

| 물류·운송 |

# 현대글로벌비스(086280.KS)

## 너 내 주주가 돼라! 현대 글로벌비스

### 물류 전 영역을 아우르는 글로벌 종합 물류기업, 현대 글로벌비스

현대글로벌비스는 종합물류업, 유통판매업, 그리고 해운업을 대표하는 기업이다. 당사는 현대자동차 그룹의 계열사로, 경쟁적인 물류 서비스와 지속적인 사업 확장으로 업계 내 사업적 기반을 다지고 있다. 2021년 연결 기준 매출액 21조 7,796억원(YoY +31.8%), 영업이익 1조 4,917억원(YoY +70.1%)을 기록하며 사상 최고의 영업 실적을 기록했다.

#### [Investment Points]

##### Point 1. 중고차 부문의 규모 확대

최근 중고차 매매업의 생계 적합업종 미지정으로 현대차와 기아가 중고차 시장 진출을 선언하면서 중고차 시장 규모가 더욱 확대될 것으로 기대된다. 당사는 국내 최대 규모의 중고차 경매장을 운영하며 20여 년간 약 130만 대의 중고차를 거래해 온 선도 업체이다. 2021년 기준 당사의 중고차 부문 매출액은 7,332억원(YoY +45.7%)을 기록했고, 22년 1월에는 중고차 전문 거래 플랫폼인 오토벨을 출시하여 지속적으로 사업 영역을 확장하고 있다.

##### Point 2. 비계열 비중 확대를 통한 고객 다각화

당사는 현대자동차그룹 완성차 외에도 비계열 고객사와의 계약을 지속적으로 추진하여 지난해 비계열 비중은 60%를 돌파했다. 당사는 21년 12월에 폭스바겐, 테슬라 등 글로벌 완성차 업체와 각각 5,000억원 규모의 계약을 체결하면서 앞으로 글로벌 시장에서 입지가 강화될 것으로 예상된다.

##### Point 3. 적극적인 투자를 기반으로 한 사업 확장

당사는 국내 물류기업 최초로 다우존스지속가능경영지수(DJSI)에 편입된 이후, 7년 연속 지위를 유지하여 지속가능 경영 능력을 인정받았으며, 지난해 전기차 배터리 운송 용기 특허를 획득하는 등 환경 경영을 대비한 투자를 확대하고 있다. 또 신사업 확장을 위한 투자 4,433억원을 집행하면서 적극적으로 사업 확장을 추진하고 있다.

##### Point 4. 운임과 환율의 긍정적 전망

지난해 당사는 해운부문에서 3조 3,3418억원(YoY +38.4%), 그리고 CKD 부문에서 8조 9,405억원(YoY +37.2%)의 매출액을 기록했다. 여전히 항만 적체 현상이 지속되고 있다는 점과 미국의 경우 2023년까지 2.75%까지 금리 인상이 예정되어 있다는 점을 보았을 때 운임과 환율이 매출에 미치는 긍정적 전망은 지속될 것으로 예상된다.

#### [Valuation]

현대글로벌비스의 2022년 예상 매출액은 23조 6,049억원이다. EV/EBITDA를 사용하여 사업부 별로 유사기업을 선정하고 연관사업부의 비중만큼 가중치를 부여하여 추정한 결과,

2022년 목표가는 201,345원, 상승여력 5.97% 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

201,350원

현재주가(04.01)

190,000원

상승여력

5.97%

#### Stock Data

|               |                                |
|---------------|--------------------------------|
| KOSPI(04/01)  | 2739.85                        |
| KOSDAQ        | 940.57                         |
| 시가총액          | 7조 1,250억원                     |
| 발행주식수(주)      | 37,500,000                     |
| 52주 최고/최저가(원) | 217,000/144,000                |
| 외국인지분율(%)     | 43.86%                         |
| 주요주주(%)       | 정희선 외 3인 29.34%                |
|               | Den Norske Amerikalinje 11.00% |
| 주가상승률(%)      | 1개월 7.95%                      |
|               | 6개월 17.65%                     |
|               | 12개월 1.60%                     |

#### Stock Price



#### Investment Fundamentals

| FYE Dec | 2019    | 2020    | 2021    | 2022(E) |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 182,700 | 165,199 | 217,796 | 236,049 |
| 영업이익    | 8,765   | 6,622   | 11,262  | 11,234  |
| 순이익     | 5,023   | 6,061   | 7,832   | 7,641   |
| EPS     | 13,395  | 16,165  | 20,877  |         |
| PER     | 10.68   | 11.38   | 8.05    |         |
| PBR     | 1.15    | 1.36    | 8.05    |         |
| OPM     | 4.80    | 4.01    | 5.17    |         |
| ROE     | 11.25   | 12.45   | 14.41   |         |

#### RFS Team 4

|         |                          |
|---------|--------------------------|
| 32기 권용수 | dydtn307@gmail.com       |
| 31기 송성곤 | tjdrhs306@naver.com      |
| 33기 김근아 | chamchap@naver.com       |
| 34기 김민규 | queserasera184@gmail.com |
| 34기 김지현 | kjhcoko@naver.com        |
| 34기 이지우 | our_spring@naver.com     |

# I. 기업개요

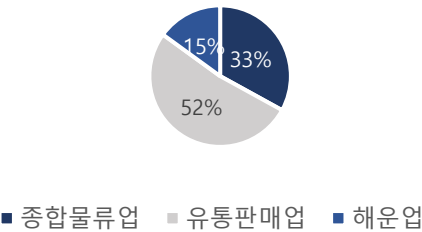
현대글로비스는 종합물류업, 유통판매업, 해운업을 영위하고 있는 기업으로 종합물류업의 주 사업은 국내 및 해외에 수출입물류, 완성차물류, 부품물류, 벌크물류 등을 영위하고 있다.

유통판매업의 주 사업은 현대/기아차를 중심으로 CKD( Complete Knock Down), 즉 반제품의 자동차 부품을 수출하는 사업과 중고차 경매,도매업의 오토벨, 산업 필수 소재인 알루미늄과 구리 등을 수출입 또는 삼국간 중계무역을 하는 비철금속 트레이딩 사업을 영위하고 있다.

해운업은 PCTC(자동차선, RoRo)를 이용하여 승용차, 상용차, 특수차량, 프로젝트 화물(건설 중장비, 철도차량) 등을 운송하는 자동차선 사업과 벌크선을 이용하여 철광석, 석탄, 곡물 등 Dry Bulk 화물 운송, 탱커선을 이용하여 원유, 석유제품, 가스선을 이용한 LNG 등 Wet Bulk 화물 운송을 수행하는 벌크선 사업을 영위하고 있다.

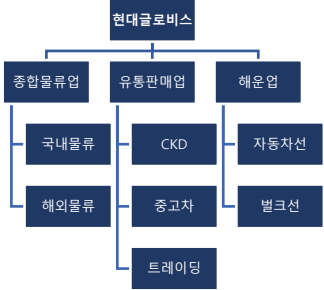
21 4Q 사업부문별 매출액 비중

(단위 : %)



출처 : DART, RFS Team 4

현대글로비스 사업구조도



출처 : DART, RFS Team 4

## 지배구조

현대글로비스의 지분구조 변화, 현대차그룹의 순환출자 구조 탈출의 신호탄?

현대차그룹 회장 정의선 회장이 블록딜을 통해 현대글로비스 지분을 매각하면서 지분구조의 두드러진 변화가 나타났다. 현대차그룹이 가진 순환출자 구조가 최근 ESG경영의 거버넌스의 저촉되는 구조를 가져 현대차그룹의 순환출자 구조 고리를 끊는 것이 정의선 회장의 숙제가 되었다. 뿐만 아니라 작년 12월 30일 개정된 공정거래법에 의해 규제대상이 되는 총수일가의 계열사 지분율이 상장사 20%(기존 30%)로 바뀌면서 정의선 회장의 현대글로비스 지분 29.9%에서 일부 지분을 블록딜을 통해 매각하여 19.9% 지분을 남겨두었다.

현대차의 지분을 가장 많이 보유하고 있는 현대모비스(약 21.34%), 기아차의 지분을 가장 많이 보유하고 있는 현대차(약 33%), 현대모비스의 지분을 가장 많이 보유하고 있는 기아(약 17%)의 형식으로 현대차그룹이 순환출자 되어 있어 고리 안의 기업 중 어느 한 곳이라도 기업의 어려움이 발생했을 때 그룹 전체 실적에 악영향을 미칠 수 있는 점도 현대차그룹이 순환출자 구조를 끊어내야 하는 이유이다.

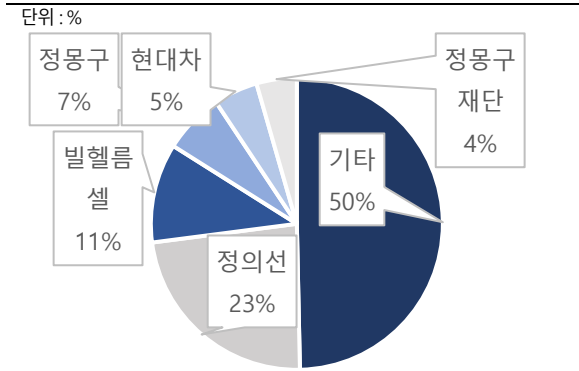
이와 같은 이유로 현대글로비스의 지분 변화가 현대차 그룹의 구조에 중요한 변화를 줄 핵심 계열사로 판단된다.

