

매수(유지)

목표주가: 210,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(7/12)	2,392
주가(7/12)	151,000
시가총액(십억원)	5,663
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	192,500/140,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,724
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.6/33.9
주요주주(%)	정의선 외 3 인 39.3
	Den Norske Amerikaline AS 12.0

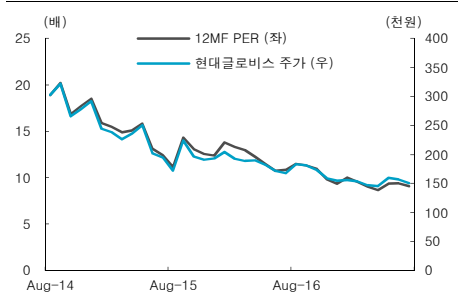
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2017F	16,431	16,600	1.0
2018F	16,090	16,261	1.1
2019F	17,085	17,259	1.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.6)	(8.5)	(14.0)
상대주가(%p)	(3.1)	(23.1)	(34.1)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

운송
최고운 3276-6192
gowoon@truefriend.com

보험/지주
윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

규제 강화가 주는 역발상 투자 기회

역설적으로 공정위 규제 강화가 기업가치 재평가 계기

공정거래위원회의 일감몰아주기 규제로 글로벌비스의 지배구조 변화는 필연적이다. 역설적으로 우리는 글로벌비스의 지배구조 변화를 긍정적으로 평가하는데, 오랜 기간 글로벌비스 주가를 움직여온 지배구조 노이즈에서 벗어나 순수 물류회사로 재평가될 것으로 예상되기 때문이다. 삼성전자의 지주 전환 포기 선언 이후 사업가치가 재조명된 삼성SDS의 사례를 참고할 필요가 있다.

물류 본업 이익 안정적으로 증가

현대글로벌비스의 영업이익은 계열과 비계열 물량이 함께 늘어나 2019년까지 연평균 7% 증가할 전망이다. 현대차 그룹의 완성차 해상운송에서 글로벌비스가 담당하는 물량은 현재 50%에 불과하나 내년에는 60%로 높아지고 2020년부터는 그룹 물량 대부분을 글로벌비스가 처리하게 될 것이다. 또한 3자물류, M&A를 통해 비계열 물량의 비중을 2020년까지 40%로 확대해 중장기 성장동력을 확보할 것이다.

밸류에이션 재해석이 필요한 시기

현대글로벌비스에 대한 목표주가를 210,000원으로 17% 상향한다. 목표주가는 2017F EV/EBITDA 9배(2015~16년 평균)를 적용해 구했다. 기존 2017F PER 12배(2013년 저점)에서 순수 영업가치를 반영하는 방식으로 과거 2개년 평균 EV/EBITDA를 적용했다. 현재 주가는 역사적 저점인 7배에 불과하다. 토요타통상은 10배, 완성차 해상운송 분야의 세계 1, 2위 업체인 NYK, MOL은 각각 12배, 14배에서 거래되고 있다. 글로벌비스를 지배구조 이슈에서 벗어나 물류 본업의 가치로 평가할 경우 글로벌 피어 대비 밸류에이션 매력에 부각될 것이다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	14,671	15,341	16,143	17,179	17,810
영업이익(십억원)	698	729	788	856	905
세전이익(십억원)	593	704	867	883	937
순이익(십억원)	377	506	622	634	673
EBITDA(십억원)	827	885	964	1,051	1,117
순차입금(십억원)	797	787	743	685	663
영업이익률(%)	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1
ROE(%)	12.8	15.4	16.7	14.9	14.0
배당수익률(%)	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
EPS(원)	10,052	13,483	16,600	16,919	17,942
(EPS 증가율, %)	(29.7)	34.1	23.1	1.9	6.0
BPS(원)	82,577	92,725	106,325	120,244	135,185
DPS(원)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
PER(x)	19.2	11.5	9.1	8.9	8.4
PBR(x)	2.3	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(x)	9.7	7.4	6.6	6.0	5.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Contents

I. 지배구조에서 벗어나 순수 물류회사로 재평가	2
1. 오너일가 지분이 글로벌비스의 성장을 저해	
2. 삼성SDS 사례를 통해 살펴본 글로벌비스	
3. 오너 손을 떠나야 기업가치 제고에 유리	
4. 지주사 설립 후 글로벌비스 현물출자 유력	
II. 전문 물류업체로서의 영업가치에 주목	7
1. 오너 손 떠나면 계열물량 확대 가능	
2. 비계열물량 다각화로 중장기 성장동력 확보	
3. 상대우위 수익성은 차별적 물류경쟁력 반증	
III. 밸류에이션 재해석 필요한 시점	10
기업개요 및 용어해설	11

리포트 작성 목적

- 현대글로비스 투자 관점 변화에 대한 아이디어 제시
- 지배구조 이슈에서 벗어나 물류 본업가치 재평가 가능성 분석
- 물류 본업의 이익모멘텀 전망 제시. 계열/비계열 물량 증가 여력 분석
- 글로벌 물류업체 대비 밸류에이션 및 주가 상승여력 비교

I. 지배구조에서 벗어나 순수 물류회사로 재평가

1. 오너일가 지분이 글로비스의 성장을 저해

공정위의 일감몰아주기 규제
강화에 대한 의지 뚜렷

김상조 공정거래위원장 선임 후 산업계의 일감몰아주기 규제 강화가 화두로 등장했다. 1) 계열사 간 내부거래, 2) 하청업체와의 불공정한 거래, 3) 비상장 기업을 활용한 경영권 승계 등이 주요 조사 대상이다. 공정위는 일감몰아주기와 관련된 기업 오너일가의 지분 한도를 30%에서 20%로 축소하는 방안을 검토 중이다. 정부의 의지가 뚜렷한 만큼 재계도 적극적으로 대응 방안을 검토하고 있다. 대한항공 계열인 유니컨버스는 지분 무상증여를 선택하고, 한화는 한화S&C의 SI사업 물적분할과 외부 지분 매각 등을 동시에 진행할 예정이다. 우리는 현대차 그룹 계열사인 현대글로비스에 주목하는데, 오너 일가의 지분이 30%에 달하고 매출의 60%가 현대차 그룹에서 발생해 규제 강화를 피할 수 없기 때문이다. 글로비스는 경영권 승계 재원으로 설립 이후 급성장했다. 그러나 규제 강화로 계열사 간 거래에 제동이 생김에 따라 오너 일가의 지분이 기업 성장에 부담이 되는 아이러니한 상황이 연출되고 있다.

