

인프라 자문 서비스의 이해

일상으로의 탈출, 해외로의 즐거운 휴가를 꿈꾸고 있는가? 해외여행을 위해 인천국제공항으로 가기 위해서는 인천공항고속도로, 인천대교, 인천공항철도 중 하나를 꼭 이용해야 할 것이다.

각 도로의 통행료는 인천공항고속도로 7,600원(1종 기준), 인천대교 6,000원(소형 기준), 인천공항철도 8,000원(직통 기준)이다. 이 금액들은 어떻게 산정되었는가? 이 금액이 회계법인과 매우 밀접한 관계가 있다면 어떤 관계가 있을까?

인프라 자문 서비스는 인프라 사업의 태동부터 소멸까지 재무와 관련된 모든 업무를 수행한다.



김용훈 전무

FA RE Infra

02-6676-2230

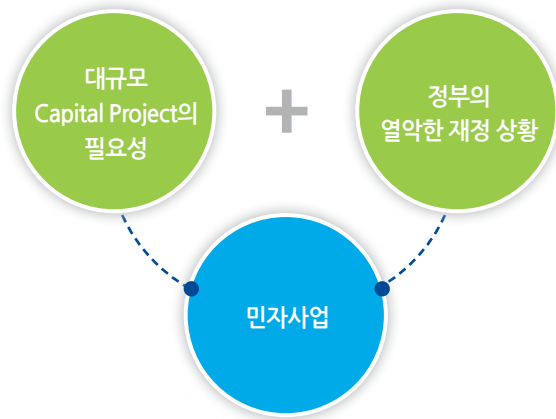
yokim@deloitte.com



인프라 사업의 진행과 회계법인의 역할

1. 인프라 사업(민자사업)의 시작

1990년대 중반 정부는 2001년 초 인천국제공항 개항을 준비하고 있었다. 인천국제공항을 대한민국의 성공적 국제공항으로 성장시키기 위해서는 수도 서울과의 접근성 확보가 필수적이었다. 그러나 당시 정부는 서울~인천국제공항 고속도로 건설에 필요한 자금을 충분히 확보할 수 없는 상황이었다. 진퇴양난의 상황에서 정부는 민간자본에 손을 내밀었고, 대한민국 최초의 민자고속도로인 인천공항고속도로가 만들어졌다.



2. 사업 타당성 검토 및 사업계획서 작성

삼성물산 컨소시엄은 아래의 과정을 거쳐 인천공항고속도로의 최초 주인이 되었다. 정부는 민간사업자를 모으기 위해 사업의 기본적인 조건을 적은 사업제안요청서(Request For Proposal, RFP)를 고시하게 된다. 고시된 RFP에 따라 민간사업자는 기술 검토, 법률 검토, 회계 검토 등을 수행해 관련 내용을 사업계획서 형태로 제출한다.

이때, 일반적으로 건설사가 민간사업자 컨소시엄을 주도한다. 정부는 민간사업자가 제출한 사업계획서를 평가한 후 우선협상대상자를 지정하고 협상을 진행하게 된다. 협상 과정에서는 제시된 사업계획서를 바탕으로 총사업비, 운영비 등을 결정하며 예측 수요 및 민간사업자의 요구수익률 등을 반영해 사용자(통행료)를 결정하게 된다.



위 과정에서 회계법인은 매우 중요한 역할을 담당한다. 민간사업자가 정부고시 RFP에 따라 사업계획서를 작성하기 위해서는 사업 타당성 검토를 실시해야 한다. 사업 타당성 검토는

운영 기간의 이익을 통해 투자비를 회수하고 일정 이윤을 창출할 수 있는지를 판단하는 과정이다. 이 과정에서 회계법인은 투자, 자원 조달, 운영 등의 모든 사항을 반영한 재무모델을 설계하고, 설계된 재무모델을 바탕으로 사업계획서를 작성하게 된다.

회계법인의 자문을 바탕으로 작성된 재무모델, 사업계획서는 향후 협상 과정을 통해 실시협약에 반영되며, 실시협약은 사업 종료 시까지 사업을 지배하는 바이블이 된다.