기존 현대 글로비스 지분구조

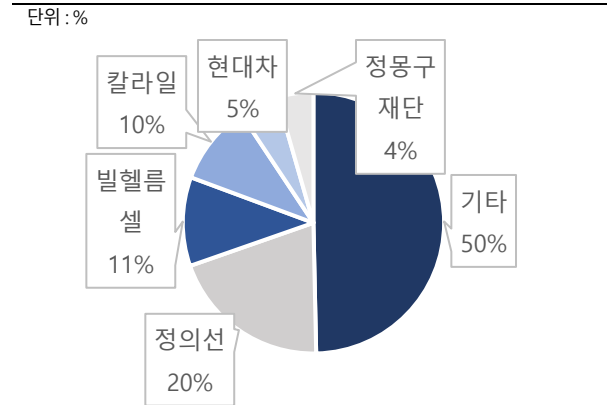
(단위 : %)

주식 매각 후 현대 글로비스 지분구조

(단위 : %)



출처 : 한국투자증권, RFS Team 4



출처 : 한국투자증권, RFS Team 4

## II. Investment Point

### 투자포인트 1. 옛 것이 좋은 것이여! 중고차 성장

#### 1-(1). 대기업 중고차 소매시장 진입 허용

중소벤처기업부는 지난 17일 생계형 적합업종 심의위원회에서 중고자동차판매업을 생계형 적합업종으로 지정하지 않기로 결정했다. 중고차 사업은 도매사업과 소매사업으로 분류되는데 도매업은 중고차 매매업자 등에게 중고차를 파는 사업, 소매사업은 일반 소비자를 대상으로 중고차를 파는 사업이다. 그중 중고차 소매사업은 2013년 중소기업 적합업종 지정 후 대기업의 진출이 제한되어 왔다. 하지만 이번 결정으로 동사를 포함한 대기업의 중고차 소매시장 진출이 가능해져 국내에선 중고차 도매시장에만 진출해 있는 동사의 중고차사업이 수혜를 받을 것으로 예상된다.

국내외 중고차 사업 역량을 통한 소매사업 진출 가능성

동사의 소매사업 진출에 대해서는 확인된 바가 없으나, 국내 도매 중고차 사업 경험과 해외에서 쌓인 중고차 소매사업 역량을 활용해 국내 소매업 진출 가능성이 높다고 판단된다. 국내 도매사업의 경우, 동사는 국내 최대 규모의 중고차 경매장을 운영하고 있으며, 21년 이미 7332억원의 매출을 기록한 바 있다. 또한, 22년 1월에는 기존의 중고차 온라인 경매시스템인 '오토벨 스마트옥션' 서비스에 중고차 거래 기능을 더한 플랫폼 '오토벨'을 출시해 중고차 사업 확장에 대한 의지를 보여주고 있다. 이에 더해 동사는 해외 중고차 소매시장에도 진출해 있다. 동사는 해외 중고차 도소매 사업을 위해 20년 1월 글로벌 오토비즈 사업실을 조직한 이후 미국, 유럽, 중국, 인도 등에 현지 사업을 위한 인프라를 적극적으로 구축해왔다. 특히 독일을 중심으로 한 유럽에선 소매 딜러십을 인수해 소매사업을 확장하고 있으며, 중국에선 소매사업을 중심으로 한 사업 인프라를 현지에서 구축하고 있다. 이후 중고차 해외 매출은 지속적으로 증가해 4Q21 기준 동사 중고차 사업 매출의 17.47%를 차지하며 중고차 사업 매출 성장을 견인하고 있다. 이와 같은 성공적인 소매사업 역량은 대기업들의 본격적인 국내 중고차 소매사업 진출 시, 타 기업 대비 경쟁력으로 작용하여 동사가 국내 중고차 소매시장에서 선도적인 위치를 차지할 가능성이 높다고 판단된다.

소비자 인식 개선으로 중고차 시장 성장

대기업의 중고차 시장 진출로 중고차에 대한 소비자 인식이 개선될 경우 국내 중고차 시장 규모가 확대되는 수혜도 가능하다. 기존 중고차 시장은 정보의 비대칭성으로 인해 성장이 억제되어 왔다. 중고차 딜러들은 차에 대한 정보를 많이 갖고 있으나, 소비자들은 차에 대한 정보가 거의 없어 소비자가 결과적으로 손해를 보는 구조가 고질적인 업계의 관행으로 자리 잡았고, 이로 인해 중고차 시장은 신차보다 중고차를 선호하는 소비자조차 외면하는 시장이

시장 선진화에  
따른 중고차 경매  
사업 성장

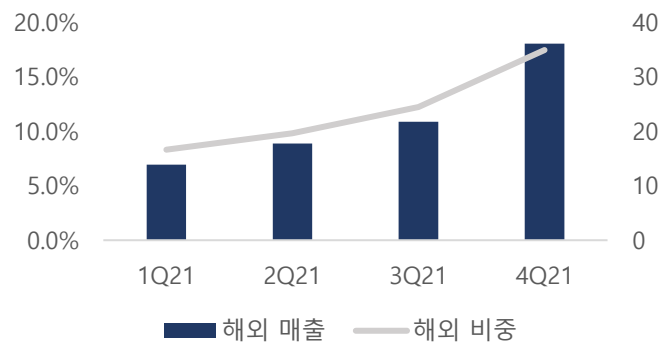
된 것이다. 하지만 대기업의 중고차 소매시장 진출 시, 정보와 품질 보증에 대한 신뢰도가 높아져 거래가 활성화되며 그동안 억제되어온 중고차 시장의 성장에 대한 기대감이 크다.

또한, 대기업의 중고차 시장 진출로 시장이 선진화됨에 따라 중고차 경매사업의 성장이 기대된다. 21년 기준 국내 중고차 경매 대수는 전체 중고차 거래 대수 대비 약 6.7% 정도로 규모가 작다. 반면, 중고차 산업이 성숙된 선진시장은 중고차 경매비중이 매우 높아 일본의 경우 중고차 경매 비중이 60%를 상회하고 있다. 국내 중고차 경매를 기피하는 주요 원인이 거래의 불투명성과 중고차 사업자들의 태생적 영세성이므로 대기업의 중고차 시장 진출로 해당 요인들이 제거되어 국내 중고차 산업이 성숙된다면 현재 동사가 주력하고 있는 중고차 경매 시장의 성장에 기대된다.

현대 그룹  
중고차 사업  
사이클 형성

이에 더해 현대차와 기아가 중고차 시장 진출을 선언하면서 동사가 국내 중고차 소매시장에 직접 진출하지 않더라도 현대차 그룹 계열사인 동사의 기존 중고차 사업의 매출 성장이 기대된다. 현대차의 중고차 소매 사업, 현대모비스의 수리용 부품 판매와 정비, 그리고 현대글로비스의 중고차 경매 사업에 이르는 중고차 사업 사이클을 형성하여 수익을 극대화할 수 있다는 전망이다.

현대 글로비스 중고차 사업 해외 매출액 및 비중 추이 (단위 : 10억원, %)



출처 : 현대글로비스 IR자료, RFS Team 4

## 1-(2). 차량용 반도체 수급난 장기화

신차 출고 지연에  
따른 중고차 시장  
성장

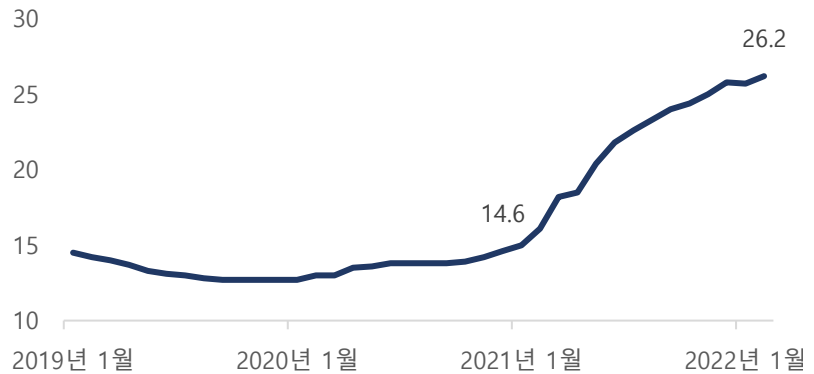
21년 동사 중고차 매출 성장세의 주요 요인 중 하나는 차량용 반도체 수급난이었다. 반도체 수급난이 계속되면서 신차를 받으려면 일반적으로 6개월 이상 기다려야 하기 때문에 중고차에 대한 수요가 증가한 것이다. 이로 인해 19년 361만대였던 국내 중고차 거래건수는 수급난 발생 이후인 20년, 21년 약 387만대를 기록하며 19년 대비 +7.2% 증가하였다. 차량용 반도체 수급난은 현재도 이어져 산업통상자원부에 따르면 22년 1월 한국 자동차 생산은 YoY -13.7% 감소한 27만대이다.

차량용 반도체  
수급난 장기화

이러한 차량용 반도체 공급난은 예상보다 장기화될 전망이다. 코로나 19라는 일시적 요인에 의한 반도체 공급 부족은 해당 요인이 해소되면 해결될 수 있으나, 현재 차량용 반도체 공급난에는 차량의 전장화라는 구조적인 요인이 얹혀 있기 때문이다. 기존 내연기관차에 들어가는 차량용 반도체는 최대 300개 정도지만 전기차는 최대 2천개, 자율주행차는 최대 3만개가 필요하다. 20년 말 이후 전기차와 자율주행차의 보급이 확대되면서 그만큼 차량용 반도체 수요가 확대되었다. 이러한 차량의 전장화 추세에 따라 수요 증가세는 지속될 것임에 반해, 반도체 공급업체는 소수로 한정되어 수급 균형을 맞추기 어려운 상황이다. 이에 더해 반도체 공급난 발생 후 주요 반도체 업체들이 증산을 결정한 물량도 23년 상반기에나 본격적

으로 공급될 예정이라 최소한 내년까지는 차량용 반도체 공급난이 계속될 것으로 예상되며, 24-25년에야 수급 균형이 이루어질 것이란 전망도 나오고 있다. 이에 따라 신차 출고 기간 문제가 장기화될 것이므로 중고차 시장에 대한 선호가 계속될 것으로 전망된다.