〈표 1〉 일감몰아주기 기업 사례

그룹사	관련 계열사	내부거래 비중	총수일가 지분	일감 몰아주기 규제에 대한 조치
현대자동차	현대오토에버	89.4%	19.5%	2015년 정몽구 회장이 보유하던 현대오토에버 지분 9.68% 전량 매각
	현대글로비스	60.5%	30.0%	오너일가 글로비스 지분 13.4% 매각 폴란드 물류기업 아담폴 인수등의 M&A를 통해 해외 물류사업을 확장하여 내부거래 의존도를 줄이는 방향 추진
GS	GSITM	78.8%	80.6%	특별한 선제 조치 추진하지 않음
한진	유니컨버스	73.4%	100%	지분전량 대한항공에 무상 증여 결정
	사이버스카이	74.2%	33.3%	대한항공이 사이버스카이 지분 전량 매입 후 사이버스카이를 자회사로 편입
삼성	삼성 SDS	71.6%	17.0%	이재용 부회장 보유 지분 2.05% 처분
한화	한화 S&C	67.6%	100%	한화 S&C 사업부분 물적분할 후 지분 일부 외부투자자에게 매각 결정
LG	LGCNS	55.0%	2.5%	총수 일가족 지분 미달로 규제 대상에서 제외
CJ	CJ 올리브네트웍스	19.7%	45.1%	총수일가의 지분율을 낮추기 위한 CJ 올리브네트웍스의 상장 가능성 대두

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 2〉 일감몰아주기 총수일가 사익편취 금지 규제

구분	내용
적용 대상	자산총액 5조원 이상인 공시 대상 기업집단
규제내용	총수일가에 부당한 이익을 제공하는 행위 금지
규제 기준	상장사 총수일가 지분 30% 이상, 비상장사 20% 이상을 보유한 계열회사
금지 행위 유형	상당히 유리한 조건의 거래/ 사업기회의 제공/ 상당한 규모의 거래
예외	상당히 유리한 조건의 거래: 거래조건 차이가 7% 미만이고, 연간 거래금액이 50억원 미만인 경우 상당한 규모의 거래: 연간 거래금이 200억원 미만이고 거래상대방 평균매출액의 12% 미만인 경우

자료: 공정거래위원회, 한국투자증권

〈표 3〉 공정거래법 개정안 발의 주요 내용

현행법	공정위 개정 안	김동철 의원 안	제윤경 의원 안	채이배 의원 안
지분비율은 시행령에 위임	지분비율은 시행령에 위임	지분비율 법률에 직접 규정	지분비율 법률에 직접 규정	지분비율 법률에 직접 규정
상장회사 30% 비상장회사 20%	구분없이 20%	구분없이 10%	구분없이 20%	구분없이 20%
직접 보유 지분만 산정	간접 지분도 포함	직접 보유 지분만 산정	간접 지분도 포함	간접 지분도 포함

자료: 국민의당, 더불어민주당, 한국투자증권

현대차 그룹은 미봉책인 일부 지분 매각보다 근본적 대안을 제시할 가능성 높아

현대차 그룹은 2015년 일감몰아주기에 대응해 오너일가의 지분을 매각했다. 그러나 당시 우회적인 규제 회피 논란과 승계 재원인 잔여 지분가치 하락, 투자자 우려 등의 문제가 불거졌다. 이에 현대차 그룹은 과거에 사용했던 미봉책에서 벗어나 근본적인 대응과 경영권 승계를 고려한 활용방안을 동시에 검토할 가능성이 높다. 추가 지분 매각을 검토할 수 있겠지만 2015년에 이어 오너 일가의 연이은 지분 매각은 쉽지 않고, 주가가 하락할 경우 남은 20%를 경영권 승계재원으로 활용하는 가치 또한 감소하며, 무엇보다 정부의 규제 강화를 우회적으로 피하는 방안이라는 점에서 실행 이후에도 부담이 클 것이다. 따라서 현대차 그룹은 지분가치를 충분히 활용하면서 경영권 승계를 추진할 가능성이 높다.

[그림 1] 현대글로벌비스 주가 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

2. 삼성SDS 사례를 통해 살펴본 글로벌비스

글로벌비스, 삼성SDS처럼 순수 사업회사로 재평가

역설적으로 우리는 글로벌비스의 지배구조 변화를 긍정적으로 평가하는데, 오랜 기간 글로벌비스 주가를 움직여온 지배구조 노이즈에서 벗어나 순수 운송회사로 재평가될 것으로 예상되기 때문이다. 삼성전자의 지주 전환 포기 선언 후 사업가치가 재조명된 삼성SDS의 사례를 참고할 필요가 있다. 삼성SDS는 상장 이후 1) 삼성전자/삼성전자 홀딩스 합병, 2) 물류사업 분할, 3) 오너 일가의 지분 활용 방안이 주가를 좌우했다. 아이러니하게도 삼성SDS 주가는 4월 27일 삼성전자의 지주전환 포기 선언 이후 랠리를 이어갔는데, 지배구조 이슈에서 벗어나서 순수 사업회사로서의 pure play 평가가 진행되었기 때문이다. 삼성SDS에 대한 예측 가능성이 높아짐에 따라 시장의 관심이 블록체인, AI, 물류 captive 확대 등의 사업 경쟁력과 보유 현금활용 방안으로 이동했다. 이재용 부회장의 지분 2.05% 매각과 삼성전자의 지주 전환 포기 선언 이후에도 삼성SDS 실적은 사업가치에 기반해 꾸준히 개선됐고, 시장은 지배구조 활용방안보다 삼성SDS의 영업가치에 주목하기 시작했다.

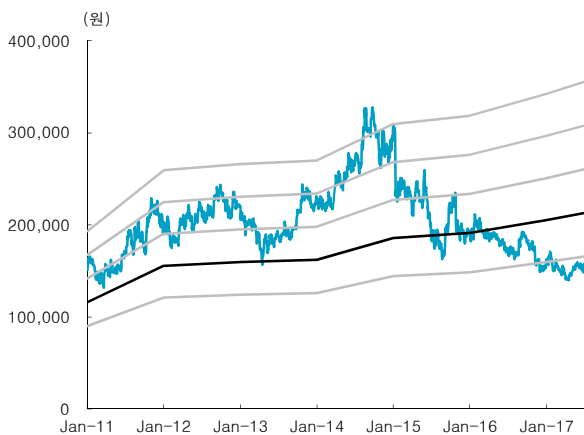
[그림 2] 삼성SDS 주가 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

