Moody's 계열
한국신용평가

2014년 그룹분석 보고서

현대그룹

2014.06

Contents

1. SUMMARY
2. 그룹개관
3. 영업 및 재무 현황
4. 주요 계열사 재무 현황
5. 신용등급 현황
6. Credit Issues

분석에 포함된 기업과 적용된 회계기준

- **합산대상 : 금융부문 제외 총 14개 계열사(연결재무제표를 통해 합산된 계열사 포함)**

- **합산 대상 재무제표**

  개별(별도) 기준 : 해영선박(2007~2010), 현대경제연구원(2010), 현대부산신항만, 현대글로벌, 현대유엔아이
  연결 기준 : 현대상선, 현대로지스틱스(2011,2012), 현대엘리베이터

  참고) 2013년 기준 현대상선 (국내)종속기업 : 현대아산, 현대경제연구원, 현대종합연수원, 해영선박, 현대엘앤알,
  에이블현대호텔앤리조트, 현대해양서비스, 현대로지스틱스, 현대코스코로지스틱

- **회계기준**

  2009년까지 K-GAAP 기준, 2010년부터 K-IFRS 기준(일부 회사는 모두 K-GAAP 기준 적용)

  금융사는 '금융통계정보시스템'의 자료를 사용함(감사보고서와 다소 상이함)

1. Summary

현대그룹 개요

2013년 말 기준으로 20개(금융 5개사 포함) 계열사로 구성된 현대그룹은 공정거래위원회에서 지정하는 상호출자제한 **기업집단 중 자산기준으로 29위**(2012년 28위)에 위치하고 있다.

2000년대 초 계열분리 이후 현대상선, 현대엘리베이터, 현대증권이 주력사로 자리잡고 있으며, 최근에는 재무구조 개선 및 유동성 제고를 위해 대규모 자구계획을 발표하고 이를 추진 중이다.

지배구조

2013년 중 현대로지스틱스 유상증자에 참여했던 사모펀드 지분을 현대상선이 매입하면서 **'현대로지스틱스→현대엘리베이터→현대상선→현대로지스틱스'로 이어지는 순환출자 구조**를 나타내고 있다. 2006년 범현대가와의 현대상선 경영권 분쟁이 있었고, 현대엘리베이터의 2대주주인 Shindler Holding AG는 파생상품 관련 소송을 제기하는 등 직·간접적으로 경영권에 간섭하고 있다.

주력 계열사의 경영권 방어와 사업확장 과정에서 계열사간 증자 참여 및 지분 매입 등으로 2006년 이후 약 1조 3천억원의 자금이 소요되었다. 또한 현대엘리베이터는 현대상선 지분관련 파생상품 계약으로 최근 3년 간 5,822억원의 (파생상품)손실을 기록하였고, 2013년 말 현재 현대엘리베이터는 4,329억원의 파생상품부채를 인식하고 있다. **순환출자구조와 파생상품 계약으로 현대상선 및 현대증권의 영업성과와 주가가 그룹의 실적 및 재무구조에 큰 영향**을 미치고 있다.

1. Summary

사업 Portfolio

현대그룹은 **경기변동에 민감한 운송부문에 집중(금융제외, 총자산 87%, 총차입금 95%, 매출 90%)된 사업구조**를 가지고 있다. 그룹 내 유일한 제조사인 현대엘리베이터는 과점적 지위를 바탕으로 안정적 영업성과를 유지하고 있으나, 운송 특히, 해운업이 절대적 사업비중을 차지하는 가운데, 2008년 금융위기 이후 해운 시황 침체가 장기화되면서 계열 전반의 수익창출력이 현저히 약화되었다.

그룹 내 해운업의 절대적 사업비중과 파생상품 등과 연계된 실적 변동성을 감안할 때, 해운 경기의 회복여부가 그룹 전반의 수익창출력 개선의 핵심 관건이 되고 있다.

수익구조

부진한 운임과 높은 연료비 부담에 따른 현대상선의 실적 악화로 **최근 3년간 그룹합산 -1.9~-4.0%의 영업손실**을 기록하고 있으며, 현대상선 및 현대증권 주가하락에 따른 파생상품손실은 현대엘리베이터 등의 추가적인 손익부담 요인이 되고 있다.

2013년에는 유가안정, 저속운항을 통한 비용절감 등에 힘입어 현대상선의 영업적자가 축소되고 현대엘리베이터의 영업이익률도 개선됨으로써 그룹합산 영업손실이 다소 축소되었다. 그러나 여전히 영업손실(영업이익률 -1.9%) 기조를 탈피하지 못하였고, 누적된 선박공급 과잉과 대형 컨테이너선사의 제고된 원가경쟁력, 선박대형화에 따른 점유율 경쟁 심화 등으로 **시황 및 영업성과 개선의 불확실성이 매우 큰 상황**이다.

1. Summary

현금흐름

현대그룹은 영업현금창출력이 취약한 상황에서 선박 등의 유형자산 취득과 계열사 증자참여, 지분 매입 등으로 **2007년부터 2012년까지 매년 4,000억원에서 1조 3,000억원의 자금부족이 발생**하였다. 2013년에는 영업적자 규모가 축소된 가운데, 현대건설 이행보증금 회수(2,400억원)와 선박 및 항만장비 매각 등으로 현금흐름이 다소 개선(자금유입 1,500억원)되었지만, 여전히 본원적인 영업현금창출력이 개선되지는 못하고 있다. 주력업종의 수급여건 및 경쟁상황을 감안할 때, 당분간 수익창출력이 크게 개선되기는 어려울 것으로 예상되며, 발주선박의 인수, 파생상품 정산 등은 자금흐름의 부담요인이 될 전망이다.

한편, 현대그룹은 2013년 12월 3.3조원 규모의 자구계획을 발표하였고, 2014년 3월 현대엘리베이터의 유상증자(1,800억원)를 진행한 데 이어 LNG선 사업부문 매각도 본계약을 체결(약 4,000억원의 현금유입 예상)하는 등 자구계획을 이행 중이다. 자산매각 등 **자구계획의 이행시기와 성과, 조달규모는 단기적으로 그룹전반의 현금흐름에 중요한 변동요인**이다.

1. Summary

재무안정성

실적 악화와 선박 등의 유형자산 취득, 경영권 방어과정의 자금부담 등으로 재무부담이 크게 확대되어 2007년 2.7조원이었던 그룹 합산 순차입금이 2013년 말에는 6조원으로 증가되었고, **2013년 말 그룹 합산기준 부채비율은 1,023%**에 이르고 있다. 또한, 회사채 시장의 경색과 해운산업에 대한 부정적 시각, 주력 계열사의 실적 부진 등으로 자본시장 접근성이 매우 취약한 상황이며, 부채비율 유지 조항 위배로 공모사채가 전액 유동성차입으로 재분류되면서 단기성 차입금 비중도 급증하였다(2012년 말 20.1% → 2013년 말 48.4%). 부채비율 위배로 직접적 상환부담이 발생하고 있지는 않으나, 유동성관리의 예측가능성은 과거에 비해 상당히 저하된 것으로 판단된다.

LNG선 매각 등 구조조정이 계획대로 마무리될 경우, 재무비율 및 유동성에는 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, **자구계획의 실행시기와 과정, 구조조정의 성과에 불확실성이 존재**하며, 자구계획 이행이 재무구조 개선으로 이어지기 위해서는 약화된 영업현금창출력 개선이 필요한 상황이다.

1. Summary

Credit Issues

- **해운 업황 개선의 불확실성**
- **순환출자 구조와 지분관련 파생상품 계약에 따른 주요 계열사간의 신용위험 공유**
- **자구계획의 이행성과와 구조조정의 효과**

주력 업종인 **해운경기의 회복여부는 계열 전반의 수익창출력에 절대적인 영향**을 미치고 있다. 수급상황의 추가 악화가능성은 낮아졌지만, 누적된 선박 공급과잉과 경쟁 대형선사의 제고된 원가경쟁력 등을 감안할 때, **시황 개선의 불확실성이 높은 상황**이며, 업황의 회복속도는 더디게 진행될 것으로 보인다.

여기에, 순환출자와 경영권 방어 과정에서 활용된 파생상품 계약으로 현대상선의 실적 및 주가가 그룹 재무구조에 직접적인 영향을 미치고 있다. 현대엘리베이터는 2013년 말 기준 4,329억원의 파생상품부채를 인식하고 있으며, **2014년 정산시점의 집중(총 계약의 80%)으로 파생상품 관련 자금소요가 확대될 것으로 예상**된다.

