선대 대형화를 통한 컨테이너부문의 경쟁력 제고가 가능할 것으로 예상된다.

[일본 컨테이너 선사들의 부문별 수익성 추이]

단위: %



자료: 각 사 Annual Report 등 NICE신용평가 정리

주: 각 사별 사업부문별 영업이익 또는 경상이익 기준 추이임

한진해운과 현대상선은
지속적인 구조조정으로
경쟁 선사대비
사업다변화 수준이
저하됨

반면, 한진해운과 현대상선의 경우 2000년대 이후 지속적인 구조조정으로 인해 사업 다각화를 토대로 한 사업환경 변화에 대한 대응력이 경쟁선대 대비 크게 저하되어 온 것으로 보인다. 현대상선의 경우 2000년대 초반 국내 컨테이너터미널을 매각하는 한편 고정거래처(현대자동차그룹)를 확보하고 있는 자동차운송부문을 매각하였다. 최근에는 채산성이 양호한 LNG 및 벌크 전용선부문을 매각하였다. 한진해운은 2009년 분할 당시 안정적인 사업인 부동산임대, IT서비스, 선박관리사업 등이 제외되었으며 2014년 중 벌크 전용선 사업을 한앤컴퍼니측에 매각하였다. 2015년 이후에는 계열 사에 항만관련 자산 및 아시아 역내항로 사업을 양도하는 계약을 체결하였다.

지속적인 구조조정 및 사업부 매각으로 한진해운은 2015년 기준 컨테이너 비중이 92%에 이르고 있으며 현대상선도 77%로 높은 수준이다. 현대상선은 2016년 중 벌크 전용선 사업을 추가적으로 매각함에 따라 컨테이너 사업비중이 80% 이상으로 확대된 것으로 파악된다. 이처럼 구조조정이 지속되면서 컨테이너부문에 대한 사업의 존도는 과거 대비 심화되었으나 채산성이 양호한 사업들을 양도하면서 상위기업들이 주도하는 원양 컨테이너 시장의 가격경쟁에 대한 대응능력은 점차 약화된 것으로 판단

된다.

[현대상선 및 한진해운의 주요 구조조정 내용]

구분	시기	구조조정 내용
현대상선	2002.01	국내 컨테이너터미널 3곳 매각
	2002.12	자동차운송사업부문 영업양도 - 유코카캐리어스
	2014.06	LNG사업부문 영업양도 - 현대엘엔지해운
	2016.03	벌크 전용선 사업부문 영업양도 - 에이치라인해운
한진해운	2009.12	인적분할로 한진해운 및 한진해운홀딩스(현 유수홀딩스; 임대, IT, 선박관리 등) 설립
	2014.06	벌크전용선사업 양도 - 에이치라인해운
	2015.05	평택항컨테이너터미널 매각 - (주)한진
	2015.11	한진해운신항만 매각 - (주)한진
	2016.06	아시아 역내항로 정기선노선 영업양도 - (주)한진

자료: 회사공시자료, 언론보도자료 등, NICE신용평가 정리

3. 영업수익성

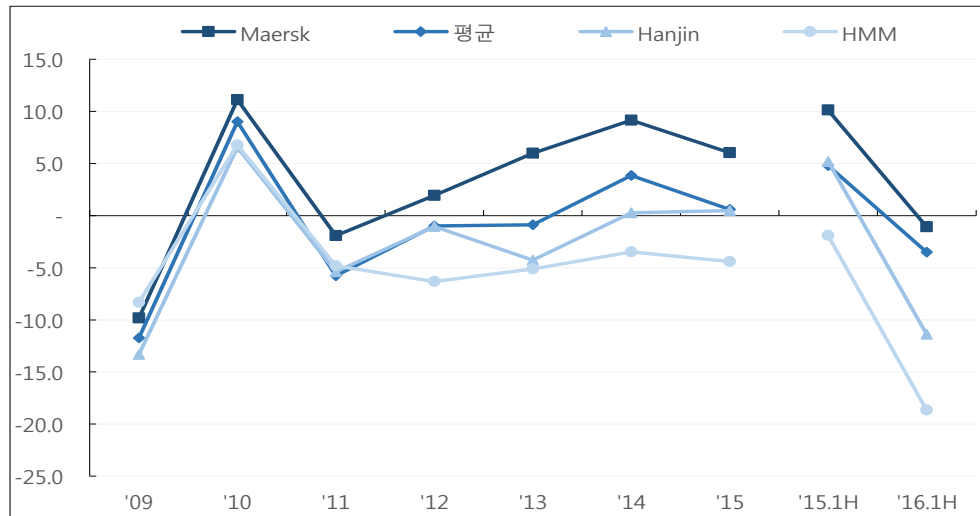
2012년 이후 국적
선사들의 수익성이
글로벌 선사 평균대비
상당폭 하회하고 있음

글로벌 컨테이너 선사들의 영업수익성을 살펴보면 Maersk가 규모 및 범위의 경제를 토대로 업계 최고수준의 수익성을 시현하고 있으며, 국적 선사들의 경우 업계 평균대비 저조한 수준을 나타내고 있다. 2011~2015년 기간 동안 평균 EBIT/매출액은 Maersk가 4.2%, 업계평균 -0.6%인데 반해, 한진해운은 -2.0%, 현대상선은 -4.8%에 그치고 있다.