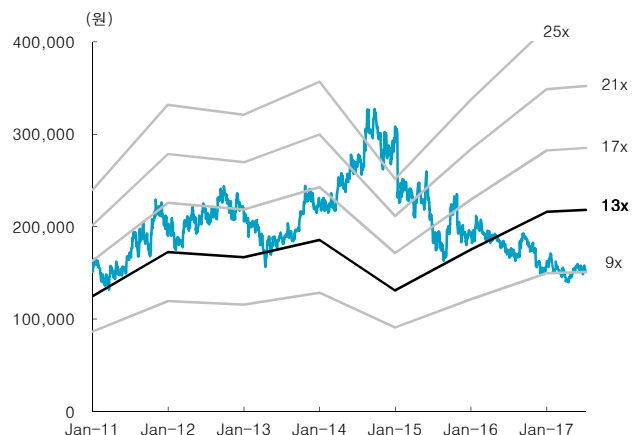
글로비스 주가는 과거 지배구조 프리미엄을 받던 당시 PER 30배까지 정당화됐지만, 지배구조 개편 과정에서 활용방안에 대한 불확실성이 제기되며 13배까지 하락했고 현재 PER은 9배 수준에 그치고 있다. 지배구조 프리미엄이 반영됐다고 보기 힘든 수준이다. 지배구조 이슈에서 벗어나 영업가치와 보유현금 활용방안(M&A), peer 비교에 기반한 밸류에이션 등을 적용하면 새로운 평가가 가능하다.

[그림 3] 현대글로비스의 EV/EBITDA 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] 현대글로비스의 PER 밴드



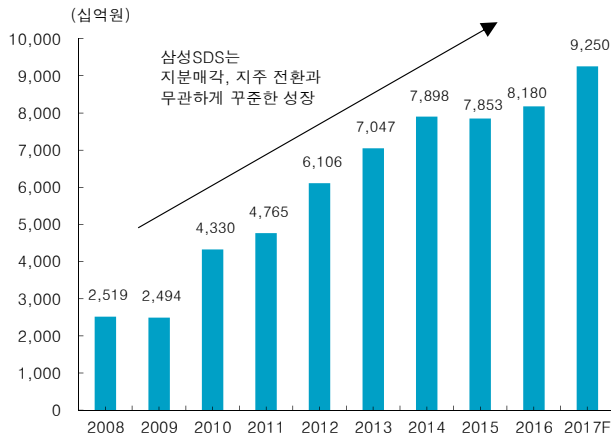
자료: Quantwise, 한국투자증권

3. 오너 손을 떠나야 기업가치 제고에 유리

역설적으로 오너 손을 떠나면 계열사 거래 확대에 성장 기대

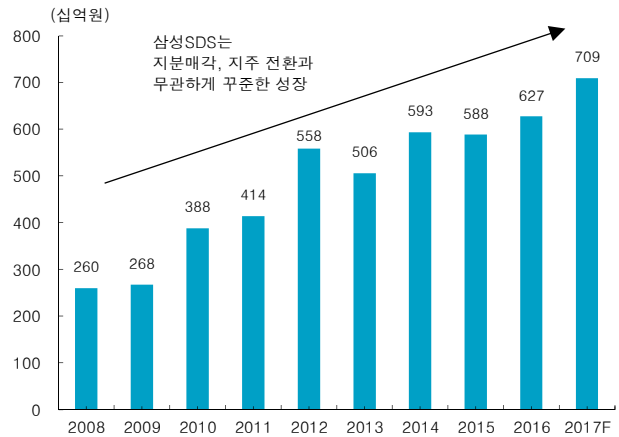
글로비스는 설립 후 오너 일가가 지분을 보유한 핵심회사로 그룹의 비호 아래 급성장했다. 내부거래 매출 비중은 60.5%에 달하는데 현재는 일감몰아주기 규제 강화로 계열사의 전폭적인 지원을 기대하기 힘든 상황이다. 글로비스가 현대차 그룹의 완성차 해상운송에서 담당하는 비중(배선권)은 50%인데, 100%까지 높이는 것도 현재의 규제 강화 기초를 고려하면 부담스럽다. 글로비스가 오랜 기간 배선권의 단계적 확대를 노린 것도 이의 연장선에 있다는 판단이다. 그러나 일감몰아주기 규제 강화로 오너-글로비스의 직접적인 연결고리가 사라지면 유코카캐리어 등 글로비스가 계열사 거래를 확대할 여지가 상존한다. 글로비스가 지주사(ex. 모비스 홀딩스)의 자회사가 돼 일감몰아주기 규제와 무관해지기 때문이다. 따라서 기업의 성장을 위해서는 오너-글로비스의 연결고리를 해소하는 게 유리하다.

[그림 5] 삼성SDS 매출 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 삼성SDS 영업이익 추이