인천공항고속도로의 최초 주인인 삼성물산 컨소시엄은 A회계법인, B법무법인, C은행(금융자문사) 및 D엔지니어링사 등의 도움을 받아 사업계획서를 작성, 제출했으며 우선협상대상자로 선정되었다. 그 후 정부와의 협상 과정을 거쳐 1995년 10월 실시협약이 체결되었고, 인천공항고속도로를 건설하게 된 것이다.

3. 프로젝트 자원 조달 및 금융 자문

사업자로 선정된 민간사업자는 사업을 위한 자금 차입을 진행하게 된다. 통상적으로 사업계획서 작성을 위해 도움을 주었던 금융자문사가 자금을 제공하는 금융기관의 역할을 하게 되며, 과거의 사업 파트너가 사업의 거래 상대방이 된다.



회계법인은 이 과정에서도 중요한 역할을 담당한다. 프로젝트 자원 조달 단계에서는 기존 재무모델에 금융구조가 추가된 새로운 재무모델(이하 금융모델)이 필요하게 되는데, 회계법인은 민간사업자를 위해 금융모델을 작성해주고 금융기관과의 협상을 자문하는 역할을 담당한다. 이 과정에서 금리 수준 등의 금융 조건이 결정된다.

인천공항고속도로의 경우 C은행과 1995년 12월 금융약정을 체결하게 되었고, 이 과정에서 A회계법인은 재무모델 작성 등을 통해 삼성물산의 협상을 지원했다. 프로젝트 자원이 완료되어 인천공항고속도로는 2000년 12월 운영을 시작하게 되었고, 프로젝트의 진행 과정을 잘 알고 있는 A회계법인은 인천공항고속도로를 운영하는 특수목적법인(SPC)의 회계감사도 수행하게 되었다.

4. 지분 매각 및 자금 재조달

통상적으로 컨소시엄은 건설사가 주도하며, 프로젝트 운영 SPCC에 일정 수준의 지분을 투자하게 된다. 그러나 건설사가 프로젝트에 참여하는 주목적은 지분 투자를 통한 이윤 창출이 아니라, 건설공사 계약을 통한 이윤 창출이라 할 수 있다.

따라서 운영 과정에 접어든 프로젝트의 지분을 장기간 보유할 유인이 존재하지 않는다. 이에 따라 지분 매각을 시도하게 되고 이 과정에서 회계법인은 매각자문사 역할을 수행하게 된다. 추가적으로 지분 매각을 위한 주식가치 산정 등의 밸류에이션(Valuation) 작업도 수행하게 된다.

인천공항고속도로의 경우 삼성물산 지분은 C은행에 매각되었으며, 현대건설이 가지고 있던 인천공항철도 지분도 철도공사에 매각되었다.

또한 지난 1~2년 동안 지속적인 금리 하락으로 자금 재조달이 활발하게 이루어졌다. 금리가 낮아지자 상대적으로 높은 금리를 부담하고 있던 프로젝트의 리파이낸싱(Refinancing) 유인이 커지게 되었고, 이 과정에서 회계법인은 자금 재조달 자문을 다수 수행하게 되었다.

도로, 철도 등 대규모 민자 프로젝트의 지분 매각, 자금 재조달 과정에서는 과거 사업을 진행하기 위해 정부가 보장해주었던 일정 요건을 완화해야 하는 경우도 있다. 앞에서 언급한 인천공항고속도로와 인천공항철도의 경우 운영수입 보장이라는 제도를 통해 정부가 수입을 보장해주는 구조였지만, 지분 매각 시 출자자 변경을 승인해주는 조건으로 운영수입 보장 비율을 낮추게 되었다. 이러한 과정에서도 회계법인의 도움이 필요하다. 정부 측 부담을 낮추는 새로운 구조를 제시하는 협상 자문 역할뿐만 아니라, 사업자 측에서 구조 변경의 영향을 분석하는 자문사 역할도 수행하게 되는 것이다.



