



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(11/08): 156,500원

시가총액: 3조 5,701억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/08)	2,552.40pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	199,500원	152,000원
등락률	-20.55%	4.28%
수익률	절대	상대
1M	-3.1%	N/A
6M	-5.7%	-16.9%
1Y	-21.9%	-38.7%

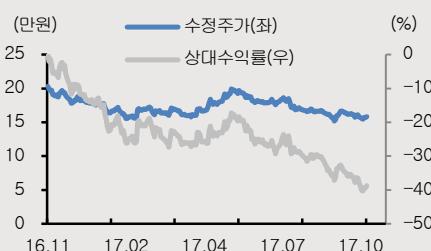
Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	35천주
외국인 지분율	16.77%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	107,038원
주요 주주	CJ제일제당 외 2인
	40.17%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	60,819	71,046	80,751	85,028
보고영업이익	2,284	2,416	2,952	3,491
핵심영업이익	2,284	2,416	2,952	3,491
EBITDA	3,734	3,791	4,374	4,957
세전이익	910	1,641	1,599	2,092
순이익	682	1,101	1,212	1,586
지배주주지분순이익	558	957	1,040	1,361
EPS(원)	2,446	4,195	4,560	5,965
증감률(%YoY)	21.4	71.5	8.7	30.8
PER(배)	73.2	42.7	39.3	30.0
PBR(배)	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.8	16.6	14.4	12.5
보고영업이익률(%)	3.8	3.4	3.7	4.1
핵심영업이익률(%)	3.8	3.4	3.7	4.1
ROE(%)	2.7	3.9	4.2	5.2
순부채비율(%)	59.7	56.3	51.2	45.5

Price Trend

 실적 Review

CJ대한통운 (000120)

영업이익률 정상화 지연



3분기 CJ대한통운 매출액은 택배 물량 증가와 해외 기업 신규 편입 효과로 큰 폭으로 증가했지만 영업이익률은 오히려 낮아지면서 벨류에이션 프리미엄을 정당화시키지는 못하고 있습니다. 따라서 해외 M&A를 통한 차별적 성장과 택배 시장에서의 경쟁력 강화는 계속되겠지만 영업이익률 정상화는 내년 하반기부터 이루어 질 가능성이 높다는 점에서 단기 모멘텀은 부족한 상황입니다.

>>> 3Q 영업이익 626억원, 영업이익률 하락

CJ대한통운은 지난 3Q IFRS 연결 기준 매출액 1조8,732원(YoY 기준 +25.7%)과 영업이익 626억원(+3.8%), 당기순이익 108억원(+1,851.6%)을 발표했음. 큰 폭의 매출 증가는 인도와 UAE 물류 기업이 M&A를 통해 추가됐고, 택배 물동량 증가 효과가 더해진 것으로 판단됨. 반면 영업이익은 소폭 증가에 그쳤는데 택배 단가 하락과 항만, 해운 관련 손실 등이 작용했음. 영업외로도 지분법 관련 손실이 추가로 발생하며 당기순이익도 108억원에 그쳤음.

>>> M/S 상승이 단가 인상으로 연결되기는 어려운 상황

지난 3분기 말 기준 CJ대한통운의 택배 시장 M/S는 45.8%이고 CJ대한통운, 한진, 롯데택배 등 빅3 내에서의 M/S도 64.8%를 차지하고 있음. 택배 시장 진입은 쉽지만 전국적인 네트워크 구축을 하기 위해서는 곳곳에 터미널과 트럭 등을 확보하는 과정에서 자금 부담이 크다는 점을 고려하면 택배 자동화 분류 설비와 곤지암 터미널 공사를 진행중인 CJ대한통운의 경쟁력은 더욱 강해지는 추세임. 그러나 택배 단가 하락이 물량 확보 경쟁 과정에서 발생하는 것뿐 아니라 박스 소형화 추세로 인한 것도 있는 만큼 과거처럼 점유율 상승이 급격한 단가 인상으로 연결되기는 쉽지 않다는 점은 고려해야 할 것임.

>>> 성장은 계속되고 있지만 이익률 하락은 부담

CJ대한통운은 육운 업체 가운데서 가장 적극적인 해외 M&A를 통해 매출 증가는 물론이고 향후 성장성 지속을 위한 거점도 마련하고 있음. 3자 물류 확대를 통한 국내 물류 부문에서 차별성을 확보하기 어렵다는 점에서 회사 재무구조에 부담을 주지 않고 아시아 물류 벨트를 구성해 성장성을 확보하는 CJ대한통운의 전략은 긍정적이라고 판단됨.

