현대그룹 현황과 주요 모니터링 요소

서 강 민 CFA, FRM
평 가 3 실 연 구 원
02) 368-5386
kmseo@korearatings.com

김 봉 균
평 가 3 실 수석연구원
02) 368-5679
bkkim@korearatings.com

❖ Summary

현대그룹은 2013년 4월 공정거래위원회 발표 상호출자제한 기업집단 기준 재계 28위(공기업 포함)에 위치하고 있는 대기업 집단이다. 1990년대까지 건설·조선·자동차·철도차량·제철·해운·무역·금융·중전기 등 각 분야를 망라하는 국내 최대 기업집단으로 성장한 현대그룹은, 2001년 고(故) 정주영 회장의 타계와 그룹 유동성 위기 이후, 형제간 계열 분리가 진행되면서 그 규모가 크게 축소되었다. 이에 따라 현재의 현대그룹은 현대상선, 현대로지스틱스를 중심으로 한 운송전문그룹으로 재탄생하게 되었으며, 그 밖에 승강기류 전문제조업체인 현대엘리베이터와 대북사업을 전담하고 있는 현대아산 등이 비금융부문의 주요 계열사로 포함되어 있고, 현대증권 및 현대자산운용 등 금융부문도 그룹내 주요 사업군을 형성하고 있다.

현대그룹의 지배구조는 현정은 회장 → 현대글로벌 → 현대로지스틱스 → 현대엘리베이터 → 현대상선 → 현대글로벌로 이어지는 순환출자 구도를 형성 중에 있지만, 그룹 자체적으로 안정적인 지분을 확보하고 있지 못한 일부 핵심 계열사에 대해서는 재무적 투자자(FI)를 우호 지분으로 확보하면서 지배구조를 지지하고 있다.

핵심 주력사인 현대상선의 영업실적이 큰 폭 저하되는 가운데 선대 확충을 위한 투자규모가 확대되면서 그룹 전반의 재무 부담이 크게 가중된 상태이다. 금융부문을 제외한 현대그룹의 재무구조는 그룹내 절대적인 비중을 차지하는 현대상선의 영업실적 및 재무상태에 따라 결정되는 양상이다. 2010년 주요국의 경기부양 등에 힘입어 해운시황이 반등하면서 큰 폭으로 개선되었던 현대상선의 영업실적은 2011년 이후 유럽 재정위기 여파와 선복량 과잉 부담 등으로 해운시황 침체가 장기화되면서 빠르게 저하된 상태다. 여기에 과다한 차입규모에 따른 금융비용 부담과 외화환산 손실 등이 더해져 거액의 당기순손실을 기록하는 등 전반적인 손익구조가 크게 약화된 모습이다. 현대상선의 대규모 적자시현은 순환출자 구조에 있는 현대엘리베이터와 현대로지스틱스 등 주요 계열사들에 지분법손익 등으로 순차적으로 영향을 미치고 있으며, 손익 저하에도 불구하고 호황기에 진행된 선대투자 확대로 그룹 전반의 재무 부담 역시 크게 가중되는 모습을 보이고 있다.

현대상선의 실적개선 시기 및 재무구조 개선 수준과 지배구조 강화 과정에서 야기될 수 있는 주요 계열사들의 비영업현금 유출 부담 등이 주요 모니터링 요소이다. 현대상선은 해운시황 침체가 장기화되면서 2011년 1분기 이후 최근까지도 영업 적자기조가 이어지고 있는 등 부진을 면치 못하고 있는 상황이다. 이에 현대상선은 컨테이너 부문에서의 운임인상 노력과 과거 고가에 용선한 벌크선의 반선 등을 통해 수익구조 개선을 적극 모색하고 있다. 또한 선박을 포함한 보유 중인 자산을 활용한 유동성 확보 계획을 추진 중이며, 이와 별도로 다양한 형태의 자본확충 노력도 병행하고 있다. 현대상선의 수익성 회복 및 적극적인 재무구조 개선 노력을 통한 채무상환능력 개선 여부는 현대그룹 전반의 신인도에 중요하게 작용하게 될 전망이다.

한편 현대그룹은 계열사간 순환출자 지배구도 강화와 우호 지분 확보를 통해 그룹 전반의 경영권 안정을 도모하고 있는 바, 향후에도 계열사 지분 매입 관련 자금 부담이 발생할 가능성은 내재하고 있는 상태다. 또한 재무적 투자자 유치 과정에서 파생상품계약 등을 활용함에 따라 일부 영업외적인 비용발생(파생상품거래손실, 파생상품평가손실 등)이 수반되고 있으며, 향후 해당사들의 주가 향배에 따라 다소간의 현금유출 가능성이 상존하고 있어 이에 대한 모니터링이 필요한 상황으로 판단된다.

1. 계열 개요

현대그룹은 2013년 4월 공정거래위원회에서 발표한 상호출자제한 기업집단 기준 계열사수 20개사, 자산규모 15조원으로 재계 28위(공기업 포함)에 해당하는 그룹으로서, 운송 및 관련 서비스업 그리고 승강기류 제작 및 남북경제협력사업 등을 주력으로 영위하고 있는 비금융부문과, 현대증권 등 금융사업부문으로 구성되어 있다.

현대그룹의 역사는 1947년 그룹의 모태가 되는 현대토건사를 설립하면서 시작되었다. 1950년 현대건설로 사명을 변경하고, 한국전쟁 이후 전후 복구사업을 진행하며 성장의 기반을 구축하였다. 1965년 해외 건설 시장에 진출하여 태국, 괌, 월남 등에서 사업을 수행하였고, 1970년대에는 중동지역의 대형 건설 공사를 잇따라 수주하면서 중동신화의 주역이 되었다. 1967년에는 현대자동차를 설립하여 해외 부품의 조립에서부터 자동차 생산을 시작하였고, 1972년에는 현대중공업을, 1976년에는 아세아상선(현(現) 현대상선)을, 1977년에는 현대증권을 설립하면서 다양한 사업 영역으로 그룹이 확대되었다.

