

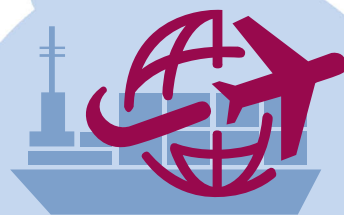
육운

Overweight
(Maintain)

2012. 9.24

차별화를 통한 도약이 시작된다!

지금까지 육운 산업은 업체간의 차별 요인이 없어 수익성 개선이 제한적이었고 업체도 난립해왔다. 하지만 현대글로비스와 CJ대한통운은 지속적인 투자의 결과로 가능해진 차별적인 서비스와 규모의 경제를 통해 운임 결정과 수익성 개선 측면에서 경쟁자들과의 격차를 확대시킬 것으로 기대한다. 특히 아직 시장 지배력을 가진 업체가 없어 점유율 확대와 함께 시장 대비 높은 성장이 예상되어 벨류에이션 프리미엄 적용이 타당하다고 판단된다.



운송

Analyst 조병희 02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com
이희재 3787-4704
heejae0403@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. INVESTMENT SUMMARY 3

- > 차별적인 서비스는 점유율 상승과 효율성 개선으로 연결 3

II. 택배 시장 4

- > 점유율이 상승하면
단가 상승이 가능한가? 4
- > 지속적인 투자를 통해
2위권 업체와의 격차 확대 5
- > 차별적 서비스를 통한
단가 조절 기대 7

III. 자산 확보가 중요한 산업 8

- > EBITDA를 통한 추가 투자 여력 8
- > 상대적으로 좁은 국토,
아직 낮은 M/S는 추가 성장의 기회 9

IV. VALUATION 10

- > 육운 업체는 업체별 특성이 있지만 10
- > 프리미엄 적용이 가능해진다 11

기업분석 13

- > 현대글로비스 (086280)
BUY(Maintain)/목표주가 310,000원
- > CJ대한통운(000120)
BUY(Upgrade)/목표주가 118,000원

차별화를 통한 도약이 시작된다!

>>> 차별적인 서비스 제공 시작

육운업이 항공과 해운에 비해 선두 업체의 시장 점유율이 낮은 이유는 업체만의 차별적인 서비스가 없어 화주들이 특정 대형 업체를 선호할 이유가 없었기 때문이다. 하지만 현대글로비스는 규모의 경제를 통해 가격 경쟁력을 확보했고, CJ대한통운은 지속적인 자산 확보를 통한 서비스 경쟁력 강화로 경쟁사 대비 차별화가 이루어질 것으로 기대한다.

>>> 추가 투자 여력도 우위

경쟁력에서 우위에 있기 위해서는 지속적인 투자가 필요한데 현대글로비스는 책 당 800억원을 상회하는 PCC선율을, CJ대한통운은 1천억원을 투자한 기존 허브 터미널에 이어 1,600억원을 추가 투입하고 있다. 두 기업의 지난 해 EBITDA는 각각 3,681억원과 1,415억원으로 경쟁 업체보다 많고 현대글로비스는 선박 금융으로, CJ대한통운은 영업과 무관한 자산 매각이 가능해 자금 부담이 제한적이다.

>>> Top picks: 현대글로비스, CJ대한통운

차별성 없는 서비스는 업체 난립으로 연결되며 가격 경쟁이 계속되어 왔다. 하지만 두 업체는 투자의 결과로 운임과 운송 속도를 비롯한 다양한 차별적 서비스를 제공할 수 있을 것이고 점유율 상승과 물량 증가를 통해 효율성도 개선될 것이다. 따라서 국내 육운 시장은 성장성과 수익성 측면에서 새로운 국면에 진입하며 추가적인 펀더멘탈 개선이 기대된다는 점에서 현대글로비스(투자 의견 BUY, 목표주가 310,000원)와 CJ대한통운(투자 의견 BUY, 목표주가 118,000원)을 Top picks로 제시한다.

- > 당사는 9월 21일 현재 상기에 언급된 종목들의 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.

I. Investment Summary

>>> 차별적인 서비스는 점유율 상승과 효율성 개선으로 연결

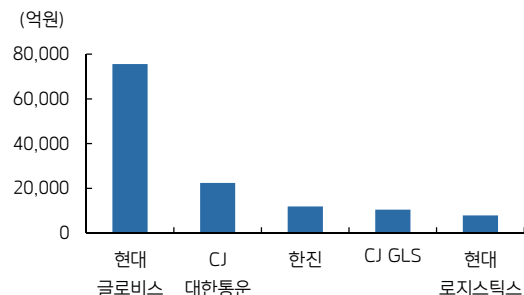
기존 업체들과 다른 서비스와 높은 추가 투자 여력으로 시장 지배력 강화 전망

국내 물류 업체는 유가와 환율과 같은 외부 변수의 등락에 상대적으로 변동성이 낮은 장점이 있지만 수익성 개선이 어렵고 성장성이 항공과 해운에 비해 제한적이라는 단점을 가지고 있었다. 이런 낮은 성장성은 주요 시장이 국내로 한정되어 있다는 점과 함께 업체가 난립되어 있어 시장 재편이 이루어지지 못하고 있기 때문이기도 하다. 업체가 난립되어 있다는 것은 대형 업체와 소형 업체간의 차이점이 없어 시장 진입이 쉽고 가격 경쟁이 계속된다는 뜻으로도 해석된다. 하지만 우리는 향후 현대글로벌비스와 CJ대한통운 등이 기존 업체들과 차별적인 서비스를 제공하며 규모의 경제를 통한 효율성과 시장 점유율을 확대해 추가적인 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

운송업의 차별성은 속도와 가격, 그리고 안정적 운송 등을 꼽을 수 있다. 즉 화주들은 자신들의 물건이 빠르게 배송되거나 저렴한 가격 제시 또는 목표 지점까지 안전하게 배송하는 업체 등 각각의 선호에 따라 결정하게 된다. 현대글로벌비스는 국내 최대 매출 규모를 바탕으로 해운과 항공 업체 등과의 운임 협상에 있어서 우위를 점할 수 있어 기존 모그룹 물량 외에 신규 화주들도 확대되고 있다. 여기에 PCC선과 중고차 경매장 등 시너지 효과가 높은 신규 사업 투자도 지속하고 있어 다각화된 매출 성장 이 예상된다. CJ대한통운은 높은 투자 여력이 강점이다. 이미 1조2천억원의 자산 규모에다 최근 2년간 평균 1,691억원의 투자를 집행하고 있어 경쟁업체와의 격차가 더욱 확대되고 있다. 특히 아직 선두권 업체의 시장 점유율이 낮아 M/S 확대를 통한 추가적인 성장과 물량 증가를 통한 L/F 상승으로 수익성 개선도 기대할 수 있다.

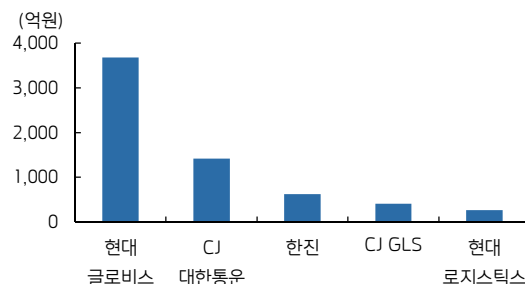
특히 벨류에이션 측면에서도 현대글로벌비스는 높은 PER이, CJ대한통운은 낮은 ROE가 부담 요인이었다. 하지만 현대글로벌비스는 내년부터 해외 100% 자회사의 실적이 IFRS 연결에 함께 반영되고, CJ대한통운은 토지와 건물 등의 유형자산 투자 비중을 축소하고 있어 두 회사 모두 벨류에이션 부담은 점진적으로 완화된 것이다. 육운 산업 특성상 사업구조와 수익성이 단기간에 크게 변하지는 않겠지만 물량 확대에 따른 규모의 경제 강화와 보유 자산을 통한 진입 장벽 구축을 통해 경쟁 기업들과의 격차가 확대되고 있다고 판단, Top Picks로 현대글로벌비스(투자의견 BUY, 목표주가 310,000원)와 CJ대한통운(투자의견 BUY, 목표주가 118,000원)을 제시한다.

주요 운송 기업 매출



자료: Dataguide, 주: 2011년 기준

주요 운송 기업 EBITDA



자료: Dataguide, 주: 2011년 기준

II. 택배 시장

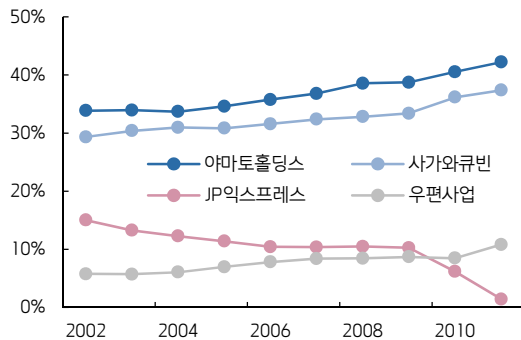
>>> 점유율이 상승하면 단가 상승이 가능한가?

일본 최대 야마토 운수의 M/S는 상승, 단가는 하락, 이익률은 유지

육운의 다양한 사업 가운데 최근 시장의 관심은 국내 택배 산업이 일본처럼 대형 업체 중심으로 재편되면서 업계1위인 CJ대한통운의 매출과 단가가 크게 상승할 수 있는지에 쏠려있다. 택배 사업이 CJ대한통운 매출에서 차지하는 비중은 12년 상반기 22%에 연간 택배 처리 박스가 2억5천건에 달해 단가가 100원만 상승해도 이익이 248억원 이상 증가할 수 있어 단가 인상에 대한 기대감이 높다. 따라서 일본 최대 택배 업체인 야마토 운수의 상황을 살펴볼 필요가 있겠다.

