

기업 구조조정 압력 급증

Credit 박진영 CPA
02) 3787-2248
jypark@hmcib.com

구조조정 급물살, 한진해운은 자율협약 신청

4·13 총선 등으로 미뤄져왔던 기업 구조조정이 급물살을 탈 것으로 보인다. 유일호 부총리가 기업 구조조정을 직접 챙기겠다고 강조한 것이 시발점이 되어 부실기업 구조조정이 정국 최대 화두로 부상하고 있다. 지난해 연말 구조조정협의체를 통해 취약업종으로 분류된 조선, 해운, 건설, 철강, 석유화학 5개 업종을 중심으로 향후 구조조정의 강도가 높아질 것으로 판단된다.

이미 해운업에 대한 강도 높은 구조조정이 진행되기 시작했다. 현대상선 이어 한진해운도 25일 채권단 자율협약을 신청하겠다고 공시했다. 한진해운도 현대상선과 마찬가지로 용선료 인하, 회사채 만기연장 등을 전제로 자율협약 개시가 결정될 것으로 판단된다.

회사채 대기투자수요는 충분하지만 실적 및 등급안정성에 따라 차별화

CJ대한통운, 롯데케미칼 등 발행규모가 컸던 AA급 우량물로 투자자금이 몰린 가운데 A급 회사채 수요예측 결과 또한 개선세를 나타냈다. A급 회사채인 풍산(AO), 효성(AO), 국도화학(A+), 대웅제약(A+, AA-)은 충분한 투자수요 확보를 통해 모두 금리를 개별민평보다 낮은 수준에서 결정되었으며, 풍산, 효성은 발행금액 증액에도 성공했다. 반면 지에스이엔알(A+)은 투자수요가 전혀 없었으며, 그 결과 발행금리 또한 금리밴드 상단에서 결정되었다.

A급 회사채 수요예측 성공에는 안정적인 사업지위를 기반으로 낮은 등급 하락가능성을 보유한 기업들이 수요예측에 나섰다는 점이 유효하게 작용한 것으로 보인다. 반면 지에스이엔알의 경우 계열사 지분관련 손상차손 인식 등으로 2015년말 기준 부채비율이 490%까지 높아진 점 등에서 투자심리가 좋지 않게 형성된 것으로 판단된다.

구조조정은 이미 예상되었던 이슈

총선이 끝난 후 정부가 구조조정 드라이브를 강하게 걸고 있음에도 불구하고 크레딧시장은 비교적 안정적인 모습을 보이고 있다. 지난주 AA- 회사채 스프레드가 0.3bp 축소되는 등 크레딧시장은 강보합세를 지속하고 있으며 여전채는 AA-급 여전채를 중심으로 강세를 이어가고 있다.

구조조정 이슈는 이미 시장에 반영되어 있던, 예상하고 있던 이슈였기 때문에 크레딧시장의 투자 심리를 크게 훼손하지는 않을 것으로 판단된다. 또한 구조조정 대상으로 지목되고 있는 기업들은 이미 크레딧시장에서 거래가 잘 되지 않고 있어 영향력이 크지는 않을 전망이다. 다만, 예상치 못한 기업이 구조조정 대상으로 언급된다든지 대규모 적자 기록으로 구조조정 리스크가 높아진다면 크레딧시장은 또다시 타격을 받을 수도 있을 것으로 판단된다.

1. 크레딧 이슈

구조조정 급물살, 한진해운은 자율협약 신청

4·13 총선 등으로 미뤄져왔던 기업 구조조정이 급물살을 탈 것으로 보인다. 유일호 부총리가 기업 구조조정을 직접 챙기겠다고 강조한 것이 시발점이 되어 부실기업 구조조정이 정국의 최대 화두로 부상하고 있다. 구조조정을 위해 정치권과 정부가 참여하는 여야정(與野政) 협의체 구성 또한 가시화되고 있다.

아직까지 명확한 가이드라인이나 정책이 제시되고 있지 않아 구조조정 진행 방향에 대해서는 지켜볼 필요가 있을 것으로 보인다. 현 시점에서 향후 진행방향을 예상해보자면, 현재 진행되고 있는 구조조정이 기대에 미치지 못하고 있는 가운데 지난해 연말 구조조정협의체를 통해 취약업종으로 분류된 조선, 해운, 건설, 철강, 석유화학 5개 업종을 중심으로 향후 구조조정의 강도가 높아질 것으로 판단된다. 또한 대기업은 상반기에, 중소기업은 하반기에 신용위험평가를 실시하고 그 결과에 따라 구조조정이 진행될 것으로 전망된다.

