

CJ대한통운(000120)

BUY / TP 123,000원

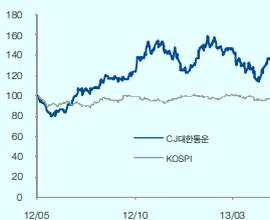
개선 될 수 있는 부분이 많다는 점에 주목

Analyst 강동진

02) 3787-2228
dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (5/2)	104,500원
상승여력	17.7%
시가총액	2,384십억원
발행주식수	22,812천주
자본금/액면가	114십억원 /5,000원
52주 최고가/최저가	124,500원/62,500원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	2.52%
주요주주	CJ제일제당 외 1 인 40.16%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	4.5 -15.4 -11.8
상대주가(%p)	6.0 -15.4 -13.5
당사추정 EPS	1,727원
컨센서스 EPS	3,578원
컨센서스 목표주가	128,385원
※ K-IFRS 연결 기준	

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 1Q13 실적은 기대치를 상회하였으나, 부진한 실적을 기록
- 2Q13 통합 택배 출범. 하반기로 가면서 택배 물동량 및 수익성 점진적 개선 전망
- 택배는 일부일 뿐, 포워딩 및 CL 부문에서 가시적인 성과 기대
- 투자의견 매수 유지. 목표주가는 133,000원에서 123,000원으로 하향. 하반기부터 실적 개선 기대

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	2,588	125	85	199	3,704	23.3	20.2	1.0	11.8	4.1
2012	2,773	129	83	201	3,630	-2.0	27.7	1.4	15.1	3.7
2013F	2,867	88	39	172	1,727	-52.4	60.5	1.4	16.9	1.7
2014F	3,244	121	75	208	3,275	89.4	31.9	1.3	13.8	3.2
2015F	3,537	144	88	234	3,844	17.4	27.2	1.2	12.0	3.6

* K-IFRS 연결 기준
CJ GLS 합병효과 반영하지 않음

1Q13 실적 부진하였으나, 기대치는 상회

CJ대한통운은 1Q13 IFRS 연결기준 실적은 매출액 6,523억원(-1.4%, yoy), 영업이익 143억원(-60.6%, yoy)으로 부진한 실적을 기록하였으나, 시장의 우려보다는 양호한 실적을 시현하였다. 동사 실적 부진의 주 요인은 1) 택배 합병 과정에서 일시적 비용 약 100억원 증가 및 2) 합병과정에서 택배 물동량 처리 지연, 3)KBCT 실적 약세 지속으로 볼 수 있다. 특히, 부산 신항으로 컨테이너 물량이 대규모 이동 하면서, KBCT에서는 수익성이 낮은 환적화물 비중이 높아져 항만해운 부문의 실적은 매출액 711(-32.4%, yoy), 매출총이익 -9억원(적전, yoy)를 기록하였다. KBCT 단독으로는 영업손실 약 80억원을 기록하여 실적 부진의 주 요인이 되었다.

2Q13 통합 택배 출범. 하반기로 가면서 택배 물동량 및 수익성 점진적 개선 전망

1Q13 택배 부문 실적은, 시장 택배 물동량 증가율 6.8%를 하회한 5.9%의 물동량 증가율을 기록하여 M/S는 36.6%로 1Q12 대비 0.3%p 하락하였다. 이는 CJ GLS와 택배 통합 과정에서 일부 신규 인력이 투입되면서, 작업 미숙 등이 발생하여 택배 물동량 처리에 문제가 있었으며, 터미널 공사 등으로 인한 지연도 있었기 때문이다. 또한, PI과정에서 발생한 100억원 가량의 일시적 비용으로 택배부문 GPM은 7.4%를 기록하여 전년 동기 대비 3%p 하락하는 부진을 기록하였다.

2분기에는 비용 부담이 감소하겠지만, 여전히 합병과정에서 비용이 일부 발생 할 것으로 전망하며, 택배 물동량 처리량 역시 한 분기 만에 완벽하게 회복되기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 하지만, 그 영향은 5~6월로 가면서 감소하여 하반기 중에는 택배부분은 상당부분 회복 될 수 있을 것으로 회사측에서는 밝히고 있다.

