

단기운임 강세에 가려진 불확실성, 해운업 리스크 점검

2024.09.06

산업3실
김정훈 수석애널리스트
02-787-2284
junghoon.kim@kisrating.com

산업3실
원종현 실장
02-787-2251
jonghyun.won@kisrating.com

Executive Summary

작년 말 시장의 예상과 달리 2024년 해운 시장은 홍해 사태 등 지정학적 이슈로 전 선종에서 고시황 장세를 이어가고 있다. 이에 힘입어 국내 해운사도 호실적을 기록하는 모습이다. 하지만, 컨테이너선 업계의 해운동맹 재편과 메이저 선사들의 대규모 신조선 발주 재개, 미국 대선으로 인한 미-중 무역갈등 심화 가능성, 탄소중립 관련 환경규제(EEXI, CII) 시행, 국내 벌크선사들이 투자를 확대하고 있는 LNG선 시장의 단기용선비 중 확대와 같은 트레이딩 패턴 변화 등 불확실성은 어느 때보다 높은 상황이다.

이에 Q&A 형식을 통해 선종별 최근 주요 이슈사항과 각 이슈에 대한 당사의 의견을 제시하고자 한다.

1. 벌크선사 주요 이슈 점검

Q1. 규제 시행 이후 첫 탄소집약도지수(CII)가 확정되었는데, 등급 결과와 향후 CII 규제 관련 리스크는 무엇으로 보는지?

당사가 유효등급을 보유한 국내 벌크선사의 CII 등급 분포는 A~B등급 40%, C등급 29%, D~E등급 31%로 미흡한 수준이다. 선종별 D~E등급 비중은 벌크선 39%, 탱커선 29%, 가스선 18% 순서로 높게 나타났다. 한편, 장기계약 수행 기간 동안에는 규제 리스크를 화주에게 전가하거나 화주와 공동으로 부담할 가능성이 있는 것으로 보인다. 이에 ① 장기계약 종료가 임박한 선박이 많거나, ② Spot 영업규모가 큰 해운사 일수록 CII 규제 리스크 대응 부담이 높을 것으로 예상된다.

금번 분석대상 선박 155척 중 3년 내 장기계약 종료가 예정된 선박은 37척이며, 이 중 D~E등급 선박은 9척이다. 이 선박들은 환경규제 이전에는 장기계약 종료 후 기존 화주와 1~2년 단위로 단기계약을 연장하면서 폐선시점까지 운용할 가능성이 있었으나, 규제 이후에는 낮은 CII 등급으로 수주경쟁력이 저하되어 조기 폐선될 가능성이 있다. 마찬가지로 Spot 영업에 투입되는 저등급 선박도 수주경쟁력이 저하될 수 있어 CII 등급 추이에 대한 지속적인 점검이 필요할 전망이다.

Q2. 최근 국내 벌크선사들이 고가인 LNG선 투자를 확대하고 있는데, 이로 인한 리스크 요인은 무엇인지?

LNG선은 벌크선 대비 선박 내용연수는 긴 반면 화주와 체결한 장기계약 연수는 짧다. 이에 최초 장기계약 종료 이후 시황에 노출되는 기간이 길고, 선가도 비싸 시황에 오픈되는 선박 잔가 규모도 크다. 물론, LNG 공급능력 증설 수요에 맞춰 발주가 이루어지는 LNG선 특성상 계약연장 가능성은 타 선종 대비 높다고 볼 수 있다.

그러나, 미국의 셰일가스 혁명 등으로 LNG 공급이 원활해진 결과, 'LNG 확보안정성' 보다 '경쟁력 있는 가격'을 선호하는 화주가 증가하면서 현물(Spot) 및 단기계약(4년 이하)을 통한 거래 비중이 꾸준히 증가('00년 3.4% → '23년 39.4%)하고 있다. 이러한 추세에 맞춰 단기용선 시장에 투입되는 LNG선도 증가하는 모습이다. 이에 장기계약 종료시점에 계약 연장 여부와 선박 잔가 오픈 리스크를 점검할 필요성이 커진 것으로 판단된다.

타 선종 대비 고가인 LNG선 투자를 확대하면서 차입부담이 크게 증가하는 점도 리스크 요인이다. 국내 벌크선사들이 건조중인 LNG선들은 모두 장기계약이 체결되어 있는 바, 신조선 인도 후에는 장기계약에서 창출되는 영업현금창출력을 바탕으로 순차입금/EBITDA 등 재무커버리지 지표가 개선세로 전환될 것으로 예상된다. 다만, 절대적인 차입부담이 높아지는 만큼, 공격적인 신조선 투자 재개, 배당 지출 등으로 커버리지 지표 개선이 제한될 경우에는 신용도에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

2. 원양 컨테이너선사 주요 이슈 점검

Q1. Hapag-Lloyd의 THE Alliance 탈퇴로 HMM이 받게 될 영향은?

동맹 내 40%의 선복량을 차지하던 선사 탈퇴로 규모의 경제 효과 및 서비스 경쟁력이 다소 약화될 전망이다. Hapag-Lloyd의 THE Alliance 협력노선 대상 투입 선복량 비중이 크지 않은 점과 HMM이 Hapag-Lloyd의 주력 노선인 대서양 노선에 참여하지 않는 점 등을 고려하면, 원양항로 서비스 경쟁력 등이 급격하게 저하된다고 보기는 어렵다.

재무적인 측면에서는 동맹선사에 대한 대선수입(Slot Charter) 감소로 운임 및 유가 노출도가 상승하고, 운항효율성이 낮아져 TEU당 원가가 증가하면서 수익성이 저하될 가능성이 있다.

한편, HMM은 대형선 중심의 선대구성으로 고정비가 높아진 상황이다. HMM이 해운동맹 재편 과정에서 새로운 협의체에 참여하게 될 경우, 자체 선박을 레버리지 효과가 우수한 원양 항로에 충분히 투입할 수 있도록 협력 범위가 결정되는지 여부가 중요할 전망이다.

Q2. HMM의 선대 확장 전략상 신용도 관점에서 중요하게 봐야할 점은?

컨테이너선 투자의 경우, 타 얼라이언스 가입 등 해운동맹 재편가능성과 친환경 전환 트렌드에 대비하기 위한 자체 선대경쟁력 강화 측면에서 긍정적이다. 다만, 역사적 고점에 근접해 가는 신조선가와 친환경 연료 트렌드 변경 가능성 감안 시, 단기간 내 투자가 집중될 경우 재무안정성 관리에 부담이 될 수 있다. LNG Ready 선박의 개조가능성을 고려한 친환경 대응여력이 우수한 것으로 분석되는 만큼, 적절한 투자시기 조절 등을 통해 투자효율을 극대화할 필요가 있다.

벌크선 투자는 충분한 장기계약이 확보되지 않은 채 벌크선대가 확장될 경우, 실적변동성이 확대될 수 있기 때문에 안정적인 이익을 창출할 수 있는 장기계약 수주가 동반되는지 여부가 중요할 전망이다.

Q3. 미국 대선 결과가 컨테이너 업황에 미치는 영향은?

트럼프 재집권 시 보호무역주의 강화로 해상물동량 전반이 위축될 가능성이 있다. 특히, 중국산 수입품에 대한 60% 관세 부과가 현실화될 경우, 극동-미주 노선과 중국에 원재료 및 중간재를 수출하던 아시아 역내 운임의 하방 압력이 클 것으로 예상된다. 해리스 당선 시에도 대중국 고율의 관세정책이 양당의 합의를 전제로 하고 있는 만큼, 극동-미주 노선 물동량 하방 압력이 지속될 전망이다.

향후 항로 다변화 수준이 해운사의 실적에 미치는 영향이 커질 가능성이 있어 적극적인 대응이 요구된다. 트럼프 1기부터 이어져온 미국의 대중국 규제로 미국의 수입에서 중국이 차지하는 비중이 지속적으로 감소하는 반면, 유럽연합, 아세안, 캐나다, 멕시코의 수입에서 중국이 차지하는 비중은 증가하고 있다. 관세 부과대상 중국산 상품이 미국의 인접국가인 캐나다와 멕시코를 경유하거나 아세안 국가로부터의 추가 수입을 통해 미국으로 유입되기 때문이다. 결국, 극동-미주 노선 물동량 성장 둔화 압력은 불가피할 전망이며, 이에 대한 반작용으로 극동-구주, 극동-남미, 극동-동남아 노선 물동량은 확대될 가능성이 있는 만큼, 선제적인 노선포트폴리오 다각화, 영업네트워크 구축 등으로 대비해야 한다.

Q4. 업황 불확실성이 내재된 가운데 호실적을 기록하고 있는 HMM의 신용도 전망은?

호실적을 바탕으로 재무완충력이 확충되는 점은 업황 사이클에 대한 대응력 향상 관점에서 긍정적이다. 이러한 연장선 상에서 HMM의 선박 투자계획은 중요 모니터링 요인이다. 업황 불확실성이 높은 만큼 단기간 내 대규모 신조 투자가 집중되는 경우 재무완충력이 빠르게 소진될 수 있다.

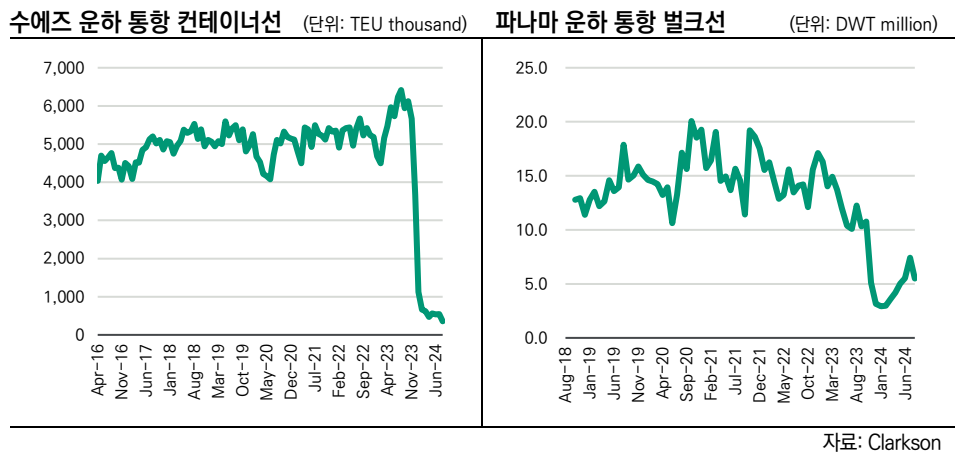
특히, Maersk, Hapag-Lloyd 등 선두권 선사 대비 낮은 HMM의 시장지위 및 노선다각화 수준 등을 감안할 때, 업황 불확실성에 대응하기 위해 경쟁사 이상의 재무완충력을 유지하는 것이 중요할 것으로 판단된다.

Contents

I. 들어가며	3
II. 벌크선사 주요 이슈 점검	4
Q1. 규제 시행 이후 첫 탄소집약도지수(CII)가 확정되었는데, 등급 결과와 향후 CII 규제 관련 리스크는 무엇인지?	4
Q2. 최근 국내 벌크선사들이 고가인 LNG선 투자를 확대하고 있는데, 이로 인한 리스크 요인은 무엇인지?	7
III. 원양 컨테이너선사 주요 이슈 점검	12
Q1. Hapag-Lloyd의 THE Alliance 탈퇴로 HMM이 받게 될 영향은?	12
Q2. HMM의 선대 확장 전략상 신용도 관점에서 중요하게 봐야할 점은?	17
Q3. 미국 대선 결과가 컨테이너 업황에 미치는 영향은?	21
Q4. 업황 불확실성이 내재된 가운데 호실적을 기록하고 있는 HMM의 신용도 전망은?	24
IV. 향후 신용평가 주안점	26

I. 들어가며

작년 말 시장의 예상과 달리 2024년 해운 시장은 전 선종에서 고시황 장세를 이어가고 있다. 이에 힘입어 국내 해운사들 역시 호실적을 기록하는 모습이다. 기초 수급지표(물동량/선복량 배수)는 여전히 시장 하락에 무게를 두고 있어 시황이 급변할 가능성이 내재하긴 하지만, 최근 단기운임 강세를 유발하고 있는 홍해 사태 및 파나마 가뭄으로 인한 양대 운하 통행 제한 영향이 현재까지 지속되고 있고, 최근 고조되고 있는 중동전쟁 확산 가능성 등 지정학적 이슈 장기화 가능성을 감안하면 올해 하반기에도 평년 대비 높은 수준의 운임이 지속될 것으로 보인다.



다만, 컨테이너선 업계의 해운동맹 재편과 메이저 선사들의 대규모 신조선 발주 재개, 미국 대선으로 인한 미·중 무역갈등 심화 가능성, 탄소중립 관련 환경규제(EEXI, CII) 시행, 국내 벌크선사들이 투자를 확대하고 있는 LNG선 시장의 단기용선 비중 확대와 같은 트레이딩 패턴 변화 등 불확실성은 어느 때보다 높은 상황이다.

이에 Q&A 형식을 통해 선종별 최근 주요 이슈사항과 각 이슈에 대한 당사의 의견을 제시하고자 한다.

II. 벌크선사 주요 이슈 점검

Q1. 규제 시행 이후 첫 탄소집약도지수(CII)가 확정되었는데, 등급 결과와 향후 CII 규제 관련 리스크는 무엇인지?

당사가 유효등급을 보유한 국내 벌크선사의 CII 등급 분포는 A~B등급 40%, C등급 29%, D~E등급 31%로 미흡한 수준이다. 장기계약 수행 기간 동안에는 규제 리스크를 화주에게 전가하거나 화주와 공동으로 부담할 가능성이 있는 것으로 보여, 장기계약 종료가 임박한 선박이 많거나 Spot 영업규모가 큰 해운사 일수록 CII 규제 리스크 대응 부담이 높을 것으로 예상된다.