해운업에 대해서는 이미 강도 높은 구조조정이 진행되기 시작했다. 현대상선 이어 한진해운도 25일 채권단 자율협약을 신청하겠다고 공시했다. 금융당국이 구조조정 방안을 내놓으라고 조양호 한진그룹 회장을 압박하자 경영권을 포기하기로 결정한 것이다. 한진해운도 현대상선과 마찬가지로 용선료 인하, 회사채 만기연장 등을 전제로 자율협약 개시가 결정될 것으로 판단된다. 향후 진행상황을 지켜봐야겠지만 현대상선과 한진해운의 용선료 인하 및 회사채 만기연장 등이 순조롭게 진행된다면 출자전환을 통해 산은의 자회사로 편입될 수도 있고, 더 나아가 두 업체간 합병도 가능할 수 있을 것으로 보인다. 하지만 용선료 인하 및 회사채 만기연장 등이 순조롭게 진행되지 못한다면 두 업체 모두를 끌고 가기에는 산은의 부담이 커질 전망이다.

이처럼 한국의 구조조정 압력이 높아지면서 무디스는 한국 은행권에 대한 전망을 부정적으로 하향조정했으며, 한국의 경제성장 둔화 및 기업 구조조정이 진행되는 가운데 은행권의 영업환경이 악화되고 있음을 하향조정의 근거로 밝혔다. 뿐만 아니라 은행권의 자산건전성 및 수익성이 압박을 받을 것으로 예상되는 가운데 특히 구조조정이 진행 중이거나 구조조정이 필요한 산업에 대한 익스포저가 크거나 상대적으로 큰 지역을 기반으로 하는 일부 은행의 등급 및 등급 전망 또한 조정했다. 부산은행, 대구은행, KEB하나은행, 경남은행, 신한은행의 등급전망을 안정적에서 부정적으로, 전북은행의 등급전망을 긍정적에서 안정적으로 조정했으며, 우리은행의 등급을 한단계 하향조정했다.

2. 발행시장

회사채 대기투자수요는 충분하지만 실적 및 등급안정성에 따라 차별화

CJ대한통운, 롯데케미칼 등 발행규모가 컸던 AA급 우량물로 투자자금이 몰린 가운데 A급 회사채 수요예측 결과 또한 개선세를 나타냈다. A급 회사채인 풍산(A0), 효성(A0), 국도화학(A+), 대웅제약(A+, AA-)은 충분한 투자수요 확보를 통해 모두 금리를 개별민평보다 낮은 수준에서 결정되었으며, 풍산, 효성은 발행금액 증액에도 성공했다. 반면 지에스이엔알(A+)은 투자수요가 전혀 없었으며, 그 결과 발행금리 또한 금리밴드 상단에서 결정되었다.

A급 회사채 수요예측 성공에는 안정적인 사업지위를 기반으로 낮은 등급 하락가능성을 보유한 기업들이 수요예측에 나섰다는 점이 유효하게 작용한 것으로 보인다. 풍산은 방산부문에서 우수한 사업안정성 및 재무비율 개선세, 효성은 수익성 제고를 바탕으로 한 등급상향가능성 및 높은 절대금리, 국도화학은 에폭시수지 시장에서의 특화된 경쟁력을 바탕으로 안정적인 재무지표 유지, 대웅제약은 제약업 투자심리 개선 및 실적 개선세 등의 경쟁력을 보유한 것으로 판단된다.

지난주 대부분의 A급 회사들이 수요예측에 성공한 반면 지에스이엔알 수요예측에는 참여금액이 전혀 없었다. LNG 기반 민자발전 업황 저하, 계열사 지분관련 손상차손 인식 등으로 2015년 말 기준 부채비율이 490%까지 높아진 점 등에서 투자심리가 좋지 않게 형성된 것으로 판단된다.

CJ대한통운(AA-) 및 센트럴시티(AA-)도 무난하게 수요예측을 마무리했다. 다만 우수한 시장지위, 안정적인 등급전망 등을 바탕으로 CJ대한통운에 집계된 자금이 상대적으로 많았으며, CJ대한통운은 총 발행금액을 2,000억원에서 2,500억원으로 증액했다.

롯데케미칼(AA+ 부정적, AA+ 부정적 검토)은 부정적 등급전망 등으로 장기물에 대한 투자 선호가 낮게 나타났다. 2년물, 3년물, 5년물, 10년물 총 6,000억원에 대한 수요예측을 실시한 결과 5년물, 10년물 유효수요가 수요예측 실시금액 대비 각각 500억원, 400억원 부족했다. 롯데케미칼은 5년물, 10년물 발행금액을 줄이는 대신 단기물 발행금액을 늘리면서 총 발행금액을 7,600억원으로 증가시켰다.

