

2010년 5월 15일

글로비스(086280)

BUY

신데렐라? 황금마차도 꿈은 아니다!

v 현대차그룹의 두 발

- 현대기아차의 매출 비중이 동사 매출액의 83.4%에 이를 만큼 안정적 매출 기반 확립
- 현재 현대기아차의 총 물류비 7조원 중 2조 7천억 정도만을 차지하고 있으나 향후에 100%까지 늘어날 경우 큰 손해가 예상됨.

v 해운법 개정과 완성차 운송 본격 개시, 그리고 3PL사업

- 해운법 개정이 흐름상 유력한 상황에서 개정 시 당해 6월부터 손해가 예상 된다. 현대제철 제선사업에 대한 해상운송이 가능해져 현 5~6%였던 영업이익률이 7~8%로 높아질 것으로 기대됨
- 완성차 운송이 본격적으로 개시되어 2012년도에는 이 부분에서만 1조 3000억원의 매출이 기대됨.
- 3PL 사업이 동사의 매출액 비중이 18%로 높아졌을 정도로 거래처 다변화를 통한 국내 최고 종합물류운송기업으로의 도약이 본격적으로 시작됨

v 유리구두의 주인공은 누구? - 지주 회사 및 경영권 승계 이슈

- 당사의 최대 이슈는 단연 현대차 그룹 지주사 체제변환이다. Research 3팀은 가능한 시나리오를 크게 2개로 나누어 Valuation을 해보았다.

적정주가:
162,000원
현재주가:
135,500원 (5/15 기준)
상승여력: 20%

시가총액	4조 3724억원
ROE	22.85%
ROA	11.42%
영업이익률	4.55%
배당수익률	1.5%
P/E Ratio	25.69
P/B Ratio	5.93

주요주주:
정의선 외 3인 (56.24%)
Wilh Wilhelm. (12.54%)



SMIC 리서치 3팀

팀장 황용주
팀원 안성혜
주은환
하명수
한 옥

I. 이 남자의 능력(BM)

종합물류회사를 꿈꾸는 글로비스의 BM

동사의 기본적인 비즈니스 모델은 현대차그룹에서 완성차를 생산, 판매하는 데에 있어서 필요한 모든 운송 서비스를 제공하는 것이라고 볼 수 있다. 동사의 매출은 크게 국내물류, 해외물류, CKD, 상품(중고차판매)으로 이루어져 있다.(표1 참고)(차트1 참고)

1. 종합물류

1.1 국내운송

현대제철과 현대하이스코의 물류를 책임지는 글로비스

동사는 현대제철, 현대하이스코, BNG STEEL등의 공로운송, 구내운송, 항만하역, 장비 등 철강부문의 국내 일괄물류서비스를 제공한다. 또한 일반화물에 대해서 육상운송, 보관, 장비, 하역 등 고객사의 일괄물류 아웃소싱을 통한 전반적인 서비스, 자동차 생산공장에서 생산된 부품 또는 금형, 원자재, 시험차/시험부품 등을 필요에 따라 공장 내 또는 타 지역 공장으로 공급하는 운송서비스를 제공한다.

1.2 완성차 운송 (공장 -> 국내소비지점+수출용항만)

현대차그룹의 자동차는 글로비스를 통해서 이루어진다

동사의 완성차 운송사업은 공장에서 출고된 차량을 국내의 고객들에게 인도할 뿐만 아니라 그 전에 최종적으로 품질과 기능을 검사한다. 또한 국내에서 생산된 수출용 차량을 수출항에 입고하고 검사, 치장하는 육상하역 서비스와, 화주사의 주문에 따라 치장되어 있는 차량을 차량 운송용 선박(PCC)에 선적하는 본선하역 서비스를 제공한다.

1.3 보관, 물류기기 임대 사업

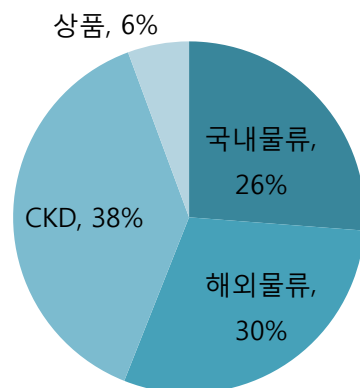
동사는 자동차 조립에 필요한 부품을 고객사로부터 공급받아 보관하고, 자동차 생산계획에 맞추어 완성차 생산공장으로 부품 공급을 위해 구축된 물류센터를 구축했다. 또한 기업의 과중한 물류인프라 투자비 부담 해소 및 불필요한 관리 공수 최소화 위해 물류장비를 임대하고 장비 유지관리 서비스를 제공한다.

표 1. 동사의 BM별 매출액 및 거래상대방(비계열사)

		2009(E)	2010(P)	주요 거래상대방 (계열사 제외)
종합물류	국내물류	886.7	898.0	KCC, LG Chem, Nonghyup, Hyundai Oilbank
	해외물류	951.5	1,343.0	MANDO, HYUNDAI, HANJIN, HANJIN LOGISTICS, HANJIN AIR
유통판매	C K D	1,224.4	1,388.0	SEJONG, BOSCH, DENSO, DELPHI
	상품	180.1	211.0	
합계		3,192.7	3,840.0	
해외법인		1,064.2	1,190.0	GM, CHRYSLER, SAMSUNG ELECTRONICS

출처 : IR자료, SMIC research team 3.

차트 1. 매출액 구성 비율(단위 : %)



출처 : 사업보고서, SMIC research team 3.

1.4 국제물류

완성차 전문 운송업체로 성장하고 있는 글로비스

국제물류 사업은 국내에서 하고 있는 사업구조와 비슷하다. 수출화물에 대한 내륙운송 보험, 보관, 포장 등 수출입물류시스템을 통해 일괄운송서비스를 제공하고 CKD, A/S 부품, 일반화물 등 다양한 화물의 해상 수출서비스 제공한다. 또한 해외에서 국내로 들어오는 수입 물품에 대해 보관, 관리, 운송 등 일괄적인 서비스를 제공한다. 완성차 운송의 경우 일반 화물과는 달리 PCC라고 하는 전문 선박을 통해 운송을 하는데 동사의 경우 이 완성차 운송을 하고 있으며 이 비중이 점점 높아질 것이다.

2. 유통판매

전세계의 현대,기아차 생산공장의 부품을 조달하는 CKD산업

CKD물류는 해외 공장에서 자동차 생산을 위해 자동차조립용 부품을 대행하여 구매하고 이를 포장하여 배송해주는 것을 말한다. 이 서비스를 이용하는 경우 높은 품질의 부품을 합리적인 비용으로 적기에 공급받을 수 있다는 장점이 있다.

또한 IMF이후 소비자들의 구매패턴 변화, 레저시간 증가에 따른 자동차 수요증가, 중고차 유통경로의 다양화 등으로 국내 중고차 시장의 거래규모는 연간 10조원대로 성장하였다. 하지만 현재의 중고차 시장은 복잡한 유통구조, 품질보증의 미흡, 가격 및 품질에 대한 투명성이 저하되어 있다는 단점이 있다. 동사는 이와 같은 중고차 시장의 단점을 극복하기 위해 오토와이즈 중고차 경매장을 운영하고 있다.

그림 1. 동사 운송 시스템



출처 : 홈페이지, SMIC research team 3.

II. 이 남자의 매력 (투자포인트)

1. 현대차그룹의 두 다리 역할을 하고 있는 글로벌

현대차그룹 물류중심으로 변화하고 있는 글로벌

동사는 대표적인 2차물류(2PL, 그룹 계열사의 물류 역할을 수행)업체이며, 현대차 그룹의 매출액 비중은 2조 6,636억원으로 약 83.4%에 달한다. 01년도 동사가 설립된 이후 꾸준한 성장을 보일 수 있었던 이유도 바로 현대차, 기아차, 현대제철, 현대하이스코를 포함하여 현대차그룹이 기존에 각자 수행하던 물류사업을 전담하는 구조로 바뀌어가고 있기 때문이다. 따라서 상대적으로 안정적인 화주계약이 없는 한진해운과 달리 08, 09년 세계경제침체 속에서도 견조한 성장세를 이어 나갈 수 있었다. 하지만 아직도 4기업이 지불하고 있는 물류비가 7조원가량 된다는 점을 볼 때, 향후 동사가 캡티브마켓을 통해서 성장해나갈 여지는 더욱 클 것으로 기대된다.

1.1 현대기아차가 끌어주는 동사의 쌍륜마차 해외물류 & CKD사업

해외물류 중 해외 공장 조달부문에서 현대기아차의 적극적인 확대와 함께 매출증가세가 구현될 것이다

현대 기아차는 국내 공장에서 생산해 내수와 수출을 하는 물량은 02년을 기점으로 260~280대를 유지하고 있는 반면, 미국, 중국, 인도, 러시아, 남미, 중동 등 해외 시장을 적극적으로 공략하기 위해 해외 공장 설립과 함께 글로벌 판매를 증가시키고 있다. **(차트2 참조)** 이에 따라 아직까지 해외물류 부문에서 가장 큰 비중을 차지하는 매출분야는 현대기아차 및 모비스가 해외 공장으로 조달하는 파워트레인, 모듈 등의 운송 부문인데 현대기아차의 적극적인 글로벌 생산판매 확대가 이어지고 있는 만큼 해당 부문의 매출증가세가 구현될 것이다.

