

현대글로비스 (086280)

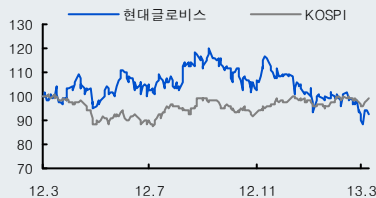
성장성에 대한 고민 vs. 밸류에이션 매력도

육운

Company Report
2013. 4. 1

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	240,000
현재주가(13/03/29,원)	188,500
상승여력	27%

영업이익(13F,십억원)	648
Consensus 영업이익(13F,십억원)	655
EPS 성장률(13F,%)	10.2
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.8
P/E(13F,x)	12.9
MKT P/E(13F,x)	9.4
KOSPI	2,004.89
시가총액(십억원)	7,069
발행주식수(백만주)	38
유동주식비율(%)	34.7
외국인 보유비중(%)	27.0
베타(12M,일간수익률)	0.78
52주 최저가(원)	176,000
52주 최고가(원)	245,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.3 -22.6 -6.5
상대주가	-7.2 -23.0 -6.0



담당업종

류제현

02-768-4175

jay.ryu@dwsec.com

1Q13 Preview: 별도 영업이익 11% 감익, 연결 기준 영업이익 1,462억원 예상

2013년 현대글로비스의 영업이익은 별도 기준 992억원으로 11.0% 감소할 것으로 보이며, 해외법인의 실적이 더해진 연결기준으로는 1,464억원을 기록할 전망이다. 별도기준으로는 4Q12 영업이익 4.5% 감소한데 이어 2개 분기 연속 감익할 것으로 추정된다. 이는 **전체적으로 1) 현대자동차 그룹의 국내 판매 부진, 2) 해외 법인 생산량 증가율에 따른 CKD 매출 둔화, 3) 환율 하락의 영향으로 인한 매출증가율 둔화**가 직접적인 영향이라고 할 수 있다.

구체적으로는 현대차그룹의 국내 판매량 및 수출 감소로 인해 **국내 물류 매출액 증가율이 3.1%에 그치고, 수출 감소로 인해 자동차선 매출액은 0.3% 감소**할 것으로 보인다. 무엇보다 **CKD 매출액 증가율이 0.5%로 둔화**될 것으로 보이는데, 해외공장 생산량 증가율 둔화와 환율 하락(YoY -4.1%)이 주요 원인이라고 할 수 있다. 1Q13년 부진을 반영하여, 별도기준 영업이익 전망치를 -10%, -15% 하향한다. 연결기준 EPS 는 각각 전년비 26.4%, 23.3% 증가한 14,626원, 16,303원을 기록할 것으로 전망된다.

환율 반등 및 해외 법인 증설 가능성은 긍정적

매출 증가율 둔화는 2013년 2/4분기에 소폭 반등한 후 연말까지 이어질 가능성이 높아 보인다. 다만 **최근 반등하고 있는 환율은 매출 둔화세를 다소 완화시키며 실적에 긍정적인 영향**을 미칠 것으로 전망된다. 또한, 해외 법인 실적 계상시에도 원화기준 실적 호조로 반영될 것이다. 2/4분기 매출액 및 영업이익은 2조 6,154억원, 1,107억원(연결기준 3조 3,428억원 영업이익 1,673억원)을 기록하며, 1/4분기보다는 개선될 것으로 보인다.

또한, 최근 **현대차 그룹의 미국공장 증설 가능성이 제기되고 있는 점도 긍정적**이다. 높은 가동율이 오랫동안 유지되고 있고, 타사대비 재고수준 자체가 높지 않기 때문에 이러한 기대는 지속될 전망이다. 물론 3월 미국 자동차 판매가 전년 동기 대비 5% 감소하고, 재고가 60% 증가할 것으로 예상되고 있어(WARD 예측치 기준), 당장 현실화될 가능성이 높지는 않다. 하지만, 증설 발표가 있을 경우 성장성에 대한 부정적センチメント가 완화될 것으로 기대된다.