〈표1〉 4월 셋째 주 회사채 수요예측 결과

발행종목	수요 예측일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%)			낙찰 (bp,%)	발행 금리 (%)	유효 경쟁률 (배)	수요 미달액 (억원)
						기준	하단	상단				
풍산101	2016-04-15	A0	800	1,000	3.0	개별민평3년	-20	15	-7	2,284	2.88	0
CJ대한통운90-1	2016-04-15	AA-	800	800	3.0	개별민평3년	-15	5	-8	1,868	4.25	0
CJ대한통운90-2	2016-04-15	AA-	700	1,100	5.0	개별민평5년	-10	10	-7	2,129	3.14	0
CJ대한통운90-3	2016-04-15	AA-	500	600	7.0	개별민평7년	-10	10	4	2,585	1.60	0
효성259-1	2016-04-18	A0	1,000	1,020	3.0	개별민평3년	-20	10	-10	2,817	1.78	0
효성259-2	2016-04-18	A0	500	980	5.0	개별민평5년	-20	10	-20	3,461	2.74	0
국도화학50	2016-04-18	A+	150	150	3.0	개별민평3년	-23	7	-24	2,160	3.33	0
센트럴시티3	2016-04-18	AA-	1,000	1,000	3.0	개별민평3년	-10	10	9	1,900	1.90	0
대웅제약9	2016-04-20	A+, AA-	1,000	1,000	3.0	개별민평3년	-10	10	-5	2,072	3.00	0
지에스이앤알17	2016-04-21	A+	800	800	3.0	개별민평3년	-20	20	20	2,770	0.00	800
롯데케미칼52-1	2016-04-21	AA+	1,000	2,100	2.0	개별민평2년	-15	5	5	1,845	2.10	0
롯데케미칼52-2	2016-04-21	AA+	2,000	3,400	3.0	개별민평3년	-13	7	7	1,955	1.70	0
롯데케미칼52-3	2016-04-21	AA+	2,000	1,500	5.0	개별민평5년	-10	10	10	2,166	0.75	500
롯데케미칼52-4	2016-04-21	AA+	1,000	600	10.0	개별민평10년	-10	10	10	2,610	0.60	400

자료: freebond, 전자공시시스템, HMC투자증권

주: 예측결과 공표 기준, 음영 표시부분은 수요미달 발생건

〈표2〉 금주 수요예측 예정 리스트

발행종목	수요 예측일	발행 예정일	신용등급	예정금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%)			개별민평 (%)	등급민평 (%)
						기준	하단	상단		
포스코307-1	2016-04-25	2016-05-03	AA+	2,000	3.0	개별민평3년	-15	5	1,782	1,799
포스코307-2	2016-04-25	2016-05-03	AA+	1,000	5.0	개별민평5년	-10	10	1,944	1,961
AJ렌터카	2016-04-26	2016-05-04	A-	400	3.0	개별민평3년	-10	30	4,119	3,056
신세계동대구 복합환승센터	2016-04-29	2016-05-09	AA+(예상)	200	1.5	-	-	-	-	1,688
	2016-04-29	2016-05-09	AA+(예상)	400	2.0	-	-	-	-	1,733
	2016-04-29	2016-05-09	AA+(예상)	1,000	3.0	-	-	-	-	1,799

자료: HMC투자증권

주: 개별민평 및 등급민평(4사 평균)은 4월 22일 기준

3. 크레딧 시장 동향 및 전망

구조조정은 이미 예상되었던 이슈

기준금리 동결에도 불구하고
채권시장은 강세

4월 금통위에서는 성장률 및 물가 하향조정에도 불구하고 기준금리가 동결되었다. 2016년 경제성장률은 3.0%에서 2.8%로, 소비자물가상승률은 1.4%에서 1.2%로 하향 조정되었다. 그럼에도 불구하고 하성근 위원만이 단독으로 소수의견을 내는데 그치는 등 추가 금리인하에 신중한 모습을 보였다. 이주열 총재는 재정 및 구조개혁 정책과의 병행 가능성을 강조하며 추가 금리 인하 가능성을 열어 두기는 했지만 당시에서는 올해 추가 기준금리 인하는 없을 것으로 판단하고 있다. 한편, 기업구조조정 과정에서 신용경색 등 금융시장이 불안해지면 다양한 정책수단을 통해 적극적으로 대응해 나가겠다고 밝혔다.