한편, 현대그룹은 2013년 12월 금융 3개사 및 사업부 매각을 포함한 3.3조원 규모의 그룹차원의 자구계획을 발표, LNG전용선 사업부문 매각 본 계약 체결 등 자구계획을 이행 중이다. 이에 당사는 ①자구계획의 이행과정과 구조조정의 효과, ②해운 업황과 주력사의 펀더멘탈 및 재무구조 개선 여부, ③유동성과 지배구조 현황 등을 중점적으로 모니터링 할 것이다.

Contents

1. SUMMARY
2. 그룹개관
3. 영업 및 재무 현황
4. 주요 계열사 재무 현황
5. 신용등급 현황
6. Credit Issues

- 4개(운송, 제조, 금융, 기타)의 사업군 내 (국내) 20개 기업으로 구성
- 비금융 회사 : 15개, 금융 회사 : 5개
- 상장사 : 3개(현대상선, 현대엘리베이터, 현대증권), 비상장사 : 17개

⇒ 2013년 기준 자산총액 30조(비금융 10조/금융 20조), 자산기준 재계 29위(2012년 28위)

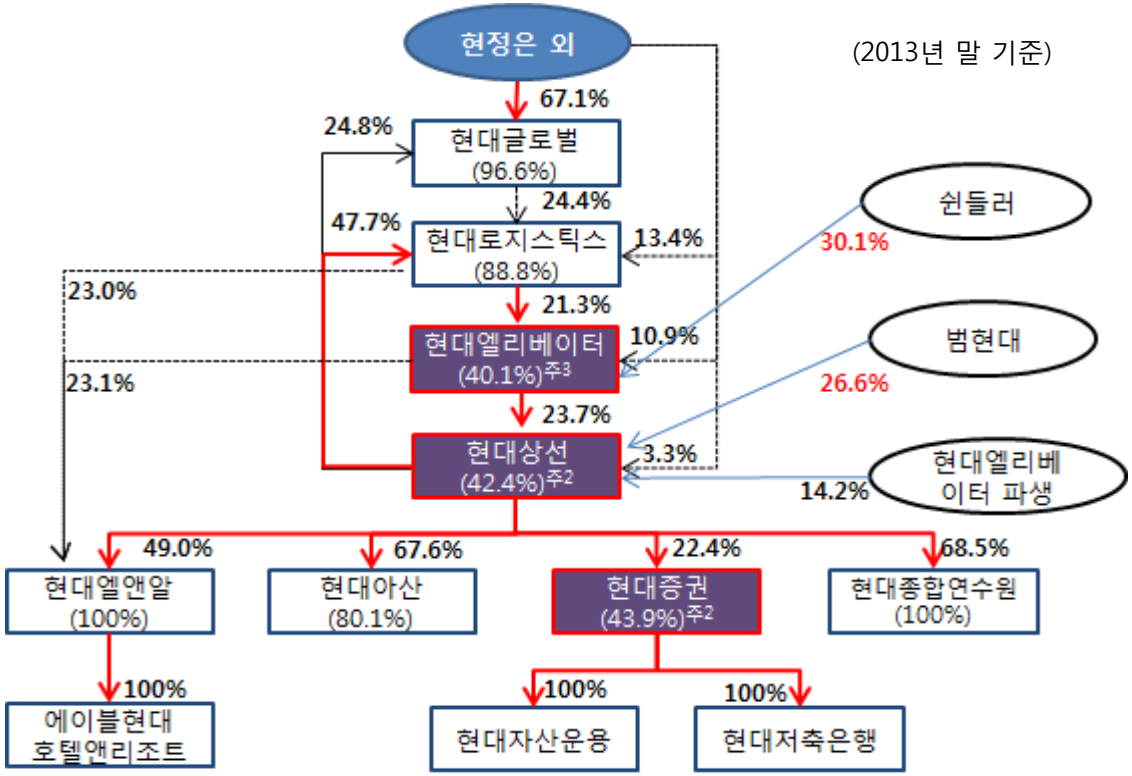
(단위: 십억원,%)

구분	연도	계열사수	자산	자본	부채비율	매출	순이익
비금융	2010	12	11,236	3,967	183.2	9,892	589
	2011	15	11,205	2,808	299.0	9,217	-731
	2012	15	11,707	2,322	404.2	9,913	-1,038
	2013	15	10,715	1,673	540.5	9,457	-973
금융	2010	2	11,870	2,464	381.7	2,866	175
	2011	5	12,953	2,692	381.2	1,878	222
	2012	5	15,875	3,147	404.4	1,790	88
	2013	5	19,723	3,227	511.2	2,139	-61
합계	2010	14	23,106	6,431	259.3	12,758	764
	2011	20	24,158	5,500	339.2	11,095	-509
	2012	20	27,582	5,469	404.3	11,703	-950
	2013	20	30,438	4,900	521.2	11,596	-1,034

자료 : 공정거래위원회 보도자료

- ‘현대로지스틱스→현대엘리베이터→현대상선→현대로지스틱스’로 이어지는 순환출자 구조
- 2006년 범현대가와의 경영권 분쟁 발생, 현대엘리베이터 2대주주 소송 제기 등을 통해 경영권 간섭
- 경영권 방어를 위한 관계사간 증자참여, 파생상품 계약 등은 자금흐름의 부담요인으로 작용

(2013년 말 기준)



주1: 우선주를 포함한 합산지분율 기준임.

2: 괄호()는 계열 지분율이며, 현대상선과 현대증권은 각각 파생상품 등을 통해 확보한 우호지분 14.2%, 14.3%와 자기주식이 포함됨.

3: 2014년 3월 현대엘리베이터의 유상증자로 계열 지분율과 쉰들러 지분율은 각각 35.3%, 21.5%로 변경됨.

■ **상장사 시가총액(2013년 말 기준)**

- 3개 상장사(유가증권 3개)
- 현대상선(1.9조원), 현대증권(1.4조원) 등 현대 그룹 내 상장사의 시가총액은 약 4.0조원
- 주가하락으로 2012년 말 대비 시가총액 약 3.1조원 감소

(단위: 원, 천주, 십억원)

구분		주가		주식수		시가총액		자본총계	
		2012년말	2013년말	2012년말	2013년말	2012년말	2013년말	2012년말	2013년말
현대상선		23,600	11,400	154,273	169,273	3,641	1,930	1,095	688
현대엘리베이터		113,000	47,800	12,033	13,633	1,360	652	397	160
현대증권	보통주	9,010	5,850	170,000	170,000	1,532	995	3,004	2,918
	우선주	8,220	5,840	66,613	66,613	548	389		
총액						**7,080**	**3,965**	**4,496**	**3,765**

주: 자본총계는 각 사 연결기준임.

■ **사업부문**

- 2000년대 초 계열분리 이후 현대상선, 현대엘리베이터, 현대증권이 그룹 주력사로 잔존
- 운송 특히, 해운 부문에 집중된 사업구조로 경기변동에 매우 민감
- 현대상선은 매출규모 국내 2위, 컨테이너선 운영선단규모 글로벌 15위에 위치
- 현대엘리베이터는 국내 승강기 시장에서 과점적 시장지위 구축(2013년 시장점유율 1위)

사업부문	주요 계열사명(비금융 14개, 금융 3개)
운송부문 (2개, 종속기업포함 11개)	현대상선(국내 9개 종속기업 포함: 현대아산, 현대경제연구원, 해영선박, 현대엘앤알, 에이블 현대호텔앤리조트, 현대종합연수원, 현대해양서비스, 현대로지스틱스, 현대코스코로지스틱), 현대부산신항만
제조부문(1개)	현대엘리베이터
기타부문(2개)	현대글로벌, 현대유엔아이
금융부문(3개)	현대증권, 현대저축은행, 현대자산운용