목표주가 240,000원과 투자 의견 매수 유지

동시에 대한 목표주가 240,000원 및 매수의견을 유지한다. 목표주가는 RIM을 사용하여 산출하였다. 다만, 1) 환율 상승 지속되고 2) 국내외 생산 증가율이 저점을 형성할 상반기까지는 적극적인 투자 시점을 보류해야할 것으로 보인다. 밸류에이션상 PER 12.9배로 역사적 저점 이하로 하락한 상황이다. 이로 인해 지속적인 저가 유입세 이끌 가능성도 높아보인다. 하지만, 본격적인 주가 상승은 성장률 개선과 증설 모멘텀이 나타난 상반기 이후가 될 것으로 예상되며, 과거 밸류에이션으로의 회귀까지는 시간이 걸릴 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	7,297	9,546	11,746	12,652	13,482	14,488
영업이익 (십억원)	368	463	614	648	717	802
영업이익률 (%)	5.1	4.8	5.2	5.1	5.3	5.5
순이익 (십억원)	279	359	498	549	611	643
EPS (원)	7,444	9,568	13,271	14,626	16,303	17,143
ROE (%)	28.2	27.2	29.2	25.1	22.6	19.9
P/E (배)	20.0	20.1	16.7	12.9	11.6	11.0
P/B (배)	5.0	4.9	4.4	2.9	2.4	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대글로비스, KDB대우증권

표 1. Valuation: Residual Income Model

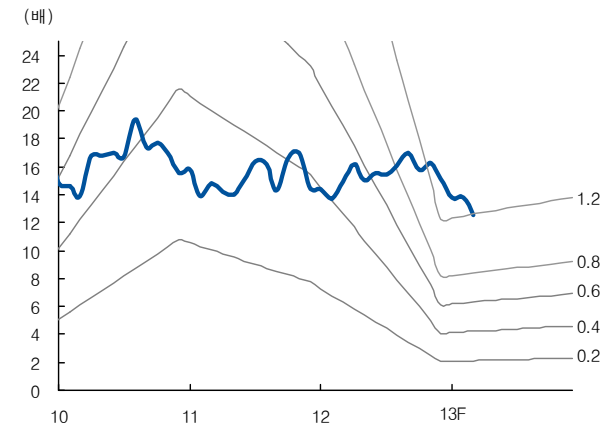
(십억원, 원, 배)

Valuation: Residual Income Model

단위: 십억원	2013	2014	2015	2016	2017
Debt(기초)	703	756	808	819	853
Equity(기초)	1,231	1,324	1,415	1,434	1,495
Net Income	525	581	608	633	655
Capital Charge	(94)	(101)	(108)	(109)	(114)
초과이익	325	480	500	523	541
할인계수	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
초과이익 현재가치	302	414	401	390	375
ROE	25.1%	22.5%	19.9%	21.6%	21.9%
CV	7,203				
CV 현재가치	4,991				
Equity기초	1,231				
영업부문 지분가치(조정)	8,252	Beta	0.78		
비영업자산가치	1,080	Risk Premium	6.5%		
부채	393	Risk Free Rate	2.5%		
주주가치	8,941	COE	7.6%		
유통주식수(천주)	37,500	Perpetual Growth	3.0%		
목표주가	240,000	Sustainable ROE	21.2%		
현재가	188,500	목표 PBR(12M, 연결)	3.7		
과리율	27.3%	목표 PER(12M, 연결)	16.4		

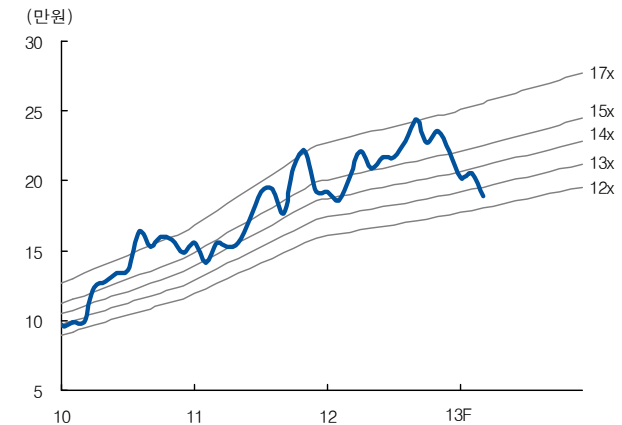
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 12M Forward PEG 밴드(해외 자회사 포함)



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 2. 12M Forward PER 밴드(해외 자회사 포함)