1980년대 들어서도 1983년 현대전자를 설립한 데 이어, 1984년 현대엘리베이터, 1986년 현대경제연구원, 1988년 현대택배(현(現) 현대로지스틱스)를 설립하는 등 사업확장을 계속하였으며, 1998년 고(故) 정주영 회장의 방북을 계기로 현대아산을 통한 금강산 관광사업과 남북경협사업에 본격적으로 진출하였고, IMF 외환위기 이후에는 산업 구조조정 과정에서 기아차를 인수하고 현대전자는 LG반도체를 합병하기도 하였다.

1990년대까지 건설·조선·자동차·철도차량·제철·해운·무역·금융·중전기·엔진류 등의 각 분야를 망라하는 국내 최대 기업집단으로 성장한 현대그룹은, 2001년 고(故) 정주영 회장의 타계와 그룹 유동성 위기 이후, 형제간 계열 분리가 진행되면서 그 규모가 크게 축소되었다. 현대건설, 현대전자, 현대투자신탁, 현대정유 등 주요 계열사들의 경영권이 채권단으로 이관되는 한편, 자동차, 중공업, 백화점 등이 독자적인 그룹으로 분리되었다.

이에 따라 현재의 현대그룹은 현대상선, 현대로지스틱스를 중심으로 한 운송전문그룹으로 재탄생하게 되었으며, 그 밖에 승강기류 전문제조업체인 현대엘리베이터와 대북사업을 전담하고 있는 현대아산 등이 비금융부문의 주요 계열사로 포함되어 있고, 현대증권 및 현대자산운용 등 금융부문도 그룹내 주요 사업군을 형성하고 있다.

【소속 기업】

(기준년도: 2012, 단위: 개)

구 분	전 체	상 장	코스닥	등 록	외 감	일 반
비금융	15	2	0	0	10	3
금 융	5	1	0	0	2	2
전 체	20	3	0	0	12	5

【계열 실적】

(기준년도: 2012, 단위: 억원)

구 분	매출액	순이익	총자산	총부채	자 본
비금융	99,066	-10,370	114,700	92,409	22,291
금 융	21,232	-558	196,777	164,935	31,842
전 체	120,298	-10,928	311,477	257,344	54,133

주1: 비금융계열사의 경우 당사 DB 포함 12개사 기준.
주2: 금융계열사의 경우 2013년 3월말 기준.

【계열사 현황】

(단위: 억원)

구분	업체명	영위사업	매출액	자산규모
상장/코스닥	현대상선(주)	해상운송업	77,138	79,089
	현대엘리베이터(주)	기계 및 장비 제조업	9,156	15,785
	현대증권(주)	증권업	20,110	186,225
외감	에이블현대호텔앤리조트(주)	호텔업	363	3,424
	해영선박(주)	선박관리	189	131
	(주)현대경제연구원	경영컨설팅업	223	110
	현대글로벌(주)	지주회사	N/A	579
	현대로지스틱스(주)	육상운송업	8,212	8,584
	현대부산신항만(주)	항만하역	1,017	2,337
	현대아산(주)	대북관광사업	1,469	2,862
	현대유엔아이(주)	SI	1,262	534
	현대자산운용(주)	자산운용업	87	266
	(주)현대저축은행	저축은행	1,036	10,285
	현대종합연수원(주)	부동산업	N/A	1,160
	현대코스코로지스틱스(주)	창고업	37	133
일반	현대동양농식품사모투자전문회사	기타	N/A	N/A
	현대엘앤알(주)	호텔관리	N/A	N/A
	현대투자네트워크(주)	경영컨설팅	N/A	N/A
	현대투자네트워크제1호사모투자전문회사	투자자문	N/A	N/A
	현대해양서비스(주)	선박관리	N/A	N/A

주: 2012년말 별도 기준, 금융계열사는 2013년 3월말 별도기준.

2. 지배구조 분석

현대그룹의 지배구조는 현정은 회장 → 현대글로벌 → 현대로지스틱스 → 현대엘리베이터 → 현대상선 → 현대글로벌로 이어지는 순환출자 구도를 형성중인 가운데 기타 계열사에 대해서는 현대상선이 최대주주로서 경영권을 행사하고 있다.

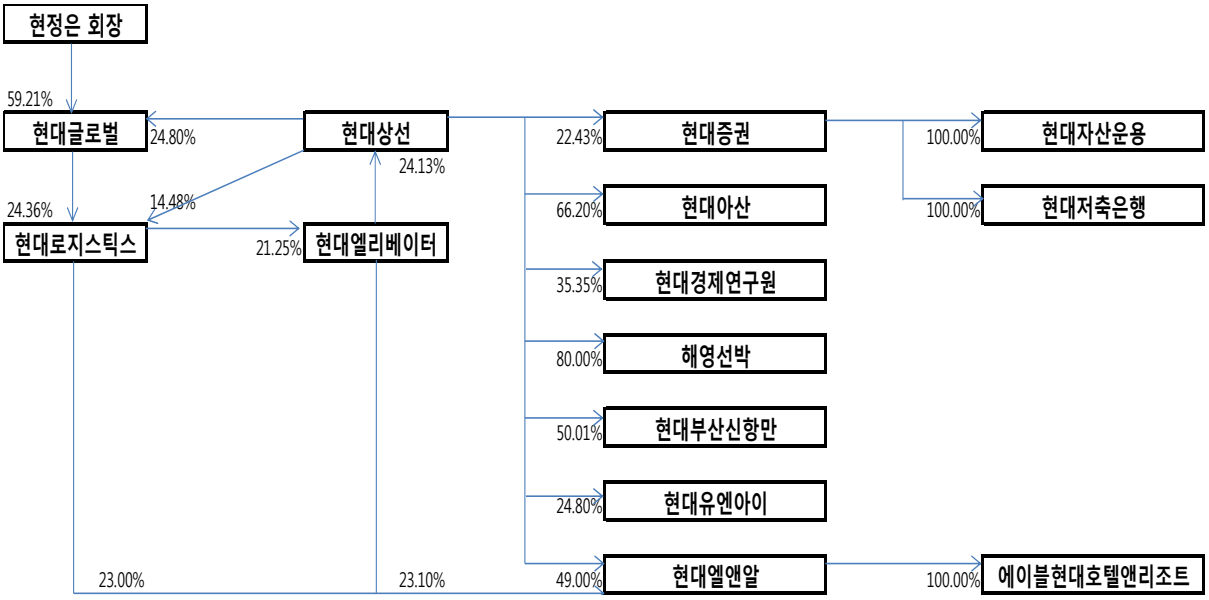
고(故) 정주영 회장의 타계 후 계열분리를 통해 만들어진 현대그룹은 계열 지배구조를 확립하는 과정에서 다소간의 진통을 겪었다. 2003년 고(故) 정몽헌 회장 타계 직후 현대엘리베이터의 경영권과 관련하여 KCC그룹과 법적 분쟁을 겪었고, 현대건설 인수와 관련하여서도 현