그러나 매출이 늘어나는 과정에서 영업이익률은 오히려 하락하고 있다는 점은 아쉬운 상황임. CJ대한통운은 이미 경쟁 물류 기업 대비 높은 벨류에이션 프리미엄이 적용되고 있었기 때문에 택배 M/S가 상승하고, 꾸준히 성사되는 해외 M&A 기업 편입이 이익으로 연결되지 못하고 있다는 점은 주가에 부담으로 작용할 수 밖에 없다고 판단됨. 따라서 곤지암 자동화 터미널이 정상 가동을 시작하게 될 내년 하반기 이전까지는 수익률 정상화가 쉽지 않다는 점에서 목표주가를 '200,000원'으로 하향 조정하지만 성장성과 택배 시장에서의 경쟁력을 감안해 투자의견 'BUY'는 유지함.

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	50,558	60,819	71,046	80,751	85,028
매출원가	45,065	54,108	63,451	72,229	75,692
매출총이익	5,493	6,711	7,595	8,522	9,336
판매비 및 일반관리비	3,626	4,427	5,180	5,570	5,845
영업이익(보고)	1,866	2,284	2,416	2,952	3,491
영업이익(핵심)	1,866	2,284	2,416	2,952	3,491
영업외손익	-1,063	-1,374	-775	-1,353	-1,399
이자수익	26	34	0	0	0
배당금수익	6	6	0	0	0
외환이익	223	255	0	0	0
이자비용	532	507	503	503	503
외환손실	247	317	0	0	0
관계기업지분법손익	292	3	-66	0	0
투자및기타자산처분손익	-70	-6	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	45	41	515	0	0
기타	-806	-882	-721	-850	-896
법인세차감전이익	803	910	1,641	1,599	2,092
법인세비용	171	228	539	387	506
유효법인세율 (%)	21.3%	25.1%	32.9%	24.2%	24.2%
당기순이익	490	682	1,101	1,212	1,586
지배주주지분순이익(억원)	459	558	957	1,040	1,361
EBITDA	3,118	3,734	3,791	4,374	4,957
현금순이익(Cash Earnings)	1,741	2,132	2,476	2,634	3,052
수정당기순이익	510	656	711	1,212	1,586
증감율(% YoY)					
매출액	10.9	20.3	16.8	13.7	5.3
영업이익(보고)	11.7	22.4	5.7	22.2	18.3
영업이익(핵심)	11.7	22.4	5.7	22.2	18.3
EBITDA	7.3	19.8	1.5	15.4	13.3
지배주주지분 당기순이익	-19.8	21.4	71.5	8.7	30.8
EPS	-19.8	21.4	71.5	8.7	30.8
수정순이익	-20.4	28.8	8.3	70.5	30.8

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,393	15,111	16,452	17,798	19,003
현금및현금성자산	1,001	1,387	1,678	2,474	3,410
유동금융자산	322	217	254	289	304
매출채권및유동채권	10,886	13,241	14,209	14,682	14,917
재고자산	99	152	178	202	213
기타유동비금융자산	85	114	133	151	159
비유동자산	32,612	40,101	41,346	42,650	43,683
장기매출채권및기타비유동채권	2,225	2,534	2,961	3,365	3,543
투자자산	2,870	3,196	3,211	3,281	3,312
유형자산	17,726	20,365	21,670	22,910	24,086
무형자산	9,177	13,681	13,333	13,005	12,694
기타비유동자산	614	324	170	90	47
자산총계	45,005	55,212	57,797	60,449	62,686
유동부채	12,856	13,624	15,047	16,398	16,994
매입채무및기타유동채무	5,694	8,310	9,707	11,033	11,617
단기차입금	2,107	3,675	3,675	3,675	3,675
유동성장기차입금	4,991	1,481	1,481	1,481	1,481
기타유동부채	64	157	184	209	220
비유동부채	8,432	14,196	14,256	14,344	14,401
장기매입채무및비유동채무	595	596	696	792	833
사채및장기차입금	6,951	12,807	12,807	12,807	12,807
기타비유동부채	886	792	752	745	760
부채총계	21,288	27,819	29,304	30,743	31,395
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
주식발행초과금	21,954	21,954	21,954	21,954	21,954
이익잉여금	4,855	5,416	6,373	7,413	8,774
기타자본	-4,717	-5,050	-5,050	-5,050	-5,050
지배주주지분자본총계	23,233	23,461	24,418	25,458	26,819
비지배주주지분자본총계	484	3,932	4,076	4,248	4,473
자본총계	23,717	27,393	28,494	29,706	31,292
순차입금	12,726	16,360	16,032	15,201	14,250
총차입금	14,049	17,964	17,964	17,964	17,964