지난주 채권시장은 기준금리 동결에도 불구하고 기준금리 인하 기대감이 사라지지 않으면서 강세를 나타냈다. 이번주 시장 방향은 BOJ와 FOMC 회의 결과에 따라 결정될 것으로 예상되는 가운데 BOJ가 마이너스 금리 대출을 검토할 수도 있다는 소식에 지난주 국고채 금리는 하락 마감했다. 하지만 이번주 FOMC에서는 6월 금리인상을 앞두고 다소 매파적인 발언이 나올 수도 있어 강세장 지속 가능성은 제한적으로 판단된다.

구조조정 이슈에도 불구하고
크레딧시장 안정적

총선이 끝난 후 정부가 구조조정 드라이브를 강하게 걸고 있음에도 불구하고 크레딧시장은 비교적 안정적인 모습을 보이고 있다. 지난주 AA- 회사채 스프레드가 0.3bp 축소되는 등 크레딧시장은 강보합세를 지속하고 있으며 여전채는 AA-급 여전채를 중심으로 강세를 이어가고 있다.

구조조정 이슈는 이미 시장에 반영되어 있던, 예상하고 있던 이슈였기 때문에 크레딧시장의 투자심리를 크게 훼손하지는 않을 것으로 판단된다. 또한 구조조정 대상으로 지목되고 있는 기업들은 이미 크레딧시장에서 거래가 잘 되지 않고 있어 영향력이 크지는 않을 전망이다. 다만, 예상치 못한 기업이 구조조정 대상으로 언급된다든지 대규모 적자 기록으로 구조조정 리스크가 높아진다면 크레딧시장은 또다시 충격을 받을 수도 있을 것으로 판단된다.

한편 구조조정이 가속화될 가능성을 보이는 만큼 회사채 시장 활성화 방안이 빠르게 도입되어야 할 것으로 보인다. 구조조정 과정에서 예기치 못한 여파로 인해 기업들의 자금조달이 영향을 받을 수도 있기 때문이다. A급 회사채시장 중심으로 활성화 방안이 거론되고 있는 가운데 현재 회사채 신속인수제 부활, 산업은행의 A급 회사채 매입 확대, A급 회사채의 분리과세 하이일드 펀드 편입 등의 방안이 거론되고 있는 것으로 알려지고 있다.

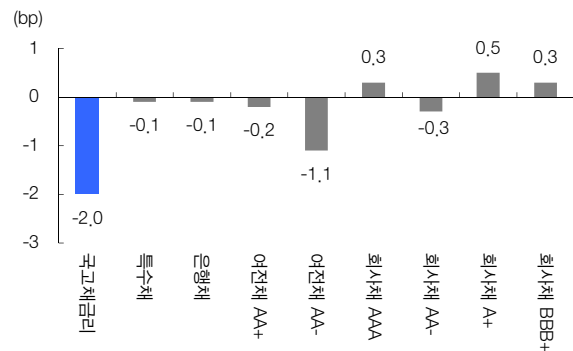
〈표3〉 주간 금리 및 스프레드 변동(4월 22일 기준)

	금리(%)				크레딧 스프레드(bp)				전주말 대비 스프레드 변동(bp)			
	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y
국고채	1,504	1,472	1,580	1,712	-	-	-	-	(0,4)	(2,0)	(1,7)	(1,7)
특수채 AAA	1,581	1,614	1,713	1,801	7,7	14,2	13,3	8,9	(1,2)	(0,1)	(0,5)	(0,3)
산금채 AAA	1,550	1,586	1,726	1,811	4,6	11,4	14,6	9,9	(1,0)	0,0	(0,1)	0,0
중금채 AAA	1,550	1,600	1,744	1,836	4,6	12,8	16,4	12,4	(1,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
은행채 AAA	1,559	1,615	1,751	1,871	5,5	14,3	17,1	15,9	(1,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
여전채 AA+	1,630	1,826	2,021	2,119	12,6	35,4	44,1	40,7	(0,9)	(0,2)	(0,1)	0,0
여전채 AA-	1,845	2,137	2,348	2,460	34,1	66,5	76,8	74,8	(2,0)	(1,1)	(0,1)	(0,1)
여전채 A+	2,337	2,728	2,923	3,097	83,3	125,6	134,3	138,5	(1,0)	(0,1)	0,0	0,0
회사채 AAA	1,604	1,654	1,795	1,963	10,0	18,2	21,5	25,1	(0,8)	0,3	0,2	(0,1)
회사채 AA+	1,676	1,799	1,961	2,133	17,2	32,7	38,1	42,1	(1,0)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
회사채 AA0	1,729	1,856	2,044	2,298	22,5	38,4	46,4	58,6	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)
회사채 AA-	1,784	1,913	2,162	2,504	28,0	44,1	58,2	79,2	(1,1)	(0,3)	(0,2)	0,0
회사채 A+	2,212	2,464	2,769	3,044	70,8	99,2	118,9	133,2	(0,3)	0,5	0,1	0,1
회사채 A0	2,375	2,711	3,163	3,464	87,1	123,9	158,3	175,2	(0,2)	0,4	0,1	0,1
회사채 A-	2,600	3,056	3,683	3,938	109,6	158,4	210,3	222,6	(0,2)	0,4	0,1	0,1
회사채 BBB+	3,882	5,542	5,759	5,807	237,8	407,0	417,9	409,5	(0,3)	0,3	0,1	0,9

