

# 현대글로비스(086280)

## 재평가의 시작

### 시작되는 현대차그룹의 지배구조 개편

- 현대모비스는 존속법인(핵심부품, 해외법인, 투자)과 신설법인(국내AS, 국내모듈)로 분할. 순자산가치를 기준으로 존속법인과 신설법인을 0.79:0.21 비율로 분할. 각각 17.0조원, 4.5조원 가치에 해당
- 동시에 신설법인은 현대글로비스와 합병을 진행. 자산가치와 수익가치를 함께 고려해 현대모비스의 신설법인을 4.5조원이 아닌 9.3조원으로 평가. 합병가 기준 글로비스의 시총은 5.8조원(주당 154,911원). 기존 모비스 주주에게 신설 법인 0.21주 대신 합병글로비스의 주식 0.61주를 지급하는 구조
- 분할합병 이후 오너일가는 합병글로비스의 지분 15.8%(기존 30%에서 합병으로 희석)을 기아차가 보유하는 모비스 존속법인의 지분 16.9%와 교환할 방침. 또한 오너일가가 현대제철과 합병글로비스의 존속모비스 지분을 모두를 인수함으로써 순환출자는 해소될 것

### 물류본업에 대한 리레이팅 본격화될 것

- 이번 분할합병으로 시작된 현대차그룹의 지배구조 개편은 현대글로비스가 오랜 기간 기다려 온 리레이팅의 기회. 일감몰아주기 규제, 지배구조 불확실성에 따른 디스카운트 해소되는 동시에 중장기 성장성에 대한 재평가 나타날 것
- 궁극적으로 오너일가의 지분이 계열사로 넘어가면서 성장을 가로막던 일감몰아주기 규제에서 벗어나는 한편 오버행 리스크가 해소. 기업 영속성 측면에서 우려되어 온 지배구조 불확실성 역시 사라질 것
- 새로운 지배구조의 틀이 그려졌고 이제는 주주들의 지지를 얻기 위해 업체별 본업 경쟁력 강화전략과 주주친화 정책이 구체화될 차례
- 글로비스는 cash cow인 AS사업 편입과 현금 2.5조원 유입으로 향후 M&A, 신사업 진출 등 성장모멘텀이 재개되는 동시에 배당 역시 확대될 전망

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	15,341	16,358	16,975	17,737	18,913
증가율(%)	4.6	6.6	3.8	4.5	6.6
영업이익(십억원)	729	727	757	816	841
순이익(십억원)	506	680	569	613	637
EPS(원)	13,483	18,147	15,161	16,358	16,993
증가율(%)	34.1	34.6	(16.5)	7.9	3.9
EBITDA(십억원)	885	894	941	1,010	1,045
PER(x)	11.5	7.5	12.0	11.1	10.7
EV/EBITDA(x)	7.4	6.4	7.8	7.2	6.8
PBR(x)	1.7	1.3	1.5	1.4	1.2
ROE(%)	15.4	18.2	13.5	13.1	12.2
DY(%)	1.9	2.2	1.6	1.6	1.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 210,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(3/29)	2,436
주가(3/29)	182,000
시가총액(십억원)	6,825
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	182,000/131,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,341
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.6/33.1
주요주주(%)	정의선 외 4 인
Den Norske Amerikalijnje AS	39.3
	12.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	27.7	23.0	24.2
KOSPI 대비(%p)	27.3	21.2	11.8

