

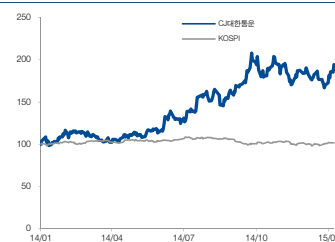
## 국내 택배시장 평정. 이제는 글로벌 물류업체로 도약

|                |                   |     |      |
|----------------|-------------------|-----|------|
| 현재주가 (02/03)   | 200,000원          |     |      |
| 상승여력           | 25.0%             |     |      |
| 시가총액           | 4,562십억원          |     |      |
| 발행주식수          | 22,812천주          |     |      |
| 자본금/액면가        | 114십억원/5,000원     |     |      |
| 52주 최고가/최저가    | 214,000원/101,500원 |     |      |
| 일평균 거래대금 (60일) | 13십억원             |     |      |
| 외국인지분율         | 10.58%            |     |      |
| 주요주주           | CJ제일제당 외 1인       |     |      |
|                | 40.16%            |     |      |
| 주가상승률          | 1M                | 3M  | 6M   |
| 절대주가(%)        | 6.7               | 7.8 | 39.9 |
| 상대주가(%p)       | 5.3               | 7.9 | 48.5 |

※ K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원)   | EPS(14F) | EPS(15F) | T/P     |
|-----------|----------|----------|---------|
| Before    | 1,428    | 5,845    | 250,000 |
| After     | 2,549    | 5,615    | 250,000 |
| Consensus | 2,269    | 5,636    | 217,692 |
| Cons. 차이  | 12.3%    | -0.4%    | 14.8%   |

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 4Q14실적은 컨센서스 및 당사 추정치를 상회하는 서프라이즈
- 4Q14 택배 처리량 사상 최고치. 택배시장 내 시장 지배력 강화 가속화
- 한국, 일본 택배시장 성장세 오히려 강화 추세. 글로벌 택배업체 재평가 추이 지속
- 2015년 Global 사업 역량 강화 원년이 될 것. 당사 운송업종 Top pick 유지

### 2) 주요 이슈 및 실적전망

- 4Q14 실적은 (중단사업부 제외) 매출액 1.23조원(+13.8%, yoy), 영업이익 592원(+276.0%, yoy) 기록. 당사 추정치 및 컨센서스를 상회하는 호실적 기록
- 4Q14 택배 처리량 1.78억 Box(+20.6%) 기록. 특히, 12월 계절성 강화로 물량 폭증 (+31.1%, yoy). 해외업체들의 Black Friday 마케팅에 대응한 국내 유통업체들의 마케팅 영향으로 판단. **이러한 계절성 강화는 서비스 격차 확대로 동사의 시장 지배력 강화를 더욱 가속화 할 것**
- 1. 동사는 13,000여 명의 택배 배송 기사와 압도적인 처리 CAPA를 보유. 특히 택배 배송 기사 경쟁사 대비 3배 이상. 계절적으로 수요가 강화되는 시기에 경쟁사 대비 배송 서비스 경쟁력 차 이 확연히 들어날 수 밖에 없는 구조. 동사의 시장 지배력 강화 예상
- **국내 뿐 아니라, 일본 역시 택배 시장은 성숙기에 접어들었으나, 오히려 성장세는 강화되는 추세. Global 택배 업체들의 재평가로 이루어지고 있음**
- 1. 2014년 국내 택배 물량은 162억개(+7.5%, yoy)로 전년 7.3% 대비 오히려 강화
- 2. 일본 택배 시장 FY13 기준 택배 물량은 36.4억개(+3.1% yoy). 인구 감소와 경기 침체로 2000년대 후반 택배 처리량 감소했으나, 전자상거래 급증으로 다시 택배 시장 성장세로 진입
- 3. 주요 업체인 Yamato Holdings, Singapore Post 등 Valuation Multiple 확장 추이 지속
- **2015년 Global 물류사업 강화에 주목**
- 1. 해외업체 M&A, 해외 물류 사업 진출 등 다양한 사업기회 포착. Global Player로 성장 원년
- 2. 해외 전자상거래 물량 급성장. Forwarding과 택배 매출 동시 성장하는 선순환 구조
- 3. IKEA 물류 사업 파트너로 선정. 당장 실적 보다는 향후 Reputation 강화로 이어질 전망

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 현재 2015년 기준 수정PER 27.2X, 수정PBR 1.46X에서 거래중. Peer 대비 프리미엄 정당
- 향후 해외 물류 업체 인수 및 Global 물류 사업 확대로 주가 모멘텀 강화될 것

### 요약 실적 및 Valuation

| 구분    | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EBITDA<br>(십억원) | EPS<br>(십억원) | 증감율<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 배당수익률<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|--------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2012  | 2,627        | 143           | 82.8         | 229.9           | 3,630        | -2.0       | 27.7       | 1.4        | 13.2             | 3.7        | 0.0          |
| 2013  | 3,795        | 64            | -55.8        | 151.3           | -2,445       | 적전         | N/A        | 1.8        | 25.5             | -2.5       | 0.0          |
| 2014P | 4,560        | 167           | 58.1         | 290.5           | 2,549        | 흑전         | 76.9       | 3.4        | 20.3             | 2.6        | 0.0          |
| 2015F | 5,044        | 238           | 128.1        | 362.8           | 5,615        | 120.3      | 35.6       | 3.1        | 16.1             | 5.5        | 0.0          |
| 2016F | 5,411        | 271           | 159.7        | 397.0           | 7,002        | 24.7       | 28.6       | 2.7        | 14.4             | 6.5        | 0.0          |

\* K-IFRS 연결 기준

### 택배사업 영업레버리지 효과 극대화와 글로벌 매출 급증으로 어닝 서프라이즈

어닝 서프라이즈를 이끈  
것은 택배 처리량  
고성장과 글로벌 사업  
매출액 급증

CJ대한통운의 4Q14 실적은 당사 전망과 시장 컨센서스를 상회하는 매출액 1,230억 원(+13.8%, yoy), 영업이익 592억 원(+276.0%, yoy)로 서프라이즈를 기록하였다. 지배주주 순이익은 법인세 환입 영향으로 400억 원을 기록하여 전년 동기비 흑자 전환 하였다. 서프라이즈를 이끈 것은 택배 처리량 고성장과 글로벌 사업 매출액 증대였다. 특히, 택배 처리량 20.6%(yoy) 증가로, 영업레버리지 효과가 극대화 되어 택배부문 GPM이 12.1%까지 확대 되며 실적 개선을 이끌었다.