우리는 합병과정에서의 비용 증가 및 일부 물동량 처리 부진은 일시적 요인으로 판단하고 있다. 여전히 동사는 택배 관련 인프라나 가격 경쟁력 등에서 독보적인 시장지위를 확보 하고 있는 상황이며, 택배 부문의 실적 부진은 시간이 지나면서 해결 될 수 있는 부분인 것으로 판단한다.

택배는 일부일 뿐. 포워딩 및 CL 부문에서 가시적인 성과 기대

동사는 국내 확고 부동한 1위 택배 사업자로, 향후 택배산업 재편으로 인한 수혜가 기대 된다. 하지만, 동사 전체 매출의 40.3%는 CL(Contract Logistics)부문에서, 25.9%를 포워딩 부문에서 발생하고 있으며, 중장기적으로 동사의 성장을 이끌 부분은 바로 이러한 물류 부문이다.

1Q13 실적에서 포워딩 부문을 살펴보면, 대한통운의 포워딩 매출은 1,693억원(+14.0%, yoy) 매출총이익 105억원(15.4%, yoy)를 기록하여 경기침체에도 불구하고 고성장세를 지속하였다. 특히, 해외 포워딩 부문에 강점을 가진 CJ GLS와의 합병을 통해 포워딩 부문에서 가격협상력 제고 및 규모의 경제 효과가 가시화 될 것으로 판단한다. 또한, 최근 중국 포워딩 업체인 Smart Cargo 인수를 통해 새로운 화주와 네트워크를 확보함으로써, 본원적인 경쟁력 강화가 지속되고 있다. 동사는 올해 중 해외 Forwarding 업체에 대한 추가적인 M&A를 통해 포워딩 부문을 한층 더 강화시킬 예정이다. 따라서, 향후 이 부문에 대한 관심이 필요하다.

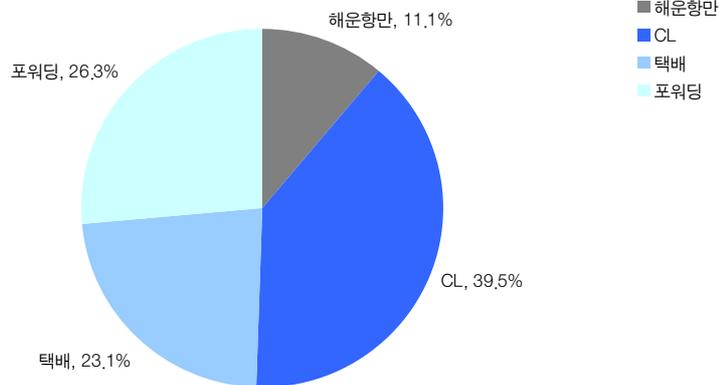
〈표1〉CJ 대한통운 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	662	713	697	701	652	1,146	1,221	1,247	2,773	4,266	5,288
택배	144	155	152	173	149	241	282	312	625	984	1,255
TPL	264	269	279	269	263	449	459	449	1,081	1,619	1,956
포워딩	149	170	157	152	169	379	406	410	627	1,365	1,774
해운항만	105	119	109	108	71	77	74	75	441	298	304
매출총이익	63	69	60	49	50	86	94	94	242	324	380
택배	15	16	12	15	11	19	24	27	59	81	106
TPL	31	30	34	30	29	47	48	47	124	170	190
포워딩	9	9	10	6	11	22	23	21	34	77	89
해운항만	9	13	5	-1	-1	-1	-1	-1	25	-4	-4
영업이익	36	42	33	18	14	29	37	34	130	114	179
OPM	5.5%	5.9%	4.7%	2.6%	2.2%	2.5%	3.0%	2.7%	4.7%	2.7%	3.4%
세전이익	30	35	32	6	12	13	21	19	103	66	125
지배주주순이익	21	22	25	1	8	9	15	6	70	38	72
NPM	3.2%	3.1%	3.6%	0.2%	1.3%	0.8%	1.2%	0.5%	2.5%	0.9%	1.4%