2023년 1월 1일부터
현존선 온실가스 감축
규제 실시

2023년 1월 1일부터 운항중인 선박(현존선)에 대한 온실가스 감축 규제가 시행되었다. 규제 중 하나인 현존선 에너지효율지수(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI) 규제는 당사 유효등급 보유 선사들이 모두 충족한 것으로 확인된다. 규제를 충족하지 못하는 선박이 있더라도 출력제한장치 설치 등으로 대응이 가능하며 그 비용 또한 크지 않은 영향으로 파악된다.

또 다른 규제인 탄소집약도지수(Carbon Intensity Indicator, 이하 "CII") 규제는 선박들의 1년 간의 운항실적을 바탕으로 에너지효율을 계산하여 A등급(매우 우수)부터 E등급(열위)까지 5단계¹의 등급을 부여하게 된다.

3년 연속 D등급이거나 1년 이상 E등급을 부여받은 선박은 저속운항, 저탄소 연료 사용 등의 에너지효율 개선 계획(Ship Energy Efficiency Management Plan, 이하 "SEEMP")을 수립하고 계획의 타당성을 선박 검사기관으로부터 승인받기 전까지 운항이 제한되거나 입항이 거부될 가능성이 있다. 그리고 선사들은 SEEMP에 기재된 탄소배출 절감 조치들을 이행해야 하며, 이행 여부 또한 검증받게 된다.

현존선 온실가스 배출 규제 관련 참고 Report :

- ✓ [코 앞으로 다가온 현존선 온실가스 감축 규제, 해운사별 리스크 노출도와 규제에 따른 시황 전망은\(2022.03\)](#)

국내 벌크선사의
CII 규제 충족 수준은 미흡

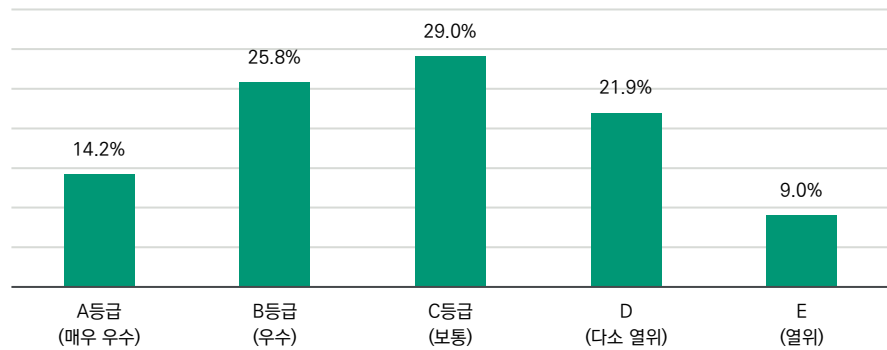
당사가 유효등급을 보유한 벌크선사들의 2023년 운항실적을 바탕으로 한 CII 규제 충족 수준은 미흡한 것으로 평가된다. E등급(열위)을 받은 선박은 9.0%(14척)이며, 향후 규제를 충족하지 못할 가능성이 높다고 볼 수 있는 D등급(다소 열위)을 받은 선박은 21.9%(34척)에 달했다.

다만, 글로벌 벌크선대의 CII 분포와 유사한 수준이다. 리서치 기관인 Clarkson은 2023년 글로벌 벌크선대의 CII 분포를 A~B등급 43%, C등급 29%, D~E등급 27%로 추정하고 있으며, 이는 당사 유효등급 보유 벌크선대의 A~B등급 40%, C등급 29%, D~E등급 31%와 큰 차이가 없다.

¹ A등급(매우 우수, Major Superior), B등급(우수, Superior), C등급(보통, Moderate), D등급(다소 열위, Minor inferior), E등급(열위, Inferior)

² 현재 국제해사기구(International Maritime Organization, IMO)가 D등급 및 E등급을 부여받은 선박의 운항을 제한하거나 입항 거부를 강제할 수 있는 권한은 없다. 다만, 2050년까지 Net-Zero 달성은 의무 사항이며, ESG를 중시하는 화주나 항만들이 저등급 선박을 의도적으로 회피하여 시장에서 자연스럽게 퇴출될 가능성이 있다.

당사 유효등급 보유 벌크선사 CII 분포 - '23년 운항정보 기준



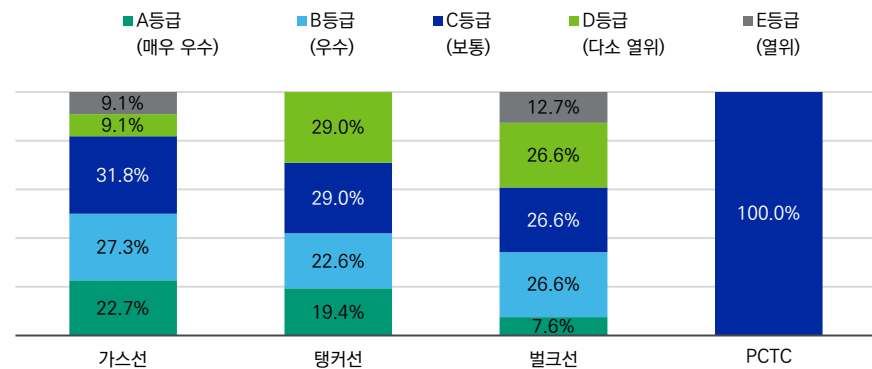
주) 당사 유효등급 보유 벌크선사 CII 분포는 선박별 CII 등급 자료를 제시한 일부 벌크선사들의 155척 선박 합산 기준

자료: 업체 제시

저등급 선박 비중은
벌크선 > 탱커선 > 가스선
순으로 높음

선종별로 D등급 및 E등급 비중을 살펴볼 경우, 벌크선 39%, 탱커선 29%, 가스선 18% 순서로 높게 나타났다. 그리고 D~E등급을 받은 선박은 상당수가 선령이 15년 이상 경과된 노후선이며, 화주와의 장기계약에 투입되고 있는 것으로 파악된다. 이외에 CII 계산식³상 운항거리가 길수록 높은 CII 등급을 획득하기 유리한데, 일부 선박의 경우 항만의 파업이나 파나마 운하 가뭄으로 인한 장기체선 등으로 운항률이 낮아져 낮은 CII 등급이 부여되기도 하였다.

당사 유효등급 보유 벌크선사 선종별 CII 분포 - '23년 운항정보 기준



주) 당사 유효등급 보유 벌크선사 CII 분포는 선박별 CII 등급 전체자료를 제시한 벌크선사 3개사의 155척 선박 합산 기준

자료: 업체 제시

CII 규제로 인한
단기적인 영향은 제한적

미흡한 CII 규제 충족 수준에 비해 규제 시행으로 인해 각 해운사의 선대운용 능력 등 영업기반에 미치는 단기적인 영향은 제한적이었다. 3년 연속 D등급 내지 단일 연도 E등급을 부여받은 선박은 에너지효율 개선계획을 승인 받으면 운항이 가능한데, 선사들이 자체 운항정보를 바탕으로 사전에 등급을 예측할 수 있는 바, 에너지효율 개선계획도 미리 수립하여 대응할 수 있기 때문이다.

실제로 CII 등급 평가 공식일정상 E등급을 부여받은 선박은 4월 30일까지 에너지효율 개선계획을 재승인 받아야 하지만, 당사가 유효등급을 보유한 일부 업체는 2월 중에 모든 선박의 등급 검증부터 E등급을 부여받은 선박의 에너지효율 개선계획 재승인 절차까지 완료한 것으로 확인된다.

CII 등급 평가 관련 공식일정

등급 검증	에너지효율 개선계획 재승인	적합확인서 발급	심사 ³⁾
~3월 31일	~4월 30일	~5월 30일	~11월 30일

주) 심사는 에너지효율개선계획 이행 여부를 판단하기 위함

자료: 업체 제시

³ 'CII=CO₂배출량/[중량(deadweight) x 운항거리(Distance sailed)]'. 즉, 선박이 배출한 이산화탄소를 선박 중량에 운항거리를 곱한 값으로 나눈 수치이다. 실제 계산 시에는 선종과 선박 사이즈에 따라 적용하는 변수가 일부 달라지게 됨

장기적으로는 해운사
영업기반에 중요한
영향을 미칠 전망

다만, CII 규제기준이 매년 강화되는 만큼 에너지효율 개선 계획에 대한 승인 취득은 점점 어려워질 것으로 예상된다. CII 규제상 선박들의 온실가스감축률 목표는 2023년 5%, 2024년 7%, 2025년 9%, 2026년 11%로 매년 2%p씩 상승하며, 그 이후 감축률은 차기 IMO 회의에서 결정된다. 이에 현재는 저속운항이나 항로 재배치 등 운항적 조치만으로 에너지효율 개선계획 승인 획득이 가능하나, 향후에는 친환경 설비투자가 불가피할 전망이다.

장기적으로는 친환경 설비투자 비용 대비 창출할 수 있는 수익과 폐선 시 이익을 비교하여 CII 규제에 대응할 것으로 보인다. 현 시점 저등급 선박 비중이 높은 선사는 비용압박 등으로 폐선시점을 앞당겨야 할 수 있으며, 선대경쟁력을 유지하기 위해 신조선 발주부담이 상대적으로 크게 나타날 수 있다. 만약 친환경 기조에 대응할 재무여력이 미흡한 경우에는 운용선단이 축소되어 영업기반이 저하될 가능성도 있다.

장기계약에 투입되는 선박은
규제 리스크를 화주에게
전가하거나 공동 부담할
가능성

장기계약에 투입되는 선박들의 CII 규제 관련 실질 위험이 낮은 점도 장기계약 비즈니스 중심 벌크선사의 영업기반에 미치는 영향이 크지 않았던 요인인 것으로 판단된다. CII 규제가 도입 초기에 해당하는 만큼, 현재 해운사와 화주 간 장기운송계약 계약서상 CII 등급으로 인한 친환경 대응비용 발생 내지 운항 제한 시 부담주체가 누구인지 명확하게 기재되지 않은 것으로 파악된다. 국제해운단체인 발틱국제해사협의회(Baltic International Maritime Conference, BIMCO)가 채택한 CII 관련 조항에서도 기본적으로 선주와 용선주(사용자)간 협의를 통하여 결정하는 것을 권하고 있는 것으로 확인된다.

다만, 선박 내용연수의 대부분이 특정 화주와 체결된 장기계약에 투입되고 있는 선박들은 일반적으로 원가보전방식(CAPEX, OPEX, Margin)으로 운임이 책정되는 바, 에너지효율개선장치 설치 등 친환경 대응비용이 발생하는 경우 화주가 상당 수준의 비용을 부담할 가능성이 크다. 일례로, EEXI 규제의 경우, 원가보전방식으로 장기계약 운임을 책정하는 일부 화주가 규제 대응비용을 전액 보전해준 것으로 확인된다.

설령, 규제로 인해서 선박을 당초 계약된 항로에 투입하지 못하는 경우에도 해운사의 전적인 귀책사유로 보기 어려운 만큼 항로 변경 등을 통해 계약기간 동안에는 선박을 최대한 활용하는 방안을 강구할 가능성이 있다.

장기계약 종료가 임박한
선박이 많거나, Spot
운용선대가 큰 해운사
일수록 규제리스크 클 가능성

상기 요인들을 종합하였을 때, CII 규제에 의한 단기적 영향은 제한적이나 중장기적으로는 1) 장기계약 종료에 예정된 선박이 많거나, 2) Spot 운용하는 선대규모가 큰 해운사 일수록 CII 규제 노출도가 높아 대응 부담이 클 것으로 전망된다.

RISK 요인 1 - 장기계약이 종료되는 선박이 많아 환경규제 노출도가 상승하는 경우

당사가 금번 분석대상으로 선정한 155척의 선박 중 장기계약에 투입중인 있는 선박은 142척이다. 그리고 142척 중 향후 3년 내 계약 종료에 예정된 선박은 총 37척('24년 19척, '25년 11척, '26년 7척)으로, 약 26%의 선박이 장기계약이 종료되고 계약 연장이 되지 않는 경우 환경규제에 노출될 가능성이 있다.

37척의 선박 중 D~E등급 선박은 총 9척이다. 특히, E등급을 부여받은 2척의 선박은 특정화주와 18년 내외의 장기계약에 투입되고 있는 선령이 15년 내외인 노후선이다. 환경규제 이전에는 장기계약 종료 후 기존 화주와 1~2년 단위로 단기계약을 연장하면서 폐선시점까지 운용할 가능성이 있었으나, 규제 이후에는 낮은 CII 등급으로 수주경쟁력이 저하되어 조기 폐선될 수 있다. 향후 장기계약 종료 스케줄과 장기계약 종료되는 선박의 CII 등급을 점검할 필요성이 크다고 판단된다.

장기계약 투입 선박 중 3년 내 계약종료 현황

(단위: 척)

구 분	A등급	B등급	C등급	D등급	E등급	합계
2024년	3	3	10	2	1	19
2025년	-	2	6	3	-	11
2026년	-	-	4	2	1	7
합계	3	5	20	7	2	37

자료: 업체 제시, 당사 재구성

RISK 요인 2 - Spot 운용하는 선대 규모가 커 환경규제 노출도가 큰 경우

2023년 기준 선사별 Spot 매출 비중을 살펴보면, 팬오션이 51.3%로 가장 크고, 이외 선사들은 7~30% 수준에서 Spot 비즈니스를 병행하고 있다. H라인해운은 정관상 Spot 영업을 제한하고 전용선 비즈니스만 운영하고 있어 Spot 매출이 발생하지 않고 있다.

팬오션의 경우, 50척 내외의 사선대에 더해 100척을 상회하는 용선선대를 통해 Spot 사업을 영위하고 있어 매출규모가 크다. 용선선대가 대부분 1년 미만의 단기용선인 점을 감안하면 Spot 매출 비중 대비 실제 CII 규제에 노출된 Spot 선대규모는 크지 않다.