항공 포워딩 화물 증가 및  
비용효율화로 글로벌 사업  
매출 및 수익성 개선

Global 사업부문은 미국서부항만 적체로 수익성이 높은 항공 포워딩 화물 증가, 그리고 이른바 "직구"로 불리는 해외 전자상거래 물량 증가로 매출액이 3,413억 원(+20.2%, yoy)을 기록하며 실적 서프라이즈의 또 다른 주역이 되었다. 또한 해외 자회사 구조조정 등으로 비용 효율성이 개선되며 GPM 9.7%를 기록하여 전년 동기비 4.6%p, 전분기 대비 1.5%p 개선되었다.

2015년 OPM 4.7%까지  
개선 될 것으로 기대

이에 따라, 동사의 OPM은 4.8%까지 확대되며, 2013년 합병 이후 충격에서 벗어나 정상화에 어느 정도 근접한 것으로 판단한다. 2015년에는 택배부문 영업레버리지 효과 지속과 Global 사업 정상화 효과가 연중 반영 될 전망이며, 특히, 택배부문은 영업레버리지 효과에 따른, 수익성 개선 여지가 여전히 남아 있는 것으로 판단하여 전사 OPM은 2014년 대비 1.0%p 개선된 4.7%를 기록 할 수 있을 것으로 전망된다.

〈표1〉 4분기 잠정 실적 요약

(십억원)

|          | 4Q14P   | 당사 추정치  | 차이    | Consensus | 차이    | 4Q13    | % YoY  | 3Q14    | % QoQ  |
|----------|---------|---------|-------|-----------|-------|---------|--------|---------|--------|
| 매출액      | 1,230.9 | 1,183.6 | 4.0%  | 1,189.9   | 3.4%  | 1,081.3 | 13.8%  | 1,134.3 | 8.5%   |
| 영업이익     | 59.2    | 57.4    | 3.1%  | 51.0      | 16.1% | 15.7    | 277.1% | 41.2    | 43.7%  |
| 영업이익률    | 4.8%    | 4.8%    | 0.0%p | 4.3%      | 0.5%p | 1.5%    | 3.4%p  | 3.6%    | 1.2%p  |
| 세전이익     | 40.0    | 17.4    | N/A   | 40.0      | -0.1% | -50.1   | 흑전     | 21.0    | 90.5%  |
| 지배지분 순이익 | 37.0    | 11.3    | N/A   | 30.3      | N/A   | -33.8   | 흑전     | 16.0    | 131.3% |

자료: CJ대한통운, Fnguide, HMC투자증권

〈표2〉 실적추정 변경

(십억원)

|         | 2015F   |         |        |           |       | 2016F   |         |        |           |       |
|---------|---------|---------|--------|-----------|-------|---------|---------|--------|-----------|-------|
|         | 변경후     | 변경전     | 변동율    | Consensus | 차이    | 변경후     | 변경전     | 변동율    | Consensus | 차이    |
| 매출액     | 5,044.0 | 4,867.1 | 3.6%   | 4,889.2   | 3.2%  | 5,411.2 | 5,186.5 | 4.3%   | 5,232.6   | 3.4%  |
| 영업이익    | 238.1   | 238.0   | 0.0%   | 219.9     | 8.3%  | 271.4   | 266.6   | 1.8%   | 251.7     | 7.8%  |
| 영업이익률   | 4.7%    | 4.9%    | -0.2%p | 4.5%      | 0.2%p | 5.0%    | 5.1%    | -0.1%p | 4.8%      | 0.2%p |
| 지배지분순이익 | 128.1   | 133.3   | -0.04% | 128.6     | -0.4% | 159.7   | 160.4   | -0.00% | 152.9     | 4.4%  |

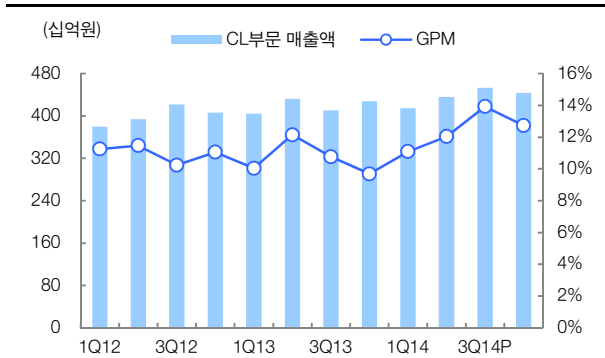
자료: CJ대한통운, Fnguide, HMC투자증권

〈표3〉 CJ대한통운 실적추정

|              | 1Q14  | 2Q14  | 3Q14  | 4Q14P | 1Q15F | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F | 2013  | 2014P | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 1,077 | 1,119 | 1,134 | 1,231 | 1,207 | 1,235 | 1,243 | 1,359 | 3,795 | 4,560 | 5,044 | 5,411 |
| 택배           | 294   | 307   | 324   | 376   | 346   | 359   | 357   | 413   | 996   | 1,300 | 1,475 | 1,647 |
| 처리량 (백만 Box) | 137   | 148   | 154   | 178   | 162   | 173   | 170   | 196   | 469   | 618   | 701   | 771   |
| (yoy, %)     | 114%  | 17%   | 18%   | 21%   | 18%   | 17%   | 10%   | 10%   | -12%  | 32%   | 13%   | 10%   |
| TPL          | 415   | 436   | 453   | 444   | 442   | 456   | 473   | 464   | 1,509 | 1,747 | 1,834 | 1,917 |
| 글로벌          | 301   | 301   | 301   | 341   | 346   | 343   | 346   | 410   | 1,071 | 1,244 | 1,445 | 1,546 |
| 해운항만         | 68    | 75    | 56    | 70    | 73    | 77    | 67    | 72    | 220   | 269   | 290   | 302   |
| 매출총이익        | 102   | 113   | 121   | 143   | 132   | 136   | 134   | 162   | 300   | 479   | 564   | 607   |
| 택배           | 26    | 29    | 27    | 46    | 33    | 35    | 32    | 54    | 52    | 128   | 153   | 174   |
| CL           | 46    | 53    | 63    | 57    | 57    | 59    | 62    | 60    | 170   | 218   | 238   | 249   |
| 글로벌          | 24    | 24    | 25    | 33    | 34    | 34    | 34    | 40    | 56    | 106   | 142   | 151   |
| 해운항만         | 6     | 8     | 6     | 7     | 8     | 8     | 7     | 8     | 22    | 27    | 30    | 32    |
| GPM          | 9.5%  | 10.1% | 10.7% | 11.6% | 10.9% | 11.0% | 10.8% | 11.9% | 7.9%  | 10.5% | 11.2% | 11.2% |
| 택배           | 8.9%  | 9.4%  | 8.4%  | 12.1% | 9.4%  | 9.8%  | 8.9%  | 13.0% | 5.2%  | 9.8%  | 10.4% | 10.6% |
| CL           | 11.1% | 12.0% | 13.9% | 12.7% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 11.3% | 12.5% | 13.0% | 13.0% |
| 글로벌          | 7.9%  | 8.0%  | 8.2%  | 9.7%  | 9.8%  | 9.8%  | 9.8%  | 9.8%  | 5.2%  | 8.5%  | 9.8%  | 9.8%  |
| 해운항만         | 8.9%  | 10.0% | 10.9% | 10.5% | 10.5% | 10.5% | 10.5% | 10.5% | 10.2% | 10.0% | 10.5% | 10.5% |
| 판매비          | 74    | 74    | 80    | 83    | 80    | 79    | 81    | 85    | 233   | 312   | 326   | 335   |
| 영업이익         | 28    | 39    | 41    | 59    | 52    | 57    | 53    | 77    | 67    | 167   | 238   | 271   |
| OPM          | 2.6%  | 3.5%  | 3.6%  | 4.8%  | 4.3%  | 4.6%  | 4.2%  | 5.7%  | 1.8%  | 3.7%  | 4.7%  | 5.0%  |
| 세전이익         | 9     | 16    | 21    | 41    | 37    | 43    | 39    | 63    | -45   | 87    | 182   | 227   |
| 지배주주순이익      | 1     | 5     | 15    | 37    | 26    | 30    | 28    | 44    | -56   | 58    | 128   | 160   |
| NPM          | 0.1%  | 0.5%  | 1.3%  | 3.0%  | 2.2%  | 2.4%  | 2.2%  | 3.3%  | -1.5% | 1.3%  | 2.5%  | 3.0%  |