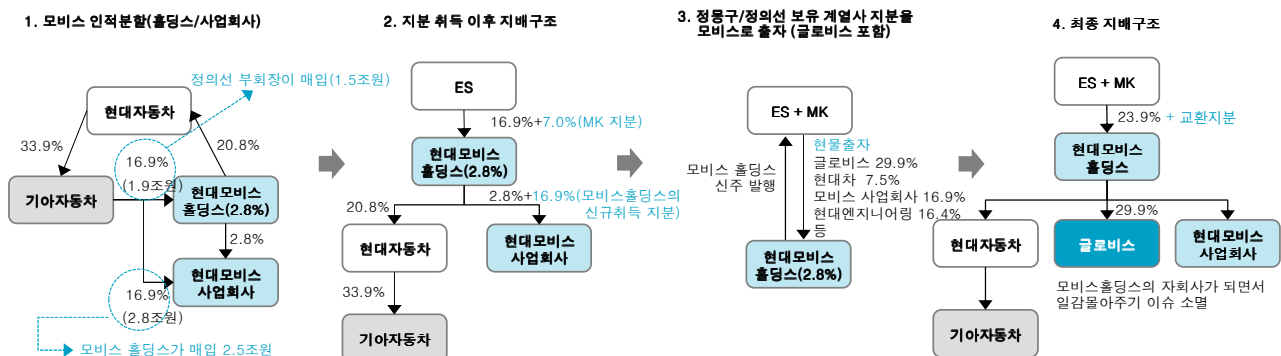
자료: Quantiwise, 한국투자증권

4. 지주사 설립 후 글로비스 현물출자 유력

모비스 인적분할 후 모비스 홀딩스에 현물출자 유력

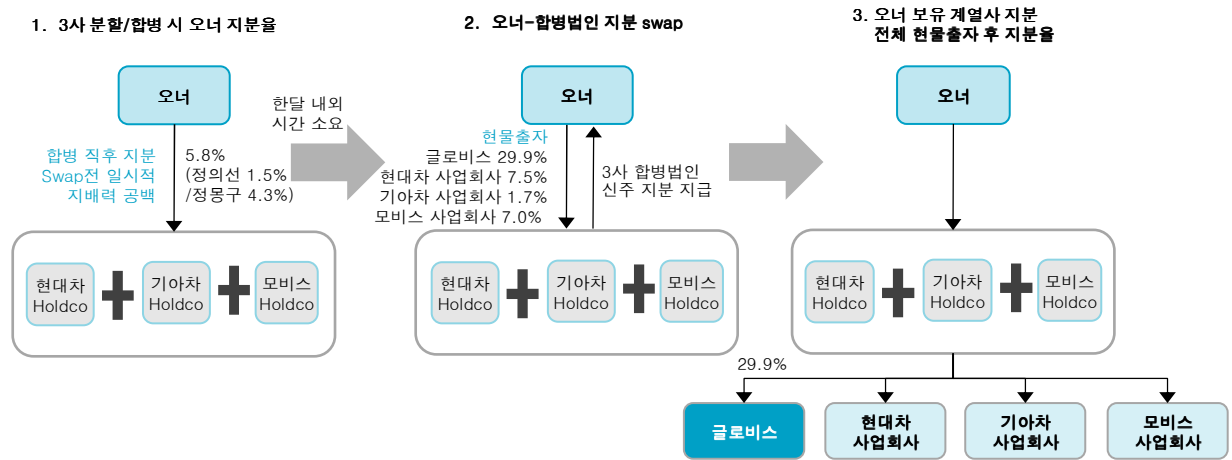
우리는 현대차 그룹이 지주사를 설립한 후 현대글로비스 지분을 현물출자하고 반대급부로 오너 일가가 지분을 확보할 가능성이 높다고 판단한다. 전술한 것처럼 추가 지분 매각은 규제를 우회적으로 회피하는 것이라 명분이 부족하고, 지분 매각 후 잔여지분가치 감소로 실익이 부족하며, 10%의 지배력을 잃는 것보다 효율적이기 때문이다. 1) 모비스 분할 후 모비스 홀딩스를 지주사로 설립하는 방안, 2) 현대차, 현대모비스, 기아차 분할 후 3사 투자회사를 합병해 지주사를 설립하는 방안 모두 가능하나 우리는 현대모비스를 인적분할해 지주사를 설립하고 모비스 홀딩스에 현대글로비스를 현물출자할 가능성이 높다고 판단한다. 이 경우 오너 일가는 모비스 홀딩스 지분을 확보하고, 모비스 홀딩스는 글로비스의 모회사가 된다. 글로비스의 지분가치 훼손 없이 지주사 지분으로 교환해 그룹 지배력을 높일 수 있고 그룹 내 글로비스 지배력은 그대로 유지된다.

[그림 7] 현대모비스 인적분할 후 현대글로비스 현물출자



주: 현대모비스를 투자회사 37%, 사업회사 63%로 인적분할. 현대모비스 보유 지분가치를 투자회사로 가정
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] 현대차/기아차/현대모비스 인적분할 후 현대글로비스 현물출자



주: 계열사 지분 가치 총액을 투자회사로 가정
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

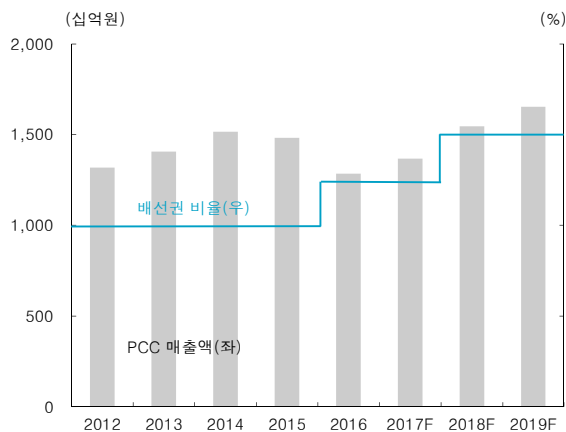
II. 전문 물류업체로서의 영업가치에 주목

1. 오너 손 떠나면 계열물량 확대 가능

PCC, 아직 절반이나
남은 captive 수혜

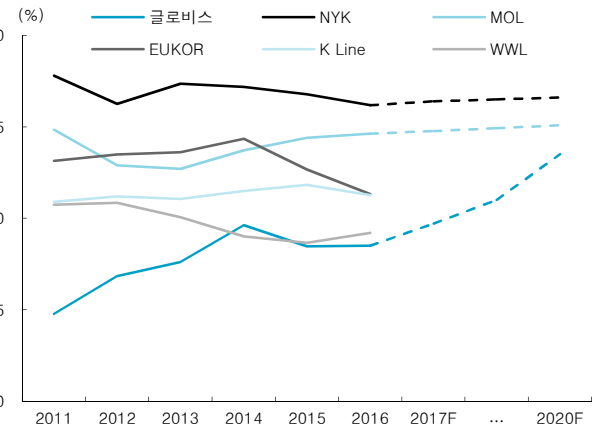
현대차 그룹의 완성차 해상운송(Pure Car Carrier: PCC)은 현재 글로벌리스와 유코카캐리어스가 절반씩 담당하고 있는데, 내년부터는 현대글로벌리스의 비중이 60%로 높아질 것이다. 기존 계약에 따라 2019년까지는 유코카캐리어스의 물량 비중을 최소 40%로 보장해야 한다. 현대글로벌리스는 2018년 그룹 물량의 60%만 가져오는 대신 고수의 유럽 물량을 우선적으로 확보할 계획이다. 이에 따라 2018년 PCC 매출은 올해보다 13% 증가할 전망이다. 2020년부터는 현대글로벌리스가 가져가는 제한이 없어진다. 대주주 지분율이 낮아지면 일감몰아주기에 대한 부담도 줄어들기 때문에 중장기적으로 글로벌리스가 그룹 물량을 모두 담당할 것으로 예상된다. 현대글로벌리스는 글로벌 PCC 6위 업체로 현대/기아차 물량을 100% 처리할 경우 3위로 올라설 수 있어 아웃소싱보다는 내재화를 통한 규모의 경제 확보에 나설 것이다.