Spot 비즈니스 사선대의 경우, 규제를 충족하지 못하면 자체 부담으로 친환경 전환비용을 지출해야 하거나 해당 선박을 통한 수주경쟁력이 저하될 수 있어, Spot 영업에 투입되는 사선대의 CII 등급 추이에 대한 지속적인 점검이 필요할 전망이다.

Spot/단기TC 매출 비중

(단위: 억원, %)

구 분	팬오션	H라인해운	SK해운	대한해운	폴라리스쉬핑
전사 매출	38,011	10,933	18,865	13,974	12,355
Spot/단기TC 매출	19,499	-	1,352	2,542	3,579
Spot/단기TC 매출 비중	51.3	-	7.2	18.2	29.0

자료: 공시자료, 업체 제시

Q2. 최근 국내 벌크선사들이 고가인 LNG선 투자를 확대하고 있는데, 이로 인한 리스크 요인은 무엇인지?

계약 이후 오픈되는 선박의 잔가 및 계약 연장 리스크가 내재되어 있다. 특히, LNG선은 벌크선 대비 선박 내용연수는 긴 반면 장기계약 연수는 짧아 최초 장기계약 종료 이후 시황에 노출되는 기간이 길고, 선가도 비싸 시황에 오픈되는 선박 잔가 규모도 크다.

타 선종 대비 고가인 LNG선 투자를 확대하면서 차입부담이 크게 증가하는 점도 리스크 요인이다. 신조선 인도 후 확대되는 영업현금창출력을 감안하면 순차입금/EBITDA 등 재무커버리지 지표는 개선세로 전환될 것으로 예상되나, 절대적인 차입부담이 높아지는 만큼, 신조선 투자 재개, 배당 지출 등으로 커버리지 지표 개선이 제한될 경우에는 신용도에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

장기계약은 현금흐름
안정성 측면에서
신용도 판단 시
긍정적 요인으로 작용

당사는 장기계약 기반의 사업구조를 갖춘 5개 선사에 신용등급을 부여하고 있다. 일반적으로 해운사는 선박금융을 통한 투자재원 조달로 차입부담이 과중한 가운데 변동성이 큰 해운시황에 노출되어 있어 신용위험이 높은 편이다. 하지만 장기계약은 시황 노출을 최소화하고 안정적인 현금흐름을 달성케 한다는 점에서 신용도 부여 시 차별화 요인이 되고 있다.

장기계약 기반 해운사 신용도 및 주요 재무지표

(단위: 억원, %)

구분	팬오션	H라인해운	SK해운	대한해운	폴라리스취핑
신용등급	A/안정적	A-/안정적, A2-	A3+	A3	A3-
매출액	43,610	10,933	18,865	13,974	12,372
EBITDA	8,802	4,947	6,063	4,157	3,335
자산총계	78,539	56,947	70,289	47,278	27,532
총차입금	24,368	37,846	53,294	25,103	19,248
총차입금/EBITDA	2.8	7.6	8.8	6.0	5.8
부채비율	66.6	228.0	475.4	156.0	331.4
차입금의존도	31.0	66.5	75.8	53.1	69.9

주) 2023년 연결기준

자료: 공시자료

장기계약은 계약기간 동안 사업안정성을 담보해 주기는 하나, 다음과 같은 잠재적 리스크 요인이 존재한다.

RISK 요인 1 - 계약 미연장 위험, 계약 갱신 시 시황 노출 위험

계약이 연장되지 않거나,
계약 갱신 시 시황에
노출될 가능성

선박 내용연수 보다 장기계약이 먼저 종료되는 경우, 계약 연장 조건은 시황에 노출되게 된다. 만약 계약 갱신 시점에 저조한 시황이 전개되는 경우, 기존에 비해 불리한 조건으로 체결될 수 있다. 계약 연장이 이루어지지 않는 경우에는 Spot 시장에 투입되어 시황 수준에 따라 영업손실이 발생할 가능성도 있다.

선박 내용연수가 많이 남아있는 상황에서 상기 리스크가 발생할 경우 선박 투자원가 회수시점의 불확실성이 증가하면서 신조선 투자로 인한 재무부담 완화 속도가 지연될 수 있다. 선박 내용연수가 얼마 남지 않아 폐선(스크랩)을 결정할 경우, 스크랩 가격과 장부가액의 차이만큼 폐선손실이 발생한다. 폐선손실은 현금흐름상 부담요인은 아니지만, 재무구조 저하 요인이 될 수 있다.

RISK 요인 2 - 계약 진행 중 신조 대체 시 재무적 변동 가능성

신조 대체 시 재무적 변동성

선박 폐선 시점이 계약 종료시점 보다 빨리 도래하는 경우 재무적인 변동성이 나타날 수 있다. 이 경우는 최초 계약 시 중고선이 투입되었거나, 노후선에 대한 계약 연장으로 신조 대체가 필요할 경우 등에서 발생한다. 대체 선박투자는 대규모 선가와 선박금융 조달로 재무적 부담을 가져오게 된다. 신조 도입으로 차입금/EBITDA 지표가 일시적으로 영향을 받을 수 있다.

RISK 요인 3 - 고정운임 또는 원가보상방식이 아닌 경우

고정 및 원가보상 방식이
아닌 경우, 시황에 따른
실적변동성 내재

COA 계약은 일반적으로 1년 또는 2년, 길게는 4~5년의 계약기간을 설정하고 고정운임 방식을 적용하게 된다. 일부 계약에서는 일정 상한선과 하한선을 설정하여 범위 안에서 시황을 반영하는 방식, 수송 화물의 Index에 연동하는 방식 등 운임이 고정되지 않는 경우도 관찰되고 있다. 운임이 변동할 경우 일정 기간을 두고 운임을 재조정하게 되어 실적 변동성이 나타날 수 있다.

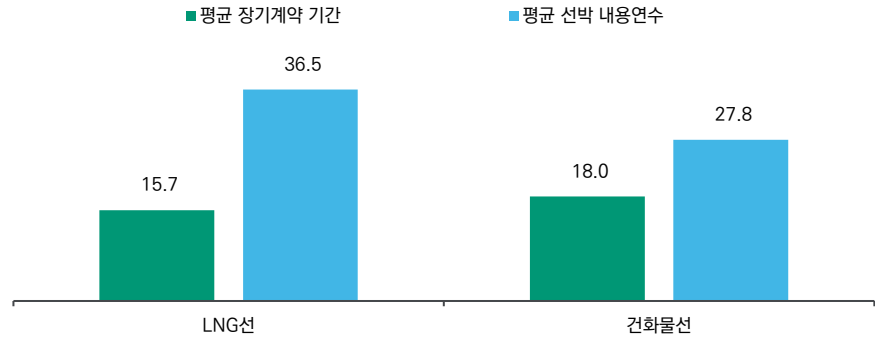
그럼에도 해운 시황 변동성 대비 운임 변화는 낮은 수준이며, 화물량에 대한 보증이 있기 때문에 실적 변동성도 큰 편은 아니다. CVC 계약이나 전용선 계약과 달리 COA 계약의 경우 선사에 배선권이 있어 COA 항로와 연계한 항해용선계약 수행 등으로 선박 활용의 융통성을 도모할 수 있는 장점이 있다.

LNG선 투자 과정에서
계약 연장 리스크 및
계약 이후 오픈되는
선박 잔가 리스크 증가

Dry Bulk 중심이던 국내 벌크선사들이 최근 LNG선 투자를 확대하는 과정에서 과거 대비 선박의 시황 노출도가 증가(RISK 요인 1 - 계약 미연장 위험, 계약 갱신 시 시황 노출 위험)하는 것으로 판단된다. 리서치기관인 Clarkson에 따르면, 2023년에 폐선된 Dry Bulk선의 평균 선령은 27.8년이며, LNG선의 경우 36.5년으로 LNG선의 내용연수가 9년 가량 더 길다. 반면, 당사가 유효등급을 보유한 벌크선사들의 선종별 평균 장기계약기간(1~2년 단위로 연장되는 COA, CVC는 평균 계산 시 제외)은 Dry Bulk선이 18.0년, LNG선이 15.7년으로 LNG선이 짧다.

평균 장기계약 기간 및 선박 내용연수

(단위: 년)



자료: 업체 제시, Clarkson, 당사 재구성

LNG선은 벌크선 대비
시황에 노출되는 기간이
긴 것으로 분석됨

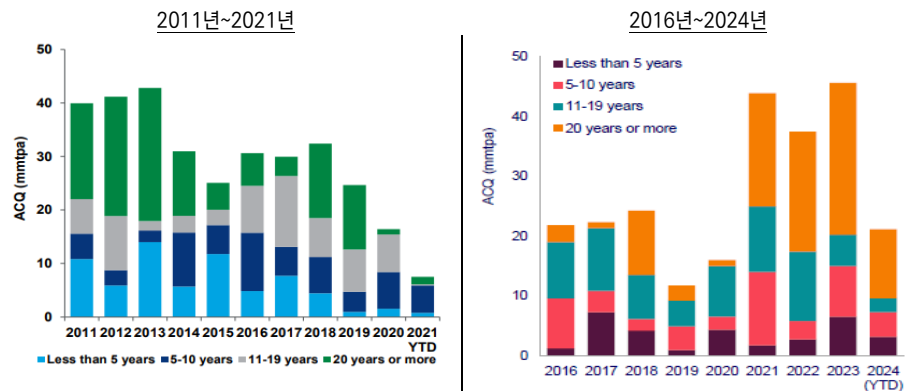
결국, 최초 장기계약 종료 시점을 기준으로 선박 폐선시점까지 선박이 시황에 오픈되는 기간은 벌크선 9.8년, LNG선 20.8년으로, LNG선이 벌크선 대비 2배 가량 길다. 더욱이, 국내 벌크선사들이 2000년 전후로 체결한 장기계약은 한국가스공사와의 20년에서 25년 가량의 계약이 다수인 반면, 2020년 경에 체결한 장기계약은 GALP 5년, SHELL 5~7년, Qatar Energy 15년 등으로 과거 대비 짧아 최근에 인도되거나 인도 예정인 선박들의 시황 오픈 리스크는 더욱 클 것으로 추정된다. 실제로 장기계약 중심인 일부 선사들은 리스크 관리 차원에서 5~7년의 LNG선 계약은 지양하는 것으로 확인된다.

과거 대비 LNG 장기계약 기간이 짧아진 이유는 2010년대 미국의 셰일가스 혁명 등을 바탕으로 LNG 시장의 공급안정성이 개선되면서 현물(Spot) 시장 가격변동성도 완화되었기 때문이다. 이에 'LNG 확보안정성' 보다 '경쟁력 있는 가격'을 선호하는 화주가 증가한 결과, 2014년~2020년에는 20년 이상의 장기계약 체결 비중이 감소하고(아래 그래프의 초록색 및 주황색 막대 그래프 축소), 중단기 소규모 계약 물량 비중이 증가하는 모습을 보였다.

2020년 이후에는 우크라이나-러시아 전쟁으로 현물 가격이 급등하고 공급안정성이 저하되면서 장기계약 선호도가 증가함에 따라 20년 이상의 장기계약 비중이 재차 증가하는 모습이나, 공급안정성이 다시 확보될 경우 합리적인 가격에 중점을 두는 화주가 늘어나면서 장기계약 기간이 다시 짧아질 수 있다.

이외에도 2019년부터 새로 도입된 리스 회계기준에 따라 운용리스도 리스부채(차입금)로 인식하게 되었는데, 타 선종 대비 고가인 LNG선의 용선료가 높아 리스부채(차입금) 증가 등 재무레버리지 지표 상승 부담을 최소화하기 위하여 계약기간을 짧게 하고 계약을 연장하는 형태가 증가한 점도 영향을 미치고 있다.

LNG 장기계약 기간 변화



자료: Wood Mackenzie(LNG contract and tender trends), KOGAS 자료 재인용

LNG선은 LNG 증설
프로젝트에 맞춰 발주가
이루어져
계약연장 가능성이
타 선종 대비 높음

물론, LNG선은 고가의 건조비용으로 인해 일반적으로 LNG 공급능력 증설 프로젝트에 맞춰 장기계약이 체결된 후 발주가 이루어지기 때문에 계약이 연장될 가능성은 타 선종에 비해 높다. LNG 시장은 LNG 공급체계 구축을 위해 높은 투자비용이 요구되고 LNG 프로젝트 개발에 장기간이 소요되는 특성으로 인해 원유 시장에 비해 장기계약 비중이 높고 유연성도 적은 모습을 보이고 있다. 국내 해운 3사(팬오션, H라인해운, SK해운)가 공동으로 참여한 K3 프로젝트도 카타르의 NFE(North Field Expansion) 프로젝트(2030년까지 LNG생산량을 7,700만톤에서 1억 4,200만톤으로 증산)를 기반으로 하고 있다.