대차그룹과 갈등을 겪었다. 또한 핵심 계열사인 현대상선에 대해서도 범(凡)현대가 대비 절대적 우위의 지분을 확보하지 못하면서 현대중공업그룹 등과 최근까지도 다소간의 불협화음이 제기되고 있는 상태다.

이에 현대그룹은 계열사간 순환출자 지배구도 강화를 통해 그룹 전반의 경영권 안정을 도모하는 한편 그룹 자체적으로 안정적인 지분을 확보하지 못하고 있는 현대상선 및 현대증권의 경우에는 재무적 투자자(FI)를 우호 지분으로 확보하면서 지배구조를 지지하고 있다.

다만 순환출자 구조상 계열사 지분 매입 관련 자금 부담이 발생할 가능성은 내재하고 있는 상태다. 또한 재무적 투자자 유치 과정에서 파생상품계약 등을 활용함에 따라 일부 영업외적인 비용발생(파생상품거래손실, 파생상품평가손실 등)이 수반되고 있으며, 향후 해당사들의 주가 향배에 따라 다소간의 현금유출 가능성이 상존하고 있어 이에 대한 모니터링이 필요한 상황이다.

계열 지배구조(2013.06.30 기준)



자료: 각사 공시자료.

3. 사업구조 분석

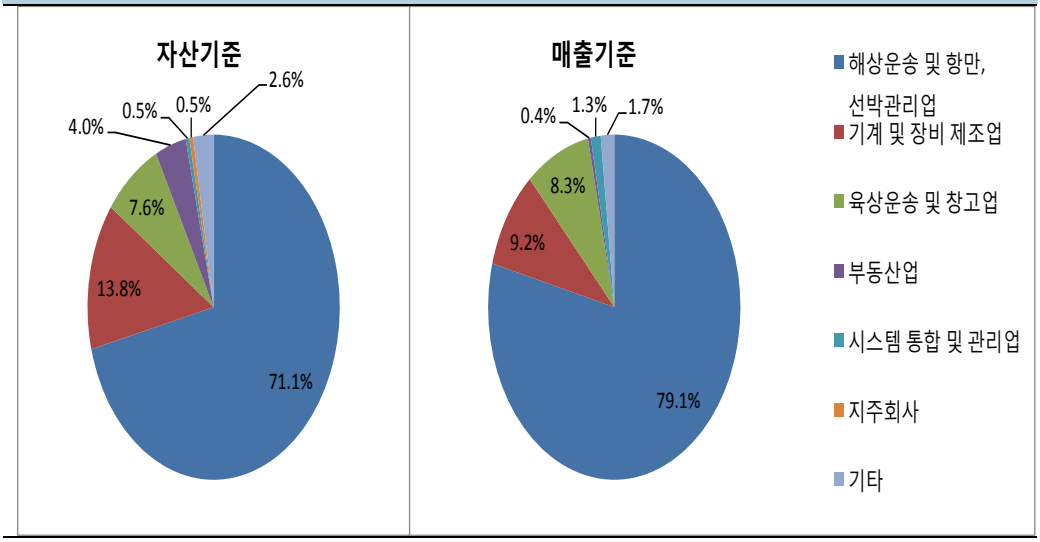
금융부문을 제외한 현대그룹의 주요 사업은 해상운송업, 기계 및 장비(승강기류) 제조업, 육상운송업 등으로 대별된다.

자산 기준으로 보았을 때, 해상운송업(항만 및 선박관리업 포함)의 비중이 71.1%로 절대적인 위치를 차지하고 있는 가운데 기계 및 장비 제조업이 13.8%, 육상운송 및 창고업이 7.6%를 차지하며 뒤를 잇고 있다. 그 외의 사업이 그룹에서 차지하는 비중은 미미한 수준이다. 매출 기준으로도 해상운송업(항만 및 선박관리업 포함)이 79.1%로 최대 비중을 차지하며, 기계 및

장비 제조업이 9.2%, 육상운송 및 창고업이 8.3%를 차지하는 등 운송서비스 관련 사업비중이 90%에 근접하며 자산 기준과 유사한 모습을 모여주고 있다.

이에 따라 해상 및 육상 등 운송서비스 관련 사업비중이 자산기준 약 80%, 매출기준 약 90%에 육박하는 등 운송전문 그룹으로서의 특성을 나타내고 있다. 다만, 대표적인 시황산업인 해상운송업이 그룹의 사업에서 절대적인 비중을 차지하면서, 전체 영업실적 또한 해상운송업(현대상선)의 실적에 좌우되는 모습을 보이는 등 사업다각화 측면에서는 다소 미흡한 수준으로 판단된다.

현대그룹 자산(좌) 및 매출(우) 비중(2012년말 기준)



자료: 각사 공시자료.

【계열 사업구조 : 자산/매출액순(2012년)】

(단위:억원, %)

구분	업체수	매출기준		자산기준	
		금액	비중	금액	비중
해상운송 및 항만, 선박관리업 [현대상선, 현대부산신항만, 해영선박]	3개	78,344	79.1	81,557	71.1
기계 및 장비 제조업 [현대엘리베이터]	1개	9,156	9.2	15,785	13.8
육상운송 및 창고업 [현대로지스틱스, 현대코스코로지스틱스]	2개	8,249	8.3	8,717	7.6
부동산업 [에이블현대호텔앤리조트, 현대종합연수원]	2개	363	0.4	4,584	4.0
시스템 통합 및 관리업 [현대유엔아이]	1개	1,262	1.3	534	0.5
지주회사 [현대글로벌]	1개			579	0.5
기타 [현대경제연구원, 현대아산]	2개	1,692	1.7	2,972	2.6

자료: KR DB.