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,719	2,084	2,620	3,160	3,257
당기순이익	632	682	1,101	1,212	1,586
감가상각비	870	1,082	1,027	1,093	1,155
무형자산상각비	381	368	348	329	310
외환손익	20	-57	0	0	0
자산처분손익	86	29	0	0	0
지분법손익	-117	-3	66	0	0
영업활동자산부채 증감	-770	-738	84	527	205
기타	616	721	-6	0	0
	-864	-7,055	-2,290	-2,357	-2,336
투자활동현금흐름	-172	11	-111	-105	-46
투자자산의 처분	196	82	0	0	0
유형자산의 처분	-873	-2,332	-2,332	-2,332	-2,332
유형자산의 취득	-186	-76	0	0	0
무형자산의 처분	170	-4,740	153	81	42
	-1,008	5,432	-40	-7	15
단기차입금의 증가	-16	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,207	3,551	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-4	0	0	0
기타	216	1,885	-40	-7	15
	-151	386	291	797	936
현금및현금성자산의순증가	1,152	1,001	1,387	1,678	2,474
기초현금및현금성자산	1,001	1,387	1,678	2,474	3,410
기말현금및현금성자산	2,489	2,822	2,536	2,634	3,052
Gross Cash Flow	892	16	958	1,854	1,985
Op Free Cash Flow					

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,014	2,446	4,195	4,560	5,965
BPS	101,842	102,843	107,038	111,598	117,563
주당EBITDA	13,667	16,369	16,616	19,172	21,729
CFPS	7,633	9,345	10,855	11,545	13,378
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	94.8	73.2	42.7	39.3	30.0
PBR	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.0	17.8	16.6	14.4	12.5
PCFR	25.0	19.2	16.5	15.5	13.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.7	3.8	3.4	3.7	4.1
영업이익률(핵심)	3.7	3.8	3.4	3.7	4.1
EBITDA margin	6.2	6.1	5.3	5.4	5.8
순이익률	1.0	1.1	1.6	1.5	1.9
자기자본이익률(ROE)	2.1	2.7	3.9	4.2	5.2
투하자본이익률(ROIC)	4.9	5.4	5.4	6.4	7.5
안정성(%)					
부채비율	89.8	101.6	102.8	103.5	100.3
순차입금비율	53.7	59.7	56.3	51.2	45.5
이자보상배율(배)	3.5	4.5	4.8	5.9	6.9
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	5.0	5.2	5.6	5.7
재고자산회전율	516.7	483.6	429.8	424.4	409.1
매입채무회전율	9.6	8.7	7.9	7.8	7.5

Compliance Notice

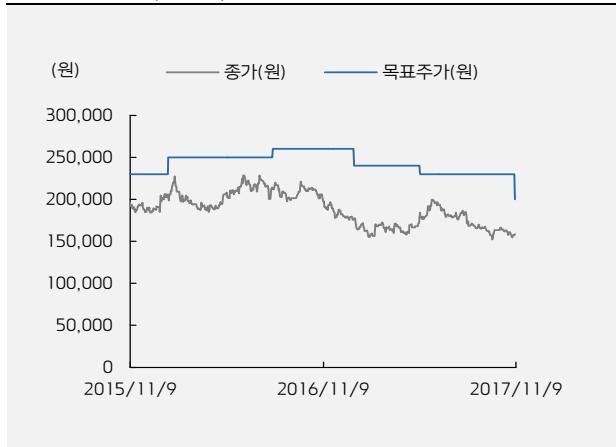
- 당사는 11월 8일 현재 'CJ대한통운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
CJ대한통운 (000120)	2015/11/16	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-16.48	-10.22	
	2016/01/20	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-20.86	-9.00	
	2016/05/09	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-18.12	-8.60	
	2016/08/05	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-19.83	-15.00	
	2016/10/14	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-19.74	-15.00	
	2016/11/03	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-23.50	-15.00	
	2017/01/09	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.79	-28.33	
	2017/02/10	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-31.11	-23.33	
	2017/05/12	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-19.50	-13.26	
	2017/08/04	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-24.28	-13.26	
	2017/11/09	Buy(Maintain)	200,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%