곧 본격적으로 우유를 뿜는 캐시카우- CKD 산업

더불어서 동사의 35% 최대 매출비중을 차지하고 있는 CKD사업도 활기를 띠 것으로 예상된다.**(차트2 참조)** 현재 CKD사업은 현대차 알라바마, 체코 공장, 기아차 슬로바키아, 미국 조지아 공장에서 매출을 올리고 있다. 05년도를 기점으로 09년도까지 해외 공장 생산량이 연평균 39% 늘어나고 있다는 점 그리고, 장기적으로는 11년 현대차 러시아 공장, 12년 브라질 공장으로도 CKD사업을 영위할 것으로 계획되어 있다는 점을 착안했을 때, 동사의 캐시카우 역할을 톡톡히 해낼 것으로 기대된다.**(차트3,4 참조)**

1.2 완성차 해상운송 사업의 시작.

모든 계약이 만료되는 2012년부터는 현대기아차의 수출 운송의 상당부분을 점유할 것이다

10년도부터 완성차 해상운송업체 유코카캐리어스와의 현대.기아차의 계약이 만료됨에 따라 동사의 완성차 해상운송 사업이 탄력을 받을 것으로 예상된다. 02년도 전까지는 현대상선과의 관계를, 02년도를 기점으로는 유코카캐리어스와 완성차 운송 계약을 맺었다. 이 계약은 08년도를 기점으로 부분 만료가 진행되고 있다.**(표2 참조)** 실제로 동사는 10년도 1년간 현대차 3650억원, 기아자동차 2004억원 규모의 완성차 해상운송 계약을 체결하였다. 결국, 모든 계약이 만료되는 2012년부터는 현대기아차의 수출 운송의 상당부분을 동사가 점유할 수 있을 것으로 보인다.

CKD에 비해 높은 영업이익률을 갖는 물류 파트

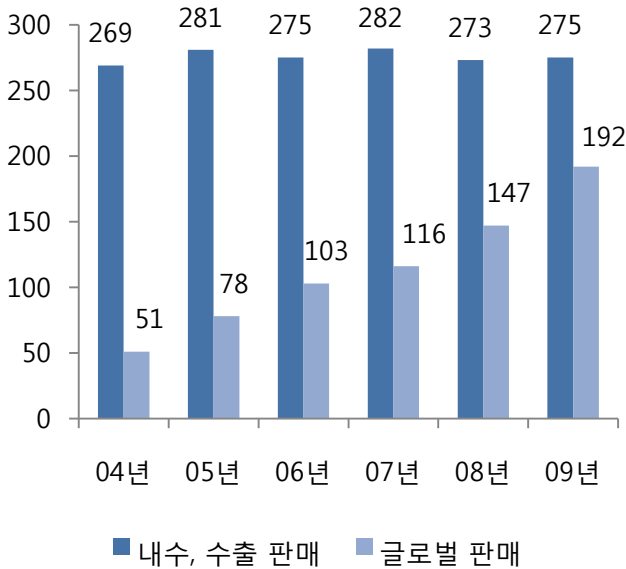
이는 동사의 매출액 부분에 큰 플러스요인이 되는 동시에, 핵심비즈니스가 될 것으로 전망된다. 현대기아차 물량만을 수송한다고 생각해보았을 때, 유코카캐리어스가 가지고 있는 현대기아차 물량을 35%가져온 09~10년도 때의 매출액이 총 5654억을 기록했다. 그렇다면 유코카캐리어스가 가지고 있던 계약이 모두 만료되는 시점인 2012년부터는 약 이 부분에서만 1조2천억~5천억원의 매출을 보일 것으로 기대된다. 아직까지 직접 해상운송비중은 낮고 물류중개형식으로의 낮은 수익률을 기록할 수밖에 없던 구조 자체의 변화가 일어나는 기점이 될 것으로 판단되므로, 향후 동사의 수익성에도 좋은 영향을 미칠 것으로 기대된다.

표 2. 완성차 해상운송 배선권 스케줄(단위 : 억)

	유코카캐리어스	글로벌비스
2008	90%	10%
2009	80%	20%
2010	65%	35%
2011	65%	35%
2012	0~30%	70~100%

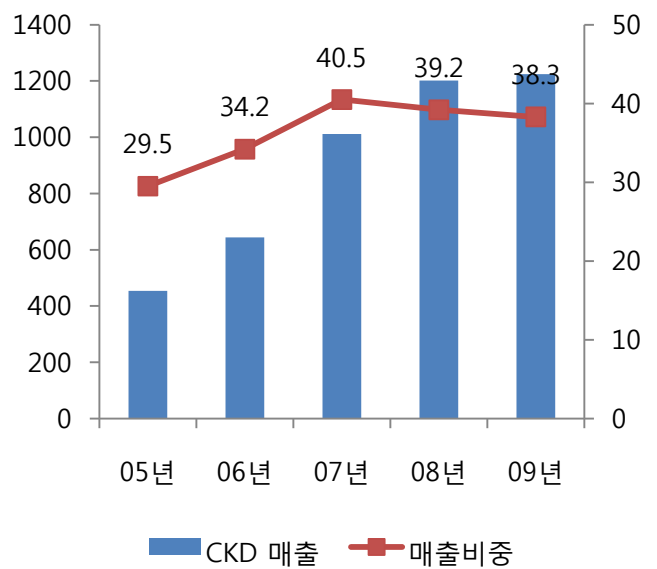
출처: SMIC research team 3.

차트 2. 현대.기아차 국내외 판매 추이 (단위 : 만대)



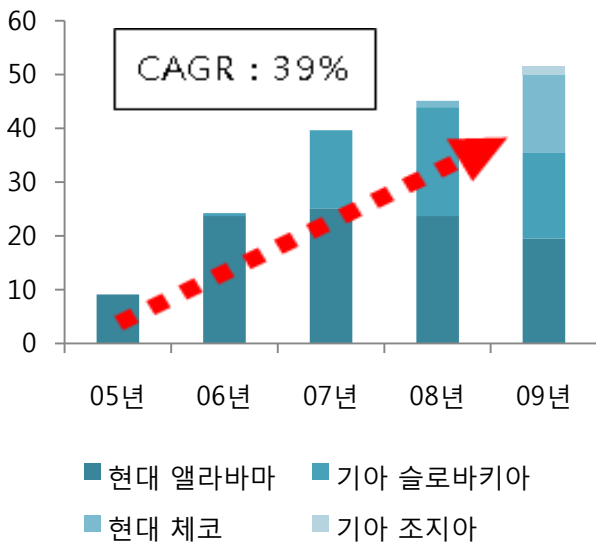
출처: SMIC research team 3.

차트 3. CKD 매출액 & 매출액 비중 (단위 : 10억원, %)



출처: SMIC research team 3.

차트4. CKD 실적과 관련된 해외공장 생산량 (단위 : 만대)



출처: SMIC research team 3.

차트 5. 현대.기아차의 기존. 신규 해외공장 (단위: 만대)

	지역	생산능력	양산시기
기존	현대 미국 알라바마	30	2005
	현대 체코	30	2009
	기아 슬로바키아	30	2007
	기아 미국 조지아	30	2010
신규	현대 러시아	10	2011
	현대 브라질	10	2012
	터키	10	2010

출처: SMIC research team 3.

2. 현대제철의 원재료 제선운송 사업은 2010년부터 시작

CKD에 비해 높은 영업이익률을 갖는 물류파트

물류는 경제 전반을 구성하는 물적 요소들의 흐름에 관련된 사업으로 수송, 보관, 하역, 포장, 유통가공 등으로 구성되어 있다. 상대적으로 물류파트가 동사에게 중요한 이유는 CKD사업의 영업이익률은 3~4%대인데 비해, 물류파트에서는 5~6%대의 상대적으로 높은 수익성을 보일 수 있는 파트이기 때문이다.

현대제철의 원재료 제선운송 사업을 통해 본격적으로 매출을 증대시키고 있다

동사는 해외물류사업 중 현대제철의 원재료 제선운송 사업을 통해서 본격적으로 매출 부분을 증대시키고 있다. 동사는 현대제철과 장기공급계약을 체결하여 중국, 호주, 브라질, 캐나다 등지로부터 철광석, 텅스텐, 석회석 등의 물류 수입을 담당하고 있다. 현대제철은 2009년 기준으로 원재료의 37%, 1조 8764억원에 해당하는 규모를 해외에서 수입하고 있다.(그림2 참조), (차트6 참조) 동사는 2008년 현대제철과 맺은 장기운송계약을 한진해운, 현대상선, 대한해운등과 같은 실행선사와 다시 장기용선 계약을 맺어 안정적인 운행선박을 확보하여 향후 2031년까지 총 2조 6,367억원 규모의 제선운송 매출처를 확보하였다. 또한 이러한 현대제철과의 제선운송계약은 현대제철의 매출량이 증가함에 따라서 추가적으로 체결될 수 있어 동사의 성장동력으로 작용할 수 있다.

2.1 해운법 개정에 의한 규제완화의 수혜 기대

전세계에서 해운업 진입을 제한하는 국가는 우리나라가 유일하다

현재 우리나라는 해운법에 의해서 원유, 제철원료, 액화가스, 그 밖에 주요화물의 화주나 대량화물의 화주가 사실상 소유하거나 지배하는 법인(전략문자의 경우)에 의한 화물운송을 제한하고 있다. 현재 전세계에서 해운업 진입을 제한하는 국가는 우리나라가 유일하다. 현재의 규제는 대량화물주의 해상운송업을 제한하게 되어 안정적인 운송로 확보와 원가절감을 통한 경쟁력 강화를 막고 있다.

