

현대글로비스 (086280)

자동차/육운



02 3770 5587
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	190,000원 (I)
현재주가 (1/18)	142,000원
상승여력	34%

시가총액	53,250억원
총발행주식수	37,500,000주
60일 평균 거래대금	111억원
60일 평균 거래량	90,290주
52주 고	188,000원
52주 저	105,500원
외인지분율	32.72%
주요주주	정익선 외 4 인 39.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.6	34.0	3.6
상대	4.4	35.5	22.8
절대(달러환산)	8.3	35.6	(1.1)

현대차그룹 지배구조 개편의 핵심

2019년에도 계속되는 안정적인 수익창출 능력

2019년 매출 및 영업이익은 17.2조원, 7,548억원으로 전년 대비 3.9%, 7.8% 증가할 것으로 전망된다. 이익기여도가 87%(추정치)인 자동차 관련 부문이 1) 북미지역 신차 출시 및 비계열사 매출확대에 따른 PCC(완성차 해상운송) 매출 성장, 2) 현대기아차 북미공장 가동률 개선 효과 등에 따라 실적이 개선될 것으로 예상하기 때문이다. 중국지역 매출 비중이 낮아 중국자동차 수요 불확실성 리스크에서도 벗어나 있다. 비계열사 매출도 다양한 화주사 확대를 통해 국내외 물류, 벌크운송, 중고차부문 등의 외형 성장도 계속 되고 있다. 2014~15년 사선 확대에 따른 투자시기 이후 연간 2,500억원 FCF가 안정적으로 창출되고 있으며, EBIT 증가로 영업현금창출 능력은 지속적으로 증가할 전망이다.

현대차그룹 지배구조: 현대글로비스 최상위 지배회사 전환 시나리오

현대차그룹의 순환출자구조, 일감몰아주기 해소 및 경영권 승계작업을 위한 현대차그룹 지배구조 개편이 연내로 진행될 것으로 전망한다. 시장에서 예상되는 다양한 개편안 중 현대글로비스의 현대모비스 지분 매입 방식으로 순환출자 구조 문제를 먼저 해소할 것으로 전망한다. 장기적으로 현대글로비스+현대모비스+현대차 3개사를 투자사-사업사 분할·합병을 통한 지주사 체제 구축으로 전개될 가능성도 있다. 글로비스가 기아차·현대제철이 보유한 현대모비스의 지분(22.54%)을 매입시 현 주가 기준 4.62조원의 자금이 필요하다. 글로비스가 지배구조 상단에 위치하는 개편안 진행 시, 일감 몰아주기 규제·대주주 지분 매각 등에 따른 동사의 성장에 대한 우려가 해소될 것으로 예상된다. 추가적으로 예상 시나리오에 따른 지주회사 전환 시 현대차, 모비스 주주가치 상승 수혜가 전망된다.

투자의견 매수 및 목표주가 190,000원 제시

현대글로비스 목표주가 190,000원, 투자의견 매수를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP방식을 통해 산출하였으며 목표주가의 Implied PER(19Y)은 14.0배이다. 현재 동사의 Fwd12M PER 10.3배로 역사적 저점 수준이며 글로벌 피어 대비 25% 할인받고 있다. 정부 규제 및 그룹사 지배구조 개편 등에 따른 동사의 이익성장성에 대한 우려가 밸류에이션 할인요인으로 판단한다. 현대차그룹의 지배구조 개편이 진행될 것으로 예상되며, 대주주 지분매각 등에 따른 저성장 우려 요인도 해소될 것으로 전망한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	42,422	7.0	-3.0	42,573	-0.4
영업이익	1,818	6.5	-2.8	1,823	-0.3
세전계속사업이익	1,656	-36.0	-24.1	1,874	-11.6
지배순이익	1,255	-41.3	-18.5	1,342	-6.5
영업이익률 (%)	4.3	0	0	4.3	0
지배순이익률 (%)	3.0	-2.4 %pt	-0.5 %pt	3.2	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	153,406	163,583	165,943	172,393
영업이익	7,288	7,271	6,999	7,548
지배순이익	5,056	6,805	4,290	5,301
PER	13.3	8.3	11.3	9.9
PBR	1.9	1.4	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.5	7.0	6.6	6.2
ROE	15.4	18.2	10.4	11.8

자료: 유안타증권

목차

I .Valuation / 03

II .2019년에도 안정적인 수익 창출 지속 / 06

III .현대차 지배구조 개편 / 18

[참고] 현대차그룹 지분구조 / 31



자동차/육운

Analyst 남정미

02-3770-5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

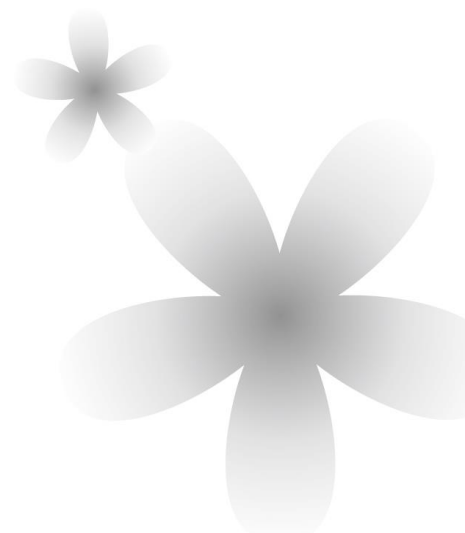


지주

Analyst 최남곤

02-3770-5604

namkon.choi@yuantakorea.com



I. Valuation

현대글로비스에 대한 목표주가를 190,000원, 투자 의견을 매수로 제시한다. 목표주가 산출을 위하여 SOTP 밸류에이션 방식을 사용하였다. 영업가치는 2019년 EBIT을 기준으로 산출하였으며 목표PER은 운송산업 글로벌 피어 평균 13.9배를 적용하였다. 비영업가치는 영업과 무관한 관계 기업 현대엔지니어링의 장부금액 3,866억원을 반영하였다. 목표주가 190,000원의 Implied PER 및 PBR은 14.0배, 1.5배이다.

[표 1] 현대글로비스 목표주가 산출

(단위: 억원, 천주, 원)

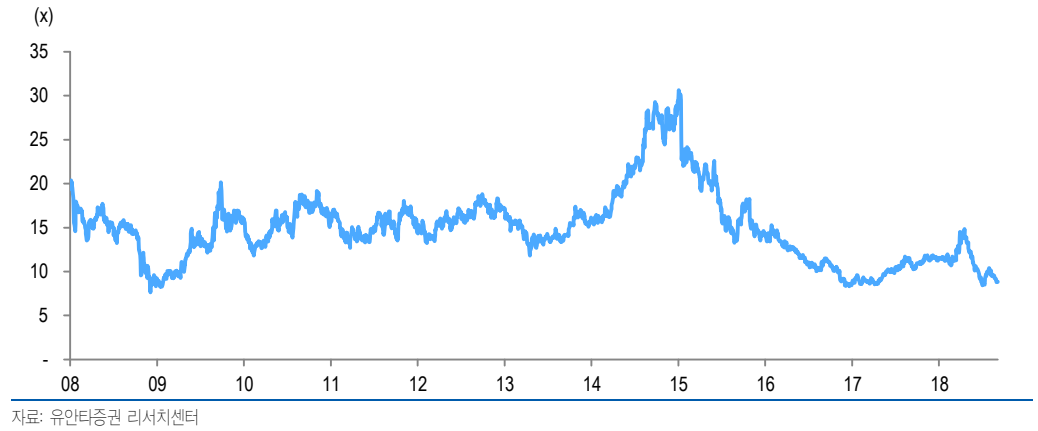
영업가치	(1)=(2)×(3)	72,882	
NOPLAT	(2)	5,243	19년 EBIT x (1-3개년평균 tax rate)
목표 PER	(3)	13.9	글로벌피어 평균 PER
비영업가치	(4)	3,866	현대엔지니어링 장부금액
순차입금	(5)	6,343	
주주가치	(6)=(1)+(4)-(5)	70,405	
주식수	(7)	37500	유통주식수
목표주가	(8)=(6)/(7)	190,000	
현재주가		141500	1/17일 기준
상승여력		34.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

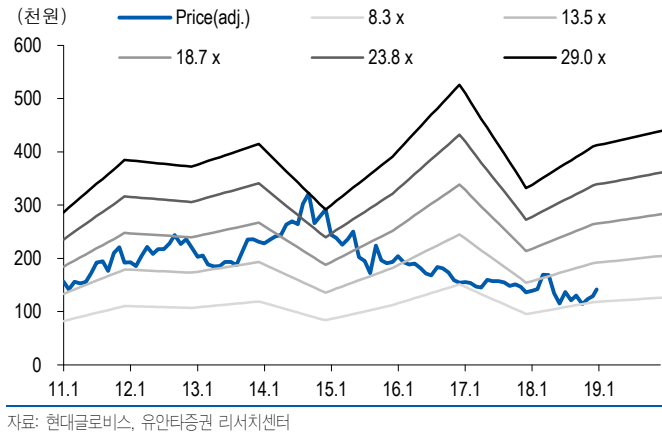
1/17일 기준 Fwd12M PER은 10.3배로 역사적 저점 수준이며 운송 산업의 글로벌 피어와 비교 시에도 25% 할인받고 있다. 동사의 밸류에이션 디스카운트는 정부의 일감몰아주기 규제 및 지배구조 개편 과정에서 대주주 지분 매각 가능성 등에 따른 이익 성장 제한성에 기인한다고 판단한다. 과거 2010~2013년 고성장 부각 시기 PER은 12~20배에서 형성되었다. 당시 글로벌은 계열사내 물류업체로 완성차 업체의 해외공장 확장에 따른 CKD 매출 증가, 현대차그룹 글로벌 판매량 호조 및 PCC 배선권 확대로 이익이 증가하며, 연간 26.7%의 영업이익 성장성을 보였다. 그러나 2014년 이후 HMG 글로벌 판매 정체, 일감몰아주기 규제 등으로 계열사향 매출이 제한적인 성장을 보일 것으로 예상되며 성장성에 대한 예상치가 하향되었다.

2019년 현대차그룹 지배구조 개편에 따른 리스크 해소 및 안정적인 이익성장에 따라 동사 밸류에이션 재평가를 예상한다. 과거와 같은 이익 고성장시기는 마무리되었으나 2019년 7.8%, 2020년 5.7% 이익 성장을 보일 것으로 판단한다. 1) 현대차그룹 신차출시에 따른 글로벌 판매 증가(중국제외 4% 전망)로 주요부문 실적 개선, 2) HMG 완성차운송 배선권 확대에서 이어지는 비계열 매출의 동반성장, 3) 기타부문 성장 및 Bulk부문 수익성 개선이 진행될 것으로 예상한다. 올해 현대차그룹 지배구조 개편이 진행될 것으로 예상한다. 중장기적으로 지주회사 전환 예상 시나리오가 현실화 될 경우, 동사의 장기 성장성에 대한 우려도 해소될 것으로 판단한다. 기존 글로벌 피어 대비 낮은 밸류에이션 재평가가 필요하다고 판단한다.

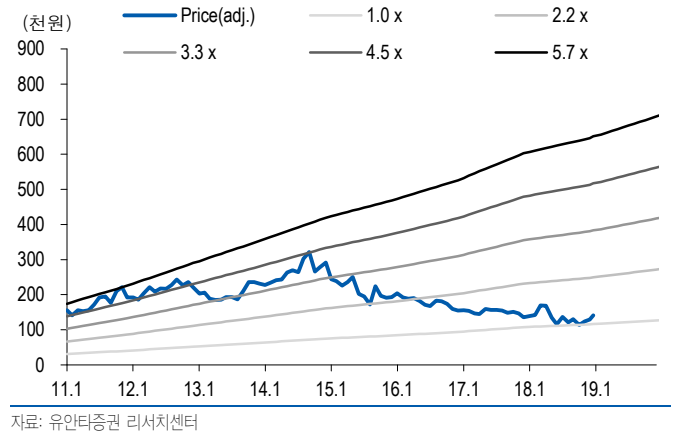
[그림 1] 현대글로벌비스 Fwd12M PER



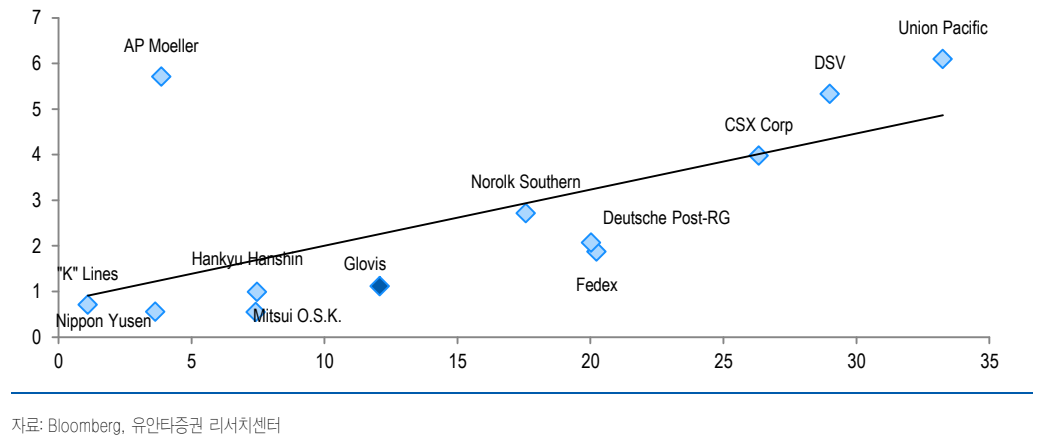
[그림 2] 현대글로벌비스 Fwd12M PER



[그림 3] 현대글로벌비스 Fwd12M PER



[그림 4] 글로벌 피어 PBR vs. ROE(2019FY)