특히 2012년 이후 국적 선사의 영업수익성이 업계 수준을 상당폭 하회하고 있다. 이는 동종업계 대비 미진한 투자로 인한 점진적인 경쟁력 저하, 채산성이 양호한 사업의 외부매각 등이 누적된 영향인 것으로 판단된다. 다만 한진해운을 중심으로 2015년 상반기 중 수익성이 양호한 수준을 보였으나, 이는 미국 서부항만파업 영향에 따른 일시적 현상으로 2015년 하반기 이후 저조한 수익성을 시현하고 있다. 2016년 들어서는 국적 선사와 해외 선사와의 수익성 격차가 더욱 확대된 모습이다. Maersk 조차도 영업적자를 시현하고 있으나 여전히 동종업계 수준을 상회하는 수익구조를 유지하고 있다.

[글로벌 컨테이너 선사의 EBIT/매출액 추이]

단위: %



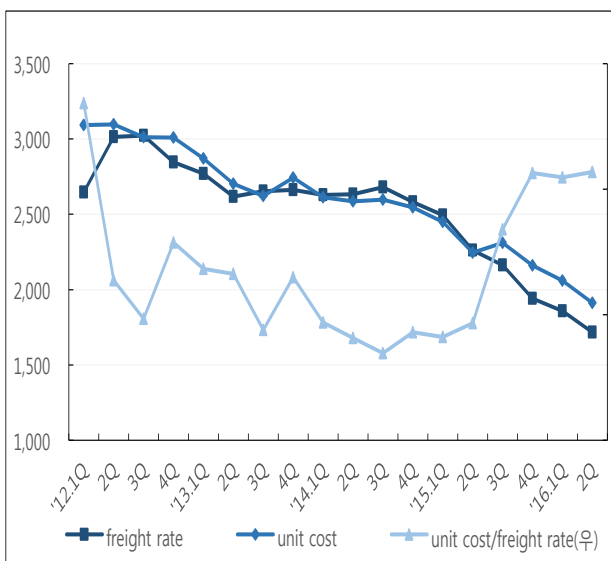
자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: Maersk는 컨테이너사업부문 기준이고, 평균은 Maersk, 한진해운, 현대상선을 제외한 컨테이너선사의 EBIT 마진을 단순합산 기준임

글로벌 컨테이너 시장에서의 운임경쟁을 주도해 온 Maersk의 경쟁전략 중 하나는 규모의 경제 실현, 연료효율성 제고를 위한 에코쉽투자 등을 토대로 한 cost경쟁력 강화이다. 2012년 1분기 중 FFE당 1.25 톤에 달하던 벙커소비량이 지속적으로 감소하여 2016년 2분기 중 0.88톤까지 하락하는 등 컨테이너 운송단가(unit cost)의 경감추세가 지속되었다. 이 같은 비용절감효과에 힘입어 원양 컨테이너 부문에서 동종업계를 상회하는 수익성을 실현해 온 것으로 판단된다.

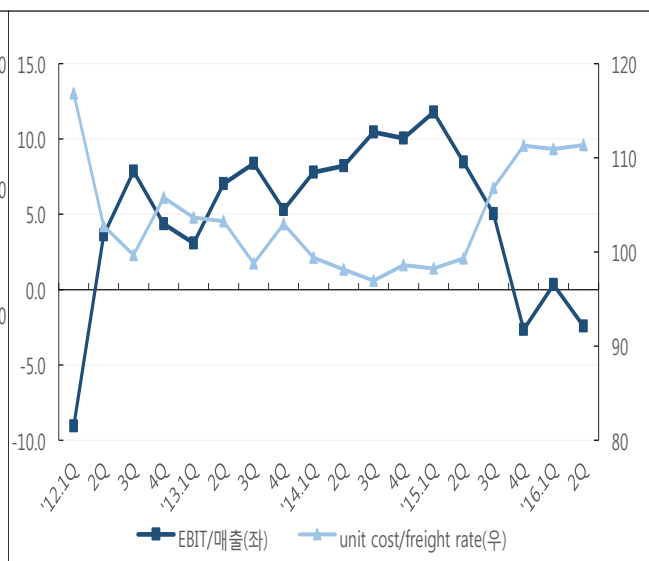
[Maersk 컨테이너평균운임/운송단가 추이]

단위: \$/FFE, %



[Maersk 분기별 EBIT/매출액 추이]

단위: %



자료: Maersk Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: 컨테이너 사업부문 기준임

그러나 선사간 가격경쟁 및 글로벌 경기둔화에 따른 수요위축으로 컨테이너평균운임(freight rate)도 하락하면서 평균운임/운송단가는 2015년 4분기~2016년 2분기 동안 110%를 상회하고 있다. 이로 인해 Maersk의 컨테이너부문 영업수익성도 2015년 4분기 이후 매우 저조한 수준을 보이고 있다.

업계 최상위의 비용구조를 확보하고 있는 Maersk도 적자를 시현하고 있는 상황에서 운임경쟁이 장기간 지속될 가능성은 크지 않은 수준으로 보이며, 한진해운 부실화에 따른 운임상승 상황 및 주요 화주들의 비가격요소 중시 가능성 등을 감안할 때 하반기 이후 상위 기업을 중심으로 글로벌 컨테이너 선사들의 영업수익성 제고가 가능할 것으로 기대된다.

국적 컨테이너 선사의 경우 동종업체 대비 상당히 저조한 수익성과 낮은 사업다변화 수준 등을 감안하면 기본적인 원가구조 및 업황에 대한 대응력이 열위한 수준으로 판단된다. 따라서 원양 컨테이너 업황 자체의 회복 또는 상당한 수준의 원가구조 개선이 이루어지지 않는 한 경쟁선사 대비 저조한 수익성이 지속될 것으로 예상된다.