4. 재무구조 분석

금융부문을 제외한 현대그룹의 재무구조는 그룹의 핵심 주력사인 현대상선의 영업실적 및 재무상태에 따라 결정되는 모습을 보이고 있다.

현대그룹 전반의 손익구조는 글로벌 금융위기 이후 큰 폭의 변동성을 보이면서 다소 불안정한 상태가 지속되고 있다. 이는 그룹 내 차상위 외형 규모를 보이는 현대엘리베이터 및 현대로지스틱스의 경우, 각 업계 내 수위권의 시장지위를 바탕으로 상대적으로 안정적인 매출 및 영업이익을 시현하고 있는 반면, 외형적으로 절대적인 비중을 차지하는 현대상선의 영업실적이 해운시황에 따라 큰 폭으로 흑자와 적자를 반복하고 있기 때문이다.

2010년 주요국의 경기부양 등에 힘입어 해운시황이 반등하면서 큰 폭으로 개선되었던 현대상선의 영업실적은 2011년 이후 유럽 재정위기 여파와 선복량 과잉 부담 등으로 해운시황 침체가 장기화되면서 빠르게 저하된 상태다. 여기에 과다한 차입규모에 따른 금융비용 부담과 외화환산손실 등이 더해져 거액의 당기순손실을 기록하는 등 전반적인 손익구조가 크게 약화된 모습이다.

현대상선의 대규모 적자시현은 순환출자 구조에 있는 현대엘리베이터와 현대로지스틱스 등 주요 계열사들에 지분법손익 등으로 순차적으로 영향을 미치고 있으며, 불투명한 해운시황 전망을 감안할 때, 단기간에 예년 수준의 실적 회복을 기대하기도 어려운 상황으로 판단된다. 이에 따라 현대그룹 전반의 손익구조 회복에도 다소간의 시일이 소요될 것으로 전망된다.

한편 손익 저하에도 불구하고 호황기에 진행된 선대투자 규모가 큰 폭으로 확대되면서 그룹 전반의 재무 부담 역시 크게 가중되는 모습을 보이고 있다. 2012년말 기준 계열 합산 순차입금은 6.3조원 수준으로 2010년 말대비 1.5조원 가량 증가하였으며, 차입금 증가와 함께 거액의 당기순손실 기록에 따른 자기자본 감소 효과가 더해지면서 2010년말 200% 초반에 머무르던 계열합산 부채비율은 2012년 말에는 400%를 넘어선 상태다. 이에 현대그룹은 주요 계열사들의 수 차례에 걸친 유상증자 등 자본확충을 통해 급증하는 재무 부담을 일정 수준 보완하고 있지만, 글로벌 위기 이후 계속되고 있는 그룹 전반의 영업현금흐름의 변동성을 감안할 때 재무 부담의 큰 폭 완화는 당분간 쉽지 않을 전망이다.

【현대그룹 주요 계열사 유상증자 내역】

(단위: 백만원)

현대엘리베이터		현대상선		현대로지스틱스	
일시	증자액	일시	증자액	일시	증자액
2011.02.07	287,795	2010.12.30	326,007	2011.01.25	98,216
2012.12.26	81,940	2012.12.21	194,933	2013년 중 계획	110,000
2013.06.10	95,799	2013년 중 계획	240,000		

【계열 합산 재무요약】

(단위: 억원)

구 분	2008(12)	2009(12)	2010(12)	2011(12)	2012(12)
매출액	96,756	77,684	97,499	91,913	99,066
EBIT	6,322	-5,365	6,214	-2,624	-4,241
EBITDA	9,152	-1,719	8,843	162	-1,357
당기순손익	7,034	-10,683	6,312	-7,315	-10,370
총자산	102,783	101,419	107,161	111,517	114,727
순차입금	44,080	48,388	47,784	58,683	62,824
EBIT/매출액	6.5%	-6.9%	6.4%	-2.9%	-4.3%
EBITDA마진	9.5%	-2.2%	9.1%	0.2%	-1.4%
EBITDA/금융비용	4.2배	-0.6배	2.6배	0.0배	-0.4배
순차입금/OCF	4.4배	-30.2배	6.0배	-70.1배	-31.7배
부채비율	172.4%	247.3%	227.2%	303.5%	414.7%
차입금의존도	52.2%	59.6%	58.1%	61.1%	65.2%

주1: K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임.
주2: 2012년 합산 대상 기업(12개사): 현대상선, 현대엘리베이터, 에이블현대호텔앤리조트, 해영선박, 현대경제연구원, 현대글로벌, 현대로지스틱스, 현대부산신항만, 현대아산, 현대유엔아이, 현대종합연수원, 현대코스코로지스틱스.

1) 현대상선

현대상선은 글로벌 금융위기 직후인 2009년 20%가 넘는 외형 감소를 기록한 이후 해운시황 침체의 장기화 속에서 매출의 증감을 반복하는 가운데 수익성 측면에서도 부진을 면치 못하고 있는 상황이다. 영업이익(EBIT) 기준으로 2011년 1분기 이후 2013년 2분기까지 10분기 연속 적자를 기록하고 있으며, 특히 2011년 4분기 이후에는 유가급등이 또 다른 압박 요인으로 작용하면서 EBITDA마진마저 7분기 연속 적자를 시현하고 있는 상태다. 부문별로는 일정 수준 운임 조정이 이루어지고 있는 컨테이너선 보다는 과거 고가로 용선계약을 체결한 벌크선 부문의 실적부진이 두드러지고 있다.

