



## BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(1/19): 204,000원

시가총액: 4조6,537억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/19)		1,889.64pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	211,000원	163,500원
등락률	-4.27%	23.55%
수익률	절대	상대
1M	9.5%	15.1%
6M	8.3%	19.7%
1Y	11.0%	11.6%

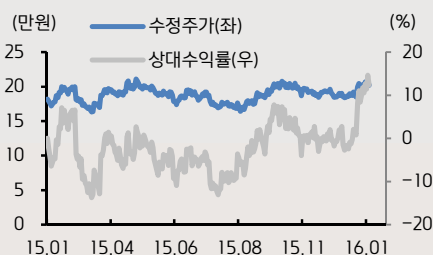
## Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	31천주
외국인 지분율	9.97%
배당수익률(15E)	0.00%
BPS(15E)	100,432원
주요 주주	CJ제일제당 외 1인
	40.16%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	45,601	50,503	55,177	60,382
보고영업이익	1,671	1,976	2,536	2,923
핵심영업이익	1,671	1,976	2,536	2,923
EBITDA	2,906	3,148	3,688	4,056
세전이익	865	897	1,598	1,897
순이익	595	555	1,212	1,438
지배주주지분순이익	573	523	1,178	1,398
EPS(원)	2,510	2,292	5,163	6,127
증감률(%YoY)	N/A	-8.7	125.3	18.7
PER(배)	78.1	85.5	38.0	32.0
PBR(배)	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	20.7	19.0	15.2	13.4
보고영업이익률(%)	3.7	3.9	4.6	4.8
핵심영업이익률(%)	3.7	3.9	4.6	4.8
ROE(%)	2.6	2.4	5.1	5.7
순부채비율(%)	60.6	53.4	41.4	31.6

## Price Trend



## CJ대한통운 (000120)

빠른 택배 M/S 상승, 수익성은 점진적 개선 전망



4분기 CJ대한통운은 536억 원의 다소 아쉬운 영업이익이 예상됩니다. 택배 부문은 M/S와 물량 성장률이 기대치를 상회했지만 아직 비용도 동반 상승하는 구조이고, 중량물 운송과 해운 상황 부진도 이어지고 있기 때문입니다. 하지만 예상보다 큰 폭의 택배 시장 성장에서 투자 여력이 충분한 CJ대한통운이 가장 큰 수혜자가 될 것이고, M&A도 꾸준히 추진하고 있어 추가 성장 여력이 높다고 판단됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q 영업이익 536억원, 외형과 비용이 동반 증가하는 구조

CJ대한통운은 지난 4Q IFRS 연결 기준 매출액 1조3,324억 원(YoY 기준 +8.2%)과 영업이익 536억 원(-9.5%)을 기록했을 전망이다. 영업이익이 시장 기대치를 소폭 하회하는 이유는 택배 물량 증가와 함께 비용도 동반 증가했기 때문이며 수익성이 높은 중량물 화물 물량 감소와 해운 상황 부진도 부정적으로 작용한 것으로 추정함. 영업 외적으로는 중단 사업으로 적자가 이어지던 부산항만 사업을 마침내 매각함에 따라 16년 1Q부터는 중단사업 손실은 없어지게 됐다.

## &gt;&gt;&gt; CJ대한통운의 M/S는 추가 상승이 무난할 전망

지난 15년 택배 시장은 외출을 꺼리게 만든 메르스 효과 외에 소셜 커머스가 상품군 다양화를 주도하며 크게 성장했고 CJ대한통운은 시장보다 더 크게 성장했음. 과거 택배 시장은 CJ대한통운, 현대, 한진과 같은 대형 빅3와 중소 택배사 간의 시장이 구분되어 있었으나 지난해에는 시장이 빠른 속도로 성장함에 따라 전국 네트워크를 보유한 CJ대한통운 점유율 상승으로 연결된 것으로 추정하고 있음. 금년에도 적극적인 투자 여력은 CJ대한통운이 경쟁사 대비 우월하다는 점에서 CJ대한통운의 M/S는 추가 상승 여력이 있다고 판단됨. 하지만 아직 택배는 자동화보다는 수작업으로 처리하는 경우가 더 많아 비용도 동반 상승하는 구조이기 때문에 물량 성장이 수익성 개선으로는 더디게 연결되고 있음.