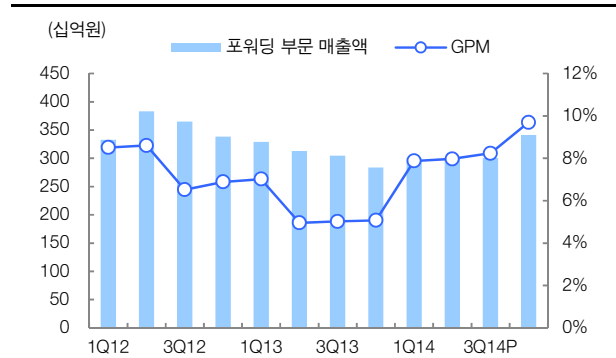
자료: CJ대한통운, HMC투자증권

〈그림1〉 CL GPM



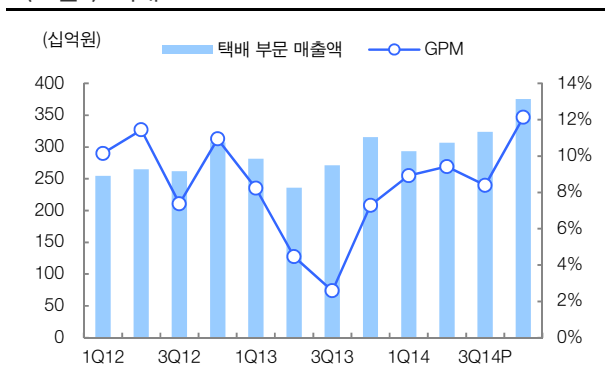
자료: CJ대한통운 HMC투자증권

〈그림2〉 포워딩(글로벌) GPM



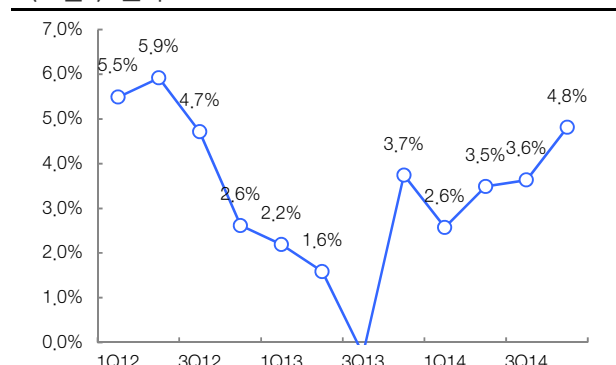
자료: CJ대한통운 HMC투자증권

〈그림3〉 택배 GPM



자료: CJ대한통운 HMC투자증권

〈그림4〉 전사 OPM



자료: CJ대한통운 HMC투자증권

**국내 택배산업, 시간은 거꾸로 간다!**

국내 택배시장 성장세  
강화되는 추세

2014년 국내 택배 처리량은 16.2억박스를 기록하여 전년대비 7.5% 성장하였다. 2013년 물량이 7.3% 증가한 것에 비하면 성장세가 강화되었다. 1인당 연간 택배 이용 횟수는 2013년 30.1회에서 2.1회 증가한 32.2회를 기록하여, 사람들이 택배를 이용하는 횟수가 점점 증가하고 있는 추세이다. 매출액 기준 시장 규모는 3조 9,750억원(+6.4%, yoy)을 기록 하여 역시, 2013년 6.1% 성장 대비 성장세가 강화되었다. 이는 2013년 택배 단가가 1.2% 하락한데 반해, 2014년에는 1.0% 하락하면서 하락폭이 감소하였기 때문이다. 단가가 하락한 것은 아쉬운 일이지만, 이것은 택배 시장 과열이라기 보다는, 상대적으로 택배 단가가 낮은 B2C 물량 급증에 따른 Product Mix 효과로 판단하는 것이 적절해 보인다.

민간소비 위축에도  
온라인 전자상거래 수요로  
택배시장 성장세 강화

전체적으로 민간소비가 위축되고 있는 가운데, 소비와 직결된 택배시장 성장세 강화 추세는 눈 여겨 볼 부분이다. 당사는 2014년 GDP 성장률을 3.3%로 추정하고 있어 2013년 대비 소폭 성장세가 강화 될 것으로 예상하고 있으나, 민간소비 증가율은 2013년 2.0% 대비 약화된 1.7%로 추정하고 있다. 전체적으로 소비가 회복되지 못하고 있는 상황에서 택배 시장은 오히려 "회춘"하고 있는 것으로 보인다. 이는, 온라인 전자상거래 급증으로 인해 B2C 시장이 급속히 커지고 있기 때문인 것으로 판단한다.