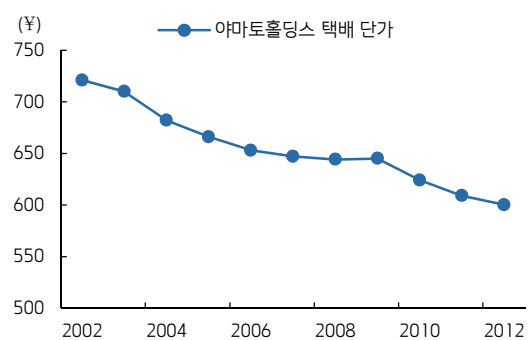
일본 택배 시장 최대 사업자인 야마토의 시장 M/S는 지난 02년 34%에서 11년 42%까지 상승했고 2위인 사가와 큐빈의 점유율도 37%까지 상승하며 양대 업체의 과점 체제를 형성하고 있다. 특히 02년에도 두 업체의 점유율이 63%로 높았지만 지난해 79%까지 추가 증가했다는 점에서 국내 택배 업체도 일본처럼 대형 업체 중심으로 재편될 것으로 기대할 수 있다. 하지만 특이한 점은 시장 점유율이 40%를 넘어섰음에도 야마토의 택배 단가가 지속적으로 하락하고 있다는 점과 그림에도 불구하고 이익률은 별다른 변화가 없다는 점이다. 따라서 CJ대한통운의 점유율 확대가 향후 단가 상승으로 연결되지 않을 가능성도 있다.

일본 택배시장 M/S



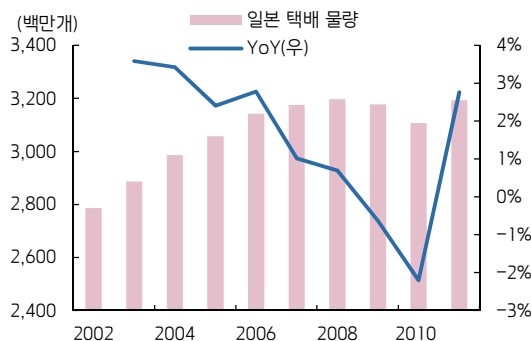
자료: 일본 국토교통성

야마토 홀딩스 택배 단가 추이



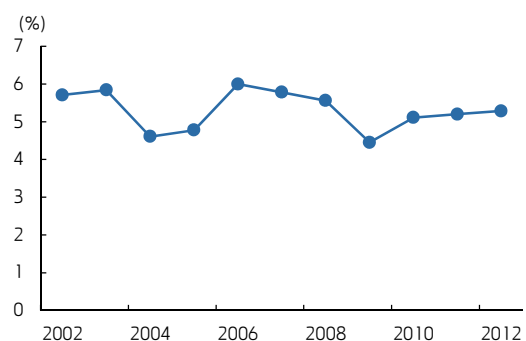
자료: 야마토홀딩스

일본 택배 시장 처리량과 YoY 증감율



자료: 일본 국토교통성

야마토 홀딩스 영업 이익률



자료: 야마토홀딩스

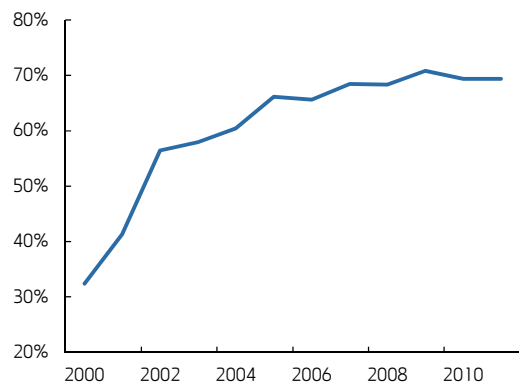
>>> 지속적인 투자를 통해 2위권 업체와의 격차 확대

물량이 증가하면 단가 인상 없이도 수익성 상승 가능

우리는 먼저 아마토가 M/S 확대에도 단가가 지속적으로 하락하는 이유는 택배 시장 성장이 정체된 가운데 2위 업체와의 경쟁이 여전히 심하기 때문으로 판단한다. 아마토의 M/S는 42%에 달하고 있지만 2위 업체인 사가와와 M/S도 동반 상승해 격차는 10년 전 5%와 큰 차이가 없다. 따라서 여전히 자유로운 가격 정책을 구사하기 어렵고 시장 규모도 커지지 않고 있어 점유율을 확대하기 위해서는 다른 업체의 물량을 빼앗아 와야 하기 때문에 가격 인상이 쉽지 않다고 판단한다.

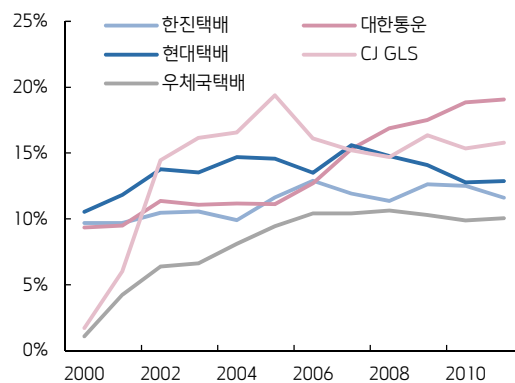
지난 해 국내 택배시장은 우체국까지 5개 업체 점유율이 69%를 차지하고 있다. 하지만 우리는 향후 합병 가능성을 제외하더라도 1위 CJ대한통운과 2위 CJ GLS의 점유율과 다른 업체들간의 점유율 확대가 발생할 것으로 전망하고 있다. 그 근거는 먼저 투자 여력이다. CJ대한통운이 보유하고 있는 매각 가능 자산은 자사주 5,423,419만주(9/21 종가 기준 4,979억원)와 금호 관련 주식(금호산업, 금호타이어, 9/21 기준 826억원)등 총 5,804억원에 달하고 있고 연간 창출하는 EBITDA도 상대적으로 크기 때문에 추가 투자가 가능하다. 또한 국내 택배 시장은 성장이 마무리된 일본 택배 시장과 달리 아직 성장을 이어가고 있어 점유율과 물량 확대가 동시에 무난하게 이루어 질 것이다.

국내 택배 빅5 M/S 추이



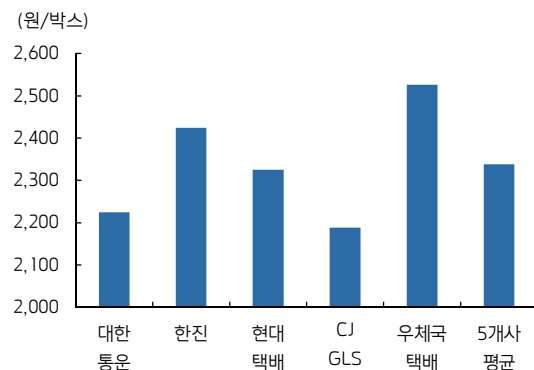
자료: 물류산업총람

국내 주요 택배 회사별 M/S 추이



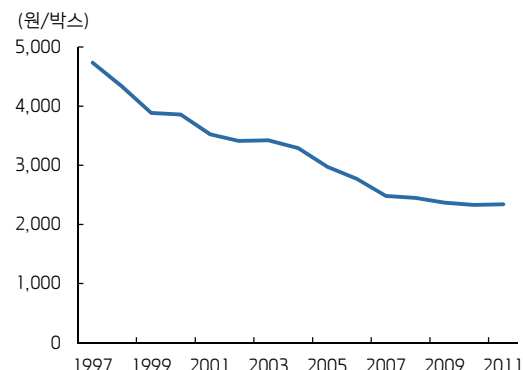
자료: 현대글로벌비즈

국내 주요 택배 기업 택배 단가



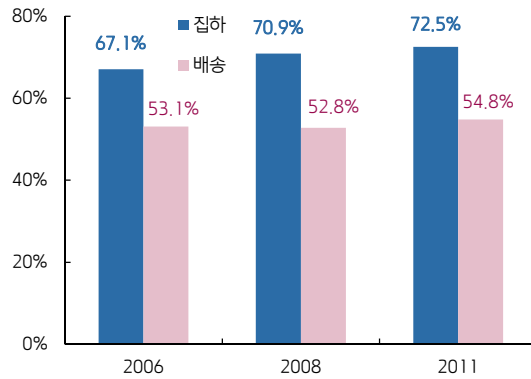
자료: 물류산업총람, 주 2011년 기준

국내 택배 빅5 평균 택배 단가 추이



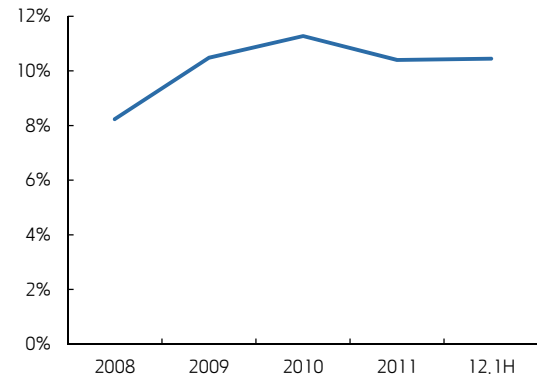
자료: 물류산업총람

CJ대한통운 택배 수도권 집중 현황



자료: CJ대한통운

CJ대한통운 택배 사업 매출 총이익률



자료: CJ대한통운

CJ대한통운 택배 관련 투자 내역

수도권 메가 허브 터미널	건설기간	2012.06~2013.12
	위치	경기도 광주 초월공단 인근
	규모	국내 최대 13.9만㎡(4.2만평)
	투자비	1,600억원(건물 700억, 부지 400억, 분류기 500억)
	기대효과	차별화된 서비스 제공으로 독보적 1위 유지 및 시장 지배력 강화 N/W 최적화 및 M/S 확대전략의 성공적 추진
가산동 터미널 (수도권 서브터미널)	운영개시	2009-09-15
	투자비	583억원
	매출액	150억원/년
	처리능력	2,000만BOX
	규모	택배작업장: 19,500㎡, 창고영업: 26,777㎡
문평동 허브 터미널	기대효과	수도권 서브터미널 및 행남분류 시설 구축 (행남분류시설 구축으로 년12억원 비용절감) 안정적인 수도권 택배인프라 확보 및 택배와 연계한 3PL 공동영업 접근 용이
	운영시기	2011년 하반기 본격가동
	투자비	1000억(건물 430억원, 부지 280억원, 분류기 290억원)
	규모	3.5만㎡(1.1만평) 국내 최대 규모
	필요성	택배시장 급성장에 따른 시설 포화 대비
	기대효과	자동화 및 Load Factor 향상으로 원가 절감, 1Hub 4Sub 택배 터미널 광역 네트워크 구축

자료: CJ대한통운

>>> 차별적 서비스를 통한 단가 조절 기대

차별적인 서비스를 제공하면 가격도 차별적으로 부과 가능

하지만 단순히 투자를 지속해서 시장 점유율을 상승시킨다고 해서 운임을 인상시킬 수 있는 것은 아니다. 서비스 운임은 경쟁 업체 대비 차별적인 서비스에 달려 있다. 일본 택배 회사인 야마토와 사가와와 비교할 때 가격이 거의 동일한 기본 택배 외에 추가적인 서비스를 제공하고 있고 이를 통해 추가적인 운임을 받고 있다. 반면 CJ대한통운도 여러 서비스가 있지만 소비자가 추가적으로 운임을 지급할 차별적 서비스가 아직은 없다. 하지만 위에서 언급한 것처럼 지속적인 투자를 통해 배송 기간 단축 등의 차별적 서비스를 제공할 수 있다면 운임 인상을 시도할 수 있을 것이다.