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 현대글로비스 분기별 실적 추이 및 전망

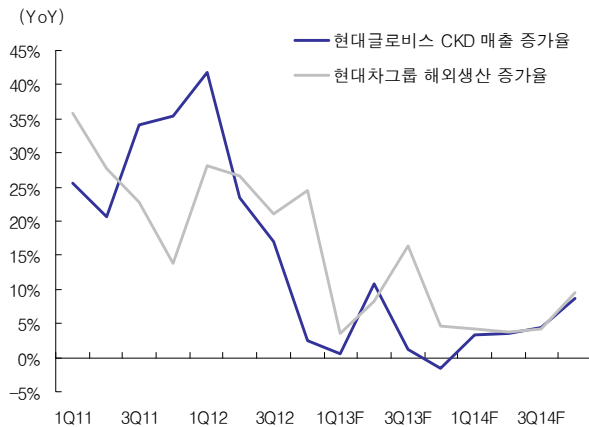
(십억원, %, %p)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	NA	NA	NA	NA	2,941	3,343	3,290	3,079	11,746	12,652	13,482
매출액(별도)	2,236	2,377	2,339	2,321	2,327	2,615	2,542	2,438	9,273	9,922	10,549
영업이익	NA	NA	NA	NA	146	167	171	163	614	648	717
영업이익(해외법인)	NA	NA	NA	NA	49	59	61	53	189	223	299
영업이익(별도)	111	115	112	84	99	111	112	112	423	434	470
세전이익	NA	NA	NA	NA	98	180	184	216	668	677	755
순이익	NA	NA	NA	NA	79	146	149	175	498	549	611
영업이익률	NA	NA	NA	NA	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	5.3
영업이익률(별도)	5.0	4.8	4.8	3.6	4.3	4.2	4.4	4.6	4.6	4.4	4.5
세전이익률	NA	NA	NA	NA	4.2	6.9	7.2	8.9	7.2	6.8	7.2
순이익률	NA	NA	NA	NA	3.4	5.6	5.9	7.2	5.4	5.5	5.8
평균 환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,085	1,060	1,055	1,127	1,071	1,055

주: K-IFRS 연결기준(별도, 해외법인)

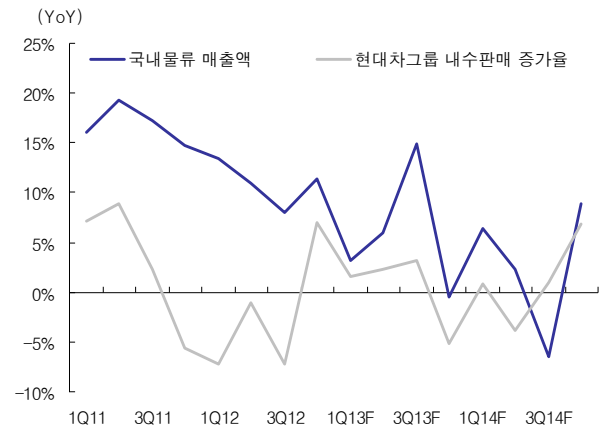
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 3. CKD 매출 증가율 vs. 현대차그룹 해외생산량 증가율



자료: 현대글로비스, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국내 물류 매출 증가율 vs. 현대차그룹 국내 판매 증가율



자료: 현대글로비스, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 현대글로비스 수익 예상 변경표(별도기준)

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	11,124	12,273	9,922	10,549	-10.8	-14.0	- CKD 매출액 둔화
영업이익	482	553	434	470	-10.0	-15.0	- 환율하락
세전이익	536	612	478	526	-10.8	-14.1	
순이익	434	496	387	426	-10.8	-14.1	
EPS(원)	11,571	13,226	10,318	11,359	-10.8	-14.1	

주: 기존 연결 기준 과거값이 없어 K-IFRS 별도 기준으로 작성

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 4. 현대글로비스 1Q13F Preview(K-IFRS 별도기준)

(십억원, %)

	1Q12	4Q12	1Q13F		성장률		
			KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,236	2,321		2,327	2,493	4.1	0.3
영업이익	111	99		99	113	-10.8	0.0
영업이익률	5.0	4.3		4.3	4.5	-14.3	-0.3
세전이익	125	121		98	136	-21.6	-19.0
순이익	92	102		79	109	-14.1	-22.5

