

## STX팬오션 법정관리 신청의 파급영향

김기명 3276-6206  
kmkim@truefriend.com

권현주 3276-4542  
hyunjoo.kwon@truefriend.com

- STX팬오션 법정관리 신청으로 회사채 투자자 손실분담 불가피
- 자율협약 대상기업은 기존 자율협약 체제 지속할 듯
- 취약업종 신용경색 불가피하나, 웅진사태에 비해 시장에 미치는 영향은 제한적 예상

### 1. STX팬오션 법정관리 신청

#### 가. 법정관리 신청 및 산업은행 지원계획

STX 팬오션이 결국 법정관리를 신청하였다. 산업은행 인수가 예상되었던 STX 팬오션이 법정관리를 신청한 것은 해운시황 호황기에 맺은 장기용선계약 부담이 과중하여, 산업은행이 고가의 용선료를 지불하는 구조로는 회사 정상화를 확신하지 못했던 데 기인한 것으로 보인다.

STX 팬오션은 법정관리를 통해 용선료채권을 출자전환 등의 방식으로 상환부담을 경감시키고 계약중단 등을 통해 재무부담을 크게 덜어내어 정상화를 모색할 것으로 예상된다.

2011 년 법정관리를 신청한 대한해운은 법정관리 진행과정에서 운송계약 파기 등으로 사업이 대폭 위축되어 감면받은 채무조차 상황이 어려운 실정이다(그 결과 회생채권자에 대한 출자전환비율이 당초 63%에서 2013 년 90%로 변경되었다). 이런 점을 고려할 때 STX 팬오션도 법정관리 개시후 사업위축이 불가피할 것으로 예상되고, 결과적으로 기업가치는 크게 훼손될 가능성이 있다. 즉 법정관리 신청 및 출자전환을 통한 회사 정상화 시나리오는, 법정관리를 통해 장기용선계약부담은 덜어낼 수 있으나, 사업측면에서 법정관리 신청에 따른 타격이 불가피해 출자전환주식의 매각을 통한 채권회수규모는 큰 기대를 하기 어려울 가능성이 있다.

STX 그룹 구조조정에 있어 STX 팬오션 매각을 통한 채권회수도 중요한 축을 이루고 있다는 점에서, STX 팬오션 법정관리 신청은 그룹 구조조정작업에 차질이 불가피하게 되는 것을 의미한다.

이와 관련하여 산업은행은 STX 팬오션에 대해 법정관리 이후에도 정상화를 위한 지원을 계속하겠다는 입장을 밝히고, 여타 4 개 STX 계열사(STX, STX 조선해양, STX 중공업, STX 엔진)들의 자율협약도 차질없이 진행되도록 STX 팬오션의 법정관리에 따른 영향을 감안하여 자금지원을 할 수 있다는 뜻을 밝혔다. 따라서 STX 팬오션 법정관리 신청에 따라 발생할 수 있는 추가적 지원부담에 대해 채권단의 합의가 도출된다면, STX 팬오션 법정관리 신청의 부정적 영향을 최소화하면서 STX 그룹의 구조조정작업이 진행될 수 있을 것으로 본다.

#### 나. 회사채 투자자 손실분담

일반적으로 해운사의 경우 리스와 같은 담보차입비중이 커서 법정관리에 들어갈 경우 무담보 채권자인 회사채 투자자의 경우 손실분담이 구조적으로 클 수 밖에 없고, 특히 최근 추세와 같이 선가가 하락한 상황에서는 손실분담이 더욱 커질 가능성이 있는 것으로 볼 수 있다. 동일한 벌크선사이고 장기용선부담이 과중했던 대한해운 사례(회생채권자 출자전환비율 90%)를 고려하면, STX 팬오션 회사채 투자자의 경우에도 손실분담액이 매우 높을 가능성이 있다.

단 산업은행이 지원의사를 밝힌 점을 고려하면 STX 팬오션 회사채 투자자의 손실분담비율은 대한해운 수준으로까지 확대되지는 않을 것으로 보인다. 정보제약으로 출자전환비율이 어느 정도일지 추정하는 것은 불가능하나, 대략 출자전환비율이 50% 정도일 것으로 시장은 예상하고 있다.