또한 운임을 인상하지 않더라도 수도권 허브 터미널과 자동화 설비를 통해 빠른 물량 처리와 비용 절감이 가능하다는 점도 긍정적이다. 자동화 설비를 도입하는데 수백억원의 자금이 필요하지만 처리 속도가 월등히 빨라 처리량을 늘릴 수 있고, 물량이 집중되어 있는 수도권 인근의 터미널은 집하와 배송을 더욱 빠르게 할 수 있을 것이다. 따라서 일본 야마토처럼 단가가 지속적으로 하락해도 물량 증가를 통해 이익을 유지도 가능해지는 것이다. 결국 동일한 서비스를 제공하면서 단순히 점유율 상승으로 가격을 인상시키는 것은 어렵겠지만 당일 배송 등의 서비스를 제공하면 가격을 차등 적용할 수 있을 것이다. 또는 동일한 가격을 제시하더라도 이는 물량 증가로 이어져 규모의 경제를 통한 비용 감소 효과를 기대할 수 있겠다.

야마토와 사가와 택배 서비스

	택배 크기	도착지					추가비용		
		Hokkaido	Tohoku	Kanto	Kansai	Kyushu	Cool	Time service	Express
야마토홀딩스	60	740	950	1160	1470	1790	210	300	400
	80	950	1160	1370	1680	2000	210	600	800
	100	1160	1370	1580	1890	2210	310	900	1200
	140	1580	1790	2000	2310	2630	610	1500	2000
	택배 크기	도착지					추가비용		
		Hokkaido	Tohoku	Kanto	Kansai	Kyushu	Cool	Just Time	
사가와	60	740	950	1160	1470	1790	160	850~1200	
	80	1000	1210	1420	1740	2050	160	1~2000	
	100	1260	1470	1680	2000	2310	270	1~4000	
	140	1530	1740	1950	2260	2580	320	2~6000	

자료: 각 사

주 1) 출발지는 후카이도

2) Cool은 냉동 서비스, Time Service와 Just Time은 배송 익일 도착 시간 지정 가능, 차이점은 Just Time이 항공 택배, Express는 익일 아침 도착

CJ대한통운 택배 서비스

서비스 종류	내용
기본 택배	동일권 지역에서 소형 택배비 6,000원
스키 택배	동절기 스키인들을 위한 스키용품 전문 배달 서비스 동일권 왕복 요금 30,000원, 부츠 포함 시 5,000원 추가
골프 택배	골프장비 전문 배달 서비스 내륙권 왕복 요금 32,000원
항공택배5서비스	아시아나항공 및 퀵서비스와 제휴해 국내 어느 곳이든 5시간 안에 화물을 전달하는 당일택배 서비스 서울~부산 출발지고객->도착지고객 65,000원

자료: CJ대한통운

III. 자산 확보가 중요한 산업

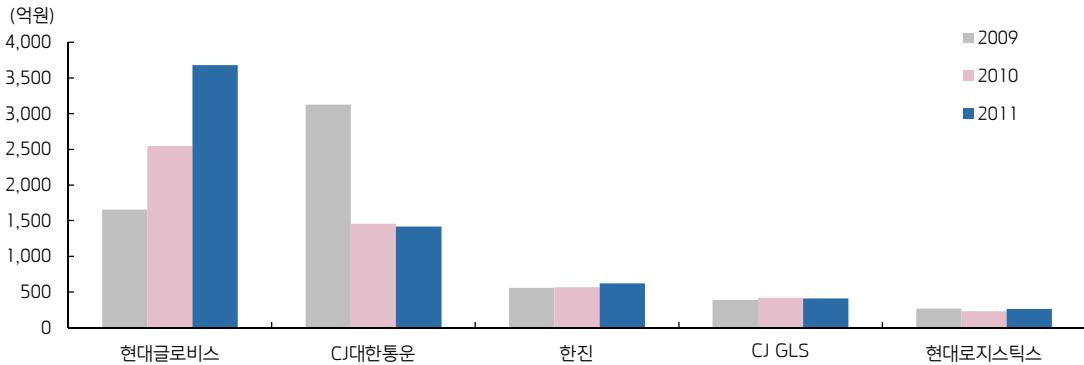
>>> EBITDA를 통한 추가 투자 여력

변동비보다 고정비 부담이 높아 적정 규모 달성 여부가 중요

운송업은 자산을 통해 수익을 내는 구조를 가지고 있다. 항공사는 항공기, 해운사는 선박, 육운 기업들은 창고 시설과 트럭 등의 운송 수단을 확보해야 한다. 임차도 물론 가능하지만 임차료 등의 추가 비용으로 인해 수익성이 낮을 수 밖에 없고 차입을 통해 자산을 확보한다면 금융 비용 부담이 발생하게 되어 경쟁력이 약화될 수 밖에 없다.

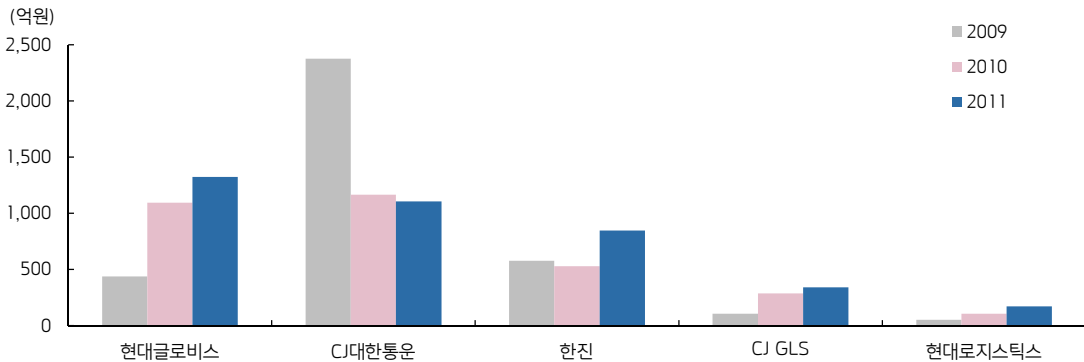
따라서 기업이 영업 활동을 통해 어느 정도의 현금을 창출하는지와 이런 자금으로 얼마나 투자가 이루어졌는지가 중요하다. 하단의 그래프를 살펴보면 지난 해 현대글로벌비스는 지난 2년간 평균 3,115억원, CJ대한통운은 1,435억원의 EBITDA를 창출, 경쟁사의 247억원~595억원을 크게 앞서고 있고 이를 활용한 투자 규모도 경쟁 기업들의 규모를 상회하고 있어 경쟁력 측면에서 더욱 강화되고 있다고 판단한다.

주요 물류 기업 지난 3년간 EBITDA



자료: Dataguide, 주: 09년 금호렌터카 매각 과정에서 일회성 효과가 발생했음

주요 물류 기업 지난 3년간 유형 자산 취득액



자료: Dataguide 주: 09년 금호렌터카 매각 과정에서 일회성 효과가 발생했음

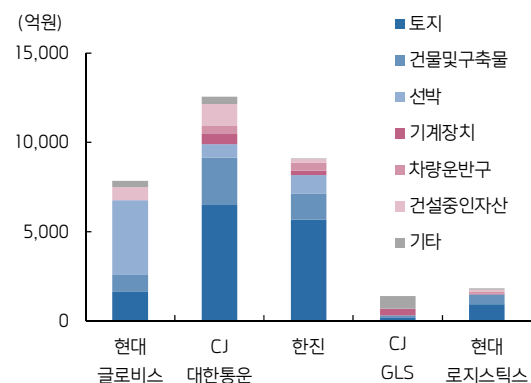
>>> 상대적으로 좁은 국토, 아직 낮은 M/S는 추가 성장의 기회

규모의 경제, PCC, 해외 네트워크, 지속적 투자 등 차별적인 메리트 보유

우리는 이들 기업들의 투자 여력이 높은 점이 긍정적이라고 판단하지만 이익 규모와 무관하게 투자가 지속되어야 하는 경우는 상황이 다를 것이다. 특히 수익의 싸이클이 높은 산업의 경우 이익이 감소하는 구간에서도 투자를 지속해야 함에 따른 자금 부담이 있을 수 있고, 최근의 컨테이너 산업처럼 경쟁을 유지하기 위해 선두 업체의 투자에 보조를 맞춰야 하는 경우는 특히 부담이 될 수 밖에 없다. 물류 기업의 해외 진출과 해외 업체의 국내 진출이 쉽지 않은 것은 현지에서도 자국에서 보유중인 자산을 동일하게 취득해야 현지 업체와 경쟁이 가능하기 때문이다. 또한 미국과 유럽 등 시장의 국토가 넓은 경우에도 투자 규모를 증가시켜 지속적인 유형 자산 취득이 필요하다면 부담이 될 수 있다.

