



하나금융그룹

2018년 4월 28일 | Equity Research

# 현대글로비스 (086280)

## 합병 여부에 따라 달라질 주가

### 적정주가는 현재 16만원, 합병 후 20만원 예상

현대글로비스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 17만원을 유지한다. 1분기 실적은 완성차 출하 부진과 환율 하락의 영향으로 기대치를 하회했고, 관련 부정적 영향이 상반기까지 이어진다는 점에서 2018년 추정 실적을 기준으로 P/E 13배라는 현 Valuation에서는 투자매력이 크지 않다. 그럼에도 불구하고, 투자의견 BUY를 유지하는 것은 5월 29일로 예정된 현대모비스의 분할합병 주총 통과여부에 따라 현대모비스의 국내 AS/모듈 사업이 합병되고, 이 효과를 감안할 때 적정주가가 20만원으로 상승할 수 있기 때문이다(적정주가는 SOTP Valuation으로 계산). 현대글로비스 5.9조원+현대모비스 합병부문 11.9조원=영업가치 17.8조원. 현금자산 1.9조원을 감안한 적정 시가총액 19.7조원 추정. 다음 장의 표2 참고). 즉, 현재 본업만으로는 현재 수준에서 적정주가이나 합병 가능성이 높아짐에 따라 주가는 선행적으로 반영될 가능성이 있다는 판단이다. 당사는 주총 결과에 따라 투자의견/목표주기를 조정할 예정이다.

### 1Q18 Review: 영업이익률 4.0% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 하회했다(영업이익 기준 -18%). 매출액/영업이익은 각각 6%/22% (YoY) 감소한 3.75조원/1,504억원(영업이익률 4.0%, -0.8%p)을 기록했다. 비계열 물량 증가와 완성차 내수 판매 증가로 국내물류가 1% (YoY) 성장했지만, 완성차 수출/미주 부진과 원화 강세 등으로 해외물류와 CKD 매출액은 각각 3%/17% (YoY) 감소했다. 해외물류 중에서는 비계열 물량 증가에도 완성차의 수출 감소로 PCC 매출액이 1% (YoY) 감소했고, 물량감소와 원화강세로 기타해외물류가 5% (YoY) 감소했다. 영업이익률은 0.8%p (YoY) 하락했는데, 외형감소에 따른 고정비 부담이 상승했고, 원화 강세와 감가상각비 증가(+13% (YoY)) 등도 부정적이었다. 지분법 이익이 12% (YoY) 증가했지만, 외환손익이 축소되면서 금융/기타 손익이 감소하면서 세전이익은 54% (YoY) 감소했다.

### 실적발표 IR의 주요 내용: 합병 후 2025년 매출액 40조원 목표

회사 측은 2025년 매출액 40조원 이상의 장기 비전을 공개했다. 이는 기존 사업부 2017년 매출액 16.4조원이 23.6조원(CAGR 약 4.6%)으로 성장하고, 현대모비스로부터 인수하는 국내 AS/모듈 사업의 매출액 16.4조원을 감안한 것이다. 이외 추가적으로 합병 시너지와 M&A 등을 통해 추가 매출액이 발생할 수 있다고 밝혔다. 합병 후 5개 영역에서 사업을 영위하는데, 기존 종합물류/해운에 신규로 AS/모듈 사업이 추가되고, 마지막으로 미래 신사업으로 모빌리티와 M&A 추진을 언급했다. 가장 관심이었던 미래 신사업(=모빌리티 사업)과 관련해서는 카쉐어링(Car Sharing) 사업을 구체화하고, 이를 실천하는 전략으로 운용차량에서 친환경차 비중을 확대하고 도심형 서비스에 주력하며 인수/제휴도 고려될 수 있다고 말했다. 오픈 플랫폼을 통해 중소업체 및 스타트업의 참여를 유도해 모빌리티 생태계를 구축한다는 계획이다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 170,000원 | CP(4월 27일): 169,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,492.40		
52주 최고/최저(원)	188,000/131,000		
시가총액(십억원)	6,337.5		
시가총액비중(%)	0.53		
발행주식수(천주)	37,500.0		
60일 평균 거래량(천주)	259.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	42.4		
18년 배당금(예상,원)	3,000		
18년 배당수익률(예상,%)	1.78		
외국인지분율(%)	32.59		
주요주주 지분율(%)			
정의선 외 4인	39.34		
Den Norske Amerikalinje	12.04		
AS			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	7.3 14.2 15.8		
상대	5.6 14.4 2.6		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	15,340.6	16,358.3	16,282.9	16,851.4	17,525.4
영업이익	십억원	728.8	727.1	683.5	747.4	781.5
세전이익	십억원	703.9	889.3	689.3	769.7	810.0
순이익	십억원	505.6	680.5	490.8	554.4	607.5
EPS	원	13,483	18,147	13,089	14,783	16,199
증감률	%	34.1	34.6	(27.9)	12.9	9.6
PER	배	11.46	7.49	12.91	11.43	10.43
PBR	배	1.67	1.28	1.45	1.32	1.19
EV/EBITDA	배	7.44	6.38	8.00	7.12	6.42
ROE	%	15.38	18.23	11.75	12.08	12.01
BPS	원	92,725	106,381	116,470	128,253	141,452
DPS	원	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하