IV. 국적 선사와 글로벌 컨테이너 선사와의 재무경쟁력 비교

1. 고정비 부담능력 및 현금창출력

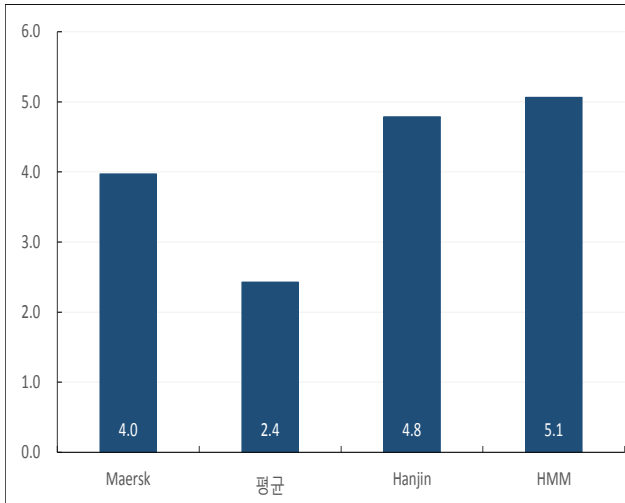
높은 금리수준과 저조한 수익성으로 인해 국적 선사의 고정비 부담능력 열위한 수준

연간 발생하는 금융비용과 연말 차입금 규모를 감안하여 글로벌 선사들의 평균 금리수준을 추산하면 2.4% 수준으로 파악되고 있다. 반면, 한진해운과 현대상선의 경우 평균 금리수준이 5% 내외로 이는 글로벌 선사의 평균수준에 대비하여 2배에 이르는 수준이다. Maersk의 경우 평균금리 수준이 4% 내외로 업계 평균대비 높은 수준이나 업계 최고 수준의 수익성에 힘입어 매우 우수한 고정비 부담능력을 유지하고 있다.

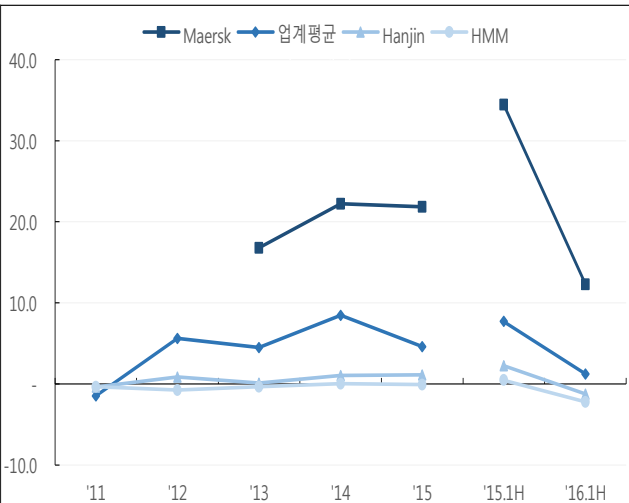
국적 선사의 경우 저조한 수익성으로 인해 EBITDA/금융비용 지표도 매우 낮은 수준이다. 현대상선의 경우 EBITDA가 (-)를 나타내고 있으며, 한진해운도 창출되는 EBITDA가 금융비용에 미치지 못하면서 고정비 부담능력이 해외 경쟁업체 대비하여 열위한 수준을 지속하였다.

[글로벌 컨테이너 선사 평균 금리]

단위: %



[글로벌 컨테이너 선사 EBITDA/금융비용 추이] 단위: 배



자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: 금리수준은 각 사별 금융비용/차입금의 2011~2015년 평균자료를 적용함(Maersk의 경우 2013~2015년 3년 기준임)

열위한 현금창출력은
미래성장을 위한
투자재원 확보에도
부정적인 영향을 미침

Maersk를 중심으로 해외 컨테이너 선사들은 국적 선사 대비 양호한 수익성을 토대로 상대적으로 안정적으로 영업현금을 창출하여 왔으며 이를 토대로 컨테이너 사업이 경쟁력 제고를 위한 선대투자를 진행해 왔다. 특히, Maersk의 경우 전체사업에서 2011~2015년 동안 연평균 12.8조원의 EBITDA 및 8.7조원의 영업CF를 창출하였다. 이를 토대로 6.2조원의 투자를 진행하였으며 컨테이너운송 사업부문의 연평균 투자액만 2.8조원에 달하였다.

[국적 선사와 해외 선사와의 현금창출력 비교]

단위: 십억원, 배, %

기업	EBITDA	영업CF	CAPEX	잉여CF	EBITDA/Capex	영업CF/순차입금
Maersk	12,839	8,664	6,279	2,385	2.04	92.3
업계평균	582	430	642	-212	0.91	2.6
한진해운	196	55	268	-213	0.73	1.1
현대상선	-92	-44	121	-165	-0.76	-0.9

자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주1: 2011~2015년 동안의 연평균 실적 기준이며, 업계평균은 Maersk, 한진해운, 현대상선 제외 기준

주2: Maersk의 경우 컨테이너 사업부문만의 Capex투자 실적은 2,755십억원임

반면 국적 선사들의 경우 저조한 수익성으로 인해 영업현금창출력이 제한되는 모습이며 이로 인해 해외 선사대비 미진한 투자실적을 나타내었다. 한진해운은 미진한 현금창출력으로 인해 2011년 이후 유형자산매각을 진행했으며 특히 2013년 이후에는 신규투자도 미미한 수준에 그쳤다. 현대상선의 경우에도 2011~2015년 누적기준 부(-)

의 영업CF를 시현함으로 인해, 구조조정이 진행되고 신규투자도 자제되면서 한진해운과 같이 컨테이너부문의 경쟁력 저하라는 악순환이 반복된 것으로 파악된다.