## &gt;&gt;&gt; 단가 상승 여부는 결국 차별화가 가능할 지 여부

계속되는 M/S 상승과 달리 단가 인상은 쉽지 않을 전망이다. M/S는 높아지고 있지만 동일한 서비스를 제공하는 경쟁기업들이 여전히 남아 있는 상황에서 단가 인상은 물량 이탈로 연결될 가능성이 높기 때문임. 따라서 우리는 CJ대한통운이 경쟁기업들과 차별적인 서비스를 제공하기 이전까지는 단가 인상보다는 물량 증가에 따른 고정비 절감이 효율성 개선 요인이 될 것으로 전망함. 따라서 기대만큼의 급격한 수익성 개선은 쉽지 않겠지만 택배 물량이 빠르게 증가하고 있고, M&A를 통한 해외 성장 기대감이 여전히 남아 있다는 점에서 투자 의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 예상보다 큰 폭의 택배 시장 성장을 반영해 '250,000원'으로 상향 조정함.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	37,950	45,601	50,503	55,177	60,382
매출원가	34,975	40,815	45,059	49,027	53,626
매출총이익	2,975	4,786	5,444	6,149	6,756
판매비및일반관리비	2,334	3,115	3,468	3,613	3,833
영업이익(보고)	642	1,671	1,976	2,536	2,923
영업이익(핵심)	642	1,671	1,976	2,536	2,923
영업외손익	-1,097	-805	-1,079	-938	-1,027
이자수익	177	153	0	0	0
배당금수익	14	6	0	0	0
외환이익	146	189	0	0	0
이자비용	599	657	0	0	0
외환손실	184	150	0	0	0
관계기업지분손익	47	16	88	0	0
투자및기타자산처분손익	148	-49	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	19	-6	905	0	0
기타	-866	-307	-2,073	-938	-1,027
법인세차감전이익	-455	865	897	1,598	1,897
법인세비용	-304	141	220	387	459
유효법인세율 (%)	66.8%	16.3%	24.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	-601	595	555	1,212	1,438
지배주주지분순이익(억원)	-558	573	523	1,178	1,398
EBITDA	1,436	2,906	3,148	3,688	4,056
현금순이익(Cash Earnings)	194	1,830	1,726	2,363	2,570
수정당기순이익	-656	640	-132	1,212	1,438
증감율(% YoY)					
매출액	44.4	20.2	10.8	9.3	9.4
영업이익(보고)	-55.1	160.3	18.3	28.4	15.3
영업이익(핵심)	-55.1	160.3	18.3	28.4	15.3
EBITDA	-37.5	102.3	8.3	17.1	10.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-8.7	125.3	18.7
EPS	N/A	N/A	-8.7	125.3	18.7
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	18.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	-738	2,598	1,725	2,503	1,923
당기순이익	-601	595	555	1,212	1,438
감가상각비	664	862	823	825	826
무형자산상각비	131	373	349	327	306
외환손익	25	-36	0	0	0
자산처분손익	160	77	0	0	0
지분법손익	-44	-37	-88	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,596	290	92	140	-647
기타	523	475	-6	0	0
투자활동현금흐름	-1,273	-674	-999	-1,002	-1,017
투자자산의 처분	528	-291	-67	-64	-71
유형자산의 처분	769	189	0	0	0
유형자산의 취득	-2,440	-864	-864	-864	-864
무형자산의 처분	-88	-103	0	0	0
기타	-118	395	-68	-75	-82
재무활동현금흐름	1,614	-1,793	75	772	1,027
단기차입금의 증가	28	-50	-500	0	0
장기차입금의 증가	2,097	-1,527	0	0	0
자본의 증가	7	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-517	-219	575	772	1,027
현금및현금성자산의순증가	-503	138	801	2,272	1,933
기초현금및현금성자산	1,516	1,014	1,152	1,953	4,225
기말현금및현금성자산	1,014	1,152	1,953	4,225	6,159
Gross Cash Flow	858	2,308	1,632	2,363	2,570
Op Free Cash Flow	-3,117	1,957	1,898	2,350	1,838