[표 2] 글로벌 Peer Valuation Table

(단위: 십억 local currency, local currency)

통화 종가	19.1.18	글로벌 비스	Nippon Yusen	Mitsui O.S.K. Lines	United Parcels	Fedex	C.H. Robinson	Deutsche Post-RG	"K" Lines	Union Pacific
시가총액	(bn USD)	4,732	2,801	2,839	87,297	46,181	12,193	36,417	1,259	116,663
주가수익률	1M	7.6%	-5.8%	-2.2%	7.7%	8.9%	5.7%	4.1%	-9.2%	15.7%
	3M	34.0%	-11.7%	-17.0%	-13.9%	-20.8%	-5.3%	-11.0%	-30.0%	5.6%
	1Y	3.6%	-38.0%	-35.7%	-20.7%	-32.3%	-6.6%	-31.7%	-50.2%	17.0%
매출액	2018F	16,943	1,795	1,249	72.1	71.0	16.8	61.3	791	23
	2019F	17,239	1,816	1,274	76.2	74.4	17.6	64.2	799	24
영업이익	2018F	700	7	31	7.4	5.5	0.9	3.2	-5	8
	2019F	755	42	47	8.2	6.2	1.0	4.3	6	9
EBITDA	2018F	886	98	119	9.7	8.8	1.0	6.5	37	11
	2019F	941	131	137	10.6	9.6	1.1	7.5	52	12
당기순이익	2018F	429	-5	17	6.3	4.2	0.6	2.2	-24	6
	2019F	530	22	38	6.7	4.7	0.7	2.8	3	6
EPS	2018F	11,439	-29	149	7	16	5	2	-230	8
	2019F	14,137	129	314	8	18	5	2	46	9
BPS	2018F	113,878	3,161	4,432	5	79	11	11	2,040	27
	2019F	124,739	3,242	4,734	9	91	13	12	2,025	25
영업이익률 (%)	2018F	4.2	0.4	2.5	10.2	7.8	5.3	5.2	-0.7	37.2
	2019F	4.4	2.3	3.7	10.7	8.3	5.5	6.6	0.8	39.0
ROE (%)	2018F	10.4	-0.7	3.2	237.1	20.0	41.7	18.0	-15.5	26.5
	2019F	11.8	3.6	7.4	124.4	20.2	40.6	20.0	1.1	33.3
PER (x)	2018F	11.3	n.a	17.4	13.5	10.7	18.5	13.7	n.a	19.4
	2019F	9.9	13.9	8.2	12.6	9.5	17.1	10.9	31.2	17.0
PBR (x)	2018F	1.1	0.6	0.6	19.9	2.2	7.5	2.3	0.7	5.8
	2019F	1.1	0.6	0.5	11.3	1.9	6.6	2.1	0.7	6.1
EV/EBITDA (x)	2018F	6.6	13.8	12.7	10.6	6.8	12.9	6.9	16.0	12.4
	2019F	6.2	10.4	11.1	9.7	6.2	12.0	6.0	11.5	11.5

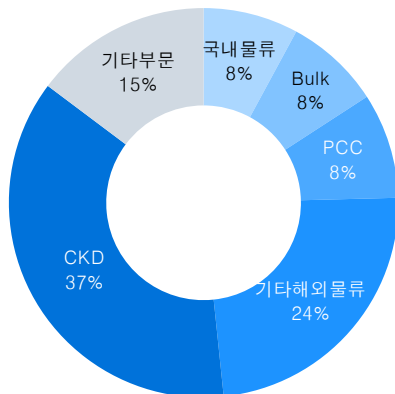
주: 현대글로벌비스는 당사 추정치 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

II. 2019년에도 안정적인 수익 창출 지속

현대글로벌비스는 현대차그룹내 물류를 담당하고 있는 계열사로 2013년까지의 외형 확대 시기를 지나 현재 연간 2,500억원 규모의 안정적인 현금창출 능력을 보여주고 있다. 동사는 1) 국내외 공장에서 출하되는 완성차의 내륙 및 해상 운송 사업, 2) 자동차부품을 현대기아차 해외공장에 납품하는 CKD 유통업무, 3) 철광석, 원유 등 제선원료 운송업무, 3) 그 외 트레이딩, 중고차경매 등의 사업을 수행하고 있다. 매출 비중은 CKD부문이 37%로 가장 높으며, 해외기타물류(현대기아차 해외육상물류), 완성차운송산업을 포함하여 자동차 관련 부문이 70%에 달한다. 비자동차부문의 영업마진이 상대적으로 낮아 자동차부문의 2018년 기준 추정 영업이익 비중은 88%이다.

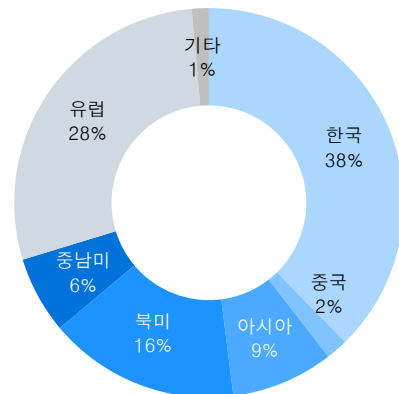
2019년 글로벌비스 매출 및 영업이익은 17.2조원, 7,548억원을 전망한다. 이익기여도가 높은 자동차 운송부문이 현대차 북미지역 신차출시 효과, 공장 가동률 개선 및 비계열 매출 성장 등에 따라 개선될 전망이다. 비자동차부문의 경우, 지속적인 외형확장 및 Bulk 부문의 수익 개선을 예상한다.

[그림 5] 현대글로벌비스 부문별 매출비중(3Q18 YTD)



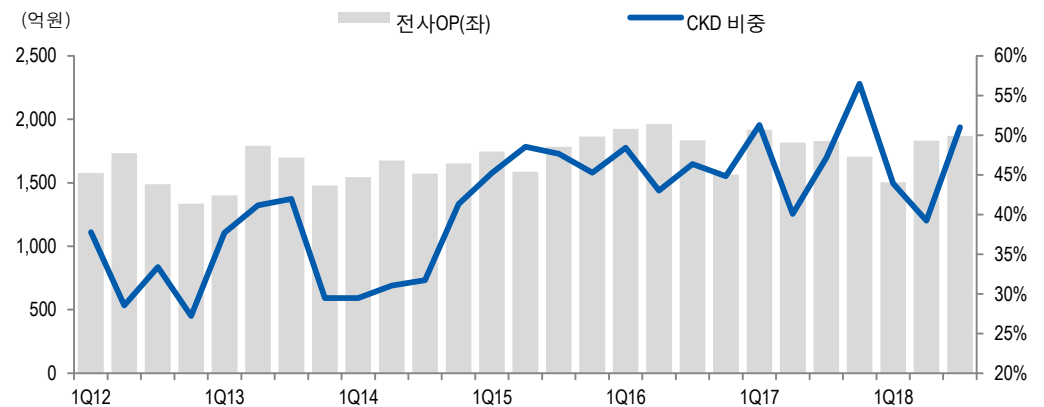
자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 현대글로벌비스 지역별 매출비중(3Q18 YTD)



자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 현대글로벌비스 CKD 부문 영업이익 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 현대글로벌비스 영업실적 현황

(단위: 억원)

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017E	2018E	2019E
매출액	37,479	42,312	43,730	42,422	163,582.9	165,942.8	172,392.7
YoY(%)	-5.8%	1.0%	3.5%	7.0%	6.6%	1.4%	3.9%
국내물류	3,117	3,341	3,297	3,324	12,526.0	13,079.9	13,443.2
YoY(%)	0.7%	5.2%	6.4%	5.3%	3.7%	4.4%	2.8%
해외물류	15,409	16,677	17,879	17,548	66,950.0	67,513.9	69,961.0
YoY(%)	-3.0%	-3.2%	4.6%	4.8%	7.6%	0.8%	3.6%
CKD	13,018	15,897	16,659	15,426	61,988.0	61,000.5	63,856.5
YoY(%)	-17.3%	1.1%	2.0%	8.7%	3.3%	-1.6%	4.7%
기타부문	5,935	6,396	5,894	6,123	22,119.0	24,347.1	25,132.0
YoY(%)	17.5%	10.9%	2.9%	9.9%	15.8%	10.1%	3.2%
영업이익	1,505	1,806	1,871	1,818	7,270.7	6,999.1	7,547.6
YoY(%)	-21.5%	-0.5%	2.2%	6.5%	-0.2%	-3.7%	7.8%
영업이익률(%)	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.22%	4.38%
YoY(%p)	-0.8%p	-0.1%p	-0.1%p	0.0%p	-0.3%p	-0.2%p	0.2%p
영업외손익	89	-944	311	-162	1,622.7	-706.1	-554.6
세전이익	1,593	862	2,182	1,656	8,893.4	6,293.0	6,993.0
YoY(%)	-47.2%	-42.2%	21.5%	-36.0%	26.4%	-29.2%	11.1%
당기순이익	1,148	348	1,539	1,255	6,804.5	4,289.6	5,300.7
YoY(%)	-53.5%	-63.3%	23.2%	-41.3%	34.6%	-37.0%	23.6%
당기순이익률(%)	3.1%	0.8%	3.5%	3.0%	4.2%	2.6%	3.1%
YoY(%p)	-3.1%p	-1.4%p	0.6%p	-2.4%p	0.9%p	-1.6%p	0.5%p
EBITDA	1,953	2,259	2,319	2,265	8,937	8,860	9,409
FCF	(813)	(241)	1,105	1,905	2,303	2,391	2,667
순이자수익(비용)	-109	-140	-153	-115	-445	-517	-489
배당금 지급	-	-	-	-	1,125	1,125	1,125

자료: 유안타증권 리서치센터

자동차 물류·운송: 북미지역을 중심으로 실적 개선

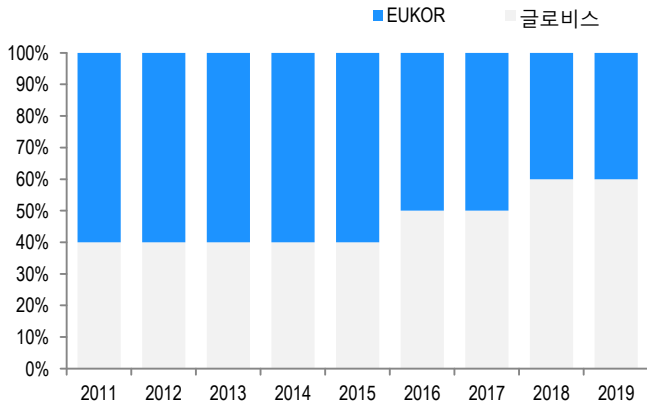
1) 완성차 해상운송(Passenger Car Carrier)

2009년말 유코카캐리어스(이하 EUKOR)의 현대기아차 장기 해상운송 배선권(100%) 보장 계약이 종료되며, EUKOR와 현대글로비스가 양분하여 현대기아차 해상운송을 담당하고 있다. 글로비스의 배선권은 2016-17년 50%, 2018-19년 기준 60%로 추가로 확대되었다. 현대글로비스의 배선권이 10%p 확대되었으나 2015년 대비 2018년까지 매출은 -1%로 감소하였다. 이는 현대기아차의 해외공장 확대(멕시코, 브라질) 및 해외판매 부진에 따른 수출 물량 감소 등에 기인한다. 그러나 ①주요 수출지역인 북미지역의 신차출시 효과, ②Back-haul 적재율 증가 등에 힘입어 2019년 PCC부문 매출은 3% 증가할 것으로 전망한다.

2018년 현대기아차의 국내공장産 글로벌 수출물량은 192.9만대(현대차 99.1만대, 기아차 93.9만대)로 전년 대비 0.9% 감소 하였다. 이는 수출지역 중 가장 큰 비중을 차지하는 북미지역 및 아중동 시장 판매 물량 감소에 기인한다. 특히, 미국의 경우, 수출물량 중 28%를 차지하는 지역으로 2018년 현대기아차의 과다한 재고 및 판매부진 영향으로 수출이 2018년 상반기 27% 감소하였다. 재고 축소 노력으로 연초 4.4개월에 달했던 미국지역 재고가 적정 재고 수준(현대차 기준 3.0개월) 감소하였다. SUV 라인업 강화에 따른 판매 호조로 북미지역 리테일 판매가 우선적으로 개선되기 시작하였으며 18.12월 도매판매 역시 24% 증가하였다. 2019년초 북미 재고수준은 3.2개월로 북미지역 판매량 증가시 수출 판매로 연결될 수 있는 상황이다. 올해 현대기아차 미국 신차출시 일정은 ①쏘울(연초), ②팰리세이드(상반기말), ③G90(하반기, 제네시스 판매량 회복에 따른 G70·80 판매량 회복 예상) 등이 예정되어 있다. 투싼, 코나 등 SUV라인의 판매 증가 효과가 지속될 것으로 판단되어 북미지역 수출 증가에 따른 글로벌 수출물량(Front-haul)이 YoY+4.7% 증가할 것으로 전망한다.

