

CJ대한통운 (000120)

이제 주가 상승 요인을 찾아볼 때

■ 4Q16 Preview: 과유불급(過猶不及)

동사의 4Q16 매출은 16,083억원(YoY +20.2%), 영업이익은 623억원(YoY +46.0%)을 기록하며 시장기대치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 영업이익이 시장기대치를 하회하는 이유는 동사의 택배물동량이 시장 성장률(YoY +11.5%)의 2배가량 빠르게 증가(YoY +21.0%)해 이를 처리하기 위한 비용이 발생했기 때문으로 추정한다.

동사의 택배물동량 성장률이 시장을 압도하면서 발생한 웃지 못 할 상황이다. 이러한 상황은 곧지암택배터미널이 완공되는 2018년 상반기까지는 택배물동량이 급증하면 언제든지 재발할 가능성이 있다는 판단이다.

글로벌사업부문과 CL사업부문은 안정적 성장을 시현했을 것으로 예상된다. 특히, 4Q16 기말 원/위안 환율 상승(QoQ +5.1%)은 CJ Rokin의 원화 기준 실적에 긍정적인 영향을 미쳤을 것으로 예상된다. 다만, 중국화물차 과적 규제가 지난해 9월 21일부터 시작되면서 이익률 개선은 잠시 둔화되었을 것으로 판단한다.

■ 이제 주가 상승 요인을 찾아볼 때

정부가 소형화물차 증차를 허용하고 대형 운송업체에 대한 M&A 기대감이 사라지면서 동사의 주가는 지난해 10월 이후 지속 하락해 PBR 밴드의 역사적 하단(PBR 1.2배)에 도달했다. 유통업체가 소형화물차로 자체배송을 하려면 운송인력을 정규직으로 고용해야 하기 때문에 정부의 소형차 증차 허용관련 시장의 우려는 과도하다는 판단이다. 당장의 주가 상승은 쉽지 않겠지만 이제는 주가 하락 요인보다 상승 요인을 찾아볼 시기라는 판단이다.

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	255,000원
종가(2017/01/13)	164,000원

Stock Indicator

자본금	114십억원
발행주식수	2,281만주
시가총액	3,741십억원
외국인지분율	14.5%
배당금(2015)	0원
EPS(2016E)	4,106원
BPS(2016E)	137,788원
ROE(2016E)	3.9%
52주 주가	164,000~228,500원
60일평균거래량	37,658주
60일평균거래대금	7.0십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	4,560	167	57	2,510	78.1	20.1	128,494	1.5	2.6	99.2
2015	5,056	187	46	2,014	94.8	18.0	131,810	1.4	2.0	89.8
2016E	6,057	235	94	4,106	39.9	14.3	137,788	1.2	3.9	93.7
2017E	6,829	285	133	5,840	28.1	12.4	146,011	1.1	5.3	93.4
2018E	7,460	344	175	7,687	21.3	10.6	156,624	1.0	6.6	88.4

자료 : CJ대한통운, 하이투자증권 리서치센터

<표1> CJ대한통운 4Q16 Preview

(단위: 억원)

	4Q15	3Q16	당사추정			컨센서스		
			4Q16	YoY	QoQ	4Q16	YoY	QoQ
매출액	13,378	14,903	16,083	20.2%	7.9%	15,877	18.7%	6.5%
영업이익	427	603	623	46.0%	3.3%	645	51.2%	7.0%

자료: Quantiwise, 하이투자증권

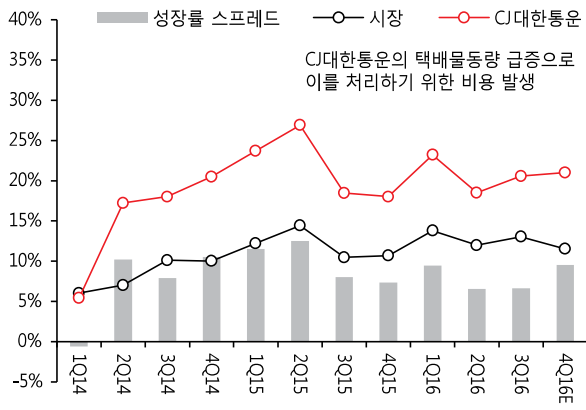
<표2> CJ대한통운 실적추이 및 전망

(단위: 억원,%)