해외 직구로 인한  
직접접촉 효과, 택배 시장  
성장 자극

당사는 2015년에도 택배시장 성장 추이가 더욱 강화 될 것으로 판단한다. 특히, Black Friday로 대표되는 이른바 "직구" 라고 불리는 Global 전자상거래 수요 확대는 택배시장 성장을 자극하는 촉매제가 될 것이다. 이는 inbound로 들어오는 직구관련 택배 물량이 증가하는 이유도 있지만, 해외 사이트를 이용하는 소비자들의 트렌드에 대응하기 위한 온/오프라인 업체들의 전략 변화에도 있다. 옴니 채널의 등장이 가속화 되고 있고, 미국의 쇼핑시즌이 되면, "한국판 Black Friday"를 표방하는 온라인 업체들의 판촉 강화는 배송 시장 성장을 더욱 자극 할 것으로 판단한다. 이에 따라, 2015년 택배 물량은 7.9% 증가한 17.5억박스를 기록 할 것으로 전망한다.

〈그림5〉 11번가 '코리아 블랙프라이데이' 홍보



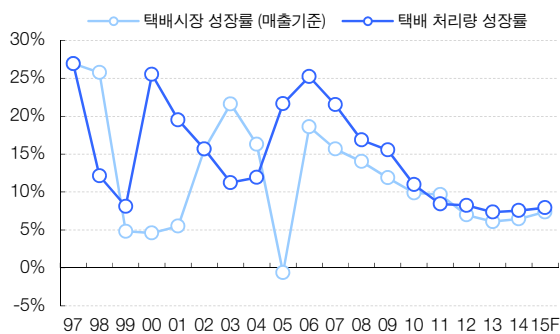
자료 : 언론, HMC투자증권

## 일본, 정체되었던 택배시장의 부활

### 일본 택배 시장도 회춘 추이

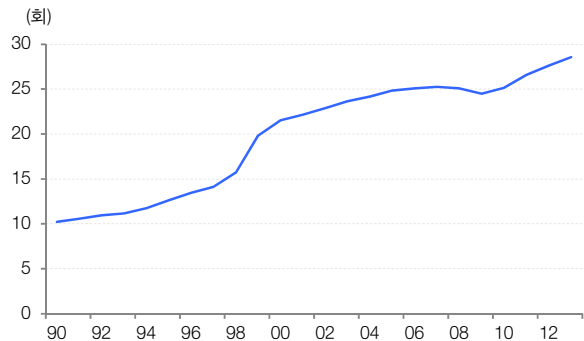
이러한 택배시장의 “회춘” 트렌드는 비단 국내에서만 일어나고 있는 것은 아니다. 일본 택배 처리량은 2008년 이후 안타깝게도 인구가 감소하기 시작하면서 감소하는 듯 보였다. 하지만, 전자상거래 활성화로 1인당 택배 이용횟수가 급격히 증가하면서 2010년 이후 다시 성장세로 전환하였다. 2008년 1인당 택배 이용횟수가 연간 25.1회였던 것이 2013년 28.6회로 3.5회 증가 한 것이다. 일본 택배 단가가 하락하고 있는 것으로 알려지고 있지만, 이 역시 단가가 상대적으로 낮은 B2C 물량의 고성장으로 인한 자연스러운 현상이다. 특히, 일본의 경우 택배 시장 성장 초기 편의점 택배와 선물 배송 등 C2C 물량이 중심이 되었기 때문에 상대적으로 높은 단가를 유지 할 수 있었을 것으로 판단한다.

〈그림6〉 국내 연간 택배 물량 증가율



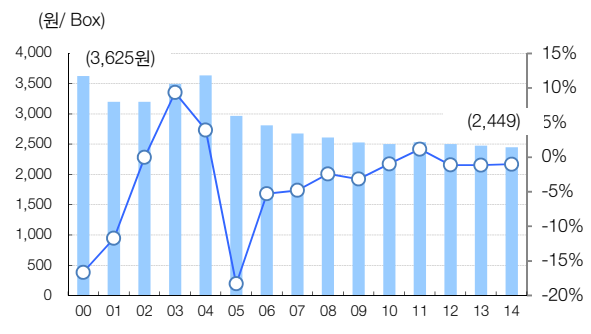
자료 Thomson Datastream, HMC투자증권

〈그림8〉 1인당 택배 사용량 (일본)



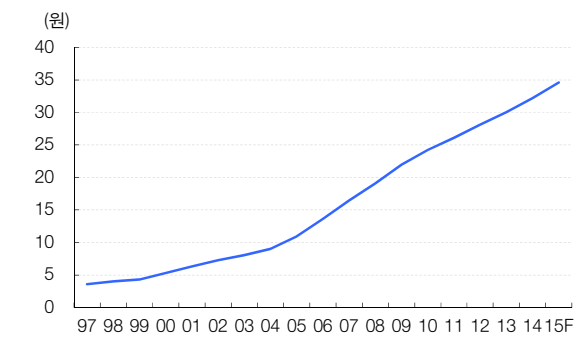
자료 Thomson Datastream, HMC투자증권

〈그림7〉 국내 연간 택배 단가 추이



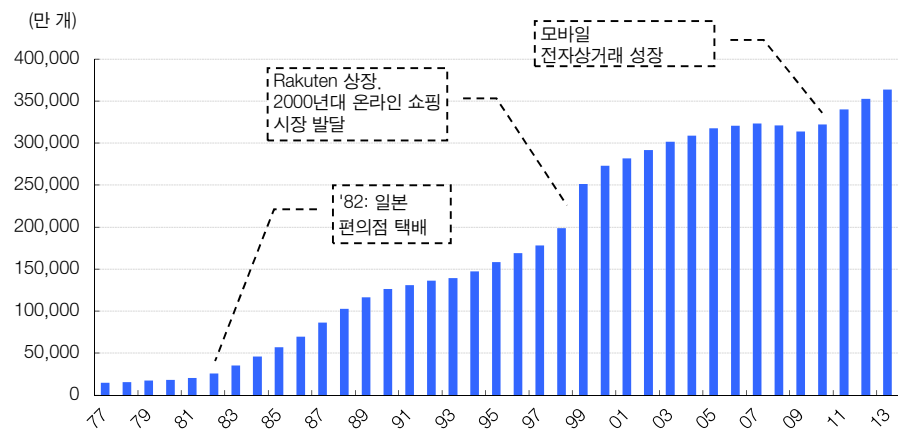
자료 : Thomson Datastream, HMC투자증권

〈그림9〉 1인당 택배 사용량 (우리나라)