02-3771-7794

asdfhjkl@hanafn.com

 **하나금융투자**

표 1. 현대글로비스의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF				
현대/기아 출하 (천대)	1,748	1,765	1,770	1,954	1,650	1,917	1,775	2,051	7,879	7,236	7,393	7,585
내수	283	315	305	302	293	320	309	304	1,192	1,206	1,226	1,230
수출	474	553	477	484	428	545	456	521	2,029	1,988	1,950	2,025
해외공장	991	896	989	1,167	930	1,052	1,010	1,225	4,658	4,043	4,217	4,330
중국	273	158	271	443	245	315	295	435	1,830	1,145	1,290	1,350
인도(현대차)	160	157	178	183	172	158	177	178	662	674	685	685
중국/인도 제외	557	581	540	542	513	579	538	612	2,166	2,224	2,242	2,295
매출액	3,977	4,189	4,226	3,966	3,748	4,132	4,143	4,259	15,341	16,358	16,283	16,851
국내물류	310	318	310	316	312	321	308	336	1,208	1,253	1,277	1,328
해외물류	1,589	1,722	1,710	1,674	1,541	1,724	1,695	1,777	6,222	6,695	6,737	6,990
PCC	341	366	355	348	337	388	381	411	1,285	1,410	1,517	1,609
Bulk	283	336	340	343	289	346	350	353	1,163	1,302	1,338	1,392
기타해외물류	964	1,020	1,015	983	915	990	964	1,013	3,774	3,983	3,882	3,989
CKD	1,574	1,573	1,633	1,419	1,302	1,488	1,547	1,572	6,001	6,199	5,909	6,105
증고차	97	101	97	92	101	105	100	95	383	387	401	415
기타유통	408	476	476	465	492	495	493	479	1,527	1,825	1,959	2,013
매출원가	3,684	3,901	3,940	3,701	3,515	3,855	3,860	3,970	14,235	15,226	15,199	15,682
매출원가율	92.6	93.1	93.2	93.3	93.8	93.3	93.2	93.2	92.8	93.1	93.3	93.1
매출총이익	293	288	285	266	233	277	284	290	1,106	1,132	1,084	1,169
판관비	101	106	102	95	83	107	104	107	377	405	400	422
판관비율	2.5	2.5	2.4	2.4	2.2	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
영업이익	192	182	183	171	150	171	180	183	729	727	684	747
영업이익률	4.8	4.3	4.3	4.3	4.0	4.1	4.3	4.3	4.8	4.4	4.2	4.4
금융손익	(7)	(11)	(11)	(12)	(10)	(8)	(8)	(8)	(38)	(42)	(34)	(30)
기타영업손익	109	(37)	(5)	92	10	(33)	54	(26)	(40)	159	6	(1)
관계기업등 투자이익	8	15	13	8	9	13	16	16	54	45	54	54
법인세차감전순이익	302	149	180	259	139	143	242	165	704	889	689	770
순이익	247	95	125	214	95	103	174	119	506	680	491	554

자료: 현대글로비스, 하나금융투자

표2. 합병 가정시 현대글로비스의 적정주가 계산

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

1. 영업 가치	매출액	세전이익	순이익	적용배수	적정 시총
현대모비스 분할부문	14,421	1,480	1,125	10.6	11,933
AS	4,777	1,384	1,052	11.0	11,567
모듈	9,644	96	73	5.0	366
현대글로비스	16,283	689	491	12.0	5,890
합산	30,704	2,169	1,616	11.0	<b>17,823</b>
2. 현금가치					
순현금					2,500
할인률					25%
할인후 지분가치					<b>1,875</b>
3. 합산					<b>19,698</b>
주식수					97,349
적정주가					<b>202,341</b>
현재주가					169,000
상승여력					20%