구 분	2016				2017				2015	2016(E)	2017(E)
	1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)			
매출액	14,452	15,136	14,903	16,083	16,249	17,087	16,774	18,184	50,558	60,574	68,294
YoY	22.3%	19.5%	17.3%	20.2%	12.4%	12.9%	12.6%	13.1%	10.9%	19.8%	12.7%
CL	5,682	5,855	5,916	6,055	5,824	6,001	6,064	6,206	21,355	23,508	24,096
YoY	11.9%	8.1%	10.4%	10.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	5.9%	10.1%	2.5%
택배	4,231	4,467	4,468	5,226	4,926	5,258	5,211	6,146	15,566	18,392	21,540
YoY	19.2%	17.3%	18.2%	18.0%	16.4%	17.7%	16.6%	17.6%	19.7%	18.2%	17.1%
글로벌	4,539	4,814	4,519	4,801	5,499	5,828	5,500	5,831	13,637	18,673	22,658
YoY	42.5%	39.8%	26.8%	39.4%	21.1%	21.1%	21.7%	21.4%	9.6%	36.9%	21.3%
매출총이익	1,587	1,705	1,718	1,850	1,862	1,975	1,926	2,102	5,492	6,860	7,864
CL	701	690	723	733	711	714	740	745	2,670	2,847	2,909
택배	421	520	474	570	532	605	568	701	1,581	1,985	2,405
글로벌	465	495	521	547	619	656	618	656	1,241	2,028	2,550
매출총이익률	11.0%	11.3%	11.5%	11.5%	11.5%	11.6%	11.5%	11.6%	10.9%	11.3%	11.5%
CL	12.3%	11.8%	12.2%	12.1%	12.2%	11.9%	12.2%	12.0%	12.5%	12.1%	12.1%
택배	10.0%	11.6%	10.6%	10.9%	10.8%	11.5%	10.9%	11.4%	10.2%	10.8%	11.2%
글로벌	10.2%	10.3%	11.5%	11.4%	11.3%	11.3%	11.2%	11.3%	9.1%	10.9%	11.3%
영업이익	532	597	603	623	667	737	707	745	1,866	2,355	2,855
YoY	11.7%	33.6%	16.8%	46.0%	25.4%	23.4%	17.2%	19.6%	11.7%	26.2%	21.3%
영업이익률(%)	3.7%	3.9%	4.0%	3.9%	4.1%	4.3%	4.2%	4.1%	3.7%	3.9%	4.2%
택배물동량(백만BOX)											
시장	480.8	498.1	500.3	564.0	526.5	546.9	547.3	620.4	1,816.0	2,043.2	2,241.1
YoY	13.8%	12.0%	13.0%	11.5%	9.5%	9.8%	9.4%	10.0%	11.9%	12.5%	9.7%
CJ대한통운	209.2	224.3	220.4	255.1	248.5	269.4	262.3	306.1	750.6	909.0	1,086.3
YoY	23.2%	19.8%	20.6%	21.0%	18.8%	20.1%	19.0%	20.0%	21.6%	21.1%	19.5%
CJ대한통운 M/S	43.5%	45.0%	44.1%	45.2%	47.2%	49.3%	47.9%	49.3%	41.3%	44.5%	48.5%

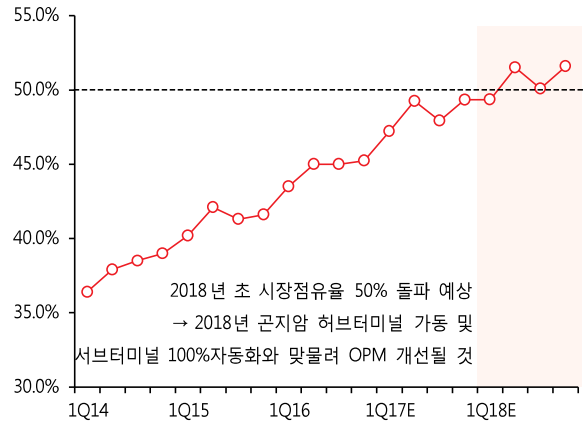
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림1> 전체시장 및 CJ대한통운 택배물동량 추이



자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림2> 택배시장점유율 추이 및 전망



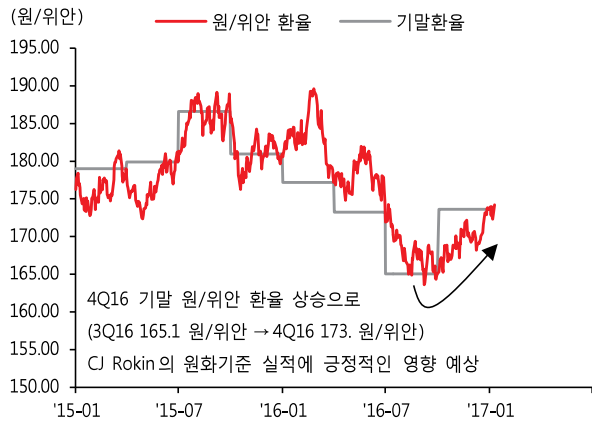
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림3> 중국 화물차 과적에 대한 신규정 2016.09.21부터 적용: 중국은 넓은 대륙이라 한 번에 많은 양을 실어 운송할수록 이익이 급격히 늘어나는 구조로 과적이 사회적 문제가 되어 왔음, 이번 규정은 지난 2004년 시행 이후 12년만에 개정되었음
→ 과적이 어렵게 됨에 따라 같은 양을 수송하기 위해서는 차량이 여러 번 운행해야 함