수급구조 및 경쟁양상 등을 감안할 때 당분간 전반적인 해운업황의 침체 국면이 지속될 것으로 예상되는 가운데, 고공행진 중인 유가의 경우에도 하방 압력이 높은 편이나, 지정학적 리스크 등으로 미루어 변동성은 여전히 높은 상황이다. 이에 따라 동사의 안정적인 매출기반과 적극적인 운임인상 및 벌크선 반선 노력을 감안하더라도, 실적 회복에는 다소간의 시일이 소요될 전망이다.

2013년 6월말 별도기준 총차입금은 전년말 대비 1,722억원 감소한 약 6.16조원을 기록하였으나, 차입금의존도 78.1%, 부채비율 850.7% 등 제반 재무안정성 지표들은 과거 대비 크게 악화된 상태다. 이는 시황 하락에 따른 손익 저하에도 지난 수년간 진행된 선대투자 등에 따른 결과로 해석되며, 글로벌 위기 이후 계속되고 있는 영업현금 변동성을 감안할 때 과중한 수준으로 판단된다.

【현대상선㈜ 주요 재무요약(개별/별도기준)】

(단위: 억원)

구 분	2009(12)	2010(12)	2011(12)	2012(12)	2013(06)
매출액	61,155	79,777	71,879	77,138	35,192
EBIT	-5,654	5,769	-3,184	-5,198	-1,986
EBITDA	-2,397	8,001	-885	-2,815	-879
당기순손익	-8,018	5,400	-4,732	-9,989	-676
총자산	83,409	84,784	84,323	79,089	78,964
순차입금	44,807	43,008	52,703	55,680	55,086
EBIT/매출액	-9.2%	7.2%	-4.4%	-6.7%	-5.6%
EBITDA마진	-3.9%	10.0%	-1.2%	-3.7%	-2.5%
EBITDA/금융비용	-1.0배	2.6배	-0.3배	-0.9배	-0.6배
순차입금/OCF	-16.8배	6.0배	-30.8배	-18.2배	-25.0배
부채비율	276.7%	251.1%	396.0%	799.1%	850.7%
차입금의존도	66.2%	64.8%	70.2%	80.1%	78.1%

주: K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임.

2) 현대엘리베이터

현대엘리베이터의 경우, 40%를 초과하는 시장점유율로 시장 1위의 지위를 가지고 있으며, 부품 국산화와 해외시장 진출 등을 통해 지속적으로 경쟁력을 강화해 가고 있다. 특히 후방산업인 건설업의 경기 변동에 민감한 산업으로서 건설경기 침체에 따른 우려에도 불구하고, 초고속 엘리베이터 시장 및 해외 시장 개척, 스크린도어 등 비승강기 부문의 성장, 승강기 유지보수 수요 등으로 인해 꾸준한 외형 성장을 이루면서 안정적인 영업수익성을 이어가고 있다.

하지만 회사의 이러한 경쟁력과 양호한 수익성에도 불구하고 계열관련 대규모 비영업손실 인식이 전반적인 손익구조에 부담으로 작용하고 있다. 비영업손실에는 핵심 계열사인 현대상선의 실적 저하에 따른 지분법손실과 경영권 방어를 위해 우호 지분을 확보하는 과정에서 체결한 주식옵션 및 주식스왑 등 파생상품계약 관련 손실(파생상품거래손실, 파생상품평가손실 등)이 대표적이다.

또한 계열사 지분취득 등 투자자산 관련 비영업현금 유출부담이 지속되면서 현금흐름도 안정화되지 못하고 있는 모습이다. 이에 동사는 수 차례에 걸친 유상증자 등 자본확충을 통해 부족자금에 대응하고 있는 바, 2013년 6월말 기준 최근 3년간 자본조달액은 약 5,000억원에 달하는 것으로 파악되고 있다.

한편 순환출자 구조상 향후에도 계열사 지분매입 등 자금유출 가능성이 내재되어 있는 가운데 우호지분에 제공한 파생상품계약의 만기가 2014년부터 본격 도래하고 있어, 현대상선 및 현대중권 등 해당사 주가 추이에 따라 추가적인 현금유출이 발생할 수 있어 이에 대한 모니터링이 필요한 상황이다.

【현대엘리베이터㈜ 주요 재무요약(개별/별도기준)】

(단위: 억원)

구 분	2009(12)	2010(12)	2011(12)	2012(12)	2013(06)
매출액	8,001	8,354	8,792	9,156	4,813
EBIT	372	464	268	493	412
EBITDA	430	527	338	563	446
당기순손익	-2,091	798	-1,376	-414	-1,454
총자산	10,133	13,501	14,491	15,785	17,213
순차입금	2,488	3,493	2,696	1,849	1,872
EBIT/매출액	4.7%	5.6%	3.0%	5.4%	8.6%
EBITDA마진	5.4%	6.3%	3.9%	6.2%	9.3%
EBITDA/금융비용	2.1배	2.0배	1.2배	2.0배	3.3배
순차입금/OCF	2.7배	5.1배	6.9배	3.4배	2.3배
부채비율	130.2%	161.3%	129.4%	122.7%	161.0%
차입금의존도	30.6%	38.6%	29.5%	28.2%	26.3%

주: K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임.

3) 현대로지스틱스

현대로지스틱스는 주요 물류거점에 위치한 택배터미널과 이에 연계된 전국적인 수•배송 네트워크 및 영업소 등 전국적인 물류 네트워크 형성과 장기 고정거래처 및 업계 수위권의 시장지위를 바탕으로 전반적으로 안정적인 사업기반을 확보하고 있는 것으로 판단된다.

글로벌 위기 직후 수출입 물동량이 급감하면서 택배를 제외한 나머지 사업부문이 위축됨에 따라 2000년대 들어 처음으로 역성장을 기록한 2009년을 제외하고는 대부분의 기간에 성장세를 지속하고 있다. 그러나, 업종 특성상 안정적이나 다소 낮은 수준의 영업수익성이 유지되는 가운데 영업외수지가 불안정한 모습을 보이면서 연결기준 당기순손익의 진폭이 크게 나타나고 있다. 이는 현대로지스틱스 → 현대엘리베이터 → 현대상선으로 이어지는 순환출자 구도하에 현대로지스틱스와 현대엘리베이터 대비 총자산과 매출외형 등이 수배 이상인 현대상선의 영업실적에 연계된 지분법손익이 영업외수지의 대부분을 차지하면서 현대로지스틱스의 순손익을 좌우하고 있기 때문이다.