2. 재무안정성

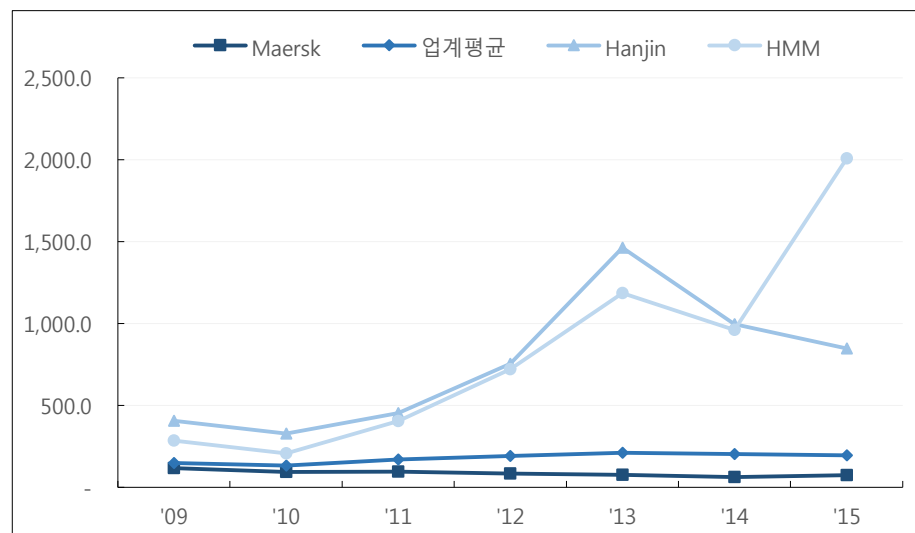
최근 수년간 대규모
손실이 누적되면서
재무안정성이 급격히
저하됨

국적 선사의 재무안정성도 해외 선사대비 열위한 수준이며 최근 수년간은 그 격차가 확대되었다. Maersk의 경우 부채비율은 100% 미만을 보이고 있으며 그 외 주요 해외 선사도 200% 내외의 비교적 양호한 부채비율을 유지하고 있다. 반면 국적 선사들의 경우 최근 부채비율이 1,000~2,000% 내외 수준으로 매우 열위한 수준을 나타내고 있다.

한진해운은 2014년 중 대한항공 중심의 유상증자(5,945억원) 대금이 유입되었으며, 현대상선의 경우에도 2012~2015년 동안 수차례에 걸쳐 총 7천억원 규모의 증자를 진행한 바 있다. 그러나 열위한 수익성과 높은 금융비용부담이 지속되면서 2011~2015년 중 누적손실 규모가 한진해운은 2조 6,397억원, 현대상선은 2조 6,199억원에 달하였다. 이로 인해 2011년 이후 부채비율이 상당폭 상승하는 것을 비롯하여 양사의 재무구조 저하 추세가 지속되었다.

[글로벌 컨테이너 선사의 부채비율 추이]

단위: %



자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

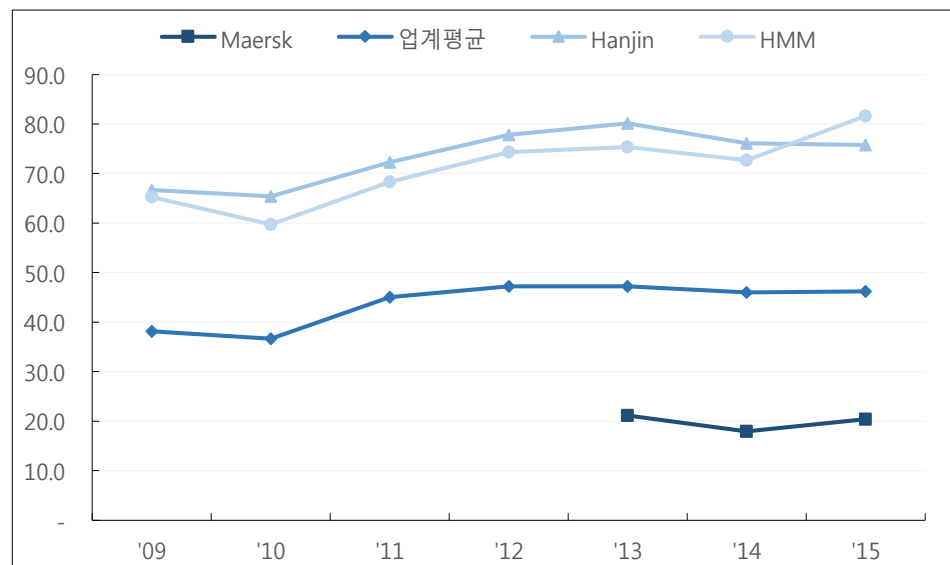
주: 평균은 Maersk, 한진해운, 현대상선을 제외한 컨테이너선사의 단순합산 기준임

국적 선사들의 경우 사업부 양도, 자산 매각 등을 통한 구조조정을 진행하면서 차입규모를 감축시켜 왔다. 2012년 말 8.5조원에 이르던 한진해운의 총차입금은 벌크전용

선 사업 양도, 터미널/항만관련 지분 매각 등이 진행되면서 2016년 6월말 4.9조원으로 축소되었다. 동기간 현대상선의 총차입금도 현대택배 매각, LNG 및 벌크 전용선 사업 양도, 현대증권 지분 매각 등의 자구계획 이행을 통하여 6.7조원에서 3.7조원으로 상당폭 감소였다. 그러함에도 불구하고 손실누적에 따른 자기자본 규모 위축으로 차입금의존도는 80% 내외에 달하고 있다. Maersk의 차입금의존도가 20% 내외, 그 외 해외선사의 차입금의존도 또한 45% 내외에 머물고 있는 점을 고려해 볼 때 국적 선사들의 차입부담이 매우 과중한 수준으로 전반적인 재무구조에 큰 부담으로 작용하여 온 것으로 판단된다.