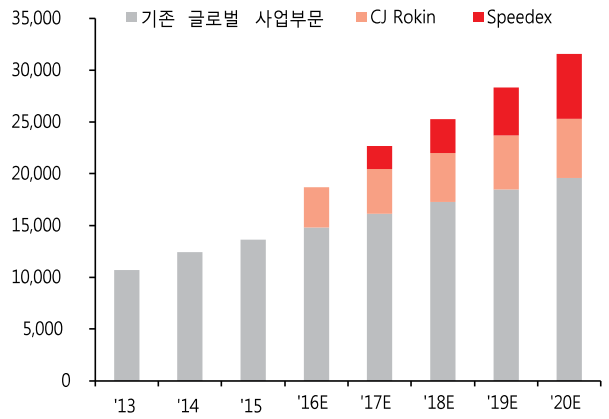
자료: 하이투자증권

<그림4> 원/위안 환율 추이



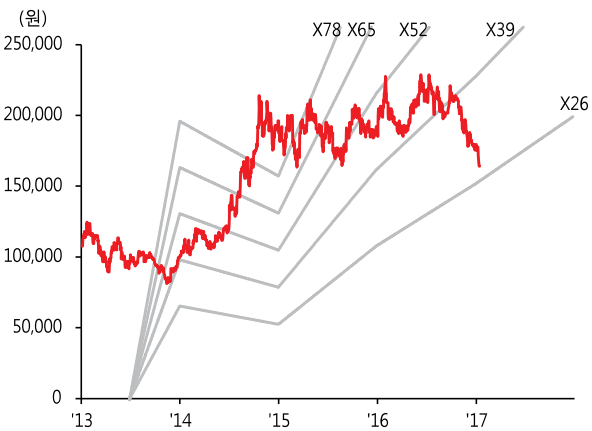
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림5> CJ대한통운 글로벌 사업부문 매출 추이 및 전망



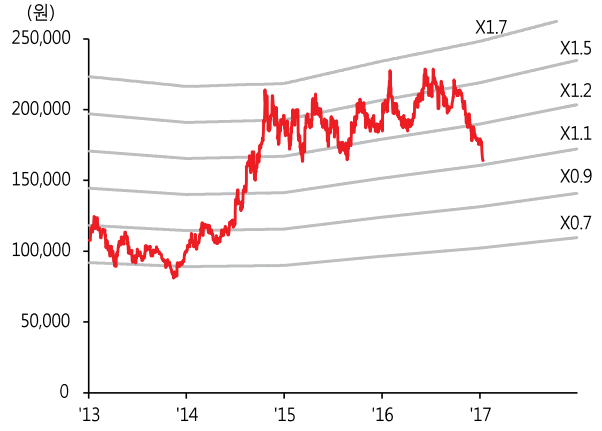
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림6> CJ대한통운 PER밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림7> CJ대한통운 PBR밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<표3> 글로벌 육상운송업체 밸류에이션 비교

		CJ대한통운	UPS	Fedex	C.H. ROBINSON	DEUTSCHE POST	KUEHNE & NAGEL	YAMATO OLDINGS
통화		KRW	USD	USD	USD	EUR	CHF	JPY
주가		164,000	114.2	187.0	73.4	31.7	134.7	2,398.5
시가총액		37,412	996.9	498.4	104	393	162	9,866
P/E	2015	40.4	19.6	17.4	20.5	14.7	22.8	23.7
	2016	24.6	18.5	15.5	19.9	14.2	21.2	22.0
	2017	19.6	17.0	13.8	18.5	13.3	19.9	20.7
P/B	2015	1.4	29.5	3.4	8.1	3.3	7.2	1.7
	2016	1.3	25.5	3.2	7.6	3.0	6.8	1.6
	2017	1.2	20.0	2.8	6.8	2.8	6.5	1.6
EV/EBITDA	2015	15.0	10.4	7.9	12.5	8.9	14.2	8.2
	2016	13.1	10.1	7.2	12.3	8.3	13.3	8.0
	2017	13.1	10.1	6.6	12.3	8.3	13.3	8.0
매출액	2015	50,558	584	504	135	592	167	14,630
	2016	66,985	639	601	139	586	208	15,081
	2017	73,244	667	629	147	617	217	15,484
영업이익	2015	1,866	77	31	9	24	9	667
	2016	2,356	83	54	8	35	9	700
	2017	2,791	85	59	9	37	10	745
순이익	2015	459	48	18	5	15	7	402
	2016	831	52	32	5	26	7	427
	2017	1,361	53	36	5	27	8	446
영업이익률(%)	2015	3.7%	13.1%	6.1%	6.4%	4.0%	5.1%	4.6%
	2016	3.5%	13.0%	9.0%	6.0%	5.9%	4.4%	4.6%
	2017	3.8%	12.8%	9.4%	5.8%	6.0%	4.5%	4.8%
순이익률(%)	2015	0.9%	8.3%	3.6%	3.8%	2.6%	4.0%	2.7%
	2016	1.2%	8.1%	5.3%	3.7%	4.5%	3.4%	2.8%
	2017	1.9%	8.0%	5.7%	3.5%	4.4%	3.5%	2.9%
ROE(%)	2015	2.8%	214.1%	12.5%	43.1%	26.9%	35.6%	7.6%
	2016	5.7%	198.7%	21.2%	39.6%	21.5%	33.2%	7.5%
	2017	6.5%	341.0%	20.9%	38.5%	20.6%	34.1%	7.8%