해운법 제 24 조(사업의 등록) ④ 원유, 제철원료, 액화가스, 그 밖에 대통령령으로 정하는 주요 화물의 화주(貨主)나 대량화물의 화주가 사실상 소유하거나 지배하는 법인이..... ⑤제 4 항에 따른 대량화물의 화주가 사실상 소유하거나 지배하는 법인에 대한 기준, 정책자문위원회의 구성·운영에 관한 사항과 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

제 13 조(대량화물의 기준 등) ② 법 제 24 조제 5 항에서 "대량화물의 화주가 사실상 소유하거나 지배하는 법인"이란.....

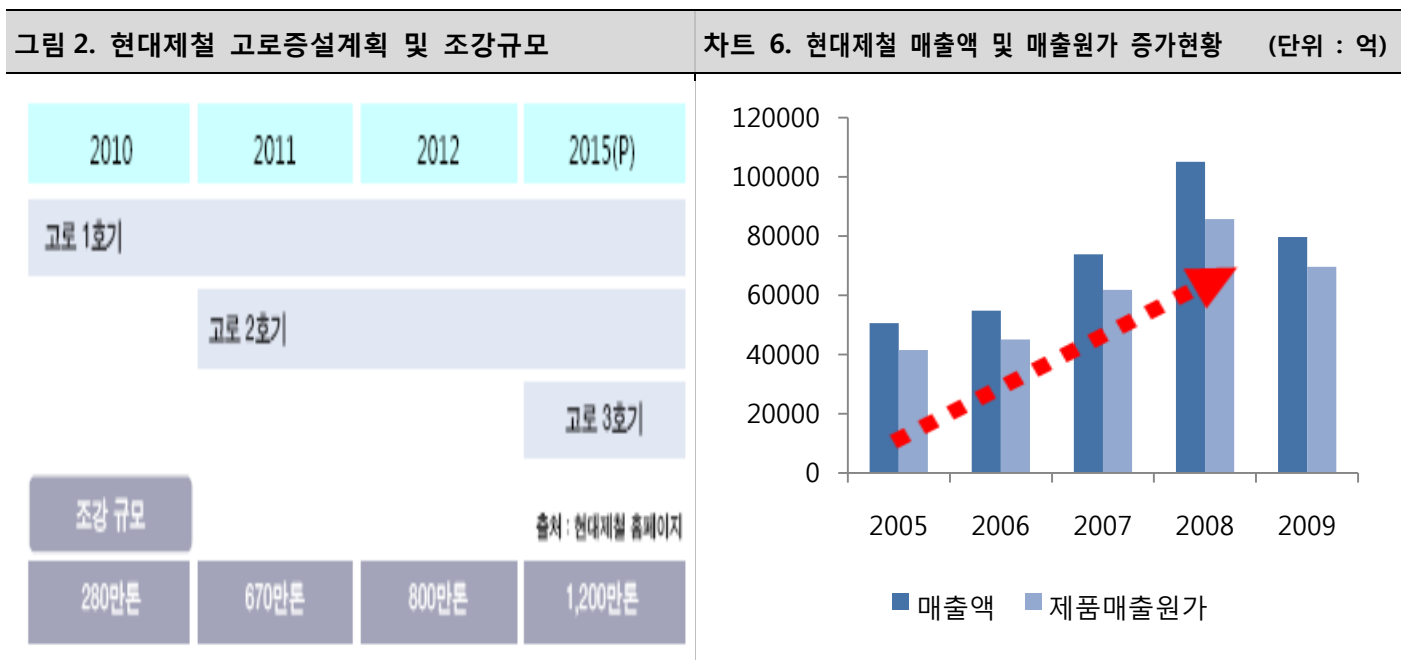
1. 대량화물의 화주 및 그와 특별한 관계에 있는 자가 단독으로 또는 합하여 발행주식 총수의 100 분의 30 이상을 소유하고 있는 법인
4. 대량화물의 화주가 임원의 임명과 해임 등으로 해당 법인의 경영에 대하여 영향력을 행사하고 있다고 인정되는 법인

2010년 6월 30일까지 해당부처의 책임 아래 해운법 시행령을 개정 될 것으로 기대.

국내 해운업계의 경쟁력 제고를 위해 제정해놓은 법안이 현재에는 해운업 10위 국가에 맞지 않는 법이 되었다는 지적이 많다. 실제로 법적 제한 아래 우리나라 수출입액의 28%는 경쟁력 있는 일본 등의 외국선사를 통해 이루어지고 있다. 따라서 2009년 9월 29일 국가경쟁력강화위원회 제17차 회의를 통해서 동사와 같은 계열회사가 선사등과 합작하여 해운업에 진출할 수 있도록 지분소유자 범위제한(30% -> 40%)을 완화하고, 2010년 6월 30일까지 해당부처의 책임 아래 해운법 시행령을 개정하기로 하였다.

해운법 개정이 유력한 근거.

해운법 시행령 개정을 상대적으로 긍정적으로 보는 이유로는 첫째, 더 이상 해운업 10위 권으로 상승한 만큼 정부가 소수의 해운업계를 봐줄 이유가 없다는 것이다. 둘째, 경기침체로 부침을 겪었던 해운업계가 올해를 기점으로 상승할 것이라는 예측이다. 셋째, 포스코, 가스공사, sk에너지 등 에너지 자원업체 등이 해운업을 수직계열화시킴으로



출처: IR자료, SMIC research team 3.

출처: 현대제철 사업보고서, SMIC research team 3.

써 더 큰 시너지효과를 낼 수 있다는 점이다. 가장 활발하게 시행령 개정을 주도하고 있는 세력도 이들이다

규제완화를 통해 현대 제철의 물량을 직접 운송이 가능해진다면, 영업이익률을 7~9%대 까지 상승될 것이다.

이러한 규제완화에 따라 동사는 크게 두 가지의 수혜를 얻을 수 있을 것으로 생각된다. 첫째는 현대제철과 같은 제선운송 분야에서 한진해운과 같은 해운업체를 통할 필요없이 직접 운송사업을 할 수 계 됨에 따라 수익개선이 기대된다. 현재 체결한 현대제철과의 제선운송 계약건도 법적 제한상 동사가 직접 해상운송은 하지 못하고 있다. 따라서 직접 운송이 가능할 경우, 현 5~6%의 영업이익률을 보이고 있는 상황에서 7~8%대로 상승할 것으로 기대된다. (표3. 참조)

3. 종합물류업체로 거듭나기 위한 발판 3PL 사업

물류 아웃소싱은 세계적인 추세이며 한국 역시 그 비중을 늘려 가고 있다.

물류 아웃소싱은 세계적인 추세임이 분명하고, 우리나라 산업에서도 물류 아웃소싱을 통한 핵심사업 경쟁력 확보 그리고 물류 효율성을 물류 아웃소싱 시장이 성장하고 있다. 미국, 유럽, 일본 등 선진국에서는 물류 아웃소싱이 70~80%에 달할 정도로 이미 보편화되어 있는 물류 형태이다.(차트.8 참조)하지만 아직 한국은 48%에 그친 수준으로 빠른 속도로 그 비중을 늘려가고 있다.(차트.7 참조) 그 중에서도 계열사와는 완전히 독립된 기업으로서 타 업체의 물류를 대행하는 물류업체 3PL의 비중과 중요성이 높아지고 있다. 동사도 현대차그룹이라는 2PL(모기업의 물류를 주로 수행하는 물류기업의 형태) 안전망 이외의 종합물류업체로 진일보하기 위해 3PL 사업에 가치를 두고 행하고 있는 상황이다.

차트 7. 현대하이스코 매출액 증가현황(단위 : 백만)

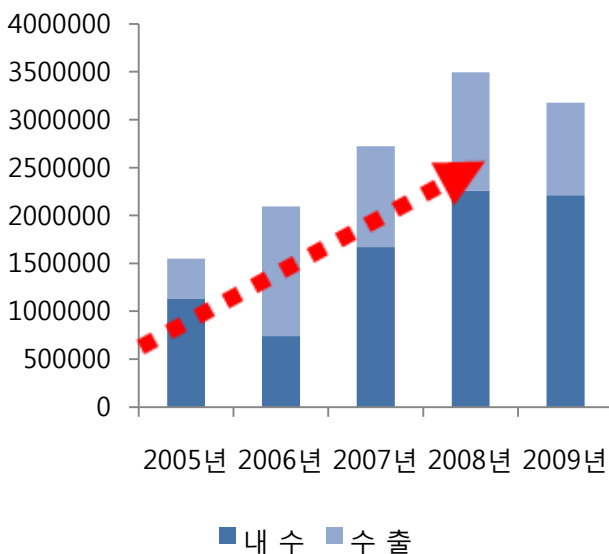


표 3. 해운법 개정에 의한 영업이익변화 민감도

구 분	금 액	비 고
2010~2031년까지 현대제철 제선운송	2조 6367억	장기계약체결
간접운송시 이익	1081억	4.1%(5년 평균)
직접운송시 이익	1846억	7.5%(업계 평균)
직접운송 효과	835억	추가이익

