



BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원

주가(02/09): 159,500원

시가총액: 3조 6,386억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|---------------|----------|------------|
| KOSPI (02/09) | | 2,065.88pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 228,500원 | 155,500원 |
| 등락률 | -30.20% | 2.57% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -7.0% | -7.8% |
| 6M | -26.7% | -27.5% |
| 1Y | -23.7% | -29.2% |

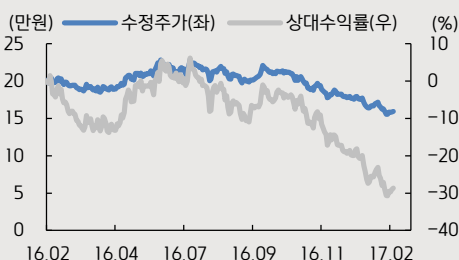
Company Data

| | |
|------------|------------|
| 발행주식수 | 22,812천주 |
| 일평균 거래량 | 43천주 |
| 외국인 지분율 | 14.73% |
| 배당수익률(16E) | 0.00% |
| BPS(16E) | 104,288원 |
| 주요 주주 | C제일제당 외 1인 |
| | 40.16% |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 50,558 | 60,819 | 66,988 | 70,795 |
| 보고영업이익 | 1,866 | 2,285 | 2,624 | 3,063 |
| 핵심영업이익 | 1,866 | 2,285 | 2,624 | 3,063 |
| EBITDA | 3,118 | 3,470 | 3,787 | 4,206 |
| 세전이익 | 803 | 910 | 1,448 | 1,850 |
| 순이익 | 490 | 682 | 1,098 | 1,402 |
| 지배주주지분순이익 | 459 | 558 | 812 | 1,037 |
| EPS(원) | 2,014 | 2,446 | 3,559 | 4,547 |
| 증감률(%YoY) | -19.8 | 21.5 | 45.5 | 27.7 |
| PER(배) | 94.8 | 78.1 | 53.7 | 42.0 |
| PBR(배) | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| EV/EBITDA(배) | 19.0 | 18.8 | 18.6 | 16.4 |
| 보고영업이익률(%) | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| 핵심영업이익률(%) | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| ROE(%) | 2.1 | 2.8 | 4.4 | 5.4 |
| 순부채비율(%) | 53.7 | 49.6 | 44.8 | 37.8 |

Price Trend



CJ대한통운 (000120)

택배 M/S 44.1%, 선제적 물량 확보 시기



CJ대한통운은 지난 4분기 영업이익 552억원으로 당사 기대치를 하회했지만 글로벌 부문 M&A 회사들의 매출 기여가 구체화되고 있는 것은 긍정적입니다. 16년 기준 택배 M/S는 44.1%에 달했지만 18년 6월 자동화 터미널 가동을 앞두고 선제적 물량 확보 차원이어서 비용도 늘어나고 있습니다. 따라서 택배 시장 고성장을 감안하면 자동화 터미널 가동과 함께 M/S와 수익성 모두 급반등이 기대됩니다.

>>> 4Q 영업이익 552억원, 다소 아쉬운 순이익

CJ대한통운은 지난 4Q IFRS 연결 기준 매출액 1조6,329억원(YoY 기준 +22.1%)과 영업이익 552억원(+29.6%), 순이익 129억원(-32.5%)을 발표했음. 매출은 해외 M&A 법인들의 매출이 본격적으로 인식되기 시작한 글로벌이 48.0%로 가장 크게 증가했고, 택배와 CL도 각각 14.6%와 14.8%씩 성장했음. 영업이익은 BDI지수 상승으로 해운 부문이 부진했고, 택배 부문도 단가 경쟁과 물동량 급증에 따른 비용 동반 증가로 매출 총이익률이 다소 하락했음. 영업외로는 M&A 수수료와 기타 비용 및 법인세 비용 등에 따라서 순이익 129억에 머물렀음.

>>> 높아지는 M/S가 이익으로 연결되는 시기는?