자료 : Thomson Datastream, HMC투자증권

〈그림10〉 일본 택배시장 제 3 성장기에 진입



자료 : 물류산업총람, HMC투자증권

### 택배시장 고성장은 글로벌 택배업체 Multiple Rerating으로 연결

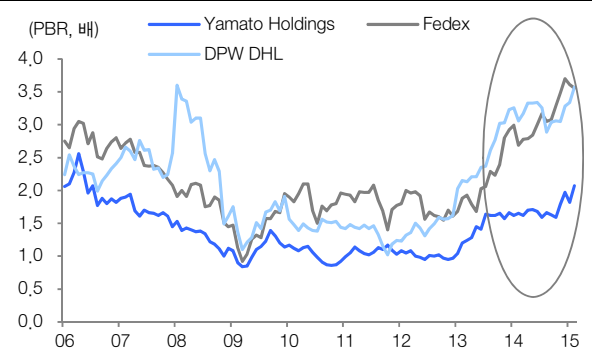
#### 주요 택배업체 Multiple Rerating 지속

이러한 택배 시장의 고성장은 각국 대표 택배업체들의 Multiple Rerating으로 나타나고 있다. 일본 1위 업체인 Yamato Holdings, Alibaba가 지분을 매입한 Singapore Post 등 택배 관련 매출 비중이 높은 기업들의 경우 2013년 이후 Rerating이 지속되었으며, 현 시점에 서도 Multiple이 지속 확대되고 있는 상황이다. 중장기적으로 Alibaba나 Amazon 등 Global 온라인 쇼핑 업체들의 영업력 강화와 오프라인 업체들의 옴니채널 강화 등으로 택배 시장의 성장세는 강화 될 것으로 판단하며, 이로 인해 대표 업체들 역시 고성장세가 지속 될 것으로 보인다. 특히, 규모의 경제를 갖춘 1위 업체들의 시장 지배력은 더욱 공고 해 질 가능성이 높기 때문에, 1위 사업자가 갖는 프리미엄은 지속될 것이다.

#### CJ 대한통운 Peer 대비 프리미엄 정당

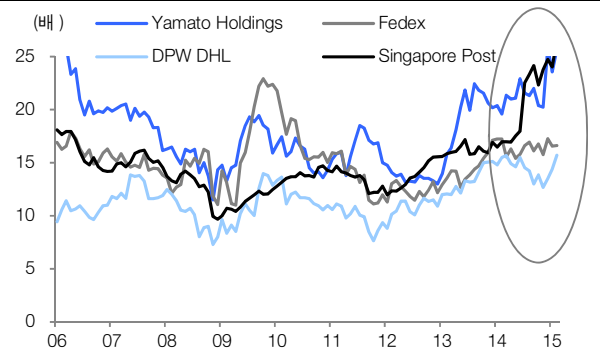
CJ대한통운은 자사주를 제외한 주식수로 주당지표를 산정할 경우 PER 27.2배 수준으로 Peer인 Yamato Holdings와 Singapore Post 대비 소폭 프리미엄에 거래되고 있다. 하지만, 시장 성장성 측면에서 높은 프리미엄은 정당화 될 수 있을 것으로 판단한다. 또한, Yamato Holdings 대비 낮은 ROE로 인해 PBR multiple은 Discount 되어 거래되고 있지만, 동사의 ROE가 수익성 개선과, 재무 건전성 개선 등으로 점차 확대 될 것을 감안하면, 동사의 Multiple은 점진적으로 Yamato Holdings와 Gap을 줄여 나갈 것으로 전망한다.

〈그림11〉 Peer Trailing PBR 추이



자료 Thomson Datastream, HMC투자증권

〈그림12〉 Global Peer 12개월 Fwd PER



자료 : Thomson Datastream, HMC투자증권

〈표4〉 수정 Vs. 기본 주당지표 및 Valuation

|                           | 12      | 13      | 14F     | 15F     |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>수정주당지표 및 Valuation</b> |         |         |         |         |
| 수정BPS (원)                 | 131,629 | 127,291 | 129,741 | 137,093 |
| 수정EPS (원)                 | 4,763   | -3,201  | 3,337   | 7,351   |
| 수정PBR (배)                 | .8      | 0.8     | 1.5     | 1.5     |
| 수정PER (배)                 | 21.1    | NA      | 58.7    | 27.2    |
| 수정EV/EBITDA (배)           | 10.7    | 21.8    | 16.5    | 13.0    |
| <b>기본주당지표 및 Valuation</b> |         |         |         |         |
| BPS (원)                   | 100,335 | 97,222  | 99,093  | 104,708 |
| EPS (원)                   | 3,630   | -2,445  | 2,549   | 5,615   |
| PBR (배)                   | 1.0     | 1.0     | 2.0     | 1.9     |
| PER (배)                   | 27.7    | NA      | 76.9    | .6      |
| EV/EBITDA (배)             | 13.0    | 25.3    | 20.2    | 16.0    |

자료: WiserIn, HMC투자증권

〈표5〉 Global Peer Valuation 비교

|                            | ROE (%) |      |       | PER (배) |      |      | PBR (배) |      |      | EV/EBITDA (배) |      |      |
|----------------------------|---------|------|-------|---------|------|------|---------|------|------|---------------|------|------|
|                            | 14P     | 15F  | 16F   | 14P     | 15F  | 16F  | 14P     | 15F  | 16F  | 14P           | 15F  | 16F  |
| CJ 대한통운                    | 2,6     | 5,5  | 6,5   | 58,73   | 27,2 | 21,8 | 1,5     | 1,5  | 1,4  | 16,5          | 13,0 | 11,6 |
| YAMATO HOLDINGS            | 7,2     | 7,4  | 7,5   | 27,3    | 25,2 | 23,2 | 2,0     | 1,9  | 1,8  | 9,3           | 8,9  | 8,7  |
| SINGAPORE POST             | 23,7    | 20,8 | 20,5  | 27,9    | 25,2 | 22,2 | 5,2     | 5,0  | 4,4  | 18,3          | 16,9 | 14,9 |
| UNITED PARCEL SERVICE-CL B | 60,9    | 83,5 | 100,9 | 21,0    | 19,4 | 17,2 | 14,8    | 14,1 | 13,1 | 11,1          | 10,2 | 9,5  |
| FEDEX                      | 15,8    | 18,1 | 18,1  | 19,1    | 15,6 | 13,5 | 3,0     | 2,6  | 2,3  | 7,4           | 6,3  | 5,5  |
| DEUTSCHE POST AG-REG       | 20,8    | 20,3 | 20,5  | 17,4    | 16,4 | 14,7 | 3,5     | 3,1  | 2,9  | 8,8           | 8,2  | 7,3  |

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

### 택배 수요 계절성 강화는 CJ대한통운의 시장지배력 높이는 결정적 계기

12월 택배수요 성장률은

연간 수요 증가율의

2배 이상

최근 트렌드에 있어 가장 특이한 점은 4분기 계절성의 강화이다. 앞부분에 설명한 대로, 해외 직구 등 해외 전자상거래 물량 증가와 이에 대응하기 위한 국내 온라인 업체들의 판촉 강화 등으로 인해 4분기, 특히 12월의 물량 집중도가 점점 강화되고 있는 것으로 보인다. 특히, 2014년 12월 물동량은 대형 3사 기준으로 전년동기비 25.7% 증가하여, 연간 대형 3사 물량 성장률 12.1%를 2배 이상 초과하여 성장 한 것이다.