주: 각 부문 매출액/세전이익/순이익은 하나금융투자의 2018년 추정치

자료: 현대글로비스, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>15,340.6</b>	<b>16,358.3</b>	<b>16,282.9</b>	<b>16,851.4</b>	<b>17,525.4</b>
매출원가	14,234.9	15,226.2	15,199.0	15,682.2	16,309.5
매출총이익	1,105.7	1,132.1	1,083.9	1,169.2	1,215.9
판관비	377.0	405.0	400.4	421.8	434.4
<b>영업이익</b>	<b>728.8</b>	<b>727.1</b>	<b>683.5</b>	<b>747.4</b>	<b>781.5</b>
금융순익	(38.3)	(41.7)	(32.6)	(30.1)	(26.4)
종속/관계기업순익	53.7	44.8	54.5	53.6	54.0
기타영업외순익	(40.3)	159.2	(16.2)	(1.2)	0.8
<b>세전이익</b>	<b>703.9</b>	<b>889.3</b>	<b>689.3</b>	<b>769.7</b>	<b>810.0</b>
법인세	198.2	208.9	198.4	215.3	202.5
계속사업이익	505.7	680.5	490.8	554.4	607.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>505.7</b>	<b>680.5</b>	<b>490.8</b>	<b>554.4</b>	<b>607.5</b>
비지배주주지분					
순이익	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>505.6</b>	<b>680.5</b>	<b>490.8</b>	<b>554.4</b>	<b>607.5</b>
지배주주지분포괄이익	493.1	624.6	490.8	554.4	607.5
NOPAT	523.6	556.3	486.8	538.3	586.2
EBITDA	884.9	893.7	859.0	934.3	979.2
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	4.6	6.6	(0.5)	3.5	4.0
NOPAT증가율	18.0	6.2	(12.5)	10.6	8.9
EBITDA증가율	7.0	1.0	(3.9)	8.8	4.8
영업이익증가율	4.4	(0.2)	(6.0)	9.3	4.6
(지배주주)순이익증가율	34.1	34.6	(27.9)	13.0	9.6
EPS증가율	34.1	34.6	(27.9)	12.9	9.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	7.2	6.9	6.7	6.9	6.9
EBITDA이익률	5.8	5.5	5.3	5.5	5.6
영업이익률	4.8	4.4	4.2	4.4	4.5
계속사업이익률	3.3	4.2	3.0	3.3	3.5

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	13,483	18,147	13,089	14,783	16,199
BPS	92,725	106,381	116,470	128,253	141,452
CFPS	24,131	24,303	22,475	24,882	26,133
EBITDAPS	23,598	23,833	22,907	24,914	26,112
SPS	409,084	436,221	434,212	449,370	467,345
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.5	7.5	12.9	11.4	10.4
PBR	1.7	1.3	1.5	1.3	1.2
PCFR	6.4	5.6	7.5	6.8	6.5
EV/EBITDA	7.4	6.4	8.0	7.1	6.4
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.4	18.2	11.7	12.1	12.0
ROA	6.5	8.4	5.8	6.2	6.4
ROIC	11.6	11.6	9.5	10.0	10.5
부채비율	129.1	105.2	100.3	91.4	84.9
순부채비율	22.6	15.1	12.2	6.4	(0.9)
이자보상배율(배)	12.4	11.5	13.2	14.5	15.1