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

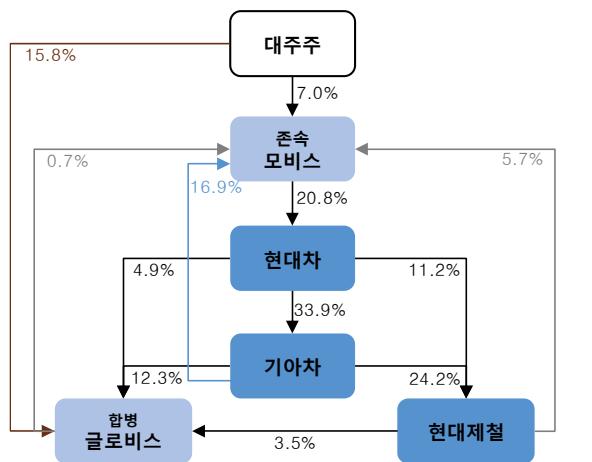
## 완성차 SCM 전문회사로 발돋움

- 모비스 분할법인의 2017년 매출액은 14조원, 세전이익은 1.4조원. 합병글로비스는 매출 30조원, 세전이익 2.3조원으로 확대
- 합병글로비스의 EPS 희석 제한적. 이번 합병으로 주식수와 세전이익 모두 유사한 폭으로 늘어남. 합병가액 기준 글로비스의 시총은 5.8조원인데, 분합모비스의 영업가치는 11조원으로 추정(국내AS 10조원, 국내모듈 1조원)
- 매출규모가 두 배로 늘어나며 자동차 산업의 공급체인 내 역할이 확대되면서 글로비스의 물류 경쟁력은 강화될 전망. 기존 모비스와 다르게 조달물류 내재화 가능하며 CKD 사업 간 시너지를 통해 물류 효율성 역시 향상될 것

## 단기 디스카운트 해소, 장기 성장성 제고가 관건

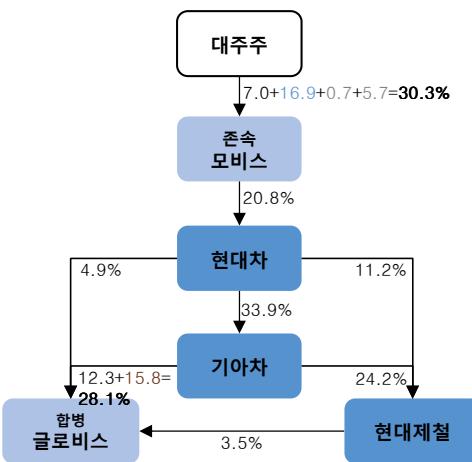
- 향후 현대차그룹의 지배구조 개편과정에서 오너일가와 모비스의 주주들 모두 합병글로비스의 주가상승이 중요. 향후 디스카운트 해소, 안정적 현금흐름 유입 등을 감안할 때 글로비스는 지배구조 개편의 수혜주로 부각될 것
- 동시에 지배구조 플레이 영역에 들어온 만큼 단기적으로는 주가 변동성 확대가 불가피. 다소 예상하지 못 했던 분할합병이라는 점에서 각각의 사업가치 선정에 대한 노이즈가 존재하기 때문
- 따라서 이번 변화에 따른 디스카운트 해소에 먼저 주목할 것을 권유. 글로비스는 일감몰아주기 규제와 지배구조 불확실성으로 물류 본업의 안정적 이익창출력에 대해 크게 저평가받아 왔음. 현 주가는 최근 상승에도 2018F EV/EBITDA 8배로 여전히 글로벌 물류업체 대비 25~30% 낮은 수준
- 앞으로의 지배구조 개편을 원활히 진행하기 위해 합병글로비스와 그룹 차원에서 중장기 주주친화적 노력이 확대될 전망. 주가 모멘텀이 유지되려면 안정적 현금창출력에 대한 투자매력이 구체화되어야 할 것. 향후 비계열물량 및 신사업 확대와 같은 투자계획이 그려지거나 배당정책이 개선될 것으로 예상

[그림 1] 사업구조 개편 이후 현대차그룹 지배구조 요약



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 지분거래 이후 일감몰아주기 규제, 순환출자 해소



자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 1〉 현대글로비스–모비스 분할합병비율

	현대글로비스	모비스 분할법인	
		보통주	우선주
주식수(주)	37,500,000	20,487,914	836
합병가액(원)	154,911	452,523	218,482
자산가치(원)	91,869	221,599	
수익가치(원)	-	606,472	
회사가치(십억원)	5,809	9,271	183
합병비율	1	2.9211852	2.9211852
분합합병비율	1	0.6148203	0.6148203
신주 발행주식수(주)	-	59,848,983	2,443

