

“채권단은 사채업자인가”...HMM 재매각 위협하는 주식전환

[위클리 M&A]

채권단, 조기상환 대신 주식전환 유력
전환시 채권단 지분 71.7%까지 늘어
주주가치 희석·인수자 부담 증가 불가피
“미전환이 오히려 배임” 옹호론도 상존

• 등록 2024-04-27 오전 8:30:00

수정 2024-04-27 오전 8:30:00

허지은 기자

[이데일리 마켓 in 허지은 기자] HMM(011200)이 매각 불발의 핵심으로 지목된 잔여 **영구채**의 조기 상환에 나선다. 하지만 채권단인 산업은행과 해양진흥공사는 원리금 상환 대신 해당 몫의 주식으로 전환할 가능성이 크다. **남은 영구채를 모두 주식으로 전환할 경우 지분 가치 희석은 불가피하고, 향후 재매각 시 인수자의 부담도 늘어날 수밖에 없다.** 소액주주들이 HMM의 보유 현금에 충분한데도 채권단이 상환을 막고 있다고 토로하는 이유다.



(사진=HMM)

◇ 1 조 6800 억원 규모 잔여 영구채 주식전환 유력

27 일 금융감독원 전자공시시스템에 따르면 HMM 은 1000 억원 규모 제 194 회 무기명식 이권부 무보증 영구전환사채(CB)에 대해 중도 상환 청구권을 행사한다고 공시했다. 상환 예정일은 오는 5 월 24 일이다. 해당 CB 의 만기일은 2049 년 5 월 24 일이지만, 5 월 23 일부터 표면 이자율이 연 3%에서 6%로 올라갈 예정이기에 조기 상환을 결정한 것이다.

산업은행과 해양진흥공사는 조기 상환을 허락하는 대신 주식으로 전환할 가능성이 크다. 산은과 해진공은 지난해 10 월에도 HMM 이 1 조원 규모 CB 와 신주인수권부사채(BW)의 조기 상환을 예고하자 이를 모두 주식 전환한 바 있다. 이번 CB 의 주식전환가액은 5000 원으로, 주식 전환 시 HMM 주식은 2000 만주 늘어난다. 현재 발행주식 수(6 억 8900 만주)의 2.9% 수준이다.

잔여 영구채도 적지 않다. HMM 은 195 회(5 월), 196 회(10 월), 197 회(2025 년 3 월)에도 중도 상환 청구권 행사 시점이 도래한다. 약 1 조 5800 억원 규모다. 산은과 해진공이 해당 CB 를 모두 주식으로 전환하면 현재 57.88%인 지분율은 71.7%까지 늘어나게 된다.

◇ 커지는 지분율...인수자 부담으로 이어져

문제는 늘어난 지분율이 HMM 재매각의 걸림돌로 작용할 수 있다는 점이다. 앞서 하림-JKL 파트너스 컨소시엄은 채권단 지분 57.88%에 대한 인수가격으로 6 조 4000 억원을 제시했는데, 주식 전환 시 인수해야 하는 지분이 더 늘어나는 탓이다. 실제 지난 매각 과정에서 하림 측의 영구채 주식 전환을 유예해달라는 주장을 채권단이 거부하면서 딜이 어그러지기도 했다.

소액주주 입장에서도 채권단의 주식 전환은 달갑지 않은 소식이다. 영구채를 주식으로 전환하면 주식 수가 크게 늘어나면서 지분 가치 희석이 불가피해서다. 특히 HMM 의 보유 현금이 풍부하다는 점에서 현금 상환이 불가능한 상황도 아니다. 일부 소액주주들은 주식 전환을 고집하는 채권단에 대해 "고리대금업자와 다를 것이 없다"고 목소리를 높이고 있다.