【현대로지스틱스㈜ 주요 재무요약(개별/별도기준)】

(단위: 억원)

구 분	2009(12)	2010(12)	2011(12)	2012(12)	2013(06)
매출액	6,424	7,084	7,862	8,212	4,453
EBIT	159	118	155	211	65
EBITDA	267	230	263	290	116
당기순손익	-293	225	-924	77	-30
총자산	3,895	4,888	6,165	8,584	8,703
순차입금	1,198	1,595	1,855	2,778	3,197
EBIT/매출액	2.5%	1.7%	2.0%	2.6%	1.5%
EBITDA마진	4.2%	3.3%	3.4%	3.5%	2.6%
EBITDA/금융비용	2.8배	2.0배	2.0배	1.7배	
순차입금/OCF	5.8배	9.1배	11.9배	14.0배	55.6배
부채비율	222.4%	175.9%	152.0%	147.9%	153.9%
차입금의존도	46.0%	38.1%	37.8%	39.6%	41.7%

주: K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임.

한편 2008년 이후 계열사 등 투자자산에 대한 비영업현금 유출이 계속되는 가운데 물류 인프라 투자에 따른 CAPEX 부담이 더해지면서 증가하기 시작한 차입금은 2011년중 실시된 대규모 유상증자(1,000억원)에도 불구하고 증가세를 이어가 2013년 6월말 현재 3,627억원에 이르고 있다. 비영업현금 유출은 그룹 지배구도 유지목적의 현대엘리베이터 유상증자 참여가 주를 이루는데, 이와 관련하여 동사는 최근 5년간(2008~2012년) 총 1,907억원에 이르는 자금을 부담한 것으로 파악되고 있다. 한편 동사는 2012년 중에는 연말 추가 지분참여로 100억원의 자금이 집행되었으나, 골든밸류시큐리티즈㈜에 귀속되었던 현대엘리베이터주식 1.91%를 처분(약240억원)하였는 바, 그 결과로 해당 지분율 감소와 함께 140억원 가량의 자금 순회수가 발생하였다.

현재의 차입규모는 현대로지스틱스의 영업현금창출력, 향후 투자 계획 등을 감안할 때 과중한 수준이다. 다만, 보유중인 현금성자산과 금융권 미사용 여신한도, 유형자산 및 투자유가증권을 활용한 대체자금조달능력 등으로 미루어 대체로 양호한 수준의 재무융통여력은 확보하고 있는 것으로 판단된다.

【현대엘리베이터 지분 매입 추이】

(단위: 억원)

구 분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
기말 지분율	12.3%	12.3%	17.0%	20.9%	27.2%	27.4%	24.1%
기중 투자금액	658	-	265	156	319	1,068	-139

주: 2011년 11말 골든밸류시큐리티즈㈜에 귀속되었던 1.91%(176억원)은 2012년 상반기 중 처분(239억원) 완료하였으며 동년 12월 추가 100억원의 투자가 집행되었는 바, 차액 139억원을 현금유입으로 기재하였음.
자료: 공시자료 및 회사 제시자료 재구성.

5. 계열사별 사업 및 재무위험 연계강도

금융부문을 제외한 현대그룹 비금융부문 주요계열사의 특수관계자 향(向) 영업상 거래비중은 사업규모 대비 크지 않은 수준이다.

현대상선의 계열사간 영업거래는 통상 매출거래가 연간 2,000~3,000억원 내외로 발생하는 가운데 매입거래의 경우 HMM AMERICA 등 해외법인들에 대한 운임수수료 등이 발생하고 있으나, 동사의 매출액 및 자산규모 등을 감안할 경우 관련된 리스크는 크지 않은 수준이다.

현대로지스틱스의 경우, 주로 현대상선 및 현대엘리베이터에 대한 해상운송 포워딩, 상해현대아륜의 항공운송 포워딩, 현대아산의 육상운송 포워딩 등 운송서비스업에 특화된 그룹 특성상 계열사와의 사업시너지를 통한 영업거래가 발생하고 있다. 다만, 그룹내 운송수요가 크지 않아 계열사 등에 연계된 동사의 매출의존도는 통상 10% 내외에 그치고 있다.

해외법인을 포함한 특수관계자에 대한 지급보증은 현대상선이 2012년말 자기자본대비 29.3% 수준으로 규모 측면에서는 적지 않은 수준이지만 내역 측면에서 가장 큰 규모를 차지하는 Rotterdam World Gateway의 경우, 동사(지분율 20%)포함 5개 해운사들이 공동 투자하여 설립한 로테르담항 내 신규 컨테이너터미널 운영사로서, 동 컨테이너터미널 건설과 관련된 차

입금에 대하여 제공한 주주사 지급보증임을 감안할 때 우발채무의 현실화 가능성은 낮다고 판단된다.

한편 현대그룹의 직접적인 사업 및 재무위험의 연계 정도는 크지 않은 것으로 나타나고 있지만, 앞서 논의된 바와 같이 순환출자 구조상 주력사의 손익이 주요 계열사들에 순차적으로 영향을 미치고 있으며, 핵심 계열사에 대한 계열 내 보유지분율이 낮아 지배구조를 강화하는 과정에서 일부 재무적 지원이 발생할 가능성은 내재되어 있는 것으로 판단된다. 핵심 주력사의 실적부진과 상호 유상증자 및 우호지분 확보를 위한 파생상품거래 등으로 인한 그룹 전반의 재무위험 확대 가능성에 대해서는 지속적인 모니터링이 요구되고 있다.

【계열사별 특수관계자 향 매출의존도 및 지급보증제공 현황】

(단위: 백만원, %)

구 분	매출거래 규모	매출의존도	지급보증 제공	자기자본대비
현대상선	217,698	2.8	257,700	29.3
현대엘리베이터	28,457	3.1	344	0.0
현대로지스틱스	83,004	10.1	1,285	0.4

주: 2012년 별도 기준.