[글로벌 컨테이너 선사의 차입금의존도 추이]

단위: %



자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: 평균은 Maersk, 한진해운, 현대상선을 제외한 컨테이너선사의 단순합산 기준임

3. 재무적용통성 - 정부의 지원

국적 선사는 수년간
진행된 구조조정으로
자체적으로 활용할 수
있는 재무적용통성 소진

글로벌 컨테이너 선사들의 보유 자산을 고려한 자체적인 재무적 대응능력을 살펴보면 Maersk 및 일본선사들이 재무적용통성이 양호한 수준이다. Maersk는 유사시 안정적인 수익성을 시현하고 있는 터미널사업, 석유 및 가스개발사업, 해양시추사업 등을 활용하여 주력사업인 컨테이너부문의 경쟁력을 강화할 수 있을 것으로 보인다.

해운사업 내에서의 다각화 수준이 높은 일본 선사들의 경우 컨테이너부문 이외의 자산 비중이 매우 크다. 특히 벌크선 사업의 자산규모가 상당한 비중으로 나타나고 있는데 이는 일반 건화물선박이 아닌 고가의 LNG선, 탱커선, 자동차전용선 등이 선대에서 점

하는 비중이 크고 컨테이너 선대의 경우 사선보다는 용선활용 비중이 높기 때문인 것으로 판단된다. 또한 벌크선의 상당부분이 고정화주와 연계되어 있어 선박가치의 질적인 수준도 높은 수준으로 보인다. 일본 선사들은 그 외에도 물류/터미널, 부동산, 여객 운송 등 다양한 사업과 관련된 자산도 보유하고 있어 유사시 활용가능할 것으로 예상되며, NYK의 경우 2015년 중 크루즈사업(미국 자회사 크리스탈크루즈)을 5.5억USD에 매각한 바 있다.

[글로벌 선사의 자산구성 내역]

단위: 백만\$, 백만엔, 억원, %

구분	Line	Terminal	Oil	Drilling	Tankers	기타
Maersk	24,857	7,216	8,681	8,690	1,842	4,014
비중	44.9	13.0	15.7	15.7	3.3	7.3
구분	컨테이너	벌크	해리/국내운송	운송관련	기타	
MOL	496,486	1,719,713	56,304	148,164	14,210	
비중	20.4	70.6	2.3	6.1	0.6	
구분	컨테이너	벌크	Logistics	Air Cargo	Real Estate	기타
NYK	419,247	1,338,549	250,303	47,597	63,542	251,326
비중	17.7	56.5	10.6	2.0	2.7	10.6
구분	컨테이너	벌크	Offshore 등	기타		
K-Line	2,054,236	6,089,495	781,658	717,151		
비중	21.3	63.2	8.1	7.4		
구분	유형자산	(선박)	금융자산	투자지분	기타	
한진해운	52,267	(45,609)	2,163	1,018	11,001	
비중	78.7	(68.6)	3.3	1.5	16.6	
구분	유형자산	(선박)	금융자산	투자지분	기타	
현대상선	28,102	(25,009)	4,896	2,942	9,419	
비중	62.0	(55.1)	10.8	6.5	20.8	

자료: 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: Maersk는 2015년말, 일본선사들은 2016년 3월말, 국적 선사들은 2016년 6월말 기준임

반면, 국적 선사들의 경우 다년간의 구조조정을 통하여 자체적인 재무적용통성을 대부분 소진한 상황이다. 자산 중 대부분이 선박(컨테이너선박 및 스팟운송 중심의 일부 벌크선박)으로 구성되고 있으며 최근의 시황을 감안할 때 선박가치가 장부가를 상당폭 하회할 가능성이 있다. 그 외 자산의 경우도 대부분 매출채권 등 영업용자산으로 구성

되어 있어 유사시 활용가능성이 낮은 수준이다. 다만 현대상선의 경우 2016년 상반기 중 1조원을 상회하는 현대증권 매각 대금의 유입으로 한진해운 대비 비교적 풍부한 유동성을 보유하면서 단기적인 재무적 대응능력을 보유하고 있는 것으로 보인다.

국적 선사와 해외
선사들이 각각
정부로부터 지원받은
수준이 큰 차이를
보이며 이는 국적
선사들의 상대적 경쟁력
약화를 초래함

원양 컨테이너 산업의 경우 해당 국가 내 제조업의 원재료조달 및 판매, 물류 관련 전후방 산업과의 높은 연관성 등 기간산업의 특성으로 인해 유사시 정부로부터의 직간접적인 지원 가능성이 존재하고 있다. 특히 금융위기 이후 영업실적이 급락하고 재무안정성이 상당폭 저하된 주요 글로벌 선사들이 해당 정부로부터 상당한 규모의 직간접적인 지원을 수혜받은 이력이 있다.

최대 선사인 Maersk의 경우에도 덴마크 수출신용기관인 EKF가 2009년 11월 5억 USD 규모의 금융자원을 제공한 바 있으며 정책금융기관을 통하여 62억USD의 금융차입을 지원받았다. 3위 선사인 CMA-CGM도 프랑스 국부펀드로부터 1.5억USD를 지원받고 대출보증 등 금융권으로부터 자금지원도 추가적으로 확보한 바 있다. 특히 중국 국영선사인 COSCO와 China Shipping Group(컨테이너부문은 COSCO와 합병전 CSCL)은 중국수출입은행으로부터 95USD를 지원받았다. 또한 중국 정부는 자국 선사의 글로벌 경쟁력 강화를 위해 요구되는 해외 M&A에 필요한 대규모 금융자원을 추가적으로 제공하기로 2016년 8월 결정한 것으로 파악되고 있다.