〈표 1〉STX팬오션 차입금 구성

(단위: 백만원)

분류	금액
유동 항목 소계	1,628,853
단기차입금	350,803
유동성 장기차입금	266,544
유동성 사채	718,590
유동성 금융리스부채	292,916
비유동 항목 소계	2,637,449
장기차입금	182,390
사채, 전환사채, 신주인수권부사채	352,302
금융리스부채	2,102,757
합계	4,266,302

자료: 분기보고서, 한국투자증권

〈표 2〉STX팬오션 회사채 현황

(단위: 백만원)

회차	발행일	만기일	장부금액
제7회 해외전환사채*	2009-11-20	2014-11-20	6,694
제9회 무보증 사채	2010-10-27	2013-10-27	199,796
제10회 무보증 사채	2011-02-25	2014-02-25	199,648
제11회 무보증 사채	2011-08-25	2014-08-25	149,647
제12회신주인수권부사채**	2012-03-02	2015-03-02	219,426
제13회 무보증 사채	2012-04-25	2015-04-25	96,387
제14회 무보증 사채	2012-07-24	2014-01-24	99,720
제15회 무보증 사채	2013-03-11	2014-09-11	99,574
합 계			1,070,892

자료: 분기보고서, 한국투자증권

\* 전환기간: 2010년 11월 20일 ~ 2014년 11월 13일

\*\* 권리행사기간: 2012년 4월 2일 ~ 2015년 2월 2일, 행사가격: 주당 6,980원, 조기상환청구권의 행사가능일: 2014년 3월 2일, 9월 2일

〈표 3〉대한해운 현황

(단위: 억원)

연도	2010	2011	2012	2013.3
총자산	27,839	16,619	14,194	14,156
현금성자산	1,434	415	835	513
부채	22,827	16,179	15,904	11,342
총차입금	20,757	11,210	10,034	9,890
순차입금	19,322	10,795	9,200	9,376
매출액	21,614	7,572	5,956	1,304
영업이익	(1,386)	(1,409)	(1,096)	277
EBITDA	(286)	(540)	(290)	488
금융비용	1,208	1,244	1,303	402
당기순이익	(3,286)	(11,715)	(2,504)	4,332
운전자금증가	(537)	(1,957)	(1,051)	354
OCF	(331)	(166)	(277)	(348)
CAPEX	331	203	213	0
FCF	(662)	(369)	(490)	(348)

자료: 감사보고서 및 분기보고서, 한국투자증권

## 2. 자율협약 대상 기업(STX, STX조선해양, STX중공업, STX엔진)에 대한 파급영향

STX 조선해양이 STX 팬오션으로부터 발주받은 물량은 전체 수주잔액의 10%선에 그치고 있는 것으로 알려지고 있다. STX 팬오션 법정관리신청이 STX 그룹내 자율협약대상기업의 사업에 부정적 영향을 주는 것은 불가피하겠지만, 언론 등에서 우려하는 것처럼 발주 차질로 자율협약 대상 기업의 사업 정상화가 심각한 차질을 빚는 상황은 오지 않을 것으로 판단된다.

따라서 4 개 자율협약대상기업은 STX 팬오션 법정관리 신청과는 무관하게 자율협약체제가 계속 유지될 것으로 예상된다. 산업은행이 지원의지를 밝혔고, 추가적으로 조선업종에 내재한 RG와 관련한 특성 또한 있기 때문이다.

즉 일반적으로 채권은행의 입장에서는 부실 조선업체의 구조조정방식 채택에 있어 워크아웃이나 법정관리를 선택하기 어려운 측면이 있다. 일반적으로 조선업체가 워크아웃이나 법정관리에 들어가면 RG보증을 선 금융기관이 환급보증을 이행해야 되기 때문에 금융기관의 피해가 막대하여, 자율협약 수준의 구조조정 방식을 채택하게 된다. 성동조선이나 SPP조선이 모두 자율협약 상태에서 구조조정작업을 진행하는 것은 이 때문이다.

따라서 STX그룹내 조선관련 계열사의 구조조정방식도 채권금융기관에 더 큰 부담이 되지 않는다면 기본적으로는 자율협약을 고수해 나갈 가능성이 크다. STX조선해양 등에 대한 RG보증액은 3조 8,023억원인 반면 4개 자율협약 회사(STX, STX조선해양, STX중공업, STX엔진)의 회사채 잔액은 2조 5,805억원으로, 단순히 생각해서 향후 회사채 상환을 위한 자금을 전액 지원해준다 해도 채권은행단의 피해는 RG환급이행규모보다 작다(단, 채권은행별로는 RG보증규모에 따라 이해관계에 차이가 있을 수 있으며, 채권은행단의 불협화음은 이에 기인한 것으로 보인다. 단 채권은행단 전체로는 자율협약 고수가 더 유리한 것이 사실이다).

STX그룹에 대한 채권은행단의 입장은 자율협약을 진행하고 필요시 신규자금도 지원해 주면서 조선관련 핵심기업(STX조선해양, STX중공업 등)을 제외한 나머지 계열사를 전부 매각하는 그룹 해체 수준의 구조조정을 단행하여 채권은행의 피해규모를 최소화하는 방식을 선호할 것으로 판단된다.