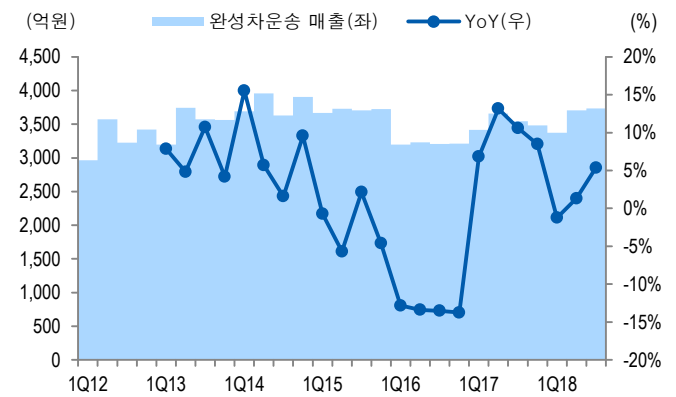
현대기아차 수출물량 확대와 더불어 Back-haul 적재율도 증가할 것으로 전망한다. 현대기아차 배선권 확대에 따른 Front-haul 증가에 따른 회차수 증가로 Back-haul 물량 여력도 확대되게 된다. 배선권이 40%에서 50%로 확대된 2016년 첫 해 대비 그 다음해인 2017년 Front-haul 대상 물량 단위당 매출이 다시 이전 수준으로 회복되었다. 유가, 환율 등 외부변수도 영향도 일부 존재한다. 그러나 배선권 확대시 항로 재조정 등에 따라 Back-haul 적재율이 시일이 갈수록 상승하는 것으로 분석된다. 비계열 물량 확대에 따른 매출 증가 가능성은 2019년 PCC 실적을 통해 검증의 필요성이 존재하나, 글로벌 네트워크 강화에 따른 글로벌OEM향 비계열사 물량 증가가 전망되어 전년 대비 Back-haul 적재율도 확대될 것으로 판단한다.

[그림 8] 현대기아차 수출물량 배선 비율 현황



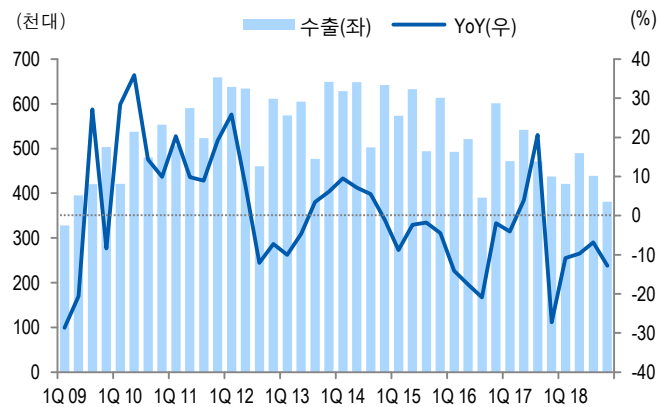
자료: 현대글로벌비, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 현대글로벌비 완성차운송부문 매출 및 증가율 추이



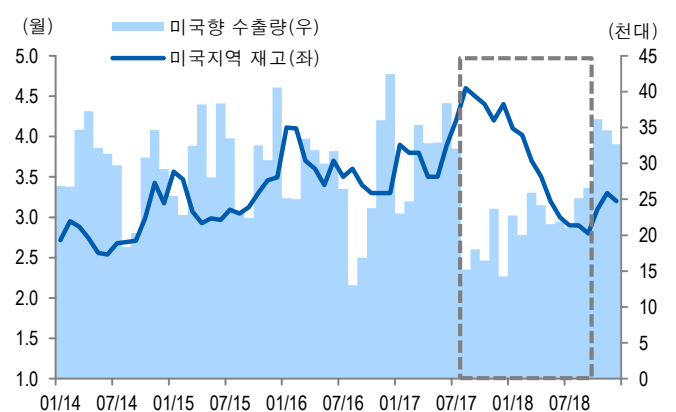
자료: 현대글로벌비, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 현대차그룹 국내 수출량 추이



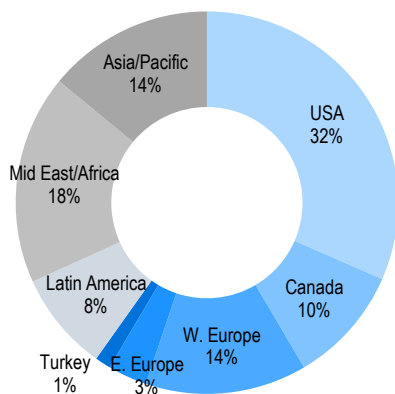
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 현대차 미국 재고 및 수출 추이



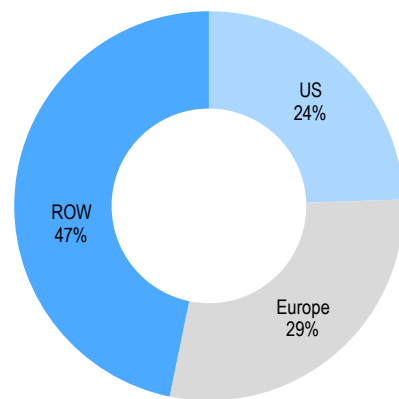
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 현대차 지역별 수출 비중(2018Y)



자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 기아차 지역별 수출 비중(2018Y)



자료: 기아차, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 현대기아차 북미지역 주요 신차출시 현황

구분	모델	출시시기	생산지역	2018년 리테일판매
현대차	펠리세이드	1H18	한국	신규
	쏘나타	2H18	미국(HMMA)	10.5만대
	G90	1H18	한국	2,240대
기아차	쏘울	1H18	한국	10.5만대
	텔루라이드	1H18	미국(KMG)	신규

자료: 현대차, 기아차, 유안타증권 리서치센터

2)CKD(반조립부품 유통)

CKD부문은 해외 완성차 공장의 생산(조립)을 위하여 자동차 부품을 국내외 부품업체로부터 수급받아 해외공장에 공급하는 사업(KD, Knock Down)을 수행한다. 글로벌 CKD사업부문은 현대모비스가 담당하는 중국공장을 제외한 현대기아차 해외공장을 대상으로 하며 계열사 매출이 100%를 차지한다. 따라서 현대기아차 해외공장 생산량이 매출 실적의 주요 변수로 작용한다. 2019년 CKD부문 매출 및 영업이익은 4.7%, 7.2% 증가하며 6.4조원, 3,412억원을 시현할 것으로 예상된다. ①현대기아차 북미공장 가동률 증가, ②현대기아차 제품믹스 개선에 따른 단가 상승 등이 실적 개선의 주 요인으로 작용할 전망이다.

현대기아차의 해외공장 생산능력은 베트남 CKD 공장을 포함하여 559만대이며 중국공장을 제외 시 305만대 생산능력을 보유하고 있다. 현재 북미 및 중국 공장, 멕시코를 제외한 해외현지 공장은 현재 가동률 100% 이상의 완전가동상태이다. 현재 가동률이 75%(현대기아차 합산, Design Capa 대비 단순산출)인 북미지역 공장은 2019년 가동률이 90%까지 확대될 것으로 전망한다.

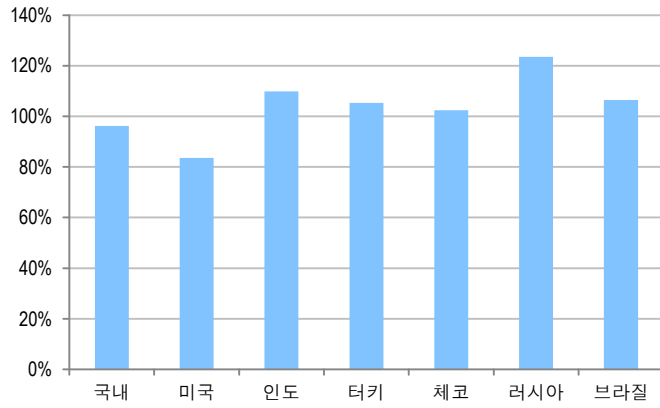
[표 5] 현대기아차 해외공장 Capa 현황

(단위: 천대)

구분	지역	생산 Capa	2018년 출하량	비고
현대차	북미공장	370	322	현대모비스 담당
	인도공장	650	710	
	체코공장	330	340	
	터키공장	200	203	
	러시아공장	200	244	
	브라질공장	180	191	
	중국공장	1,650	790	
	Total	3,580	2,800	
기아차	Total(중국제외)	1,930	2,010	9월 가동 예정 현대모비스 담당
	북미공장	340	237	
	슬로바키아공장	330	333	
	멕시코공장	400	296	
	인도공장	-	-	
	중국공장	890	370	
	Total	1,960	1,236	
	Total(중국제외)	1,070	866	
CKD	현대 베트남	50	56	

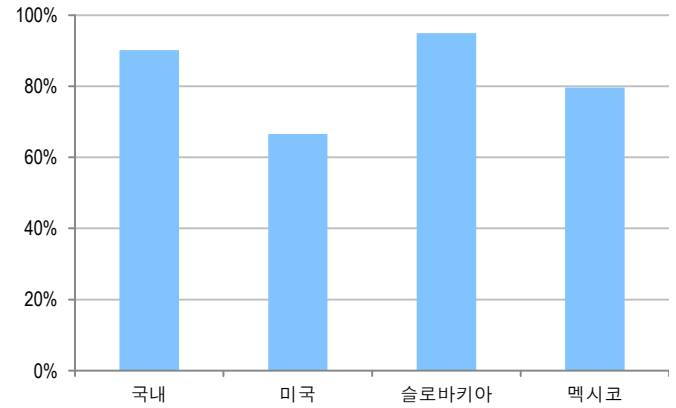
자료: 현대차, 기아차, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 현대차 해외공장 가동률 현황



자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 기아차 해외공장 가동률 현황

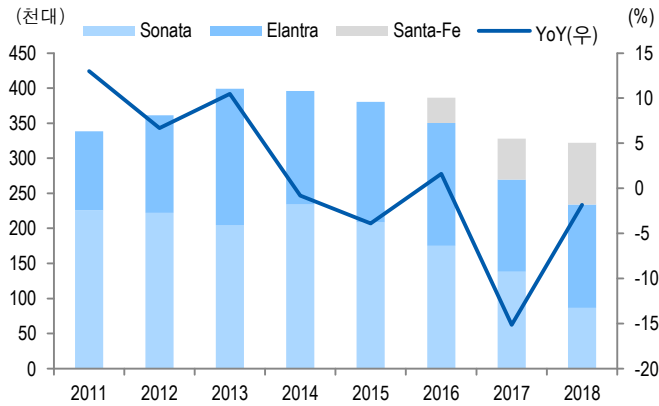


자료: 기아차, 유안타증권 리서치센터

현대차 앨라배마 공장은 2017년부터 쉐타페 물량을 기아차 조지아공장에서 이전되며 가동률이 2018년 하반기 95%까지 상승하였다. 2019년에 신형 쉐타페 생산 증가(쉐타페 월평균 공장출하 1H18 3,700대 vs. 2H18 9,100대), 하반기 신형 쏘나타 출시에 따른 신차효과 등으로 추가적인 공장 가동률 상승이 예상된다. 기아차 조지아공장은 쉐타페 단산 효과로 K5, 쏘렌토 2개 차종만을 생산하며 2018년 가동률이 70%까지 감소하였다. 그러나 2019년 신형SUV인 텔루라이드가 생산을 시작하며 공장가동률 상승을 견인할 전망이다. 텔루라이드 생산으로 5만대 이상의 출하량 증가가 전망된다.

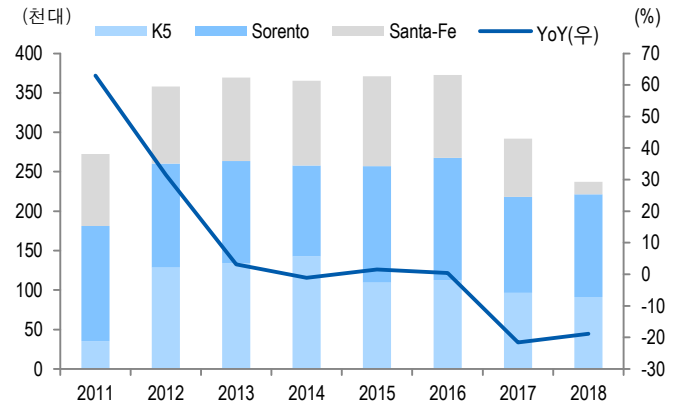
기아차 인도공장(KMI)이 올해 3분기부터 신규로 가동될 예정으로 KMI 설계 생산능력(Design Capacity)은 30만대이다. 새롭게 출시될 B-SUV(SP) 모델을 우선적으로 생산하며 초기 가동단계인 2019년에는 약 3만대 생산, 2020년에 21만대 수준 생산에 도달할 것으로 전망한다. 단기적으로 이익에 기여하는 부분은 크지 않다. 그러나 2018년 71만대를 출하한 현대차 인도공장의 CKD 매출이 분기에 1,200~1,300억원인 점을 고려시 KMI가 30만대 수준으로 가동시 연간 2,500억원의 매출이 실현될 것으로 전망된다. 또한, 기존 현대차 CKD 물량 대응을 위한 인프라 구축과 인도 단일 지역 현대기아차 생산능력이 100만대 수준으로 확대되며 비용절감 효과도 발생할 수 있을 것으로 판단한다.