자료: bondweb, HMC투자증권

주: 전주말 대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동

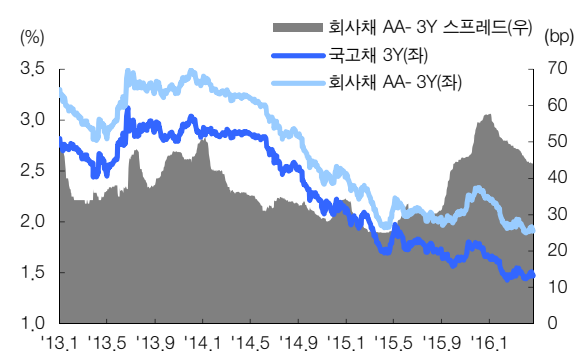
〈그림1〉 주간 크레딧 스프레드 변화



자료: bondweb, HMC투자증권

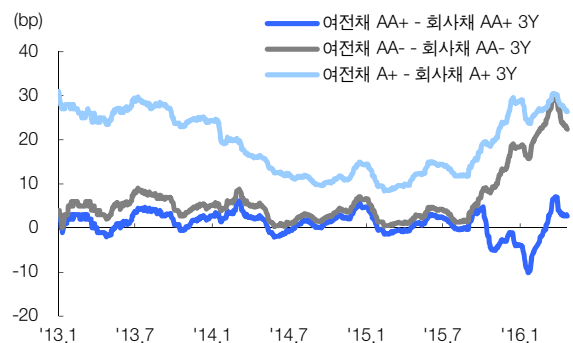
주: 3년물 기준

〈그림2〉 회사채 스프레드 축소세 지속



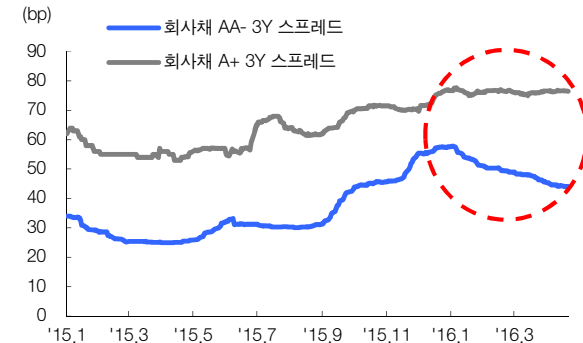
자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림3〉 여전채와 회사채 간 스프레드 축소세 전환



자료: bondweb, HMC투자증권

〈그림4〉 우량회사채와 비우량회사채 간 간극 확대



자료: bondweb, HMC투자증권

4. 신용등급 변동

〈표4〉 4월 셋째 주 신용등급 변동

구분	기업	변경일자	직전등급	현재등급	신용평가사	근거
등급상향	한화손해보험	2016-04-18	A/S	A+/S	한기평	보험포트폴리오의 질적 개선 및 수익성 및 자산건전성의 큰 폭의 개선
전망하향	화신	2016-04-18	A-/S	A-/N	NICE신평	사업환경 저하 및 경쟁강도 심화에 따른 저조한 수익성 지속, 과중한 투자부담으로 인한 재무안정성 저하
watch 등재	팜한농	2016-04-21	BBB/P	BBB ↑	한기평	모회사인 LG화학이 3,000억원 규모의 유상증자 결의. LG화학의 직접적인 대규모 재무지원으로 재무안정성이 현저히 개선
			BBB/P	BBB ↑	한신평	
			BBB/P	BBB ↑	NICE신평	
	한진해운	2016-04-22	BB-/N	B- ↓	한기평	4월 25일 자율협약 신청. 한진그룹은 한진해운의 경영권 포기
			BB ↓	B- ↓	한신평	
			BB/N	B- ↓	NICE신평	

자료: 각 신평사, HMC투자증권

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 • 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.