Oil vs. LNG 시장 특성 비교

구분	Oil	LNG
'23 도입국	전세계 다수	48개국
'23 세계거래량	3,343 Mtoe	472 Mtoe
'23 수송선 수	12,464척	789척
계약형태	장기	3~5년
	단기	현물 또는 4년 미만
거래시장	발달, 유동성 풍부	미발달, 유동성 제약
공급/수송/저장	저비용	고비용

자료: EI(2024), GIIGNL(2024), INCTAD(2024), KOGAS 자료 재인용

공급안정성 보다 경쟁력 있는
가격을 선호하는 화주가
증가하면서 Spot 및 단기계약
거래 비중 지속 증가

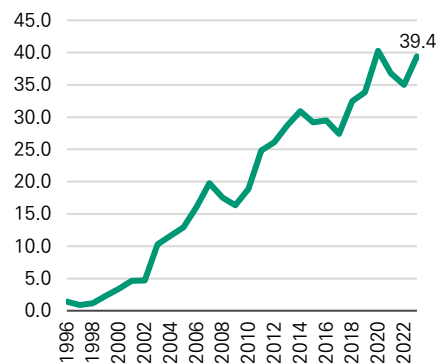
다만, 과거 대비 LNG 공급안정성이 개선됨에 따라 경쟁력 있는 가격에 중점을 두는 화주가 증가하면서 단기거래 비중이 꾸준히 확대되고 있어, 계약 종료시점에 계약 연장 가능성과 선박 잔가 오픈 리스크를 점검할 필요성이 커지고 있다. 리서치 기관인 Clarkson에 따르면 전체 LNG 교역량 중 현물(Spot) 및 단기계약(4년 이하)으로 거래되는 비중은 2000년 3.4%에서 2023년 39.4%로 추세적으로 상승하고 있다. 그리고 이와 같은 화주의 요구에 맞춰 5년 내 장기계약이 종료된 LNG선박 중 16%만이 기존 화주와 계약연장이 되고, 65%는 단기용선 시장에 투입되는 것으로 파악된다.

또한, 한국해양진흥공사에 따르면 글로벌 LNG 선대 중 단기용선 시장에 투입된 선박 비중은 아직 낮은 수준이나, 2040년 경에는 35~40% 수준으로 확대될 전망이다, 이는 초대형 유조선(VLCC) 시장의 현재 Spot 비중과 유사하다.

장기계약 종료 시점에
계약 연장 리스크 및
선박 잔가 오픈 리스크
점검할 필요성 점증

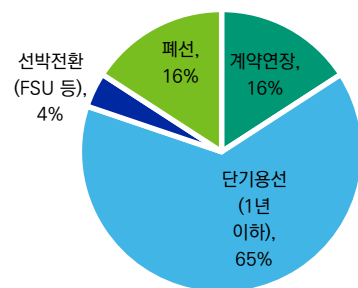
이처럼 트레이딩 패턴의 변화가 지속되어 현물 및 단기계약 거래 비중이 증가할 경우, 장기계약 갱신 불확실성은 높아질 것으로 예상된다. 특히, 최초 계약 종료 시점 기준으로 내용연수까지 선박이 시황에 오픈되는 기간이 길고, 타 선종 대비 고가인 LNG선 특성을 감안할 경우, 선박 투자원가 회수시점의 불확실성으로 인한 재무부담이 크게 나타날 수 있다.

LNG Spot 및 단기계약 거래 비중



자료: Clarkson

5년 내 장기계약 종료 LNG선박 운영 현황



자료: Clarkson, 한국해양진흥공사 자료 재인용

타 선종 대비 고가인
LNG선 투자 증가하면서
차입부담 증가세

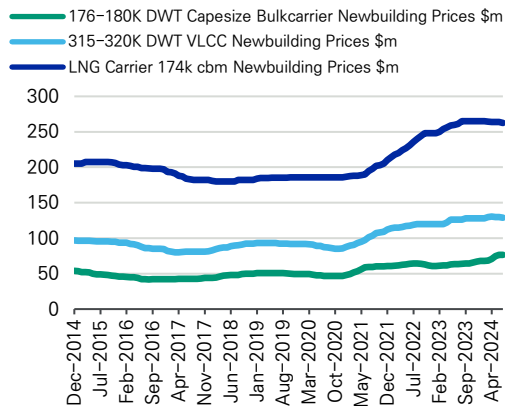
타 선종 대비 고가인 LNG선 투자를 확대하면서 차입부담이 크게 증가하는 점도 리스크 요인이다. LNG 174k cbm 선박의 신조선가는 262.5백만달러(약 3,500억원)로 VLCC 신조선가 129백만달러(약 1,750억원)의 약 2배, Capesize 벌크선 신조선가 76.5백만달러(약 1천억원)의 3배에 달하고 있다.

LNG 신조선 발주규모가 큰 H라인해운과 SK해운의 재무부담을 살펴볼 경우, LNG 174k cbm 13척을 건조중인 H라인해운의 2023년 말 기준 순차입금 3.5조원, 차입금의존도 66.5%로 차입부담이 높은 가운데, 2025년 말에는 순차입금은 6조원 내외, 차입금의존도는 75% 내외를 기록할 것으로 추정된다.

SK해운의 경우, 동일 선형 10척을 건조 중으로 2023년 말 기준 순차입금 5.1조원, 차입금의존도 75.0%를 기록하고 있으며, 2025년 말에는 순차입금 6조원 가량, 차입금의존도 75% 내외를 기록할 것으로 추정된다. SK해운은 H라인해운 대비 신조선 발주규모가 3척 적고, 최근 KC-1 소송 승소로 4천억원 가량의 손해배상금이 유입된 점 등이 차입부담 상승 속도를 완화시키고 있다.

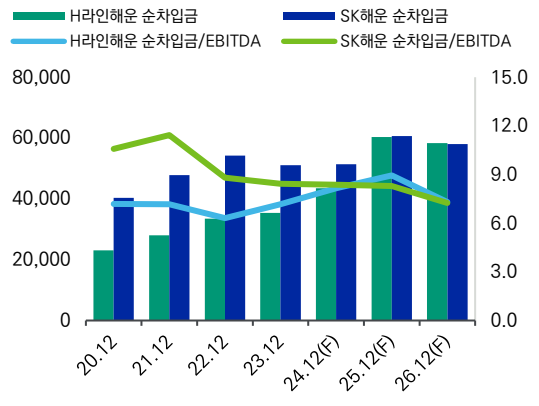
양사 모두 건조중인 LNG 신조선에 장기계약이 체결되어 있는 바, 장기계약 실적이 온기로 반영되는 2026년부터 순차입금/EBITDA 지표 등 재무커버리지 지표는 개선세로 전환될 것으로 예상된다. 다만, 절대적인 차입부담이 높은 만큼, 공격적인 신조선 투자 재개, 배당 지출 등으로 커버리지 지표 개선이 제한될 경우에는 신용도에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

선종별 신조선가 추이



H라인해운 및 SK해운 재무지표 추이

(단위: 억원, 배)



자료: Clarkson, 공시자료, 당사 추정

III. 원양 컨테이너선사 주요 이슈 점검

Q1. Hapag-Lloyd의 THE Alliance 탈퇴로 HMM이 받게 될 영향은?

동맹 내 40%의 선복량을 차지하던 선사 탈퇴로 규모의 경제 효과 및 서비스 경쟁력이 다소 약화될 전망이다. Hapag-Lloyd의 THE Alliance 협력노선 대상 투입 선복량 비중이 크지 않은 점과 HMM이 Hapag-Lloyd의 주력 노선인 대서양 노선에 참여하지 않는 점 등을 고려하면, 원양항로 서비스 경쟁력 등이 급격하게 저하된다고 보기는 어렵다.

재무적인 측면에서는 동맹선사에 대한 대선수입(Slot Charter) 감소로 운임 및 유가 노출도가 상승하고, 운항효율성이 낮아져 TEU당 원가가 증가하면서 수익성이 저하될 가능성이 있다.

한편, HMM은 대형선 중심의 선대구성으로 고정비가 높아진 상황이다. HMM이 해운동맹 재편 과정에서 새로운 협의체에 참여하게 될 경우, 자체 선박을 레버리지 효과가 우수한 원양 항로에 충분히 투입할 수 있도록 협력 범위가 결정되는지 여부가 중요할 전망이다.

해운동맹 단계별
제휴 강도:
선복매입 < 선복교환
< 선복공유

해운동맹은 동맹사 간 협력하는 방식을 기준으로 크게 선복매입, 선복교환, 선복공유 세가지로 나눌 수 있다. 선복매입은 동맹사의 남은 화물 적재공간을 비동맹사보다 경쟁력 있는 조건으로 임차하는 협력 방식이며, 선복교환은 동맹사의 적재공간을 임차한 뒤 같은 규모의 적재공간을 대여해주는 방식이다. 선복공유는 동맹사들의 선박을 공동 자산으로 간주하여 공동으로 의사결정 하고 발생 비용은 부담하는 방식으로, 마치 하나의 해운사처럼 운영하게 된다. 일반적으로 선복매입이 동맹사 간 결속력이 가장 약하고, 선복공유가 결속력이 가장 강한 것으로 평가된다.

해운동맹 단계별 형태

구 분	선복매입	선복교환	선복공유
제휴 단계	낮은 단계	중간 단계	높은 단계
형태	컨테이너 적재 공간을 비동맹사보다 싸게 구매	회원사끼리 같은 규모의 적재 공간 교환	항로에 필요한 선박 회원사끼리 부담 투입
항로별 선박운영	각자 운영	각자 운영	공동 운영

자료: 한국산업은행, Alphaliner

해운동맹 참여선사의 이점

구 분	내 용
영업	• 선복 교환 시, 추가 비용 없이 신규 항로 확보 가능
	• 동맹 선대의 배선 합리화를 통한 비용구조 개선 (e.g. Main 항로는 동맹의 대형선 이용, Feeder(간선) 항로는 소형선 이용)
	• 공동운항을 통한 항로 다변화, 기항지 증가 등으로 운항 서비스 향상
	• 서비스 개선을 통한 물동량 확대로 규모의 경제 실현 가능
	• 신규 항로 진출 시, 동맹사 공동 진출하여 Risk 분산 가능, 신규 시장 진출 용이
재무	• 동맹사 선복 활용 가능해져 단독운항 대비 선대 투자부담 감소
	• 터미널, 야적장, 컨테이너 장비 등 공동 사용으로 비용절감 가능
	• 동맹사에 대한 Slot 매각 등을 통한 시황 및 유가노출도 축소로 실적변동성 완화

자료: 한국신용평가

규모의 경제 효과,
서비스 경쟁력
다소 약화 전망

THE Alliance는 선복 매입·교환·공유가 모두 가능한 포괄적인 형태의 협력 방식을 바탕으로 하나의 해운사처럼 운영되고 있다. 이에 동맹 전체 선복량의 40% 가량을 차지하는 Hapag-Lloyd 탈퇴 시 규모의 경제 효과와 서비스 경쟁력(운항노선, 운항빈도 등)이 다소 약화될 전망이다.

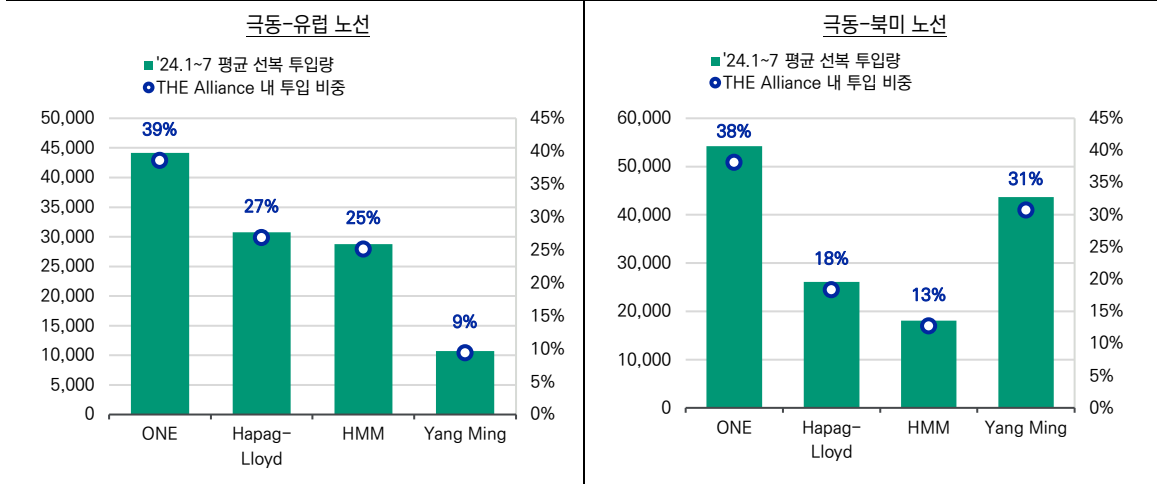
HMM의 원양항로 서비스 구성 등이 급격하게 변동될 가능성은 크지 않을 전망

다만, THE Alliance의 원양항로 서비스 경쟁력 등이 Hapag-Lloyd가 차지하던 선복량 비중에 비례하여 급격하게 저하된다고 보기는 어렵다. Hapag-Lloyd가 대서양(유럽-미주) 항로의 주요 선사인 바, 2024년 1월부터 7월까지 THE Alliance가 극동-유럽, 극동-북미 노선에 투입한 선복량 중 Hapag-Lloyd가 투입한 선복량 비중은 각각 27%, 18%으로 동맹에서 차지하는 선복량 비중인 40% 대비 작기 때문이다.

한편, Hapag-Lloyd가 강점을 보유한 대서양 항로는 HMM이 참여하지 않던 항로인 점을 고려하면, Hapag-Lloyd 탈퇴로 인해 HMM의 원양 항로 서비스 구성 변화는 제한적일 것으로 예상된다.

THE Alliance 소속 선사별 극동-유럽, 극동-미주 노선 투입 선복량 및 비중

(단위: TEU/Week)



자료: Alphaliner, 당사 재구성

Hapag-Lloyd 보유 터미널 접근성이 약화되어 비용 상승 가능성

자체운영 항만 터미널은 운영비용 절감, 원활한 하역 및 반출입, 내륙 인프라를 활용한 연계 운송 서비스 등 해상운송 경쟁력과도 직결되는데, Hapag-Lloyd 보유 항만 터미널 접근성이 약화되는 점도 부담 요인이다. Hapag-Lloyd는 유럽에 독일 함부르크 및 빌헬름스하펜 터미널, 모로코 탕헤르 터미널, 이탈리아에 본사를 둔 물류기업인 Spinelli Group의 지분을 보유하고 있으며, 이외에도 이집트 다미에타 터미널, 칠레에 본사를 둔 SAAM Terminals의 터미널 사업과 관련 물류서비스 지분, 인도 최대의 통합 터미널 및 물류 기업인 JM Baxi Ports & Logistics Ltd.의 지분을 보유한 것으로 확인된다.