단위: 주가를 제외하고 억 단위
 자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원.%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,239	1,441	1,585	1,708	매출액	5,056	6,057	6,829	7,460
현금 및 현금성자산	100	104	108	111	증가율(%)	10.9	19.8	12.7	9.2
단기금융자산	32	42	36	37	매출원가	4,507	5,371	6,043	6,578
매출채권	934	1,119	1,261	1,378	매출총이익	549	686	786	883
채고자산	10	12	13	15	판매비와관리비	363	450	501	539
비유동자산	3,261	3,358	3,486	3,584	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1,773	1,889	2,034	2,146	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	918	880	844	811	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,500	4,799	5,071	5,292	영업이익	187	235	285	344
유동부채	1,286	1,408	1,461	1,512	증가율(%)	11.7	26.2	21.2	20.4
매입채무	391	468	528	577	영업이익률(%)	3.7	3.9	4.2	4.6
단기차입금	209	219	214	209	이자수익	3	3	3	3
유동성장기부채	499	527	518	518	이자비용	53	53	60	62
비유동부채	843	914	988	970	지분법이익(손실)	12	8	14	14
사채	379	499	619	549	기타영업외손익	-81	-61	-60	-60
장기차입금	312	263	217	269	세전계속사업이익	80	121	178	234
부채총계	2,129	2,322	2,449	2,483	법인세비용	17	27	44	58
지배주주지분	2,323	2,429	2,574	2,761	세전계속이익률(%)	1.6	2.0	2.6	3.1
자본금	114	114	114	114	당기순이익	49	94	133	175
자본잉여금	2,249	2,249	2,249	2,249	순이익률(%)	1.0	1.5	2.0	2.4
이익잉여금	485	579	712	888	지배주주귀속 순이익	46	94	133	175
기타자본항목	-511	-511	-511	-511	기타포괄이익	12	12	12	12
비지배주주지분	48	48	48	48	총포괄이익	61	105	145	187
자본총계	2,372	2,477	2,622	2,809	지배주주귀속총포괄이익	57	105	145	187

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	172	352	377	420	주당지표(원)				
당기순이익	49	94	133	175	EPS	2,014	4,106	5,840	7,687
유형자산감가상각비	87	84	95	108	BPS	131,810	137,788	146,011	156,624
무형자산상각비	38	38	35	33	CFPS	7,500	9,464	11,553	13,882
지분법관련손실(이익)	12	8	14	14	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-86	-185	-202	-190	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-68	-200	-240	-220	PER	94.8	39.9	28.1	21.3
무형자산의 처분(취득)	19	-	-	-	PBR	1.4	1.2	1.1	1.0
금융상품의 증감	-14	13	-2	4	PCR	25.5	17.3	14.2	11.8
재무활동 현금흐름	-101	89	40	-43	EV/EBITDA	18.0	14.3	12.4	10.6
단기금융부채의증감	439	38	-14	-5	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	71	74	-18	-140	ROE	2.0	3.9	5.3	6.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.2	5.9	6.1	6.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	89.8	93.7	93.4	88.4
현금및현금성자산의증감	-15	3	4	3	순부채비율	53.4	55.0	54.3	49.8
기초현금및현금성자산	115	100	104	108	매출채권회전율(x)	5.3	5.9	5.7	5.7
기말현금및현금성자산	100	104	108	111	재고자산회전율(x)	516.7	556.4	541.0	533.0

자료 : CJ대한통운, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2016-05-19	Buy	255,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-