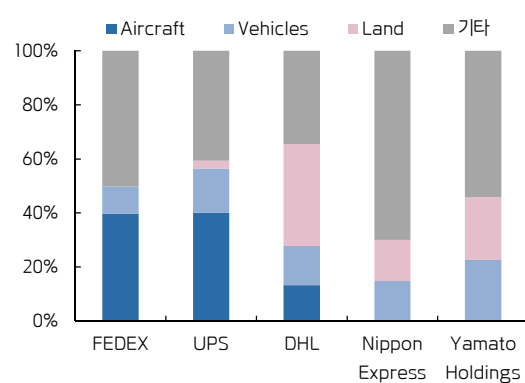
하지만 국내 물류 기업의 경우 상대적으로 국토 면적이 좁고 인구가 수도권에 집중되어 있기 때문에 대규모 유형 자산 투자가 지속적으로 이루어질 필요가 없다는 점은 긍정적이다. 한편으로는 후발 주자가 따라오기도 쉽다고 판단할 수 있겠지만 기존의 자산 규모가 진입 장벽 역할을 할 것이다. 따라서 추가 투자 여력과 기존 자산 규모를 감안할 때 현대글로벌비스와 CJ대한통운의 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 기대한다.

주요 물류 기업 유형 자산 규모



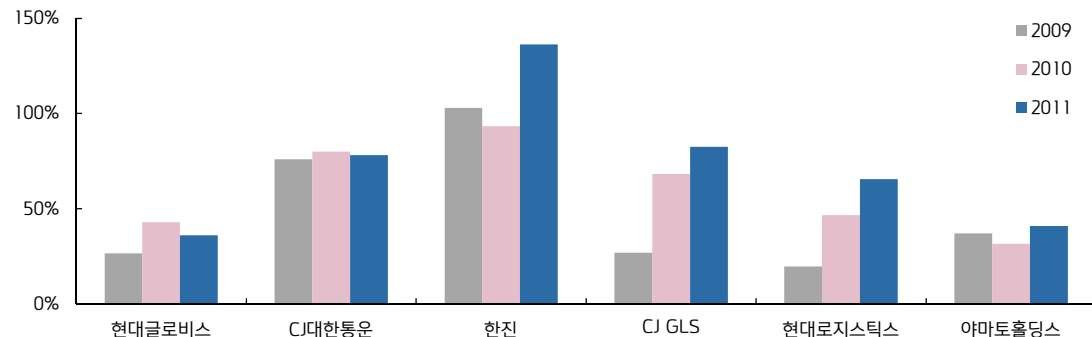
자료: Dart, 주: 12년 2분기말 기준

해외 주요 물류 기업 자산 구성



자료: 각 사
주: FEDEX는 12년 5월말, UPS와 DHL은 11년말, Nippon Express는 12년3월말, Yamato는 12년 6월말 기준

주요 물류 기업 EBITDA 대비 유형 자산 취득



자료: 각 사

IV. Valuation

>>> 육운 업체는 업체별 특성이 있지만..

자산 활용도와 추가 성장 여력이 벨류에이션 프리미엄 여부를 결정

국내 주식 시장에 상장되어 있는 육상 운송 업체는 항공, 해운과 달리 핵심 사업과 성장성 등이 모두 다르기 때문에 동일한 벨류에이션 방식을 적용해 비교하기가 쉽지 않다. 일반적으로 운송 업체는 PBR 개념으로 접근을 많이 하는데 매각할 수 없는 자산에 대해서는 일정한 할인이 불가피하기 때문에 PBR 1배 하회가 무조건적인 저평가가 아닐 수 있고 반대로 높은 PBR이 높은 ROE와 동반해서 이루어지고 있다면 고평가로 판단할 수 없을 것이다. 해외 업체들과 비교할 경우 국내 업체들은 현대글로비스를 제외하면 ROE가 낮은 편이고 이에 따라 PBR도 낮게 형성되고 있다. 일본 업체는 시장이 성숙해 추가적인 이익률 개선 여력과 성장성 측면의 부담이 낮은 벨류에이션으로 나타나고 있다.

주요 물류 자산, 매출액, 순이익, 벨류에이션, 부채비율 등 비교

		매출액	영업이익	순이익	EBITDA	PER	PBR	EPS	BPS	ROE(%)
현대글로비스	2010	58,340	2,725	2,331	2,549	21.0	5.0	7,083	30,283	27.3
	2011	75,478	3,396	3,022	3,681	23.8	5.0	8,058	38,123	23.6
	2012E	95,483	4,654	4,155	5,014	20.4	4.7	11,080	47,703	25.8
	2013E	108,021	5,569	4,906	5,931	17.2	3.8	13,141	59,243	24.6
CJ대한통운	2010	25,546	1,557	679	2,663	31.4	1.1	3,003	83,790	3.5
	2011	25,878	1,228	810	1,993	31.4	0.8	3,703	96,993	3.6
	2012E	28,487	1,672	991	2,230	19.6	0.9	4,672	101,666	4.3
	2013E	32,344	1,930	1,261	2,534	16.6	0.9	5,528	107,193	5.2
한진	2010	10,847	281	352	568	11.7	0.6	2,936	78,213	5.1
	2011	11,919	304	-185	621	-14.0	0.3	-1,542	63,821	-2.2
	2012E	12,563	383	93	732	26.6	0.3	773	67,166	1.2
	2013E	13,706	429	100	773	24.7	0.3	832	69,316	1.2
CJ GLS	2010	9,215	308	162	421					8.8
	2011	10,462	282	196	413					4.6
현대로지스틱스	2010	7,084	127	225	230					15.1
	2011	7,862	157	-924	263					-43.8
페덱스	2011	39,304	2,467	1,452	4,440	19.1	2.0	4.6	48.0	10.0
	2012	42,680	3,320	2,032	5,433	13.5	1.9	6.4	46.5	13.6
	2013E	44,056	3,334	2,041	5,650	13.1	1.6	6.4	53.4	12.9
	2014E	46,553	4,011	2,454	6,456	11.0	1.4	7.7	60.3	14.7
UPS	2010	49,545	5,641	3,338	7,433	21.3	9.0	3.4	8.1	42.8
	2011	53,105	6,080	3,804	7,862	16.8	10.0	3.9	7.3	50.7
	2012E	54,438	7,119	4,425	8,961	15.9	8.4	4.6	8.7	60.5
	2013E	58,709	7,964	4,950	9,923	14.0	7.2	5.2	10.2	59.3
도이치 우체국	2010	68,295	2,917	3,371	4,637	6.0	1.5	2.8	11.6	27.2
	2011	73,560	3,332	1,619	5,106	12.4	1.3	1.3	11.8	10.8
	2012E	72,376	3,402	2,037	5,136	12.4	1.6	1.6	12.2	13.6
	2013E	75,361	3,649	2,153	5,400	11.3	1.6	1.8	12.6	14.2
일본통운	2011	18,923	370	100	984	38.9	0.7	0.1	5.4	1.8
	2012	20,633	475	342	1,089	12.5	0.7	0.3	5.6	5.7
	2013E	21,005	527	360	1,187	11.1	0.6	0.4	6.2	5.7
	2014E	21,273	556	375	1,229	10.7	0.6	0.4	6.4	5.7
아마토홀딩스	2011	14,469	753	389	1,216	17.6	1.1	0.9	14.2	6.5
	2012	15,979	845	251	1,335	27.8	1.1	0.6	14.5	3.8
	2013E	16,780	899	501	1,437	14.2	1.0	1.2	16.2	7.3
	2014E	17,303	963	539	1,561	13.1	1.0	1.2	17.1	7.6

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 1) 국내 기업 단위는 억원/원/배/%, 해외 기업은 m\$/\$/배/%, 2) 회계연도 기준 날짜는 페덱스 5/31, 일본통운과 아마토 홀딩스 3/31, 그 외 12/31

>>> 프리미엄 적용이 가능해진다

ROE 개선과 해외 법인 실적 적용으로 밸류에이션 부담 완화

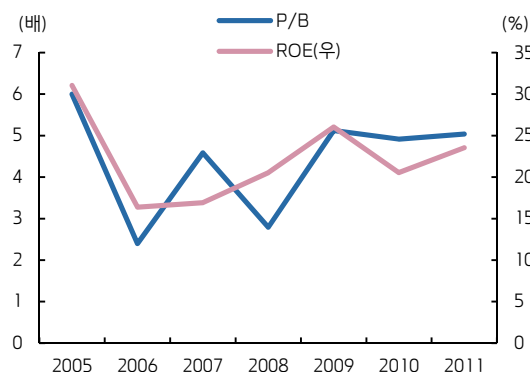
운송업체가 PBR 1배 이상을 적용 받기 위해서는 자산이 이익을 창출하는 것은 물론이고 경쟁 업체들과 차별적인 이익을 창출하거나 영업과 무관하지만 매각이 어려운 자산 규모는 크지 않아야 한다고 판단한다. CJ대한통운은 영업과 무관하지만 매각이 가능한 자산 규모가 5,804억원에 달해 추가 차입 없이 투자에 나설 수 있고 향후 해외 포워딩 업체 등의 인수를 통한 외형 성장으로 CJ대한통운의 가장 큰 단점인 낮은 ROE가 개선되며 PBR 프리미엄 적용이 가능할 것으로 예상된다. 현대글로벌비스는 아직 IFRS 별도 기준 실적을 발표하고 있지만 지난 해 별도 순이익 대비 19% 추가 증가 효과가 나타났던 해외 법인들의 실적이 13년부터는 정상적으로 반영된다는 점에서 지속적으로 작용하던 밸류에이션 부담도 크게 완화될 것으로 기대한다.

CJ대한통운 연간 PBR과 ROE



자료: Datagude

현대글로벌비스 PBR 과 ROE



자료: Datagude

주요 물류 기업 PBR과 ROE 차트



자료: Bloomberg, 키움증권



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

현대글로비스
(086280)

BUY(Maintain)/목표주가 310,000원
성장성과 수익성 모두 추가 개선

CJ대한통운
(000120)

BUY(Upgrade)/목표주가 118,000원
규모의 경제와 서비스 차별화



BUY(Maintain)

주가(9/21) 228,000원

목표주가 310,000원

현대글로비스의 프리미엄 요인은 단순히 높은 매출 성장률이 아니라 안정적이고 높은 수익성에도 기반하고 있다. 현대/기아차의 해외 공장 증설이 일단락 되고 있어 CKD 부문 성장성은 다소 둔화될 가능성은 있지만 국내 물류와 PCC 사업, 그리고 3자 물류 등의 성장을 통해 수익성은 더 높아질 것이며 IFRS 연결 실적이 발표되는 내년에는 벨류에이션 부담 완화도 예상된다. 따라서 목표주가 310,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (9/21)		2,002.37pt	
시가총액		85,500억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	241,000원	168,000원	
최고/최저가 대비 등락	-5.39%	35.71%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.5%	3.4%
	6M	12.3%	13.7%
	1Y	18.4%	9.7%

Company Data

발행주식수	37,500천주
일평균 거래량(3M)	106천주
외국인 지분율	26.15%
배당수익률(12.E)	0.71%
BPS(12.E)	47.703원
주요 주주	정의선 외 5인
	67.76%

Price Trend



성장성과 수익성 모두 추가 개선

>>> 추가 성장 동력에 대한 의문 있지만..