자료 : CJ대한통운, HMC투자증권
 주: 2Q13 부터 CJ GLS 합병 실적

〈그림1〉 사업부문별 매출비중



자료 : CJ대한통운, HMC투자증권

투자의견 매수 유지. 목표주가는 133,000원에서 123,000원으로 하향. 하반기 부터 실적 개선 기대

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 기존 133,000원에서 123,000원으로 7.5%하향 조정한다. 동사는 2013년 중 합병과정에서의 비용이 지속적으로 반영되면서 CJ GLS 합산 영업이익이 2012년 대비 37.2% 감소할 것으로 전망된다. 하지만, 1)하반기부터 택배 부문 회복에 따른 실적 회복이 가시화 될 것으로 전망되며, 2)Smart Cargo 인수에 따른 영업이익이 약 15억원 하반기에 반영될 예정이다. 이에 따라, 적정가치 추정을 위한 EBITDA는 2013년 추정치와 항만 부문을 제외하고는 정상화된 수익성을 보여 줄 것으로 기대되는 2013년 평균을 사용하였다. (회시측에서는 하반기 중 KBCT 문제 해결 될 것으로 밝히고 있으나, 실적추정치에는 반영하지 않았음)

회시측의 전망대로 하반기 중 KBCT 처리 문제가 가시적으로 해결 된다면 연간 240억원 가량의 영업이익이 개선 될 수 있을 것으로 기대된다. 또한, PMI 과정에서 수반된 비용의 경우 시간이 지나면 해결 될 수 있는 문제이다. 이처럼, 시간이 지나면서 개선될 수 있는 부분이 많다는 점에서 글로벌 peer 대비 Multiple을 30% 할증하여 적용하였다.

현재 동사는 PBR 0.75배에서 거래되고 있는데, 합병기준 ROE가 2013년 1.5%, 2014년 2.9%로 낮을 것으로 추정되어 Valuation 저평가 관점에서 접근하기는 어렵겠지만, 1)여전히 합병 과정에서 수반된 비용의 경우 개선될 수 있는 부분이 많고, 2)향후 KBCT 문제 해결 시 이익 회복이 기대되며, 3)해외 M&A를 통한 모멘텀이 부각될 수 있어 주가 하락시 중장기적인 관점에서 매수할 것을 추천한다.

〈표2〉 Valuation Table (단위: 십억원, 천주)

EV	(1)	268	
EBITDA		255	2013~2014 EBITDA 평균
Multiple		12	Global Peer 평균 9.5 배 대비 30% 할증
Other Investment	(2)	748	
기타금융자산		34	1Q13 CJ 대한통운
투자부동산		149	2012년 감사보고서
자사주		565	5/2 증가 기준
Net Debt	(3)	1,088	CJ 대한통운+CJ GLS 2013년 말 추정
주주가치	(4)=(1)+(2)+(3)	2,815	
발행주식수	(5)	22,814	
주당가치 (원)	(4)/(5)	123,395	

자료 : HMC투자증권

〈표3〉 CJ대한통운, CJ GLS 합병 B/S

(단위: 십억원)

	2011F	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,117	997	1,026	1,156
현금성자산	265	188	186	226
매출채권	683	673	709	802
재고자산	15	15	16	19
기타유동자산	155	120	114	109
비유동자산	4,083	4,324	4,252	4,233
유형자산	1,828	1,950	2,018	2,081
투자자산	198	198	109	103
무형자산	1,551	1,608	1,585	1,562
기타자산	507	569	541	487
자산총계	5,200	5,321	5,278	5,389
유동부채	866	969	982	1,019
매입채무	369	379	439	506
단기차입금	194	169	152	137
유동성장기부채	120	263	237	225
기타유동부채	184	158	155	152
비유동부채	1,282	1,271	1,129	1,091
사채	130	60	150	150
장기차입금	994	972	735	690
기타부채	158	239	243	251
부채총계	2,148	2,240	2,111	2,111
자본금	114	114	114	114
주식발행초과금	2,195	2,197	2,197	2,197
이익잉여금	361	438	484	579
기타	320	271	276	290
지배주주자본	2,991	3,020	3,072	3,180
자본총계	3,052	3,081	3,167	3,278
발행주식수(천주)		22,814	22,814	22,814
EPS (원)		3,386	2,042	4,142
BPS (원)		135,064	138,807	143,700
PER (배)		31	51	25
PBR (배)		0.77	0.75	0.73
ROE		2.5%	1.5%	2.9%
부채비율		72.7%	66.7%	64.4%
순차입금 비율		41.4%	34.4%	29.8%