CJ대한통운은 지난 16년 택배 시장 M/S는 44.1%를 기록했고, 처리량 증가율은 20.5%로 시장 성장률 12.7%를 크게 상회했음. 하지만 시장의 관심은 이렇게 높아지는 M/S가 언제 이익 개선으로 연결될 수 있을 것인가에 집중되고 있음. 현재의 택배 처리 방식은 대부분 수작업으로 이루어지고 있어 물량이 늘어나는 만큼 인건비도 늘어나는 구조를 가지고 있음. 따라서 현재의 인원과 터미널 등 처리 능력을 고려해 물량 증가율을 조절하는 것이 수익에는 더 긍정적으로 작용할 수 있음.

하지만 CJ대한통운은 자동화 Sub터미널 운영을 시작했고, 내년 6월 메가 허브 자동화 터미널 가동을 준비하고 있음. 자동화 터미널을 가동하면 처리 가능 능력이 크게 개선될 예정이어서 CJ대한통운은 이에 대비해 선제적으로 물량을 확보하고 있음. 즉 지금은 물량 증가가 비용 증가로 연결되고 있지만 자동화 터미널이 가동되어도 충분한 물량이 없으면 수익 개선이 제한적이고, 물량 확보는 시간이 소요되기 때문에 물량을 선제적으로 확보하는 과정으로 해석됨. 따라서 자동화 설비가 충분한 물량과 함께 본격 가동된 이후 수익성과 M/S가 빠르게 개선될 전망이다.