차량용 반도체 리드타임 추이 (단위 : 주)



출처 : Susquehanna Financial Group, RFS Team 4

## 투자포인트 2. 자동차 운반선 사업 비계열 비중 확대

비계열 비중 60%  
돌파

동사는 자동차 운반선 사업에서 현대차·기아를 제외한 비계열 매출 비중이 2021년 말 60%를 넘어서며 역대 최고치를 기록했다. 코로나19 영향으로 전세계 완성차 판매량과 해상 물동량이 2019년도 대비 각각 14%, 20% 감소해 글로벌 운반선 사업 실적에도 영향을 끼쳤지만 동사의 공격적인 영업활동, 지속적인 선박 투자를 통해 완성차 업체와 중장비 제조사와의 계약을 확대한 것이다. 자동차 운반선 사업의 비계열 매출 비중은 매년 증가세를 유지하고 있으며 2010년 비계열 비중인 12%에 비해 10년만에 비계열 비중이 5배 이상 늘어났다.

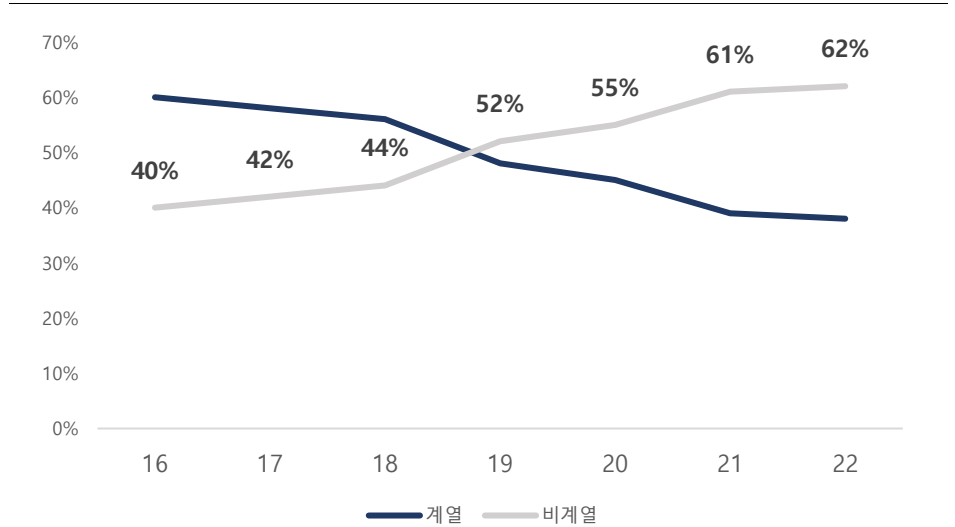
자동차 운반선  
연간 매출액 ↑

동사는 향후 2024년까지 폭스바겐, 아우디, 포르쉐 등 폭스바겐 그룹 내 전 승용차 브랜드의 유럽발 중국 수출 물량 전체를 단독으로 운송하며 계약 규모는 5200억이다. 또한 2021년 말 5020억 규모의 중국-유럽 테슬라 전기차 해상운송 계약을 맺는 등 동사의 비계열 글로벌 완성차와 체결한 해운 계약 중 물량 면에서 사상 최대 실적을 이뤘고, 이에 따라 자동차 운반선 사업을 통한 연간 매출액이 적어도 2조6000억원 이상(전년대비 17% 증가)이 될 수 있다는 전망을 보인다.

해상운송 인프라 ↑  
관계사 의존도 ↓

동사는 연비 효율성이 높은 나이가 적은 선박을 운영하며 세계 최초로 한 번에 7300여 대의 차량을 수송할 수 있는 '포스트 파나막스형' 자동차선을 도입해 운송 원가를 낮추고 효율성을 높이고 있고, 경기도 평택과 전라남도 광양에 자동차선 전용부두를 운영하여 화주사에게 원활한 서비스를 제공하는 등 해상운송에서 경쟁력을 가지기 위해 지속적인 투자를 하고 있다. 2019년에는 미국 동부 필라델피아 항에 64만㎡ 크기의 자동차 수출입 야드를 개소했고, 스웨덴 선사 '스테나 레데리'와 합작회사인 '스테나 글로비스'를 유럽에 설립해 글로벌 완성차 영업을 위한 기반 시설 마련에 집중했다. 이처럼 동사는 비계열 비중 확대를 위해 인프라 확충을 위해 노력하고 있으며 이 같은 동사의 비계열 매출 비중 다각화는 현대, 기아차 판매량 우려 및 관계사의 의존에서 벗어나 견고한 실적을 유지할 수 있는 원동력이 될 전망이며 이는 동사의 글로벌 경쟁력에 긍정적인 영향을 끼칠 것이다.

현대글로비스 자동차 운반선 사업 비계열 비중 추이 (단위 : %)



출처 : 현대글로비스 해운사업설명회 (2022), RFS Team 4

### 투자포인트 3. 우린 아직 배고프다, 적극적인 투자

#### 3-(1). 운용선박규모 증설

##### 화물유형별 전략

벌크 화물별 장기 물동량 전망을 살펴보면, 장기적으로 LNG와 LPG 같은 가스 화물의 물동량의 증가율이 높을 것으로 예상된다. 이에 따라 동사는 초저온 액화화물인 수소 운송 대비 역량 축적이 가능한 가스선 중심으로 사업구조를 개편할 계획이다.

Dry Bulk 화물의 경우 수익성 중심의 화물 영업을 지속하되 사업비중을 감소시키며 동남아, 미주 등 신규 항로 영업 확대를 통한 3PL 매출 증대를 목표로 가지고있다. 반면 Wet Bulk 화물의 경우 국내 정유사 중심 영업을 통한 국내 2위 VLCC 선사 지위를 유지할 것을 목표로 잡고 있으며, 글로벌 화주 대상 LNG선과 VLGC선의 지속 영업을 통해 2030년까지 가스선대를 지속적으로 확대할 예정이다.

자동차 운반선 공급시장은 완성차의 생산 및 수출과 함께 움직인다. 2020년도 완성차 생산 및 수출이 크게 감소하면서 자동차 운반선 공급시장 또한 해상물동량이 전년대비 19% 감소했으나, 전세계 자동차 수요 및 해상 물동량은 23년까지 점차 회복될 것으로 예상된다.

##### 자동차 운반선 공급 시장 세계 2위 기업

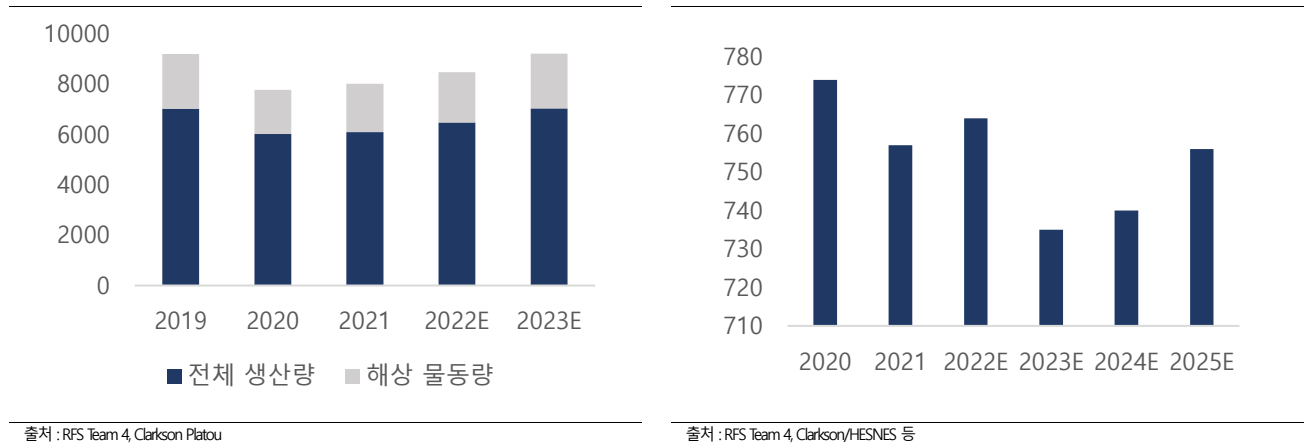
실제로 2021년부터 진행된 해상물동량 회복 추세로 선복 수요는 증가하고 있다. 그러나 2024년 신조선 인도 전까지 선복 공급이 둔화됨에 따라 2023년까지 제한적 선복의 공급으로 인해 높은 용선료와 높은 운임 기조가 유지될 것으로 전망한다. 동사는 자동차 운반선 공급시장에서 운영선대수 세계 2위 기업으로, 이미 90여척의 PCTC를 운영하고 있으며 운영선대를 지속적으로 추가 확보할 계획이다.

전세계 자동차 수요 및 해상 물동량 전망

(단위: 만대)

전세계 자동차선 공급추이

(단위 : 대)



### 3-(2). 세계 최초 전기차 맞춤 해상운송 서비스

전기차 특화  
서비스 제공

동사는 세계 최초로 전기차 맞춤형 해상운송 솔루션을 구축하여 '전기차 특화 해상운송 서비스'를 제공하고 있다. 전기차 수요가 늘어나고 있는 만큼, 세계 자동차 운반선(PCTC) 시장에서 효율적인 전기차 해상운송은 필수적인 관문이라고 할 수 있다. 전기차는 기존 내연기관 차량과 달리 배터리셀이 차량 하부에 넓게 되어있고 불이 붙으면 연소할 때까지 끌 수 없는 등 특화된 관리가 필요하다. 이에 동사는 전기차 선적 데크의 온도·습도 정보를 제공하고 해상운송 기간 중 배터리 소모량을 분석해 화주사에 선적 전 전기차의 배터리 완충률 가이드 수립에 필요한 정보 등을 제공한다. 또한 물류 운영에 대한 경험이 부족한 신생 전기차 회사를 위해 터미널·육상·해상을 잇는 원스톱 물류 서비스를 제공하는 등 전기차 운반선에 특화된 서비스를 제공한다.