[그림 9] 현대차 그룹 내 PCC 담당비중은 여전히 50%에 불과



자료: 현대글로벌리스, 한국투자증권

[그림 10] 글로벌 PCC 시장 점유율, 글로벌리스 3위 도약 전망



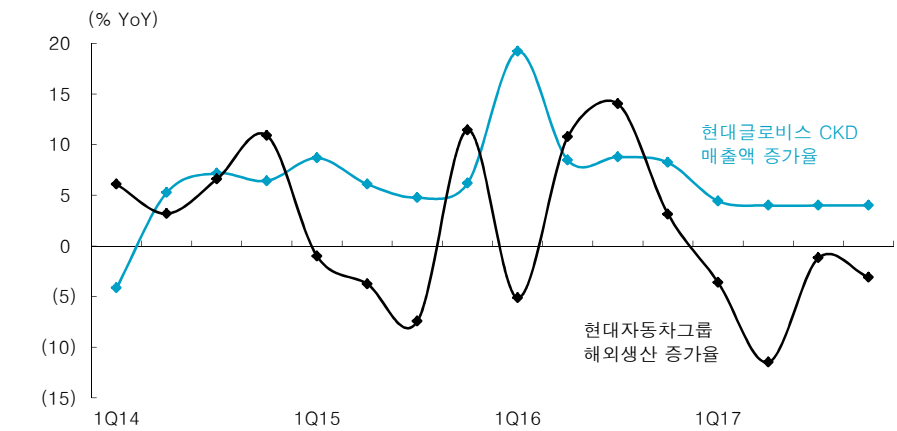
주: Capacity 기준

자료: Hensens Shipping AS, NYK, 한국투자증권

CKD, captive를 뛰어넘는
성장 보여줄 것

현대차 그룹의 해외 물류수요 역시 증가할 여지가 크다. CKD(Complete Knock Down) 사업은 현대/기아차의 해외 생산시설에 부품을 공급하는 물류서비스로 글로벌리스 매출의 약 40%를 차지한다. 완성차 생산시설이 해외로 확대되면서 물류 동선이 복잡해지고 판매지역과 국가별 차량모델이 다양해짐에 따라 CKD 물류의 중요성이 점차 높아지고 있다. 현대/기아차의 해외생산 비중은 2010년 46%에서 2016년 59%로 상승했다. 올해 중국 시장 부진에도 기아차의 멕시코 생산이 본궤도에 오르면서 해외비중은 57%에 이를 전망이다. 또한 현대차 그룹 해외생산의 절반을 차지하는 중국과 인도에서 글로벌리스의 CKD 사업은 아직 시작 단계이다. 단기적으로 현대/기아차의 중국 생산이 부진한 영향은 적게 받는 반면 중장기적으로 중국과 인도시장 진출에 따른 captive 수혜 여력이 크다. 이에 따라 CKD 매출액 증가율은 현대/기아차 생산 증가율을 상회할 전망이다.

[그림 11] CKD 매출액 꾸준히 증가



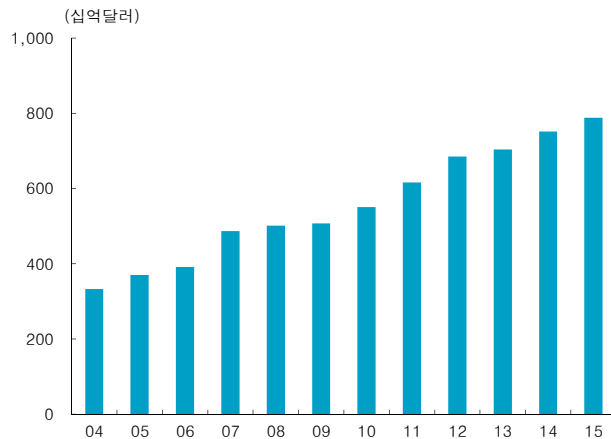
자료: 각사, 한국투자증권

2. 비계열 물량 다각화로 중장기 성장동력 확보

**3자물류사업 확대,
지배구조 불확실성 해소는
M&A의 트리거**

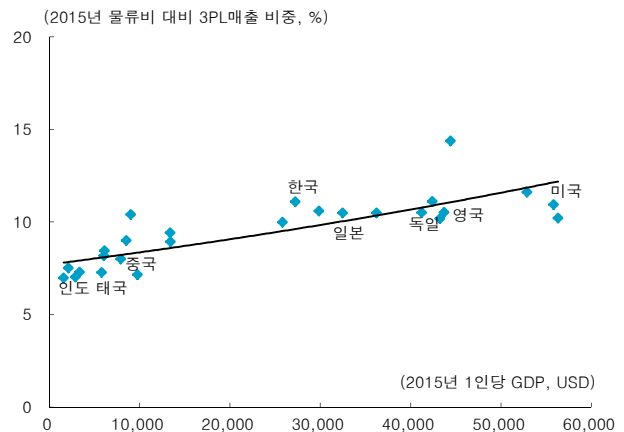
구조적으로 성장하는 3자물류 시장에 현대글로벌비스의 진출이 가속화되고 있다. 2013년 23%에 불과했던 비계열 물량 비중은 2016년 31%로 상승했다. 비계열 물량이 90% 이상인 국내 상품유통 매출액 증가율은 중고차 사업의 선전에 힘입어 전사 외형성장률을 크게 상회하고 있다. 해외법인의 3자물류 비중은 아직 15%에 불과한데, 향후 영업기반이 안정화되며 국내물류 내 비계열 수준인 30% 수준까지 상승할 전망이다. 특히 M&A를 통해 3자물류 사업기반이 빠르게 확대될 것이다. 지난 1분기 말 현금성자산은 1,1조원이며 이자보상배율은 14배(토요타통상 7배, CJ대한통운 4배)에 이른다. 안정적인 재무능력과 56개의 해외 물류거점을 갖춘 글로벌 네트워크가 M&A 모멘텀을 뒷받침할 전망이다.