현대글로비스는 시장은 물론이고 동종 업체 대비로도 PER, PBR 등 밸류에이션 지표들이 높게 거래되어 왔다. 하지만 현대/기아차의 해외 공장 증설이 일단락됨에 따라 밸류에이션 프리미엄 추가 적용이 가능에 대한 의문이 제기되고 있다.

>>> 성장성과 수익성 개선 여력 충분

현대글로비스 매출의 50% 수준을 차지하는 CKD 사업의 성장률은 브라질 공장 이후 신규 공장 가동이 없어 둔화 가능성이 있는 것이 사실이다. 반면 계속 확충하고 있는 PCC를 활용한 매출은 추가적인 현대기아차 비중 확대에 따른 성장은 기본이고 일반 물류 업체들이 진출하기 어려운 시장이어서 3자 물류도 크게 성장할 가능성이 높다. 또한 11개의 해외 법인을 활용한 트레이딩 사업과 현지 물류를 통한 추가 성장 가능성도 충분하다. 특히 CKD 매출 비중이 점진적으로 하락할 것으로 예상된다. 이는 전체 영업이익률 개선으로 연결될 것이다.

>>> 13년부터 IFRS 연결 기준 실적 발표

현대글로비스는 금년까지는 IFRS 별도 기준 실적을 발표하고 있어 100% 지분을 보유한 해외 11개 법인의 가치는 배당금외에는 반영되지 않고 있다. 또한 해외 법인과 국내 법인간의 내부 거래 규모가 크지 않아 해외 법인의 매출과 이익 대부분이 13년부터는 실적에 반영되며 높은 PER에 대한 논란도 해소될 것이다. 따라서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '310,000원'을 유지한다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	58,340	75,478	95,483	108,021	121,641
보고영업이익(억원)	2,271	3,396	4,654	5,569	6,498
핵심영업이익(억원)	2,269	3,345	4,697	5,569	6,498
EBITDA(억원)	2,549	3,681	5,014	5,931	6,902
세전이익(억원)	3,228	3,741	5,142	6,099	7,123
순이익(억원)	2,656	3,022	4,155	4,928	5,755
EPS(원)	7,083	8,058	11,080	13,141	15,347
증감율(%YoY)	40.0	29.6	37.5	18.6	16.8
PER(배)	21.0	23.8	20.4	17.2	14.7
PBR(배)	5.0	5.0	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA(배)	20.8	20.1	17.3	14.3	12.0
영업이익률(%)	3.9	4.5	4.9	5.2	5.3
ROE(%)	27.3	23.6	25.8	24.6	23.2
순부채비율(%)	-24.8	13.9	10.0	1.2	-7.0

PCC 확충과 3자 물류로 수익성 추가 개선

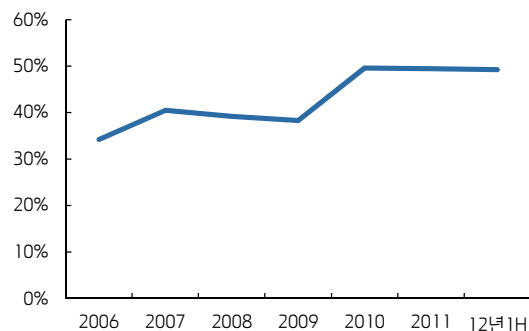
>>> CKD 매출 비중 점진적 축소와 물류 사업 비중 확대

계속되는 투자를 통해 새로운 시장 진출

현대글로비스는 상장 이후 밸류에이션 측면에서 시장 대비 프리미엄 거래가 이루어져왔다. 하지만 현대/기아차의 해외 공장 신규 착공에 따른 CKD 사업 성장률이 둔화될 가능성이 높아짐에 따라 추가 성장에 대한 의문이 나타나고 있다. 높은 성장에 대해서 프리미엄을 적용해왔기 때문에 추가 성장 기대감이 낮아진다면 프리미엄 적용도 해소될 가능성이 있지만 우리는 현대글로비스의 추가 성장 여력이 아직 남아있고 안정적 이익률은 추가 개선이 가능하다는 점에서 지속적인 프리미엄 거래를 예상하고 있다.

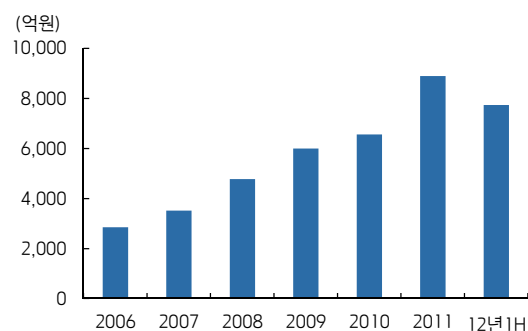
현대글로비스의 여러 사업 가운데 CKD 사업은 매출 비중이 50% 수준에 달하며 성장 엔진 역할을 해왔지만 매출 원가 외에 판관비 부문에서 운송비가 추가 발생하고 있어 수익성은 가장 낮은 사업이다. 반면 국내 생산된 자동차의 해외 수출은 아직 40%만 수행하고 있어 추가 성장 여력이 크고 CKD 사업 등을 통해 성장한 규모는 운송 업체와의 가격 협상력으로 연결되고 있어 3자 물류도 확대되고 있다. 3자 물류도 기본적인 물류 사업인 만큼 수익성이 CKD 사업 대비 월등히 높다.

현대글로비스 CKD 매출 비중 추이



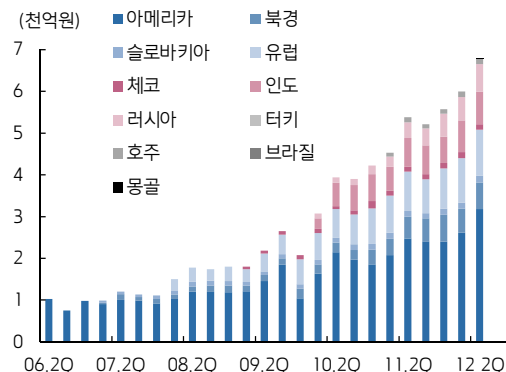
자료: Dart

현대글로비스 3자 물류 매출 추이



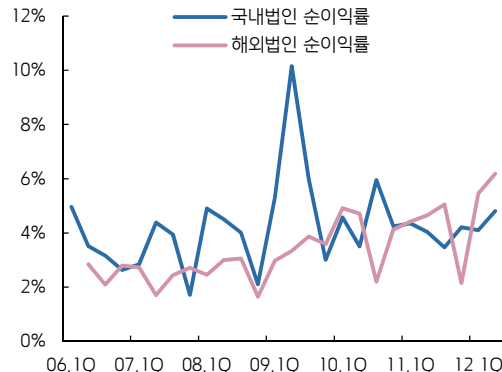
자료: 현대글로비스

현대글로비스 해외 법인 매출액 추이



자료: 현대글로비스

현대글로비스 국내 법인과 해외 법인 순이익률



자료: 현대글로비스

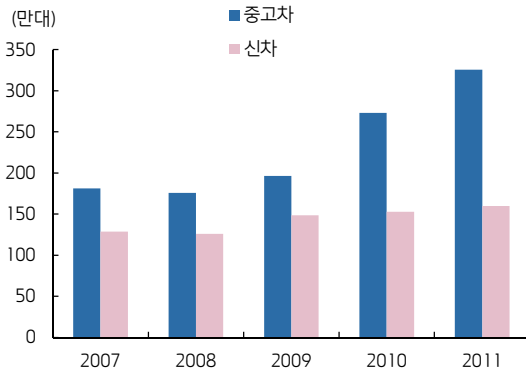
>>> 중고차 시장 성장과 해외 자동차 수입 증가로 사업 다각화

중고차 시장 활성화와 함께 수입 자동차 증가로 수익률은 추가 개선

또한 국내 중고차 시장 활성화와 함께 중고차 수출, 그리고 국가간의 FTA체결에 따른 가격 인하 등으로 신차 수입이 증가하고 있다는 점도 긍정적이다. 현대글로비스는 11년 2,041억원의 매출로 아직 매출 비중이 높지는 않지만 지난 7월 제3 경매장을 추가 시작해 매출 증가가 기대된다. 중고차 시장은 신차 시장에 비해 높은 성장을 이어가고 있고 해외 수출도 많아지고 있어 추가 성장이 가능할 것이다.

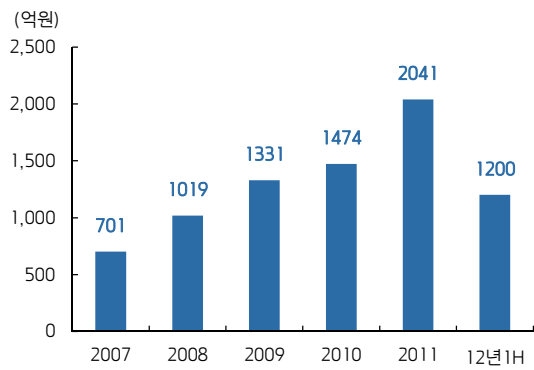
자동차 수입량 증가는 PCC부문의 호재로 작용하고 있다. 현대글로비스의 PCC사업은 아직 국내 생산 자동차를 해외로 수출하는 것이 주요 사업이지만 수입 차량 증가와 특히 과거에 비해 자동차 메이커들의 생산 공장이 다각화됨에 따라 PCC의 활용성은 더욱 높아질 것이어서 수익 증가도 예상할 수 있다. 또한 PCC사업은 컨테이너선과 벌크선과 달리 시장 참여자가 제한적인 시장으로 과잉 경쟁에 따른 운임 하락 및 선대 확보 경쟁 가능성도 낮다. 결국 기존 사업에 비해 수익성이 높고 진입장벽이 높은 사업이 확대되고 있는 것으로 해석할 수 있어 향후 안정성은 더욱 높아질 것이다.