사용 후 전기차  
배터리 운송역  
할 ↑

또한 동사의 전기차 특화 운송은 전기차 배터리 플랫폼의 역할도 가능할 전망이다. 사용된 전기차 배터리는 전기차 동력으로 사용할 수 없지만 충전소나 에너지저장장치 등 다른 영역에서 재활용이 가능하며 특히 배터리를 지방자치단체에 의무적으로 반납하지 않아도 돼 관련 시장이 커지고 있다. 전기차 배터리는 크고 무거운 탓에 운송 기술 개발이 미미한 상황이며, 동사는 배터리를 자유롭게 조절하여 보관할 수 있는 가변레이식 구조를 채택해 배터리 운송에 편리함을 더했다. 또한 특허를 받은 용기를 이용해 다단으로 적재하여 기존 적재가능 용량에서 3배 이상 효율이 증대되었고 컨테이너에 그대로 실을 수 있기 때문에 해상운송을 통해 해외 수출도 가능하다. 동사의 전기차 특화 서비스는 여러 차종의 각기 다른 모양의 배터리를 효율적으로 실을 수 있어 전기차 배터리 운송 역할 또한 수행할 수 있을 것으로 기대된다.

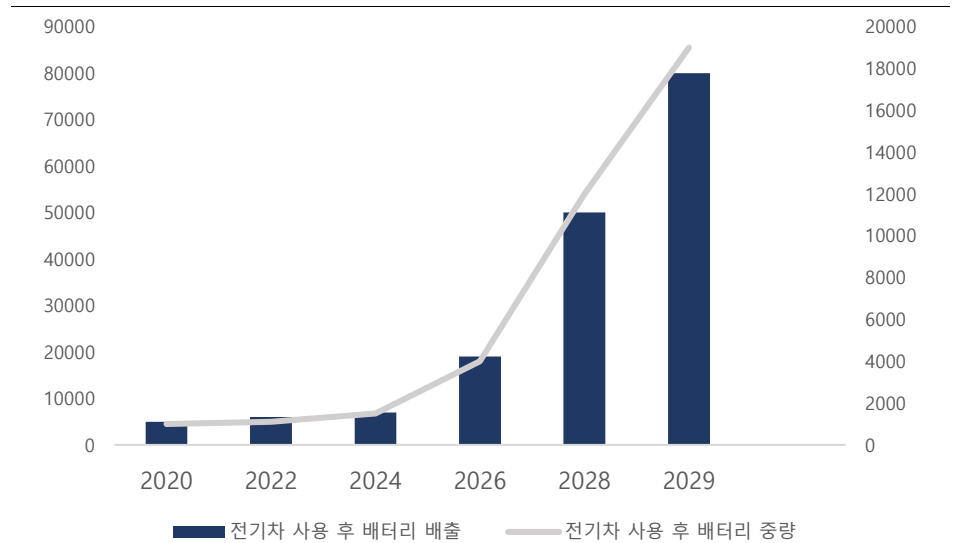
전기차 시장 ↑

사용후 배터리  
시장 ↑

동사는 2020년 18만대의 전기를 운송하면서 글로벌 전기차 해상운송 물동량의 40% 안팎을 차지하고 있어 늘어나는 전기차 수요에 맞춘 전기차 특화 서비스를 통해 운송 실적은 향상될 것으로 예측된다. 또한 전기차 사용 후 배터리 배출 중량이 2029년까지 8만개 이상으로 2022년과 대비해 8배이상 증가할 것으로 예상되어 전기를 넘어 배터리 운송 시장에서 역할 또한 커질 전망이다.

전기차 사용 후 배터리 배출 추이

(단위 : 개수, 톤)



출처 : 에너지경제연구원, 하나금융투자 (2021), RFS Team 4,

### 3-(3). 차세대 물류 및 미래 모빌리티 사업 개발

차세대물류  
사업 협업

‘현대글로비스’와 카셰어링 시장 선도업체 ‘쏘카’는 스마트 솔루션 기반 물류사업 등 광범위한 분야에서 공동 사업 개발과 기술협력을 위한 협약을 맺었다. 이번 협약을 통해 동사는 차세대 스마트 물류나 미래 에너지 등 다양한 분야에서 새로운 비즈니스 모델을 찾을 수 있을 것으로 기대된다.

신사업 진출 가  
능성 ↑

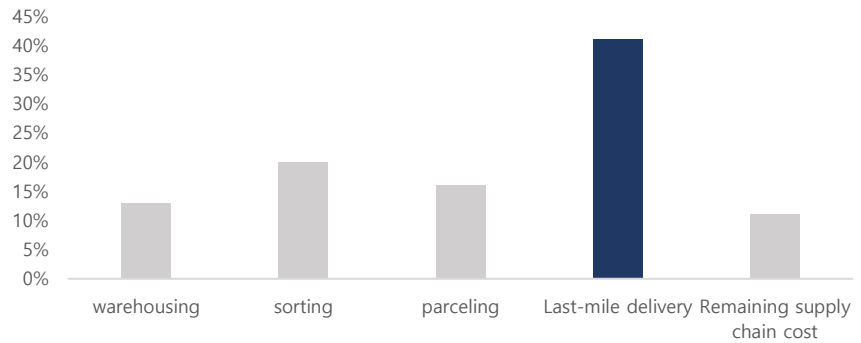
연중 최대 1만8000대 규모의 차량을 운영하는 쏘카는 차량 배치, 관리, 정비 등에 통신형 블랙박스 및 자체 개발 차량관제 단말과 같은 데이터를 접목시키고 있어 동사는 이 데이터를 활용해 배송 효율성을 높일 수 있는 방안을 모색할 수 있다. 이에 자동차나 철강·부품 등을 운송하는 과정에서 연료 절감 방안을 찾는 것이 가능해지며 쏘카의 차량관리 시스템의 운전자별 운행 스타일 데이터와 보험 상품을 연계해 자동차 및 운전자보험 등에 적용하는 방법도 고려할 수 있다. 더불어 쏘카의 전기차 데이터를 활용해 실사용자의 주행 기록과 전기차 배터리 소모량의 연관 관계를 분석하고 이를 친환경 에너지 분야의 새로운 비즈니스 모델로 이어질 수 있어 데이터 기반 물류 플랫폼의 협업은 다양한 분야에 진출할 수 있는 가능성을 열어준다.

라스트마일 서  
비스 성장 ↑

또한 이번 협약은 동사의 종합 물류업에도 긍정적인 작용을 할 전망이다. 동사의 물류 역량과 쏘카의 인프라를 결합해 상품·서비스가 고객에게 배송되기 바로 직전 단계 ‘ラスト마일’ 서비스 모델 개발도 가능할 수 있으며 국내와 더불어 해외시장 진출 가능성도 염두에 둘 수 있다. ‘ラスト마일 딜리버리’는 상품이 소비자에게 전달되는 마지막 단계, 즉 더 효율적이고 정확하게 소비자에게 상품을 배송할 수 있는 차세대 물류 서비스이며 쿠팡의 로켓배송 및 음식배달 플랫폼이 이에 해당한다. 국내 라스트마일 시장 규모는 7.5조원(2020)으로 전체 택배 기업 매출의 44%를 차지하며 특히 코로나로 인한 온라인 배송의 성장은 물류 업계에서 라스트 마일 서비스의 성장은 가속화될 전망이다. 모바일·정보기술 인프라를 활용해 소비자 요구에 맞춰 즉각적으로 제품과 서비스를 제공하는 차세대 물류 서비스는 동사의 지속적인 물류 경쟁력을 확보할 수 있을 것이다. 본 사업은 2022년 하반기부터 본격 추진할 예정이며 쏘카존과 쏘카 스테이션 등에서 안전을 확보한 상태에서 스마트 물류 기술과 에너지 관련 신기술 적용가능 여부 및 사업성을 검증할 예정이다.

전체 공급망에서 라스트마일 배송 관련 비용이 차지하는 비중

(단위 : %)



출처 : The last-mile delivery challenge, Capgemini (2019), RFS Team 4

### 3-(4). 국내 최고의 ESG 기업. 현대글로비스

ESG 강자

현대글로비스

2004년 유엔 글로벌 콤팩트가 지속 가능 금융을 위해 스위스 정부와 협력해 설립한 이니셔티브 'Who Cares Win' 공개보고서에서 처음 등장한 ESG(환경·사회·지배구조)는 단순히 도덕적인 개념에서 벗어나 이제는 기업의 중장기 생존을 좌지우지하는 개념이 되었으며 그 중요성은 해를 거듭할수록 커지고 있다. 현대 글로비스는 국내 상장사 중 ESG라는 글로벌 트렌드와 보폭을 가장 잘 맞추고 있는 기업 중 하나이다. 현대 글로비스는 국내 상장사 중 드물게 매년 지속가능경영보고서를 발간하고 있으며 이러한 노력들을 인정받아 한국 기업지배구조원 ESG 평가에서 3년 연속 A등급 달성, 21년 국내 물류기업 최초로 DJSI WORLD 지수에 편입, 7년 연속 DJSI 아시아퍼시픽 지수와 DJSI 코리아 지수 편입되는 기업을 토한 명실상부 ESG 강자이다.

수소에 진심인

글로비스

글로비스는 전 사업부문에서 ESG 강화를 위해 힘쓰고 있는데 특히 물류와 해운 부문에 진심인 모습이다. 친환경 물류를 위해 EV 밸류체인을 통합·구축해 전용 충전설비와 충전소 운영시스템을 바탕으로 배터리 렌탈 계약과 같은 배터리 유통사업을 영위하고 있으며 사용한 배터리를 활용한 매매·리사이클링 사업도 진행하고 있다. EV도 EV지만 글로비스가 가장 주목하고 힘을 싣는 분야는 수소이다. 글로비스는 수소를 단순히 탄소 절감을 위한 에너지원이 아닌 자사를 한단계 '퀀텀점프' 시켜줄 사업기회로 보고 있다. 현재 Zero-Emission을 목표로 자사 사업장에서 수소 화물차, 수소 지게차를 운영하고 있으며 하이넷, 현대제철, 현대자동차, 한국가스공사, SPG와 MOU를 맺고 수소 운송부터 최종판매까지 수소 공급망 전 영역에서 서비스도 제공하고자 인프라를 구축하고 있다. 이를 통해 글로비스는 수소 생산을 제외한 유통·물류에서 인프라, 장비·설비, 활용까지 모든 수소 공급망에서 최적화 플랫폼을 구축, 글로벌 리딩 수소에너지 공급망관리 플랫폼 업체로 자리매김하겠다는 계획이다.