특히, 현재 HMM은 FE2⁴ (Far East Eroupe 2) 노선에서 빌헬름스하펜에 기항하고 있고, 구주 노선에서 가장 많은 선박이 투입되는 FE4⁵ (Far East Eroupe 4) 노선에서는 함부르크와 탕헤르에 기항하는 것으로 확인되어, 유럽노선 서비스 경쟁력 저하, 터미널 비용 상승 등이 나타날 수 있다. 이외에도 동맹 차원에서 공동으로 체결했던 터미널, 피더(feeder) 계약 조건이 기존 보다 비우호적으로 변경될 가능성도 배제할 수 없다.

⁴ FE2 노선: 부산/상해/닝보/난샤/안티엔/싱가폴/탕헤르/사우스햄튼/르하브르/빌헬름스하펜/로테르담/알헤시라스/제다/싱가폴/부산

⁵ FE4 노선: 천진/청도/부산/상해/안티엔/콜롬보/알헤시라스/로테르담/함부르크/엔트워프/런던게이트웨이/탕헤르/싱가포르/천진

Hapag-Lloyd 투자 터미널



자료: Hapag-Lloyd 공시자료

대선수입 감소로
시황에 노출되는 적재공간
늘어나면서 실적변동성
확대될 가능성

재무적 측면에서는 동맹선사에 대한 대선수입(Slot Charter) 감소에 따른 운임 및 유가 노출도 증가, 손익분기점 상승으로 실적변동성이 확대될 것으로 예상된다. 컨테이너 부문의 대선수익은 컨테이너 적재공간을 동맹사나 비동맹사에게 대여하는 것으로, 계약기간 동안 안정적인 수익창출이 가능한 동시에 자체 수송가능 선복량(BSA, Basic Slot Allocation)을 축소시켜 시황 노출도가 감소되는 효과가 있다.

아울러, 대여해준 Slot 만큼 운항고정비를 용선사에게 전가할 수 있어 손익분기점이 하락하고, 연료비 전가도 가능하여 유가 노출도도 감소하게 되는 등 컨테이너 부문의 높은 실적변동성을 완화하는 요인으로 작용한다.

컨테이너 부문 BEP 분석

구분	단위	'23.1Q	'23.2Q	'23.3Q	'23.4Q	'24.1Q	'24.2Q	Hapag-Lloyd 탈퇴 영향
매출액		17,516	17,828	17,428	16,873	19,358	22,544	
운송수익		11,652	12,712	12,575	11,676	16,023	20,366	
대선·기타수익		5,864	5,116	4,852	5,197	3,335	2,178	동맹사에 대한 대선수익(Slot 매출) 감소로 운임 노출도 증가
매출원가		14,443	30,187	46,661	62,645	15,063	15,553	
변동비	억원	9,084	10,507	10,785	10,280	9,580	9,800	Slot 매출을 통해 용선사에게 전가하던 연료비 자체 부담, 즉 유가 노출도 증가
고정비		5,358	5,237	5,736	5,657	5,483	5,753	Slot 매출을 통해 용선사에게 전가하던 운항고정비 부담 증가
판관비		788	749	732	776	794	924	
영업이익		2,285	1,335	222	114	3,501	6,067	
운송단가	\$/TEU	1,063	1,008	940	935	1,350	1,565	
운송능력	천TEU	1,183	1,421	1,488	1,420	1,274	1,296	
운송실적		859	959	1,021	945	893	949	
대선·기타수익 비중	%	33.5	28.7	27.8	30.8	17.2	9.7	
BEP 단가		855	902	927	922	1,055	1,099	운항고정비 부담 증가로 BEP 단가 상승
변동비 단가	\$/TEU	829	833	806	823	807	753	Hapag-Lloyd 보유 항만 인프라 공유 제한에 따른 항만 인프라 요율 인상으로, 변동비 단가 상승

주1) 운송수익=운송단가×운송실적, 대선·기타수익=컨테이너 매출-운송수익

주2) 판관비=컨테이너 매출×전사 연결기준 판관비 부담률(판관비/매출액), 매출원가=매출액-영업이익-판관비

주3) 변동비=항화물비(항만 입출항비, 화물 선적·하역·운송비 등)+연료비, 고정비=용선료+감가상각비+기타비용(선원비, 보험료, 수리비 등)

주4) BEP 단가=(변동비+고정비+판관비-대선·기타수익)/운송실적, 변동비 단가=변동비/운송실적

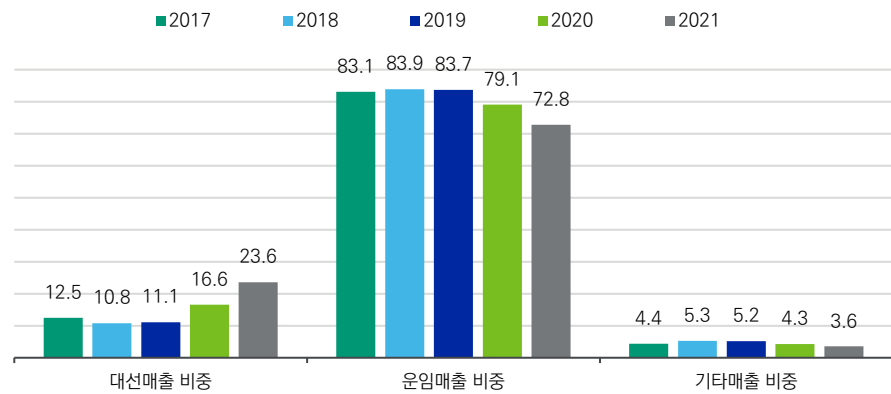
자료: 공시자료, 당사 추정 및 재구성

THE Alliance 가입 전인 2019년에는 HMM의 컨테이너 부문 매출 중 대선매출 및 운임매출 비중(HMM 제시)이 각각 11.1%, 83.7%로 시황에 노출된 운임매출 비중이 높았다. 하지만, THE Alliance 가입 후인 2021년에는 대선매출 및 운임매출 비중(HMM 제시)이 각각 23.6%, 72.8%로 운임매출 비중이 감소하였다.

2023년의 경우, 대선·기타매출 비중(당사 추정, 분석자료 한계로 대선매출만 산출 불가)이 31.0%로 과거 대비 증가한 것으로 분석되는데, 시황 하락(연평균 SCFI: 2022년 3,410pt → 2023년 1,006pt)에 대응하여 Slot 매출을 확대시킨 영향인 것으로 추정된다. 이처럼 Hapag-Lloyd 탈퇴 시, 대선 매출 비중이 감소하면서 운임 및 유가 노출도가 증가할 것으로 예상되며, 해운동맹 재편에 따라 시황변동성이 확대될 경우 과거 대비 실적변동폭이 크게 나타날 가능성이 있다.

HMM 대선매출 및 운임매출 비중 추이

(단위: %)



자료: HMM

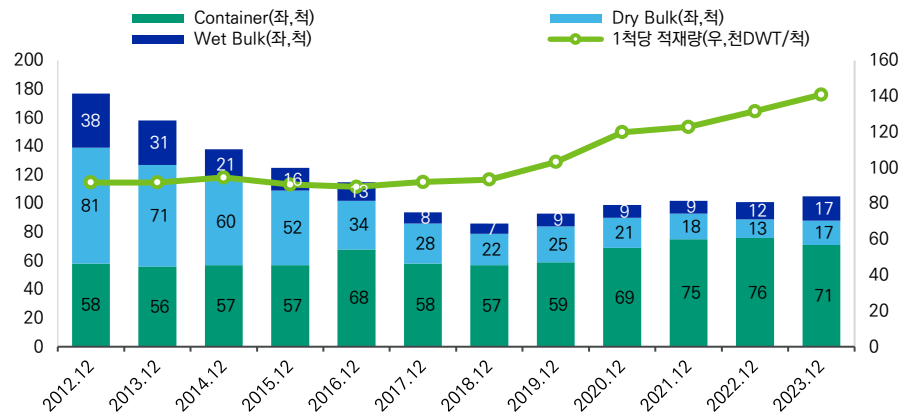
해운동맹 재편 시, HMM의 대형선을 원양항로에 충분히 투입할 수 있도록 협력범위가 결정되는지가 중요할 전망

한편, 2024년 7월 10일 한국해양진흥공사 사장은 해양수산부 국회 업무 보고에서 'HMM의 얼라이언스 문제를 풀기 위해 TF팀을 구성해 대응하고 있으며, 타 글로벌 선사들과 협력방안에 대해 논의하고 있어 곧 좋은 결과가 있을 것으로 기대한다'고 밝혔다. 발언 내용을 보면, 타 글로벌 선사와의 해운동맹 협의 결과가 단기간 내 발표될 가능성이 있는 것으로 보인다.

HMM이 해운동맹 재편 과정에서 새로운 협의체에 참여하게 될 경우, 대형선 중심의 선대구성으로 고정비가 높아진 상황을 고려하면, 자체 선박을 레버리지 효과가 우수한 원양 항로에 충분히 투입할 수 있도록 협력 범위가 결정되는지 여부가 중요할 전망이다.

HMM은 대형선 위주로 신조 발주가 이루어지면서 영업레버리지가 꾸준히 확대되고 있다. 선박 1척당 적재량은 2012년 말 92천DWT/척에서 2023년 말 141천DWT/척으로 54% 증가하였다. 해운 리서치 기관인 Alphaliner에 따르면, 2024년 7월 기준 글로벌 컨테이너 선사별 운영선대 중 15,000TEU 이상 선박 비중은 HMM이 49%에 달하는 반면, 상위 20개 업체 평균은 24%로 HMM의 초대형선 집중도는 글로벌 Peer 대비해서도 높은 수준이다. 이에 충분한 적재율을 확보하지 못하는 경우에는 높은 고정비가 수익구조상 약점으로 작용할 가능성이 있다.

HMM 선종별 선박수 및 1척당 DWT 추이



자료: HMM, 당사 재구성

THE Alliance 가입 이전에 속했던 2M과의 전략적 협력(이하 '2M+H')의 경우, 북유럽, 지중해, 미주 동안, 대서양 등 주요 원양노선에 HMM 자체 선박을 투입하지 못하고 2M의 선박을 매입하여 운영해야 했다. 미주 서안에서는 일부 노선은 자체 선박으로 운영하되 일부는 선박교환 방식으로 운영하여, HMM이 보유한 대형선을 활용하는데 제약이 있었다. 반면, THE Alliance의 경우, 초대형선을 포함한 42척의 자체 선박을 유럽, 미주 서안, 동안 등 27개의 원양항로에 투입할 수 있었다.

현재 HMM이 THE Alliance에서 탈퇴 후 MSC와 협력하는 방안, THE Alliance에 대만 해운사인 Evergreen을 흡수하는 방안 등이 언급되고 있다. 고정비가 높아진 현 시점에서 2M+H와 유사한 형태로 협력방식이 정해질 경우, 대형선을 중심으로 적재율이 하락하면서 수익성 하방 압력이 높아질 가능성이 있다. 결국, 새로운 협의체 가입 여부 뿐만 아니라 항로 기획이나 선박 배치 등에서 HMM의 대형선이 충분히 활용될 수 있는지가 중요할 전망이다.

'2M+H' 및 'THE Alliance' 협력 내용

구분	2M+H	THE Alliance
계약주체	Maersk, MSC, HMM	Hapag-Lloyd, ONE, Yang Ming, HMM
계약기간	3년('17.04~'20.04)	10년('20.04~'30.04)
협력 방식	선박 매입, 선박 교환	선박 매입, 선박 교환, 선박 공유
협력 범위	- 북유럽/지중해/미주 동안/대서양은 HMM 자체 선박 미투입, 협력사 선박 매입하여 운영 - 미주 서안은 일부 항로 자체 운영 및 협력사와 선박교환 - HMM 선박 중 일부 2M대선	- 인도-북유럽/지중해항로 신규 취항 및 아시아-북유럽항로 확대 - 미주 동안 신규 취항 및 미주서안 확대 - 남미서안/동안항로, 아주역내항로, 호주항로, 아프리카항로 및 러시아항로 확대
HMM 참여노선	미공시	27개 노선(북유럽 5개, 지중해 3개, 중동/홍해 3개, 미주 서안 11개, 미주 동안 5개)
HMM 투입선박	미공시	42척

자료: HMM 공시자료

Q2. HMM의 선대 확장 전략상 신용도 관점에서 중요하게 봐야할 점은?

컨테이너선 투자의 경우, 타 얼라이언스 가입 등 해운동맹 재편가능성과 친환경 전환 트렌드에 대비하기 위한 자체 선대경쟁력 강화 측면에서 긍정적으로 판단된다. 다만, 역사적 고점에 근접해 가는 신조선가와 친환경 연료 트렌드 변경 가능성 감안 시, 단기간 내 투자가 집중될 경우 재무안정성 관리에 부담이 될 수 있다. LNG Ready 선박의 개조가능성을 고려한 친환경 대응 여력이 우수한 것으로 분석되는 만큼, 적절한 투자시기 조절 등을 통해 투자효율을 극대화할 필요가 있다.

벌크선 투자의 경우, 안정적인 이익을 창출할 수 있는 장기계약 수주가 동반되는지 여부가 중요한 전망이다. 충분한 장기계약이 확보되지 않은 채 벌크선대가 확장될 경우, 실적변동성이 오히려 확대될 가능성이 있기 때문이다.

2030년 중장기 사업전략 발표,
컨테이너선 및 벌크선 모두
대규모로 선대 확충할 계획

언론보도상 HMM은 2024년 4월 중 2030년 중장기 사업전략을 언급한 것으로 확인된다. 구체적으로 컨테이너선 선복량을 2030년까지 92만TEU(84척)에서 150만TEU(130척)로, 벌크선 선복량을 630만DWT(36척)에서 1,228만DWT(110척)로 확장할 계획으로, 컨테이너와 벌크사업의 균형 성장을 도모하며 전 영역의 사업역량을 강화하려는 의도로 보인다.