[주요 국가의 국적 컨테이너 선사 지원 사례]

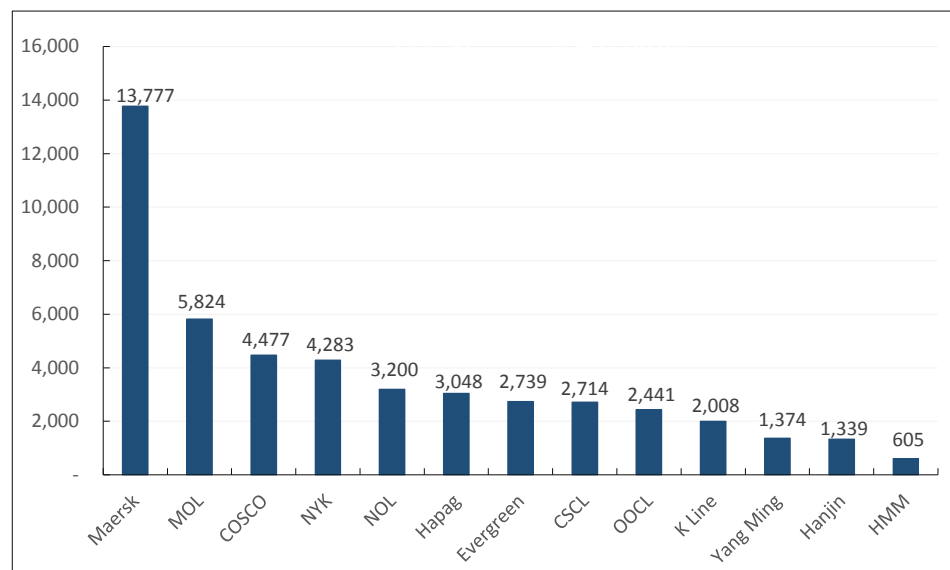
국가	해당 컨테이너 선사	지원사례
중국	COSCO China Shipping Group	중국수출입은행 5년간 각각 95억USD 지원(2012년~) 선박해체보조금제공프로그램 시행 (2014~2015년 중 1조원 지원 추정) 해외 M&A를 위한 180억USD 금융지원 제공 결정(2016년 8월)
독일	Hapag-Lloyd	12억유로 정부 지급보증(2009년) 함부르크시 7.5억유로 현금지원(2013년)
덴마크	APM Maersk	수출신용기금 5억USD 지원(2009년), 정책금융기관 62억USD 금융차입지원
일본	MOL, K Line, NYK	이자율 1% 10년 만기 회사채 발행
프랑스	CMA CGM	채권은행 대출보증으로 15억USD 지원, 국부펀드 통해 1.5억USD 추가지원 금융권을 통해 3년간 2.8억유로 추가지원(2013년~)
싱가포르	NOL(APL)	정부투자기관 Temasek이 우선주 10억USD 인수
한국	한진해운, 현대상선	자산관리공사의 선박매입, 회사채 신속인수제 도입, 12억USD선박펀드 조성

자료: 한국선주협회, 언론보도자료 등, NICE신용평가 정리

이 같은 직접적이고 대규모로 진행된 자국 선사들에 대한 주요 국가의 지원과 비교하여 국적 선사들이 지원받은 방식이나 규모는 큰 격차를 보이고 있다. 해당 정부로부터의 직간접적인 지원을 수혜 및 자구노력에 힘입어 해외 주요선사들은 글로벌 금융위기의 위기상황을 극복하였다. 또한 적극적인 정부의 지원 하에 상대적으로 저금리로 조달된 대규모 자금을 활용하여 초대형 선박 투자 등 적극적인 투자로 컨테이너 부문의 경쟁력 제고를 진행하였다.

[글로벌 컨테이너 선사의 2011~2015년 중 누적 순투자 규모]