신차 거래 대수와 중고차 거래 대수



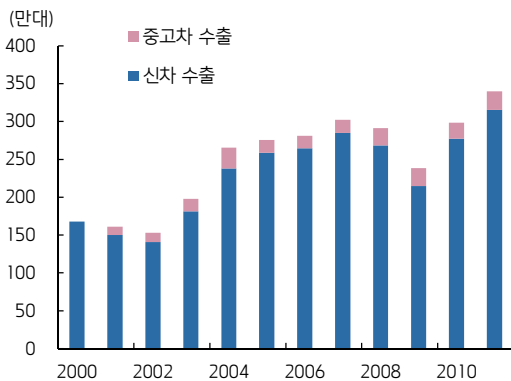
자료: 국토해양부

현대글로비스 중고차 경매시장 매출



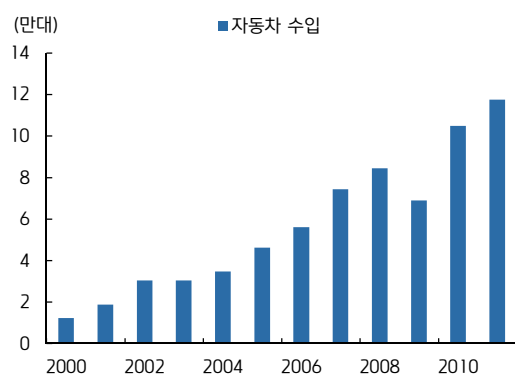
자료: 현대글로비스

연도별 자동차 수출



자료: Bloomberg, 국토해양부

연도별 자동차 수입



자료: Bloomberg

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	58,340	75,478	95,483	108,021	121,641
매출원가	53,538	69,162	87,528	98,806	111,286
매출총이익	4,802	6,316	7,955	9,216	10,355
판매비및일반관리비	2,533	2,971	3,258	3,646	3,857
영업이익(보고)	2,271	3,396	4,654	5,569	6,498
영업이익(핵심)	2,269	3,345	4,697	5,569	6,498
영업외손익	959	397	445	529	624
이자수익	77	117	178	231	261
배당금수익	8	338	577	620	699
외환이익	825	1,254	886	0	0
이자비용	130	110	176	214	214
외환손실	829	1,261	915	0	0
관계기업자본법손익	748	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	241	-6	3	0	0
금융상품평가및기타금융이익	15	-4	-36	0	0
기타	3	67	-72	-108	-122
법인세차감전이익	3,228	3,741	5,142	6,099	7,123
법인세비용	572	720	987	1,171	1,368
유효법인세율 (%)	17.7%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
당기순이익	2,656	3,022	4,155	4,928	5,755
자본법적용순이익(억원)	2,656	3,588	6,845	8,381	5,755
EBITDA	2,549	3,681	5,014	5,931	6,902
현금순이익(Cash Earnings)	2,936	3,359	4,472	5,289	6,159
수정당기순이익	2,445	3,029	4,180	4,928	5,755
증감율(% YoY)					
매출액	82.7	29.4	26.5	13.1	12.6
영업이익(보고)	56.5	24.6	37.1	19.7	16.7
영업이익(핵심)	56.2	45.2	40.4	18.6	16.7
EBITDA	54.0	43.5	36.2	18.3	16.4
자배주주지분 당기순이익	40.0	29.6	37.5	18.6	16.8
EPS	40.0	29.6	37.5	18.6	16.8
수정순이익	62.8	51.7	38.0	17.9	16.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	1,874	2,627	2,661	3,791	4,538
당기순이익	2,656	3,022	4,155	4,928	5,755
감가상각비	245	295	281	330	377
무형자산상각비	35	42	36	31	27
외환손익	-29	43	29	0	0
자산처분손익	1	9	-3	0	0
지분법손익	-748	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-114	-1,217	-1,470	-922	-1,001
기타	-172	434	-367	-577	-620
투자활동현금흐름	-991	-1,446	-2,188	-1,867	-1,914
투자자산의 처분	145	-48	-769	-482	-524
유형자산의 처분	0	2	0	0	0
유형자산의 취득	-1,094	-1,325	-1,325	-1,325	-1,325
무형자산의 처분	-31	-62	0	0	0
기타	-12	-11	-94	-60	-66
재무활동현금흐름	-439	902	1,327	-413	-439
단기차입금의 증가	-216	1,162	1,600	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-225	-263	-563	-600	-638
기타	2	2	289	187	199
현금및현금성자산의순증가	443	2,083	1,800	1,511	2,185
기초현금및현금성자산	2,420	2,864	4,947	6,747	8,258
기말현금및현금성자산	2,864	4,947	6,747	8,258	10,443
Gross Cash Flow	1,988	3,845	4,131	4,713	5,539
Op Free Cash Flow	909	434	1,082	2,337	3,004

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	9,133	20,081	25,893	29,918	34,834
현금및현금성자산	2,864	4,947	6,747	8,258	10,443
유동금융자산	94	14	18	20	22
매출채권및유동채권	3,910	10,537	13,330	15,080	16,981
재고자산	2,197	4,006	5,067	5,733	6,456
기타유동비금융자산	69	578	731	827	931
비유동자산	10,087	11,815	14,034	16,121	18,257
장기매출채권및기타비유동채권	31	42	54	61	68
투자자산	5,410	5,180	6,283	7,340	8,481
유형자산	4,536	5,963	7,007	8,002	8,950
무형자산	110	267	230	199	172
기타비유동자산	0	364	460	520	586
자산총계	19,220	31,896	39,927	46,039	53,091
유동부채	5,926	15,422	19,267	20,674	22,202
매입채무및기타유동채무	5,676	7,711	9,755	11,036	12,427
단기차입금	0	6,683	8,283	8,283	8,283
유동성장기차입금	191	270	270	270	270
기타유동부채	58	758	959	1,085	1,222
비유동부채	2,119	2,178	2,771	3,149	3,555
장기매입채무및비유동채무	1,031	1,146	1,450	1,641	1,847
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,088	1,032	1,321	1,509	1,708
부채총계	8,044	17,600	22,038	23,823	25,757
자본금	188	188	188	188	188
주식발행초과금	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
이익잉여금	8,496	11,271	14,864	19,191	24,309
기타자본	956	1,301	1,301	1,301	1,301
자본총계	11,176	14,296	17,889	22,216	27,334
자본법적용자본총계	11,176	14,296	17,889	22,216	27,334
순차입금	-2,766	1,992	1,788	275	-1,913
총차입금	191	6,953	8,553	8,553	8,553

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	7,083	8,058	11,080	13,141	15,347
BPS	29,803	38,123	47,703	59,243	72,890
주당 EBITDA	6,797	9,817	13,370	15,816	18,405
CFPS	7,829	8,956	11,926	14,104	16,424
DPS	700	1,500	1,600	1,700	1,800
추가배수(배)					
PER	21.0	23.8	20.4	17.2	14.7
PBR	5.0	5.0	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	20.8	20.1	17.3	14.3	12.0
PCFR	19.0	21.4	19.0	16.0	13.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	4.5	4.9	5.2	5.3
영업이익률(핵심)	3.9	4.4	4.9	5.2	5.3
EBITDA margin	4.4	4.9	5.3	5.5	5.7
순이익률	4.6	4.0	4.4	4.6	4.7
자기자본이익률(ROE)	27.3	23.6	25.8	24.6	23.2
투자자본이익률(ROIC)	53.8	25.3	27.4	27.8	28.8
안정성(%)					
부채비율	72.0	123.1	123.2	107.2	94.2
순차입금비율	-24.8	13.9	10.0	1.2	-7.0
이자보상배율(배)	17.4	30.5	26.7	26.0	30.4
활동성(배)					
매출채권회전율	14.6	8.3	8.0	7.6	7.6
재고자산회전율	26.5	24.3	21.0	20.0	20.0
매입채무회전율	10.0	13.1	10.9	10.4	10.4



BUY(Upgrade)

주가(9/21) 91,800원

목표주가 118,000원

경쟁 업체와 차별적 서비스를 제공하지 못하고 자산의 수익성도 떨어진다면 시장 대비 프리미엄 거래가 이루어지기 어렵다. 하지만 지속적인 투자의 결과로 차별적 서비스가 가능해져 점유율 상승이 기대되고, 유형 자산 확보 경쟁도 마무리되며 수익성 다각화된 투자가 예상된다는 점도 긍정적이다. 따라서 기존 육운업체 대비 프리미엄 거래가 타당하다고 판단, 목표주가 118,000원과 투자의견 BUY를 제시한다.

Stock Data

KOSPI (9/21)		2,002.37pt
시가총액		20,942억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	94,000원	62,100원
최고/최저가 대비 등락	-2.34%	47.83%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.4%
	6M	6.4%
	1Y	13.1%
		-2.5%
		7.7%
		4.7%

Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량(3M)	28천주
외국인 자본율	3.32%
배당수익률(12.E)	0.00%
BP (12.E)	101,666원
주요 주주	CJ 계열제당 외 2
	40.17%

Price Trend



규모의 경제와 서비스 차별화

>>> 자산 규모 차이로 차별적 서비스 제공

국내 육운 산업은 업체 간에 제공하는 서비스가 차이가 크지 않아 업체가 난립되어 있어 가격 경쟁이 대표적인 차별적 요인이었다. 하지만 경쟁 업체들과 차별적인 서비스를 동일한 가격에 제공할 수 있다면 물동량 증가와 점유율 상승은 자연스럽게 이루어질 것이다.

>>> 운임 인상 없이도 수익성 개선 가능

성장하는 시장에서 점유율이 상승하게 되면 운임 인상 정책도 구사할 수 있지만 운임을 유지시킨 상황에서 규모의 경제를 통한 효율성 개선도 가능해 진다. 운송업은 L/F 상승이 가장 강력한 수익성 개선 요인이어서 규모의 경제 효과가 크게 나타나기 때문이다.