해운 사업에서는 전기차 맞춤형 해상운송 솔루션 구축을 통한 전기차 특화 해상운송 서비스를 강화하고 있으며 운영 선대의 친환경 선박 전환, 암모니아, 수소 등 차세대 무탄소 에너지운송사업을 적극 추진 중에 있다. 또한 해외에서 생산된 액화수소 도입을 위해 한국 조선해양, 현대 미포조선과 수소운반선을 공동 개발하고 있다.

수소에너지 사업

| Vision                        |                   |                                             |
|-------------------------------|-------------------|---------------------------------------------|
| 글로벌 리딩 수소에너지 '공급망관리 플랫폼'업체    |                   |                                             |
| 생산 -> 출하/저장 -> 물류 -> 유통 -> 활용 |                   |                                             |
| 구분                            | 사업명               | 사업내용                                        |
| 유통/물류                         | 수소공급사업            | 모빌리티용(승용+상용)수소 판매                           |
| 인프라                           | 수소출하 센터 운영        | 수소 출하센터 운영<br>(충전소 모니터링/주문확인/재고관리/충전 스케줄링)  |
|                               | 수소/EV 복합 충전소 운영   | 차량용 수소 및 전기 판매                              |
| 장비/설비                         | 연료전지발전개발사업        | 연료전지 발전사업/ AMP 개발 및 수소 공급<br>(개질수소 생산)/경정정비 |
|                               | 수소 장비/ 운송장비 임대 사업 | 수소장비 + 이동식 충전소 패키지 임대(+수소 공급 포함)            |
| 해외 수소 도입                      | 해외 암모니아 구매 (트레이딩) | 수소생산이 용이한 국가대상, 저렴한 암모니아 확보(구매)             |
|                               | 해외 암모니아 해상운송      | 암모니아 매입 후 해상운송                              |
|                               | 암모니아 수입 터미널 운영    | 대규모 암모니아 저장 및 크래킹 통한 수소 추출                  |

출처 : 현대글로비스 친환경 브랜드 수소에너지사업(2021), RFS Team 4

## 투자포인트 4. 매크로 너마저..?! 매크로 환경의 수혜

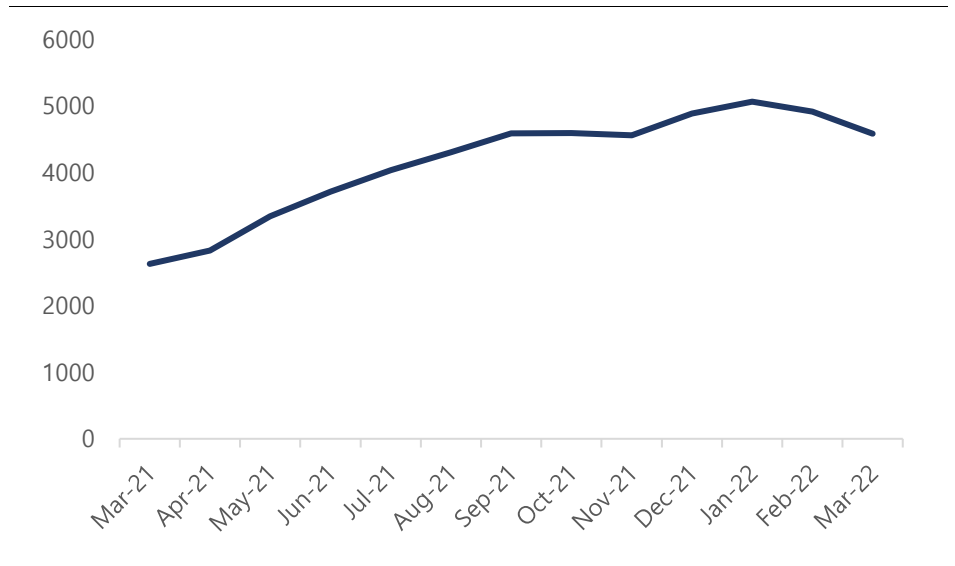
### 4-(1). 공급망 이슈 수혜

항만 적체는  
지속된다

현재 22년 3월 상하이컨테이너운임(SCFI) 지수는 지난달 대비 평균 328.5포인트 하락한 4,586.6포인트를 기록했다. 1분기 계절적 비수기의 영향, 우크라이나 사태로 인한 불확실성 등의 영향으로 SCFI 지수는 일시적인 약세 흐름을 보이고 있지만, 전년 동기 SCFI 지수인 1,958.1포인트와 대비했을 때, 여전히 2배가량 높은 수치를 유지하고 있다. 현재 항만 적체 현상이 이어지고 있는 상황을 보았을 때, 현행 운임 추이는 올해 1월 5,109.6포인트까지 급등했던 운임에 대한 일시적 감소로 예상된다.

지난해 반도체 수급 대란에도 불구하고 동사는 공급망 병목에 따른 운임 상승효과로 해운 부문에서 2020년 대비 38.4% 성장하여 3조 3,418억원의 매출액을 기록했다. 또 동사는 1~2년 이상의 장기 화물 운송 계약 수주에 지속해서 참여하고 있기 때문에, 2022년 컨테이너 운임의 소폭 하향 우려에도 현재 상향된 운임의 수혜를 받을 것으로 예상된다. KCM이 자본시장 연구원에 따르면 일부 지표에서 글로벌 공급망 차질 개선 조짐이 가시화되고 있으나 정상화까지는 다소 시간이 소요될 것으로 예상했다. 따라서 공급체계 병목으로 인한 동사의 해운 부문 호조는 지속될 것으로 전망된다.

상하이컨테이너운임지수(SCFI) 추이



#### 4-(2). 그럼에도 불구하고, 원화 약세 수혜

러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 유가 및 원자재, 곡물 등의 가격이 폭등하고 미 연준의 제로 금리 시대가 막을 내려 3월 FOMC 회의에서 0.25bp, 5월에는 0.5bp까지 인상할 가능성이 높을 것으로 보이면서 달러강세 현상이 이어지고 있다. 러시아-우크라이나의 문제가 쉽사리 협상이 되지 않아 계속적으로 글로벌 냉전 분위기가 이어지고 있으며 인플레이션에 대한 우려와 미국의 금리인상 그리고 대차대조표 축소로 달러에 대한 수요가 계속해서 높은 상태로 유지되고 있다.

글로벌적으로 달러강세 기조 가운데 국내 가계부채가 약 1765조로 세계최고수준에서 벗어나지 못하고 있다. 가계부채가 줄어들지 않으면 금리인상에 대한 국민들의 부담감이 크게 느껴지는데 이는 한국은행의 금리인상의 걸림돌로 작용될 수 있다. 3월 FOMC 회의 결과로 0.25bp의 기준금리 인상이 단행되었고 2023년말까지 2.75%까지의 금리 인상이 될 것으로 보인다. 국내 높은 가계 부채로 인해 미 연준의 금리인상 속도에 맞춰 한국은행이 금리 인상을 단행하지 못하게 되면 원화에 대한 수요도 감소하여 원화약세장이 나타날 가능성이 높다 뿐만 아니라 무역수지 흑자 폭이 지속적으로 감소하고 있고 국내 GDP 성장률을 하향조정하는 기관들도 늘어나고 있어 원-달러 환율의 상승압박이 당분간 지속될 것으로 보인다.

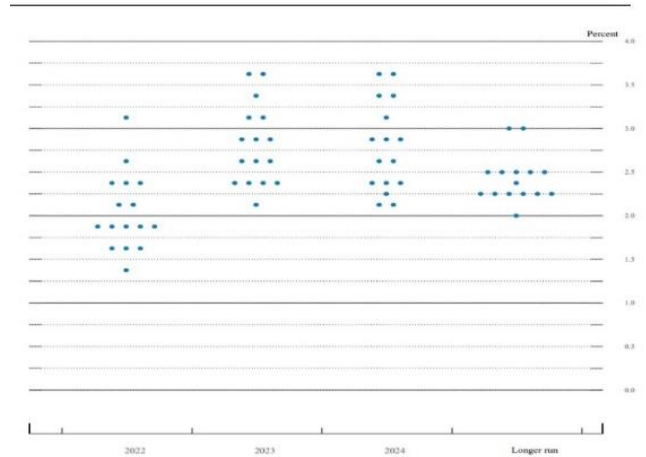
원화가 약세일 때 자동차 부품, 비철금속 수출업종이 매출액 중 달러의 비중이 높아 마진 개선이 발생하여 수혜를 보는데 동사의 수출 비중은 21년약 86%로 원화약세 수혜주로 분류된다. 특히 유통판매업의 CKD 부문이 수출 비중이 높아 CKD 마진의 환율이 미치는 영향이 크다. 따라서 현재 유력해 보이는 달러강세 및 원화약세의 흐름에 동사는 마진개선으로 인해 수혜를 받을 것으로 기대된다.