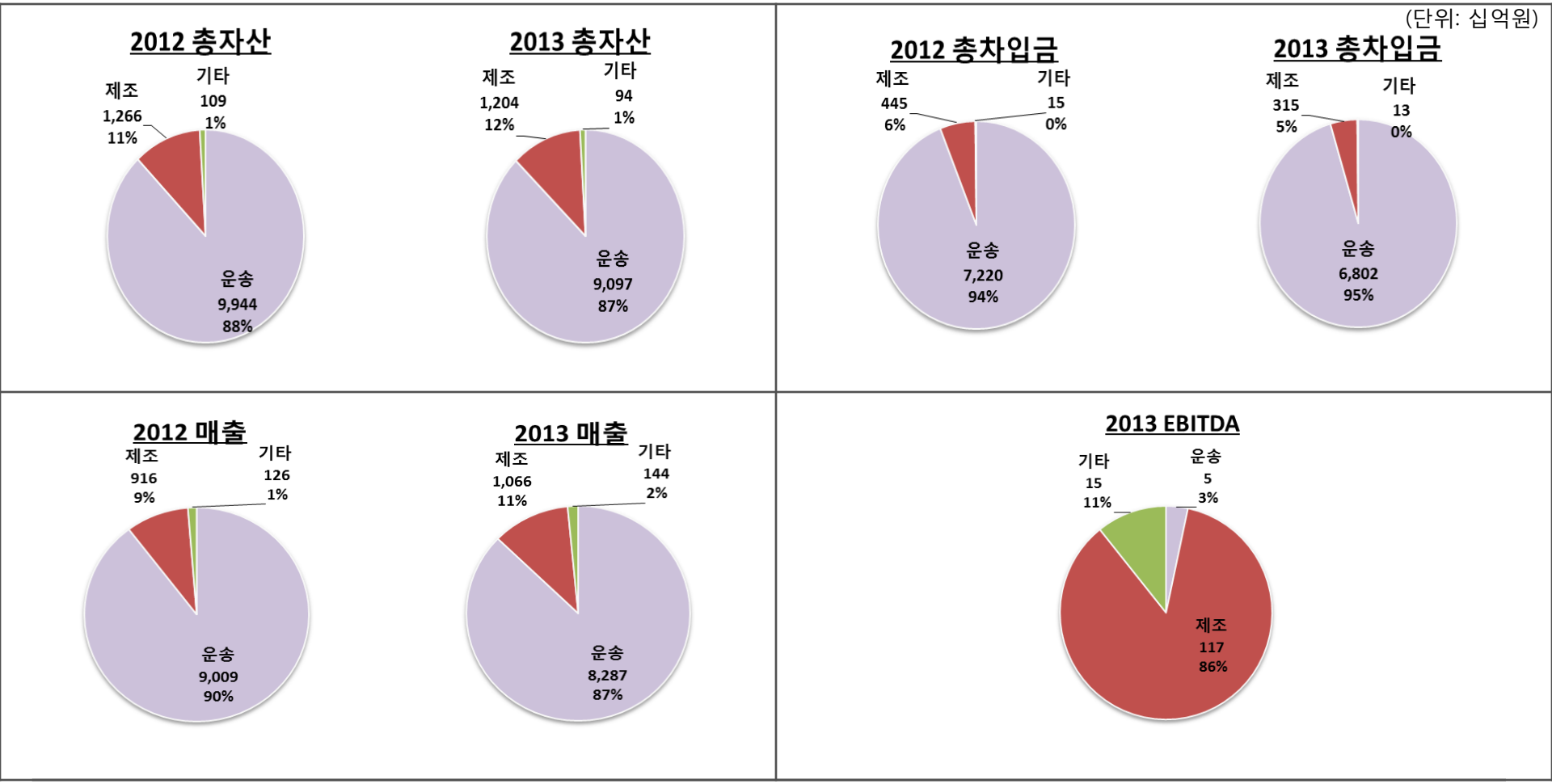
주1: 이하의 영업 및 재무분석은 금융부문을 제외한 5개(종속기업 포함 14개) 비금융 계열사를 기준으로 함.

2: 현대상선과 현대엘리베이터는 연결기준으로 분석함.

■ 운송부문에 집중된 사업구조(총자산 87%, 총차입금 95%, 매출 90%)

- 2012년 비금융 합산기준 부(-)의 EBITDA 발생(합산 -700억원, 운송 -1,500억원), 2013년에는 제조부문이 EBITDA 창출에 기여
- 우량증권사인 현대증권을 보유하고 있으나, 매각 예정임

(단위: 십억원)



Contents

1. SUMMARY
2. 그룹개관
3. 영업 및 재무 현황
4. 주요 계열사 재무 현황
5. 신용등급 현황
6. Credit Issues

■ 주요 비금융 합산 재무현황 추이

- 주력업종인 해운 업황의 침체로 최근 3년 연속 그룹합산 영업손실 기록
- 영업적자와 금융비용, 파생상품 계약손실로 최근 3년 동안 연간 0.8조~1.3조원의 당기순손실 발생
- 2013년 합산 자산, 자본 및 부채비율은 각각 10.4조원, 0.9조원 및 1,023%
- 2013년 합산 매출액과 영업손익은 각각 9.5조원과 (-)1,820억원
- 2013년에는 현대상선과 현대엘리베이터 유상증자, 유형자산 순취득 감소, 현대건설이행보증금 반환(2,400억원) 등으로 순차입금 소폭 감소

(단위: 십억원)

구분	총자산	총자본	총차입금	순차입금	매출액	영업이익	금융비용	순이익	EBITDA	현금 과부족
2010	10,425	3,249	6,053	4,531	9,096	627	337	783	915	-590
2011	11,149	2,650	6,897	5,890	9,305	-280	348	-846	44	-1,287
2012	11,318	1,816	7,680	6,333	10,051	-406	384	-1,305	-69	-416
2013	10,395	926	7,130	6,001	9,497	-182	342	-1,072	136	145

■ 금융 계열사 현황

- 현대증권 : 위탁영업에 높은 경쟁력 보유, 위탁매매 감소와 자산운용부문 실적 저하로 수익성 위축세, 영업용순자본비율 등 재무안정성은 우수
- 현대저축은행 : 2011년 계열 편입, 대규모 대손인식으로 실적 부진하나 그룹 편입 이후 세 차례 증자(2,660억원)로 자본확충

(단위: 십억원, %)

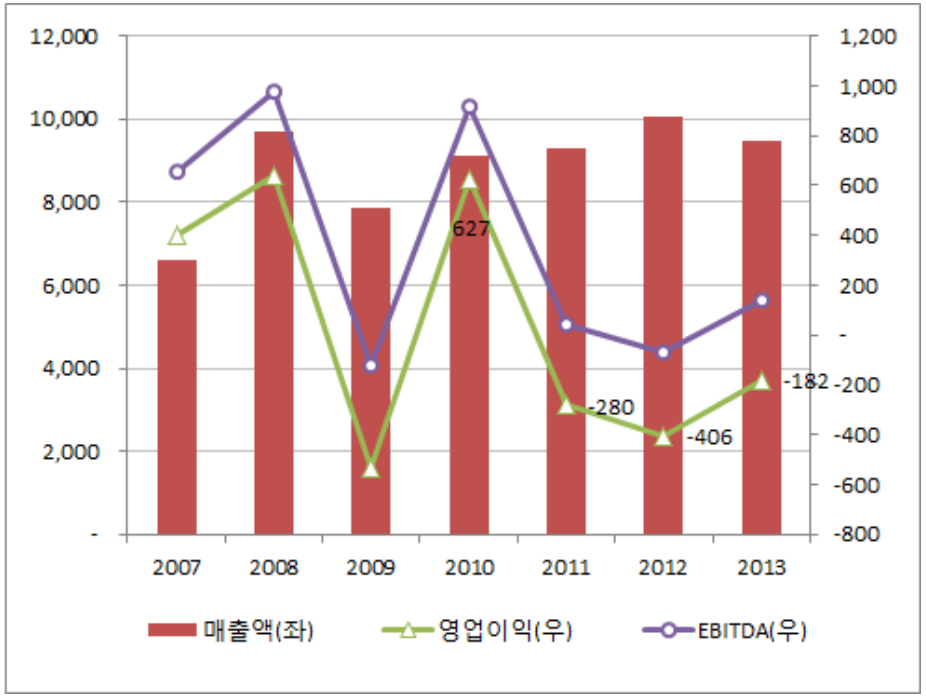
현대증권	총자산	총자본	영업수익	영업이익	당기순이익	자산건전성	자본적정성 (영업용순자본비율)
2011.3	12,297	2,689	1,815	215	292	N.A	537.4
2012.3	15,089	3,054	1,730	155	146	N.A	846.6
2013.3	18,623	3,080	2,011	35	-2	N.A	443.5
2013.12	17,596	3,005	1,689	-56	-44	N.A	400.2

현대저축은행	총자산	총자본	영업수익	영업이익	당기순이익	자산건전성 (고정이하비율)	자본적정성 (BIS기준 자기자본비율)
2011.6	619	-34	55	-66	-68	32.1	-9.1
2012.6	737	44	48	-60	-68	24.8	11.5
2013.6	1,065	112	115	-44	-59	13.3	17.5
2013.12(반기)	1,102	97	65	-16	-16	15.5	14.0