>>> M&A 경험 축적으로 글로벌 부문 성장 지속

지난 16년 4분기 해외 매출 비중은 14.8%를 기록했음. 전분기 대비 높아지기는 했지만 CJ Rokin 인수 이후 높아진 해외 M&A 성과가 빠르게 CJ대한통운에 반영되지 못하고 있음. 지난 해 해외 M&A에 대한 적극성이 프리미엄 요인이었던 점을 고려하면 아쉬운 것이 사실임. 하지만 자사주를 비롯해 투자 여력이 충분하고 M&A 경험도 축적되고 있다는 점에서 향후 글로벌 부문의 성장은 지속될 것으로 기대함. 결국 시간은 소요되고 있지만 택배와 해외 사업 모두 긍정적 방향으로 진행되고 있다는 점에서 투자자의견 'BUY'와 목표주가 '240,000원'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 매출액 | 45,601 | 50,558 | 60,819 | 66,988 | 70,795 |
| 매출원가 | 40,815 | 45,065 | 54,111 | 59,660 | 62,866 |
| 매출총이익 | 4,786 | 5,493 | 6,709 | 7,329 | 7,929 |
| 판매비및일반관리비 | 3,115 | 3,626 | 4,424 | 4,705 | 4,866 |
| 영업이익(보고) | 1,671 | 1,866 | 2,285 | 2,624 | 3,063 |
| 영업이익(핵심) | 1,671 | 1,866 | 2,285 | 2,624 | 3,063 |
| 영업외손익 | -805 | -1,063 | -1,374 | -1,176 | -1,214 |
| 이자수익 | 153 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금수익 | 6 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 189 | 223 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 657 | 532 | 0 | 506 | 506 |
| 외환손실 | 150 | 247 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 16 | 292 | 33 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | -49 | -70 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -6 | 45 | 845 | 0 | 0 |
| 기타 | -307 | -806 | -2,253 | -670 | -708 |
| 법인세차감전이익 | 865 | 803 | 910 | 1,448 | 1,850 |
| 법인세비용 | 141 | 171 | 228 | 350 | 448 |
| 유효법인세율 (%) | 16.3% | 21.3% | 25.1% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | 595 | 490 | 682 | 1,098 | 1,402 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 573 | 459 | 558 | 812 | 1,037 |
| EBITDA | 2,906 | 3,118 | 3,470 | 3,787 | 4,206 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,830 | 1,741 | 1,867 | 2,261 | 2,545 |
| 수정당기순이익 | 640 | 510 | 41 | 1,098 | 1,402 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 20.2 | 10.9 | 20.3 | 10.1 | 5.7 |
| 영업이익(보고) | 160.3 | 11.7 | 22.4 | 14.8 | 16.8 |
| 영업이익(핵심) | 160.3 | 11.7 | 22.4 | 14.8 | 16.8 |
| EBITDA | 102.3 | 7.3 | 11.3 | 9.1 | 11.1 |
| 지배주주지분 당기순이익 | N/A | -19.8 | 21.5 | 45.5 | 27.7 |
| EPS | N/A | -19.8 | 21.5 | 45.5 | 27.7 |
| 수정순이익 | N/A | -20.4 | -91.9 | 2,552.4 | 27.7 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 2,598 | 1,719 | 1,484 | 1,522 | 2,089 |
| 당기순이익 | 724 | 632 | 682 | 1,098 | 1,402 |
| 감가상각비 | 862 | 870 | 829 | 831 | 833 |
| 무형자산상각비 | 373 | 381 | 356 | 332 | 309 |
| 외환손익 | -36 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 77 | 86 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -37 | -117 | -33 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | 290 | -743 | -344 | -739 | -456 |
| 기타 | 345 | 588 | -6 | 0 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | -674 | -864 | -939 | -894 | -870 |
| 투자자산의 처분 | -291 | 46 | -131 | -79 | -48 |
| 유형자산의 처분 | 189 | 196 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -864 | -873 | -873 | -873 | -873 |
| 무형자산의 처분 | -103 | -186 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 395 | -48 | 64 | 57 | 51 |
| 재무활동현금흐름 | -1,793 | -1,008 | 21 | 10 | 2 |
| 단기차입금의 증가 | -50 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | -1,527 | -1,207 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -219 | 216 | 21 | 10 | 2 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 138 | -151 | 565 | 638 | 1,221 |
| 기초현금및현금성자산 | 1,014 | 1,152 | 1,001 | 1,566 | 2,204 |
| 기말현금및현금성자산 | 1,152 | 1,001 | 1,566 | 2,204 | 3,424 |
| Gross Cash Flow | 2,308 | 2,462 | 1,828 | 2,261 | 2,545 |
| Op Free Cash Flow | 1,957 | 919 | 1,700 | 1,540 | 2,136 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 12,645 | 12,393 | 13,232 | 15,053 | 17,004 |
| 현금및현금성자산 | 1,152 | 1,001 | 1,566 | 2,204 | 3,424 |
| 유동금융자산 | 312 | 322 | 387 | 427 | 451 |
| 매출채권및유동채권 | 10,085 | 10,886 | 11,058 | 12,180 | 12,872 |
| 재고자산 | 97 | 99 | 119 | 131 | 139 |
| 기타유동비금융자산 | 999 | 85 | 102 | 112 | 119 |
| 비유동자산 | 32,783 | 32,612 | 33,765 | 33,826 | 33,758 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 2,368 | 2,225 | 3,649 | 4,019 | 4,248 |
| 투자자산 | 2,429 | 2,870 | 2,975 | 3,014 | 3,038 |
| 유형자산 | 17,932 | 17,726 | 17,769 | 17,811 | 17,850 |
| 무형자산 | 9,370 | 9,177 | 8,821 | 8,490 | 8,180 |
| 기타비유동자산 | 686 | 614 | 550 | 493 | 441 |
| 자산총계 | 45,429 | 45,005 | 46,997 | 48,880 | 50,762 |
| 유동부채 | 8,700 | 12,856 | 14,024 | 14,727 | 15,161 |
| 매입채무및기타유동채무 | 4,890 | 5,694 | 6,850 | 7,545 | 7,974 |
| 단기차입금 | 2,310 | 2,107 | 2,107 | 2,107 | 2,107 |
| 유동성장기차입금 | 523 | 4,991 | 4,991 | 4,991 | 4,991 |
| 기타유동부채 | 977 | 64 | 76 | 84 | 89 |
| 비유동부채 | 13,922 | 8,432 | 8,573 | 8,656 | 8,702 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 596 | 595 | 715 | 788 | 833 |
| 사채및장기차입금 | 12,450 | 6,951 | 6,951 | 6,951 | 6,951 |
| 기타비유동부채 | 876 | 886 | 907 | 917 | 919 |
| 부채총계 | 22,622 | 21,288 | 22,598 | 23,383 | 23,863 |
| 자본금 | 1,141 | 1,141 | 1,141 | 1,141 | 1,141 |
| 주식발행초과금 | 21,954 | 21,954 | 21,954 | 21,954 | 21,954 |
| 이익잉여금 | 4,393 | 4,855 | 5,413 | 6,225 | 7,262 |
| 기타자본 | -5,100 | -4,717 | -4,717 | -4,717 | -4,717 |
| 지배주주지분자본총계 | 22,388 | 23,233 | 23,791 | 24,603 | 25,640 |
| 비지배주주지분자본총계 | 418 | 484 | 609 | 894 | 1,259 |
| 자본총계 | 22,807 | 23,717 | 24,399 | 25,497 | 26,899 |
| 순차입금 | 13,819 | 12,726 | 12,096 | 11,419 | 10,174 |
| 총차입금 | 15,283 | 14,049 | 14,049 | 14,049 | 14,049 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