21년 GDP 대비 부채비율 상위국가

3월 FOMC 점도표

| 순<br>위 | 가계부채      |                       | 정부부채 |                       | 비금융기업     |                       | 금융부문      |                       |
|--------|-----------|-----------------------|------|-----------------------|-----------|-----------------------|-----------|-----------------------|
|        | 국가        | GDP<br>대비<br>부채<br>비율 | 국가   | GDP<br>대비<br>부채<br>비율 | 국가        | GDP<br>대비<br>부채<br>비율 | 국가        | GDP<br>대비<br>부채<br>비율 |
| 1      | 레바논       | 1157                  | 일본   | 2473                  | 홍콩        | 2929                  | 일본        | 1931                  |
| 2      | <b>한국</b> | <b>106.0</b>          | 레바논  | 2369                  | 레바논       | 2646                  | 싱가포르      | 1811                  |
| 3      | 홍콩        | 909                   | 싱가포르 | 1506                  | 중국        | 1548                  | 영국        | 1790                  |
| 4      | 영국        | 858                   | 미국   | 1263                  | 베트남       | 1374                  | 홍콩        | 1740                  |
| 5      | 태국        | 779                   | 영국   | 1203                  | 싱가포르      | 1353                  | 유로        | 1155                  |
| 6      | 미국        | 774                   | 유로   | 1149                  | <b>한국</b> | <b>1157</b>           | <b>한국</b> | <b>836</b>            |
| 7      | 말레이시아     | 742                   | 브라질  | 917                   | 일본        | 1152                  | 미국        | 769                   |
| 8      | 일본        | 653                   | 이집트  | 872                   | 유로        | 1103                  | UAE       | 590                   |
| 9      | 유로        | 605                   | 인도   | 845                   | 칠레        | 1034                  | 칠레        | 545                   |
| 10     | 중국        | 604                   | 파키스탄 | 834                   | 러시아       | 825                   | 브라질       | 472                   |

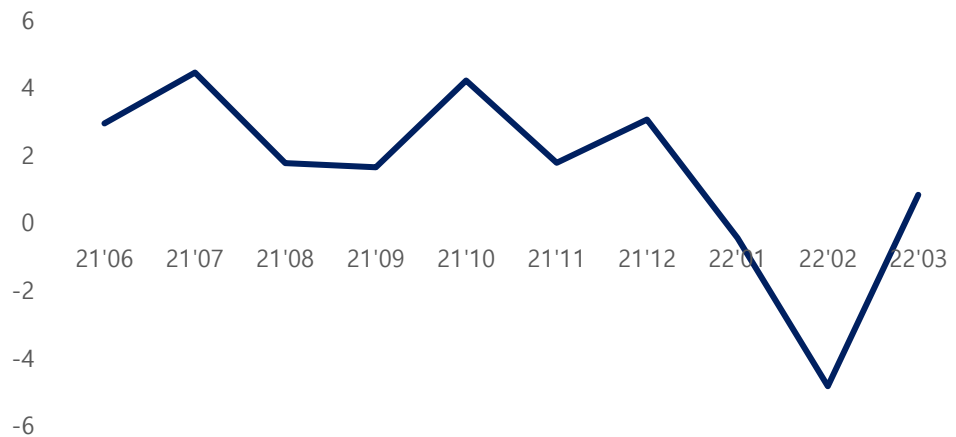
출처 : BIS, RFS Team 4



출처 : FRB, RFS Team 4

국내 무역수지 추이

(단위 : billion/USD)



출처: 한국은행, RFS Team 4

## Ⅲ. Risk

### Risk Point 1. 안전재고 확충에 따른 역기저 효과

우려되는 역기저 효과

첫번째 리스크 포인트는 안전재고 확충에 따른 역기저 효과 발생 우려이다. 글로비스는 코로나19로 수혜를 본 대표적인 회사 중 하나이다. 코로나19의 장기화로 인해 공급망 이슈가 발생하자 기업들은 기존의 'JIT'로 대표되는 재고 최소화 전략에서 일정수준 이상의 안전재고를 확보하는 쪽으로 전략을 수정했고 이는 물동량 증가로 이어졌다. 이에 더해 주요국 중앙은행과 정부의 천문학적인 금융·재정 지원에 힘입어 '제품' 수요가 폭발하자 물류, 해운, 유통 사업을 영위하는 글로비스는 실적을 크게 개선시킬 수 있었다.

어제의  
어닝서프라이즈가  
오늘의  
어닝쇼크로

실제로 글로비스의 전 사업부문은 코로나로 인해 최악의 실적을 기록하기 바로 직전 분기인 20 Q1의 매출 및 영업이익 수준을 물류 부문은 20 Q3에, 해운부문은 21 Q2에, 유통 부문은 21년도 Q1에 넘어섰다. 물론 이와 같은 개선에 있어 글로비스 자구적인 노력도 큰 역할을 했지만 글로비스 매출의 95% 이상이 글로벌 경기에 민감하게 반응하는 국내외 물류, PCTC(완성차해상운송), Bulk(벌크해상운송), CKD 사업에서 나온다는 것을 고려했을 때 매크로

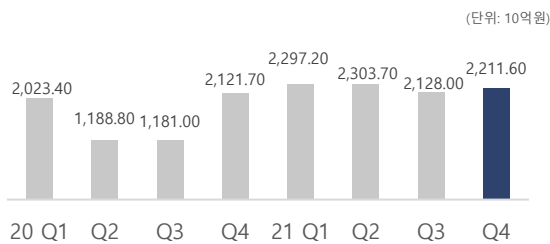
이슈는 글로벌 실적에 있어 가치 지배적이라고 볼 수 있다. 그러나 안타깝게도 KDI(한국개발연구원)에 따르면 글로벌 경제 성장률은 21년 고점(5.5%로 전망)을 찍은 이래 점차 둔화되고 있으며 최근 러시아-우크라이나 전쟁발 원자재 가격 상승 등으로 인해 22년, 23년 성장률이 계속해서 하향 조정되고 있다고 한다. 지난 1년 6개월 동안 글로벌이 호실적을 보여줄 수 있었던 이유가 이제는 거꾸로 어닝쇼크의 이유로 다가오고 있는 것이다. 또한 향후 코로나19가 토착병화됨에 따라 공급망 이슈가 해결되고 난 후에도 기업들이 지금처럼 높은 수준의 재고를 유지할 것인가에 대한 부분도 의문이다.

판매량을 회복하지 못한 현대&기아차  
But, 매출액을 회복한 CKD 사업

이 외에도 글로벌의 사업 부문 내 가장 큰 매출과 영업이익을 차지하는 CKD 부문이 단기간으로 타격을 입을 가능성도 존재한다. 당사의 CKD 실적은 현대&기아차의 생산·판매실적과 밀접한 상관관계를 가진다. 현대&기아차의 21년 판매량은 각각 2019년 442만 5,528대/282만 1,175대에도 미치지 못한 389만 726대/277만 6,359대이다. 그러나 이런 현대&기아차의 상황과는 별개로 글로벌의 CKD 사업은 이미 20년 Q4에 코로나 이전 수준의 매출을 회복했고 21년도에도 YOY 대비 4.2%의 매출 성장을 기록했다. 이는 곧 해외 완성차 공장에서 상당수준의 CKD 재고 물량을 축적하고 있음을 의미하며 축적된 재고는 향후 실적 개선에 걸림돌이 될 것으로 보인다.

현대 글로벌 CKD 사업 매출현황

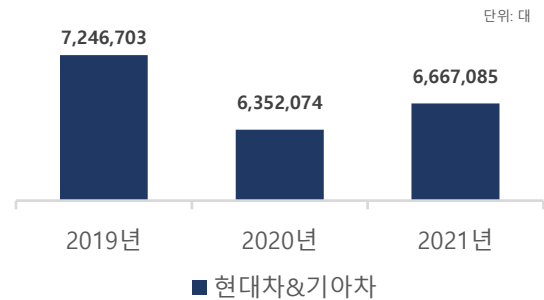
(단위 : 10억원)



출처 : RFS Team 4, 현대글로벌비즈니스 IR 프리젠테이션 자료(2021)

현대&기아 글로벌 자동차 판매량

(단위 : 대)



출처 : RFS Team 4, 현대자동차그룹 뉴스룸

## Risk Point 2. 전세계적인 리쇼어링과 지역화에 따른 물동량 감소

세계화에서 지역화로  
오프쇼어링에서 리쇼  
어링으로

코로나19는 지구인들의 삶을 '세계화'에서 '지역화'로 바꿔 놓았다. 2001년 중국의 WTO 가입으로 대변되는 세계화는 선진국 기업들에게는 생산 비용 절감과 판매 시장 확대라는 이점을, 개발도상국에게는 일자리 창출과 이에 따른 소득향상이라는 이점을 가져다주는 win-win 구조를 베이스로 급속도로 확산되어 왔다. 그러나 2017년 트럼프가 미국 대통령에 취임함에 따라 발생한 미-중 무역분쟁과 극단적인 '리쇼어링' 정책으로 인해 지난 수십년간 이어져온 세계화는 금이 가기 시작했고 코로나19의 등장으로 인해 사망선고를 받게 되었다. 코로나19 대유행으로 해외 생산거점의 공장 가동이 차질을 빚으면서 공급망에 문제가 생기기 시작했고 여기에 물류난까지 겹쳐 기업들의 비용 부담이 자국내에 공장을 지었을 때에 비해 커졌기 때문이다. 또한 1991년 냉전이 종식되면서 사그라졌던 지정학적 갈등이 최근 다시 불어지며 '리쇼어링'과 '지역화'에 부채질을 하고 있다. 그리고 이는 절대적인 물동량에 따라 실적이 좌지우지되는 운송 사업을 영위하는 글로벌에게 큰 리스크 요인이다.

가장 우려되는 부분은 글로벌은 PCTC(완성차해상운송) 사업부이다. 경쟁사들은 운영하

## 밝지않은 PCTC 사업의 미래

는 선박의 규모를 매우 보수적으로 늘리거나 줄인 반면, 글로비스는 운용하는 선박의 규모를 2016년 54척에서 2021년 95척까지 늘릴 정도로 PCTC 사업부에 강하게 드라이브를 걸고 있다. 그러나 이와 같은 행보는 최근 글로벌 메이저 완성차 업체들의 리쇼어링 흐름을 고려할 때 다소 의문이 가는 행보이다. 폭스바겐은 22년 3월 7일 20억유로 (약 2조 7천억)을 들여 독일에다 전기차 공장을 짓기로 하였으며, GM도 EV 생산능력을 확장하기 위해 21년 12월 10일 미국 미시간주에 40억달러(약 4조 8천억) 이상 투자할 계획이라고 발표했다. 포드 또한 21년 9월 16일 미시간주 공장에 전기차 생산 라인 증설을 위해 2억 5천만 달러(약 3천억원)을 추가로 투자하고 테네시주에는 2조 8천억원 투자하기로 발표한 바 있다. 기타 다른 완성차 업체들도 이와 유사한 흐름을 보이고 있는 상황이다.