HMM 2030 중장기 사업전략

구분	2024년	2030년	비고
컨테이너	92만TEU (84척)	150만TEU (130척)	서비스 네트워크 확장, 노선 다변화로 시장점유율 확대
벌크	630만DWT (36척)	1,228만DWT (110척)	국내외 전략화주 대상 영업 확대
기타	-	-	2050년 넷제로 달성 위해 친환경 선박 발주 및 친환경 연료공급망 확보 등

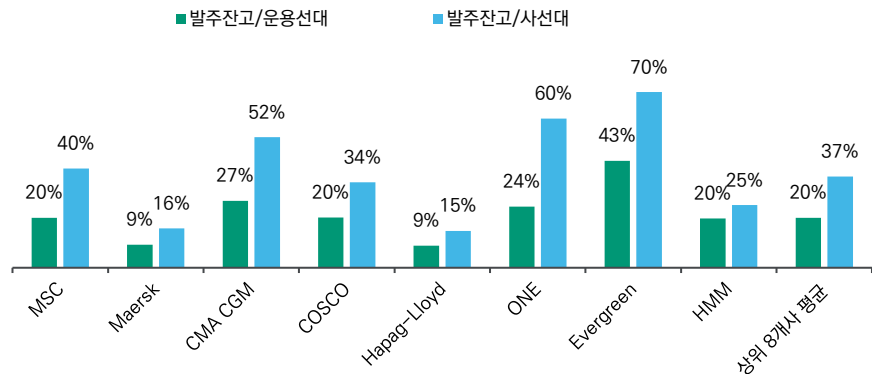
자료: 언론보도 취합

컨테이너선 투자는
본원적인 사업경쟁력 강화
측면에서 긍정적

컨테이너선 투자의 경우, 타 얼라이언스 가입 등 해운동맹 재편가능성과 친환경 전환 트렌드에 대비하기 위한 자체 선대경쟁력 강화 측면에서 긍정적으로 판단된다.

특히, 최근에는 Maersk, Hapag-Lloyd와 같이 신조선 발주에 소극적이던 선두권 선사들도 LNG 연료를 중심으로 신조선 발주를 재개하고 있어 면밀한 대응이 필요하다. Maersk, Hapag-Lloyd의 2024년 7월 기준 '현재 선복량 대비 발주잔고 비율(On order TEU/Current TEU)'은 모두 9%로, MSC, CMA-CGM, COSCO, ONE 등의 주요 선사들이 20~45%였던 것에 비해 낮았다. 그러나, 2024년 8월 Maersk는 50~60척, Hapag-Lloyd는 30척의 신조 컨테이너선 발주 계획을 발표하였다.

운용선대 및 사선대 대비 발주잔고 비중



주) 운용선대는 사선대 및 용선대 합산 기준

자료: Alphaliner

주요 선두권 선사 신조선 발주 계획

구분	내용
Maersk	80만TEU 신조선 발주(50~60척, '26~'30 인도 예정) - 노후선을 대체하기 위한 투자로, 전사 선박량은 430만TEU 수준 유지할 계획 - 메탄올 뿐만 아니라 선박용 디젤 및 LNG 이중연료 추진선도 발주에 포함 - 추진 연료별 선박 분배는 향후 규제 프레임워크와 친환경 연료 공급을 고려하여 결정
Hapag-Lloyd	30척 신조선 발주(15척은 15~16,000 TEU, 15척은 8~9,000 TEU) 30척 모두 선박용 디젤 및 LNG 이중연료 추진선
CMA CGM	12척 선박용 디젤 및 LNG 이중연료 추진선 발주

자료: 공시자료, 언론보도 취합

Maersk는 그간 LNG를 해양 연료로 사용하는 것에 반대의사를 표명⁶해 왔다. 이러한 연장선에서 2021년 8월 세계 최초로 16,000TEU 메탄올 추진 컨테이너선 8척을 발주하였으며, 이후에도 선박용 디젤 및 메탄올 모두 사용 가능한 이중연료 추진선을 발주하는 등 메탄올 엔진에 초점이 맞추어져 있었다. 항만 내 메탄올 벙커링 인프라 부족 문제 등으로 경쟁사 대비 발주도 낮을 수 밖에 없었다.

컨테이너선 업계의
친환경 대응 기조에서
LNG가 상당 기간 적지
않은 비중을 차지할 전망

그러나, 2024년 8월에 발표한 선대 재편 계획에서는 50~60척의 신조선(80만 TEU) 중 선박용 디젤 및 LNG 모두 사용 가능한 이중연료 추진선도 발주한다고 밝혔다. Maersk의 선박 투자전략 변경은 해운산업에서 친환경 대응과 실리적인 선대 운용 사이의 의사결정 복잡성을 보여주는 동시에 컨테이너선의 친환경 대응 트렌드에서 LNG가 상당 기간 적지 않을 비중을 차지할 것이라는 점을 암시한다고 볼 수 있다.

알파라이너에 따르면, 2024년 7월 기준 현존 글로벌 컨테이너선 선박량(2,998만TEU) 중 메탄올 추진선은 0.2%(7.3만TEU), LNG 추진선은 4.6%(137만TEU)로 파악된다. 발주잔고는 646만 TEU 인 가운데, 메탄올 추진선 발주 비중은 30.3%(196만TEU), LNG추진선은 39.4%(254만TEU)로, 최근 신조선 발주는 강화되는 환경규제에 대응하기 위한 친환경 선박 발주에 집중되어 있다. 발주잔고가 전부 인도됐을 경우, 연료별 선박량 비중은 선박유 83.7%, LNG 10.8%, 메탄올 5.6%로 추정되며, Maersk, Hapag-Lloyd 등의 LNG 추진선 발주계획이 반영될 경우 LNG 비중은 더욱 높아질 것으로 예상된다.

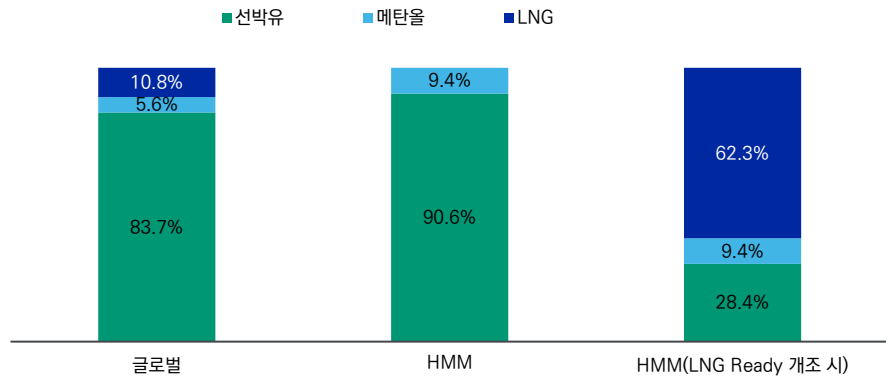
LNG Ready 선박의
LNG 추진선으로의
개조가능성 감안 시,
HMM의 친환경 대응여력은
우수

HMM의 경우, LNG Ready(향후 LNG 추진선으로 개조할 수 있는 선박) 선박의 개조 가능성을 고려하면 친환경 대응여력이 우수한 것으로 분석된다. 8월 26일 Clarkson 조회 기준으로 HMM의 컨테이너 사선대 58척(약 74만TEU) 중 LNG 추진선은 없다. 발주잔고는 13척(12만TEU)인 가운데, 9척(8.1만TEU)이 메탄올 추진선으로 확인된다. 발주잔고가 전부 인도됐을 경우, 연료별 선박량 비중은 선박유 90.6%, 메탄올 9.4%로 글로벌 평균 대비 친환경 연료 비중이 낮다.

하지만, 2020년 이후 인도된 13K 이상급 대형 컨테이너선 29척(약 54만TEU)이 모두 LNG Ready 선박으로 파악되며, LNG Ready 선박이 모두 LNG 추진선으로 개조되었을 경우 연료별 선박량 비중은 선박유 28.4%, LNG 62.3%, 메탄올 9.4%로 추정된다. 한편, 2022년 상반기 기준으로 LNG Ready 선박을 개조할 시, 척당 3,500만불(약 470억원)의 비용과 약 10개월의 개조기간이 필요한 것으로 파악되어, 점진적인 선박 개조가 필요할 것으로 예상된다.

⁶ Maersk 2020 Q3 IR, "We don't believe that LNG will play a big role for us as a transition fuel, because it is still a fossil fuel and we would rather go from what we do today straight to a neutral type of fuel. However, that will be years into the future I suspect."

연료별 선복량 비중



주1) 현존 선복량 및 발주잔고 합산 기준

자료: Alphaliner, Clarkson

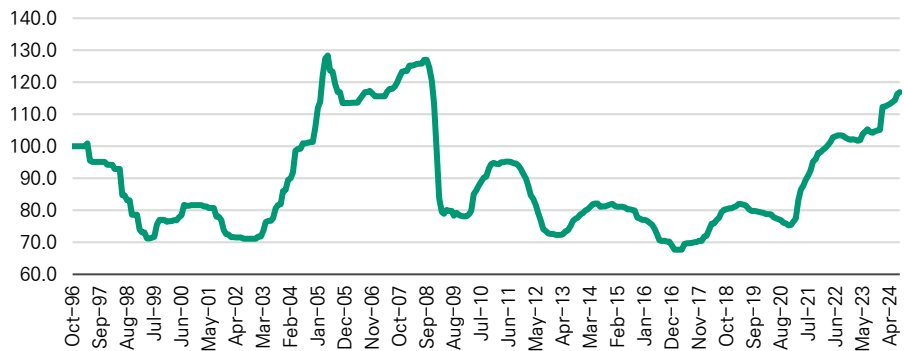
2) 글로벌 선복량에도 LNG Ready 선박이 포함되어 있을 수 있음

높은 신조선가, 친환경 연료 트렌드 변화 가능성 내재, 친환경 대응여력이 우수한 만큼 적절한 투자시기 조절로 투자효율 극대화 필요

컨테이너업황의 불확실성이 높은 상황에서 대규모 투자가 진행되는 점은 재무안정성 관리 측면의 부담 요인이다. 특히, 최근 컨테이너선 신조선가가 역사적 고점에 근접해 가고 있어 단기간 내 선박투자가 집중될 경우, 높은 선박 투자원가로 향후 수익성에 부정적으로 작용할 수 있다.

또한, LNG는 중유(Heavy Fuel Oil) 대비 온실가스 배출량 절감률이 20%에 불과한 과도기적 연료로, 친환경 연료 트렌드가 메탄올, 암모니아 등으로 예상보다 빠르게 변화할 경우 추가 투자부담이 발생할 수 있다. HMM의 경우, LNG Ready 선박을 고려한 친환경 대응여력이 우수한 만큼, 적절한 투자시기 조절 등을 통해 투자효율을 극대화할 필요가 있다.

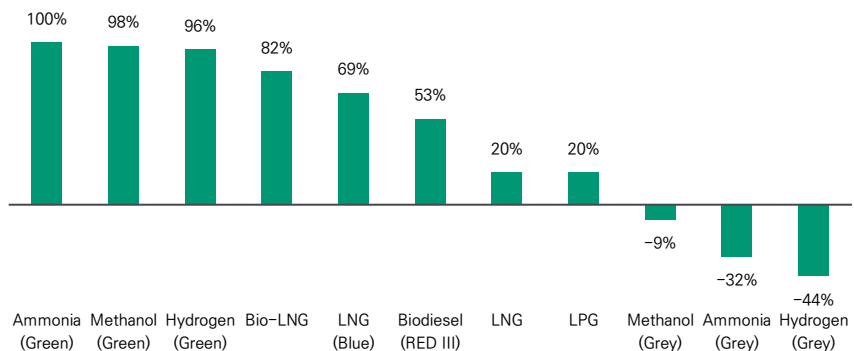
컨테이너선 신조선가 Index



주) 1996년 10월 신조선가를 100으로 두고 신조선 가격 변화를 나타냄

자료: Clarkson

연료별 중유(Heavy Fuel Oil) 대비 온실가스 배출량 절감률

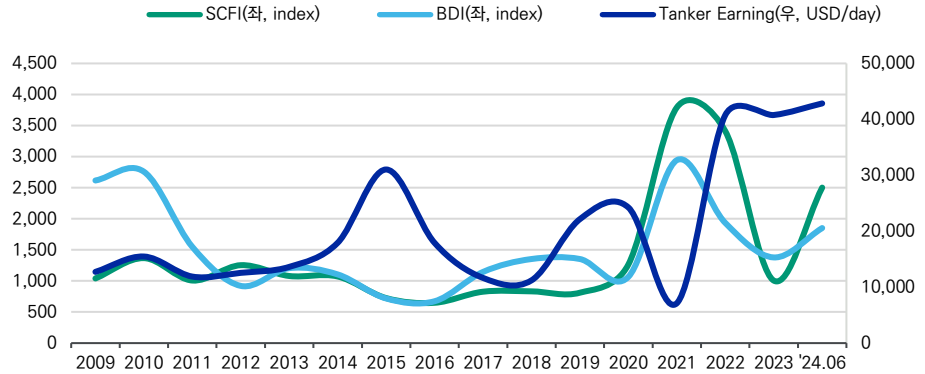


자료: Clarkson

벌크선의 경우, 충분한 장기계약 확보를 통해 컨테이너선의 실적변동성을 완화시킬 수 있는지가 중요할 전망이다

벌크선의 경우, 충분한 장기계약 확보가 동반되지 않은 채 선대가 확장될 경우 실적변동성이 오히려 확대될 가능성이 있다. 선종별로 일부 차이는 있으나 원자재 및 소비재 물동량의 대부분을 운송하는 해운업 특성상 글로벌 경기와 선종별 시황이 비교적 유사한 흐름을 보이고 있어 선종다각화에 따른 실적안정성 제고 효과가 크지 않을 수 있기 때문이다.