[그림 12] 글로벌 3자물류 시장 성장 지속



자료: Armstrong & Associates, 한국투자증권

[그림 13] 경제 성장할수록 3자물류 활성화



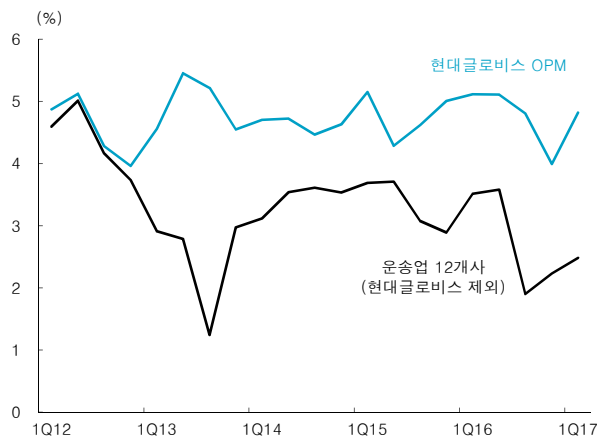
자료: Armstrong & Associates, 한국투자증권

3. 상대우위 수익성은 차별적 물류경쟁력 반증

국내 물류업체 평균 대비 2배 수준의 영업이익률

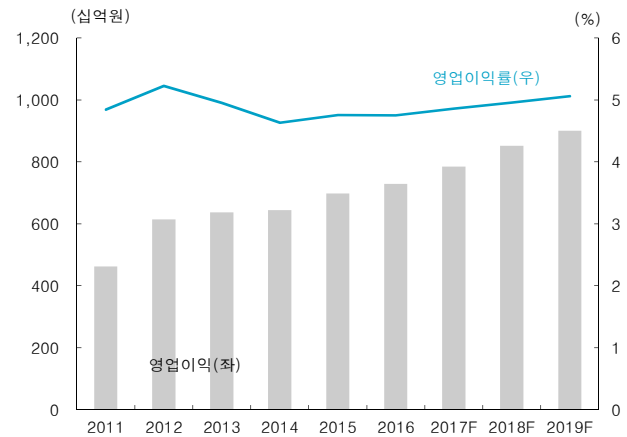
현대글로비스는 5% 내외의 영업이익률을 안정적으로 유지하고 있다. 국내 물류업체들의 영업이익률이 대부분 2~3%대에서 정체된 것과 차별화된 모습이다. 글로비스의 영업이익률은 2012년 5.2%를 피크로 현대/기아차의 성장 둔화와 맞물리며 점진적으로 하락했다. 일회성비용 300억원이 발생했던 4분기를 제외한 2016년 1~3분기 영업이익률은 다시 5%대를 회복했다. 올해에는 CKD와 해외물류 매출액이 안정적으로 늘면서 수익성은 작년 4분기를 바닥으로 점진적으로 향상될 전망이다. 영업이익률이 국내 물류업체 평균의 2배 수준이고 향후 꾸준히 상승할 것으로 예상되는 것은 까다로운 자동차 물류산업에서 글로비스가 쌓아온 경쟁력을 입증한다. 2010년대 초반 이후 영업이익률이 지속적으로 하락하는 현대/기아차와의 실적 차별화가 부각될수록 주가 디커플링 역시 본격화될 것이다.

[그림 14] 현대글로비스 영업이익률 5% 안정적 유지



자료: 각사, 한국투자증권

[그림 15] 물류 본업의 안정적 이익증가에 주목



자료: 현대글로비스, 한국투자증권

〈표 4〉 현대글로비스 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2016				2017F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F
매출액	3,763	3,839	3,819	3,920	3,977	4,028	4,017	4,120	14,671	15,341	16,143	17,179
증가율	11.1	3.7	(1.1)	5.3	5.7	4.9	5.2	5.1	5.4	4.6	5.2	6.4
물류	1,834	1,871	1,810	1,914	1,898	1,929	1,876	1,975	7,475	7,430	7,678	8,159
내수	295	306	272	336	310	315	285	346	1,202	1,208	1,255	1,306
해외	1,539	1,566	1,539	1,579	1,589	1,614	1,591	1,629	6,273	6,222	6,423	6,853
PCC	320	323	321	321	341	339	343	344	1,483	1,285	1,367	1,545
Bulk	293	261	293	316	283	255	286	306	1,203	1,163	1,130	1,186
기타	927	981	925	941	964	1,021	962	979	3,587	3,774	3,925	4,122
유통	1,929	1,968	2,009	2,005	2,079	2,099	2,141	2,145	7,196	7,911	8,464	9,020
CKD	1,507	1,487	1,538	1,469	1,574	1,546	1,600	1,527	5,406	6,001	6,248	6,716
상품	422	481	471	537	505	553	542	617	1,790	1,910	2,217	2,304
영업이익	192	196	184	157	192	198	197	202	698	729	788	856
증가율	10.3	23.6	2.9	(16.0)	(0.4)	0.8	7.4	28.8	8.3	4.4	8.2	8.6
영업이익률	5.1	5.1	4.8	4.0	4.8	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	4.9	5.0
세전이익	240	164	277	22	302	173	162	230	593	704	867	883
증가율	39.9	8.5	230.2	(88.1)	25.6	5.7	(41.7)	937.7	(16.7)	18.8	23.1	1.9
지배주주순이익	179	103	219	5	247	125	116	135	377	506	622	634
증가율	48.5	(8.6)	1,251.9	(96.4)	37.7	21.0	(46.9)	2,819.2	(29.7)	34.1	23.1	1.9

자료: 현대글로비스, 한국투자증권

III. 밸류에이션 재해석이 필요한 시점

글로벌 물류업체 대비 디스카운트에 주목

현대글로벌비스의 목표주가를 기존 180,000원에서 210,000원으로 17% 상향한다. 목표주가는 2017F EV/EBITDA 9배(2015~16년 평균)를 적용해 산출했다. 이는 글로벌 물류업체 13개사 평균 12배 대비 25% 낮은 수준이다. 기존에는 지배구조 불확실성을 감안해 2017F PER 12배(2013년 저점)를 적용했으나, 순수 영업가치를 반영하여 과거 평균 EV/EBITDA로 목표 밸류에이션을 변경했다. 현 주가는 2017F EV/EBITDA 6.6배에 불과하다. 유사한 사업모델로 성장해 온 토요타자동차 그룹의 물류/상사업체인 토요타통상은 10배, 완성차해상운송 분야의 세계 1, 2위 업체인 NYK, Mitsui OSK Lines은 12~14배에서 거래되고 있다. 글로벌 피어와의 직접적인 비교에는 한계가 있으나, 물류사업의 영업가치로 평가할 경우의 주가 상승여력을 가늠해 볼 수 있다.

전문 물류업체로서의 경쟁력에 대한 과도한 디스카운트는 매수 기회

지배구조 이슈에서 벗어나 물류 본업가치로 현대글로벌비를 바라볼 경우 저평가 매력이크다. 글로벌비의 밸류에이션은 역사적 저점을 지나 계속 하락하고 있다. 현대차 그룹 내 시가총액 비중은 6%로 지배구조 프리미엄을 받기 이전인 2013년 수준으로 낮아졌다. 최근 운송주는 경기순환주로서 글로벌 경기회복 기대감, 국내 증시 강세와 맞물려 리레이팅되고 있다. 그 동안 소외되었던 글로벌비에 대한 관심이 필요한 시점이다. 일감몰아주기 규제 우려가 해소된다면 PCC 등 그룹사의 물류수요를 추가 흡수할 수 있고, 향후 M&A가 구체화될 경우 지배구조 노이즈에서 벗어나 주가 모멘텀이 빠르게 개선될 전망이다.