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	13,297	12,645	13,419	15,966	19,007
현금및현금성자산	1,014	1,152	1,953	4,225	6,159
유동금융자산	243	312	346	378	413
매출채권및유동채권	10,129	10,085	9,903	10,032	10,979
재고자산	149	97	107	117	128
기타유동비금융자산	1,763	999	1,111	1,214	1,328
비유동자산	32,790	32,783	33,333	33,432	33,594
창기매출채권및기타비유동채권	2,330	2,368	3,030	3,311	3,623
투자자산	2,130	2,429	2,556	2,588	2,623
유형자산	18,165	17,932	17,973	18,012	18,049
무형자산	9,541	9,370	9,021	8,694	8,388
기타비유동자산	624	686	754	828	911
자산총계	46,087	45,429	46,753	49,399	52,601
유동부채	9,570	8,700	8,830	9,432	10,102
매입채무및기타유동채무	4,906	4,890	5,416	5,917	6,475
단기차입금	2,545	2,310	1,810	1,810	1,810
유동성장기차입금	1,141	523	523	523	523
기타유동부채	978	977	1,082	1,182	1,293
비유동부채	14,035	13,922	14,561	15,394	16,489
장기매입채무및비유동채무	513	596	660	721	789
사채및장기차입금	13,081	12,450	12,450	12,450	12,450
기타비유동부채	442	876	1,450	2,222	3,249
부채총계	23,605	22,622	23,391	24,826	26,591
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
주식발행초과금	22,081	22,081	22,081	22,081	22,081
이익잉여금	3,992	4,393	4,916	6,094	7,492
기타자본	-5,036	-5,227	-5,227	-5,227	-5,227
지배주주지분자본총계	22,179	22,388	22,911	24,089	25,487
비지배주주지분자본총계	304	418	450	484	524
자본총계	22,482	22,807	23,361	24,573	26,010
순차입금	15,511	13,819	12,485	10,180	8,211
총차입금	16,767	15,283	14,783	14,783	14,783

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

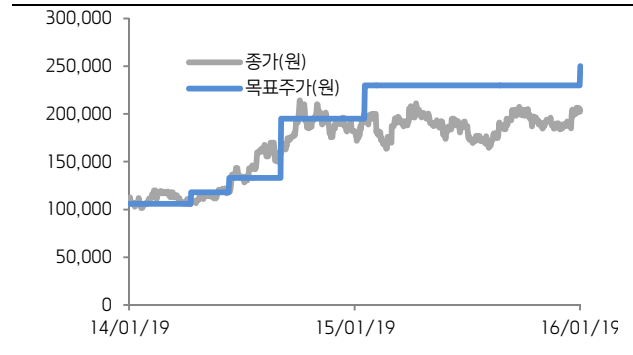
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-2,445	2,510	2,292	5,163	6,127
BPS	97,222	98,141	100,432	105,596	111,723
주당EBITDA	6,296	12,739	13,799	16,166	17,778
CFPS	850	8,021	7,568	10,358	11,266
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-40.9	78.1	85.5	38.0	32.0
PBR	1.0	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	27.9	20.7	19.0	15.2	13.4
PCFR	117.6	24.4	25.9	18.9	17.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	3.7	3.9	4.6	4.8
영업이익률(핵심)	1.7	3.7	3.9	4.6	4.8
EBITDA margin	3.8	6.4	6.2	6.7	6.7
순이익률	-1.6	1.3	1.1	2.2	2.4
자기자본이익률(ROE)	-2.6	2.6	2.4	5.1	5.7
투자자본이익률(ROIC)	0.7	4.5	4.9	6.4	7.4
안정성(%)					
부채비율	105.0	99.2	100.1	101.0	102.2
순차입금비율	69.0	60.6	53.4	41.4	31.6
이자보상배율(배)	1.1	2.5	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.5	5.1	5.5	5.7
재고자산회전율	267.2	372.0	495.9	492.7	493.1
매입채무회전율	9.2	9.3	9.8	9.7	9.7

- 당사는 1월 19일 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 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
CJ대한통운(000120)	2014/04/29	Outperform (Maintain)	118,000원
	2014/06/30	Outperform (Maintain)	133,000원
	2014/09/22	Buy(Upgrade)	195,000원
	2015/02/04	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/03/04	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/04/06	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/07/09	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/08/03	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/11/02	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/11/16	Buy(Maintain)	230,000원
	2016/01/20	Buy(Maintain)	250,000원

### 목표주가 추이



### 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%