주요 해운지수 추이



자료: Clarkson

HMM의 벌크부문은 계약 형태별로 연간 약정된 수송물량에 대하여 고정운임 또는 원가보상방식의 운임산정을 통해 장기간 운송하는 CVC, COA 등 장기운송계약, 선박을 타선사에 일정 기간 임대하는 대선계약, 부정기적으로 시장에서 단기로 화물을 운송하는 Spot운송계약으로 구분되는데, 최근 HMM 벌크선대 35척(사선+용선 기준) 중 71%(25척)가 3년 이하의 중·단기 대선 내지 Spot 운용되고 있다. 장기계약 10건 중 3건도 2년 이내 계약이 종료될 예정으로, 계약 연장 여부 및 계약종료 시점의 운임 수준에 따른 실적가변성에 노출되어 있다.

HMM 장기계약 수주 현황

구분	현대글로벌비스	HEBEI STEEL	GS칼텍스		
운송화물	석탄 및 철광석	석탄 및 철광석	원유	원유	원유
계약기간	2010년~'30년	2010년~'25년	'19.07~'24.08	'22.2H~'32.2H	'23.04~'32.10
계약금액	5,883억원	3,415억원	1,909억원	6,264억원	6,354억원
운항선박	2척	1척	2척	3척	2척
운임	고정 운임				

자료: 공시자료

실제로 Dry Bulk 부문은 벌크 시황 개선, 고원가 용선선박 반선 등 원가구조 개선 노력 등에 힘입어 2021년부터 흑자기조가 유지되고 있으나, 이전까지 영업적자가 지속되었다. Wet Bulk 부문도 2022년부터 러시아-우크라이나 사태로 육로로 운송하던 러시아산 원유 및 LNG 수입이 제한됨에 따라 해상을 통한 수입이 증대되는 등 시황이 개선되면서 양호한 실적을 기록하고 있으나, 2018년에는 영업적자를 기록하는 등 가변적인 실적흐름을 보였다. 이에 안정적인 이익을 창출할 수 있는 장기계약 수주 확대를 통해 컨테이너 부문의 높은 실적변동성을 완화시킬 수 있는지가 중요할 것으로 판단된다.

Q3. 미국 대선 결과가 컨테이너 업황에 미치는 영향은?

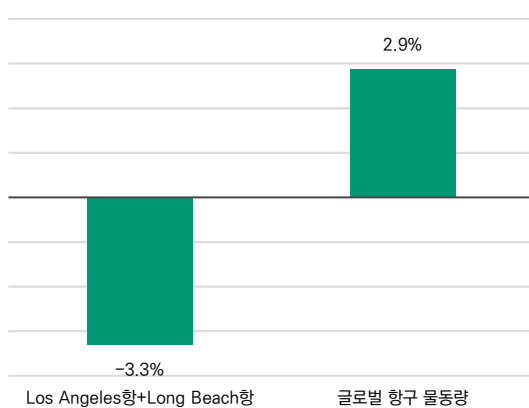
트럼프 재집권 시 보호무역주의 강화로 해상물동량 전반이 위축될 가능성이 있다. 특히, 중국산 수입품에 대한 60% 관세 부과가 현실화될 경우, 극동-미주 노선과 중국에 원재료 및 중간재를 수출하던 아시아 역내 운임의 하방 압력이 클 것으로 예상된다. 해리스 당선 시에도 대중국 고율의 관세정책이 양당의 합의를 전제로 하고 있는 만큼, 극동-미주 노선 물동량 하방 압력이 지속될 전망이다.

양당의 대중국 보호무역주의 기조를 감안할 때, 극동-미주 노선 물동량 성장 둔화 요인은 지속될 것으로 예상되며, 이에 대한 반작용으로 극동-구주, 극동-남미, 극동-동남아 노선 물동량은 확대될 가능성이 있는 만큼, 선제적인 노선포트폴리오 다각화, 영업네트워크 구축 등으로 대비해야 한다.

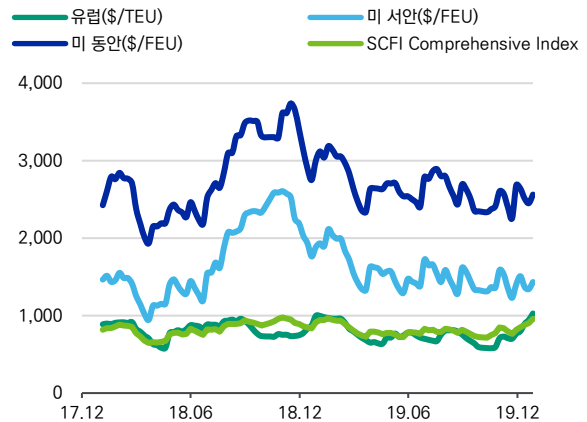
트럼프 1기 미-중 무역갈등은 극동-미주노선 물동량 및 운임 하방 요인으로 작용

트럼프 1기('17.01~'21.01) 미국과 중국의 무역분쟁은 극동(Far East)-미주 노선 해상물동량과 운임에 부정적인 영향을 미쳤다. 미국의 5차례('18.07, '18.08, '18.09, '19.05~06, '19.09) 관세 부과 조치로, 2019년 글로벌 항구의 컨테이너 물동량 합계는 전년 대비 2.9% 증가한 반면, 미국 서안 주요 항구의 물동량은 동 기간 3.3% 감소하였다. 운임의 경우, 2018년 하반기에는 추가적인 관세부과 조치에 대응하기 위한 중국발 밀어내기 물량 확대로 미주 노선 운임이 상승하기도 하였으나, 2019년 들어서는 물동량 감소에 따라 선사 간 물량 집하 경쟁이 치열해지면서 운임 하락세가 이어졌다.

'19년 미국 서안 및 글로벌 항구 컨테이너 물동량 YoY 증감률



주요 원양항로 운임 및 SCFI 추이



자료: Clarkson

트럼프 2기 출범 시, 강화된 보호무역주의로 해상물동량 전반 위축될 가능성

트럼프가 대통령직에 복귀할 경우, 1기 보다 강력한 보호무역주의가 예상되고 있다. 구체적으로 중국산 수입품에 대한 60% 관세 부과로, 극동-미주 노선과 중국에 원재료 및 중간재를 수출하던 아시아 역내 운임의 하방 압력이 클 것으로 예상되며, 미주노선 비중이 높은 선사와 아시아 근해선사의 수익성에 부정적으로 작용할 것으로 전망된다. 아울러, 기본관세 10% 부과 등 자국 중심의 온소어링 전략이 주요 무역 교역국의 보복관세와 결합될 경우, 인플레이션 및 글로벌 경제성장 둔화로 해상물동량이 전반적으로 위축될 가능성도 있다.

민주당과 공화당의 주요 정책 비교

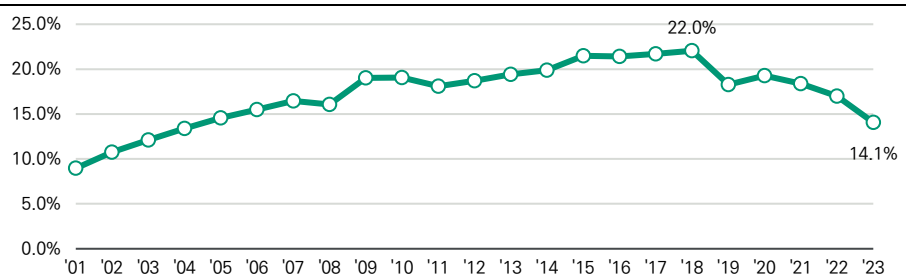
구분	민주당(해리스)	공화당(트럼프)
통상-무역	• 동맹국 간 자유무역 • 다자주의 지향 • 관세보다 간접적 제재수단 선호	• 강력한 보호무역 장벽 • 국가 간 협상 선호 • 보복관세 적극 활용
對중국	• De-Risking(공존하되 특정 위험요소만 제거) • 현행 관세 유지 • 첨단산업에 한정한 수출통제	• De-Coupling(글로벌 공급망에서 중국 배제) • 최고 60% 세율 적용, 최혜국대우 철폐 • 수출통제 범위를 IP, 인력, 금융투자 등으로 확대
공급망	• 온쇼어링과 프렌드 쇼어링 통제	• 자국 중심의 온쇼어링

자료: 시장자료 취합

해리스 당선 시에도
극동-미주노선
성장 둔화 요인
지속될 전망

해리스가 당선되는 경우에도 중국에 대한 고율의 관세정책은 지속될 가능성이 높아, 극동-미주 노선 물동량 성장 둔화 요인으로 작용할 수 있다. 실제로, 바이든 정부 들어서도 중국 De-Risking 기조 아래 미국의 전체 수입액 중 중국으로부터의 수입액 비중은 꾸준히 감소하고 있다. 또한, 2024년 5월 중국산 전기차, 반도체, 배터리 등 총 180억달러 상당의 제품에 관세 인상⁷을 결정하는 등 미국의 대중국 보호무역주의는 양당의 합의를 전제하고 있다.

미국 전체 수입액 중 중국으로부터의 수입액 비중 추이

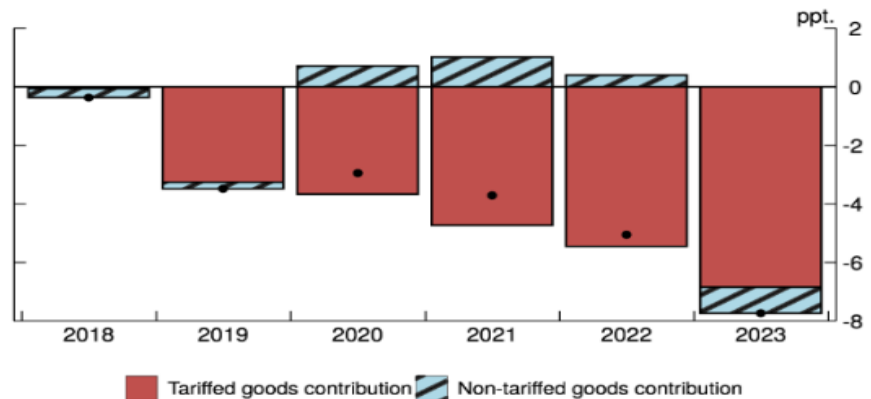


자료: 한국무역협회

향후 항로 다변화 등 선제적인
대응 필요할 전망

향후 항로 다변화 수준이 해운사 실적에 미치는 영향이 커질 가능성이 있어 적극적인 대응이 요구된다. 미국 연준(FED)에서 발표한 미-중 무역분쟁과 관련한 보고서에 따르면, 미국의 수입에서 중국이 차지하는 비중은 2019년부터 큰 폭으로 감소하고 있는데, 대부분 관세를 부과한 상품(빨간색 막대그래프)의 수입이 감소한 영향으로 분석된다.

미국의 전체 수입액 중 중국으로부터의 수입 비중 증감 분석



주) 2017년 중국산 제품 수입 비중을 기준으로 증감 분석

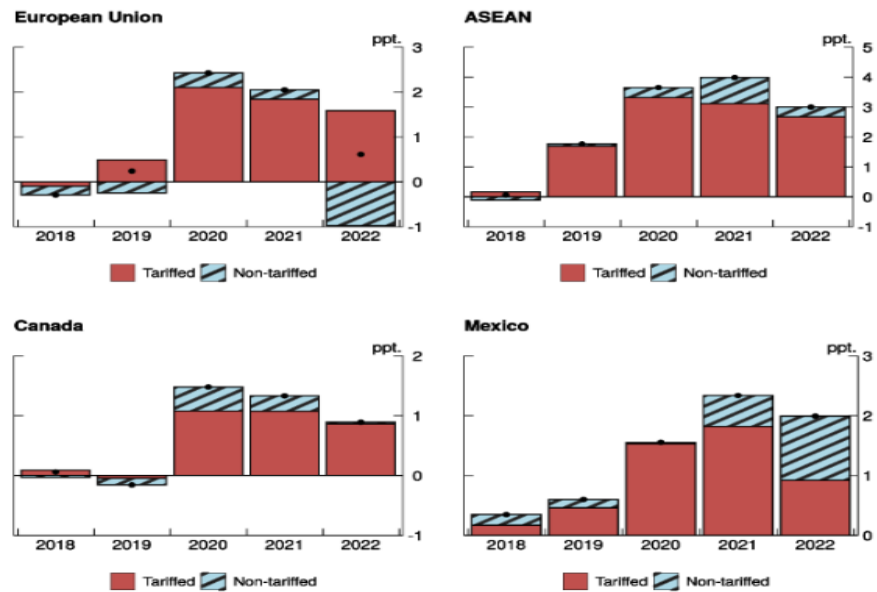
자료: FED

⁷ 중국산 전기차 25%→100%, 리튬이온 배터리 및 배터리 부품 7.5%→25%, 철강과 알루미늄 제품 0~7.5%→25%, 반도체 25%→50%, 태양전지 25%→50% 등이며, 2024년 8월 1일부터 시행 예정이었으나, 관세인상과 관련하여 제출된 의견을 검토하기 위하여 최소 2주간 시행 연기

반면, 유럽연합, 아세안, 캐나다, 멕시코의 수입에서 중국이 차지하는 비중은 증가하고 있는데, 미국의 관세 부과대상 중국산 상품(빨간색 막대그래프)의 수입이 증가하면서 확대된 것으로 파악된다. 이를 두고 미국 연준은 중국산 상품이 미국의 인접국가인 캐나다와 멕시코를 경유하거나 아세안 국가로부터의 추가 수입을 통해 미국으로 유입될 가능성, 관세 부과가 중국 경제에 충격을 주어 임금을 낮추게 된 결과 유럽 등의 지역에서 중국 상품의 가격경쟁력이 증가한 영향으로 설명한다.