계절성 강화는 CJ대한통운

시장 지배력 높이는

결정적 계기

이러한 계절성 강화는 CJ대한통운의 시장 지배력을 높이는 결정적인 계기가 될 것으로 판단한다. 왜냐하면, 이처럼 높은 계절성에 대비하려면 택배업체들은 Peak 시즌에 대비한 여유 CAPA를 확보 해야 배송서비스의 품질을 유지할 수 있는데, 이는 결국 규모와 비례할 수 밖에 없을 것이기 때문이다.

경쟁사 대비 압도적

택배 처리 능력

CJ대한통운은 약 13,000명의 배송기사를 확보하고 있어, 전국 커버리지가 가장 높고, 배송 집적도가 높다. 하지만, 2위권 업체들의 경우 확보하고 있는 배송기사가 동사 대비 1/3이 되지 않는다. 따라서, Peak 시즌 배송 서비스 품질을 유지하기가 어려워진다. 이를 해결하기 위해서는 더 많은 택배 배송 기사를 확보해야 할 필요가 생기는데, 배송 집적도가 높은 CJ대한통운에 대한 택배 배송기사들의 선호도가 높을 수 밖에 없다는 점을 감안하면, 업체로서는 배송수수료 인상 등 원가 부담을 높이는 방법을 선택 할 수 밖에 없다.

CJ대한통운이 제공하는 데이터를 통해서 2위권 업체와의 택배 처리 능력을 비교 할 수 있는데, 3사 기준 택배처리량은 전월비 12.1% 증가했으나, CJ대한통운의 경우 14.8% 증가한 반면, 나머지 2개사는 9.1% 증가하는데 그쳤다. 터미널 CAPA와 배송기사 커버리지 측면에서 택배 처리 능력 차이를 극명하게 나타내 주는 데이터라는 판단이다.



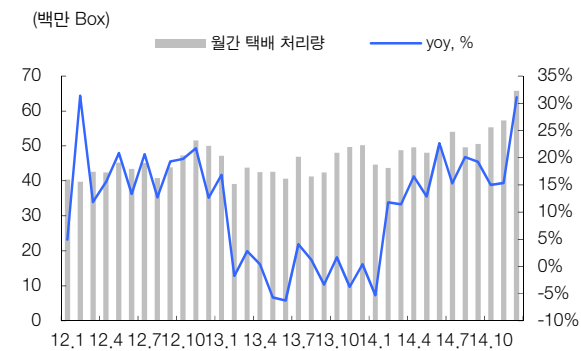
### 유연한 CAPA 운영으로 2위권 업체들의 원가 우위

또한, CAPA의 운영 능력 면에서도 대형 업체 대비 우위를 가지기 힘들어 진다. 동사는 총 6개의 허브를 운용하는데, 물량 부담이 적은 기간에는 이 중 1~2개 터미널의 가동을 멈추는 방식으로 인건비 및 간선 비용을 절감한다. 하지만, 택배 처리 허브 수가 많지 않은 2위권 업체들의 경우에는 이러한 유연한 대응이 불가능 하다. 허브가 3개뿐인데 1개 허브의 가동을 멈추는 순간 33%의 처리 능력을 잃기 때문이다. 6개의 허브를 운용할 경우는 Max 17% 감소 할 뿐이다. 그렇다고, 항상 성수기 수준의 CAPA를 가동 할 수도 없는 노릇이다. 이는 곧 고정비 증가로 귀결되기 때문이다.

### 향후 배송서비스 품질차이 극명해 질 것

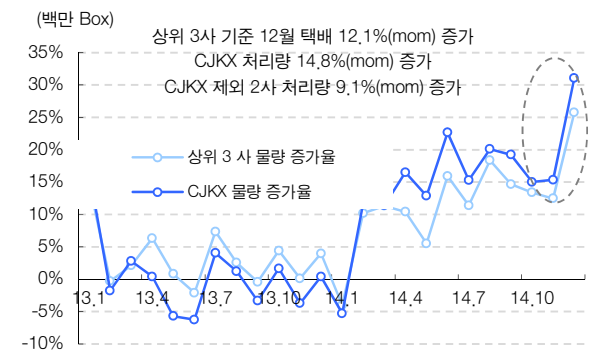
결국 이러한 계절성 강화는 배송 서비스 품질 차이를 극명하게 드러낼 수 밖에 없다. 중국에는 배송 지연 등을 겪은 화주들의 이탈, 또는, 2위권 업체들의 비용부담으로 이어질 수 밖에 없어 1위 업체의 시장 지배력 강화로 이어질 것이다.

〈그림13〉 CJ대한통운 월간 택배 처리량



자료 : CJ대한통운 HMC투자증권

〈그림14〉 CJKX 압도적인 택배 처리 능력



자료 : CJ대한통운, HMC투자증권



## 2015년 글로벌 물류업체로 도약하는 원년

### APL logistics 인수 추진중

2015년 동사의 해외사업에 주목해 볼 필요가 있다. 동사는 현재 APL logistics 인수 작업을 진행 중이다. APL logistics는 연간 매출액이 1.7조원 수준인 Global 물류업체이다. 전체 매출액의 60%가 북미에서 발생되며, 아시아와 유럽을 잇는 네트워크에 강점을 가진 업체로 알려져 있다. 또한, 자동차 산업에서 연간 매출액의 약 40%를 올리고 있다.

### 향후 시너지 충분히 발휘할 수 있을 것으로 판단

만약, 이 인수가 확정 될 경우 국내 물류업체 사상 최대의 해외 물류업체 인수 사례가 될 것이다. 또한, 국내 타이어 업체 및 한국GM의 오랜 물류 파트너로 자동차 산업에서 쌓은 노하우가 있기 때문에 시너지가 충분 할 것으로 판단한다.

### IKEA 국내 배송 파트너 선정은 중요한 Track Record

또한, 동사는 올해 이케아의 국내 배송 파트너로 선정이 되었다. 향후 이케아는 광명점을 시작으로 5개 매장을 추가 개장 할 예정이다. 동사가 이케아 한국으로부터 받는 매출액 자체는 크지 않을 것으로 판단한다. 다만, 이러한 글로벌 업체의 물류를 성공적으로 처리 할 경우 해외 물류사업 진출에 있어 중요한 Track Record가 될 수 있다.