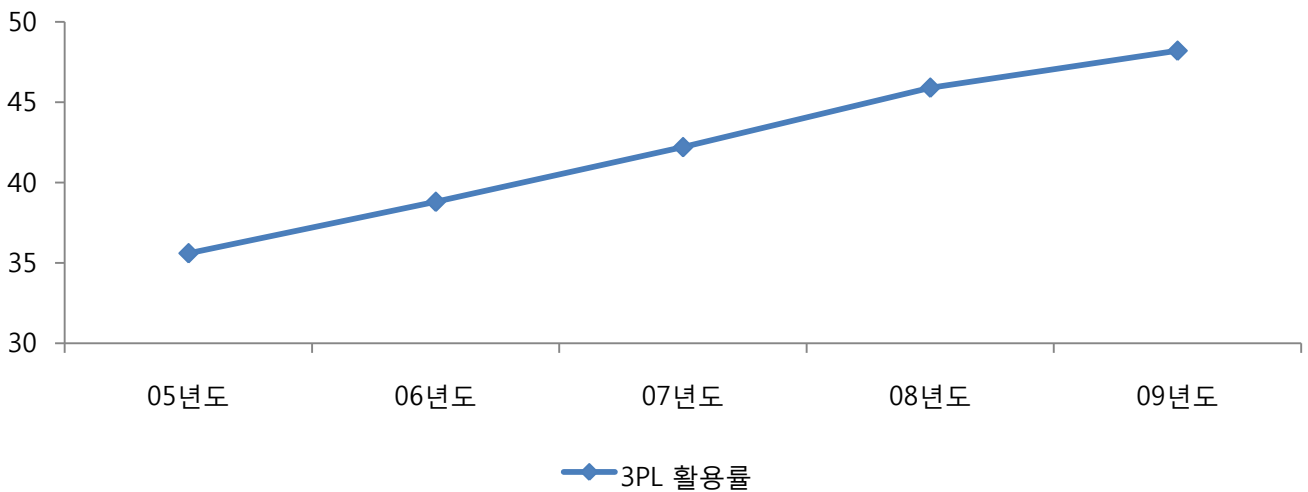
출처: 현대하이스코 사업보고서, SMIC research team 3.

출처: SMIC research team 3.

현대차그룹이라는 우산을 벗어나기 위해 3PL사업 쪽으로 적극적으로 확장하고 있는 글로벌

동사는 해운법 개정을 통해 해상운송까지 겸할 수 있는 종합물류운송업체를 고려하고 있다. 그런 면에서 3PL과 같이 다변화된 거래처를 확보할 수 있고, 시장에서의 입지를 확보할 수 있는 사업은 필수적인 부분이다. 이에 따라 3PL 사업의 비중을 키워나가려는 노력의 결과 06년도 기준 매출액 대비 14.8%였던 것이 09년도에는 18.8%까지 확장되었다. 3PL 매출액 측면에서도 05년도(2270억원)대비 09년도(6000억원) 264% 신장하였다.**(차트9.참조)** 따라서 동사는 현대차 그룹 이외의 거래처를 확보하며 시장에서 갖는 동사의 입지를 빠른 속도로 구축해나가고 있다.

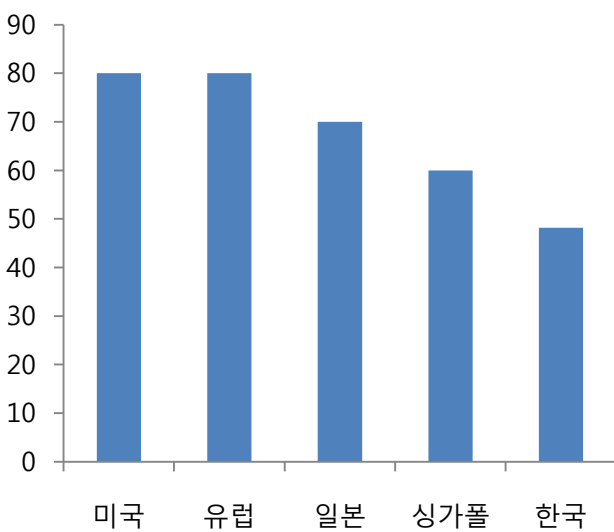
차트 7. 국내기업 3PL 활용률 추이 (단위 : %)



출처: SMIC research team 3.

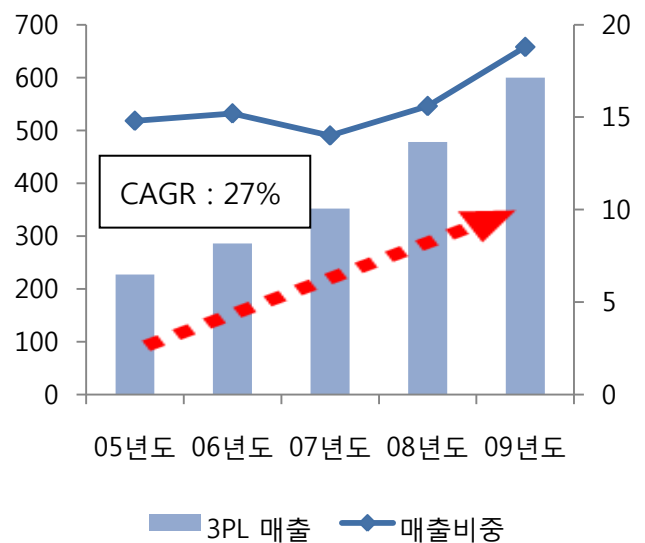
출처: SMIC research team 3.

차트 8. 국제 3PL 활용률 비교 (단위 : %)



출처: SMIC research team 3.

차트 9. 동사 3PL 물류 추이 (단위 : 10억원, %)



출처: SMIC research team 3.

3. 글로비스의 내재적 경쟁력

3.1 효율적인 물류시스템

물류네트워킹 망, IT 시스템을 활용한 정보 제공 등을 통해 효과적인 시스템운동을 하고 있다

위에서 언급했듯, 동사는 종합물류사업과 유통판매사업, 중고차 판매를 BM로 하고 있다. 경제의 글로벌화와 정보화 사회의 진전은 네트워크의 개발의 중요성을 알게 한다. 신용을 기반으로 보다 빠르고 확실하게 고객의 편리를 추구하는 다양한 양질의 서비스를 제공하는 것이 서비스업계의 가장 큰 경쟁력이니만큼 동사는 각 사업을 하는 데 있어 자체적인 국내외의 네트워크 개발을 비롯해 경쟁사와 차별화 된 서비스를 제공하고 있다. 세계 각지로 뻗어나 있는 동사의 물류네트워킹 망은 IT 시스템을 통해 신속하고 정확하게 국제물류에 대응하고 있다. 실시간 물류정보 제공 등의 빠른 응답으로 세계 곳곳에 퍼져있는 고객들의 물류환경에 적합한 프로세스를 설계하고 고객의 가치를 최대화 하여 고정적인 고객을 확보하며 세계에서의 입지를 확장해나가고 있다.

체계적인 시스템을 통한 물류 시스템 통합은 고객층의 신뢰를 높이고 있다

특히 주문->조달->포장->선적 과정과 운송단계를 걸쳐 해외까지 도달하게 되는데, 기존의 경우 선적과정과 운송과정, 현지조달 각 지역마다 서로 다른 회사가 관할하여 운송사고가 빈번히 일어났지만, 동사의 경우 One-Stop Service, 즉 부품의 발주와 포장에서부터 운송, 현지조달까지 통합관리를 함으로서 고객의 지출을 줄이고 편리성을 보장한다. 한편 동사가 적용하고 있는 FRID 시스템은 실시간으로 화물 추적을 가능하게 하여 긴급 운송률 감소를 실천하게 하여 비용절감에 있어서도 탁월한 기여를 하고 있다. 또한 적하 보험을 가입하여 적하물 분실 리스크에도 대비하고 있다. 이러한 동사의 체계적인 시스템을 반영함으로써 고객에게 높은 신용도를 바탕으로 초기의 고객을 된 고객으로 유지하며 높은 고객 충성도 있는 고객층을 넓혀가고 있다.

3.2 든든한 해외 물류네트워크 & 자회사

매출액 기준 연평균 35%의 성장세를 보이고 있는 해외법인

동사는 2002년 구축한 미국 법인회사를 시작으로 현재 7개의 국가-미국, 유럽(체코, 슬로바키아, 러시아), 중국, 호주, 인도 등에 총 15개의 해외 현지법인과 6개의 사무소, 4개의 지사를 가지고 있다. 크게 구분을 지었을 경우 미국과 유럽, 유라시아, 아시아, 오세아니아 대륙으로 나뉠 수 있는데 그 중에서도 가장 많은 매출액과 이익을 내는 대륙은 크게 중국과 유럽, 미국이 있다. 해외법인의 총 매출액은 8500억원으로 연평균 35%의 성장세를 보이고 있다.(차트10. 참조)

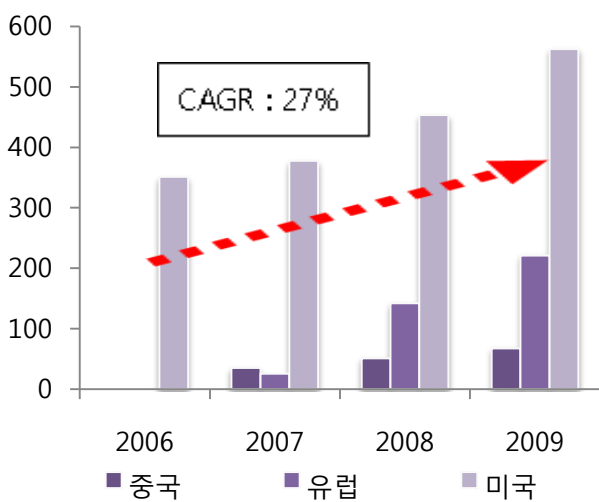
회계기준에 충족하는 지분

해외 현지 법인회사는 기업회계기준서 제 25호 연결재무제표 문단 2에 따라 직전 년도의 자산총액이 100억원 이상인 해외법인만을 연결재무제표에 포함하고, 미만의 종속회사는 연결재무제표 작성시 제외하여 매도가능 증권으로 분류하고 있다. 연결재무제표에 포함이 되는 종속회사의 경우 지분법이익을 산출하여지고 있다. 올해 연결재무제표에 포함되는 해외법인회사로는 Glovis America, Glovis Slovakia, 북경동사저운유한공사, Glovis Europe, Glovis Czech Republic로 5개의 해외법인회사가 있는데, 이 중 Glovis Europe 와 Glovis Czech Republic는 각각 2007년, 2008년 이후에 자산총액이 기준액수를 상회하며 조건을 충족시켜, 연결재무제표의 반열에 오르며 성장세를 보여

준다.