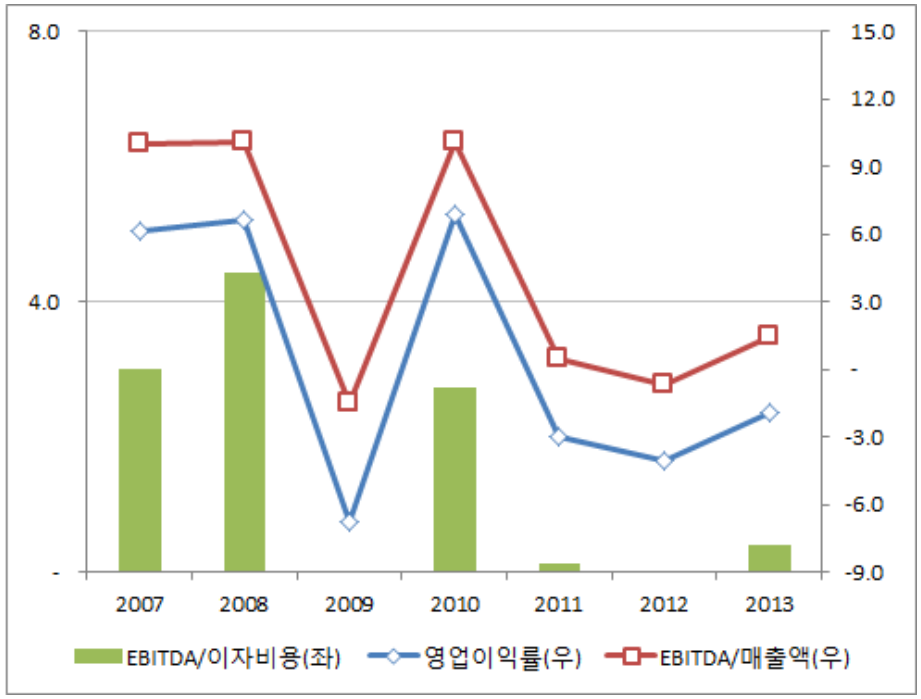
■ 합산 수익성 지표 추이

- 저조한 운임과 고유가에 따른 현대상선의 실적 악화로 최근 3년 연속 계열합산 영업손실 기록
- 2013년에도 영업적자 기조 지속. 유가안정, 저속운항을 통한 비용절감 등으로 영업손실 규모는 축소
- 누적된 선박공급 과잉과 대형선박 도입에 따른 점유율 경쟁심화, 경쟁 대형선사의 제고된 원가경쟁력 등을 감안할 때 여전히 실적 개선의 불확실성은 높은 상황

(단위: 십억원)



(단위: 배, %)



주: 2009년과 2012년에는 계열합산 기준 부(-)의 EBITDA 발생

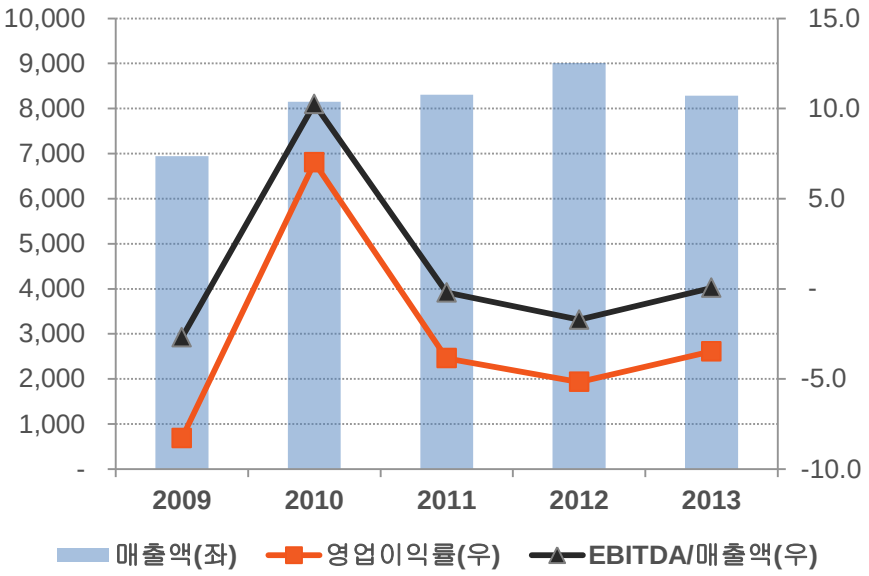
■ **운송부문**

- 해운 업황 침체로 영업적자 지속, 2013년 영업적자폭은 소폭 완화(2013년 영업이익률 -3.5%)

■ **제조부문**

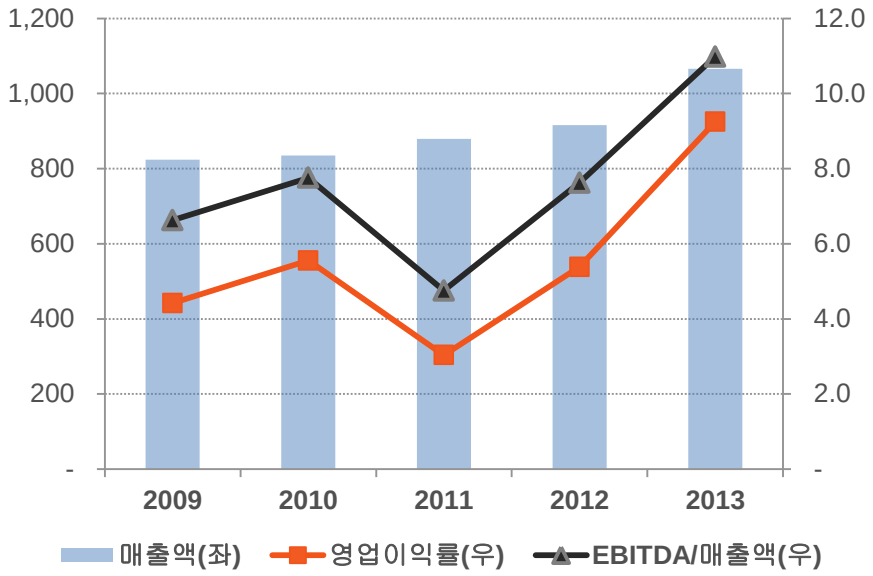
- 승강기 부문에서 수위의 시장지위 구축
- 2013년에는 선별 수주를 통해 수익성 개선(영업이익률 2012년 5.4% → 2013년 9.2%)

운송부문



제조부문

(단위: 십억원, %)



■ **운송부문 주요 계열사**

- 현대상선 : 최근 2년간 부(-)의 EBITDA 발생
- 현대로지스틱스 : 시장지위를 바탕으로 영업실적 견고하게 유지 중이나, 2013년 관계기업(현대엘리베이터 및 현대엘엔알)손상차손 등으로 770억원의 당기순손실 기록

■ **제조부문 주요 계열사**

- 현대엘리베이터 : 선별 수주 등으로 영업수지는 개선되었으나, 2013년 현대상선 지분관련 파생상품손실 3,010억원 발생

■ **기타부문 주요 계열사**

- 현대유엔아이 : 계열 내 IT서비스 제공, 2013년 현대증권 지분관련 파생상품손실(186억원)로 당기순손실 기록

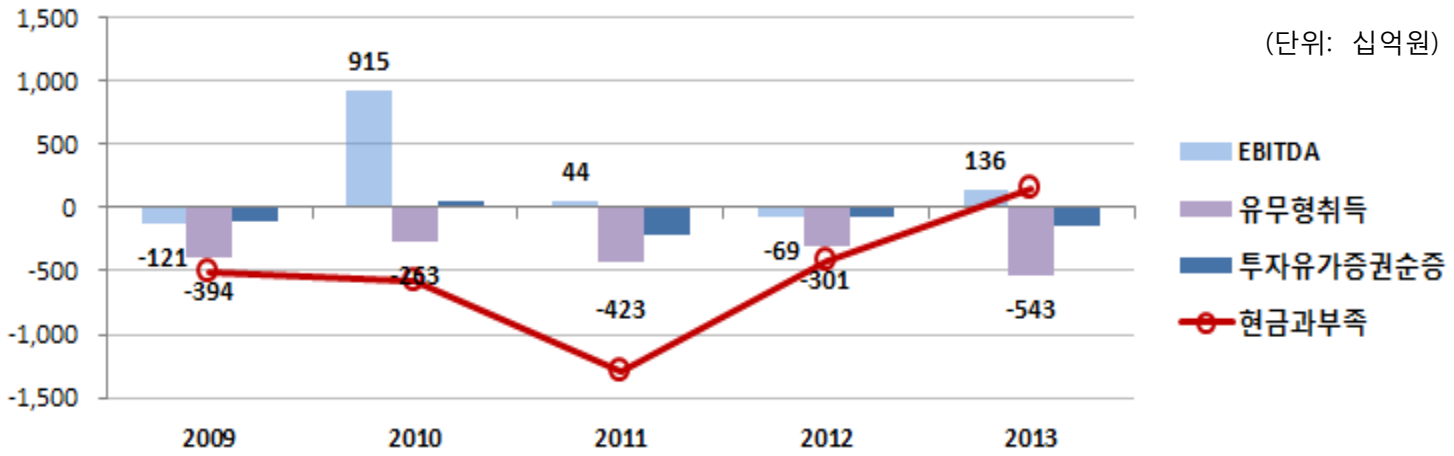
(단위: 십억원, %, 배)