[그림 16] 현대차 북미공장 모델별 공장출하량 추이



자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

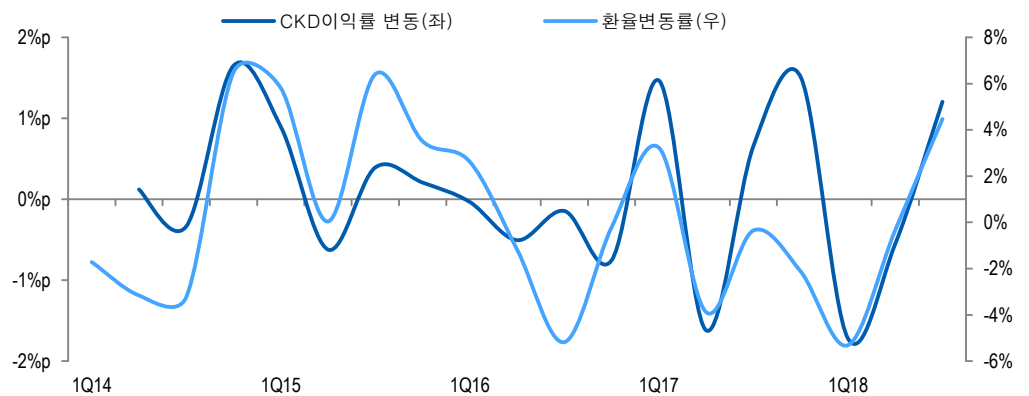
[그림 17] 기아차 북미공장 모델별 공장출하량 추이



자료: 기아차, 유안타증권 리서치센터

환율변동에 따라 CKD부문 마진이 변동하는 특성이 있어 원화강세(약세)시 영업이익률이 악화(개선)되는 특징이 있다. 한국공장에서는 부품 공급받아 현대기아차 해외공장까지 납품하는데 소요되는 기간이 4~5개월로 매출이 실현되는 분기 대비 5개월전 환율(3개월 평균) 변동성에 따라 수익성이 움직인다. 4Q18의 경우, 과거 5개월 대비 2.6% 원화약세로 환율이 변동되었으며 글로벌 공장 출하량이 증가하여 3분기 대비 수익성이 개선될 것으로 판단한다.

[그림 18] 현대글로벌비즈 CKD 부문 영업이익률 분기 변동률 vs. -5M 환율변동률 추이

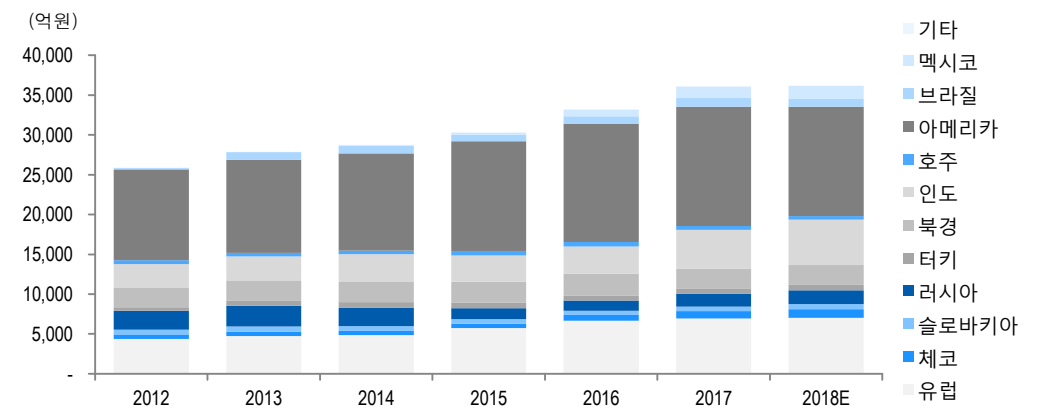


자료: 유안타증권 리서치센터

3)기타해외물류

기타해외물류는 ① 자동차부품, 설비 등의 컨테이너 해상 수출입 운송, ② 현대기아차 해외판매 지역 내륙운송, ③ 항공수출입 운송 사업을 수행하는 부문이다. 해당부문 비계열 매출비중이 낮은 편으로 해외 현대기아차 물류업무가 80% 수준에 달한다. 유가급락에 따른 러시아자동차 시장이 축소되었던 2014년을 제외하고 5~6% 성장을 지속하였으나, 2018년은 비중이 가장 높은 미주지역 매출 감소로 전년 수준의 매출을 시현할 것으로 예상된다. 2019년은 기타해외물류 매출은 전년대비 2% 증가한 4.1조원을 시현할 것으로 전망한다. 현대기아차 미국 신차출시 영향으로 미주지역 내륙운송 물류량이 증가할 것으로 예상되며, SUV 판매믹스 개선에 따른 단가가 상승할 전망이다.

[그림 19] 현대글로비스 기타해외물류 지역별 매출 추이



자료: 현대글로비스, 유안타증권 리서치센터

2019년 하반기 기아차 인도공장 가동으로 장기적으로 해당 지역의 매출 증가도 예상된다. 초기 가동시기인 2019년은 약 3만대 정도의 생산이 예상되어, 본격적인 매출은 2020년경부터 시현될 예정이다. 완전가동으로 공장출하량이 30만대 수준까지 올라오면 연간 3천억원의 매출증가가 예상된다. 또한, 해외 내륙운송 역량 강화를 통해 비계열사 물류 사업 확장과 다양한 사업 다각화를 통해 비계열사 비중도 점진적으로 확대될 것으로 전망한다.

비계열사 매출은 물류인프라 경쟁력을 바탕으로 지속 성장

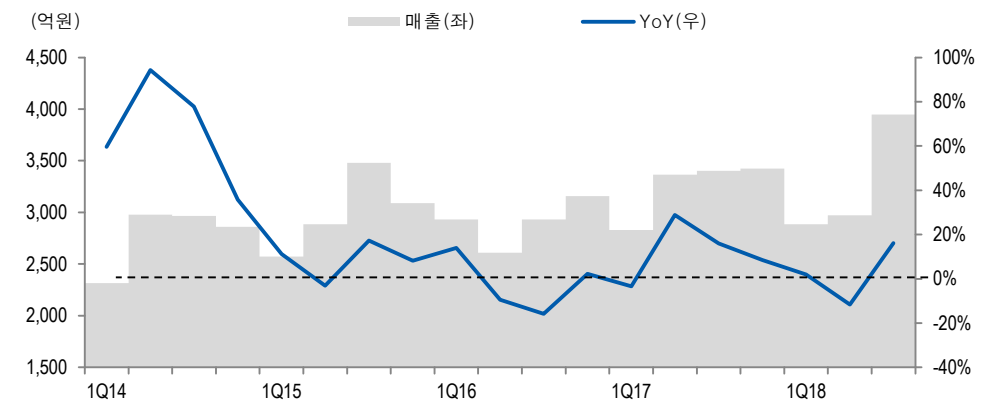
해상운송_Bulk: 외형성장은 지속, 수익성은 점진적 개선 전망

현대글로벌비스 Bulk부문은 Dry Bulk(석탄·철광석 등) 및 Wet Bulk(석유) 등을 운송하는 사업이다. 벌크부문의 매출 비중은 전사 매출 대비 10% 미만이며 수익성이 부진한 사업부문이다. 벌크부문 현대제철 등의 고객과의 장기운송계약 비중이 약 50%, 그 외 단기운송계약이 50%를 차지하고 있다. 단기운송계약인 부정기 운송의 경우, BDI(Baltic Exchange Dry Index)에 따라 운임이 변동되며, 유가 및 용선료 등에 따라 영업이익이 영향을 받고 있다.

벌크부문 중 현대제철 등 계열사 비중은 20~25%로 비계열매출 비중이 75%~80%에 달한다. 현대제철 제선원료 운송을 위하여 시작되었으며 현재는 정유사, 발전소 등 다양한 국내외 화주사 확대를 통해 2014년 1.1조원 매출이 2017년 1.3조원까지 확대되었다. 현대오일뱅크, S-OIL 물량 운송에 이어 GS칼텍스와의 장기 계약 체결이 올해 하반기 시작하는 등 신규 화주 매출 확대는 2019년에도 계속될 전망이다. 또한, 작년 싱가포르 지사 설립 등을 통해 이머징마켓을 중심으로 한 국외 우량 화주사와의 계약을 위한 인프라도 마련되어 고객 다변화도 지속될 예정이다.

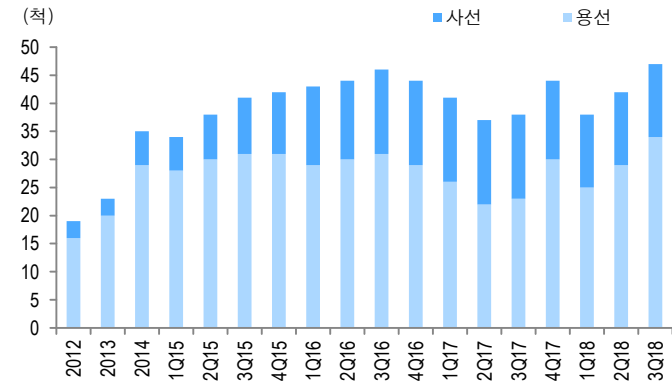
매출성장과 더불어 과거 고가에 빌린 장기용선계약이 마무리되며 2021년까지 1~2척씩 순차적으로 반환될 예정이다. 고가 악성용선이 반환되며 벌크부문의 수익성이 일부 개선될 것으로 판단한다. 2013년 이후 악화되었던 BDI 지수가 2017년 반등하며 2018년 연평균 1,349pt로 전년대비 17% 개선되었다. 4분기 BDI 지수가 1,243pt로 하락하였으나 향후 미중무역 분쟁 완화 등의 분위기가 전망되어 BDI지수가 현 수준에서 유지될 것으로 판단한다.

[그림 20] 벌크부문 매출 및 증가율 추이



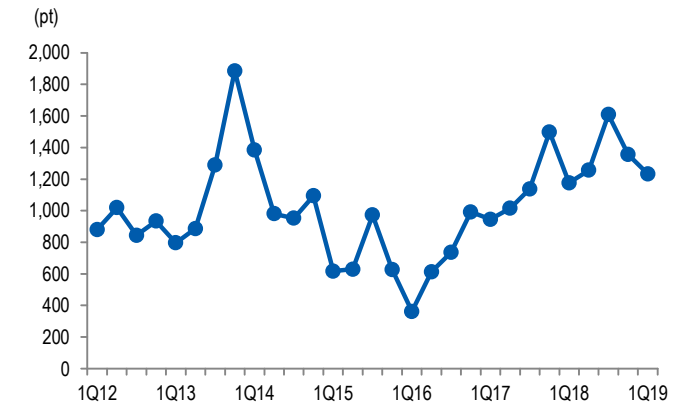
자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 현대글로비스 Bulk 부문 선대 운용현황



자료: 현대글로비스, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] BDI(Baltic Exchange Dry Index) 추이



자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 현대제철 제선원료 장기 해상운송계약 체결 내역

	체결시기	금액	기간	선박
1차계약	2008.01	1,404백만 USD	2010~2030(20년)	5척
2차계약	2008.11	1,015백만 USD	"2011~2025(15년)	4척
3차계약	2010.12	389백만 USD	2012~2032(20년)	1척

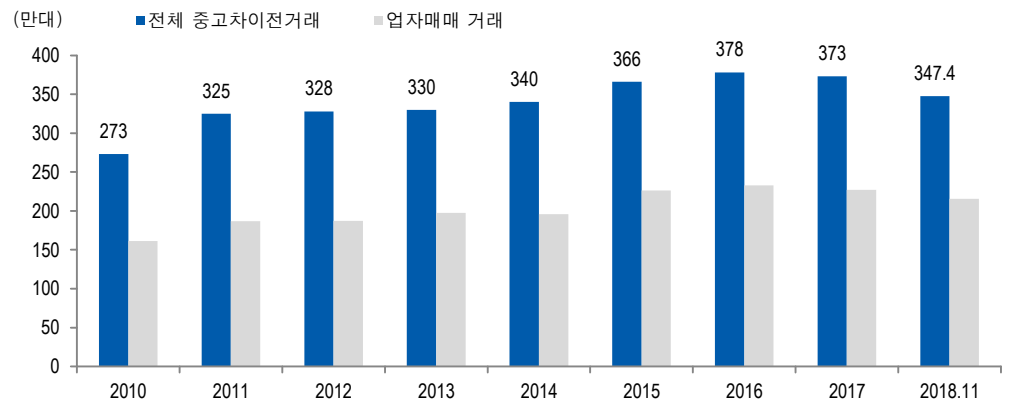
자료: 현대글로비스, 유안타증권 리서치센터

기타부문: 중고차시장 확대

한국 중고차경매시장은 중고차 시장 내 비중이 10% 미만으로 선진시장의 경매 유통분담률을 고려할 경우 향후 지속적인 성장세를 보일 것으로 판단한다. 현대글로벌비스는 한국 중고차 경매시장 점유율이 약 50% 수준으로 시장 내 경쟁력을 보이고 있다. 중고차부문의 매출은 2018년 4300 억원으로 전사 매출액 대비 2.6%이고 영업이익률도 4% 수준으로 이익기여도는 낮다. 그러나 향후 중고차 경매 시장 비중이 일본(50%) 및 미국(20~25%) 수준으로 성장하고 현대글로벌비스가 시장지위(점유율)를 40% 수준으로 유지할 경우, 현대글로벌비스 매출은 1조원까지 증가할 것으로 예상된다.

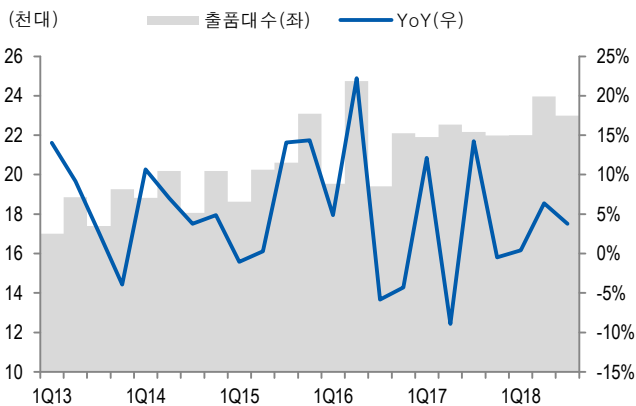
단기적으로 현대기아차 주요 신차 출시 및 정부의 개별소비세 인하 정책에 따른 내수 판매 증가 영향으로 중고차 매매거래가 2019년에도 소폭 성장할 것으로 예상된다. 현대글로벌비스 중고차 출품대수 증가와 더불어 경매 낙찰률도 2017년 평균 57%에서 2018년 3분기 66%까지 상승하고 있는 추세이다. 매출 비중이 3%에 불과하나 향후 중고차 경매시장 확대에 안정적인 성장성을 보일 것으로 전망된다.