◇ 실적 개선에도...업황 불안감 여전

채권단의 속사정도 복잡하다. 채권단은 잔여 영구채를 현 주가의 3분의 1 가격에 주식으로 전환할 수 있다. 이런 상황에서 주식 전환을 하지 않는다면 이익 기회를 스스로 날리게 돼 업무상 배임에 해당한다. 이동걸 전 산은 회장도 "HMM CB의 주식 전환은 당연히 해야하는 것이다. 국민의 세금으로 돈을 벌 기회가 있는데 안 하는 것은 배임"이라고 밝힌 바 있다.

졸속 매각을 우려한 채권단 입장에선 HMM의 몸집을 더 키워서 경쟁력을 높이겠다는 의도로도 해석될 수 있다. 앞서 HMM은 2030 중장기 전략을 통해 컨테이너선 선복량 규모를 2030년 150만 TEU로 확대하고, 벌크선 비중도 확대하겠다고 밝힌 바 있다.

명지운 신한투자증권 연구원은 "수에즈 운하 우회 이슈로 SCFI가 2000포인트를 넘어서며 올해 실적은 밝아졌다"면서도 "그 뒤에 대한 불안감은 여전하다. 올해 선복량의 10%에 달하는 신조선이 인도되며 공급 과잉이 우려된다. 2025년 하팍로이드의 연맹 탈퇴에 대한 대응 방안도 지켜볼 필요가 있다"고 설명했다.

© 종합 경제정보 미디어 이데일리 - 상업적 무단전재 & 재배포 금지

기사 요약

HMM이 잔여 영구채의 조기 상환을 결정했다. 남은 영구채를 모두 주식으로 전환할 경우 주가 희석이 불가피하고, 향후 재매각 시 인수자의 부담이 늘어나기 때문이다. 하지만, 채권단인 산업은행과 해양진흥공사는 주식으로의 전환을 고려하고 있다. 고객들의 비판을 피하기 위해서는 영구채를 상환 받고 주식으로 전환하지 않을 수 있다. 하지만 보유하고 있는 영구채를 현 주가의 1/3 수준에 전환할 수 있는데 그러지 않는 것은 현저한 이익의 기회를 걷어차는 것이기에 업무상 배임에 해당하기 때문에 어쩔 수 없는 현실이다.

이러한 상황 속에서도 HMM은 경쟁력을 높이기 위해 선박 선복량을 확대하고, 컨테이너선에 의존하지 않고 벌크선 비중도 확대하고자 한다. 다만, 선박의 공급 과잉 및 해운 동맹 기업의 가입/탈퇴 여부 등 여러 불안감이 존재한다.

영구채

1. 정의
 - A. 기업이 외부에서 자금을 차입한 뒤, 이자만 **영구히** 내면 되는 채권
2. 특징
 - A. 만기가 **아예 존재하지 않거나**, 만기가 길고 **무한정 만기를 연장**할 수 있음
 - i. But 국내의 경우 보통 발행 후 5년 뒤에 **콜옵션**을 행사해 채권을 상환
 - B. **이자율 상향 조정(Step-up)** 조항
 - i. 발행 이후 5년 내 금리를 올려주는 **스텝업(Step-up)** 조항 有
 - 기업들은 금리 리스크 회피를 위해 통상 이 시점에 **콜옵션** 행사
 - e.g.) HMM, 1000억 원 규모 영구채 5/23 이후 연 3%였던 표면이자율이 연 6%로 상승 예정 -> 콜옵션 행사 결정
3. 이슈
 - A. **자본 맞음?**
 - i. 국내 기업 대부분은 영구채 발행 과정에서 **콜옵션**을 붙여 발행
 1. 발행 기업은 5년 뒤 콜옵션을 행사해 채권을 상환하는 것이 관례
 - ii. 흥미로운 흥국생명 사례([링크](#))
 1. 2017년 11월 5억 달러 규모 영구채에 콜옵션 상환 조건을 포함해 발행
 2. 2022년, 콜옵션 행사 포기 & 스텝업 조항에 따라 이자율 높여 지급 예정
 - A. $4.34\%(\text{기준}) + 2.472\%(\text{당시 5년 만기 미국 국채수익률}) = 6.8\%$
 - B. 2022년 고금리 시대 ... 금리 10% 내외로도 자금 조달이 어려웠음
 3. 자본시장, 흥국시장이 (5년 뒤 콜옵션 행사하는) 관행 깬다며 비판
 4. 흥국생명, 결국 대내외 평가에 못이겨 콜옵션 행사