구분		매출액	영업이익	이자비용	순이익	EBITDA	영업이익률	EBITDA /매출액	EBITDA /이자비용
현대상선(연)	2012	8,047	-510	326	-989	-221	-6.3	-2.7	주1
	2013	8,149	-329	307	-714	-47	-4.0	-0.6	주1
현대 로지스틱스(연)주2	2012	860	25	18	-53	37	2.8	4.3	2.1
	2013	*1,347*	*32*	*22*	*-77*	*48*	*2.4*	*3.5*	*2.1*
현대부산신항만	2012	102	20	11	8	30	19.3	29.1	2.8
	2013	138	41	10	18	51	29.7	37.3	5.1
운송 소계	**2012**	**9,009**	**-466**	**355**	**-1,033**	**-154**	**-5.2**	**-1.7**	**주**
	2013	**8,287**	**-288**	**317**	**-696**	**5**	**-3.5**	**0.1**	**0.0**
현대 엘리베이터(연)	2012	916	49	28	-271	70	5.4	7.6	2.5
	2013	1,066	99	24	-343	117	9.2	11.0	4.8
제조 소계	**2012**	**916**	**49**	**28**	**-271**	**70**	**5.4**	**7.6**	**2.5**
	2013	**1,066**	**99**	**24**	**-343**	**117**	**9.2**	**11.0**	**4.8**
현대글로벌	2012	0	0	1	-13	0	N.A	N.A	주1
	2013	1	0	1	-24	0	-16.7	-16.7	주1
현대유엔아이	2012	126	11	0	13	16	8.4	12.5	52.7
	2013	143	8	0	-9	15	5.2	10.3	49.0
기타 소계	**2012**	**126**	**11**	**1**	**0**	**16**	**8.3**	**12.4**	**17.4**
	2013	**144**	**7**	**1**	**-33**	**15**	**5.1**	**10.1**	**16.2**

주1) 부(-)의 EBITDA로 무의미함.
주2) 2013년 현대로지스틱스 연결 실적은 현대상선 연결에 포함되어 계열 합산 시 제외함.

■ **합산 현금흐름 추이**

- 영업현금창출력이 취약한 가운데, 선박 등의 유형자산 취득과 지분매입으로 금융위기 이후 2012년까지 자금유출 지속
- 2013년에는 현대건설 이행보증금 회수(2,400억원), 유형자산처분(4,500억원) 등으로 소폭의 자금잉여 발생



구분	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA	-121	915	44	-69	136
OCF	14	580	139	-72	423
유무형자산취득	-394	-263	-423	-301	-543
(유무형자산처분)	*(67)*	*(33)*	*(72)*	*(114)*	*(450)*
투자유가증권순증	-103	49	-216	-82	-154
자본비용	-158	-167	-214	-115	-115
현금과부족	-508	-590	-1,287	-416	145

■ **사업부문별 현금흐름**

- 운송부문 : 2008년 금융위기 이후 영업현금창출력 약화, 유형자산 취득, 자본비용 등으로 자금유출 지속
  2013년에는 운전자본부담 완화와 선박 및 항만장비 매각 등으로 소폭의 자금잉여
- 제조부문 : 영업현금흐름은 안정적이나 계열사 유상증자 참여, 파생상품 정산 등으로 현금흐름 부진

(단위: 십억원)

구분		EBITDA	OCF	유무형자산 취득	투자유가 증권순증	자본비용	현금과부족	유상증자
운송	2009	-187	-9	-331	-65	-138	-435	-
	2010	836	523	-256	175	-155	-496	328
	2011	-17	173	-417	-116	-205	-1,061	100
	2012	-154	-193	-294	30	-93	-416	215
	2013	5	272	-512	-40	-98	244	153
제조	2009	55	12	-61	-10	-20	-58	-
	2010	65	49	-6	-126	-10	-105	-
	2011	42	-47	-6	-72	-7	-208	288
	2012	70	118	-4	-108	-20	3	82
	2013	117	133	-28	-109	-16	-104	96
기타	2009	12	11	-2	-29	-1	-15	-
	2010	15	8	-2	0	-2	11	25
	2011	19	12	-1	-28	-2	-19	-
	2012	16	4	-3	-3	-2	-3	-
	2013	15	18	-3	-6	-2	4	-

3.4.2 주요계열사 현금흐름

■ **운송부문 주요 계열사**

- 현대상선 : 2013년에는 일회성 미수금(2,400억원) 회수, 선박 및 항만장비 매각(4,000억원)에 따른 자금유입과 상거래채무 확대 등으로 현금흐름 개선

■ **제조부문 주요 계열사**

- 현대엘리베이터 : 양호한 영업현금창출력에도 불구하고 관계사 증자 참여, 파생상품 정산 등으로 자금흐름 부진

(단위: 십억원)

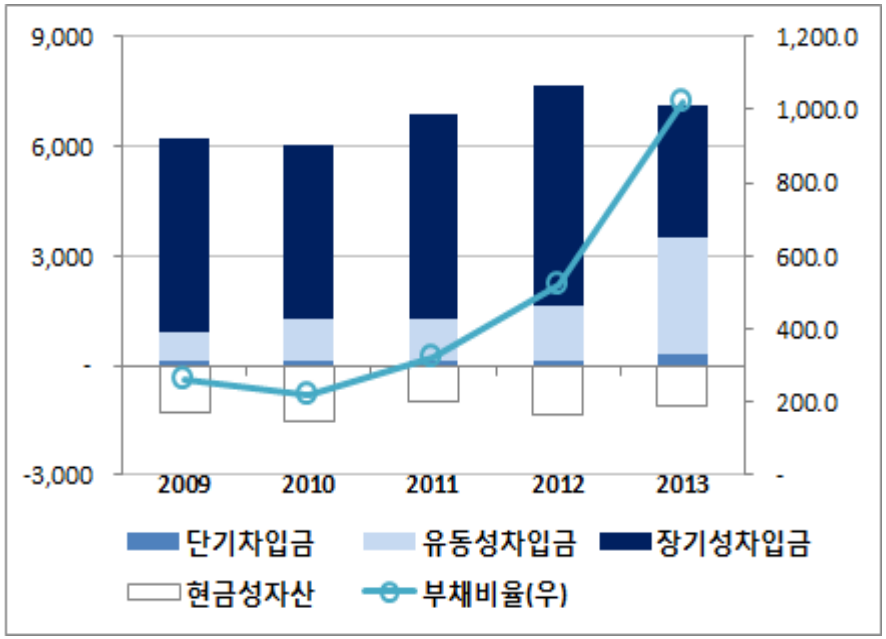
구분		EBITDA	OCF	유무형 취득	투자유가 증권순증	자본비용	현금과부족	유상증자
현대상선(연)	2012	-221	-234	-255	51	-67	-353	215
	2013	-47	226	-498	-40	-92	223	153
현대 로지스틱스(연)	2012	30	25	-1	0	-2	27	0
	2013	*51*	*46*	-15	*0*	*-6*	*22*	*0*
현대 부산신항만	2012	37	16	-37	-21	-24	-90	0
	2013	48	17	-28	-4	-18	-33	0
운송 소계	**2012**	**-154**	**-193**	**-294**	**30**	**-93**	**-416**	**215**
	2013	**5**	**272**	**-512**	**-40**	**-98**	**244**	**153**
현대 엘리베이터(연)	2012	70	118	-4	-108	-20	3	82
	2013	117	133	-28	-109	-16	-104	96
제조 소계	**2012**	**70**	**118**	**-4**	**-108**	**-20**	**3**	**82**
	2013	**117**	**133**	**-28**	**-109**	**-16**	**-104**	**96**
현대글로벌	2012	0	-1	0	-1	-1	1	-
	2013	0	0	0	1	-1	-1	-
현대유엔아이	2012	16	5	-3	-2	-1	-4	-
	2013	15	18	-3	-7	-1	5	-
기타 소계	**2012**	**16**	**4**	**-3**	**-3**	**-2**	**-3**	**-**
	2013	**15**	**18**	**-3**	**-6**	**-2**	**4**	**-**

주) 2013년 현대로지스틱스 연결 실적은 현대상선 연결에 포함되어 계열 합산 시 제외함.