PCTC 사업은 현대글로비스 스스로 '완전경쟁'시장이라고 밝히고 있는 사업이다. 미국과 유럽 완성차 업체들의 리쇼어링 흐름이 강화될 것으로 전망되는 가운데 자동차선 선박의 평균 수명이 30년 이상이라는 점을 고려해본다면 향후 글로비스 PCTC 사업부의 미래가 밝지만은 않아 보이는 것은 사실이다. 문제는 이러한 리쇼어링 바람이 자동차 산업에만 부는게 아니라는 점이다. 소파, 테이블부터 스마트폰, PC에 이르기까지 모든 소비재가 리쇼어링에서 자유롭지 못하다.

과거 생산비가 저렴한 지역에 대규모 생산시설을 지어 세계 각지로 제품을 뿌리던 시절은 종말을 고하고 있다. 이제는 그 나라에서 발생하는 수요는 그 나라 공장에서 처리하는(특히 고부가치 산업이거나 미래산업일수록) 방식으로 세상은 변하고 있다. 그리고 이러한 변화는 코로나19로 인해 발생한 '일자리 감소' 문제를 리쇼어링으로 해결하고자 하는 정치인들의 이해관계와 맞아 떨어질 뿐만 아니라 미-중간의 패권 분쟁, 러시아-우크라이나 전쟁으로 여실히 드러난 지정학적 리스크와 맞물려 있기 때문에 투자자들로 하여금 글로비스의 장기 성장성에 의문을 가지게 한다.

## Risk Point 3. 끝날 때 까지 끝난 게 아니다, '사업조정'

### 사업조정절차 난항

중고차판매업이 적합업종에 해당되지 않는다고 해서 즉시 대기업 진출이 허용되는 것은 아니다. 마지막 관문인 '사업조정' 절차가 남아있다. 사업조정 제도는 대기업의 사업진출로 중소기업에 부정적 영향을 미칠 우려가 있을 때 정부가 대기업의 사업범위를 축소할 것을 권고하는 제도다. 현재 중소벤처기업부는 현대차, 기아를 상대로 중고차 사업조정 절차를 진행하고 있으며, 우선 중고차 업계와 두 기업이 상생 협력안을 만들도록 자율 조정을 시도하고 있다. 현대차는 5년, 10만km 이내의 현대차만 취급하고 나머지 차가 들어오면 경매를 통해 기존 중고차 업계에 넘기며, 2024년까지 시장점유율을 최대 5.1%로 자체 제한하겠다는 방침이다. 하지만 중고차 업계가 이에 강경하게 반대하며 자율 조정에는 진전이 없는 상태이다. 따라서 사업조정 심의를 통해 대기업의 점유율 제한이 더 낮게 합의되거나, 취급 대상 범위가 3년, 7만km 이내 차로 축소될 수 있다는 전망이 나오고 있다. 사업조정 제도는 신청일로부터 1년 이내 결론을 지어야 하는데, 이르면 올해 상반기, 늦으면 올해 하반기에 완성차 업계의 사업범위가 확정될 것으로 예상된다. 완성차 업계의 사업조정 결과에 따라 동사의 현대그룹 중고차 사업 사이클 구축을 통한 간접적인 수혜와 소매 시장 직접 진출 규모가 정해질 것이므로, 해당 결과에 주목할 필요가 있다.

## Risk Point 4. 완성차 생산량에 좌우되는 물동량

### 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 완성차 생산차질

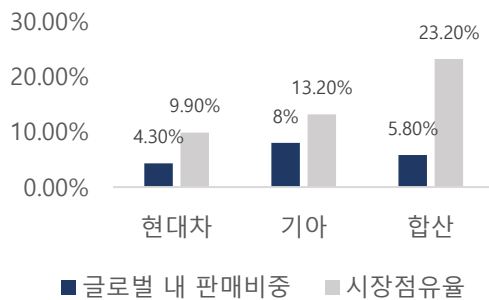
자동차 운반선 공급시장은 완성차의 생산 및 수출과 함께 움직이기 때문에 완성차 생산에 차질이 생길 경우 크게 타격을 입는다. 특히 동사의 경우, 2021년 기준 계열 매출액 비중이 약 39%를 차지하며 현대기아차 생산량에 크게 의존하고 있다. 2016년 계열 매출액 비중이

60%를 차지한 것에 비해 비계열 매출액 비중이 크게 증가하긴 했지만 현대기아차의 완성차 생산에 문제가 발생하면 동사의 사업에 악영향을 줄 수 있다.

이미 현대기아차는 현재 러시아-우크라이나 전쟁이라는 글로벌 악재를 가지고 있다. 현대차의 러시아 자동차시장 점유율은 22.6%(2위)로 현대기아차의 글로벌 판매량 중 약 5.8%는 러시아가 차지한다. 지난해 러시아에서 판매된 현대기아차는 총 37만7612대이며 현대차의 러시아 상트페테르부르크 공장은 연간 33만여대의 차를 생산한다.

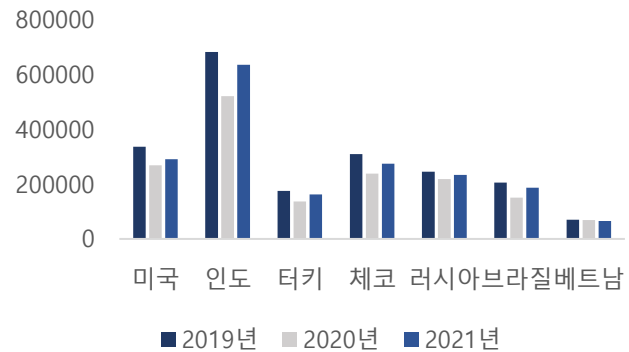
그러나 러시아의 우크라이나 침공 이후 반도체 부품공급이 어려워지면서 러시아에 있는 현대차 공장은 운영에 차질을 빚고 있으며 언제부터 재개될 지 불확실한 상황이다. 판매사들에 대한 차량인도도 중단되었고 러시아가 한국을 비우호국으로 지정하면서 러시아에서의 자동차 수요가 급감할 것으로 예상된다. 한국자동차공업협회(KAMA)에 따르면 올해 러시아 자동차 수요가 전년 동기 대비 29% 감소할 것으로 추정된다. 현대기아차의 러시아 사업 리스크가 거의 확정적인 상황에서 동사 또한 크게 영향을 받을 가능성이 높다.

현대차/기아의 글로벌 판매 중 러시아 비중 및 MS



출처: RFS Team 4, 현대차, 기아

현대차 글로벌 법인 별 생산실적



출처: RFS Team 4, 현대차

차량용 반도체  
수급 문제로 인한  
완성차 생산 차질

차량용 반도체의 리드타임이 증가하고 있다는 사실 또한 완성차시장에 글로벌 악재로 작용한다. 전자기기 및 전기차와 자율주행차로 반도체 수요 자체가 꾸준히 늘고 있는 반면, 차량용 반도체에 대한 글로벌 수요 증가에 대응할만한 칩 제조 및 생산 시설을 확보하는데는 최소한 몇 년이 걸릴 것으로 예상된다. 이에 따라 현대기아차의 완성차 생산공정은 국제적 이슈가 있는 러시아 공장뿐만 아니라 타국 공장에서도 생산량에 차질을 빚을 위험성이 크다. 차량용 반도체의 수급문제로 인해 전세계적으로 완성차의 생산 및 수출이 저조할 경우 동사의 사업 또한 리스크를 안고 갈 수밖에 없다.

## IV. Valuation

### 1. 매출 추정

#### 국내물류

국내물류부문에서 현대기아차의 내수수출 물량이 차지하는 비중이 약 65%이다. 여전히 반도체 수급 불확실성이 해소되지 않았고, 반도체 업체들의 증산 물량 또한 빨라야 23년에 본격적으로 공급될 것이라는 전망이 이어지고 있다. 따라서 22년에도 반도체 공급난이 계속되어 21년도와 유사하게 완성차 내수수출 물량의 감소세가 이어질 것으로 예상했다. 하지만

동사는 지난해 반도체 공급난이 시작된 이래로 비자동차 비중을 35%까지 확대하여 매출 증가를 야기한 바, 비계열 부문에서 리오프닝과 방역체계 완화로 인한 점진적인 매출 회복세가 내년에도 이어질 것으로 예상했다. 따라서 동사는 작년과 같이 비계열 확대를 통한 수익창출 방식을 유지할 것으로 예상되기에, 4개 분기 이동평균을 통해 매출을 추정하였다.

## 해외물류

해외물류부문 매출은 수출입물동량과 물류단가의 영향을 받는다. 현재 공급망 병목현상이 정상화되기에는 다소 시간이 걸릴 것이라는 전망이 이어지고 있기 때문에, 22년도 물동량은 작년과 비교해 큰 변동이 없을 것으로 예상했다. 동사의 물류단가의 경우 확인된 바 없어 운임과 연계되는 경향을 보일 것으로 가정했다. 따라서 글로벌 운임 지표인 상하이컨테이너운임(SCFI)지수와 해외물류 매출액 간 상관관계를 구한 결과, 0.853의 높은 상관성을 보여 유의미한 가정이라고 판단했다.