인프라 시장 최근 동향

최근 인프라 자문 서비스 시장의 가장 중요한 키워드는 ‘확장’이다. 국내 건설 회사의 해외 진출을 통한 서비스 영역의 지리적 확장, 인프라 자산의 특징을 가진 신규 투자 대상 발굴 등 관련 서비스 분야를 확장하고 있다.

1. 해외 프로젝트 자문의 증가

해외 프로젝트 자문이 증가하는 이유는 아래와 같이 두 가지로 대표될 수 있다.

- 국내 건설 회사의 해외 건설 프로젝트 증가
- 국내 금융기관의 해외 인프라 자산 투자 증가

1) 국내 건설 회사의 해외 건설 프로젝트 증가

과거 대한민국의 빠른 경제 성장을 위해서는 도로, 철도 등의 인프라 확충이 필수적이었다. 이에 도로 및 환경 분야의 대규모 토목 분야 민자사업이 활발하게 진행되었고, 이와 더불어 국내 건설 회사의 기술력, 규모 등도 크게 성장했다.

그러나 최근 관련 민자사업의 발주 감소로 인해 규모가 커진 국내 건설 회사는 경영에 어려움을 겪게 되었다. 이에 우수한 기술력과 다양한 경험을 바탕으로 동남아시아를 중심으로 한 해외 프로젝트에 진출하기 시작했다.

해외 프로젝트는 법, 제도 분석부터 현지 사정에 이르기까지 다양한 리스크 분석이 필수적이다. 이에 따라 방대한 해외 네트워크를 확보한 대형 회계법인의 협업 기회가 많아지고 있다. 추가적으로 해외 프로젝트에 대한 예비 사업성 분석, 본 사업성 검토 등의 자문 서비스도 증가하고 있는 추세이다.



2) 국내 금융기관의 해외 인프라 자산 투자 증가

인프라 시장은 정부(주무관청)와 민간의 협상을 통해 사업이 진행되고, 협상 과정에서 민간자본의 일정 수익률 확보를 보장하는 장치가 존재하는 경우가 많다. 이에 전 세계적 저금리 기조가 지속되면서 장기간 고정적인 현금흐름을 창출할 수 있는 인프라 시장의 관심이 높아지고 있다.

이러한 전 세계적 기조는 국내에 제한되었던 시장의 범위를 전 세계로 넓혔으며, 최근 인프라 자산에 대한 국제적 거래(Cross-border Deal)가 많아지고 있다. 방대한 해외 네트워크를 확보한 대형 회계법인은 현지 회계법인과 협업을 통해 인프라 자산의 지분 인수, 매각 등의 자문을 수행하고 있다.

2. 투자 대상으로서의 인프라 자산의 범위 확대

투자 대상으로서의 전통 인프라 자산은 도로, 철도 등과 같은 사회간접자본(SOC) 범주의 물리적 형태를 가지고 있다. 추가적으로 투자 대상 인프라 자산이 되기 위해서는 사업 수익성 확보가 필수적이다. 사업 수익성 확보를 위해서는 매출 규모와 단가 리스크 문제가 해소되어야 하며, 다음과 같은 요건이 필요하다.

 매출 규모(Volume) 측면	 매출 단가(Tariff) 측면
<ul style="list-style-type: none"> • 해당 사업의 시장 상황이 진입장벽이 높은 독점 혹은 준독점 상태일 것 • 수요 리스크가 제한적일 것 • 현금흐름의 예측 가능성이 높을 것 	<ul style="list-style-type: none"> • 물가수준이 반영된 매출 단가가 보장될 것

최근에는 인프라 자산의 범위가 위와 같은 요건을 확보하고 있는 타 대체투자 자산으로 확장되고 있다. 사업 수익성 확보를 위한 규모 및 단가 제약을 없애는 구조로 프로젝트를 개발해 관련 범위를 확대하고 있으며 대표적인 사례가 발전, 항공기, 물류 등이다.