■ **합산 차입금구성 추이 VS 사업부문별 순차입금 추이**

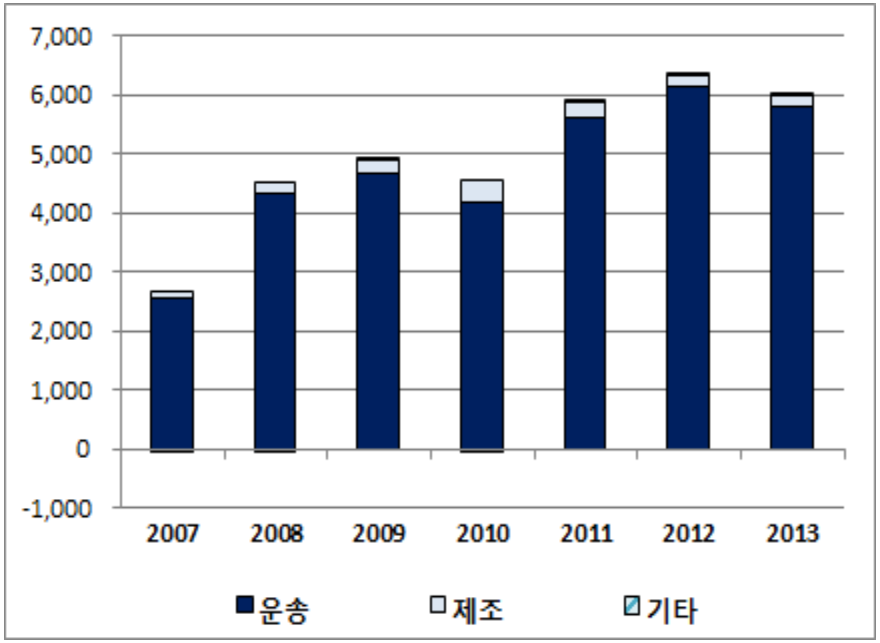
- 재무구조 취약(2013년 말 합산기준 부채비율 1,023%)
- 2007년 이후의 순차입금 증가(3.3조원)는 운송부문에 기인(2007년 말 2.5조원 → 2013년 말 5.8조원)
- 제조부문은 증자를 통해 순차입 규모 유지(최근 3년 간 유상증자 4,660억원)

차입금 구성



순차입금 추이

(단위: 십억원, %)



■ 합산 차입금구성 추이

- 현대상선의 공모사채 부채비율 유지조항 위배로 2013년 단기성 차입비중 급증(2012년 말 20.1% → 2013년 말 49.3%)
- 공모사채 부채비율 위배로 직접적인 상환부담은 발생하고 있지 않으나 유동성 관리의 예측가능성은 약화
- 실적 부진에 따른 재무레버리지 확대(합산기준 부채비율: 2012년 말 523% → 2013년 말 1,023%)

(단위: 십억원, %)

구분	단기 차입금	유동성 장기 차입금	유동성 사채	장기 차입금	장기 사채	금융리스 부채, 상환 우선주	총차입금 (할인포함)	현금성 자산	순차입금 (할인포함)	부채비율
2009	138	143	360	557	1,946	3,044	6,187	1,269	4,919	259.5
2010	127	204	688	2,269	2,250	515	6,053	1,523	4,531	220.9
2011	134	252	798	2,941	2,243	530	6,897	1,008	5,890	320.7
2012	154	399	994	3,292	2,308	533	7,680	1,346	6,333	523.4
2013	314	1,004	2,134	2,807	654	218	7,130	1,129	6,001	1,023.1

주) 2013년 말 기준 유동성사채에는 부채비율 유지조항 위배로 유동성으로 재 분류된 공모사채 1조 3,300억원이 포함되어 있음.

■ **자금조달 패턴**

- 단기성차입금 대비 작은 규모의 현금 보유, 유동성 보강 필요
- 2010년 이후 회사채 조달 비중이 점차 낮아지는 추세
- 16개 그룹 평균 대비, 장기 비중은 낮고, 회사채 비중은 평균수준

현대그룹

(단위: 십억원, %)

구분	현금성자산 /매출액	현금성자산 /단기성차입금	회사채 /총차입금	장기 비중	현금성자산	단기성차입금	회사채	총차입금
2009	16.1%	136.8%	37.3%	85.0%	1,269	928	2,307	6,187
2010	16.7%	119.5%	48.5%	78.9%	1,523	1,275	2,938	6,053
2011	10.8%	79.8%	44.1%	81.7%	1,008	1,263	3,040	6,897
2012	13.4%	82.0%	43.0%	78.6%	1,346	1,641	3,302	7,680
2013	11.9%	32.1%	39.1%	50.7%	1,129	3,516	2,788	7,130

16개 그룹 합산, 평균

(단위: 십억원, %)

구분	현금성자산 /매출액	현금성자산 /단기성차입금	회사채 /총차입금	장기 비중	현금성자산	단기성차입금	회사채	총차입금
2009	9.8%	75.3%	38.8%	49.7%	85,625	72,262	83,152	196,904
2010	9.5%	62.0%	40.1%	53.2%	91,940	90,452	88,055	208,288
2011	9.4%	54.7%	41.9%	55.6%	106,149	106,635	103,130	244,802
2012	7.8%	55.8%	42.0%	58.4%	118,216	103,118	115,020	262,008
2013	7.4%	46.4%	38.8%	58.6%	140,633	108,929	117,836	265,144

주) 16개 그룹의 평균은 Median 적용

■ **운송부문 주요 계열사**

- 현대상선 : 2013년 연결기준 EBITDA -470억원, 순차입금 5.7조원, 부채비율 1,186%

■ **제조부문 주요 계열사**

- 현대엘리베이터 : 최근 3년 간 4,660억원의 자본확충에도 관계사 지분취득 및 파생상품 정산에 따른 자금소요와 현대상선, 현대증권 주가 하락에 따른 파생상품부채 증가(2013년 말 파생상품 순부채 4,325억원)로 재무구조 악화

(단위: 십억원, %, 배)

구분		총차입금	단기성 차입금	장기성 차입금	현금성 자산	순차입금	부채 비율	차입금 의존도	총차입금 /EBITDA
현대상선(연)	2012	6,677	1,313	5,363	963	5,714	720.1	74.3	주1
	2013	6,661	3,375	3,286	947	5,714	1,185.8	75.3	주1
현대로지스틱스(연)주2	2012	351	98	253	70	281	223.7	48.2	9.6
	2013	*431*	*187*	*243*	*115*	*316*	*421.9*	*53.4*	*9.0*
현대 부산신항만	2012	192	22	170	46	146	698.6	82.2	6.5
	2013	141	10	132	52	89	513.0	55.6	2.7
운송 소계	**2012**	**7,220**	**1,433**	**5,786**	**1,079**	**6,140**	**636.9**	**72.6**	**주**
	2013	**6,802**	**3,385**	**3,417**	**999**	**5,803**	**1,147.6**	**74.8**	**1,511.6**
현대 엘리베이터(연)	2012	445	196	249	260	185	219.3	35.2	6.4
	2013	315	120	195	121	194	652.4	26.2	2.7
제조 소계	**2012**	**445**	**196**	**249**	**260**	**185**	**219.3**	**35.2**	**6.4**
	2013	**315**	**120**	**195**	**121**	**194**	**652.3**	**26.2**	**2.7**
현대글로벌	2012	10	10	0	3	7	20.9	17.3	주1
	2013	9	9	0	2	8	38.4	27.2	주1
현대유엔아이	2012	5	2	2	4	1	132.8	8.7	0.3
	2013	4	1	2	8	-4	404.5	5.8	0.2
기타 소계	**2012**	**15**	**12**	**2**	**7**	**8**	**55.8**	**13.5**	**0.9**
	2013	**13**	**10**	**2**	**9**	**4**	**158.8**	**13.5**	**0.9**

주1) 부(-)의 EBITDA로 무의미함.
주2) 2013년 현대로지스틱스 연결 실적은 현대상선 연결에 포함되어 계열 합산 시 제외함.