단위: 십억원



자료: 각 사 Annual Report, NICE신용평가 정리

주: Maersk의 경우 컨테이너사업부문만 반영하였으며, 회사별 회계처리 방법의 차이 등으로 실투자규모와 차이가 있을 수 있음

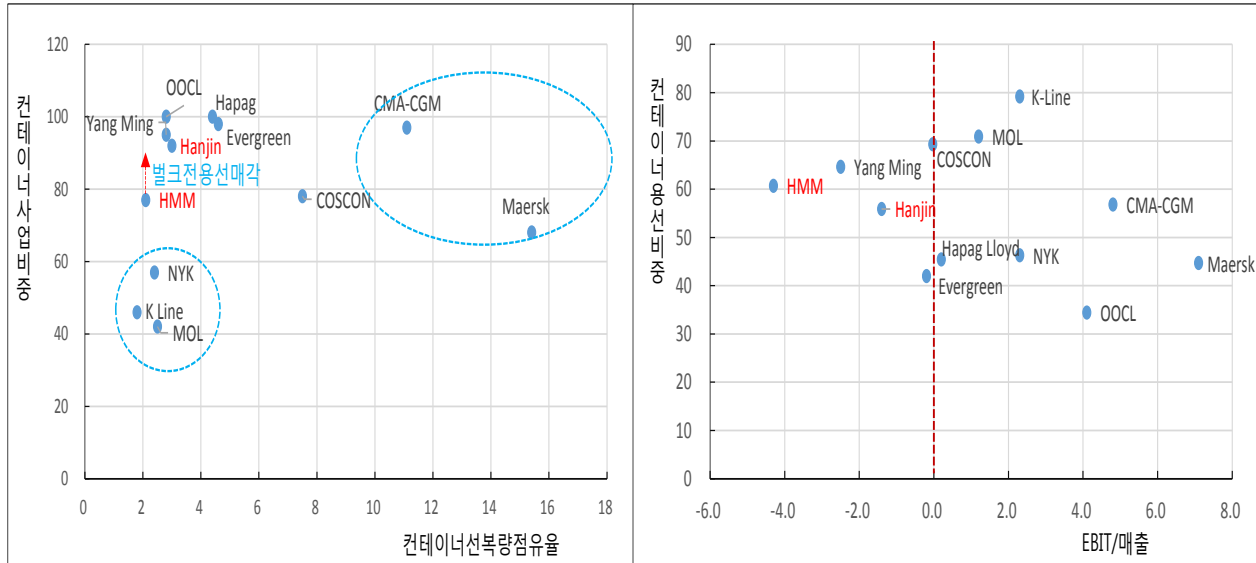
글로벌 주요 선사들의 2011~2015년 기간 동안의 누적 순투자 규모를 살펴보면 1위 Maersk가 13.8조원 규모에 달하고 MOL이 5.8조원, COSCO가 4.5조원, NYK가 4.3조원 등으로 그 상위권을 점하고 있다. 반면 국적 선사인 한진해운과 현대상선은 각각 1.3조원과 0.6조원으로 주요 선사 중 최하위권의 투자규모를 나타내었으며 이는 글로벌 선사 대비 상대적인 경쟁력이 지속적으로 저하된 결정적 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

V. 맺음말

본문에서 서술한 글로벌 컨테이너 선사와 국적 선사간의 사업 및 재무경쟁력 관련한 비교를 하단의 그림과 같이 다시 한번 요약 정리하였다.

[글로벌 컨테이너 선사 사업경쟁력 관련 주요 요소 비교]

단위: %

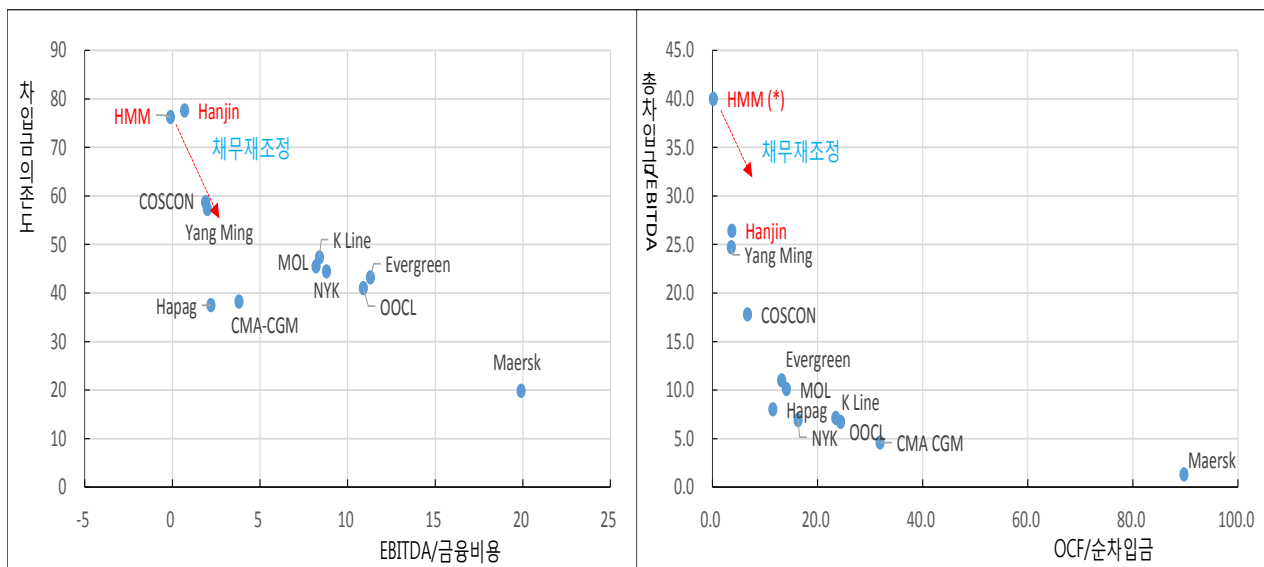


자료: Alphaliner, 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: 선복량은 2016년 8월 기준이며 컨테이너용선비중은 용선 선복량 기준, 컨테이너사업비중은 2015년 기준, EBIT매출은 2012~2015년 동안의 누적 평균 기준임(Maersk의 경우 컨테이너부문만의 실적을 반영함)

[글로벌 컨테이너 선사 재무경쟁력 관련 주요 요소 비교]

단위: %, 배



자료: Alphaliner, 각 사 Annual Report 등, NICE신용평가 정리

주: 각 지표는 2012~2015년 동안의 누적 평균 기준. 현대상선의 경우 EBITDA 적자를 나타냄에 따라 총차입금/EBITDA 지표는 -140.4이나 시각적인 비교를 위해 40배로 표기함

국적 선사들의 경우 Maersk, CMA-CGM 등 상위 선사들에 비해서는 규모 및 범위의 경제를 확보하지 못하였으며, NYK, MOL, K-Line 등 일본 선사들처럼 다변화된 사업포트폴리오를 확보하여 컨테이너 부문의 부진한 실적에 대응할 수 있는 사업다각화 수혜

수준도 미진하였다. 특히 현대상선의 경우 2016년 중 벌크 전용선 사업 양도로 사업 다각화 정도가 더욱 저하된 상황이다. 이 같은 요인으로 국적 선사들이 동종업계 최저 수준의 수익성을 나타내게 되었으며 지속적인 구조조정에도 불구하고 재무경쟁력도 대폭 약화된 것으로 판단된다.