자료: DART, CJ대한통운, HMC투자증권

주: 비교편의를 위해 2011년 1/1부 CJ대한통운, CJGLS가 합병한 것으로 가정

〈표4〉 CJ대한통운, CJ GLS 합병 I/S

(단위: 십억원)

	2012F	2013F	2014F
영업수익	4,466	4,700	5,288
매출원가	4,043	4,343	4,871
판관비	235	238	239
영업이익	188	118	179
영업외손익	-68	-49	-43
이자비용	-74	-58	-51
지분법이익	-4	-2	-2
기타	10	11	11
세전이익	120	70	136
법인세	-43	23	41
(%)	35.8%	33.0%	33.0%
순이익	77	47	94

자료: DART, CJ대한통운, HMC투자증권

주: 비교편의를 위해 2012년 1/1부 CJ대한통운, CJGLS가 합병한 것으로 가정

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,588	2,773	2,867	3,244	3,537
증가율 (%)	1.3	7.2	3.4	13.2	9.1
매출원가	2,353	2,527	2,645	2,981	3,247
매출원가율 (%)	90.9	91.1	92.3	91.9	91.8
매출총이익	235	246	222	263	290
매출이익률 (%)	9.1	8.9	7.7	8.1	8.2
증가율 (%)	-17.7	4.7	-9.9	18.4	10.3
판매관리비	110	117	134	142	146
판매비율(%)	4.3	4.2	4.7	4.4	4.1
EBITDA	199	201	172	208	234
EBITDA 이익률 (%)	7.7	7.2	6.0	6.4	6.6
증가율 (%)	-25.1	0.8	-14.4	20.7	12.4
영업이익	125	129	88	121	144
영업이익률 (%)	4.8	4.7	3.1	3.7	4.1
증가율 (%)	-19.1	3.2	-31.6	36.7	19.0
영업외손익	-81	-20	-36	-24	-30
금융수익	25	38	23	26	23
금융비용	75	56	40	39	38
기타영업외손익	-31	-1	-19	-11	-15
증속/관계기업관련손익	0	-6	-2	-2	-2
세전계속사업이익	44	103	51	95	112
세전계속사업이익률 (%)	1.7	3.7	1.8	2.9	3.2
증가율 (%)	-65.3	137.7	-51.1	86.8	18.2
법인세비용	35	34	17	32	38
계속사업이익	9	70	33	63	74
중단사업이익	72	0	0	0	0
당기순이익	81	70	33	63	74
당기순이익률 (%)	3.1	2.5	1.2	1.9	2.1
증가율 (%)	19.3	-14.1	-52.4	89.4	17.4
지배주주지분 순이익	85	83	39	75	88
비지배주주지분 순이익	-4	-13	-6	-12	-14
기타포괄이익	-23	-7	0	0	0
총포괄이익	58	63	33	63	74

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	111	117	127	145	173
당기순이익	81	70	33	63	74
유형자산 상각비	57	56	69	73	76
무형자산 상각비	17	16	15	14	14
외환손익	1	3	-1	-5	0
운전자본의 감소(증가)	-64	-111	8	-3	6
기타	20	83	3	3	3
투자활동으로인한현금흐름	97	-219	-114	-111	-116
투자자산의 감소(증가)	180	14	-3	-4	-4
유형자산의 감소	4	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-140	-183	-110	-110	-110
기타	53	-60	0	3	-2
재무활동으로인한현금흐름	-59	22	-31	-30	-30
차입금의 증가(감소)	58	-7	-70	-30	-30
사채의증가(감소)	-30	-10	100	0	0
자본의 증가	-2	2	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-84	37	-61	1	0
기타현금흐름	-18	1	0	0	0
현금의증가(감소)	132	-79	-18	5	27
기초현금	99	231	152	134	139
기말현금	231	152	134	139	166