【특수관계자 매출의존도별 계열사 매핑】

매출의존도			
~10%	11~30%	31~50%	50%~
현대상선 현대엘리베이터	현대로지스틱스		

6. 신용등급 현황 및 변화 추이

주력 계열사 중 KR의 신용등급을 보유한 회사는 현대상선과 현대로지스틱스이다. 현대엘리베이터의 경우 2008년 단기등급 A2-를 마지막으로 당사의 유효등급이 없는 상황이다.

현대상선의 경우 A급에 위치하고 있다. 2008년 이후 2011년까지 A(안정적)을 유지하여 왔으나, 글로벌 금융위기 이후 해운시황의 침체로 영업 부진이 지속되는 가운데, 대규모 선대투자 등으로 재무구조가 악화되면서 2012년 등급전망이 부정적으로 조정되었고, 2013년 2월 A-(안정적)으로 하향 조정된 후, 2013년 5월에는 다시 부정적으로 등급전망이 부여되었다.

한편 현대로지스틱스는 2010년 BBB+(안정적)을 부여 받은 이후 업계 수위권의 시장지위와 고정거래처 등에 기반한 사업안정성을 바탕으로 양호한 외형 성장세와 꾸준한 영업수익력을 유지하면서 동일 등급을 유지하고 있다.

다만 현대로지스틱스가 그룹의 순환출자 지배구도상 한 축을 구성하고 있는 가운데, 동사의 자회사격인 현대엘리베이터가 그룹의 핵심 계열사인 현대상선의 최대주주이기에 향후에도 동사가 현대엘리베이터 지분을 추가로 매입할 가능성이 내재된 상황이며, 이와 관련된 재무 부담이 회사의 신인도에 미칠 수 있는 영향에 대해 지속적인 관찰이 필요한 것으로 판단된다.

【주요 계열사별 신용등급 변동 추이】

업체명	등급 구분	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013.09
현대상선	장기	A(S)	A(S)	A(S)	A(S)	A(N)	A-(N)
	단기	A2	A2	A2	A2	A2	A2-
현대엘리베이터	장기						
	단기	A2-					
현대로지스틱스	장기	BBB(S)	BBB(S)	BBB+(S)	BBB+(S)	BBB+(S)	BBB+(S)
	단기	A3	A3	A3+	A3+	A3+	A3+

7. KR's Opinion

Q1. 현대그룹의 신용위험에 대한 가장 중요한 모니터링 요소는?

현대상선의 실적개선 시기 및 재무구조 개선 수준이다.

금융부문을 제외할 때, 현대그룹은 운송서비스업으로 특화되어 있는 사업구조를 보이고 있으며, 현대상선이 그룹내에서 차지하는 비중은 전체 매출의 약 80%, 전체 자산의 약 70%에 달하고 있다. 또한 순환출자 형태의 지배구조상 현대상선의 실적이 지분법손익 등으로 다른 주요 계열사들에 순차적으로 영향을 미치고 있을 뿐만 아니라 선박투자 등 자금수요가 많아 그룹 전체 차입금의 약 85%를 부담하고 있는 등 그룹 전체 재무상태에서 절대적인 비중을 차지하고 있다. 따라서 현대상선의 영업실적 회복 여부와 재무구조 개선 수준이 현대상선뿐만 아니라 현대그룹 전체의 신용위험과 관련한 가장 주요한 모니터링 요인이 되고 있다.

한편 현대상선은 지난 수년간의 실적부진과 투자 부담 지속 등으로 제반 재무안정성 지표들이 크게 저하된 상태이며, 불투명한 해운시황 전망을 감안할 때, 단기간 내 큰 폭의 실적회복 가능성도 높지 않은 수준이다. 따라서 저하된 재무안정성의 회복을 위해서는 현대상선의 영업실적 회복과 더불어 동사가 밝히고 있는 일련의 재무구조 개선계획의 순조로운 진행을 통한 실질적인 차입금 감축 여부가 동사의 신인도에 중요하게 작용할 전망이다. 이에 당사는 향후 커버리지 지표(별도기준 순차입금/EBITDA: 12배 수준)의 회복 여부를 모니터링 할 계획이다.

Q2. 현대그룹 주요 계열사들의 비영업적 자금 부담 발생 가능성이란 구체적으로 무엇인가?

현대그룹은 계열사간 순환출자 지배구도 강화와 우호지분 확보를 통해 그룹 전반의 경영권 안정을 도모하고 있는 바, 향후에도 계열사 지분 매입 관련 자금 부담이 발생할 가능성은 내재하고 있는 상태다. 또한 재무적 투자자 유치 과정에서 파생상품계약 등을 활용함에 따라 일부 영업외적인 비용발생(파생상품거래손실, 파생상품평가손실 등)이 수반되고 있으며, 향후 해당사들의 주가 향배에 따라 다소간의 현금유출 가능성이 상존하고 있어 이에 대한 모니터링이 필요한 상황으로 판단된다

【현대상선 주요 주주내역】

구 분	주 주	주식수(주)	지분율(%)
현대그룹	현대엘리베이터㈜	37,233,471	24.13
	현정은 등	5,258,315	3.41
현대중공업그룹	현대중공업㈜	23,424,037	15.18
	현대삼호중공업㈜	10,479,174	6.79
현대자동차그룹	현대건설㈜	11,048,227	7.16
재무적 투자자 (우호지분)	nexgen capital limited	7,453,565	4.83
	cape fortune b.v.	3,011,798	1.95
	market vantage	2,924,576	1.9
	대우조선해양㈜	2,865,464	1.86
	자기주식	1,804,510	1.17
기타	기타주주	48,770,092	31.62
합계		154,273,229	100.0

주:현대상선 공시자료 (2013년 6월말 기준).