Contents

1. SUMMARY
2. 그룹개관
3. 영업 및 재무 현황
4. 주요 계열사 재무 현황
5. 신용등급 현황
6. Credit Issues

4. 주요 계열사 재무현황

(단위: 십억원, %, 배)

구분		매출	영업이익	EBITDA	총자산	총자본	총차입금	순차입금	영업이익률	EBITDA 마진율	총차입금/EBITDA	EBITDA/이자비용	부채비율	차입금의존도
현대상선(연)	2012	8,047	-510	-221	8,982	1,095	6,677	5,714	-6.3	-2.7	주1	주1	720.1	74.3
	2013	8,149	-329	-47	8,843	688	6,661	5,714	-4.0	-0.6	주1	주1	1,185.8	75.3
현대로지스틱스(연)주2	2012	860	25	37	728	225	351	281	2.8	4.3	9.6	2.1	223.7	48.2
	2013	*1,347*	*32*	*48*	*806*	*155*	*431*	*316*	*2.4*	*3.5*	*9.0*	*2.1*	*421.9*	*53.4*
현대부산신항만	2012	102	20	30	234	29	192	146	19.3	29.1	6.5	2.8	698.6	82.2
	2013	138	41	51	254	41	141	89	29.7	37.3	2.7	5.1	513.0	55.6
운송 소계	**2012**	**9,009**	**-466**	**-154**	**9,944**	**1,349**	**7,220**	**6,140**	**-5.2**	**-1.7**	**주1**	**주1**	**636.9**	**72.6**
	2013	**8,287**	**-288**	**5**	**9,097**	**729**	**6,802**	**5,803**	**-3.5**	**0.1**	**1,511.6**	**0.0**	**1,147.6**	**74.8**
현대엘리베이터(연)	2012	916	49	70	1,266	397	445	185	5.4	7.6	6.4	2.5	219.3	35.2
	2013	1,066	99	117	1,204	160	315	194	9.2	11.0	2.7	4.8	652.4	26.2
제조 소계	**2012**	**916**	**49**	**70**	**1,266**	**397**	**445**	**185**	**5.4**	**7.6**	**6.4**	**2.5**	**219.3**	**35.2**
	2013	**1,066**	**99**	**117**	**1,204**	**160**	**315**	**194**	**9.2**	**11.0**	**2.7**	**4.8**	**652.3**	**26.2**
현대글로벌	2012	0	0	0	58	48	10	7	0.0	0.0	주1	주1	20.9	17.3
	2013	1	0	0	34	24	9	8	-16.7	-16.7	주1	주1	38.4	27.2
현대유엔아이	2012	126	11	16	51	22	5	1	8.4	12.5	0.3	52.7	132.8	8.7
	2013	143	8	15	60	12	4	-4	5.2	10.3	0.2	49.0	404.5	5.8
기타 소계	**2012**	**126**	**11**	**16**	**109**	**70**	**15**	**8**	**8.3**	**12.4**	**0.9**	**17.4**	**55.8**	**13.5**
	2013	**144**	**7**	**15**	**94**	**36**	**13**	**4**	**5.1**	**10.1**	**0.9**	**16.2**	**158.8**	**13.5**
합계	**2012**	**10,051**	**-406**	**-69**	**11,318**	**1,816**	**7,680**	**6,333**	**-4.0**	**-0.7**	**주1**	**주1**	**523.4**	**67.8**
	2013	**9,497**	**-182**	**136**	**10,395**	**926**	**7,130**	**6,001**	**-1.9**	**1.4**	**52.3**	**0.4**	**1,023.1**	**68.6**

주1) 부(-)의 EBITDA로 무의미함.
주2) 2013년 현대로지스틱스 연결 실적은 현대상선 연결에 포함되어 계열 합산 시 제외함.

Contents

1. SUMMARY
2. 그룹개관
3. 영업 및 재무 현황
4. 주요 계열사 재무 현황
5. 신용등급 현황
6. Credit Issues

5. 신용등급 현황

업체명	구분	2012.12	2013.12	2014.05
현대상선	장기	A/N	BBB+/N	BB+/S
	단기	A2	A3+	B+
현대로지스틱스	장기	BBB+/S	BBB+/N	BB+/S
	단기	A3+	A3+	B+
현대엘리베이터	장기	A/S	BBB+/S	BB+/S
	단기	A2	A3+	B+
현대증권	장기	AA/S	AA/S	AA/S
	단기	A1	A1	A1

Contents

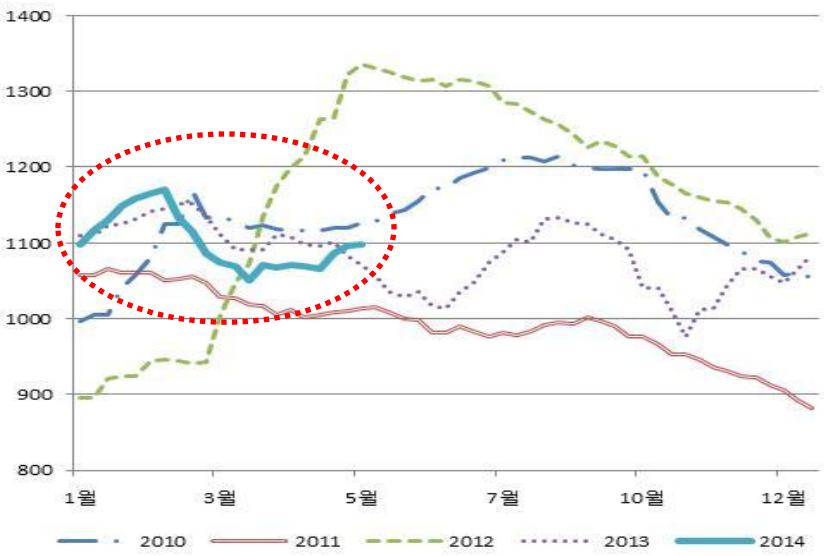
1. SUMMARY
2. 그룹개관
3. 영업 및 재무 현황
4. 주요 계열사 재무 현황
5. 신용등급 현황
6. Credit Issues

6. Credit Issues

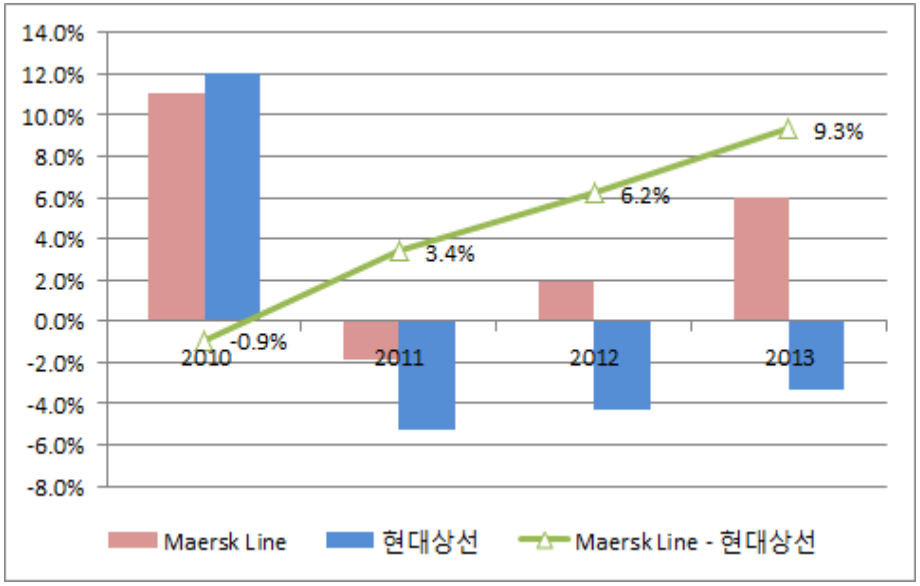
■ 해운 업황 개선의 불확실성

- 해운 시황 개선여부는 그룹 수익창출력 회복의 핵심 관건
- 수급상황의 추가 악화가능성은 낮아졌지만, 누적된 공급과잉과 선박 대형화에 따른 점유율 경쟁 심화, 경쟁 대형선사의 제고된 원가경쟁력 등이 업황 개선의 제약요인
- 2014년 컨테이너 운임은 1분기 하락세를 보이다가 최근 소폭의 반등을 보임
- 저속운항 등을 통한 비용절감과 선사간 협력체제(G6)강화를 통해 비용구조 개선 추진 중