〈표 5〉 목표주가 210,000원 상향

(단위: 십억원, 배, 천주, 원, %)

구분	내용	비고
EBITDA(A)	964	2017F EBITDA
목표 EV/EBITDA(B)	9.0	2015~16년 평균 EV/EBITDA
기업가치(C=A*B)	8,674	
순부채(D=E-F)	787	
이자지급차입금(E)	1,886	2017F 추정치 기준
현금성자산(F)	1,099	2017F 추정치 기준
목표 시가총액(G=C-D)	7,887	
유통주식수(H)	37,500	
목표주가(G/H)	210,310	
현재주가	151,000	7월 12일 종가
상승여력	39.1	

자료: 한국투자증권

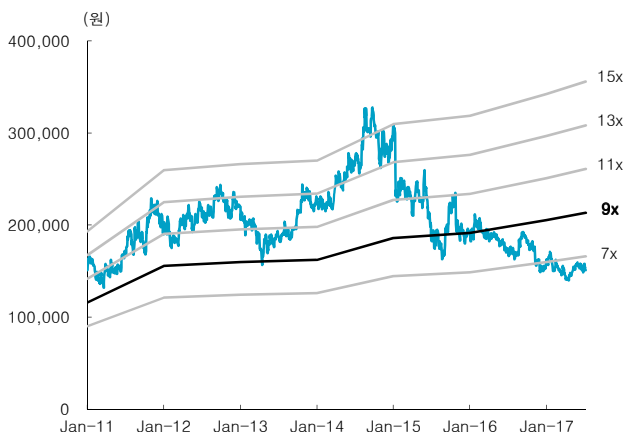
〈표 6〉 EV/EBITDA별 적정주가 비교

(단위: 원, %)

구분	적정주가	상승여력
목표 EV/EBITDA 9배	210,000	39.1
과거 EV/EBITDA 적용시		
2014년 15.9배	386,428	155.9
2015년 9.7배	228,716	51.5
2016년 7.4배	170,132	12.7
글로벌 피어 2017F EV/EBITDA 적용시		
토요타통상 9.8배	230,668	52.8
히타치물류 8.4배	195,105	29.2
NYK 11.5배	274,559	81.8
Mitsui OSK Lines 14.4배	349,087	131.2
글로벌 13개사 평균 12.1배	289,003	91.4

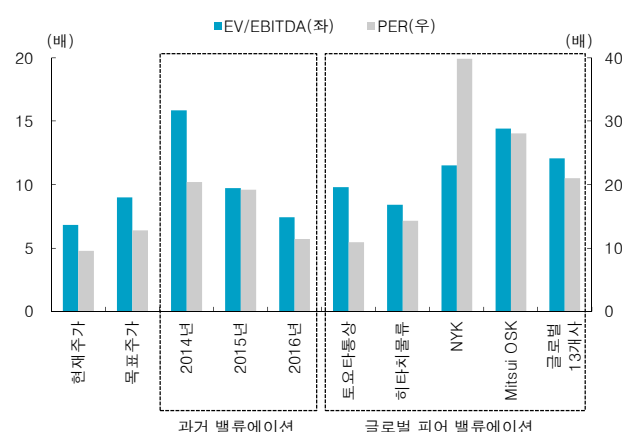
주: 2017F EBITDA 9,640억원 / 7월 12일 종가 151,000원 기준
자료: 한국투자증권

〔그림 16〕 2017F EV/EBITDA 7배 미만에 불과



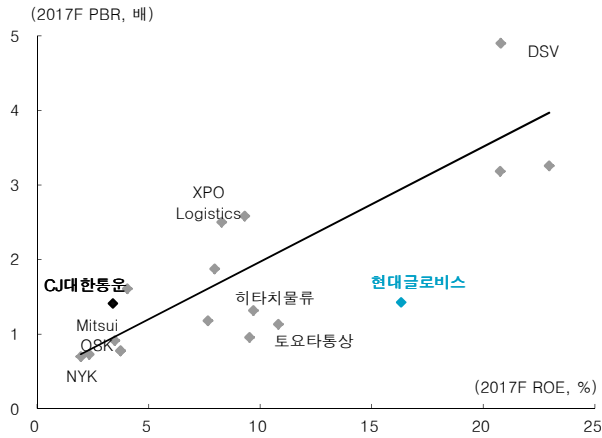
자료: Quantiwise, 한국투자증권

〔그림 17〕 글로벌 물류업체 대비 저평가



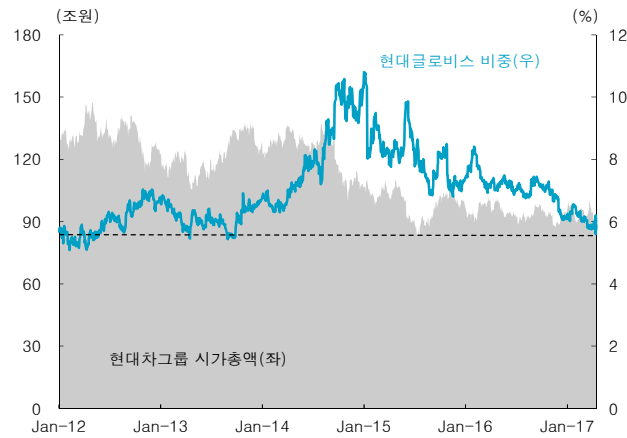
주: 2017F 밸류에이션 / 7월 11일 종가 기준(과거 밸류에이션 제외)
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 18] 글로벌 물류업체 대비 PBR 저평가



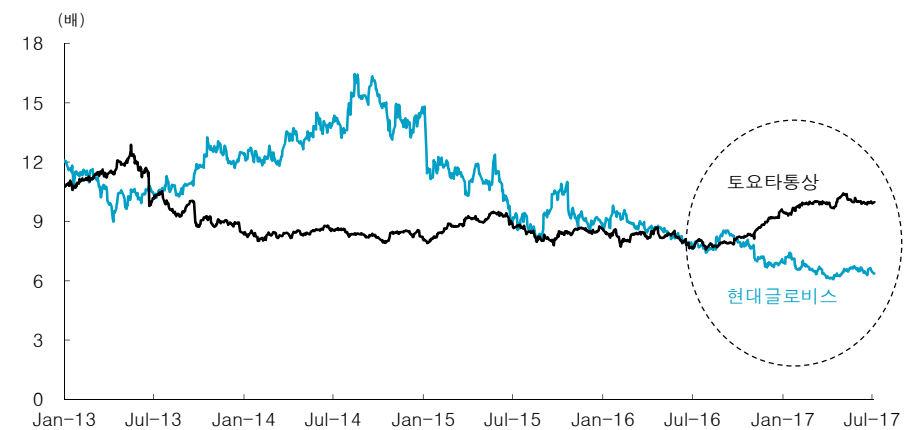
주: 7월 11일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 19] 현대차그룹 내 시가총액 비중 2014년 이전 수준으로 하락