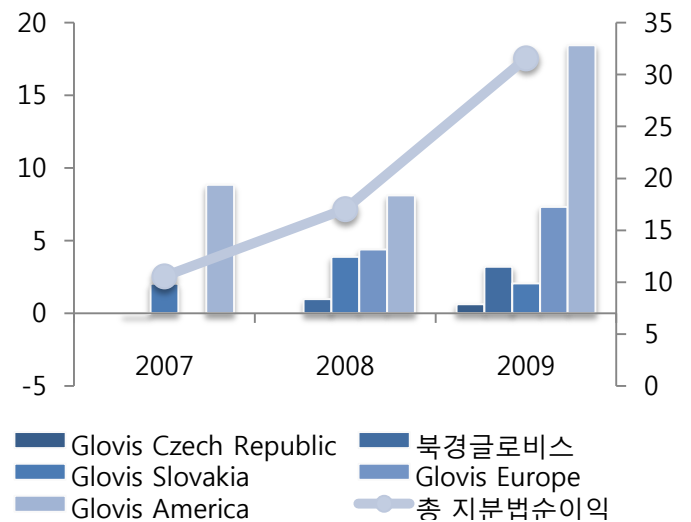
2007년부터 북경과 유럽법인회사에서의 당기순이익 상승을 확인할 수 있고, 2009년에는 미국에서 당기순이익이 급격히 증가한 것을 확인할 수 있다. 북경동사와 같은 경우 2009년 당기순이익이 2008년 대비 96억원에서 320억으로 3배 가량으로 대폭 상승하였고, 동사 유럽은 44억에서 73억으로, 동사 아메리카는 80억가량에서 180억으로 꺾충 뛰었다. 이 세 지역은 동사가 완성차 포트프로세싱 및 TP 운송, 컨테이너 포워딩 등의 서비스를 제공하는 지역이다. 현재 기아차와 현대차의 수혜를 받는 부분이라고 할 수 있는데, 현대차와 기아차의 해외시장 확대 추세에 따라 지분법이익은 커질 것으로 예상된다. **(차트11. 참조)**

차트 10. 지역별 해외법인 매출액 현황 (단위 : 십억)



출처: SMIC research team 3.

차트 11. 해외법인 지분법 이익 현황 (단위 : 십억)



출처: SMIC research team 3.

III. 옥의 티 (RISK & ISSUE)

1. 환율 RISK

전체 매출액 대비 환율에 노출된 부분은 10%에 불과 & 민감도 분석 시 큰 영향없음.

동사의 전체 매출액 대비 수출입 비율은 약 66.5~68.5%로서 상당히 많은 부분을 차지하고 있다. (차트 참조) 그러나 CKD를 제외한 대부분이 원화로 거래를 하기 때문에 전체 매출액 대비 환율에 노출되어 있는 부분은 10%에 불과하다 (CKD 매출에 30%) 환에 노출된 부분이 상당히 적기 때문에 현재 동사는 환헛지를 위한 상품에 가입하고 있지 않다. 환율에 대한 민감도 분석을 하면 환율이 10% 변하였을 때 매출액이 1.8%의 변화를 보였다. 민감도 분석을 통해서도 환율에 대한 영향은 크지 않다는 것을 알 수 있다. (표4. 참조)

2. 경영권 승계 및 지주회사 전환 이슈

동사가 지주회사가 될 것이라는 기대감이 내재된 상황

물론 동사의 기업가치 및 산업에서의 평가를 받고 있는 것은 사실이나, 현재 주가를 보았을 때 그 이상의 기대감이 내재되어 있음을 부정할 수 없다. 그 부분은 바로 현대차 그룹의 지주회사 체제 전환 시 동사가 지주회사로 오를 것이라는 기대감이다.

지주회사 전환 시 동사는 사업지주회사로서의 역할을 할 개연성이 크다. 우선, 동사는 지주회사가 되기 전까지 그에 맞는 규모를 충족시키기 위해서 그룹 내에서의 적극적인 도움과 함께 기업의 성장세가 더욱 뚜렷해질 수 있다. 또한 지주회사 전환 시 현대차 그룹의 최정점에 올라서게 되므로 인해 얻는 실익 그리고 현대차 그룹 내에서의 우량한

표 4. 환율에 대한 매출액 민감도 분석

(단위 : 백만원)

환율 10% 변동에 의한 민감도변화	2007	2008	2009
매출액	2,510,188	3,065,235	3,192,755
CKD 매출액	1017042	1201617	1224427
CKD 가 차지하는 비율의 30%	305112.6	360485.1	367328.1
환율인상시 CKD 30%의 매출액	335623.9	396533.61	404060.9
환율 하락시 CKD 30%의 매출액	274601.3	324436.59	330595.3
CKD 의 매출액(환인상)	1047553	1237665.5	1261160
CKD 의 매출액(환하락)	986530.7	1165568.5	1187694
매출액 (환율 상승시)	2,540,699	3,101,284	3,229,488
매출액 (환율 하락시)	2,479,677	3,029,186	3,156,022
매출액증가율(환율 상승시)	1.22%	1.18%	1.15%
매출액감소율(환율 하락시)	-1.22%	-1.18%	-1.15%

출처: SMIC research team 3, 사업보고서.

기업의 지분법 이익을 얻게 되리라는 기대 등이 복합적으로 내재되어 있다. 하지만 이는 아직 세간의 예측일 뿐 현 지분 구조상 쉽게 결정 내릴 부분이 아니다. 따라서 여러 시나리오를 고려해 보았다.

2.1 기아차를 지주사로

방안 1 : 과거부터 추진해온 기아차를 지주사로 만드는 방식은 가장 확률이 낮음

현대 그룹 내에서 현대모비스는 현대차의 지분 20.78%, 현대차는 기아차의 34.58%, 기아차는 현대모비스의 16.88%를 가지고 있다. 또한 세가지 주력회사가 나머지 기업들의 지분을 골고루 보유하고 있어, 이런 순환출자 구조로 인해 하나만 장악을 하면 그룹 전체의 경영권을 차지할 수 있는 구조이다 과거에는 정의선 현대차 부회장이 그룹 지배 구조의 한 축을 담당하고 있는 기아차의 지분을 늘리는 방식으로 경영권 승계를 진행해 왔다. 현재 정의선 부회장은 현대모비스나 현대차 주식은 거의 없고 기아차 주식만 1.78% 보유하고 있다. 하지만 기아차의 주가는 5/13 기준으로 31,150원으로 1%의 지분을 높이는 데에 1218억원이 들 정도로 자금이 많이 필요하다. 정의선 부회장이 받는 연봉은 수십억원이며 배당금도 수십억원에 그친다. 사실상 기아차 주식을 이용하여 경영권을 승계하는 방법은 어려울 것으로 판단된다.

2.2 글로비스를 지주사로

방안 2 : 지분구조상 가장 유력한 대안이었으나 이 역시 쉽지 않은 상황이다.

두번째 시나리오가 바로 동사가 지주사로 되는 형태이다. 동사는 전체 규모 면에서 그룹 내 작은 물류운송회사에 지나지 않으나, 과거 정몽구 회장의 비자금 창고로 의혹을 받았을 뿐 아니라, 현재에도 지배구조면에서 중요한 역할을 하고 있다. 정의선 부회장이 당사의 지분을 31.88%를 가지고 있고, 당사가 현대 모비스 지분 0.67%를 가지고 있으며, 현대 모비스가 현대차의 지분 20.78%를, 현대차가 기아차의 지분 34.58%를 보유하고 있다. 즉 순서대로, 정의선 부회장 -> 동사 -> 현대 모비스 -> 현대차 -> 기아차로의 연결고리를 가지게 된다.

사실 동사는 비상장회사인 동사라는 회사를 아들인 정의선 씨가 사장으로 등록해 만들어 현대자동차 그룹의 물류(제품의 운송 등 이동업무) 물량을 모두 거래하도록 해서 기업 규모를 키운 후 당사를 주식시장(증권시장)에 상장시켜 거액의 시세 차익(이익)을 거두는 방식으로 편법을 시도한 다음 상장에 따라 발생한 엄청난 금액(현금)을 바탕으로 현대자동차 계열사들의 주식을 집중 매입해서 현대자동차 그룹의 지분을 확보하면서 경영권을 확보해 나간 것이다.

하지만 정몽구 회장이 비자금 조성을 시인하면서 06년 당시 사회에 1조원 규모의 주식 환원을 약속해 이 역시 쉬운 방안은 아니다. 또한 현대 모비스에 대해 아직 0.67%에 불과한 지분을 당사가 더 늘리기에는 아직 규모가 작다. 동사의 현재(2010/5/15) 시가총액은 48,750억원으로 현대모비스의 시가총액 183,980억원 대비 26.5%에 불과하다.