자료: 현대글로비스, KDB대우증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	11,746	12,652	13,482	14,488
매출원가	10,763	11,587	12,325	13,220
매출총이익	983	1,066	1,157	1,268
판매비와관리비	369	418	441	466
조정영업이익	614	648	717	802
영업이익	614	648	717	802
비영업손익	54	29	38	47
순금융비용	4	3	-6	-14
관계기업등 투자손익	41	41	41	41
세전계속사업손익	668	677	755	848
계속사업법인세비용	170	129	143	205
계속사업이익	498	549	611	643
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	498	549	611	643
지배주주	498	549	611	643
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	484	535	598	629
지배주주	484	535	598	629
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	680	702	776	858
FCF	130	380	437	577
EBITDA마진율 (%)	5.8	5.6	5.8	5.9
영업이익률 (%)	5.2	5.1	5.3	5.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.2	4.3	4.5	4.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	328	502	567	574
당기순이익	498	549	611	643
비현금수익비용가감	194	153	164	215
유형자산감가상각비	60	47	52	49
무형자산상각비	7	7	7	7
기타	-4	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-215	-71	-65	-79
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-36	-111	-101	-123
재고자산 감소(증가)	-67	-37	-34	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	72	66	80
법인세납부	-149	-129	-143	-205
투자활동으로 인한 현금흐름	-240	-110	-111	27
유형자산처분(취득)	-237	-120	-130	0
무형자산감소(증가)	-8	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	0	0	0
기타투자활동	27	18	27	35
재무활동으로 인한 현금흐름	19	-21	-104	-115
장단기금융부채의 증가(감소)	86	0	0	0
자본의 증가(감소)		0	0	0
배당금의 지급	-56	0	-83	-94
기타재무활동	-10	-21	-21	-21
현금의증가	96	371	353	486
기초현금	636	732	1,103	1,456
기말현금	732	1,103	1,456	1,942

자료: 현대글로비스, KDB대우증권

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	2,726	3,250	3,743	4,399
현금 및 현금성자산	732	1,103	1,456	1,942
매출채권 및 기타채권	1,434	1,545	1,646	1,769
재고자산	474	511	544	585
기타유동자산	76	82	87	93
비유동자산	1,532	1,649	1,774	1,772
관계기업투자등	138	179	220	260
유형자산	977	1,051	1,129	1,080
무형자산	37	37	38	38
자산총계	4,258	4,899	5,517	6,171
유동부채	1,921	2,003	2,078	2,169
매입채무 및 기타채무	929	1,001	1,066	1,146
단기금융부채	861	861	861	861
기타유동부채	131	141	150	162
비유동부채	418	443	470	498
장기금융부채	230	230	230	230
기타비유동부채	184	209	237	265
부채총계	2,339	2,445	2,548	2,667
지배주주지분	1,919	2,454	2,969	3,504
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154
이익잉여금	1,640	2,188	2,717	3,266
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,919	2,454	2,969	3,504

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	16.7	12.9	11.6	11.0
P/CF (x)	14.7	11.7	10.5	10.1
P/B (x)	4.4	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	12.7	10.1	8.6	7.2
EPS (원)	13,271	14,626	16,303	17,143
CFPS (원)	15,048	16,061	17,878	18,635
BPS (원)	50,200	64,440	78,160	92,421
DPS (원)	1,500	2,200	2,500	0
배당성향 (%)	0.0	15.0	15.3	0.0
배당수익률 (%)	0.7	1.2	1.3	0.0
매출액증가율 (%)	23.1	7.7	6.6	7.5
EBITDA증가율 (%)	31.8	3.1	10.6	10.6
영업이익증가율 (%)	32.7	5.6	10.6	11.9
EPS증가율 (%)	38.7	10.2	11.5	5.2
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.8	8.7	8.7
재고자산 회전율 (회)	26.7	25.7	25.6	25.7
매입채무 회전율 (회)	13.7	14.8	14.8	14.8
ROA (%)	12.3	12.0	11.7	11.0
ROE (%)	29.2	25.1	22.6	19.9
ROIC (%)	26.2	26.1	27.0	27.1
부채비율 (%)	121.9	99.7	85.8	76.1
유동비율 (%)	141.9	162.3	180.1	202.8
순차입금/자기자본 (%)	18.2	-0.9	-12.6	-24.6
영업이익/금융비용 (x)	29.9	30.8	34.1	38.2

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