**단기간내 국적 선사의
경쟁력이 회복될
가능성은 낮은 수준**

한진해운의 경우 기업회생절차 개시로 인해 기존 Alliance에서 사실상 퇴출되고 기존 화주들의 이탈이 진행되는 것을 비롯하여 영업네트워크가 급속히 와해되고 있는 것으로 보인다. 원양 컨테이너 사업을 영위하기 위해서는 주요 기간노선의 구축에 1.5조 원 내외의 투자비용과 장기간의 사업경험 축적이 필수적으로 요구되며 항만시설, 내륙 물류, 영업네트워크 등 유무형자산의 확보 및 유지가 중요하다. 이 같은 상황에서 기업 회생절차 개시에 따른 사업기반의 상당한 훼손을 감안하면 추후 한진해운의 경쟁력 회복 가능성은 낮고 회복되더라도 기존의 사업기반을 단기간내 확보하는 것은 사실상 불가능할 것으로 보인다.

[요약: 국적 원양 컨테이너 선사의 부실화 원인 및 경쟁력 회복 가능성 점검]

구분		내용
부실화 원인	사업	- 글로벌 선복량 점유율 2~3% 내외로 상위 선사와 차이가 커 시장지배력 열위 - 상위 선사 대비 대형 선박 미확보 등으로 규모 및 범위의 경제 창출 수준 미흡 - 지속적인 구조조정으로 사업다변화 정도 낮아지면서 컨테이너 업황 변동에 대한 대응력 약화 - 열위한 원가구조로 동종업계 하위 수준의 저조한 수익성 지속
	재무	- 저조한 수익성과 높은 금리부담으로 고정비 부담능력 상대적으로 열위 - 자체 영업현금창출력이 약해 선대투자에 필요한 자금확보 미진 - 대규모 순손실 지속으로 재무안정성 저하, 자금조달여력 약화 - 자구노력 지속에 따른 자체적인 재무적용통성 소진 - 해외 선사들이 해당 정부로부터 직·간접적인 대규모의 금융지원 수혜로 상대적인 경쟁력 약화
경쟁력 회복 가능성	한진해운	- 기업회생절차 개시 후 Alliance 퇴출, 화주 이탈 등 기존의 영업네트워크 급속히 와해 - 원양 컨테이너 사업 기반 구축에 대규모 투자와 오랜 시간이 필요한 점 감안 시 회복 가능성 낮고, 회복되더라도 기존 수준의 사업기반 재확보는 사실상 불가능
	현대상선	- 출자전환 등 채무재조정으로 재무경쟁력 개선 - 그러나 열위한 사업경쟁력, 업계 최저수준의 수익성 감안 시 신용위험이 재차 확대될 가능성 큼 - 선박펀드 활용을 통한 대형선박 투자, 한진해운의 우량 자산 흡수 등을 통한 경쟁력 강화 필요

자료: NICE신용평가 정리

자율협약이 진행되던 현대상선은 2016년 7월 21일 채권단과 경영정상화계획 이행을 위한 약정을 체결하였으며 출자전환을 통한 채무재조정을 진행하였다. 이에 힘입어

2016년 6월말 각각 2,128.9% 및 81.1%에 달하던 부채비율과 차입금의존도가 각각 200%, 57% 내외 수준으로 대폭 하락하는 것으로 추정되는 것을 비롯하여 기존 대비 재무경쟁력이 상당히 개선된 것으로 보인다. 그러나 해외 경쟁선사 대비 열위한 사업경쟁력과 EBITDA 적자가 지속되는 등 동종업계 최저 수준의 수익성을 감안할 경우 원양 컨테이너 업황의 본격적인 회복이 수반되지 않는 한 개선된 재무경쟁력이 재차 저하될 가능성이 높다. 따라서 선박펀드 활용을 통한 초대형 컨테이너 선박 투자, 한진해운의 우량 자산 및 전문인력 흡수 등을 통한 조속한 사업경쟁력 제고가 선행되어야 할 것으로 판단된다. - 끝 -

[관련 참고 자료]

최재호 <[2016 산업위험 평가 - 해상운송](#)>, 2015.12.08

최재호 <[근해 컨테이너 운송시장의 특성과 최근 환경변화](#)>, 2015.11.09

최재호 <[산업별 평가방법론 - 해상운송](#)>, 2015.06.30

구본욱 <[유가하락에 따른 산업별 영향분석 - 2. 항공/해상운송](#)>, 2015.02.25

구본욱 <[선박투자 의사결정에 따른 해운기업의 신용위험 분석](#)>, 2014.06.26

구본욱 <[글로벌 정기선업계의 사업환경 변화와 이에 따른 국내 원양 정기선사의 신용위험 검토](#)>, 2013.09.26

<유의사항>

NICE신용평가사가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가사 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견입니다. NICE신용평가사는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사의 신용등급은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가사의 신용등급은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가사의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가사는 신용등급 결정에 활용하고 보고서에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 그러나, NICE신용평가사는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가사는 신용등급 결정 시 활용된 또는 평가보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가사에서 작성한 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가사의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가사의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

NICE신용평가
NICE Investors Service



※상기 Market Comment는 NICE신용평가 홈페이지[\[www.nicerating.com\]](http://www.nicerating.com)를 통해 확인하실 수 있습니다.

※배포관련문의 : 투자자서비스실(02-2014-6222)