### 글로벌 Top 5 비전 여전히 유효

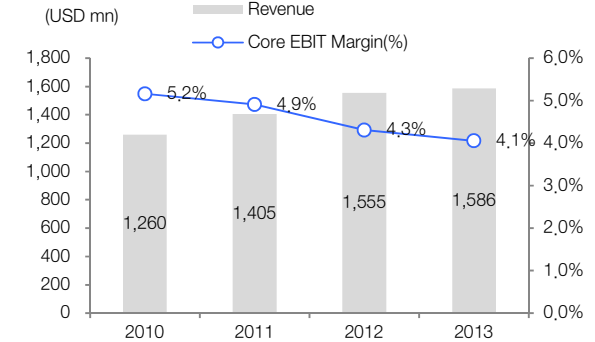
뿐만 아니라, 그룹사와 동반 해외 진출 및 추가적인 해외 업체 M&A 등 해외 사업에 집중 하여, 2020년 까지 전체 매출의 70%를 해외에서 발생시키고, Global Top 5 물류업체로 발돋움 할 것을 밝힌 만큼, 동사의 성장을 관심 있게 지켜 볼 필요가 있다.

〈그림15〉 Vision 2020 여전히 유효



자료 : CJ대한통운 HMC투자증권

〈그림16〉 APL logistics 매출 및 수익성 추이



자료 : APL, HMC투자증권

〈그림17〉 IKEA 물류 파트너 선정은 중요한 Track Record



자료 : 언론, HMC투자증권

# COMPANY NOTE

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서         | 2012  | 2013  | 2014P | 2015F | 2016F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 2,627 | 3,795 | 4,560 | 5,044 | 5,411 |
| 증가율 (%)         | 1.5   | 44.4  | 20.2  | 10.6  | 7.3   |
| <b>매출원가</b>     | 2,370 | 3,497 | 4,082 | 4,480 | 4,804 |
| 매출원가율 (%)       | 90.2  | 92.2  | 89.5  | 88.8  | 88.8  |
| <b>매출총이익</b>    | 258   | 298   | 479   | 564   | 607   |
| 매출이익률 (%)       | 9.8   | 7.8   | 10.5  | 11.2  | 11.2  |
| 증가율 (%)         | 9.6   | 15.4  | 60.8  | 17.8  | 7.6   |
| <b>판매관리비</b>    | 115   | 233   | 312   | 326   | 335   |
| 판매관리비율 (%)      | 4.4   | 6.1   | 6.8   | 6.5   | 6.2   |
| <b>EBITDA</b>   | 230   | 151   | 291   | 363   | 397   |
| EBITDA 이익률 (%)  | 8.7   | 4.0   | 6.4   | 7.2   | 7.3   |
| 증가율 (%)         | 15.3  | -34.2 | 92.0  | 24.9  | 9.4   |
| <b>영업이익</b>     | 143   | 64    | 167   | 238   | 271   |
| 영업이익률 (%)       | 5.4   | 1.7   | 3.7   | 4.7   | 5.0   |
| 증가율 (%)         | 14.4  | -55.1 | 160.3 | 42.5  | 14.0  |
| <b>영업외손익</b>    | -14   | -114  | -81   | -56   | -44   |
| 금융수익            | 37    | 63    | 32    | 37    | 34    |
| 금융비용            | 50    | 91    | 76    | 57    | 50    |
| 기타영업외손익         | -1    | -87   | -37   | -36   | -28   |
| 종속/관계기업관련손익     | -6    | 5     | 1     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 123   | -45   | 87    | 182   | 227   |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 4.7   | -1.2  | 1.9   | 3.6   | 4.2   |
| 증가율 (%)         | 183   | 적전    | 흑전    | 108   | 25    |
| 법인세비용           | 33    | -30   | 14    | 47    | 59    |
| 계속사업이익          | 90    | -15   | 73    | 135   | 168   |
| 중단사업이익          | -21   | -45   | -13   | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 70    | -60   | 60    | 135   | 168   |
| 당기순이익률 (%)      | 2.6   | -1.6  | 1.3   | 2.7   | 3.1   |
| 증가율 (%)         | -14.1 | 적전    | 흑전    | 123.5 | 24.7  |
| 자배주주지분 순이익      | 83    | -56   | 58    | 128   | 160   |
| 비자배주주지분 순이익     | -13   | -4    | 2     | 7     | 8     |
| 기타포괄이익          | -7    | -27   | -6    | 0     | 0     |
| 총포괄이익           | 63    | -87   | 54    | 135   | 168   |

(단위:십억원)

| 현금흐름표               | 2012 | 2013 | 2014P | 2015F | 2016F |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | 117  | -93  | 247   | 250   | 287   |
| <b>당기순이익</b>        | 70   | -60  | 60    | 135   | 168   |
| 유형자산 상각비            | 56   | 74   | 86    | 89    | 91    |
| 무형자산 상각비            | 30   | 13   | 37    | 36    | 35    |
| 외환손익                | 3    | 2    | -1    | 0     | 0     |
| 운전자본의 감소(증가)        | -126 | -144 | 17    | -9    | -7    |
| 기타                  | 83   | 21   | 47    | 0     | 0     |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | -219 | -129 | -77   | -105  | -164  |
| 투자자산의 감소(증가)        | 9    | 157  | -13   | -2    | -2    |
| 유형자산의 감소            | 9    | 77   | 19    | 0     | 0     |
| 유형자산의 증가(CAPEX)     | -183 | -244 | -90   | -100  | -160  |
| 기타                  | -55  | -118 | 8     | -3    | -2    |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | 22   | 174  | -162  | -139  | -119  |
| 차입금의 증가(감소)         | -35  | 456  | -193  | -29   | 1     |
| 사채의증가(감소)           | -10  | 429  | 50    | -110  | -120  |
| 자본의 증가              | 2    | 50   | -10   | 0     | 0     |
| 배당금                 | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                  | 65   | -761 | -9    | 0     | 0     |
| <b>기타현금흐름</b>       | 1    | -3   | -1    | 0     | 0     |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | -79  | -50  | 7     | 6     | 4     |
| 기초현금                | 231  | 152  | 101   | 109   | 115   |
| 기말현금                | 152  | 101  | 109   | 115   | 118   |