단 STX그룹의 경우 이러한 방식 진행에 있어 한가지 걸림돌이 있는 것으로 판단한다. STX대련이 중국은행에서 빌린 차입금규모가 1조 5천억원에 달하는 것으로 알려지고 있는데, 이러한 차입금에 대하여 STX, STX조선해양, STX중공업, STX엔진 등이 연대보증을 서고 있다. 현재 STX대련은 건조물량이 줄어 가동률이 크게 떨어져 있는 가운데 중국 공기업에 매각을 추진중인데, 매각이 성사되지 않을 경우 중국은행 차입금에 대해 연대보증을 선 4개 회사(STX, STX조선해양, STX중공업, STX엔진)가 차입금 만기 도래시 대지급을 해야 되는 상황에 봉착할 가능성이 매우 높다.

따라서 STX대련 매각이 실패하면 결과적으로 채권은행이 부담해야 되는 자금지원규모는 회사채 상환액 2조 5,805억원에 STX대련 지급보증액 1조 5천억원을 더한 4조 8백억원에 달한다. 이 경우 RG보증액을 상회하는 규모이고 사업이 부진한 STX계열사에 대한 영업자금 지원액이 추가로 발생할 가능성도 있음을 고려하면 자율협약을 고수할 유인이 상실된다. 차라리 법정관리를 선택하는 것이 채권은행의 피해를 줄이는 방법이 될 것으로 본다.

따라서 자율협약 지속 및 신규자금지원 지속 가능성에 대한 트리거는 STX대련의 매각 성사 여부가 될 것이고, STX대련 매각이 성사되면 매각을 통해 유입될 수 있는 금액이 0인 경우에도 자율협약체제는 지속될 것으로 판단한다.

단 전체적인 STX 그룹 구조조정계획상 중요 채권회수방법인 STX 팬오션 매각을 통한 자금 유입이 STX 팬오션 법정관리 신청으로 일정수준 차질을 빚는 것이 불가피하여 향후 자율협약 대상 채권단의 이해관계 조정과정이 험난하게 진행될 가능성이 있는 것으로 판단되며, 특히 (주)STX의 경우 이해관계 조정과정이 상당히 힘들 것으로 예상된다.

〈표 4〉 STX그룹 RG 규모

기업	금액	단위	원화환산금액(억원) *1
STX 조선해양	2,559,606	천 USD	28,647
	8,570	천 EUR	127
	3,930	억원	3,930
소계			32,704
STX 중공업	475,280	천 USD	5,319
합계			38,023

\*1 원화환산금액은 2013년 6월 7일 매매기준 환율을 적용  
자료: 한국투자증권

〈표 5〉 자율협약 4개사 회사채 현황

(단위: 억원)

만기	STX	STX 조선해양	STX 중공업	STX 엔진
2013.2Q	3,000	5,700		
2013.3Q	800			
2013.4Q	2,700			2,000
2014	947	2,000	700	4,500
2015	908	1,450	100	1,000
합계	8,355	9,150	800	7,500
총계				25,805

자료: 본드웹, 한국투자증권

〈표 6〉 STX그룹의 STX대련 지급보증 규모

(단위: 천원)

기업	내역	담보제공자			
		STX	STX 조선해양	STX 엔진	STX 중공업
STX 중공(무순)유한공사	차입금지급보증	24,454,520			
		28,454,000			
	선수금환급보증	2,188,800			
	기타지급보증	10,744,320			
STX(대련)중공유한공사	현지금융지급보증		118,142,752		64,913,600
STX(대련)해양중공유한공사	현지금융지급보증		218,880,000		
STX(대련)조선유한공사	선수금환급보증		247,964,356		
	현지금융지급보증		60,436,800		69,025,541
STX(대련)엔진유한공사	현지금융지급보증		159,804,288	317,376,000	
KTE 전기(대련)유한공사	현지금융지급보증			3,245,680	
STX(대련)중형장비유한공사	현지금융지급보증				102,144,000
	기타지급보증				1,777,290
합계		65,946,500	805,228,196	320,621,680	237,860,430
총계					1,429,552,346

주1. 외화금액을 2013년 6월 7일 매매기준 환율을 적용하여 환산한 금액임  
자료: 각사 감사보고서, 한국투자증권

〈표 7〉 STX주요 계열사 현황

(단위: 억원)

