



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592 seongjin.kang@tongyang.co.kr



# 현대상선 (011200)

## 신들러-현대엘리베이터 소송의 의미

**투자의견: HOLD (M)**  
**목표주가: 32,000원 (M)**

### 해운

주가	22,350원
자본금	8,164억원
시가총액	32,022억원
주당순자산	7,253원
부채비율	707.26%
총발행주식수	154,273,229주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	145,332주
52주 고	31,956원
52주 저	22,350원
외인지분율	13.57%
주요주주	현대엘리베이터 외 21인 27.37%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(14.0)	(14.7)	(12.5)
상대	1.1	3.6	2.5
절대(달러환산)	(13.3)	(10.6)	(8.5)



자료: Datastream



### Why This Report

지난 주말 (11/30) 신들러가 현대엘리베이터에 추가 소송을 제기했다는 것이 알려지면서, 이번 주 현대엘리베이터 주가가 급등락하는 모습이 나타났습니다. 그러나 소송의 내용을 살펴보면, 현대엘리베이터보다는 현대상선의 경영권에 영향을 미치는 요소인 것으로 판단됩니다. 신들러가 제기한 내용을 법원이 인정하게 되면 현대상선의 대주주인 현대엘리베이터의 현대상선 지배력이 순차적으로 약화될 것으로 보이기 때문입니다.

### Investment Point

#### 현대엘리베이터의 2대주주인 신들러, 현대엘리베이터에 추가 소송 제기

- ▶ 신들러, 현대엘리베이터를 상대로 추가 소송 제기. 현대엘리베이터가 Nexgen Capital, NH농협증권, 대신증권, Cape Fortune 등과 맺은 파생상품 갱신 및 유사계약 추가 행위를 금지해줄 것 요청
- ▶ 신들러는 현대엘리베이터의 지분 35.3%를 보유한 2대주주이며 이미 위 언급된 파생상품 계약관련된 두건의 소송을 진행중에 있음

#### 신들러의 거둬진 소송은 현대상선에 대한 현대엘리베이터의 지배력을 약화시킬 수 있음

- ▶ 현대엘리베이터가 27.7%의 지분만으로 현대상선을 지배할 수 있는 것은 Nexgen Capital 등 우호주주들이 17.1%의 지분을 추가로 확보해주고 있기 때문. 그 대가로 현대엘리베이터는 우호주주들의 현대상선 투자금에 대한 이자를 지급하고, 현대상선 주가 변동에 따른 원금 손실을 보전해주는 파생상품계약을 체결
- ▶ 신들러가 소송을 제기한 것은 위 파생상품계약에서 손실이 발생하고 있기 때문. 만약 신들러가 승소하여 위 파생상품계약의 갱신이나 신규체결이 불가능해지면 현대엘리베이터와 우호주주간의 관계가 약화되면서 현대엘리베이터가 행사할 수 있는 의결권은 순차적으로 줄어들 것

#### 투자의견 HOLD, 목표주가 32,000원 유지

- 신들러가 소송에서 이기면 장기적으로 현대상선은 M&A 위험에 노출될 수 있음
- 단기적으로 유상증자 구주주청약(2012.12.11~12)에 범현대가가 참여하는지 여부에 관심

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	81,242	74,208	80,960	85,793	97,208
매출액증가율	17.1	-8.7	9.1	6.0	13.3
영업이익	5,896	-4,146	-2,878	2,401	3,819
조정영업이익	5,702	-3,384	-3,710	2,401	3,819
지배주주귀속 순이익	5,863	-5,245	-6,798	-202	1,265
지배주주 귀속 EPS	4,316	-3,661	-4,702	-131	820
증가율	-170.5	-184.8	28.4	-97.2	-726.0
PER	7.8	-8.2	-4.8	-170.8	27.3
PBR	2.0	2.4	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	10.2	-60.6	-384.1	19.0	14.7
ROA	6.6	-5.9	-7.6	-0.2	1.4
ROE	24.7	-24.7	-49.7	-1.8	10.0

자료: 동양증권

**FACT : 선들러의 현대엘리베이터 추가 소송 제기**

현대엘리베이터는 지난 11월 30일 선들러가 제기한 소송의 내용을 공시했다. 선들러는 지난 11월 13일 현대엘리베이터에 대해 ‘위법행위유지 청구의 소’ 를 제기하였다. 선들러는 소송을 통해 현대엘리베이터가 현대상선 보통주식에 관하여 Nexgen Capital, NH 농협증권, 대신증권, Cape Fortune 와 체결한 파생금융계약의 만기를 연장하는 갱신계약을 체결하거나, 유사한 내용의 파생금융계약 체결을 금지해줄 것 등을 청구했다. 선들러는 이전에도 현대엘리베이터가 위에 열거된 주주들 (이하 우호주주들로 통칭)이 맺은 파생상품계약의 내용 및 이사회 의사록을 공개하라는 소송을 제기한 바 있던 상황이다.

선들러는 세계 2위의 엘리베이터 업체이며, 현대엘리베이터 지분 35.3%를 보유하고 있다. Nexgen Capital 은 프랑스 Natixis 은행의 100% 손자회사이다. Cape Fortune 은 홍콩의 컨테이너 터미널 업체인 Hutchison 의 펀드이다. NH 농협증권과 대신증권은 한국의 증권사다.