(단위:십억원)

| 재무상태표          | 2012  | 2013  | 2014P | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 678   | 1,330 | 1,288 | 1,377 | 1,445 |
| 현금성자산          | 152   | 101   | 109   | 115   | 118   |
| 단기투자자산         | 5     | 24    | 24    | 27    | 29    |
| 매출채권           | 403   | 694   | 751   | 829   | 890   |
| 재고자산           | 14    | 15    | 14    | 16    | 17    |
| 기타유동자산         | 104   | 496   | 391   | 391   | 391   |
| <b>비유동자산</b>   | 2,992 | 3,279 | 3,266 | 3,244 | 3,280 |
| 유형자산           | 1,623 | 1,816 | 1,788 | 1,800 | 1,869 |
| 무형자산           | 616   | 954   | 940   | 904   | 869   |
| 투자자산           | 206   | 54    | 67    | 69    | 70    |
| 기타비유동자산        | 547   | 455   | 471   | 471   | 471   |
| <b>기타금융업자산</b> | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자산총계</b>    | 3,670 | 4,609 | 4,554 | 4,620 | 4,724 |
| <b>유동부채</b>    | 600   | 957   | 954   | 1,019 | 1,071 |
| 단기차입금          | 77    | 249   | 224   | 224   | 224   |
| 매입채무           | 186   | 342   | 328   | 362   | 389   |
| 유동성장기부채        | 181   | 114   | 100   | 100   | 100   |
| 기타유동부채         | 156   | 252   | 302   | 333   | 358   |
| <b>비유동부채</b>   | 741   | 1,404 | 1,298 | 1,164 | 1,048 |
| 사채             | 60    | 489   | 539   | 429   | 309   |
| 장기차입금          | 521   | 805   | 645   | 615   | 615   |
| 장기금융부채 (리스포함)  | 19    | 17    | 8     | 8     | 8     |
| 기타비유동부채        | 142   | 94    | 107   | 113   | 117   |
| <b>기타금융업부채</b> | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 1,341 | 2,361 | 2,252 | 2,183 | 2,119 |
| <b>자배주주지분</b>  | 2,289 | 2,218 | 2,261 | 2,389 | 2,548 |
| 자본금            | 114   | 114   | 114   | 114   | 114   |
| 자본잉여금          | 2,197 | 2,248 | 2,238 | 2,238 | 2,238 |
| 자본조정 등         | -480  | -531  | -531  | -531  | -531  |
| 기타포괄이익누계액      | 13    | -12   | -18   | -18   | -18   |
| 이익잉여금          | 444   | 399   | 457   | 585   | 745   |
| <b>비자배주주지분</b> | 39    | 30    | 42    | 49    | 57    |
| <b>자본총계</b>    | 2,328 | 2,248 | 2,302 | 2,437 | 2,605 |

(단위: 원배,%)

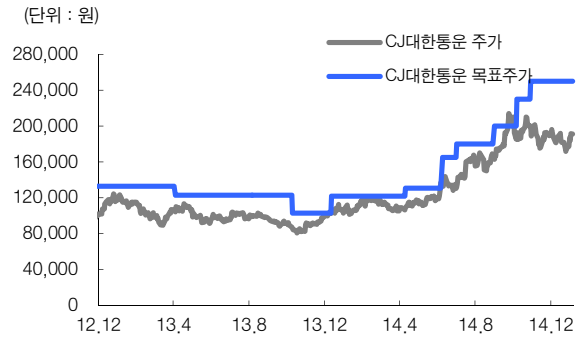
| 주요투자지표              | 2012   | 2013   | 2014P  | 2015F  | 2016F  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS(당기순이익 기준)       | 3,060  | -2,633 | 2,645  | 5,910  | 7,371  |
| EPS(자배순이익 기준)       | 3,630  | -2,445 | 2,549  | 5,615  | 7,002  |
| BPS(자본총계 기준)        | 75,068 | 56,727 | 59,739 | 67,226 | 76,113 |
| BPS(자배지분 기준)        | 73,351 | 55,397 | 57,905 | 65,097 | 73,615 |
| DPS                 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| PER(당기순이익 기준)       | 33.0   | NA     | 74.1   | 33.8   | 27.1   |
| PER(자배순이익 기준)       | 27.7   | NA     | 76.9   | 35.6   | 28.6   |
| PBR(자본총계 기준)        | 1.3    | 1.8    | 3.3    | 3.0    | 2.6    |
| PBR(자배지분 기준)        | 1.4    | 1.8    | 3.4    | 3.1    | 2.7    |
| EV/EBITDA(Reported) | 13.2   | 25.5   | 20.3   | 16.1   | 14.4   |
| 배당수익률               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>성장성 (%)</b>      |        |        |        |        |        |
| EPS(당기순이익 기준)       | -14.1  | 적전     | 흑전     | 123.5  | 24.7   |
| EPS(자배순이익 기준)       | -2.0   | 적전     | 흑전     | 120.3  | 24.7   |
| <b>수익성 (%)</b>      |        |        |        |        |        |
| ROE(당기순이익 기준)       | 3.0    | -2.6   | 2.7    | 5.7    | 6.7    |
| ROE(자배순이익 기준)       | 3.7    | -2.5   | 2.6    | 5.5    | 6.5    |
| ROA                 | 1.9    | -1.5   | 1.3    | 2.9    | 3.6    |
| <b>안정성 (%)</b>      |        |        |        |        |        |
| 부채비율                | 57.6   | 105.0  | 97.8   | 89.6   | 81.3   |
| 순차입금비용              | 30.3   | 69.1   | 60.3   | 50.9   | 42.8   |
| 이자보상배율              | 4.1    | 1.1    | 10.7   | 4.2    | 5.4    |

\* K-IFRS 연결기준

## ▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자       | 투자 의견 | 목표주가    | 일자       | 투자 의견 | 목표주가    |
|----------|-------|---------|----------|-------|---------|
| 12/11/28 | BUY   | 133,000 | 13/11/01 | BUY   | 123,000 |
| 12/12/03 | BUY   | 133,000 | 13/11/07 | BUY   | 103,000 |
| 13/01/08 | BUY   | 133,000 | 13/11/29 | BUY   | 103,000 |
| 13/01/22 | BUY   | 133,000 | 14/01/10 | BUY   | 122,000 |
| 13/02/28 | BUY   | 133,000 | 14/02/07 | BUY   | 122,000 |
| 13/03/04 | BUY   | 133,000 | 14/05/09 | BUY   | 131,000 |
| 13/05/03 | BUY   | 123,000 | 14/07/08 | BUY   | 165,000 |
| 13/06/14 | BUY   | 123,000 | 14/08/04 | BUY   | 180,000 |
| 13/06/26 | BUY   | 123,000 | 14/09/29 | BUY   | 200,000 |
| 13/07/10 | BUY   | 123,000 | 14/11/04 | BUY   | 230,000 |
| 13/08/02 | BUY   | 123,000 | 14/11/26 | BUY   | 250,000 |
| 13/09/27 | BUY   | 123,000 | 15/02/04 | BUY   | 250,000 |

## ▶ 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.

## ▶ 투자 의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 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.