	STX		STX 조선해양		STX 중공업		STX 팬오션		STX 엔진		STX에너지	
연도	2012	2013.3	2012	2013.3	2012	2013.3	2012	2013.3	2012	2013.3	2012	2013.3
총자산	32,269	24,097	59,592	55,525	10,422	25,469	66,526	68,773	20,277	18,011	13,789	13,674
현금성자산	972	1,422	514	169	157	394	1,606	762	338	0	2,938	2,363
부채	21,033	20,524	48,439	49,154	6,792	19,174	47,873	50,079	13,039	12,434	8,658	8,829
총차입금	17,686	18,300	24,495	22,814	4,522	7,166	40,970	42,663	7,108	7,356	8,658	6,583
순차입금	16,714	16,878	23,981	22,645	4,365	6,772	39,365	41,901	6,770	7,355	3,642	4,220
매출액	41,168	7,697	33,993	6,697	8,887	2,498	49,195	10,602	10,750	1,697	11,725	3,142
영업이익	177	91	(4,002)	(1,298)	332	(233)	(1,964)	(800)	422	(72)	902	251
EBITDA	228	102	(3,534)	(1,184)	535	(233)	(264)	(301)	616	(24)	1,067	295
금융비용	925	865	1,336	1,835	336	576	1,814	388	415	195	293	92
당기순이익	(239)	(7,599)	(6,316)	(4,800)	24	1,863	(4,566)	(649)	(586)	(1,669)	557	(152)
운전자금증가	(1,150)	(366)	(1,328)	1,125	(51)	281	362	(514)	1,495	149	115	(72)
OCF	722	490	(2,791)	45	318	(831)	(1,537)	(83)	(946)	(156)	669	384
CAPEX	12	0	1,239	263	294	36	2,920	263	70	5	551	53
FCF	564	490	(4,187)	(357)	(10)	(867)	(4,621)	(346)	(1,087)	(161)	29	331

자료: 각사 감사보고서, 한국투자증권

### 3. 크레딧채권시장에 미치는 파급영향

애초 STX 그룹 구조조정방식은 시장에 충격을 최소화하는 방식으로 진행되는 것으로 이해되었고, 최근에는 대성산업에 대한 지원도 보다 강력하게 이루어져 올해에는 재무구조 취약기업과 관련한 크레딧 이벤트가 발생하지 않을 것이라는 예상이 강하였다. 그러나 STX 팬오션의 법정관리 신청은 이러한 예상을 뒤집는 것이어서, 업황 침체로 사업이 부진한 업종군에 속한 재무구조 취약기업의 시장자금조달은 상당히 어려워질 것으로 판단된다.

특히 해운업의 경우 대한해운이 법정관리에 들어가면서 회사채 투자자의 손실분담율이 결과적으로 90%에 달한 점을 고려하면 해운업종 회사채 기피현상은 상당할 것으로 판단된다.

그러나 최상위권 해운사의 경우 국가기간산업으로서의 중요성이 존재해 금융당국이 회사채 신속인수제도 부활을 검토중으로 알려진 것처럼, 시장자금조달이 위축되는 만큼 이에 비례한 공적 지원이 확대될 가능성이 존재한다. 신용경색은 불가피하겠지만 공적기능에 의존한 상환능력은 유지될 가능성이 있는 것이다.

한편 STX 팬오션 법정관리 신청은 작년 웅진사태에 비해서는 상대적으로 크레딧채권시장 전반에 미치는 영향은 작을 것으로 판단한다. 웅진의 경우 웅진코웨이 매각을 통해 재무구조를 개선하고 나면 나머지 사업을 영위해 나가는데 큰 문제는 없을 것으로 시장이 판단한 상황에서, 전혀 예상치 못한 법정관리를 신청하면서 시장에 미치는 악영향이 상당히 컸었다. 그 결과 업종과 사업 및 재무구조를 불문하고 A 등급 회사채와 취약업종 회사채 전반의 신용경색 상황을 야기하였다.

그러나 STX 팬오션의 경우 경영상황이 안 좋은 점을 이미 시장이 인지하고 있었기 때문에 웅진사태와 같은 충격은 없을 것으로 판단된다. 즉 최근 회사채 수요예측이 호조를 보이고 있는 A 등급 회사채에 대해서 무차별적인 기피현상이 나타나지는 않을 것으로 본다. 업황이 안정적인 업종에 속한 A 등급 기업은 일시적인 신용경색현상이 나타날 가능성은 있지만, 결과적으로 시장 자금조달이 순조롭게 진행될 것으로 예상하는 것이다.

단 앞서 언급한 바와 같이 업황이 부진한 업종에 속한 기업의 경우 STX 팬오션 법정관리 신청의 영향권하에 있을 수 밖에 없어 시장 자금조달에 상당한 악영향을 받을 것으로 예상된다.