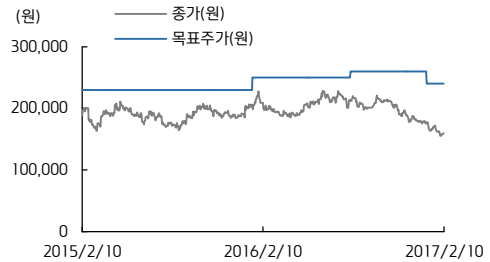
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,510 | 2,014 | 2,446 | 3,559 | 4,547 |
| BPS | 98,141 | 101,842 | 104,288 | 107,847 | 112,394 |
| 주당EBITDA | 12,739 | 13,667 | 15,210 | 16,599 | 18,438 |
| CFPS | 8,021 | 7,633 | 8,185 | 9,910 | 11,155 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 78.1 | 94.8 | 78.1 | 53.7 | 42.0 |
| PBR | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 19.0 | 18.8 | 18.6 | 16.4 |
| PCFR | 24.4 | 25.0 | 23.3 | 19.3 | 17.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| 영업이익률(핵심) | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| EBITDA margin | 6.4 | 6.2 | 5.7 | 5.7 | 5.9 |
| 순이익률 | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 2.0 |
| 자기자본이익률(ROE) | 2.6 | 2.1 | 2.8 | 4.4 | 5.4 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 4.5 | 4.9 | 5.8 | 6.6 | 7.6 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 99.2 | 89.8 | 92.6 | 91.7 | 88.7 |
| 순차입금비율 | 60.6 | 53.7 | 49.6 | 44.8 | 37.8 |
| 이자보상배율(배) | 2.5 | 3.5 | N/A | 5.2 | 6.1 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 4.5 | 4.8 | 5.5 | 5.8 | 5.7 |
| 재고자산회전율 | 372.0 | 516.7 | 557.5 | 535.1 | 524.5 |
| 매입채무회전율 | 9.3 | 9.6 | 9.7 | 9.3 | 9.1 |

- 당사는 02월 09일 현재 'CJ대한통운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|----------------|------------|---------------|----------|
| CJ대한통운(000120) | 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 |
| | 2016/05/09 | Buy(Maintain) | 250,000원 |
| | 2016/08/05 | Buy(Maintain) | 260,000원 |
| | 2016/10/14 | Buy(Maintain) | 260,000원 |
| | 2016/11/03 | Buy(Maintain) | 260,000원 |
| | 2017/01/09 | Buy(Maintain) | 240,000원 |
| | 2017/02/10 | Buy(Maintain) | 240,000원 |

목표주가 추이



투자의견 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 (2016/01/01~2016/12/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 175 | 95.15% |
| 중립 | 7 | 3.85% |
| 매도 | 0 | 0.00% |