>>> 영업력이 훼손되지 않는 투자 여력

CJ대한통운은 자사주와 함께 금호 관련 주식 등 토지 등을 제외한 매각 가능한 자산 규모가 5,804억원에 달한다. 특히 이들 자산 매각으로 기존 사업에 미치는 영향이 거의 없다. 또한 택배와 항만 부문에 대한 대규모 유형 자산 투자를 마무리 한 이후 중량물 화물선과 해외 M&A 등 수익성 높은 사업으로 투자를 다각화할 것으로 예상되어 경쟁 업체들과의 격차는 더욱 확대될 것이다. 따라서 기존의 성장성과 수익성 모두 낮은 육운 기업의 특징을 벗어나고 있다고 판단, 투자의견을 기존 'Outperform'에서 'BUY'로 상향 조정하고 목표주기도 기존 '96,000원'에서 '118,000원'으로 상향 조정한다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	25,546	25,878	28,487	32,344	36,209
보고영업이익(억원)	1,557	1,228	1,672	1,930	2,257
핵심영업이익(억원)	1,546	1,249	1,647	1,930	2,257
EBITDA(억원)	2,663	1,993	2,230	2,534	2,882
세전이익(억원)	1,252	435	1,384	1,681	2,022
순이익(억원)	679	810	991	1,261	1,516
EPS(원)	3,003	3,703	4,672	5,528	6,647
증감율(%YoY)	2,317.7	-13.9	26.2	18.3	20.2
PER(배)	31.4	20.3	19.6	16.6	13.8
PBR(배)	1.1	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	11.6	11.2	11.4	10.7	9.3
영업이익률(%)	6.1	4.7	5.9	6.0	6.2
ROE(%)	3.5	3.6	4.3	5.2	5.9
순부채비율(%)	48.8	25.7	25.0	24.5	22.7

계속된 투자가 열매를 맺다

>>> 추가 투자 여력도 충분해 경쟁력 지속 강화

고정 자산의 수익성 낮은 투자 마무리 이후 높은 성장성을 제공하는 투자로 다각화

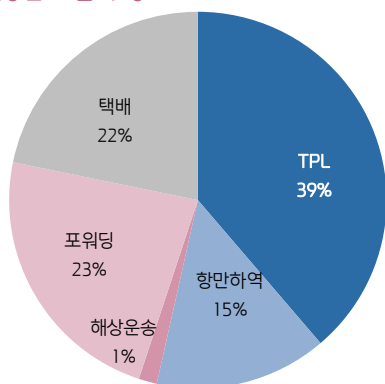
CJ대한통운은 과거 금호그룹으로 인수된 이후 CJ그룹으로 다시 편입되는 과정에서 각종 기대감과 실망감이 작용하며 주가는 큰 폭의 등락을 나타냈다. 따라서 단순히 과거 밸류에이션 수치를 고려할 때는 일부 일시적인 수치는 제외하고 살펴보아야 할 것이다. CJ대한통운과 같은 육상 운송 기업들의 PBR이 1배를 상회하기 어려웠던 이유는 영업과 관련된 자산이 많아 자산을 매각할 경우 영업력이 훼손되는 경우가 많고 실제 활용도가 낮은 자산이 많아 ROE가 낮기 때문이다. 하지만 CJ대한통운이 보유하고 있는 자사주와 금호 관련 주식 등은 실질적인 영업과는 무관해 매각 이후 금융 비용 부담 없이 추가 투자가 가능하고, 토지와 건물 등의 자산 외에 해외 M&A를 통한 외형 성장과 수익성 높은 사업으로의 선별적 투자를 통해 차별화가 가능할 것이다.

CJ대한통운 매각 가능 보유 주식

	주식수	지분율	9/21 종가 기준 가치(억원)
POSCO	90,000	0.10%	343
금호산업(주)	1,391,506	0.82%	53
금호타이어(주)	5,135,200	4.07%	773
자사주	5,423,419	23.77%	4,979

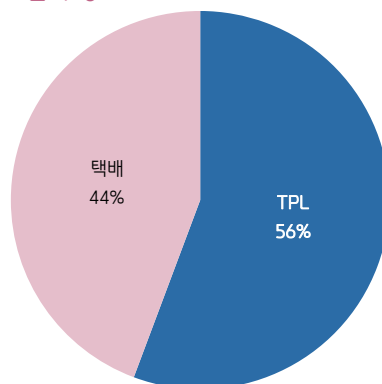
자료: Dart, Dataguide

CJ대한통운 매출 구성



자료: CJ대한통운

CJ GLS 매출 구성



자료: Dart

>>> 오버행 이슈와 CJ GLS와의 시너지 기대

금호 그룹 보유 주식 출회 가능성 있지만 유통 주식수 확대 측면에서 긍정적

CJ대한통운의 주주 구성을 살펴보면 아직 아시아나항공과 대우건설 지분이 남아있다. 이들 지분은 교환사채 청구 기간이 남아있어 아직 모두 매매가 자유롭지 못한 지분이 남아있지만 직접적인 관계가 마무리된 만큼 주가 상승 여부에 따라 매물이 나올 가능성이 있다. 자사주에 대해서도 CJ그룹 지분율이 40%를 넘어 경영권에 대한 우려는 없어 일부 정리되며 투자 자금으로 활용될 가능성이 있다. 하지만 현재 CJ그룹과 금호 그룹, 그리고 자사주 비중이 81% 수준에 달하는 만큼 일정 수준의 매물은 유통 주식수 확대 측면에서 오히려 긍정적으로 작용될 것이다.

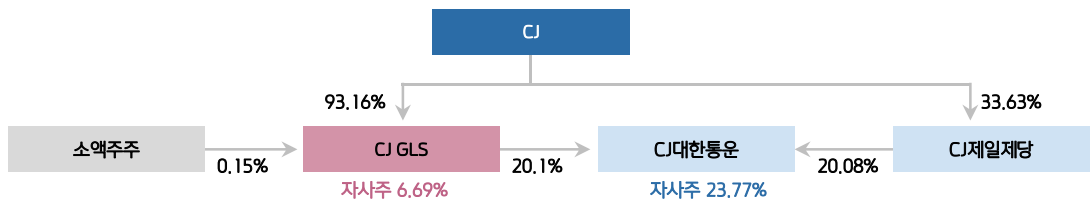
한편 CJ그룹의 또 다른 물류 기업인 CJ GLS와는 향후 사업이 통합될 가능성이 높다. 최근 CJ대한통운의 투자가 활발하게 이루어진 항만 하역과 해상 운송사업은 CJ GLS와 겹치지 않고 오히려 기존 CJ GLS가 수행하지 못했던 모기업 관련 매출이 추가될 수 있을 것이다. 택배와 3자 물류 사업은 규모의 경제를 통한 비용 절감이 가능하다는 점에서 일부 화주 이탈에 대한 우려보다는 시너지 효과에 대한 기대감이 더 높다.

CJ대한통운 주주 구성

주주명	소유주식수	지분율	교환사채 관련 주식	교환가격	교환청구기간
CJ 제일제당	4,581,261	20.10%			
CJ GLS	4,581,261	20.10%			
대우건설	2,357,529	10.30%	EB 부분	1,215,291	2011-03-21 ~ 2013-02-21
아시아나항공	1,610,427	7.10%	EB 부분	1,132,280	2011-03-21 ~ 2013-02-21
자사주	5,423,419	23.77%			
기타	4,258,447	18.70%			
발행주식수	22,812,344				

