



## BUY(Maintain)

목표주가: 190,000원

주가(01/02): 144,000원

시가총액: 3조 2,850억원

## 조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (01/02)		2,479.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	199,500원	139,500원
등락률	-29.82%	0.36%
수익률	절대	상대
1M	-8.2%	-6.5%
6M	-23.1%	-25.7%
1Y	-20.2%	-34.5%

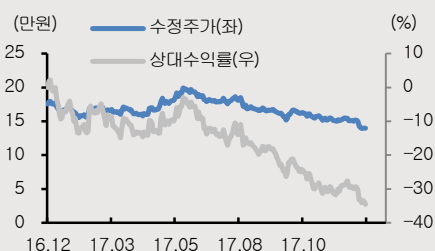
## Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	39천주
외국인 지분율	15.94%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	105,591원
주요 주주	C제일제당 외 2인 40.17%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	60,819	70,911	84,675	90,452
보고영업이익	2,284	2,392	2,885	3,285
핵심영업이익	2,284	2,392	2,885	3,285
EBITDA	3,734	3,767	4,307	4,751
세전이익	910	1,133	1,705	2,059
순이익	682	716	1,292	1,560
지배주주지분순이익	558	627	1,109	1,339
EPS(원)	2,446	2,747	4,861	5,870
증감률(%YoY)	21.4	12.3	76.9	20.7
PER(배)	73.2	65.2	36.8	30.5
PBR(배)	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.8	16.8	14.7	13.2
보고영업이익률(%)	3.8	3.4	3.4	3.6
핵심영업이익률(%)	3.8	3.4	3.4	3.6
ROE(%)	2.7	2.6	4.5	5.2
순부채비율(%)	59.7	58.5	54.0	48.6

## Price Trend



## CJ대한통운 (000120)

## 낮아진 기대감, 이익 증가 확인 이후 반등 기대



4분기 CJ대한통운은 636억원의 무난한 영업이익이 예상됩니다. 그러나 주가는 영업 이익과 무관하게 CJ건설 합병과 관련한 실망감이 높은 밸류에이션에 부담이 되면서 급락한 상황입니다. 단기적으로는 기대감 하락과 오버행 부담이 아쉽지만 늘어나는 택배 물량과 M&A 성과가 이익 증가로 연결되는 것이 확인된다면 다시 밸류에이션 프리미엄이 적용되며 본격적인 반등이 진행될 것으로 기대합니다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q 영업이익 636억원, 무난한 수준 기대

CJ대한통운은 지난 4Q IFRS 연결 기준 매출액 1조9,152원(YoY 기준 +17.3%)과 영업이익 636억원(+15.2%)이 예상됨. 해외 물류 기업 M&A 효과로 신규 법인이 추가되고 있고, 택배 물량도 지속적으로 늘어나며 높은 매출 성장률이 이어지고 있음. 영업이익 또한 지속적으로 늘어나고 있지만 영업이익률은 택배 물량 증가가 비용도 동시에 증가하는 상황이고, 신규 인수 기업들과의 본격적인 시너지 효과도 아직은 나타나지 못하고 있어 크게 개선되지 못하고 있는 것으로 추정함.

## &gt;&gt;&gt; 보유종인 자사주 활용의 아쉬움

CJ대한통운은 지난 해 CJ건설과의 합병을 결의했음. CJ건설은 지난 16년 매출액 6,419억원과 영업이익 122억원을 기록했고, CJ대한통운 실적에는 18년 2분기부터 반영될 예정임. CJ건설의 영업이익률은 CJ대한통운보다 다소 낮지만 CJ대한통운의 지난 해 매출액이 7조원 수준을 넘어선 만큼 영업이익률 하락 효과는 크지 않을 것임. 이번 합병 과정에서 자사주 529,398주가 사용되어 4,658,837주가 남아 있게 됨. 여전히 6천억원이 넘는 적지 않은 수준이지만 해외 물류 기업 인수에 활용될 것으로 기대했던 자사주가 계열 건설사 합병에 사용됐다는 점은 아쉬운 상황임.

## &gt;&gt;&gt; 밸류에이션 우려를 해소시킬 실적 확인 이후 반등 기대

CJ대한통운의 매출액은 지난 14년 4조 5천억원에서 17년 7조원을 상회할 정도로 성장한 반면 당기 순이익은 14년 595억원 이후 지난 해 700억원 초반으로 크게 늘어나지 못하고 있지만 성장이 이어지는 국내 택배시장에서 선도 업체로서의 지위와 보유종인 자사주 활용을 포함한 적극적인 해외 물류 기업 M&A 전략이 밸류에이션 프리미엄으로 작용해 왔음.