[그림 23] 국내 중고차 매매이전거래 추이



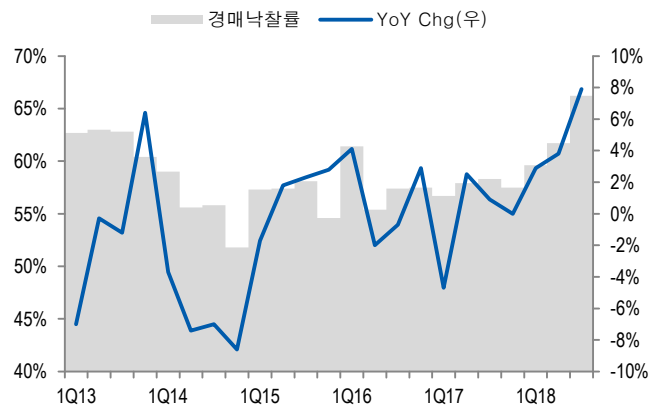
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 현대글로벌비스 중고차 출품대수



자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 현대글로벌비스 중고차 낙찰률



자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

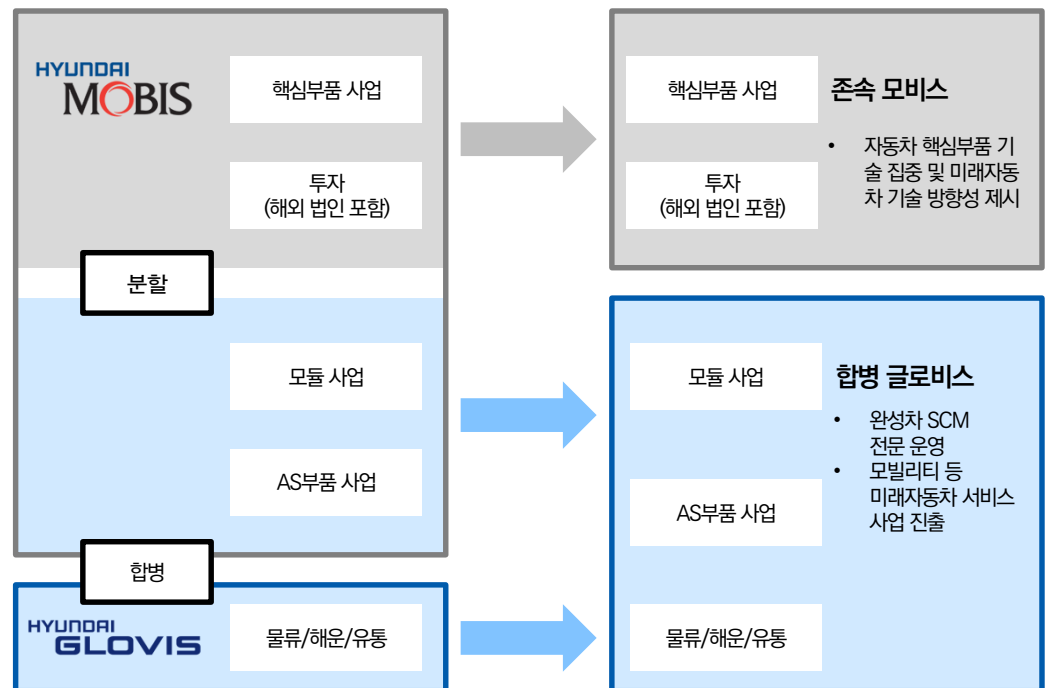
III. 현대차 지배구조 개편

현대차그룹 지배구조 개편안 재점검

현대차 그룹은 순환출자 구조 해소, 일감 몰아주기 등 지배구조 관련 이슈를 해소하기 위해 다음과 같은 분할 합병 안을 발표(3/28)했다. ①모비스로부터 국내 모듈 및 AS 사업부문을 인적분할 후 글로비스와 분할 모비스(신설법인)를 합병한다. ②분할 합병 이후 대주주가 보유한 합병글로비스 지분 전부 또는 일부를 기아차(16.9%), 현대제철(5.7%), 합병글로비스(0.7%)가 보유한 존속 현대모비스 지분 전부(23.2%) 또는 일부와 주식 양수도 거래를 진행할 계획을 발표했다.

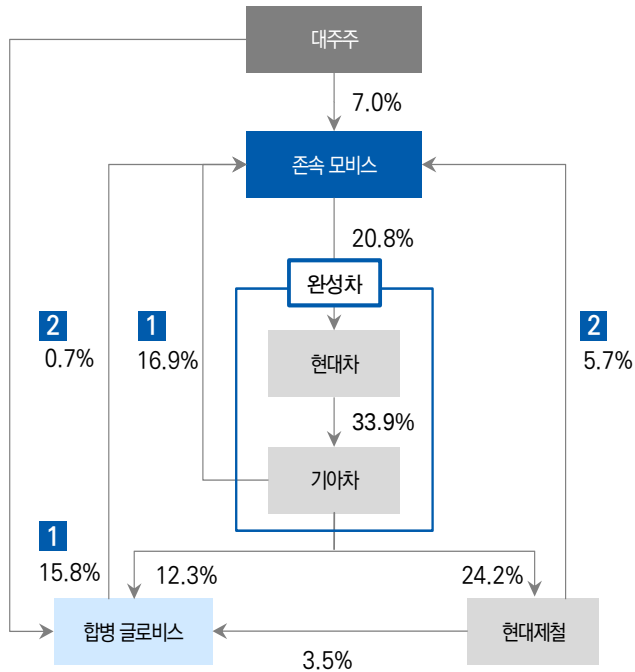
이 과정에서 투자자의 관심을 끌었던 것은 회사의 중장기 경영 목표(자율주행 등 미래 자동차 기술 개발- 모비스, 모빌리티 서비스 - 글로비스, 미래자동차 개발 사업 - 현대차), 주주환원정책(자사주 매입 및 소각, 분기 배당)의 변화였다. 지배구조 개편에 대한 투자자의 합의를 이끌어 내기 위해 회사의 체질이 전환되는 첫 단추가 끼워지는 순간이었다.

[그림 26] 현대모비스와 현대글로비스 분할 합병에 따른 사업 변화



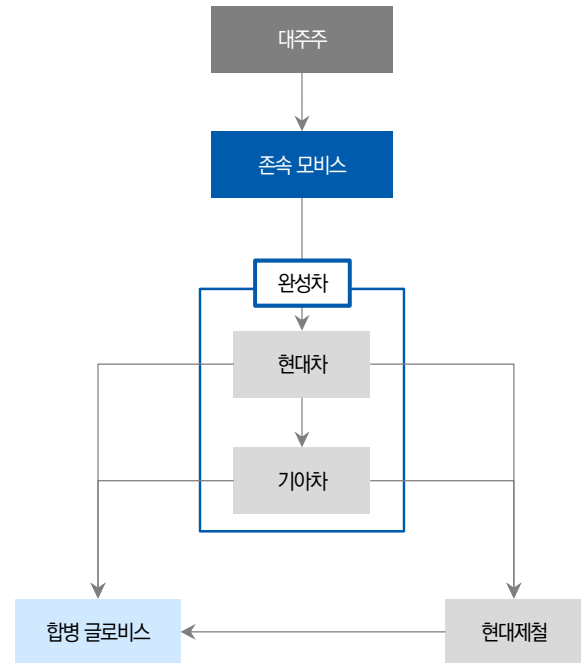
자료: 현대차 그룹, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 사업 구조 개편(분할합병) 후 현대차 그룹 지배구조



자료: 현대차 그룹, 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 지분 양(수)도 거래 후 현대차그룹 지배구조



자료: 현대차 그룹, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 현대차 그룹의 주주환원 정책

(단위: 억원)

회사	항목	내용	비고
현대차	자사주 매입	4,129억원	전체 주식 1%
	자사주 소각	5,593억원	전체 주식 2%
현대모비스	배당	분기 배당 실시	연간 배당 총액 1/3 범위
	자사주 매입	1,875억원	19년부터 3년간
	자사주 소각	보유 중인 자사주 전량 소각	19년 중 시행

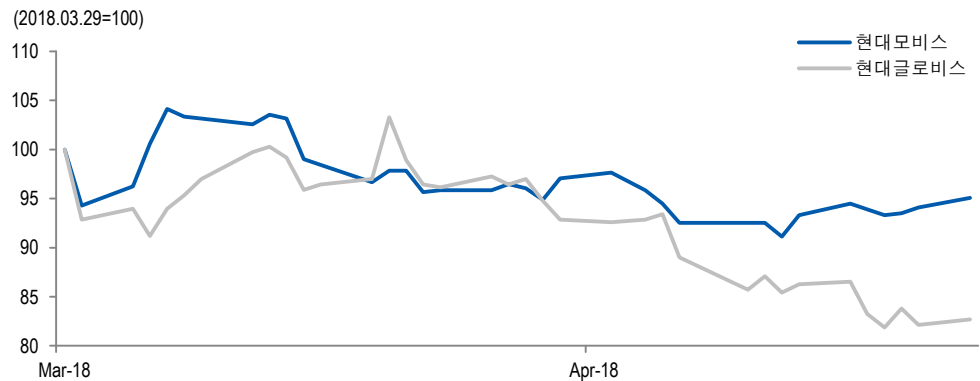
자료: 현대차 그룹 공시, 유안타증권 리서치센터

논란의 핵심은 ‘승계 부문의 가치 산정’, ‘합병 타당성 및 설득력 부족’

현대모비스는 5월 21일자로 분할합병 계약에 대한 해제 합의를 체결했다. ①현대모비스, 글로벌비스 합병 비율에 대한 정당성, ②신설 모비스와 글로벌비스간 합병에 대한 필요성에 대해 시장의 동의를 얻어 내지 못하면서 주총에서의 부결 가능성이 높아졌기 때문이었다. 현대모비스 측에서는 지배구조 개편안을 보완하여 재추진할 것임을 밝혔다.

논란의 핵심은 승계 부문의 가치 산정이었다. 당시 대부분의 시장 반응은 신설 모비스와 글로벌비스 간 합병 비율에 있어, 현대모비스 주주에게 합병 비율이 불리하다고 평가를 내렸다. 비율 산정에 60% 영향을 미치는 회계상 장부 가치에 FCF 원천인 AS 부문의 영업권이 포함되지 않아, 신설 법인이 과소 평가 될 수 밖에 없는 구조였다. 국내외 의결권 자문 기관은 이례적으로 분할 합병안에 대해 모두 반대를 권고했다. 실제로 지배구조 개편안 발표 이후 계약 해제 직전까지 글로벌비스와 모비스 주가 흐름은 상당한 괴리를 기록했다.

[그림 29] 현대모비스 - 글로벌비스 지배구조 개편안 발표 ~ 분할합병 계약 해제 직전 상대주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 현대차 지배구조 개편안에 대한 의결권 자문 기관 판단

소재	자문 기관	논거	의견
국외	ISS	현대차 그룹이 제안한 거래의 사업적 타당성 부족 분할합병비율(Valuation)이 모비스 주주에게 불리 후속 대주주 지분 거래의 확실성 및 거래 조건 불명확	반대
	Glass Lewis	지배구조 개편안은 의심스러운 경영 논리에 바탕 가치 평가 불충분하며, 글로벌비스 주주에게 일방적으로 유리	반대
국내	기업지배구조원	현대모비스의 분할 목적은 타당. 해외 부문 사업을 제외한 분할 방법이 목적에 부합하지 않음 분할 현대 모비스가 현대글로벌비스와 합병할 시너지도 불명확	반대
	대신지배구조연구소	분할 사업 부문을 시장에 상장해 공정 가치 평가 받은 후 현대글로벌비스와 합병 필요 자사주 소각, 최대주주의 1조원 자금 부담 등 주주환원정책에 대해서는 긍정적	반대
	서스틴베스트	분할, 합병 비율이 현대모비스 주주에게 불리하게 산정 분할, 합병의 목적 불명확	반대

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

엘리엇의 Accelerate Hyundai Proposals

2018년 11월 13일 엘리엇 매니지먼트는 현대차 이사진에게 보내는 서신을 통해 ①현대자동차는 최대 8조원, 현대모비스는 4조원에 해당하는 재무상태표상 초과 자본을 주주에게 환원, ②강남 부지를 포함한 비핵심 자산에 대한 전면적이고 전략적인 검토 실시, ③각 계열사 이사회에 신규 사외이사 선임 등의 개선 방안을 요구했다. 현대차 그룹 입장에서는 순환출자 및 일감 몰아주기 해소라는 당면한 지배구조 개선 외에도 실적 및 주가 개선을 통한 행동주의 펀드의 공격에 대한 적극적 방어에 나서야 하는 상황에 직면했다.