현재 운임 상승의 주된 요인이었던 미서부의 항만 적체가 완화되면서 일시적인 운임 약세 흐름을 보이지만, 상하이의 고강도 봉쇄 조치로 중국발 2차 물류 대란이 우려되는 상황이다. 따라서 21년 운임 추이가 22년도에도 이어질 것으로 예상되기에 21년 SCFI 지수 대비 22년 1~3월의 지수의 성장률을 구하여 분기별로 매출에 반영했다

## CKD

CKD부문의 매출은 자동차 생산기지의 생산량과 직결되어 있는 사업부로, 계열사인 현대차의 차량 수요와 관련이 있을 것으로 가정했다. 그리고 차량 수요는 당해 매출에 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상하여 현대자동차의 차량부문 매출액과 동사의 CKD 매출액 간 상관관계를 구한 결과, 0.982의 높은 상관관계를 보였다. 따라서 현대차의 22년 목표 판매량 가이던스를 활용하여 21년 차량 판매량 대비 증가예상분에 20, 21년 완성차 업체의 안전재고 확충에 따른 25% 디스카운트를 적용해 매출에 반영했다.

## 오토벨(중고차 경매)

P : 동사 중고차 부문 매출과 글로벌 중고차 가격 index간의 상관계수가 0.92로 높은 상관관계를 보여 글로벌 중고차 가격 index를 P 추정의 가이드라인으로 활용했다. 최근 중고차 가격 상승의 주요 원인이 전기차 수요 증가에 따른 차량용 반도체 수급난임을 감안해 전기차 수요 증가를 중고차 가격 index 성장률과 비교해 할인한 성장률을 P에 반영하였다.

Q : 차량용 반도체 수급난으로 인해 19년 361만대였던 국내 중고차 거래건수는 수급난 발생 이후인 20년 약 387만대를 기록하며 YoY +7.2% 증가했으나, 21년에는 중고차 수요 증가에도 중고차 공급 문제로 중고차 가격만 상승하고 거래량의 성장은 이루어지지 않아 22년도도 반도체 수급난으로 인한 Q의 성장은 이루어지지 않을 것이라 판단했다. 중고차 소매 사업 진출의 경우에도, 사업조정제도로 인해 22년 내 동사의 중고차 소매 사업 진출이 어렵다고 판단해 Q를 21년과 동일하게 적용하였다.

## 트레이딩

21년 비철 시세 강세에 따라 매출이 YoY +28% 증가하는 등 동사 트레이딩 사업부 매출은 주로 구리, 알루미늄 등 비철 시세의 영향을 받는다. 현재 구리, 알루미늄 등 비철 시세는 러시아-우크라이나 사태로 21년 대비 급등한 상태인데, 2월 15일 발발한 러시아-우크라이나 사태가 장기화될 것이고, 사태가 해소되더라도 경제 제재는 올해 계속될 것으로 전망해 현재 급등한 비철 시세가 유지될 것으로 가정했다. 따라서, 21년 구리/알루미늄 평균가격 대비 우크라이나 사태 발발 이후 구리/알루미늄 평균가격의 비율만큼 트레이딩 사업부 매출을 증가시켰다.

## 자동차선

테슬라로 추정되는 완성차 브랜드와의 계약금 5018억 규모의 신규 해상운송 장기계약을 반영했다. 해당 계약을 통한 매출액의 컨센서스인 2500억을 분기별로 나누어 매출액에 반영했다.

## 벌크선

벌크해상운송 사업부는 단기계약과 장기계약으로 나누어 추정했다.

SPOT 매출의 경우, 계약마다 당시 시황이 직접적으로 반영되는 단기계약의 특성으로 인해 BDI와 0.87의 높은 상관관계를 보여 BDI와 연동하여 매출을 추정하였다. 작년 공급망 이슈로 급등했던 BDI는 올초 안정화되었다가 러시아-우크라이나 이슈로 소폭 상승한 상태이다. 러시아-우크라이나 사태가 장기화되어 BDI 지수가 현재 수준으로 유지된다고 가정해 21년 평균 BDI 지수 대비 우크라이나 사태 발발 이후 BDI 지수의 비율만큼 매출을 성장시켰다.

장기 계약의 경우, 장기계약의 변동사항이 없으므로 이동 평균하여 매출을 추정하였다.

## 2. 비용추정

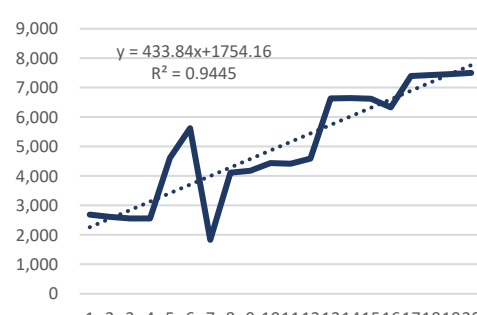
### 2 - (1). 매출원가추정

당사의 매출액과 매출원가는 0.99의 상관계수를 보였다. 이는 당사가 영위하는 물류, 유통 사업의 특성 때문인데 물류, 유통 산업은 그 특성상 매출대비 매출원가가 차지하는 비중이 매우 크다. 따라서 향후 22년 매출원가도 과거와 특별히 다르지 않은 흐름을 보일 것이라 판단하였다. 다만 여기에 현대글로비스 측에서 자신들의 물류유통 계약 중 1~2년 단위의 장기 계약 비중이 높다고 밝힌 점을 감안해 18, 19년도는 20%, 20년도는 10%, 21년도는 50%의 가중치를 적용하여 매출원가를 추정하였다.

| 분기       | 1Q 22     | 2Q 22     | 3Q 22     | 4Q 22     |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 액수(백만 원) | 5,578,283 | 5,760,294 | 5,944,491 | 6,147,704 |

### 2 - (2). 판관비와 비영업손익 추정

| 항목명 | 적용방법                               | 근거                                                                                     |
|-----|------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 인건비 | 18~21 년도 데이터를 기반으로 선형회귀 함수를 구하여 추정 | <p>인건비 (백만원)</p> <p><math>y = 1046.8x + 34414</math><br/><math>R^2 = 0.8944</math></p> |

|              |                                     |                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|              |                                     | <p>인건비의 많은 부분이 급여가 차지하고 있고 인건비와 급여의 상관계수가 99%이다.</p> <p>현대글로비스가 기존의 사업부 이외에 신 사업부문을 시작하면서 새로운 인력의 채용이 되었고 최저시급도 증가하여 인건비가 상승한 것으로 판단된다.</p>                                                                                         |
| 유무형자산<br>상각비 | $y = 433.84x + 1754.16$<br><br>선형추정 | <p>유무형자산상각비 (백만원)</p>  <p>당사가 영위하는 사업 특성상 선박의 감가상각비의 비중이 높으며 선박 특성상 10 년이상 사용을 하고 시간이 지남에 따라 감가상각이 증가하며 최근 신규선박 수주에 따른 것도 감가상각비 증가의 요인으로 판단.</p> |
| 연구개발비        | 5 분기 이동평균                           | 경향성 없음                                                                                                                                                                                                                              |
| 광고선전비        | 4 개년 이동평균                           | 경향성 없음                                                                                                                                                                                                                              |
| 판매비          | 4 개년 이동평균                           | 경향성 없음                                                                                                                                                                                                                              |
| 관리비          | 4 개년 이동평균                           | 경향성 없음                                                                                                                                                                                                                              |
| 기타비용         | 4 개년 이동평균                           | 경향성 없음                                                                                                                                                                                                                              |
| 대손상각비        | 4 개년 이동평균                           | 경향성 없음                                                                                                                                                                                                                              |

|                        |           |                                                                                                                                   |
|------------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                        |           |                                                                                                                                   |
| 비영업손익                  | 4 개년 이동평균 | 경향성 없음                                                                                                                            |
| 중속기업,<br>관계기업<br>관련 손익 | 4 개년 이동평균 | 경향성 없음                                                                                                                            |
| 법인세비용                  | 4 개년 이동평균 | 법인세 비용은 매해 정부 세금 정책에 따라서<br>법인세율이 달라지고 법인세비용 자체도<br>당기법인세와 이연법인세로 구분되어 있어<br>이연법인세의 추정이 한계가 있기에<br>유효법인세율 4 개년 데이터를 가중평균 하여<br>추정 |

### 3. Valuation

동사의 주가 추정 기법으로 **EV/EBITDA** 방법을 채택하였다. 동사가 속한 물류산업은 선박 등 유형자산에 대한 감가상각비가 많은 산업으로, 영업이익과 유무형감가상각비를 합산하여 EBITDA를 추정하였고 이를 통해 적정 EV를 산출하였다.

PEER GROUP 선정의 경우, 국내기업만을 비교대상에 포함시켰을 때 특정 사업부문이 해외 상장기업에만 존재한다는 점과 기업 규모차이에 의해 비교가능성이 저하되는 점을 감안해 해외 상장기업을 유사회사군에 포함하였다.

또한 동사의 사업부가 다양함에 따라 각 사업부 별로 유사기업을 선정하고 동사의 연관사업부 비중으로 가중치를 부여해 각각의 multiple을 가중평균하여 동사의 TARGET EV/EBITDA multiple을 산출하였다.

현대글로비스의 22E 목표주가 201,345원, 상승여력 5.97%를 제시한다.

| PEER group       |           |           |        |
|------------------|-----------|-----------|--------|
| 기업명              | EV/EBITDA | 연관 사업부 비중 | 가중치    |
| CJ 대한통운          | 6.57      | 7.10%     | 5.22%  |
| 한진               | 8.29      | 7.10%     | 5.22%  |
| HMM              | 1.6       | 32.19%    | 23.65% |
| 팬오션              | 7.28      | 32.19%    | 23.65% |
| 케이카              | 11.67     | 3.54%     | 2.60%  |
| 포스코인터내셔널         | 6.09      | 7.77%     | 5.71%  |
| NYK              | 7.87      | 11.56%    | 8.49%  |
| MITSUI OSK LINES | 13.89     | 11.56%    | 8.49%  |
| K-LINE           | 16.59     | 11.56%    | 8.49%  |
| WW               | 5.68      | 11.56%    | 8.49%  |
|                  |           | 136.13%   |        |

|                     |      |
|---------------------|------|
| Target<br>EV/EBITDA | 7.26 |
|---------------------|------|