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

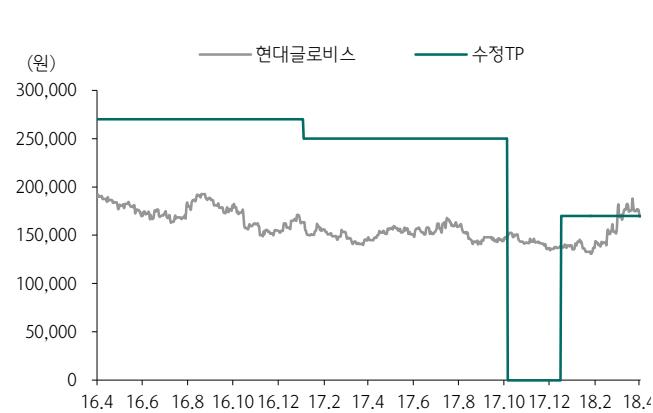
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>3,935.8</b>	<b>3,872.0</b>	<b>4,156.5</b>	<b>4,396.1</b>	<b>4,765.1</b>
금융자산	1,099.2	1,012.1	1,085.3	1,307.2	1,665.3
현금성자산	595.2	529.3	584.6	805.1	1,143.0
매출채권 등	2,024.9	2,085.3	2,239.4	2,252.4	2,229.8
재고자산	690.3	660.7	709.5	713.6	742.1
기타유동자산	121.4	113.9	122.3	122.9	127.9
<b>비유동자산</b>	<b>4,031.6</b>	<b>4,313.7</b>	<b>4,592.1</b>	<b>4,809.8</b>	<b>5,043.7</b>
투자자산	715.9	729.8	783.7	788.2	819.8
금융자산	278.8	264.2	283.7	285.3	296.7
유형자산	3,108.9	3,356.0	3,587.8	3,807.1	4,014.8
무형자산	70.1	71.6	64.4	58.2	52.9
기타비유동자산	136.7	156.3	156.2	156.3	156.2
<b>자산총계</b>	<b>7,967.5</b>	<b>8,185.7</b>	<b>8,748.6</b>	<b>9,205.9</b>	<b>9,808.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,617.9</b>	<b>2,539.4</b>	<b>2,653.9</b>	<b>2,663.5</b>	<b>2,730.4</b>
금융부채	1,060.2	907.9	908.6	908.6	909.1
매입채무 등	1,378.2	1,379.3	1,481.2	1,489.8	1,549.4
기타유동부채	179.5	252.2	264.1	265.1	271.9
<b>비유동부채</b>	<b>1,872.1</b>	<b>1,656.7</b>	<b>1,726.8</b>	<b>1,732.7</b>	<b>1,773.7</b>
금융부채	825.9	708.2	708.2	708.2	708.2
기타비유동부채	1,046.2	948.5	1,018.6	1,024.5	1,065.5
<b>부채총계</b>	<b>4,490.0</b>	<b>4,196.1</b>	<b>4,380.7</b>	<b>4,396.2</b>	<b>4,504.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,477.1</b>	<b>3,989.3</b>	<b>4,367.7</b>	<b>4,809.5</b>	<b>5,304.5</b>
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
자본조정	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타포괄이익누계액	74.4	14.1	14.1	14.1	14.1
이익잉여금	3,231.4	3,803.7	4,182.1	4,624.0	5,118.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,477.4</b>	<b>3,989.5</b>	<b>4,367.9</b>	<b>4,809.7</b>	<b>5,304.7</b>
<b>순금융부채</b>	<b>786.9</b>	<b>603.9</b>	<b>531.5</b>	<b>309.6</b>	<b>(48.0)</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>606.3</b>	<b>606.5</b>	<b>584.4</b>	<b>685.3</b>	<b>847.7</b>
당기순이익	505.7	680.5	490.8	554.4	607.5
조정	132.5	51.2	121.1	133.2	143.6
감가상각비	156.1	166.7	175.5	186.8	197.7
외환거래손익	46.0	(162.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(53.7)	(44.8)	(54.5)	(53.6)	(54.0)
기타	(15.9)	92.0	0.1	(0.0)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(31.9)	(125.2)	(27.5)	(2.3)	96.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(517.5)</b>	<b>(344.9)</b>	<b>(417.3)</b>	<b>(352.4)</b>	<b>(397.6)</b>
투자자산감소(증가)	32.1	31.0	0.5	49.0	22.5
유형자산감소(증가)	(384.0)	(356.2)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	(165.6)	(19.7)	(17.8)	(1.4)	(20.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(185.2)</b>	<b>(297.7)</b>	<b>(111.8)</b>	<b>(112.4)</b>	<b>(112.1)</b>
금융부채증가(감소)	(4.1)	(270.1)	0.7	0.1	0.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(68.6)	84.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(80.9)</b>	<b>(65.9)</b>	<b>55.3</b>	<b>220.5</b>	<b>338.0</b>
Unlevered CFO	904.9	911.4	842.8	933.1	980.0
Free Cash Flow	217.2	239.1	184.4	285.3	447.7

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 현대글로비스



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.1.12	BUY	170,000		
17.11.1	Analyst Change	0	-	-
17.1.30	BUY	250,000	-39.38%	-32.80%
16.4.27	BUY	270,000	-36.19%	-28.70%
15.10.5	BUY	290,000	-32.16%	-18.97%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 4월 30일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.