결국, 양당의 대중국 보호무역주의 기조를 감안할 때, 극동-미주 노선 물동량 성장 둔화 요인은 지속될 것으로 예상되며, 이에 대한 반작용으로 극동-구주, 극동-남미, 극동-동남아 노선 물동량은 확대될 가능성이 있는 만큼, 선제적인 노선포트폴리오 다각화, 영업네트워크 구축 등으로 대비할 필요가 있다.

국가별 전체 수입액 중 중국으로부터의 수입 비중 증감 분석



주) 2017년 중국산 제품 수입 비중을 기준으로 증감 분석

자료: FED

Q4. 업황 불확실성이 내재된 가운데 호실적을 기록하고 있는 HMM의 신용도 전망은?

호실적을 바탕으로 재무완충력이 확충되는 점은 업황 사이클에 대한 대응력 향상 관점에서 긍정적이다. 이러한 연장선 상에서 HMM의 선박 투자계획은 중요 모니터링 요인이다. 업황 불확실성이 높은 만큼 단기간 내 대규모 신조 투자가 집중되는 경우 재무완충력이 빠르게 소진될 수 있다.

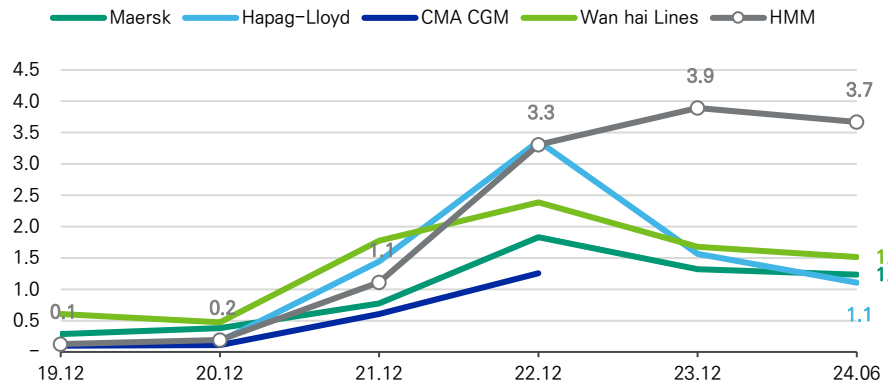
특히, Maersk, Hapag-Lloyd 등 선두권 선사 대비 낮은 HMM의 시장지위 및 노선다각화 수준 등을 감안할 때, 업황 불확실성에 대응하기 위해 경쟁사 이상의 재무완충력을 유지하는 것이 중요할 것으로 판단된다.

컨테이너 업황의 중기 전망은 그리 밝지 않다. 2025년 말 글로벌 컨테이너 선박량은 2023년 초 선박량 대비 25% 가량 증가할 것으로 예상되는 등 누적된 신조선 공급부담이 크다. 또한, 2025년 1월부터 해운동맹 지각변동이 예정되어 있다. 해운동맹이 Big 3에서 Big 4로 재편되어 상위권 선사 간 공조가 약화되면서 경쟁이 심화되고, 업계의 공급조절 능력이 저하되어 시장 변동성이 확대될 것으로 예상된다.

HMM의 재무완충력은
경쟁사 대비로도
우수한 수준

시장 변동성을 흡수할 수 있는 재무완충력은 HMM이 글로벌 선두권 선사 중에서도 우수한 수준이다. 재무완충력을 나타내는 '〈현금및현금성자산+단기투자자산〉/총차입금' 지표는 2024년 6월 말 기준 HMM이 3.7배로, Maersk 1.2배, Hapag-Lloyd 1.2배, Wan Hai Lines 1.5배 등 주요 선사를 크게 상회하고 있다.

주요 선사별 재무완충력(〈현금및현금성자산+단기투자자산〉/총차입금) 추이



주) 주요 선사는 Moody's가 신용등급을 보유한 컨테이너선사로 선정

자료: Bloomberg, 당사 재가공

글로벌 주요 컨테이너선사

구분	Maersk	CMA CGM	Hapag-Lloyd	Wan hai Lines	HMM
신용등급 (Moody's 기준)	Baa1/Stable	Ba1/Stable	Ba2/Positive	Ba1/Positive	Not Rated
등급결정일	2024.02.14	2024.06.03	2023.12.01	2024.08.18	-
운용선대	712척, 433만TEU	644척, 375만TEU	286척, 216만TEU	121척, 51만TEU	76척, 85만TEU
선복점유율	14.4%(2위)	10.7%(3위)	7.2%(5위)	1.7%(11위)	2.8%(8위)

주) Maersk의 경우 2024년 2월 14일자로 Baa2/Positive에서 Baa1/Stable로 등급 상향

자료: Moody's, Alphaliner

HMM이 우수한 재무완충력을 보유하게 된 이유가 경쟁사에 비해 투자 규모가 적었기 때문은 아니다. 최근 4개년('20~'23) 간 창출한 EBITDA 대비 투자지출(CAPEX+인수합병) 규모를 비교할 경우, HMM이 28%로, Maersk 23%, Hapag-Lloyd 18% 대비 투자에 사용한 영업현금 비중이 더욱 컸다.

선사간 재무완충력 차이는
상이한 배당정책에 기인

선사간 재무완충력 차이는 상이한 배당정책이 주된 영향을 미친 것으로 분석된다. Hapag-Lloyd는 최근 4개년 간 창출한 50.7조원의 EBITDA에서 약 50%인 25.2조원이 배당금으로 지급되었으며, Maersk의 경우 97.6조원의 EBITDA에서 약 25%인 24.7조원이 배당금으로 지출되었다. 반면, HMM은 창출한 21.8조원의 EBITDA 중 5%인 1.1조원만 배당으로 지급되었다.

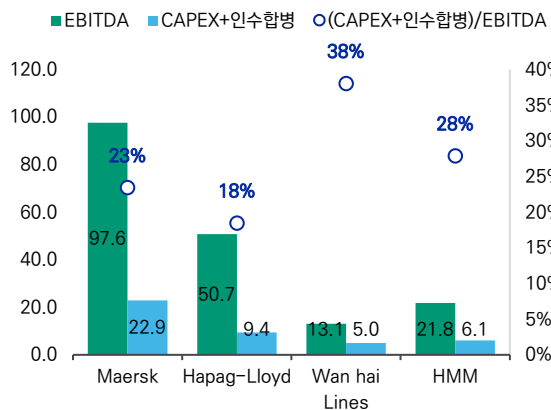
HMM의 낮은 배당부담은 주요 주주인 한국산업은행 및 한국해양진흥공사가 HMM의 국내 유일의 원양 컨테이너선사로서의 지위를 고려하여 건전경영 기초 방침을 세웠기 때문으로 보인다. 이외에도 한국산업은행 등이 인수했던 제190회 및 제199회 전환사채(부채)의 보통주 전환청구에 따른 약 0.6조원의 차입금 감소도 영향을 미치는 등 HMM의 우수한 재무완충력은 주요 주주의 보수적인 재무정책에 기인하고 있다.

HMM의 지배구조
변경으로 인한 재무적
리스크는 과거 대비 축소

이에 HMM의 지배구조 변경으로 인해 재무여력이 영업외사유(대규모 배당 등)로 사용되는 등 보수적인 재무정책 변동가능성은 신용도상 주요 리스크 요인이다. 다만, 한국산업은행 및 한국해양진흥공사가 2024년 초 하림그룹과의 매각 협상 단계에서 HMM의 건전경영 방침을 중심으로 협상 결렬이라는 의사결정을 한 것으로 보여, 지배구조 변경으로 인해 HMM의 재무완충력이 단기간 내 큰 폭으로 축소될 가능성은 낮아진 것으로 판단한다.

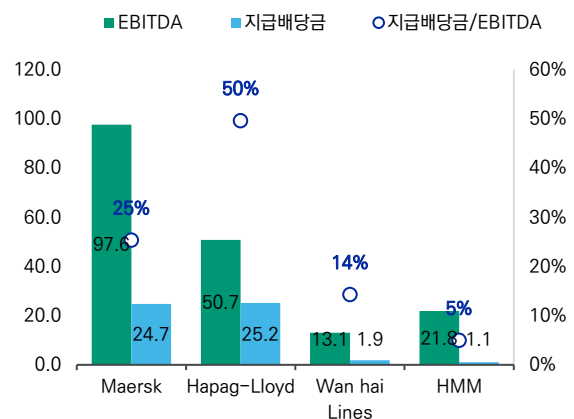
최근 4개년('20~'23) EBITDA 및 투자규모

(단위: 조원)



최근 4개년('20~'23) EBITDA 및 지급배당금

(단위: 조원)



주) 지급배당금에는 현금배당 뿐만 아니라 영구채(자본)에 대한 이자지급도 포함됨

자료: Bloomberg, 당사 재가공

최근 호실적은 업황
사이클에 대한 대응력
향상 관점에서 긍정적

지정학적 이슈가 장기화되면서 호실적을 바탕으로 재무완충력이 추가로 확충되는 점은 업황 사이클에 대한 대응력 향상 관점에서 긍정적이다. 더욱이, HMM의 건전 경영 기조에 따른 보수적인 배당정책과 과거 대비 지배구조 변경으로 인한 영업외자금 유출 가능성이 축소된 점 등을 감안할 때, 금번 단기운임 강세를 통한 재무완충 효과는 경쟁사 대비 클 수 있다.

투자계획 모니터링 필요

충분한 재무완충력 유지 관점에서 HMM의 선박 투자계획은 중요 모니터링 요인이다. HMM은 2024년 4월에 2030년 중장기 사업전략을 언급하면서 세부적인 투자계획은 올해 상반기까지 공개하기로 하였으나 현재까지 발표가 지연되고 있다.

신조선 발주는 시장지위 강화, 운영규모 확대 등 본원적인 사업경쟁력 강화 측면에서는 긍정적이나, 단기간 내 대규모 신조 투자가 집중되는 경우 재무완충력이 빠르게 소진될 수 있다. 특히, HMM의 시장지위 및 노선다각화 등 전반적인 사업안정성이 Maersk, Hapag-Lloyd 등 선두권 선사 대비 열위한 만큼 업황 불확실성이 완화되기 전까지는 경쟁사 이상의 재무완충력을 유지하는 것이 중요할 것으로 판단된다.

HMM Key Monitoring Indicators

구 분	등급 변동 요인
상향 가능성 증가 요인	- 선종 및 노선다각화 내지 시장지위 제고 등으로 사업안정성이 개선되는 가운데, - 우수한 수준의 재무안정성이 유지되는 경우
하향 가능성 증가 요인	- 수급불균형 확대 등으로 해운 업황이 지속적으로 저하되는 가운데, - 대규모 손실 및 투자부담 등으로 재무완충력이 약화되어 - 재무구조 저하 추세가 지속되는 경우

주) 당사가 제시하고 있는 Key Monitoring Indicators는 평가대상 회사의 신용도에 중요한 영향을 미치는 변수이지만, 실제 신용등급 결정 시에는 이 외에도 다양한 정량 및 정성 변수들이 고려되기 때문에 기존에 설정된 KMI상 요건을 충족하는지 여부에 따라 신용등급이 반드시 조정되는 것은 아님에 유의 바랍니다.

IV. 향후 신용평가 주안점

[원양 컨테이너선사 - HMM]

단기운임 강세로
재무완충력 강화되는
점은 긍정적

2024년 6월 말 기준 13.6억원의 현금및단기금융상품을 보유하는 등 업황하락기에 대응 가능한 풍부한 유동성이 신용도 지지 요인으로 작용하고 있다. 최근 고조되는 중동지역 지정학적 이슈 감안 시 수에즈 운하 통항 제한에 따른 운임 강세가 당분간 이어질 것으로 보이는 점은 업황 사이클에 대한 대응력 향상 측면에서 긍정적이다.

적절한 투자부담 조절을
통해 우수한 재무완충력을
유지하는 것이 중요할 전망

업황 전반의 불확실성이 높은 상황으로 업황 하락기를 흡수할 수 있는 수준의 재무완충력을 유지하면서 신조선 투자가 이루어지는지 여부가 중요 점검 요인이다. 아울러, 해운동맹 재편 결과에 따른 사업안정성 제고 여부, 무역 패턴 변화 가능성 등에 대비한 항로 포트폴리오 다각화 수준, 벌크선 장기계약 확충 등 실적안정성 제고 여부 등 펀더멘털 개선 수준에 대해서도 지속적인 모니터링이 필요하다.

[벌크선사 - 팬오션, H라인해운, SK해운, 대한해운, 폴라리스쉬핑]

LNG선 투자로 확대되는
차입부담 감축이 중요

국내 벌크선사는 K3 컨소시엄 카타르 프로젝트(팬오션, H라인해운, SK해운 각각 5척 LNG 신조선 발주)를 중심으로 LNG선 투자를 확대하고 있다. 고가의 LNG선 투자로 차입부담 확대가 예상되는 만큼, LNG 신조선 인도 후 차입금 감축 추세로 진입하는지 여부가 신용도상 주요 점검 요인이다.

장기계약 기반 유지 여부,
환경규제 대응 경과
모니터링 필요

장기계약 기반이 신용도 지지 요인 중 하나인 만큼 수주경쟁력, 장기계약 연장 여부 등도 중요 점검 요인이다. 환경 규제 강화 기조에서 저등급 CII 선박을 화주나 항만이 의도적으로 회피하는 등 수주경쟁력이 약화될 수 있어 환경 규제 대응 경과에 대한 지속적인 점검이 필요할 전망이다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권상의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권상의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사가관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련하여 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련하여, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서는 필자의 개인적인 견해로 당사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.