컨테이너 운임추이(CCFI기준)



Maersk와 현대상선Container 영업수익성 비교

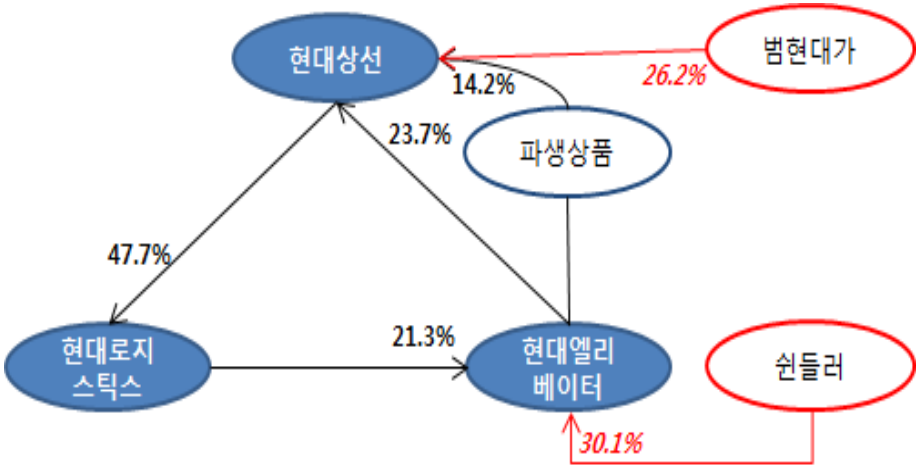


6. Credit Issues

■ 순환출자 구조와 지분관련 파생상품 계약에 따른 주요 계열사간의 신용위험 공유

- 계열사 신용도의 밀접한 연관성 : 순환출자 구조와 지분관련 파생상품 계약 등으로 현대상선의 실적 및 주가가 현대엘리베이터, 현대로지스틱스의 실적 및 재무구조에 직접적 영향을 미치고 있음
- 현대엘리베이터 : 현대상선 경영권 방어과정에서 활용된 파생상품 계약으로 2011년 이후 3년간 5,822억원의 손실 기록, 2013년 말 현재 4,329억원의 파생상품부채 인식
- 2014년 현대상선 지분관련 파생상품 계약의 80% 정산시점 도래로 만기연장 또는 정산부담 증가
- 현대상선 : 현대로지스틱스 지분과 관련하여 매각을 비롯한 다양한 재무구조 개선방안 검토 중
- 파생상품 정산과정의 현금 부담과 경영권 방어를 위한 우호지분 확보 과정, 지배구조의 변동여부 모니터링 필요

주요 계열사간 순환출자 구조(2013년 말 기준)



현대상선 지분관련 파생상품 부채와 손실

(단위: 억원)

구분	2006-2010	2011	2012	2013	누계
파생상품자산	671	180	117	4	4
파생상품부채	364	1,686	1,915	4,329	4,329
파생상품평가이익	2,656	2	139	4	2,800
파생상품거래이익	1	5	4	7	17
파생상품평가손실	1,450	1,813	569	2,905	6,738
파생상품거래손실	563	269	311	116	1,259
손익에 미친 영향	643	-2,075	-737	-3,010	-5,179

주1: 자베즈 제1호 PEF와 맺은 파생계약에 따라 현대증권 우선주에 대한 손익도 일부 포함되어 있음.
주2: 현대상선 주가하락(2013년 말 @11,400 → 2014년 3월말 @10,300)으로 현대엘리베이터 1분기 315억원의 파생손실 추가 인식

6. Credit Issues

■ 자구계획의 이행성과와 구조조정의 효과

- 2013년 12월 그룹차원에서 금융 3개사 및 사업부 매각을 포함한 총 3.3조원 규모의 자구계획 발표
- 적극적으로 자구계획 추진 중(LNG전용선부문 매각 본 계약 체결 등)
- 신속한 자구계획의 이행과 영업수익력 회복여부가 자구계획 이행성과와 구조조정의 효과를 좌우할 전망

중점 모니터링 요소

- 자구계획의 이행과정과 구조조정의 효과
- 해운 업황과 주력사의 펀더멘탈 및 재무구조 개선 여부
- 유동성과 지배구조 현황 등은 중점 모니터링 요소

자구계획 및 주요 실적

구분	(계획)금액	주요실적
금융3사(현대증권, 현대자산운용, 현대저축은행) 매각	7,000~1조원 이상	✓ 현대증권 지분 14.9% 신탁 후 2,000억원 담보대출 실행(4/23) ✓ 매각 진행 중
사업부문(항만터미널, 벌크전용선 부문 일부 등) 매각	약 1조 5,000억원	✓ LNG 전용선 사업부문 매각 관련 본 계약 체결(4/30) 6월 마무리목표, 양도가액 5,000억원(현금유입 4,000억원 예상) ✓ 부산신항만 FI교체(현금유입 500억원)
자산매각(국내외 부동산, 유가증권, 선박)	약 4,800억원	✓ 현대오일뱅크, KB금융지주, 신한금융지주 지분 등 매각(1,764억원) ✓ 컨테이너 Box, 부산 용당CY 등 매각(583억원) ✓ 부산 용당CY 등 부동산 매각 계속 진행 중
자기자본확충(현대상선 외자유치 추진, 현대엘리베이터 유상증자,현대로지스틱스 기업공개)	3,200억원 이상	✓ 현대엘리베이터 유상증자(3/4, 1,800억원)
기타(계열사 구조조정, 반얀트리 호텔 매각)	3,400억원 이상	

본 보고서의 한계점 및 유의사항

- 본 보고서는 **공시된 자료를 이용하여 작성**하였으며, 자료의 한계로 인해 해당 그룹의 **모든 계열사 재무제표를 포함하고 있지는 않습니다**. 분석에 포함된 기업 목록과 **사용한 회계기준은 기업집단 그룹별로 상이**하며 보고서 3페이지에 자세히 설명되어 있으니, **반드시 이를 확인하고 이용하기 바랍니다**.
- **그룹 또는 부문의 합산은** 계열의 상황이나 분석의 편의상 연결 또는 별도(개별) 재무제표를 선택하여 사용하였기 때문에 **그룹의 실체와 차이가 있을 수 있으며**, **그룹간의 직접적인 비교는 적절치 않을 수 있습니다**. 또한 인수, 합병과 관련해서는 발생일이 속한 결산년도에 연간 실적을 모두 포함하는 방식으로 자료를 정리하였고, 분할의 경우 시점에 따라 일부 실적이 누락되었을 수 있습니다.
- 재무제표의 기준 측면에서, **연결을 주로 사용한 경우의 재무비율은 별도(개별) 재무제표 기준으로 합산한 재무비율과 유의적인 차이를 보일 수 있습니다**. 또한 수익성 관련 지표는 연결과 별도의 차이가 크지 않으나, 재무구조 관련 지표는 그 차이가 클 수 있습니다. 특히, 지주사가 합산되거나 관계사 지분증권이 많은 계열사가 합산되는 경우에는 자산과 자본이 중복 계상되어 크게 나타날 수 있습니다.
- 여기 있는 **모든 정보의 저작권은 한국신용평가㈜의 소유입니다**. 따라서 어떤 정보도 당사의 사전 서면동의 없이는 어떤 방식으로든 특정 목적을 위해서 무단 전재되거나 복사 또는 재판매, 유포될 수 없습니다. 또한, 자료를 인용할 경우에는 반드시 출처를 밝혀주시기 바랍니다. 여기 있는 모든 정보는 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 믿어지는 자료원에 근거하고 있으며, 당사는 **객관적인 입장에서 공정을 기하기 위하여 최선의 노력을 다하고 있습니다**. 그러나 **당사는 이러한 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 인간적 또는 기계적, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성** 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는 데 대해 명시적으로 혹은 묵시적으로도 증명이나 서명 또는 보증 및 단언을 할 수 없습니다. 또한, 당사의 고의 또는 중대한 과실에 의한 경우가 아닌 한 이러한 **정보의 사용에서 발생하는 어떠한 피해나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다**.