이들 자산은 매출의 규모와 단가 측면에서 일정 수준의 리스크가 존재하기 때문에 전통적 인프라 자산과 완벽하게 동일하지는 않지만, 회계법인은 다양한 인프라 자산 자문 경험을 바탕으로 자문 서비스를 확장하고 있다. 다양한 신규 인프라 투자 대상 자산의 발굴은 저금리 기조와 함께 계속될 것이며, 관련 자문 서비스도 지속적인 확대가 예상된다.

시장과 함께 변화하는 딜로이트

딜로이트는 인프라 시장과 함께 변화를 주도하고 있다. 2013년 국내 인프라 사업의 전문성을 확보한 이지회계법인 인수를 통해 관련 분야의 전문 인력을 확보했으며, 최근 시장의 높은 관심을 받고 있는 항공기 투자에 특화된 팀과의 조직 합병을 통해 업무 범위를 확장하고 있다. 추가적으로 증가하는 해외 프로젝트를 위해 해외 전문 인력들을 총원했으며, 딜로이트 네트워크 또한 적극 활용하고 있다. 글로벌 딜로이트는 인프라 시장의 국제적 거래가 많아짐에 따라, 전 세계 인프라 담당 파트너들로 구성된 Global I&CP IMO 조직을 만들어 인프라 시장의 글로벌 네트워크 활용을 적극 권장하고 있다. 이에 FA RE/IAS팀의 김용훈 전무가 한국 멤버로 참여해 연 2~3회의 주기적인 미팅에 참석하고 있으며, 지속적인 교류를 이어가고 있다.

인프라 자문 서비스

인프라 자문 서비스(Infrastructure Advisory Service, IAS)는 프로젝트의 기획 단계에서부터 입찰, 건설 및 운영 등 프로젝트의 생애주기(Life Cycle) 전체 기간에 걸쳐 다양한 성격의 자문 형태로 제공되고 있으며, 이 내용을 도식화하면 다음과 같다.



클라이언트 주요 이슈(사례)

<ul style="list-style-type: none"> 프로젝트 수행을 위한 장기 실행 계획(Biz Plan) 프로젝트에 대한 사업 타당성 조사 투입 자본 수익률 극대화 프로젝트 우선순위 설정 	<ul style="list-style-type: none"> 원활한 프로젝트 파이낸싱(PF) 진행 제반 프로젝트 관련 리스크 완화 방안 마련 조달 프로세스 안정화 다양한 이해관계자 관리 프로젝트 리스크 완화 방안 마련 	<ul style="list-style-type: none"> 프로젝트의 성공적인 완료를 위한 실행 준비 비용 및 프로젝트 일정을 정확하게 예측, 관리 예산 및 계획과 실적 간 괴리 상황에 대한 조기경보 및 실시간 대처 경영진 및 이사회 보고 	<ul style="list-style-type: none"> 인프라자산(Infra Assets)의 예상 이익 실현 보장 운영의 효율성 극대화 지속되는 생애주기 비용 결정과 추적 	<ul style="list-style-type: none"> 자산에 대한 투자 중지 시점의 결정 자산의 외부 판매, 재사용과 용도 변경 등의 방안에 대한 최적의 의사 결정 잠재적 투자자 물색
---	---	---	--	--

재무자문본부 (IAS)	<ul style="list-style-type: none"> 사업 타당성 분석 재무모델링 자금 조달(금융 자문) 계약 협상 지원 계약 관리 프로젝트 관리 리스트럭처링 턴어라운드 인수·합병(M&A) 등
컨설팅	사업 전략 / 사이트 선정 / 조달 업무 / 공급망 관리 / 조직 설계 / 기술·시스템 / 운영 준비태세 검토 / 재판매 자문 등
ERS	리스크 분석 / 거버넌스 / 비용 관리 / 계약 준수(Contract Compliance) / 품질관리(Quality Control) / 리스크 관리 등
Tax & Legal	보험, 세금 / 조달 관련 규제 검토 / 계약 구조화(Contract Structuring) / 보고 관리 / 계약 집행 및 변경 등