주: 1. 현대글로비스의 합병가액은 기준시가(154,911원)가 자산가치(91,869원)보다 크기 때문에 기준시가로 평가

2. 모비스 분할법인의 보통주 합병가액 = (자산가치 + 수익가치X1.5)/2.5

3. 모비스 분할법인의 우선주 합병가액은 보통주 합병가액에 괴리를 51.72%를 적용

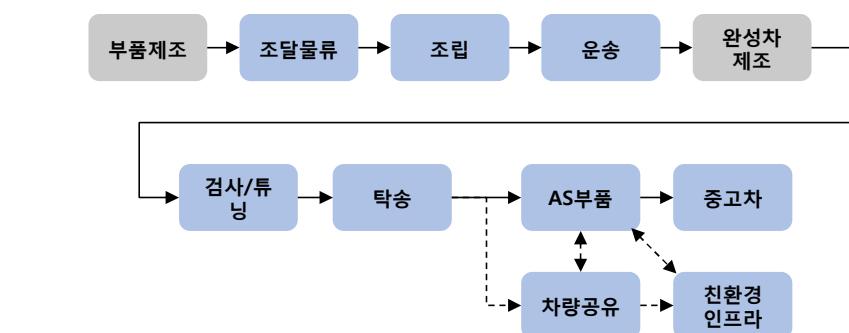
자료: 현대글로비스, 현대모비스, 한국투자증권

〈표 2〉 분할합병 관련 주요 일정 요약

주요 일정	일자	비고
이사회결의일	3월 28일	증권신고서 및 주요사항보고서 제출
주주총회기준일	4월 12일	
분할합병반대의사 통지 접수기간	5월 14일~28일	
<b>임시주주총회</b>	<b>5월 29일</b>	분할합병승인은 특별결의사항에 해당 출석한 주주의 의결권의 2/3 이상 발행주식총수의 1/3 이상 승인 필요
주식매수청구권 행사기간	5월 29일~6월 18일	주식매수청구가격은 현대글로비스 151,156원(5,000억원 한도) 현대모비스 233,429원(2조원 한도)
주식매수청구대금지급(예정)	6월 28일	
채권자이의 / 구주권 제출기간	5월 29일~6월 29일	
<b>분할합병기일</b>	<b>7월 1일</b>	
현대모비스 매매거래 정지기간(예정)	6월 28일~7월 27일	현대글로비스 매매거래 정지 없음
<b>추가상장/변경상장(예정)</b>	<b>7월 30일</b>	3거래일 이후부터 2개월 내 오너일가와 계열사간 지분 양수도를 추진할 계획

자료: 현대글로비스, 현대모비스, 한국투자증권

[그림 3] 합병글로비스는 완성차 공급체인을 종합적으로 지원

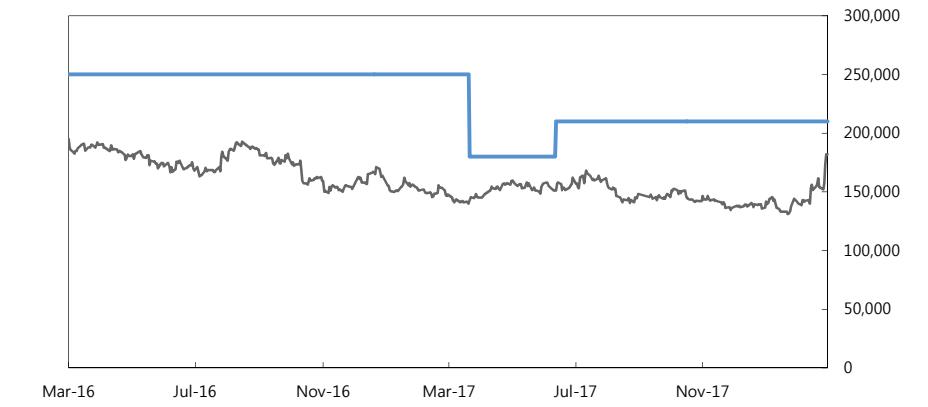


주: 파랑 음영은 합병글로비스의 사업영역

자료: 현대글로비스, 한국투자증권

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대글로비스(086280)	2016.01.27	매수	250,000원	-29.1	-16.2
	2017.01.27	1년경과		-40.2	-35.2
	2017.04.20	매수	180,000원	-14.9	-11.4
	2017.07.12	매수	210,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 30일 현재 현대글로비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

\* 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 돋기 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.