[표 9] 엘리엇의 Accelerate Hyundai Proposals

	HMG 개편안	Accelerate Hyundai Proposals
구조	순환출자를 해소하고자 하지만, 상당한 현금자산을 보유한 수익성 높은 사업 부문을 불명확한 평가 방식에 의하여 분할 후 물류회사에 합병하고, 이 과정에서 주주들에게 상당한 세금 발생	현대모비스와 현대자동차의 합병을 통해 지주사를 경쟁력 있는 글로벌 완성차 제조업체로 재탄생. 현재의 복잡한 지분 구조를 효율적으로 간소화
대차대조표	현대모비스 및 현대자동차의 과대화된 대차대조표 해소 혹은 기아자동차에 올바른 방법으로 적정 자본 상태를 달성하기 위한 구체적 계획 결여	1. 저조한 주가 수익률 해소 위해 현대모비스 및 현대자동차 대차대조표의 과다 잉여금 감소 2. 현재 및 미래의 모든 자사주 소각 3. 기아자동차가 보유한 현대모비스 및 현대글로벌 주식에 대한 적정가치 검토 및 자산화
주주환원	주주환원에 대한 약정 결여, 현재 주주환원 정책이 명확히 전달되지 않고 있으며, 정당한 이유 없이 잉여현금흐름을 기준으로 함	글로벌 자동차 및 자동차 부품 경쟁사 기준에 맞춰, 배당지급률을 순이익 기준의 40~50%로 개선하는 명확한 배당금 정책
이사회 및 경영 구조	다양성이 부족한 현대모비스, 현대자동차 및 기아자동차의 기존 이사회 개선 방안 부재. 세 회사의 비상임이사는 학계, 법조계, 관료 출신 인력으로 해외 경영 경험 부족함	1. 관련 다국적 회사 경험이 풍부한 사외이사 세명 추가 선임 2. 세계적인 자동차 브랜드로서의 위상을 유지하기 위해 글로벌 기준과 부합하는 경영 구조 실현을 목적으로 추가 방안 채택

자료: 엘리엇, 유안타증권 리서치센터

현대차 그룹의 지배구조 개편, 2019년 재시동 전망

현대차 그룹이 추진하는 지배구조 개편의 방향성은 명확하다. ①순환출자 및 일감몰아주기 논란의 해소이다. ②지주회사 체제보다는 지배회사 체제를 구축할 것이다. 지주회사 전환을 위해서는 금융자회사(현대캐피탈) 처리가 우선이다.

지배구조 개편의 첫 단추는 과거와 달라진 그룹 인사로 판단하고 있다. 현대차 그룹은 12월 12일 그룹 경영진 18명의 인사를 발표했다. 인사의 핵심은 ‘정몽구 회장 인사의 퇴진, 세대 교체에 따른 정의선 총괄수석부회장 중심의 친정체제 구축’으로 요약된다. 50대 대표 이사(현대로템 대표 이사 이진용, 현대다이모스 - 현대파워텍 합병 법인의 여수동, 현대오토론 문대홍, 현대캐피코 방창섭)의 대거 등장, 삼성전자 출신 사장(전략기술 본부장 지영조), 외국인 임원(연구개발 본부장 알버트 비어만, 현대, 기아차 디자인 최고 책임자 루크 동커볼케) 승진 등이 핵심이었다. 정의선 체제 확립 이후, 지배구조 개선 작업이 가장 우선적으로 처리될 전망이다.

[표 10] 현대차그룹 주요 인사

구분	사장
현대자동차 / 기아자동차	이원희, 박한우, 정진행, 한성권, 알버트 비어만, 김철, 피터슈라이어, 지영조, 서보신, 공영운
현대모비스	박정국
현대제철	강학서
현대글로벌비스	김정훈
현대위아	김경배
현대캐피탈 / 현대카드	정태영, 황유노
현대로템	이진용
현대트랜시스	여수동
현대오토론	문대홍
현대캐피코	방창섭
현대비엔지스틸	정일선
현대오토에버	오일석
현대차증권	이용배
이노션	안건희
현대파텍스	원종훈
현대아이에이치엘	전용덕
현대엔지비	이기상
현대엠엔소프트	홍지수

자료: 각사, 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 현대차 그룹 지배구조 개편 사전 정지 작업

이슈	비고
현대다이모스, 현대파워텍 흡수 합병	현대트랜시스 출범(2019.1.1)
현대오토에버 상장 추진	정의선 19.5% 보유
현대엔지니어링 상장 추진	정의선 11.72%, 정몽구 4.68% 보유

자료: 유안타증권 리서치센터

순환출자 해소를 위한 다양한 방법이 예상되는 가운데, 2018년과 동일한 방식의 지배구조 개편 작업을 재 추진하기에는 부담이 크다. 특히 주주총회 특별 결의를 필요로 하는 분할, 합병 안이 포함된 지배구조 개편의 경우에는 주주총회 통과를 장담할 수 없기에 회사의 시나리오에서 배제될 가능성이 높아 보인다. 지배구조 개편을 목적으로 하는 특수 사례의 경우에는 주총 참석률이 80%를 가볍게 상회한다. 주총 참석률 80% 기준, 특별 결의 통과를 위한 필요 의결 정족수는 53% 이상이다. 따라서 현대글로비스를 제외한 타 계열사의 경우, 주주총회 통과 여부를 낙관할 수 없다.

[표 12] 주주총회 통과를 위한 필요 지분율

(단위: %)

주총 참석률	필요 의결정족수(보통결의)	필요 의결정족수(특별 결의)
60%	30.0%	40.0%
70%	35.0%	46.7%
80%	40.0%	53.3%
90%	45.0%	60.0%
100%	50.0%	66.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

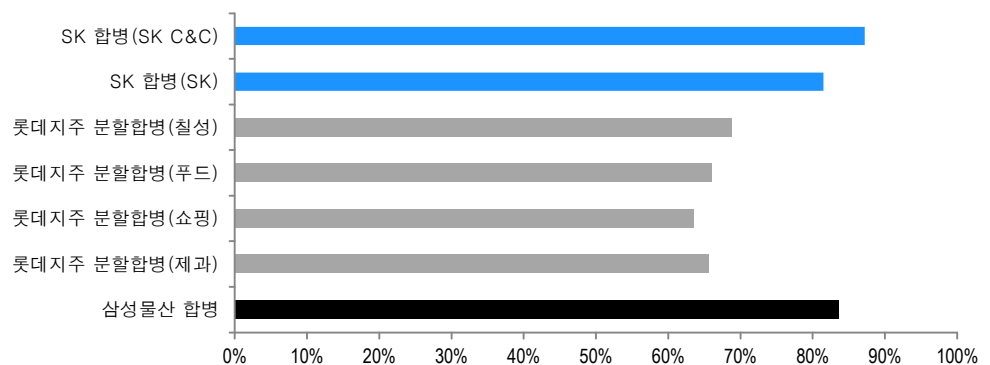
[표 13] 주요 계열사 특수관계인 지분율

(단위: %)

	특수관계인 지분율
현대글로비스	51.38%
현대모비스	30.17%
현대자동차	29.11%
기아자동차	35.62%

자료: 공시 자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 30] 주요 주주총회 참석률

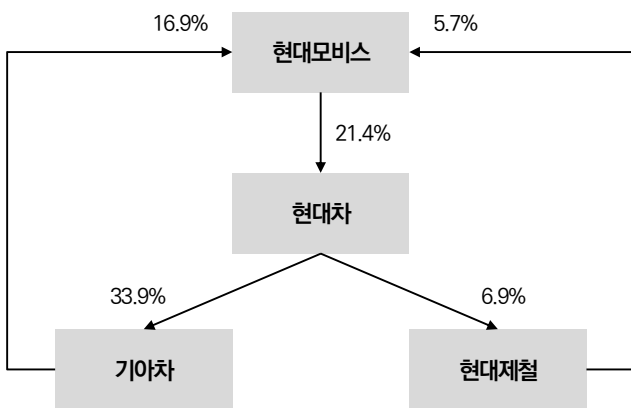


자료: 언론 자료, 유안타증권 리서치센터

현대글로비스, 현대차 그룹의 최상위 지배회사로 재편될 가능성 상존

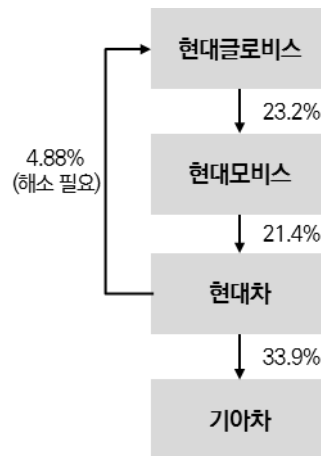
현대차 주요 의사 결정권자 입장에서 가장 이상적인 시나리오는 주주총회 통과겠으나, 이미 한번 실패를 경험한 입장에서 좀 더 안전한 대안으로 가능성이 기울 것이다. 순환출자 해소를 위해서는 기아차와 현대제철이 보유한 현대모비스 지분에 대한 매각이 가장 확실한 대안이며, 이에 대한 인수 주체로 현대글로비스가 중추 역할을 할 가능성이 높다. 총수 일가가 직접 지분을 인수하기에는 자금 여력이 부족하고, 기타 계열사의 현대모비스 지분 매입은 신규 순환출자 고리를 형성할 뿐이다. 이러한 두 가지 조건을 만족할 수 있는 인수 주체는 현대글로비스가 가장 유력한 후보이다. 특히 이 경우 이사회 결의만으로 관련 작업을 진행할 수 있어, 주총 통과에 대한 불확실성을 제거할 수 있다는 장점이 있다.

[그림 31] 현대차 그룹의 순환출자 고리



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 현대글로비스 → 현대모비스 지분 인수 시, 순환출자 해소



자료: 유안타증권 리서치센터

현대차 입장에서 현 시점이 지배구조 개편에 유리한 이유는 현대모비스 주가 하락에 근거한다. 모비스 시가총액은 2018년 1월 대비 18.0% 하락했으며, 기아차와 현대제철이 보유한 지분 22.5%를 인수하는데 소요되는 비용은 4.6조원 수준으로 낮아졌다. 이는 글로비스의 순현금 흐름 기준, 약 15년이면 상환할 수 있는 규모이다. 모비스의 잠재 배당까지 고려하면, 이 시기는 좀 더 앞당겨질 수 있다.

총수 일가 입장에서도 기존 안(2018. 3. 28일, 존속 현대 모비스 지분 직접 인수)에 비해 세금에 대한 부담을 덜 수 있다. 기존 안에서는 총수 일가가 보유한 현대글로비스, 현대차, 기아차, 현대제철 지분을 매각하는 과정에서 약 1조원의 양도세 부담이 예상됐다.

[표 14] 현대모비스 지분 현황

(단위: 억원)

주주	지분율	비고(인수금액)
기아차	16.9%	34,547억원 (1/18 기준)
국민연금	9.5%	
정몽구	7.0%	
현대제철	5.7%	11,652억원 (1/18 기준)
현대글로비스	0.7%	
기타	60.4%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 15] 현대글로벌비스 재무 여력

(단위: 억원)

		2015	2016	2017	2018	2019
현대글로벌비스	EBITDA	8,270	8,849	8,937	8,860	9,409
	CAPEX	-3,959	-3,891	-3,675	-2,301	-3,850
	순이자비용	-323	-411	-445	-517	-489
	FCF	2,588	2,303	2,391	2,667	2,918
	순차입금	7,599	7,788	5,943	5,396	4,905

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 16] 현대모비스 지분 인수 규모 & 현대글로벌비스의 재무적 여력

항목	내용
① 모비스 지분 인수 금액	46,199
② 연간 잉여현금흐름(FCF)	2,793
지분인수금액/FCF	15.8
〈현대엔지니어링 상장에 따른 구주매출 가정〉	
현대엔지니어링 지분 11.67%(시총 6조원 상장 가정)	7,002
(지분 인수 금액 - 엔지니어링 지분 매각 금액)/FCF	13.4

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 17] 현대모비스 인수에 따른 현대글로벌비스 이자비용 금액

(단위: 억원)

	차입이자율	3.0%	4.0%	5.0%
조달금액				
4조원		1,200	1,400	1,800
3.5조원		1,050	1,225	1,575
3조원		900	1,050	1,350

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 18] 현대글로벌비스의 현대모비스 예상 배당수익

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	34,863	36,382	34,760	35,510	27,348	27,344	30,812	32,007
감가상각비(상각비)	5,619	4,970	5,414	6,463	7,098	7,066	6,857	6,662
운전자본변동	-14,299	-28,437	4,448	-12,934	-4,634	-4,764	-4,471	-4,623
CAPEX	-6,521	-10,695	-40,798	-12,961	-6,769	-7,124	-8,690	-8,860
FCF	6,703	-10,711	-9,469	2,098	7,232	12,221	11,855	12,390
배당금지급	1,848	1,896	2,923	3,317	3,325	3,325	3,407	3,407
예상배당수익(23.21%)							791	791

자료: 유안타증권 리서치센터

남은 과제는 일감 몰아주기 해소이다. 총수 일가가 직접 지분을 매각해서 정부의 정책 코드와 맞추기보다는 사업 영역 확대를 통한 관련 이슈 해결에 나설 전망이다. 정부가 추진하는 공정거래법 개정안은 당장 국회 통과 가능성이 낮아 보인다. 김상조 공정거래위원장은 1월 15일 라디오에 출연하여, 공정거래법 개정 속도 조절에 대한 입장을 밝혔다. 현재와 같은 분위기라면 현대차 그룹 입장에서는 순환출자 해소를 최우선으로 처리하고, 일감 몰아주기 문제는 시간을 갖고 해결해 나갈 가능성이 높아 보인다.