그러나 택배 물량 증가에도 불구하고 곤지암 자동화 터미널의 본격 가동 전까지는 수익성 개선이 쉽지 않고, 시장 기대와 다른 합병에 자사주가 활용됨에 따라 기대감과 함께 자사주 가치까지 하락하게 됐음. 따라서 곤지암 자동화 터미널 가동과 M&A 등을 통한 수익성 개선이 확인되기 전까지는 밸류에이션 프리미엄 적용이 쉽지 않을 것으로 전망됨에 따라 목표주가는 '190,000원'으로 하향하지만 택배 시장에서의 압도적인 M/S와 아직 남아 있는 투자 여력을 고려해 투자의견 'BUY'는 유지함.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	50,558	60,819	70,911	84,675	90,452
매출원가	45,065	54,108	63,330	75,910	80,949
매출총이익	5,493	6,711	7,581	8,765	9,503
판매비및일반관리비	3,626	4,427	5,189	5,879	6,217
영업이익(보고)	1,866	2,284	2,392	2,885	3,285
영업이익(핵심)	1,866	2,284	2,392	2,885	3,285
영업외손익	-1,063	-1,374	-1,259	-1,180	-1,227
이자수익	26	34	0	0	0
배당금수익	6	6	0	0	0
외환이익	223	255	0	0	0
이자비용	532	507	503	503	503
외환손실	247	317	0	0	0
관계기업지분법손익	292	3	-21	0	0
투자및기타자산처분손익	-70	-6	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	45	41	807	0	0
기타	-806	-882	-1,542	-677	-724
법인세차감전이익	803	910	1,133	1,705	2,059
법인세비용	171	228	417	413	498
유효법인세율 (%)	21.3%	25.1%	36.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	490	682	716	1,292	1,560
지배주주지분순이익(억원)	459	558	627	1,109	1,339
EBITDA	3,118	3,734	3,767	4,307	4,751
현금순이익(Cash Earnings)	1,741	2,132	2,091	2,714	3,026
수정당기순이익	510	656	104	1,292	1,560
증감율(% YoY)					
매출액	10.9	20.3	16.6	19.4	6.8
영업이익(보고)	11.7	22.4	4.7	20.6	13.9
영업이익(핵심)	11.7	22.4	4.7	20.6	13.9
EBITDA	7.3	19.8	0.9	14.3	10.3
지배주주지분 당기순이익	-19.8	21.4	12.3	76.9	20.7
EPS	-19.8	21.4	12.3	76.9	20.7
수정순이익	-20.4	28.8	-84.1	1,137.9	20.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,719	2,084	2,204	2,918	3,148
당기순이익	632	682	716	1,292	1,560
감가상각비	870	1,082	1,027	1,093	1,155
무형자산상각비	381	368	348	329	310
외환손익	20	-57	0	0	0
자산처분손익	86	29	0	0	0
지분법손익	-117	-3	21	0	0
영업활동자산부채 증감	-770	-738	98	204	122
기타	616	721	-6	0	0
투자활동현금흐름	-864	-7,055	-2,288	-2,401	-2,352
투자자산의 처분	-172	11	-109	-149	-63
유형자산의 처분	196	82	0	0	0
유형자산의 취득	-873	-2,332	-2,332	-2,332	-2,332
무형자산의 처분	-186	-76	0	0	0
기타	170	-4,740	153	81	42
재무활동현금흐름	-1,008	5,432	-40	-6	15
단기차입금의 증가	-16	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,207	3,551	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4	0	0	0
기타	216	1,885	-40	-6	15
현금및현금성자산의순증가	-151	386	-124	511	811
기초현금및현금성자산	1,152	1,001	1,387	1,263	1,774
기말현금및현금성자산	1,001	1,387	1,263	1,774	2,584
Gross Cash Flow	2,489	2,822	2,106	2,714	3,026
Op Free Cash Flow	892	16	954	1,481	1,745