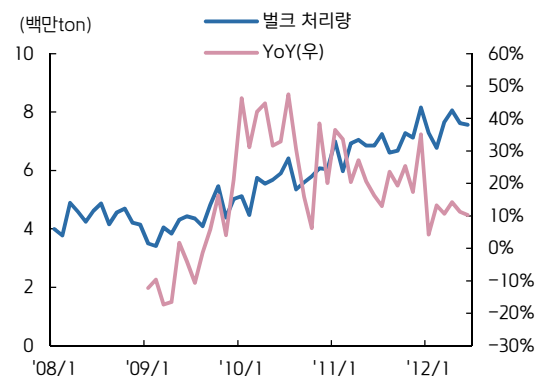
자료: Dart

CJ GLS 관련 주주 구성



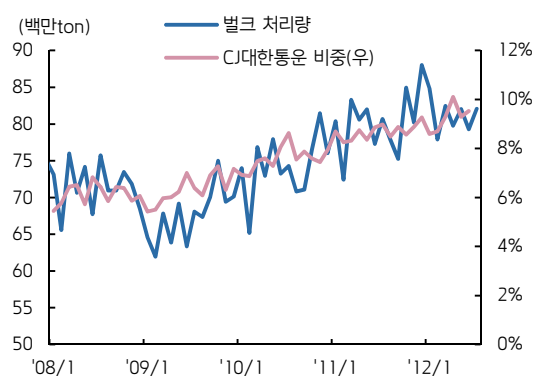
자료: Dart

CJ대한통운 벌크 처리량과 YoY 증감율



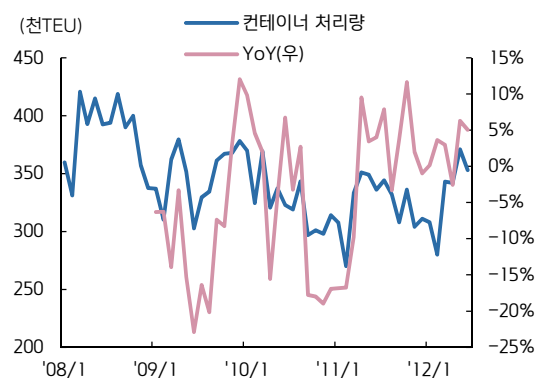
자료: CJ대한통운

국내 전체 벌크 처리량과 CJ대한통운 비중



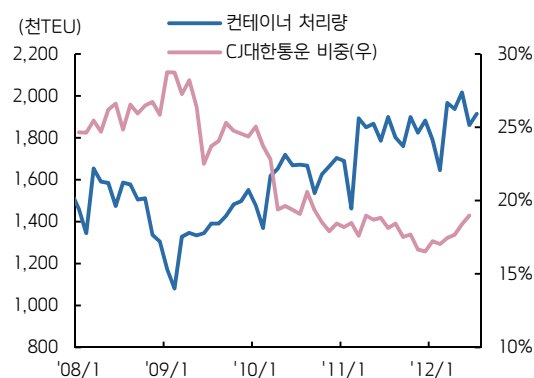
자료: 국토해양부, CJ대한통운

CJ대한통운 컨테이너 처리량과 YoY 증감율



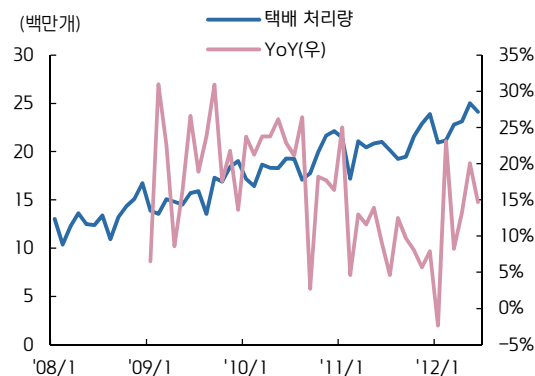
자료: CJ대한통운

국내 전체 컨테이너 처리량과 CJ대한통운 비중



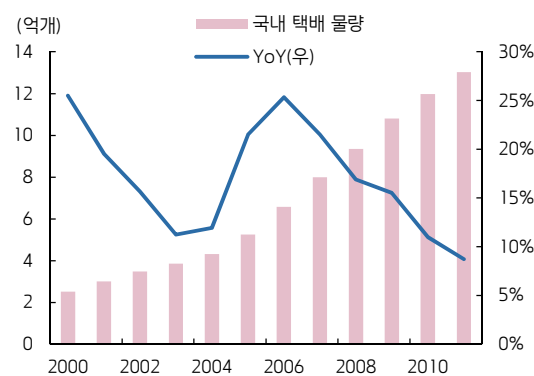
자료: 국토해양부, CJ대한통운

CJ대한통운 택배 처리량과 YoY 증감율



자료: CJ대한통운

국내 전체 택배 시장 처리량과 YoY 증감율



자료: 물류산업총람

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	25,546	25,878	28,487	32,344	36,209
매출원가	22,687	23,527	25,702	29,169	32,576
매출총이익	2,859	2,352	2,784	3,175	3,632
판매비및일반관리비	1,313	1,102	1,138	1,245	1,376
영업이익(보고)	1,557	1,228	1,672	1,930	2,257
영업이익(핵심)	1,546	1,249	1,647	1,930	2,257
영업외손익	-294	-815	-262	-248	-235
이자수익	65	138	218	211	233
배당금수익	16	21	34	38	41
외환이익	97	72	35	0	0
이자비용	595	497	417	393	393
외환손실	96	71	39	0	0
관계기업지분법손익	-19	-4	-27	0	0
투자및기타자산처분손익	58	21	26	0	0
금융상품평가및기타금융이익	443	-136	8	0	0
기타	-263	-358	-100	-104	-116
법인세차감전이익	1,252	435	1,384	1,681	2,022
법인세비용	472	345	394	420	505
유효법인세율 (%)	37.7%	79.3%	28.4%	25.0%	25.0%
당기순이익	679	810	991	1,261	1,516
지배주주지분순이익(억원)	685	845	1,066	1,261	1,516
EBITDA	2,663	1,993	2,230	2,534	2,882
현금순이익(Cash Earnings)	1,795	1,553	1,574	1,866	2,141
수정당기순이익	366	834	964	1,261	1,516
증감율(% , YoY)					
매출액	13.6	5.0	10.1	13.5	11.9
영업이익(보고)	0.3	-29.3	36.1	15.4	16.9
영업이익(핵심)	2.6	-14.6	31.8	17.2	16.9
EBITDA	-37.4	-6.5	11.9	13.6	13.7
지배주주지분 당기순이익	1,863.3	-13.9	26.2	18.3	20.2
EPS	2,317.7	-13.9	26.2	18.3	20.2
수정순이익	N/A	-11.8	15.7	30.7	20.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	1,170	1,112	1,237	1,247	1,547
당기순이익	679	810	991	1,261	1,516
감가상각비	724	570	417	444	471
무형자산상각비	393	173	167	160	154
외환손익	11	6	4	0	0
자산처분손익	216	30	-26	0	0
지분법손익	19	5	27	0	0
영업활동자산부채 증감	-811	-384	-318	-585	-557
기타	-60	-98	-24	-34	-38
투자활동현금흐름	-31	788	-1,452	-1,555	-1,547
투자자산의 처분	2,141	-41	-71	-156	-148
유형자산의 취득	166	43	0	0	0
무형자산의 취득	-2,273	-1,399	-1,399	-1,399	-1,399
무형자산의 처분	-57	-1,216	0	0	0
기타	-8	3,400	18	0	0
재무활동현금흐름	-523	-586	116	89	58
단기차입금의 증가	-2,716	-17	0	0	0
장기차입금의 증가	2,127	-576	0	0	0
자본의 증가	122	0	0	0	0
배당금지급	-56	0	0	0	0
기타	0	6	116	89	58
현금및현금성자산의순증가	619	1,316	-99	-219	57
기초현금및현금성자산	223	992	2,308	2,209	1,990
기말현금및현금성자산	842	2,308	2,209	1,990	2,047
Gross Cash Flow	1,981	1,496	1,554	1,832	2,104
Op Free Cash Flow	-1,061	-1,997	115	83	379

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	7,306	8,125	8,886	9,422	10,206
현금및현금성자산	842	2,308	2,209	1,990	2,047
유동금융자산	247	231	254	288	323
매출채권및유동채권	6,068	5,377	6,193	6,882	7,544
재고자산	146	146	160	182	204
기타유동비금융자산	3	64	70	80	89
비유동자산	28,370	27,827	28,573	29,977	31,359
장기매출채권및기타비유동채권	724	3,484	3,365	3,820	4,277
투자자산	4,008	3,649	3,699	3,854	4,005
유형자산	19,427	15,091	16,073	17,028	17,956
무형자산	3,840	5,601	5,434	5,274	5,119
기타비유동자산	371	2	2	2	2
자산총계	35,676	35,952	37,458	39,399	41,565
유동부채	8,845	5,901	6,270	6,816	7,362
매입채무및기타유동채무	4,020	3,447	3,795	4,308	4,823
단기차입금	862	1,089	1,089	1,089	1,089
유동성장기차입금	3,963	1,152	1,152	1,152	1,152
기타유동부채	0	213	235	266	298
비유동부채	7,107	7,404	7,551	7,685	7,788
장기매입채무및비유동채무	716	305	336	381	427
사채및장기차입금	5,883	6,128	6,128	6,128	6,128
기타비유동부채	508	971	1,087	1,176	1,234
부채총계	15,952	13,305	13,821	14,500	15,150
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
주식발행초과금	21,954	21,954	21,954	21,954	21,954
이익잉여금	661	3,668	4,734	5,995	7,511
기타자본	-4,642	-4,636	-4,636	-4,636	-4,636
지배주주지분자본총계	19,115	22,126	23,192	24,453	25,970
비지배주주지분자본총계	609	520	445	445	445
자본총계	19,723	22,647	23,638	24,899	26,415
순차입금	9,620	5,831	5,906	6,090	5,999
총차입금	10,709	8,369	8,369	8,369	8,369

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	3,003	3,703	4,672	5,528	6,647
BPS	83,790	96,993	101,666	107,193	113,841
주당EBITDA	11,672	8,736	9,777	11,109	12,632
CFPS	7,869	6,809	6,901	8,178	9,387
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	31.4	20.3	19.6	16.6	13.8
PBR	1.1	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.6	11.2	11.4	10.7	9.3
PCFR	12.0	11.0	13.3	11.2	9.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.1	4.7	5.9	6.0	6.2
영업이익률(핵심)	6.1	4.8	5.8	6.0	6.2
EBITDA margin	10.4	7.7	7.8	7.8	8.0
순이익률	2.7	3.1	3.5	3.9	4.2
자기자본이익률(ROE)	3.5	3.6	4.3	5.2	5.9
투자자본이익률(ROIC)	4.2	1.0	4.9	5.5	6.1
안정성(%)					
부채비율	80.9	58.7	58.5	58.2	57.4
순차입금비율	48.8	25.7	25.0	24.5	22.7
이자보상배율(배)	2.6	2.5	3.9	4.9	5.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	4.6	4.9	4.9	5.0
재고자산회전율	189.5	177.6	186.0	188.8	187.5
매입채무회전율	6.7	7.2	7.9	8.0	7.9

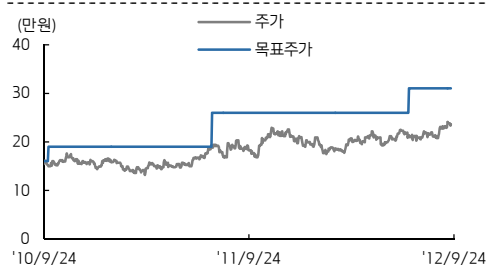
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대글로비스 (086280)	2010/10/05	BUY(Maintain)	190,000원
	2010/10/25	BUY(Maintain)	190,000원
	2010/11/18	BUY(Maintain)	190,000원
	2010/11/23	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/01/14	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/01/28	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/04/08	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/05/16	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/05/31	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/07/20	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/08/16	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/11/01	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/11/21	BUY(Maintain)	260,000원
	2012/01/04	BUY(Maintain)	260,000원
	2012/01/30	BUY(Maintain)	260,000원
	2012/04/30	BUY(Maintain)	260,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	260,000원
	2012/07/05	BUY(Maintain)	310,000원
	2012/07/30	BUY(Maintain)	310,000원
	2012/09/24	BUY(Maintain)	310,000원

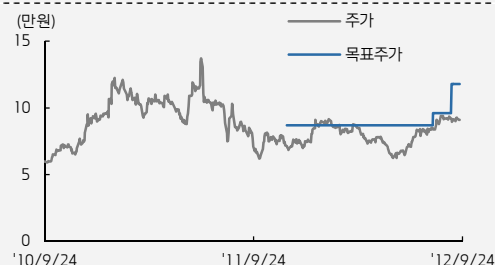
종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ대한통운 (000120)	2011/11/21	BUY(Initiate)	87,000원
	2012/04/09	Outperform(Downgrade)	87,000원
	2012/08/03	Outperform(Maintain)	96,000원
	2012/09/24	BUY(Upgrade)	118,000원

목표주가 추이 (2개년)

현대글로비스



CJ대한통운



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		