그래서 대안으로 떠오르는 것이 동사와 현대모비스의 합병안이다.

3.3 현대 모비스를 지주사로

방안 3 : 지주회사 체제를 만들기는 좋은 대안이나 경영권 승계가 쉽지 않다는 단점이 맹점이 있다.

세번째, 시나리오는 현대 모비스를 지주회사로 해서 향후에 현대모비스 지분을 사들이고, 정몽구 회장이 현대모비스 지분(6.96%)을 정 부회장에게 상속하여 경영권 승계를 이루는 방법이다. 현대 입장에서도 대부분의 자회사를 소유하고 있는 현대 모비스가 지주회사가 되는 것이 기업의 지배 구조 측면에서도 유리하다

2009년 8월 28일 시간외 대량매매로 현대 모비스는 현대 제철이 가지고 있던 현대차 지분을 전량 인수했다. 현대모비스는 현대차 지분을 20% 넘게 보유해, 공정거래법상 현대차를 자회사로 하는 지주회사 요건을 갖추게 됐다. 현대기아차그룹은 이번 지분 매입으로 '현대차→기아차→현대모비스→현대차'로 이어지는 순환출자 구조를 '현대모비스(지주회사)→현대차(자회사)→기아차(손자회사)'라는 지주회사 체제로 전환을 시도하고 있다. 하지만 이 같은 시나리오에도 경영권 승계와 지주회사 전환을 위해선 기아차가 현대모비스와 연결되어 있는 순환출자구조를 끊어야 하고, 또한 정의선 부회장이 현대모비스 보유 지분을 늘려야 하는 맹점이 존재한다. 현재 현대 모비스의 시가총액이 18조이므로 보유 지분을 1%를 높이기 위해 1800억원이 필요하다. 뿐만 아니라 매수를 하면서 주가가 올라 그것보다 더 많은 자금이 필요할 것이다. 유력한 방법이 글로비스를 기업 측면에서 키워서 향후에 주식을 팔아 자금을 마련하는 방법이다. 이는 글로비스의 향후 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

3.4 RESEARCH TEAM 3의 판단.

방안 4 : 글로비스 & 모비스 합병을 통해 지주회사가 되는 방안

아직 현대차 그룹의 지주회사 체제 변환에 대한 구체적인 논의가 수면 위로 떠오르지 않는 상황에서 결과를 단정하는 것은 무리인 듯 싶다. 하지만 SK, LG, CJ 등 국내 대기업들이 지주회사 체제로 재정비하고 있고, 추세적으로 투명한 그룹 경영을 원하는 사회 분위기 속에서 지주사 체제로 전환될 것으로 판단된다. 그 방법에 있어서의 문제가 논의되고 있지만, 사실 위의 거론되는 방안 3가지 중 글로비스 대안이 가장 유력했으나 현 상황을 보았을 때, 이마저도 쉽게 해결되지는 않을 것으로 생각된다. 따라서 RESEARCH TEAM 3는 현대모비스와의 합병을 통한 방안이 가장 현 상황에서 합리적인 대안이라고 판단내렸다. 그 이유로는 모비스와의 합병을 통해서 현대차, 기아차 등을 계열사로 만들 수 있는 구조가 만들어지고, 정몽구 회장의 경영권 지분확보가 가능하다는 점 때문이다. 결국 글로비스 단독으로 지주회사가 되는 안은 아니지만, 결국 합병됨에 따라 현 글로비스가 간접적으로 지주회사가 될 것이기 때문에, 현재 동사가 받는 지주회사 프리미엄 가치는 충분히 이해할 수 있는 부분이라고 판단했다.

IV. 재무분석

1. 성장성

동사는 2001년 설립 이후 계열사의 든든한 Captive Market을 바탕으로 성장을 해왔다. 2005년 이후 연평균 15%씩 성장했으며 최근의 경제위기에서도 안정적인 성장을 기록했다. 다른 업체들이 매출액 또는 당기순이익에서 마이너스 성장을 하는 동안 동사의 경우 매출액 4%, 당기순이익 약 60%의 성장을 보였다. 동사는 현대차 그룹 계열외 LG 화학, KCC, 만도, 한국타이어등의 다양한 거래처와 완성차 운송 등의 분야에서 매출이 늘어날 것이라고 기대하기 때문에 향후 지속적인 성장이 가능할 것이다.

2. 안정성

현재 동사는 부채비율이 높고 유동비율이 다소 줄고 있다. 부채비율이 높고 있는 것은 기말 CKD 수출 물량의 급증에 따른 부품 매입의 급증으로 매입채무가 증가되었기 때문이다. 그리고 CCC는 계속적으로 증가하는 추세이지만 약 20일 정도 수준으로 높지 않고, 재고자산 처리기간의 증가는 기말 완성차 해외현지법인의 CKD 부품 공급 오더가 급증함에 따라 운송중인 재고의 물량이 대폭 증가하였기 때문에 재고자산 회전율이 낮아졌기 때문이다. 또한 동사는 현대차 그룹의 계열사로부터 안정적인 매출이 기대되기 때문에 갑작스러운 어려움을 겪을 가능성은 거의 없다고 볼 수 있다.

3. 수익성

앞에서 밝혔듯이 동사는 같은 업종의 타 업체에 비해 안정적인 수익을 창출하고 있다. 특히 2006년 이후로 원가절감 노력을 통해 영업이익률을 높여왔고, 해외법인들이 본격적으로 지분법 이익을 내기 시작했다. 또한 ROE, ROA는 동사가 이 증가하는 추세이다. 본격적으로 해상운송을 시작하면 상대적으로 수익성이 떨어지는 CKD의 비중이 낮아지게 되면 영업이익률이나 당기순이익이 더 커질 여력이 남아 있다.

차트 12. 자산, 자본, 부채, 매출액 추이 (단위 : 억)

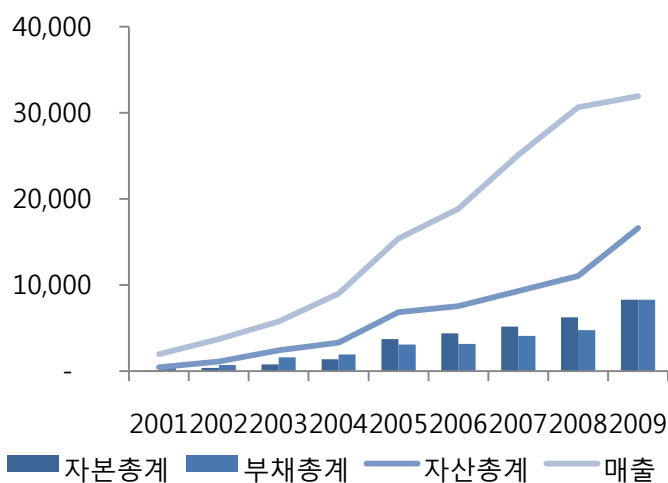


표5. 경쟁 업체들의 매출액, 당기순이익 (단위:억)

	매출액	
	2008년	2009년
대한해운	33,114	22,793
STX 팬오션	82,673	39,893
대한통운	18,283	18,317
한진	8,553	9,032
글로벌	30,652	31,928
	당기순이익	
	2008년	2009년
대한해운	3,678	(5,931)
STX 팬오션	5,778	(276)
대한통운	1,377	65
한진	(1,272)	53
글로벌	1,177	1,898

출처: SMIC research team 3.

차트 13. 재무건전성 지표 추이 (단위 : %)

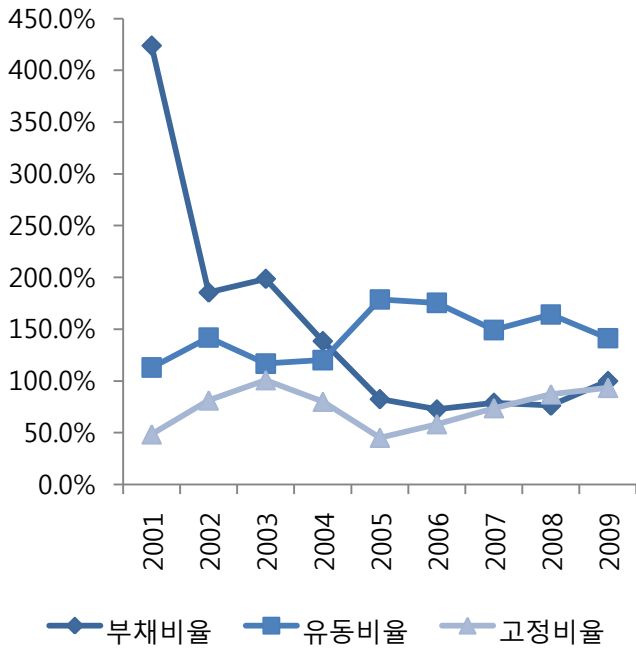
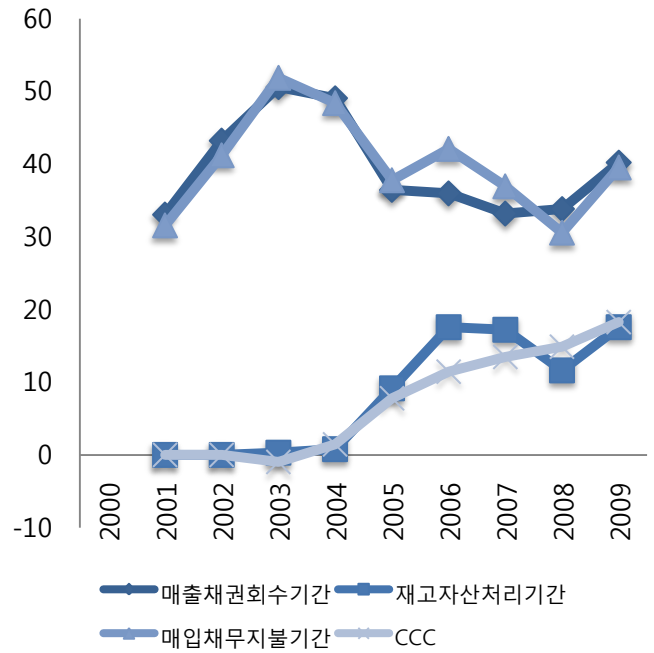


차트 14. Cash Conversion Cycle (단위 : 일)



출처: SMIC research team 3.