**현대엘리베이터의 공시내용 (위법행위 유지의 소)**

구분	내용
사건의 명칭	위법행위유지 청구의 소
원고·신청인	선들러 홀딩 아게 (Schindler Holding AG)
청구내용	당사가 현대상선 주식회사의 보통주식에 관하여 Nexgen Capital Ltd, NH 농협증권 주식회사, 대신증권 주식회사, Cape Fortune B.V.와 현대증권 우선주에 관하여 Jabez PEF I 과 각 체결한 파생금융계약의 만기를 연장하는 갱신계약을 체결하거나, 유사한 내용의 파생금융계약 체결을 금지하는 취지의 청구임
관할법원	서울중앙지방법원
향후대책	변호사와 협의하여 법적인 절차에 따라 대응할 예정임
제기일자	2012년 11월 13일
확인일자	2012년 11월 30일

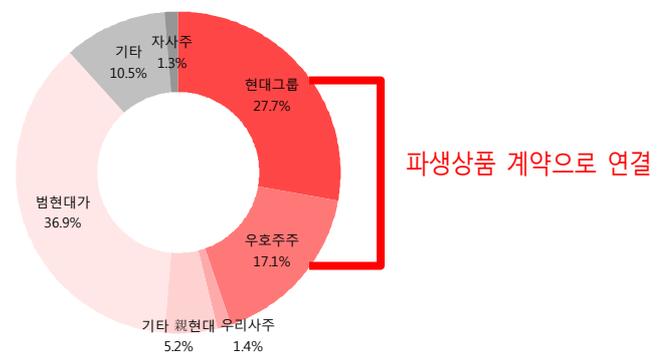
자료: 금융감독원, 동양증권 리서치센터

**Implication : 선들러의 거듭된 소송은 현대상선에 대한 대주주의 지배력을 약화시키는 결과**

현대엘리베이터는 현대상선 지분 27.7%(특수관계인을 포함)를 보유하고 있다. 반면 현대그룹에 포함되지 않는 현대중공업(16.4%), 현대삼호중공업(7.3%), 현대건설(7.7%), 현대산업개발(1.4%) 등, 이른바 범현대가라고 불리는 기업들의 지분율을 합산하면 36.9%에 달한다. 그럼에도 불구하고 현대엘리베이터가 현대상선에 대해 안정적인 경영권을 행사하는 것은 우호주주들을 통해 지분 17.1%의 의결권을 추가로 확보하고 있기 때문이다.

현대엘리베이터가 우호주주를 통해 현대상선을 지배하는 중요한 수단은 파생상품계약이다. 파생상품계약의 내용은 우호주주별로 다소 상이하지만, 대체로 우호주주들은 현대그룹과 의결권을 공동으로 행사하는 대신 현대엘리베이터가 우호주주들의 현대상선 주식 투자 원금과 일정 금리의 이자를 보장해주는 구조이다. 따라서 현대상선의 주가가 하락하면 현대엘리베이터가 우호주주들에게 정산해줘야하는 금액은 증가하고, 이는 현대엘리베이터의 파생상품손실로 누적된다. 현대엘리베이터의 2대주주인 선들러가 우호주주와의 파생상품계약을 갱신하지 말고 유사계약도 맺지 말것을 요구한 것은 파생상품계약에서 발생한 손실 때문이다.

#### 현대상선 지분구조



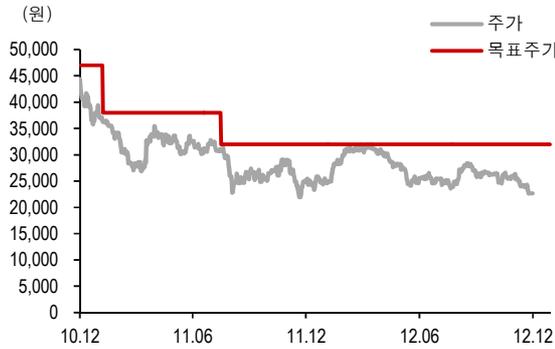
자료: 동양증권 리서치센터 + 주: 현대그룹은 현대엘리베이터(24.2%) 및 특수관계인, 범현대가는 현대중공업(16.3%) 등을 포함

선들러가 소송에서 승리할 경우 현대상선은 서서히 M&A 위협에 노출될 가능성이 있다. 법원이 선들러의 손을 들어주면, 현대엘리베이터가 우호주주와 파생상품 계약을 갱신하지 못하거나 유사한 계약을 맺지 못하게 된다. 따라서, 현대엘리베이터와 우호주주와의 관계는 각 파생상품 계약의 만기가 도래함에 따라 종료되고, 현대엘리베이터(현대그룹)와 범현대가의 지분을 격차는 축소될 것이다. 단, 기존 우호주주와의 파생상품계약은 2015년까지 순차적으로 만료되므로 지분을 격차가 급속히 줄어들지는 않을 것으로 보인다.

#### Action : 12월 11~12일 구주주청약기간 중 범현대가가 신주를 청약하는지 여부에 관심

우리는 현재 진행중인 현대상선 유상증자의 구주주청약기간인 2012년 12월 11일~12일을 주목할 필요가 있다. 현대중공업을 비롯한 범현대가가 이 기간 중 신주를 청약할 경우, 지분율이 기존 수준을 유지할 것이지만, 그렇지 않은 경우 지분율이 줄어드는 효과가 있을 것이다. 만약, 범현대가 기업들이 신주를 청약할 경우, 장기적으로 현대상선의 경영권에 대한 분쟁이 완전히 소멸되지 않은 것으로 인식될 수 있다. 반면 현대중공업의 신주청약이 없을 경우 경영권 분쟁 기대감은 다소 약화될 것이다.

현대상선 (011200) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-12-07	HOLD	32,000
2012-11-19	HOLD	32,000
2012-10-15	HOLD	32,000
2012-08-13	HOLD	32,000
2012-07-23	HOLD	32,000
2012-05-08	HOLD	32,000
2012-04-23	HOLD	32,000
2012-02-07	HOLD	32,000
2012-01-25	HOLD	32,000
2012-01-05	HOLD	32,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.