* K-IFRS 연결 기준
CJ GLS 합병효과 반영하지 않음

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	813	678	668	710	760
현금성자산	231	152	134	139	166
단기투자자산	23	5	5	6	6
매출채권	423	403	410	444	465
채고자산	15	14	15	17	18
기타유동자산	122	105	105	105	105
비유동자산	2,783	2,992	3,019	3,044	3,066
유형자산	1,509	1,623	1,664	1,701	1,735
무형자산	560	616	601	587	573
투자자산	221	206	207	209	211
기타비유동자산	493	547	547	547	547
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,595	3,670	3,687	3,754	3,826
유동부채	590	600	550	579	602
단기차입금	105	77	77	77	77
매입채무	189	186	194	219	239
유동성장기부채	115	181	120	120	120
기타유동부채	181	156	159	162	166
비유동부채	740	741	776	751	726
사채	70	60	160	160	160
장기차입금	523	521	451	421	391
장기금융부채 (리스포함)	23	19	19	19	19
기타비유동부채	124	142	147	152	157
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,331	1,341	1,326	1,330	1,329
지배주주지분	2,213	2,289	2,328	2,403	2,491
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,195	2,198	2,198	2,198	2,198
자본조정 등	-480	-480	-480	-480	-480
기타포괄이익누계액	16	13	13	13	13
이익잉여금	367	444	484	558	646
비지배주주지분	52	39	33	21	7
자본총계	2,265	2,328	2,361	2,424	2,498

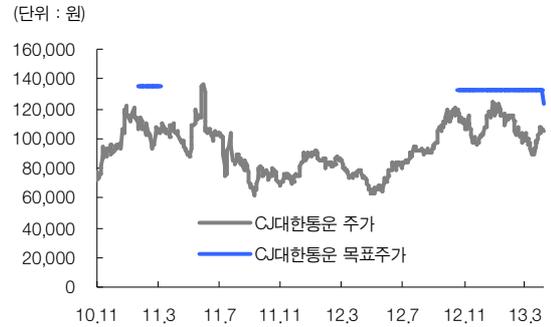
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	3,551	3,051	1,451	2,749	3,226
EPS(지배순이익 기준)	3,704	3,630	1,727	3,275	3,844
BPS(자본총계 기준)	74,724	75,070	77,161	80,528	84,359
BPS(지배지분 기준)	72,444	73,352	75,719	79,612	84,057
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	21.1	32.9	72.0	38.0	32.4
PER(지배순이익 기준)	20.2	27.7	60.5	31.9	27.2
PBR(자본총계 기준)	1.0	1.3	1.4	1.3	1.2
PBR(지배지분 기준)	1.0	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(Reported)	11.8	15.1	16.9	13.8	12.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	19.3	-14.1	-52.4	89.4	17.4
EPS(지배순이익 기준)	23.3	-2.0	-52.4	89.4	17.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.8	3.0	1.4	2.6	3.0
ROE(지배순이익 기준)	4.1	3.7	1.7	3.2	3.6
ROA	2.3	1.9	0.9	1.7	1.9
안정성 (%)					
부채비율	58.7	57.6	56.1	54.9	53.2
순차입금비율	25.9	30.3	29.3	27.1	24.0
이자보상배율	2.5	3.2	2.7	3.9	4.8

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/03/30	BUY	135,000			
*담당자 변경					
12/11/28	BUY	133,000			
12/12/03	BUY	133,000			
13/01/08	BUY	133,000			
13/01/22	BUY	133,000			
13/02/28	BUY	133,000			
13/03/04	BUY	133,000			
13/05/03	BUY	123,000			

▶ 최근 2년간 CJ대한통운 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.