영구 CB

1. 특징
 - A. 영구채의 장점 보유
 - i. 영구채 발행으로 발행기업의 자본 증가 -> 부채비율 개선
 - ii. 이자지급은 회계적으로 배당금의 지급 -> ROA 상승
 - iii. 법적으로는 부채 -> 이자비용이 법인세상 손금에 해당 -> 과세소득 감소 -> 법인세비용 절감
 - B. (영구채와는 달리) 투자자의 전환권 행사로 인해 기존주주의 지분을 희석효과 발생
 - i. 보유자 ... 이자수익 + 주가 상승 시 주식 전환을 통한 차익 실현 가능
 - ii. 발행자 ... 투자자에게 유리한 주식 전환권 부여 -> 낮은 금리조건 가능
 - 영구채와 마찬가지로 발행자 콜옵션 有 but 주가 상승 시 보유자가 전환권 행사 -> 미래 유동성 문제 발생 가능성 경감

영구 BW

1. BW의 특징
 - A. 사채에 전환권 대신 신주인수권이 부가되어 있음
2. 영구 BW의 특징
 - A. 일반 BW와 유사함
 - B. 영구 CB와 마찬가지로 영구채에 포함되는 4가지 전형적 계약조건 존재
 - C. 일반 BW와 마찬가지로 신주인수권 행사 시에도 사채권 존속
 - i. 발행자 ... 콜옵션 행사 않는 한 원리금 지급 의무 소멸 X

➔ 이러한 특징으로 영구 CB가 더 많이 발행됨

	영구CB	영구BW	영구EB
발행회사	HMM	HMM	한국가스공사
발행일	2017.03.09	2018.10.25	2014.08.22
만기일	2047.03.08	2048.10.25	2044.08.22
발행금액	6,000억원	6,000억원	3,086억원
발행금리	표면이자율 3.0%	표면이자율 3.0%	표면이자율 1.8%
만기연장 옵션	발행회사는 본 사채의 만기를 30년간 연장할 수 있으며, 그 횟수에는 제한이 없음	발행회사는 본 사채의 만기를 30년간 연장할 수 있으며, 그 횟수에는 제한이 없음	발행회사는 본 사채의 만기를 계속해서 연장할 수 있음
이자지급 연기옵션	이자지급정지 횟수 제한 없음 미지급이자는 누적됨	이자지급정지 횟수 제한 없음 미지급이자는 누적됨	이자지급정지 횟수 제한 없음 미지급이자는 누적됨
이자율 상향조건	발행일로부터 5년 이후 아래의 상향조정이율 적용 *상향조정이율 = 3.0%(발행금리)+3.0%(가산금리)	발행일로부터 5년 이후 아래의 상향조정이율 적용 *상향조정이율 = 3.0%(발행금리)+1.0(6년차)% +7년차 이후 매년 0.25% 누적가산 단, 10.% 초과금지	발행일로부터 5년 이후 아래의 상향조정이율 적용 *상향조정이율 = 1.8%(발행금리)+한국가스공사 5년 만기 무보증회사채 금리 단, 금리는 매 5년마다 재산정
발행자 조기상환권 청구기간	발행일로부터 1년이 경과한 날 및 그 이후 매 이자지급기일	발행일로부터 5년이 경과한 날 및 그 이후 매 1년이 되는 날	발행일로부터 5년이 경과한 날 이후 각 이자지급기일
행사가액	7,498원/주	5,000원/주	66,000원/주
행사가액 조정	(i)단순가액조정 (ii)희석화방지조정	(i)단순가액조정 (ii)희석화방지조정	(i)단순가액조정 (ii)희석화방지조정
권리청구 기간	발행일로부터 1년이 경과한 날부터 만기 8일전	발행일로부터 1년이 경과한 날부터 만기 30일전	발행일로부터 1년이 경과한 날부터 만기 30일전