차트 15. 현금흐름 추이 (단위 : 억)

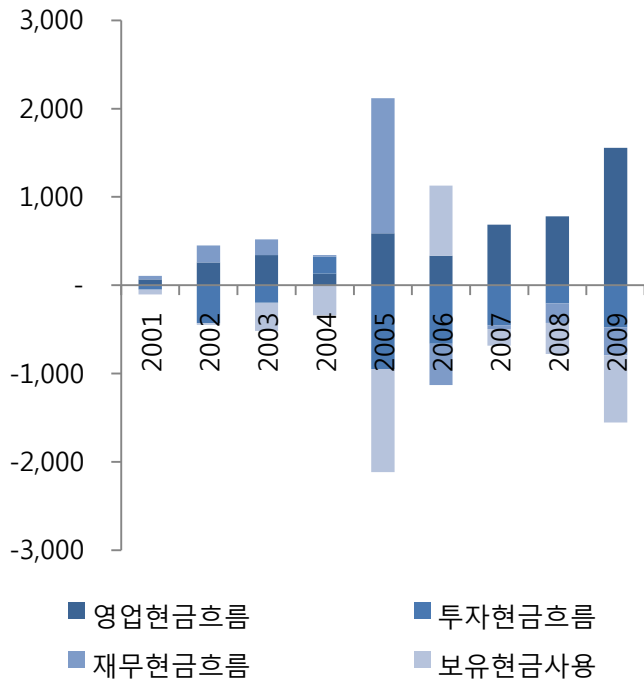
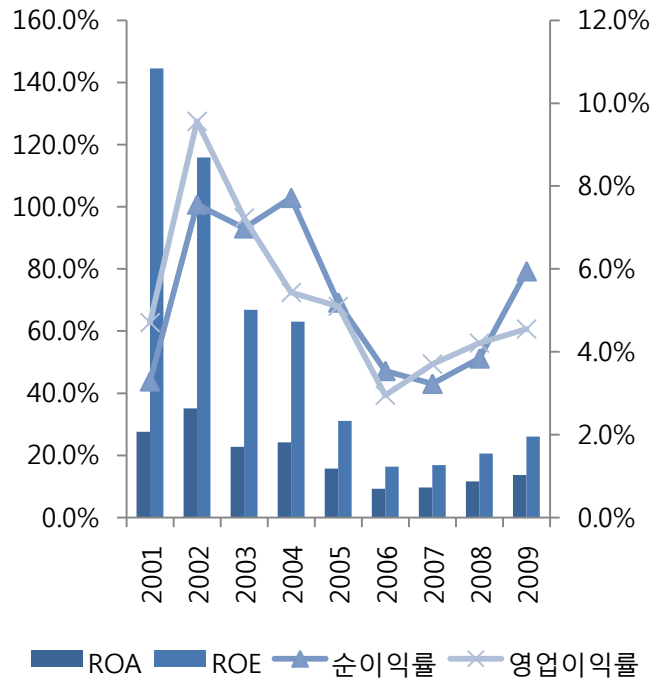


차트 16. 자산대비 이익률 변화 (단위 : %)



출처: SMIC research team 3.

V. VALUATION

지금까지 동사가 가진 경쟁력에 대해서 알아보았고, 지분구조와 관련된 이슈를 다루었다. 앞서 밝혔듯이 본 리서치 팀은, 동사의 지주회사 전환도 중요하지만 정의선 부회장이 정몽구 회장으로 부터 경영권을 상속하는 것 또한 중요하다고 판단했다. 따라서 (1) 지주회사로 전환하는 데에 실패할 경우, (2) 경영권 상속을 위한 현대차 그룹의 방침이 성공하여 동사와 현대모비스가 합병하여 지주회사가 되는 경우, 2가지 시나리오로 나누어 생각해 보도록 하겠다.

(1) 지주회사 전환에 실패할 경우



1) 동사는 지주회사로의 전환에 대한 시장의 기대감 때문에 상장 후 지속적으로 높은 PER를 받아 왔으며, 평균으로는 현대차나 현대모비스가 받아온 평균 PER보다 약 두 배 높은 22.37이다. 동사의 PER밴드를 보면 가장 낮았던 시기에 13의 PER를 받아왔고, 실제로 이 때에는 동사의 지주사 전환에 관한 시장의 관심이 높지 않았다. 따라서 지주사 전환에 따른 프리미엄이 반영되지 않은 동사의 적정 PER가 13이라고 가정한다.

2) RIM (Residual Income Model)

동사는 해외법인의 매출액 증가로 인해 지분법이익이 증가하고 있다는 점을 반영하기 위해, RIM모델을 사용한다. ROE를 추정하기 위해서는 DuPont 분석을 사용한다.

*ROE= 당기순이익률 * 자산회전율 * 재무레버리지

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
당기순이익(NI)			6,521,952	28,273,563	40,395,993	69,649,617	79,965,646	66,686,924	81,034,607	117,662,028	189,773,525
법인세비용차감전이익			9,409,290	40,209,251	57,096,574	98,400,616	110,083,574	89,954,815	128,574,770	153,009,422	234,248,717
영업이익			9,340,752	35,780,428	41,843,013	49,020,798	78,520,678	55,621,322	92,936,130	129,079,100	145,270,264
매출총이익			13,980,229	42,772,395	53,571,222	72,904,483	134,247,952	133,495,962	187,903,055	238,665,065	260,193,590
판매비			4,639,477	6,991,966	11,728,209	23,883,685	55,727,274	77,874,640	94,966,925	109,585,965	114,923,326
매출액			198,490,539	374,227,106	578,768,894	902,750,208	1,540,835,626	1,885,086,853	2,510,187,794	3,065,235,442	3,192,754,757
총자산			47,269,715	113,580,442	241,939,266	334,032,525	683,878,425	756,488,581	929,514,575	1,104,359,199	1,661,044,209
총자본			9,024,952	39,795,514	81,016,809	140,038,065	374,748,440	438,466,325	519,402,481	626,715,364	830,689,867
배당			-	-	20,000,000	4,500,000	5,625,000	5,625,000	18,750,000	18,750,000	22,500,000
배당성향		#DIV/0!	0.0%	0.0%	49.5%	6.5%	7.0%	8.4%	23.1%	15.9%	11.9%
재무레버리지		#DIV/0!	5.24	3.29	2.94	2.61	1.98	1.77	1.76	1.77	1.90
자산회전율		#DIV/0!	8.40	4.65	3.26	3.13	3.03	2.62	2.98	3.01	2.31
당기순이익률		#DIV/0!	3.29%	7.56%	6.98%	7.72%	5.19%	3.54%	3.23%	3.84%	5.94%
영업이익률		#DIV/0!	4.71%	9.56%	7.23%	5.43%	5.10%	2.95%	3.70%	4.21%	4.55%
조세부담률		#DIV/0!	69.3%	70.3%	70.8%	70.8%	72.6%	74.1%	63.0%	76.9%	81.0%
이자부담률		#DIV/0!	100.7%	112.4%	136.5%	200.7%	140.2%	161.7%	138.3%	118.5%	161.3%
ROE		#DIV/0!	144.53%	115.83%	66.87%	63.02%	31.07%	16.40%	16.92%	20.53%	26.04%

	10년치 평균	2009	2010(E)	2011(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)	2015(E)
재무레버리지	2.58	1.90	2.20	2.10	2.00	2.10	2.00	2.10
자산회전률	3.71	2.31	2.30	2.40	2.30	2.40	2.40	2.30
당기순이익률	5.3%	5.9%	5.8%	5.6%	5.6%	5.8%	6.2%	6.3%
ROE	55.7%	26.0%	29.3%	28.2%	25.8%	29.2%	29.8%	30.4%
총자본	339,988,646	830,689,867	1,045,225,826	1,304,829,818	1,600,619,080	2,012,364,893	2,539,379,111	3,219,361,860
당기순이익	75,551,539	189,773,525	243,790,862	295,004,537	336,124,161	467,892,970	598,879,792	772,707,670
배당액	11,968,750	22,500,000	29,254,903	35,400,544	40,334,899	56,147,156	71,865,575	92,724,920
배당성향	13.6%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
자기자본비용			9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%
기대이익			82,092,926	103,294,442	128,949,807	158,181,181	198,871,961	250,954,141
잔여이익			161,697,936	191,710,095	207,174,354	309,711,789	400,007,832	521,753,529
현재가치			156,746,575	169,125,867	166,330,738	226,290,189	265,979,369	315,730,343

재무레버리지는 동사가 물류 운송에 필요한 기본적인 인프라를 이미 구축하였기 때문에, 2001년 이후 계속해서 감소하는 추세이다. 앞으로 해운업 진출에 따른 선박 구축이나 추가적인 물류센터 건립 등을 감안하면, 2009년과 지난 10년간의 평균치 사이에서 적용시켜도 무리가 없다고 본다.