주: 현대차, 기아차, 현대모비스, 현대제철, 현대글로비스, 현대건설, 현대로템, 이노션 합산 시가총액 기준
자료: 현대글로비스, 한국투자증권

[그림 20] 현대글로비스 vs. 토요타통상 EV/EBITDA 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

2001년 현대자동차 그룹이 자동차 물류의 전문성을 제고하기 위해 설립된 종합물류업체. 물류(국내/해외물류, PCC, 벌크운송)와 유통(CKD, 중고차, 기타유통)사업을 통해, 조달부터 생산, 판매, 회수까지 이어지는 종합 물류서비스를 제공

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,718	3,936	4,104	4,249	4,380
현금성자산	676	595	601	614	611
매출채권및기타채권	1,698	2,025	2,067	2,134	2,146
재고자산	772	690	799	850	970
비유동자산	3,761	4,032	4,405	4,884	5,336
투자자산	694	716	753	802	831
유형자산	2,882	3,109	3,434	3,851	4,265
무형자산	72	70	74	78	81
자산총계	7,479	7,967	8,509	9,133	9,716
유동부채	2,594	2,618	2,597	2,647	2,639
매입채무및기타채무	1,251	1,378	1,450	1,543	1,600
단기차입금및단기사채	1,051	1,014	990	975	962
유동성장기부채	35	38	36	34	32
비유동부채	1,788	1,872	1,925	1,976	2,007
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	766	826	824	805	793
부채총계	4,382	4,490	4,521	4,623	4,646
지배주주지분	3,097	3,477	3,987	4,509	5,069
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
기타자본	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	2,837	3,231	3,741	4,263	4,824
비지배주주지분	0	0	0	0	1
자본총계	3,097	3,477	3,988	4,510	5,070

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	783	606	646	782	733
당기순이익	377	506	623	635	673
유형자산감가상각비	120	148	167	186	203
무형자산상각비	9	8	8	9	9
자산부채변동	73	(32)	(100)	5	(93)
기타	204	(24)	(52)	(53)	(59)
투자활동현금흐름	(848)	(518)	(495)	(617)	(596)
유형자산투자	(396)	(389)	(492)	(603)	(617)
유형자산매각	4	5	0	0	0
투자자산순증	(450)	(121)	20	13	35
무형자산순증	(7)	(6)	(12)	(14)	(12)
기타	1	(7)	(11)	(13)	(2)
재무활동현금흐름	(4)	(185)	(146)	(152)	(140)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	93	(42)	(33)	(39)	(27)
배당금지급	(75)	(113)	(113)	(113)	(113)
기타	(22)	(30)	0	(0)	(0)
기타현금흐름	(9)	15	0	0	0
현금의증가	(78)	(81)	6	13	(3)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

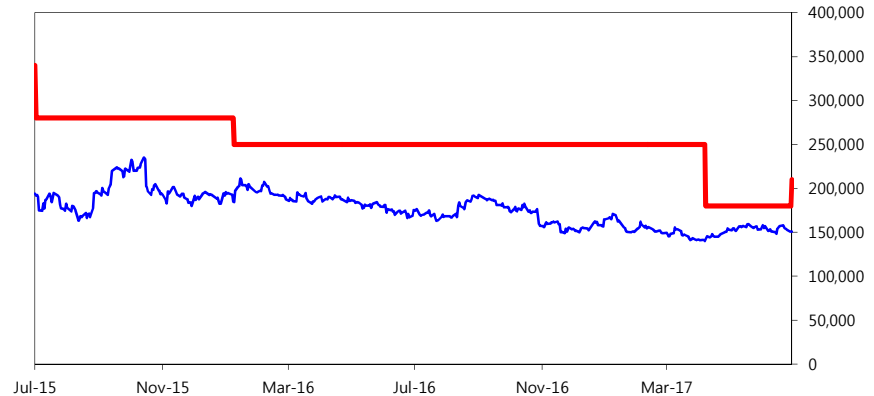
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	14,671	15,341	16,143	17,179	17,810
매출원가	13,555	14,235	14,958	15,901	16,468
매출총이익	1,116	1,106	1,185	1,277	1,342
판매관리비	418	377	396	421	436
영업이익	698	729	788	856	905
금융수익	20	21	21	21	21
이자수익	17	18	18	18	18
금융비용	50	59	58	55	54
이자비용	50	59	58	55	54
기타영업외손익	(122)	(40)	58	0	0
관계기업관련손익	47	54	58	61	64
세전계속사업이익	593	704	867	883	937
법인세비용	216	198	244	249	264
연결당기순이익	377	506	623	635	673
지배주주지분순이익	377	506	622	634	673
기타포괄이익	24	(13)	0	0	0
총포괄이익	400	493	623	635	673
지배주주지분포괄이익	401	493	622	634	673
EBITDA	827	885	964	1,051	1,117

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	10,052	13,483	16,600	16,919	17,942
BPS	82,577	92,725	106,325	120,244	135,185
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.4	4.6	5.2	6.4	3.7
영업이익증가율	8.3	4.4	8.2	8.6	5.8
순이익증가율	(29.7)	34.1	23.1	1.9	6.0
EPS증가율	(29.7)	34.1	23.1	1.9	6.0
EBITDA증가율	11.1	7.0	8.9	9.1	6.3
수익성(%)					
영업이익률	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1
순이익률	2.6	3.3	3.9	3.7	3.8
EBITDA Margin	5.6	5.8	6.0	6.1	6.3
ROA	5.5	6.5	7.6	7.2	7.1
ROE	12.8	15.4	16.7	14.9	14.0
배당수익률	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
배당성향	29.8	22.3	18.1	17.7	16.7
안정성					
순차입금(십억원)	797	787	743	685	663
차입금/자본총계비율(%)	61.0	54.2	46.5	40.2	35.2
Valuation(X)					
PER	19.2	11.5	9.1	8.9	8.4
PBR	2.3	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.7	7.4	6.6	6.0	5.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대글로비스(086280)	2015.07.14	매수	280,000 원
	2016.01.21	매수	250,000 원
	2017.04.20	매수	180,000 원
	2017.07.12	매수	210,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 12일 현재 현대글로비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대글로비스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.