출처: HMM의 사업보고서 및 주요사항보고서(전환사채발행결정),(신주인수권부사채발행결정), 한국가스공사의 주요사항보고서(교환사채발행결정)
* 영구채에 포함되는 4가지 전형적인 계약조건을 음영처리

HMM Timeline

1. 영구전환사채를 통한 자본확충(2017-2020)

<Table 3> HMM이 2016년에서 2020년 사이에 발행한 주식관련사채

구 분	일반CB	영구CB	영구BW
발행회차	189회, 190회, 199회	191-192회, 194-197회	193회
발행금액	7,400억원	2조 6,800억원	6,000억원
투자자	산업은행 등	산업은행, 해진공	산업은행, 해진공
발행기간	3년 또는 5년	30년, 연장가능	30년, 연장가능

출처: HMM의 2016-2020 사업보고서

- A. 2017년 3월, 산업은행 등 채권단 ... **유상증자 + 영구 CB** 방식을 통한 자금지원 -> 영구 CB ... 약 1,043억 원 수준
- B. 2017년 12월, 일반공모 방식으로 6,000억 원 규모 **유상증자** 실시
- C. 그럼에도 불구하고 누적된 결손금 등으로 인해 부채비율 2.5배 이상 증가
- D. 2018년 10월, 영구 CB 4,000억 원 + 영구 BW 6,000억 원 발행(산은+해진공 반씩)
- E. 2018년 12월, 사모투자 합자회사로부터 100억 원 유상증자 실시(제3자배정)
- F. 여전히 영업적자

2. 전환권 행사 관련 갈등(2021)

- A. COVID-19 팬데믹 상황에서 글로벌 컨테이너 해운시장의 유례없는 호황에 따라 엄청난 상승을 기록한 HMM 주가
- B. 2020년 HMM 영업이익 9,808억 원으로 흑자전환
- C. 2021년 1분기 영업이익이 1조 192억 원으로 급속히 개선
- D. 2021년 3월, 발행된 지 4개월도 안 된 199회차 일반 CB 전환권 행사
 - i. 신규주식이 발행됐음에도 조정을 거친 후 지속적 주가 상승
- E. 주가 급상승하는 가운데 산업은행이 보유한 190회차 일반 CB 전환권 행사
 - i. 최고가 50,600원이었던 주가가 6월말 43,900원으로 급락
- F. 이후 스텝업 시점이 다가오는 해진공이 보유한 191회차 영구 CB 이목 집중
 - i. HMM, 2021년 10월 22일 191회차 영구 CB **클옵션** 행사 공시
 - ii. 해진공, 4일 뒤(10/26) 영구 CB 전환권 행사
 - iii. 10/27 주가 최대 12% 급락(10/26 종가 29,400원 -> 10/27 최저 26,000원)

3. 1조 5800억 원 규모의 영구 CB 여전히 잔존(최근)

- A. 올해 하반기까지 미상환 잔액 8,600억 원 + 내년 상반기까지 7,200억 원
- B. 산은 + 해진공이 해당 CB 모두 주식 전환 시 지분율 71.7%까지 상승
- C. 주가 희석 효과 발생 가능성 여전히 존재

유사한 사례

1. 아시아나항공
 - A. 산은 & 수은 ... 아시아나항공 상대 자금 지원 by 영구 CB
 - B. 아시아나항공도 HMM 과 마찬가지로 5년 뒤 콜옵션 행사
 - C. But HMM 케이스와 달리 산은 & 수은 전환권 행사 X & 콜옵션 행사 수용
 - i. By 전환권 행사, 72억 원 상당의 전환이익 예상
 - Why 전환권 행사 X?