[표 19] 공정거래법 상의 일감 몰아주기 규제 개편 추진안

현행	변경
총수 일가 지분 상장사 30%, 비상장사 20%	상장, 비상장사 모두 20%로 일원화 이들 기업이 50% 초과해 지분을 보유한 자회사도 포함

자료: 공정위, 유안타증권 리서치센터

[표 20] 일감 몰아주기 관련 규제

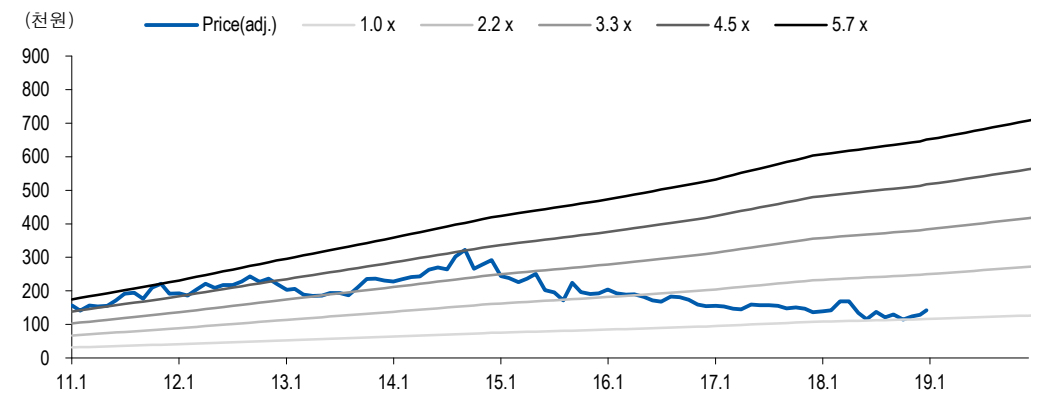
구분	상속 및 증여세법	독점규제 및 공정거래에 관한 법률
관련 기관	국세청	공정거래위원회
취지	편법 증여를 통한 세금 없는 부의 대물림 규제	총수 일가나 특수관계인에 대한 부당이익 제공 규제. 공정 경쟁 유도
대상	상증법상 요건에 해당하는 법인	공정거래법상 요건에 해당하는 대기업 집단
요건	수혜 법인의 세후 영업이익 존재 특수관계 거래 비율 30% 초과 지배주주 등의 주식 보유 비율 초과	자산총액 5조원 이상의 대기업 집단 총수일가 지분이 30% 이상인 계열사 내부거래액 200억원 또는 연매출액의 12% 이상 거래 조건 차이 7% 이상. 연간 거래 금액 50억원(상품, 용역 200억원) 이상 예외 사유 : 효율성, 보안성, 긴급성 등 고려
제재	해당 지배주주 및 그 친족에게 각각 증여의제이익에 대한 증여세 과세	특수관계인 또는 회사 매출액의 최대 5% 과징금 일감 몰아주기를 지시한 임원 고발

자료: 공정위, 유안타증권 리서치센터

지배회사 격상 시, Valuation 재평가

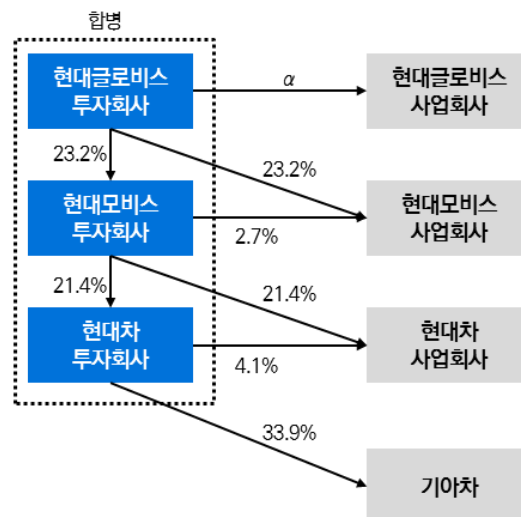
상기 형태로 지배구조 개편 작업이 진행될 경우, 현대글로비스는 현대차 그룹의 최상위 지배회사로 재평가되면서 Valuation이 향상될 것으로 기대된다. 지배구조 개편 이후 ① 현대모비스의 배당 강화, ② 현대글로비스의 그룹 내부 거래 비중을 낮추기 위한 외형 확장. 특히 차량 공유 사업 비전 구체화 등의 긍정적 변화에 노출될 것으로 전망된다. 금융 계열사 정리 작업이 완성되면, 현대글로비스, 현대모비스, 현대자동차의 인적 분할 & 합병을 통한 지주회사 전환 작업이 시작될 것이다. 금융 계열사 처리와 관련해서는 어떠한 구체적인 메시지도 없었던 바, 지주회사 전환까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 전망된다.

[그림 33] 현대글로비스 PBR Band



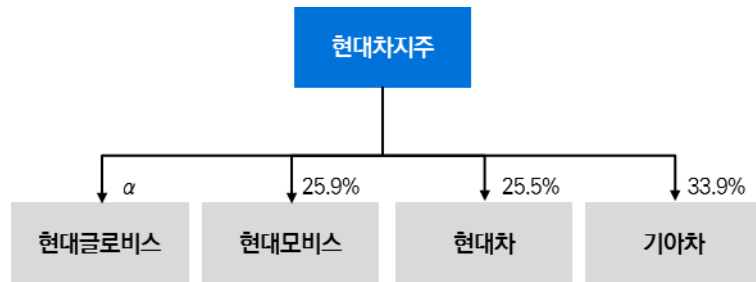
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 34] 현대차 그룹의 인적 분할 → 합병 시나리오



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 35] 현대차 그룹 예상 지배구조 개편



자료: 유안타증권 리서치센터

현대차그룹 자동차산업 패러다임에 대비할 미래 비전 제시 전망

2018년 지배구조 개편 당시 현대차그룹은 존속모비스가 미래 자동차 핵심부품 기술(자율주행·커넥티비티 등) 확보를, 합병글로벌모비스가 모빌리티 사업을 추진하는 중장기 미래전략을 제시하였다. 현대차그룹은 모빌리티 및 친환경차 전략과 관련하여 글로벌 완성차 업체 대비 미래비전이 다소 불명확하다는 시장의 평가 속에 장기적 경쟁력에 대한 의구심이 지속적으로 제기되었다. 중장기 미래전략의 구체성은 다소 결여되었으나, 현대모비스(존속)-차세대 기술개발, 현대글로벌모비스(합병)-모빌리티 서비스, 현대차(기아차)-완성차 미래경쟁력 강화 등 각 계열사가 컨트롤타워로 설정되었다는 점에서 긍정적이었다. 기존 현대모비스 분할·합병 방식의 지배구조개편안은 주총 결의 전 안전이 철회되었으나, 현대차그룹이 제시하였던 미래 전략은 유지될 가능성이 높다고 판단한다. 현대차 지주회사 작업 완성시 완성차 중심의 그룹 전략에서 벗어나 모빌리티 산업에서 지위를 공고히 할 수 있는 다양한 전략 및 신규 투자를 진행할 수 있을 것으로 판단한다.

[표 21] 현대차 그룹 차세대 기술 및 모빌리티서비스 관련 투자현황

업체	구분	내역
톱 플라이트 (Top Flight)	무인항공 드론	전략 투자 단행. 고성능 드론을 활용한 차세대 이동수단에 대한 공동 연구를 진행
그랩 (Grab)	동남아 차량호출서비스	그랩(Grab)에 2억5천만 달러(2,840억원) 투자 결정. 내년부터 순수 전기차(EV) 기반의 모빌리티 서비스를 시작
알레그로.ai (allegro.ai)	AI 인공지능 SW 개발관리	알레그로.ai와 인공지능 기술 구축 방안 모색
퍼셉티브 오토마타(Perceptive Automata)	AI	전략적 투자를 통해 로보틱스 기술 개발
웨이레이 (Wayray)	홀로그램 증강현실	전략적 투자 단행. 홀로그램을 활용한 증강현실(AR: Augmented Reality) 내비게이션 개발 등 차량 인포테인먼트 시스템과 최첨단 비주얼 테크놀러지의 융합
미고 (Migo)	모빌리티 다중통합 서비스	상호협력을 위한 전략적 투자 단행. 미국의 모빌리티 비즈니스 전반에 대한 노하우를 습득, 미래 모빌리티 시장을 주도하는 역량과 기술을 확보
레브 (Revv)	인도 차량공유	전략적 투자 단행. 레브의 카셰어링 사업과 연계한 새로운 모빌리티 사업을 구성
메쉬코리아(Mesh Korea)-임모터 (Immotor)	라스트마일	한국의 메쉬코리아(Mesh Korea)와 중국의 임모터(Immotor)에 전략 투자 단행
카 넥스트 도어 (Car Next Door)	차량공유	전략적 투자 단행. 이르면 2020년 첨단 정보통신기술(ICT)을 활용한 신개념 모빌리티 서비스를 선보일 계획. '카 넥스트 도어'와 협업해 고객의 차량과 스마트폰을 연결해 주는 '현대 오토 링크' 어플리케이션을 개발할 계획
오토톡스 (Autotalks)	자동차용 통신 반도체 설계	전략 투자 단행. 커넥티드카 통신 칩셋(반도체 집적회로) 개발을 위해 상호 협력 진행
딥글린트(DeepGlint)	AI	기술 협력을 통해 중국 시장 등에서 신기술 개발
메타웨이브 (Metawave)	자율주행 레이더 및 AI	협업을 통해 자율주행차의 핵심 기술인 센서 부품에 대한 기술 내재화 계획
오로라 (Aurora)	자율주행	기술 협력을 통해 2021년까지 3년 내 레벨 4 자율주행 기술 스마트시티 내에서 우선적으로 구현
럭시 (Luxi)	카풀 서비스	지난 8월 50억원을 투자해 공동연구

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

현대차그룹 주요 계열사별 수혜 전망

현대차그룹 지주회사 전환 과정에 있어 현대글로비스, 현대모비스, 현대차의 수혜가 전망된다. 현대글로비스를 통한 순환출자 구조 해소 이후, 추가적인 지배구조 개편 작업이 진행될 것으로 판단한다. 현대차그룹이 지주회사로 전환할 경우, 분할·합병 과정에서 각 사의 투자지분 가치와 영업가치에 대한 평가과정이 필요하다. 다만, 지주회사 전환을 위한 금융 계열사 처리 등 장기간의 시간이 소요될 것으로 판단하며, 그 과정에 있어 신규 사업의 진출, 투자 등 다양한 방안이 우선적으로 발표되며 각 사의 가치가 변동될 것으로 판단한다.

[표 22] 현대차-현대모비스-현대글로비스 투자지분 현황

(단위: 억원)

현대모비스			현대차			글로비스		
회사명	지분율(%)	시가(조원)	회사명	지분율(%)	시가(조원)	회사명	지분율(%)	시가(조원)
현대차	21.43	27.7	기아차	33.88	14.2	현대모비스	30	20.2
현대건설	8.73	6.8	현대건설	20.95	6.8	엔지니어링	11.67	6.0
엔지니어링	9.35	6.0	현대위아	25.35	1.1			
현대파워텍	24.85		현대트랜시스	41.13				
현대차증권	16.99		현대커머셜	50				
			현대차증권	27.49				
			해비치호텔					

자료: 공시, 유안타증권 리서치센터

[표 23] 현대차그룹 금융계열사 지분보유 현황

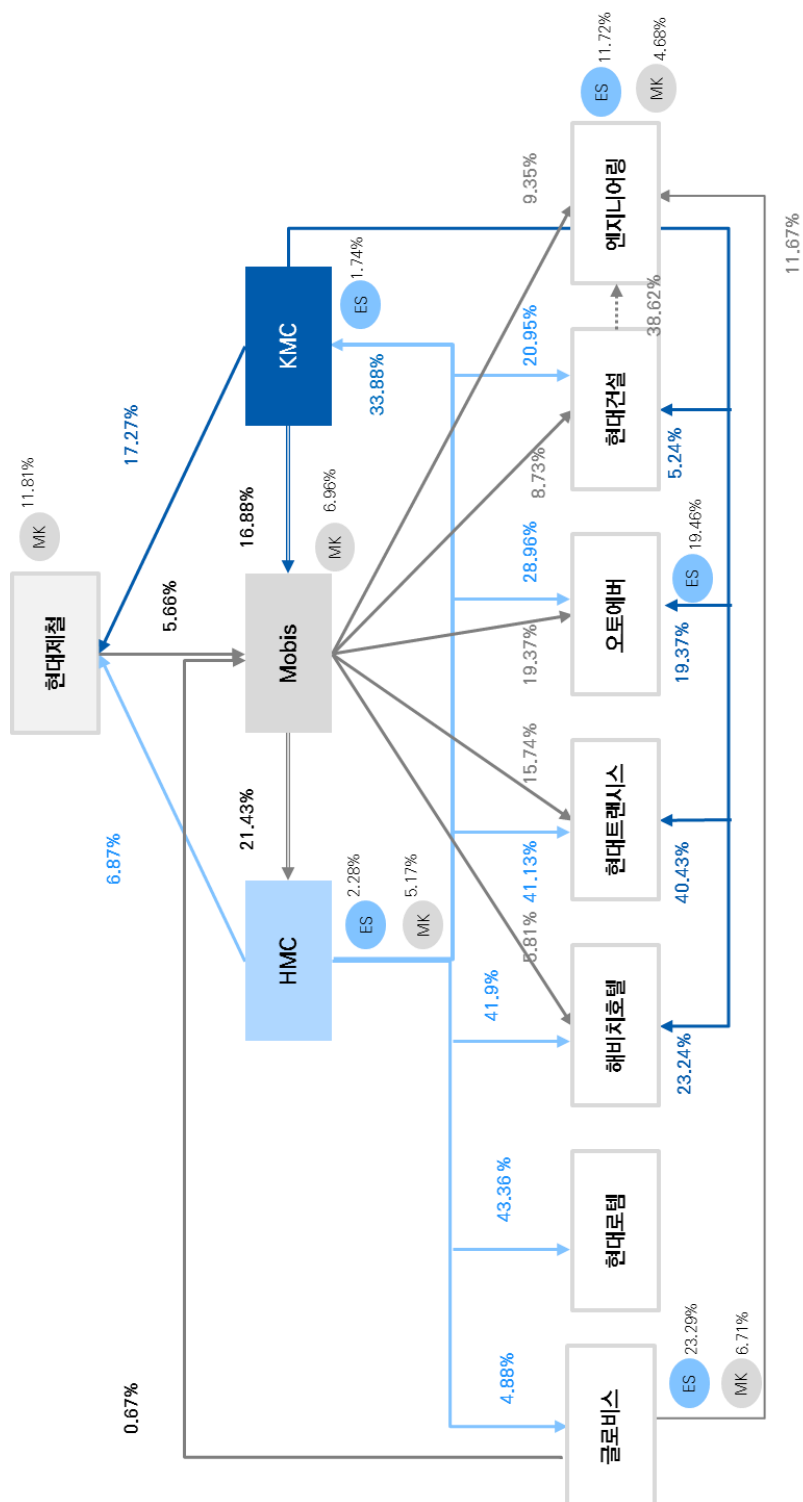
구분	현대카드	현대캐피탈	현대차증권
현대차	36.96%	59.68%	27.49%
기아차	11.48%	20.01%	4.9%
현대모비스	-	-	16.99%
현대커머셜	24.54%	-	-