현대상선이 지난 2013년 8월, 우리블랙스톤PEF의 상환청구권(Put Option) 행사에 따라 현대로지스틱스 보통주 6백만여 주를 매입(약1,200억원)한 것이 비근한 예다. 현대상선은 2011년 현대로지스틱스의 유상증자시, 현대로지스틱스의 2대주주이자 재무적투자자(FI)인 우리블랙스톤PEF에게 2013년 7월까지 현대로지스틱스의 상장(IPO) 등 특정요건이 충족되지 않을 경우, 투자자금(1,000억원)과 기간 경과분 약정 이자에 대해 상환을 청구할 수 있는 권리를 부여한 바 있다. 다만 자금소요가 발생했지만, 결과적으로 현대상선의 현대로지스틱스에 대한 지분율은 종전 14.5%에서 47.7%로 대폭 증가하여 경영권이 보다 강화된 측면이 있다.

한편 재무적 투자자 유치 과정에서 맺은 파생상품계약 중 상당수가 계약주식의 매입대금에 대해 매 분기 일정 금리로 비용을 지불하고, 만기일에는 만기 시점의 공정가액과 매입대금의 차액을 정산하는 형태를 지니고 있는 것으로 확인된다. 이에 따라 매 분기 파생상품에 대한 일부 현금유출(파생상품거래손실)이 발생함은 물론 계약주식(현대상선 및 현대증권)의 주가 변동에 따라 측정되는 파생상품평가손실이 회계상 손실로 인식되고 있다. 이러한 파생상품거래는 현대상선의 최대주주인 현대엘리베이터에 집중되어 있는 바, 2013년 6월말 현재, 기초자산인 현대상선 등의 주가 하락으로 현대엘리베이터가 계상 중인 누적 파생상품평가손실은 약 3,500억원에 이르고 있는 것으로 파악된다.

그러나 파생상품평가손실은 회계상 평가성 비현금비용 항목으로서 직접적인 현금유출이 발생한 것은 아니며, 최근 강세를 보인 현대상선과 같이 기초자산의 주가 상승시 오히려 평가이익으로 전환될 가능성도 있어 (손익구조에 미치는 영향에도 불구하고) 신용평가상 직접적인 영향을 미치고 있지는 않다.

다만, 2014년 중 일부 파생상품의 만기가 도래함에 따라 해당사들의 주가 향배에 따라 다소간의 현금유출 가능성이 상존하고 있는 바, 향후 파생상품 만기 정산에 따른 자금유출 규모와 이에 따른 재무구조의 변화 등에 대한 모니터링을 진행할 계획이다.

또한 현대엘리베이터의 유상증자에 최근 5년간(2008~2012년) 총 1,907억원에 이르는 자금을 부담한 것으로 파악되고 있는 현대로지스틱스의 경우처럼 순환출자 구조에 있는 주요 계열사의 재무구조 개선을 위한 지원(유상증자 등)으로 추가적인 대규모 자금 부담이 발생할

경우에도 신용도에 부정적으로 작용하게 될 전망이다.

현대상선 주가 추이

2010년말	2011년말	2012년말	2013년 6월말	2013년 8월말
38,550	25,100	23,600	14,400	18,550

주: 종가 기준(단위: 원).

현대증권 주가 추이

2010년말	2011년말	2012년말	2013년 6월말	2013년 8월말
14,900	8,620	9,010	6,390	5,700

주: 종가 기준(단위: 원).

Q3. 현대상선 유동성 확보 방안의 진행상황은 어떠한가?

현대상선은 그 동안 진행된 선대투자 관련 금융리스와 글로벌 위기 직후 유동성 확보 차원에서 선제 조달한 회사채 등이 순차 도래함에 따라 2013년 6월말 현재, 약 1.76조원의 단기성 차입금을 계상하고 있으며, 여기에 2012년말 기준 건조중인 선대와 관련한 추가투자 계획(2014년까지 약 5.15억불)과, 2.5조원 수준의 운용리스료(장기용선료) 잔액을 감안하면 소요자금 규모는 보다 큰 것으로 파악된다. 다만, 장기용선료의 경우에는 선박운용 기간에 매칭되어 있어 상환 부담은 상대적으로 높지 않은 수준이다.

그러나 현수준 차입금과 관련된 상환 부담은 해운시황의 불확실성이 당분간 지속될 것으로 예상되는 가운데 최근 동사가 나타내고 있는 수익 및 현금흐름의 변동성 등을 고려할 때, 순상환하기에는 어려운 수준이며 계속적인 유동성 확보 노력이 필요한 상황으로 판단된다.

이에 동사는 2013년 상반기 중 EB발행(1,304억원, KB금융 보통주), 운임채권 유동화(1,093억

원), 현대부산신항만 하역장비와 컨테이너 샷시 및 컨테이너 박스 Sale & Leaseback(3,060억원) 등으로 약 7,000억원을 조달한 바 있으며, 최근에는 현대건설 인수협상 과정에 납입하였던 이행보증금 2,388억원을 반환받았고, 회사채 신속인수제를 통해 오는 10월 만기도래하는 2,800억원에 대한 차환발행에도 성공하였다. 또한 향후에도 보유자산 추가매각과 운임채권 유동화 및 유상증자 을 통한 추가적인 유동성 확보 계획을 수립하고 있다. 이러한 계획이 원활하게 진행된다면, 당면 유동성 문제는 상당 부분 대응 가능할 전망이다. 다만, 최근까지 이어져온 해운업종에 대한 기피현상으로 자금시장 접근성이 현저히 저하된 측면을 감안하면 이들 유동성 확보 계획들의 진행사항에 대해서는 지속적인 관찰이 필요한 상황이다.

Copyright© 2001: Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 여의도동 26-4 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5599.
본 보고서는 당사의 서면동의 없이 무단 복사, 인용(또는 재인용), 배포를 금합니다. 본 보고서상 모든 정보는 신뢰할 수 있는 자료원에 근거하고 있으나 당사가 그 정확성이나 진실성에 대해 별도로 확인하지는 않았습니다. 따라서 보고서상 이러한 자료들로부터 도출된 결과나 오류, 누락 등에 대하여 당사는 책임지지 않으며, 분석자, 분석도구 또는 기타요인에 의한 오류발생 가능성으로 인해 본 보고서 내용의 정확성, 완전성을 보장할 수 없습니다. 본 보고서상 정보이용에 따른 어떠한 유형·무형의 손실에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다. 본 보고서의 내용은 연구원의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.