자산회전율은 현대/기아차의 실적 상승과 경기 회복에 따른 경기 회복에 대한 기대감으로 매출액이 증가할 것이라고 예상하기 때문에 보수적으로 2.3과 2.4를 번갈아 적용시킨다.

당기순이익률은 동사의 지분법 이익이 안정적으로 성장하고 있으며, 상대적으로 수익률이 높은 물류 산업과 해운업의 비중이 확대될 것이라는 점을 감안하였다.

Sum of PV of RI	1,300,203,082	자기자본비용	9.88%
Persistent factor	0.7	1년치일별베타	0.815
Continuing Value	1,308,226,738	Adj.한국시장프리	7.5%
PV of CV	791,651,332	3년만기국채수익률	3.77%
Book Value	830,689,867		
적정 시가총액	3,439,119,687		
희석 발행주식수	37,500,000		
		현재주가	135,500
적정 주가	91,710	기대수익률	-32%

현재 동사의 경우 현대차 그룹으로부터 안정적인 매출을 얻고 있기 때문에 강력한 경쟁자가 존재한다고 보기 힘들다는 점을 고려하여, Persistent Factor를 0.7로 적용한 결과 동사의 실질적인 가치는 91,710원이 도출되었다.

이를 통해 동사의 가치에 있어서 지주회사로의 전환에 대한 기대감이 상당히 크다는 점을 다시 한번 확인시켜 줄 수 있다. 91,710원은 2010년 예측 EPS기준으로 약 12.7의 PER에 해당한다.

(2) 지주사 전환에 성공하는 경우

1) 적정 PER 예측

지주사 전환에 성공할 경우에는 동사에 대한 시장의 기대심리를 반영할 수 있기 때문에 PER를 통한 상대적 가치 평가 방법을 사용할 수 있다. 본 리서치 팀은 동사의 지주사 전환이 경영권 상속을 위해서는 반드시 필요하다는 점을 들어 모비스와의 합병을 통한 방법이 가장 현실적인 것이고 필수적이라고 판단했다. 따라서 지난 3년간 시장에

서 동사가 받아오던 프리미엄은 합당하다고 볼 수 있으며 본 리서치팀은 평균 PER인 22.5를 적용한다.

2) 적정 EPS 산출

	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년(E)
매출액	1,885,000,000	2,510,100,000	3,065,200,000	3,192,700,000	5,442,937,619
국내물류	647,300,000	720,200,000	811,600,000	836,700,000	1,008,643,883
해외물류	511,300,000	658,500,000	897,900,000	628,400,000	940,360,351
완성차				323,100,000	565,400,000
CKD	644,100,000	1,017,000,000	1,201,600,000	1,224,400,000	2,735,636,338
상품	82,300,000	114,400,000	154,100,000	180,100,000	192,869,048
영업이익	55,534,468	92,848,337	129,043,658	145,215,507	255,893,931
	0	0	0	0	0
영업외수익	54,010,287	59,192,804	169,783,984	182,139,191	192,400,000
이자수익	9,305,828	10,504,948	7,598,330	4,854,686	8,400,000
외환차익	9,958,756	12,816,157	103,991,565	67,412,046	96,800,000
지분법이익	32,228,588	31,639,774	37,409,351	46,425,073	75,200,000
기타	2,517,115	4,231,925	20,784,738	63,447,386	12,000,000
영업외비용	19,676,795	23,554,164	145,853,661	93,160,737	101,920,000
이자비용	4,570,226	7,048,107	9,856,124	6,067,480	12,000,000
외환차손	13,266,330	10,619,016	91,151,182	78,322,196	87,200,000
지분법손실	-	-	3,364,684	566,391	2,400,000
기타	1,840,239	5,887,041	41,481,671	8,204,670	320,000
법인세차감전이익	89,867,960	128,486,977	152,973,981	234,193,961	346,373,931
법인세비용	23,267,891	47,540,163	35,347,395	44,475,192	76,202,265
당기순이익	66,600,069	80,946,814	117,626,586	189,718,769	270,171,666
EPS	1,778	2,161	3,138	5,059	7,205

2010년 예측치를 각 사업부문의 영업이익률을 바탕으로 영업이익을 도출하였다. 또한 올 1분기 실적 매출액 1조 2562억, 영업이익 514억, 당기순이익 576억을 바탕으로 2010년의 예측치를 계산했다. 전년도 1분기 대비 100%가 넘는 성장을 했다는 점을 감안하여 각 사업부문 별로 보수적으로 접근했다. 현대/기아차의 해외시장에서의 선전이 계속되고 세계 경제가 회복 추세에 접어들었다는 점을 감안하면 무리하지 않은 가정이라고 판단한다.

적정PER	22.5
적정EPS	7,205
적정주가	162,000
안전마진	20%

이와 같은 과정을 통해 산출된 동사의 적정주가는 안전마진 20% 162,000원이다

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

VI. Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2006	2007	2008	2009	(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출원가	15,408	18,851	25,102	30,652	유동자산	2,220	5,143	5,011	5,466
매출총이익	1,342	1,335	1,879	2,387	현금성 자산	747	2,614	1,915	1,599
판매비 및 일반관리비	557	779	950	1,096	시장성유가증권	0	0	5	0
인건비	112	145	163	182	매출채권	1,350	1,726	1,991	2,575
감가상각비	9	11	14	16	재고자산	27	679	1,007	1,186
무형자산상각비	17	17	22	27	비유동자산	1,120	1,696	2,554	3,829
기타판매비 및 일반관리비	307	442	575	658	투자자산	364	911	1,293	1,725
영업이익	785	556	929	1,291	유형자산	674	694	1,078	1,883
영업외손익	316	343	356	239	무형자산	56	48	61	58
이자수익	28	93	105	76	자산총계	3,340	6,839	7,565	9,295
이자비용	40	46	70	99	유동부채	1,849	2,874	2,856	3,663
외환차손익	-15	-33	22	128	매입채무	1,137	1,775	2,264	2,436
외환환산손익	2	-5	9	-255	단기차입금	165	419		
지분법이익	343	322	316	374	유동성장기차입금	254			1
기타영업외손익	3	0	-17	89	비유동부채	91	217	324	438
세전계속사업이익	1,101	900	1,286	1,530	사채	0	0	0	0
법인세비용	301	233	475	353	장기차입금	0	0	2	1
계속사업이익	800	667	810	1,177	부채총계	1,940	3,091	3,180	4,101
중단사업이익					자본금	150	188	188	188
당기순이익	800	667	810	1,177	자본잉여금		1,536	1,536	1,536
EPS (원)	2,647	1,778	2,161	3,138	이익잉여금	1,248	2,005	2,606	3,360
수정EPS					자본조정				
					자본총계	1,400	3,747	4,385	5,194
현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2006	2007	2008	2009	(₩,%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금흐름	587	335	685	779	Growth Ratios				
당기순이익	800	667	810	1,177	매출액성장률 %	56.0%	70.7%	22.3%	33.2%
비현금수익비용가감	-263	-208	-184	222	EBITDA성장률 %	22.0%	57.8%	-25.3%	63.0%
유형자산감가상각비	35	51	68	133	EBIT성장률 %	17.2%	60.2%	-29.2%	67.1%
무형자산상각비	18	19	24	29	총자산성장률 %	38.1%	104.7%	10.6%	22.9%
퇴직급여	11	27	25	24	Profitability Ratios				
외환환산손익	-2	2	1	294	매출총이익률 %	8.1%	8.7%	7.1%	7.5%
지분법평가손익	-343	335	685	779	EBITDA마진률 %	5.9%	5.4%	3.3%	4.1%
기타	17	-642	-986	-1,038	EBIT마진률 %	5.4%	5.1%	3.0%	3.7%
영업활동으로인한자산부채변동	51	-124	59	-619	세전계속사업이익률 %	10.9%	7.1%	4.8%	5.1%
투자활동으로인한현금흐름	-250	-664	-451	-207	당기순이익률 %	7.7%	5.2%	3.5%	3.2%
유형자산 투자	-64	-457	-884	-309	Stability Ratios				
유형자산 처분	3	1	5	2	부채비율 %	138.5%	82.5%	72.5%	79.0%
무형자산 증감	-10	-11	-6	-34	순부채비율 %	-23.3%	-58.6%	-43.7%	-30.7%
투자자산 증감	-178	-28	-47	-152	유동비율 %	120.1%	178.9%	175.5%	149.2%
기타	-1	-170	480	286	당좌비율 %	118.7%	155.3%	140.2%	116.8%
재무활동으로인한현금흐름	829	-466	-46	-220	이자보상배율	24.0	19.6	12.2	13.2
장단기차입금증가	0	-415	0	0	Performance Ratios				
사채증감	0	0	0	0	ROE %	63.0%	31.1%	16.4%	16.9%
자본증감	1,574	0	0	0	ROA %	24.2%	15.7%	9.3%	9.6%
배당금의 지급	-45	-56	-56	-188	ROIC %	64.1%	84.1%	45.0%	38.4%
기타	-699	6	10	-33	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타현금흐름	0	0	0	0	수정EPS	2,322	2,646	1,778	2,161
순현금흐름	1,166	-795	188	352	주당순자산	4,668	9,993	11,692	13,851
기초현금	747	1,914	1,119	1,307	주당현금흐름	2,459	2,822	1,965	2,405
기말현금	1,914	1,119	1,307	1,659	주당배당금	1,500	150	150	500