자료: 공시, 유안타증권 리서치센터

비상장 계열사인 현대엔지니어링의 상장이 진행될 것으로 예상된다. 현대엔지니어링의 주주현황을 살펴보면 현대건설(38.62%), 정의선 부회장(11.72%), 현대글로비스(11.67%)로 구성되어 있다. 현대글로비스가 현대모비스 지분을 기아차 및 현대제철로부터 인수할 경우 4.6조원의 현금 확보가 필요하다. 현재 현대엔지니어링은 장외 시장에서 5~6조원으로 거래되고 있다. 현대엔지니어링이 6조원으로 상장 시, 구주매출을 통해 현대글로비스는 7천억원 이상의 현금이 생길 것으로 판단한다. 또한, 예상 지주회사 전환 시나리오가 아닌 다른 방식으로 지배구조 개편안이 진행될 경우, 정의선 부회장의 자금조달을 위한 기존 지분 매각을 위하여 현대엔지니어링의 상장이 필요할 것으로 판단한다.

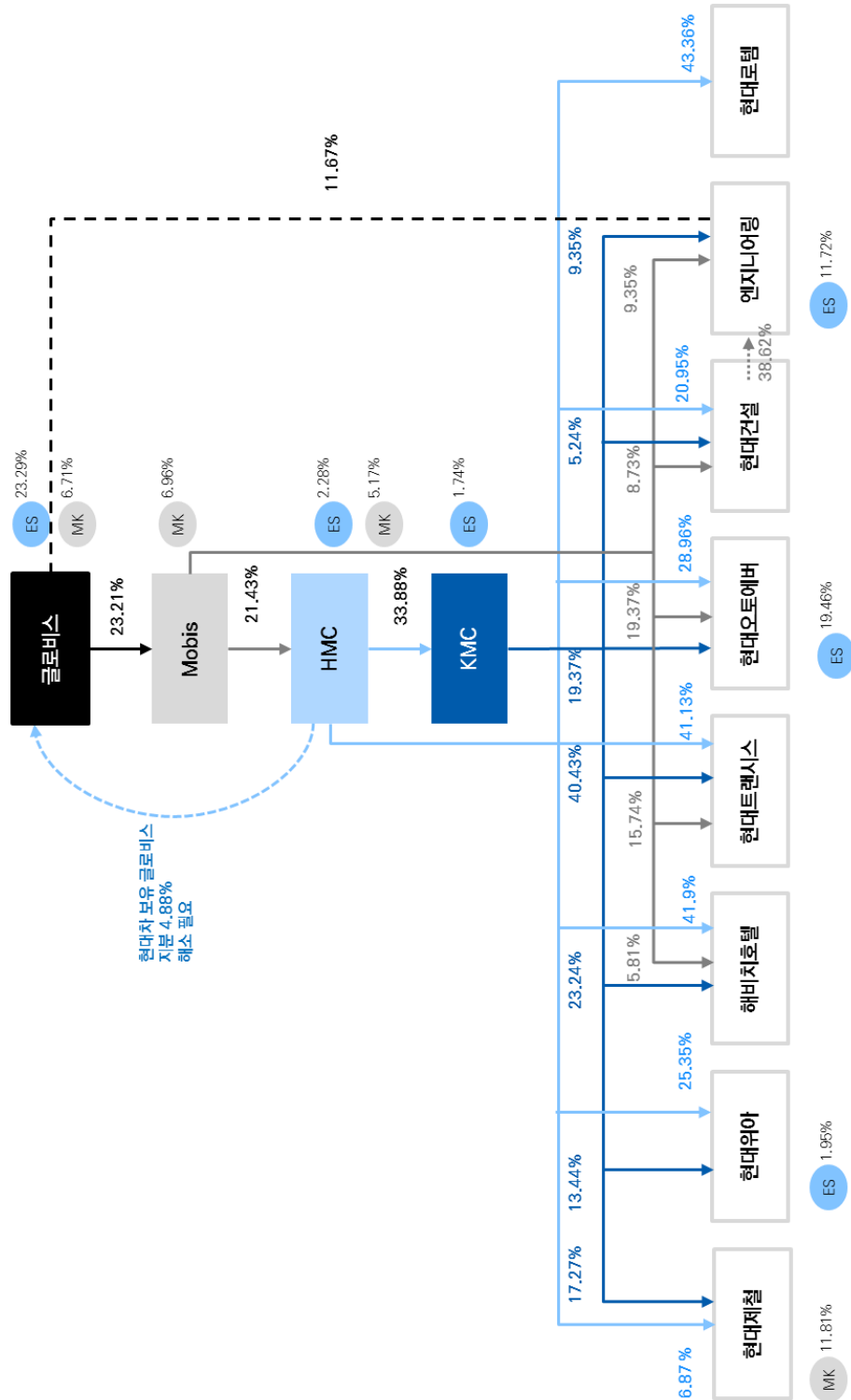
[참고] 현대차그룹 지분구조

[그림 36] 현대차그룹 계열사간 지분구조 상세(현재)



자료: 공시, 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 현대차그룹 계열사간 지분구조 상세(지주회사 전환을 위하여 글로비스-현대모비스 지분 매입시)



자료: 공시, 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 (086280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	153,406	163,583	165,943	172,393	179,357
매출원가	142,349	152,262	154,633	160,536	167,008
매출총이익	11,058	11,321	11,309	11,857	12,349
판매비	3,770	4,050	4,310	4,310	4,370
영업이익	7,288	7,271	6,999	7,548	7,979
EBITDA	8,849	8,937	8,860	9,409	9,951
영업외손익	-249	1,623	-706	-555	-489
외환관련손익	-396	1,664	-694	-555	-527
이자손익	-411	-445	-517	-489	-467
관계기업관련손익	537	448	499	489	505
기타	20	-45	6	0	0
법인세비용차감전순이익	7,039	8,893	6,293	6,993	7,490
법인세비용	1,982	2,089	2,003	1,692	1,812
계속사업순이익	5,057	6,805	4,290	5,301	5,677
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,057	6,805	4,290	5,301	5,677
지배지분순이익	5,056	6,805	4,290	5,301	5,678
포괄순이익	4,932	6,246	4,290	5,301	5,677
지배지분포괄이익	4,931	6,246	4,290	5,301	5,678

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	39,358	38,720	39,995	42,314	44,084
현금및현금성자산	5,952	5,293	5,205	5,697	5,471
매출채권 및 기타채권	20,249	20,853	20,810	22,318	23,514
재고자산	6,903	6,607	8,484	8,803	9,603
비유동자산	40,316	43,137	43,200	45,715	48,224
유형자산	31,089	33,560	33,014	35,100	37,158
관계기업 등 지분관련자산	4,372	4,656	4,656	4,656	4,656
기타투자자산	2,788	2,642	2,676	3,061	3,469
자산총계	79,675	81,857	83,195	88,029	92,309
유동부채	26,179	25,394	25,945	26,484	26,068
매입채무 및 기타채무	13,782	13,793	14,338	14,877	15,461
단기차입금	10,136	8,635	7,786	7,786	6,786
유동성장기부채	384	348	2,116	2,116	2,116
비유동부채	18,721	16,567	14,544	14,766	15,008
장기차입금	8,252	7,079	4,899	4,899	4,899
사채	0	0	0	0	0
부채총계	44,900	41,961	40,488	41,250	41,075
지배지분	34,772	39,893	42,704	46,777	51,233
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
이익잉여금	32,314	38,037	41,152	45,328	49,881
비지배지분	3	2	2	2	1
자본총계	34,774	39,895	42,707	46,779	51,234
순차입금	7,788	5,943	5,396	4,905	4,130
총차입금	18,780	16,064	14,802	14,802	13,802

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,063	6,065	4,325	5,608	5,973
당기순이익	5,057	6,805	4,290	5,301	5,677
감가상각비	1,481	1,588	1,774	1,764	1,873
외환손익	460	-1,627	694	555	527
종속, 관계기업 관련손익	-537	-448	-499	-489	-505
자산부채의 증감	-319	-1,252	-1,940	-1,066	-1,171
기타현금흐름	-80	1,000	7	-458	-427
투자활동 현금흐름	-5,175	-3,449	-1,983	-3,991	-4,074
투자자산	-120	139	139	139	139
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,891	-3,675	-2,301	-3,850	-3,931
유형자산 감소	51	113	113	113	113
기타현금흐름	-1,214	-26	66	-393	-395
재무활동 현금흐름	-1,852	-2,977	-2,511	-1,125	-2,125
단기차입금	-1,293	-1,573	1,278	0	-1,000
사채 및 장기차입금	875	24	-2,462	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,125	-1,125	-1,125	-1,125	-1,125
기타현금흐름	-310	-304	-202	0	0
연결범위변동 등 기타	155	-298	81	0	0
현금의 증감	-809	-659	-87	491	-226
기초 현금	6,761	5,952	5,293	5,205	5,697
기말 현금	5,952	5,293	5,205	5,697	5,471
NOPLAT	7,288	7,271	6,999	7,548	7,979
FCF	2,588	2,303	2,391	2,667	2,918

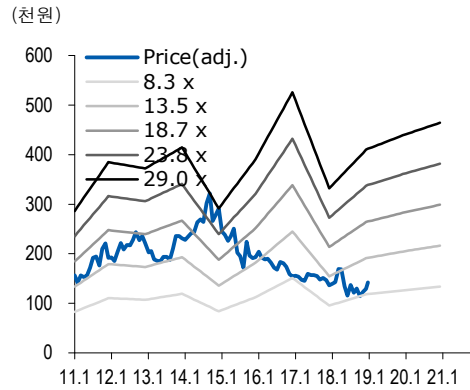
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

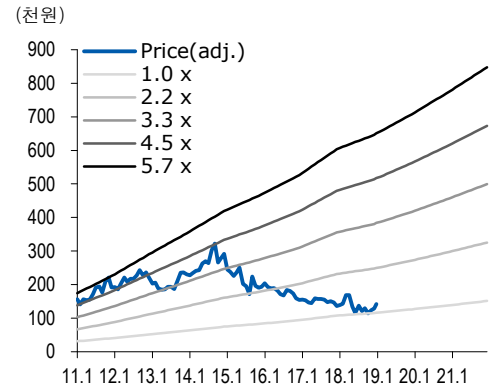
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,483	18,147	11,439	14,137	15,141
BPS	92,725	106,381	113,878	124,739	136,620
EBITDAPS	23,598	23,833	23,626	25,090	26,537
SPS	409,084	436,221	442,514	459,714	478,286
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
PER	13.3	8.3	11.3	9.9	9.3
PBR	1.9	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.5	7.0	6.6	6.2	5.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	4.6	6.6	1.4	3.9	4.0
영업이익 증가율 (%)	4.4	-0.2	-3.7	7.8	5.7
지배순이익 증가율 (%)	34.1	34.6	-37.0	23.6	7.1
매출총이익률 (%)	7.2	6.9	6.8	6.9	6.9
영업이익률 (%)	4.8	4.4	4.2	4.4	4.4
자배순이익률 (%)	3.3	4.2	2.6	3.1	3.2
EBITDA 마진 (%)	5.8	5.5	5.3	5.5	5.5
ROIC	12.2	12.2	10.0	11.2	11.1
ROA	6.5	8.4	5.2	6.2	6.3
ROE	15.4	18.2	10.4	11.8	11.6
부채비율 (%)	129.1	105.2	94.8	88.2	80.2
순차입금/자기자본 (%)	22.4	14.9	12.6	10.5	8.1
영업이익/금융비용 (배)	12.4	11.5	10.0	11.5	12.3

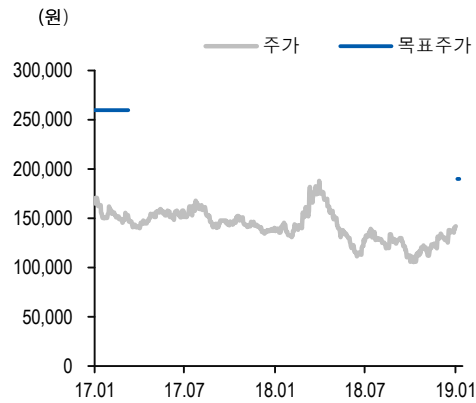
P/E band chart



P/B band chart



현대글로비스 (086280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-21	BUY	190,000	1년		
2018-03-29	Not Rated	-	1년		-
	담당자 변경				
2017-10-18	1년 경과 이후		1년	-44.94	-33.27
2016-10-18	BUY	260,000	1년	-41.83	-29.81

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	13.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 남정미)
- 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 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.