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,393	15,111	16,009	17,842	19,172
현금및현금성자산	1,001	1,387	1,263	1,774	2,584
유동금융자산	322	217	253	303	323
매출채권및유동채권	10,886	13,241	14,182	15,395	15,869
재고자산	99	152	178	212	227
기타유동비금융자산	85	114	133	158	169
비유동자산	32,612	40,101	41,384	42,887	43,993
장기매출채권및기타비유동채권	2,225	2,534	2,955	3,528	3,769
투자자산	2,870	3,196	3,255	3,354	3,396
유형자산	17,726	20,365	21,670	22,910	24,086
무형자산	9,177	13,681	13,333	13,005	12,694
기타비유동자산	614	324	170	90	47
자산총계	45,005	55,212	57,392	60,729	63,165
유동부채	12,856	13,624	15,029	16,945	17,749
매입채무및기타유동채무	5,694	8,310	9,689	11,569	12,359
단기차입금	2,107	3,675	3,675	3,675	3,675
유동성장기차입금	4,991	1,481	1,481	1,481	1,481
기타유동부채	64	157	183	219	234
비유동부채	8,432	14,196	14,255	14,383	14,455
장기매입채무및비유동채무	595	596	695	830	887
사채및장기차입금	6,951	12,807	12,807	12,807	12,807
기타비유동부채	886	792	752	746	761
부채총계	21,288	27,819	29,283	31,328	32,204
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
주식발행초과금	21,954	21,954	21,954	21,954	21,954
이익잉여금	4,855	5,416	6,043	7,152	8,491
기타자본	-4,717	-5,050	-5,050	-5,050	-5,050
지배주주지분자본총계	23,233	23,461	24,088	25,197	26,536
비지배주주지분자본총계	484	3,932	4,021	4,204	4,426
자본총계	23,717	27,393	28,109	29,401	30,962
순차입금	12,726	16,360	16,448	15,888	15,057
총차입금	14,049	17,964	17,964	17,964	17,964

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,014	2,446	2,747	4,861	5,870
BPS	101,842	102,843	105,591	110,452	116,322
주당EBITDA	13,667	16,369	16,514	18,879	20,827
CFPS	7,633	9,345	9,167	11,897	13,266
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	94.8	73.2	65.2	36.8	30.5
PBR	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.0	17.8	16.8	14.7	13.2
PCFR	25.0	19.2	19.5	15.0	13.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.7	3.8	3.4	3.4	3.6
영업이익률(핵심)	3.7	3.8	3.4	3.4	3.6
EBITDA margin	6.2	6.1	5.3	5.1	5.3
순이익률	1.0	1.1	1.0	1.5	1.7
자기자본이익률(ROE)	2.1	2.7	2.6	4.5	5.2
투자자본이익률(ROIC)	4.9	5.4	5.3	6.3	7.0
안정성(%)					
부채비율	89.8	101.6	104.2	106.6	104.0
순차입금비율	53.7	59.7	58.5	54.0	48.6
이자보상배율(배)	3.5	4.5	4.8	5.7	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	5.0	5.2	5.7	5.8
재고자산회전율	516.7	483.6	429.4	434.1	412.0
매입채무회전율	9.6	8.7	7.9	8.0	7.6

## Compliance Notice

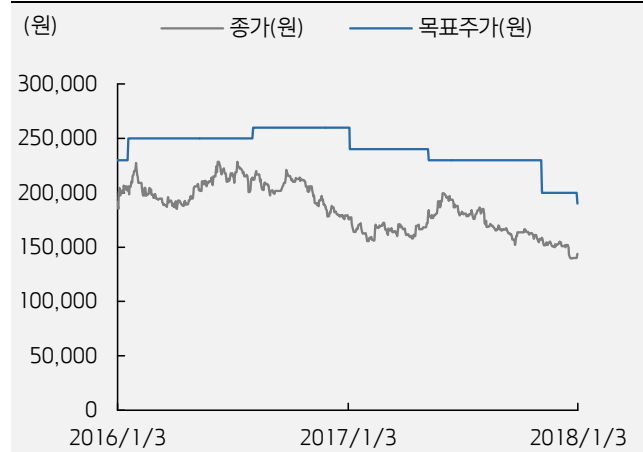
- 당사는 1월 2일 현재 'CJ대한통운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ대한통운 (000120)	2016/01/20	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-20.86	-9.00
	2016/05/09	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-18.12	-8.60
	2016/08/05	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-19.83	-15.00
	2016/10/14	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-19.74	-15.00
	2016/11/03	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-23.50	-15.00
	2017/01/09	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.79	-28.33
	2017/02/10	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.11	-23.33
	2017/05/12	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-19.50	-13.26
	2017/08/04	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-24.47	-13.26
	2017/11/09	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.40	-22.50
	2018/01/03	Buy(Maintain)	190,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%