

2017/11/09

CJ대한통운(000120)

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

택배와 글로벌 사업부문 외형 성장 지속

■ 3Q17 Review: 택배와 글로벌 사업부문 외형 성장 지속

동사의 3Q17 매출은 18,732억원(YoY +25.7%), 영업이익은 626억원(YoY +3.8%)을 기록하면서 영업이익이 시장 기대치를 하회했다. 택배사업부문이 계절적으로 마진이 낮아지는 분기인데다가 CL사업부문도 항만 기반물류 수익성이 악화되며 외형 성장에도 영업이익에서 레버리지 효과가 발생하지 못했다는 판단이다.

CL사업부문은 해운/항만부문 매출감소로 손익 부진이 지속되면서 마진을 하락(매출총이익률 YoY -0.8%p)하는 모습이 이어지고 있다. 택배사업부문은 3Q17 2억 3,200만 박스를 처리(YoY +23.4%)하면서 물동량 성장률이 시장성장률(YoY +18.8%)을 상회했다. 이에 따라 시장 점유율도 45.8%로 3Q16 대비 1.7%p 높아졌다. 택배 ASP는 YoY 3.7% 하락했는데 이는 단가가 낮은 소형 택배 물량이 늘어나면서 발생한 현상으로 시장 경쟁 심화의 시그널은 아니라는 판단이다. 글로벌사업부문은 CJ Dard과 CJ ICM(舊 Ibrakom)이 신규로 재무제표에 연결되고 기존 해외법인도 동반 성장하면서 높은 외형 성장률(3Q17 YoY +59.8%)을 시현했다

법인세의 경우 매도가능증권 손상이 비용 인식이 안되면서 이번 분기 유효세율이 47%로 높아졌다. 다만, 4Q17부터 법인세율은 30% 초반으로 회귀할 것으로 판단한다.

■ 4Q17 외형 성장 이어지고 2018년 이익 개선 예상

동사는 4Q17에도 외형이 성장할 전망이다. 온라인 쇼핑의 성장으로 택배 물동량이 지속 증가하고 동사에 인수된 해외 New family社 들이 자리를 잡으면서 글로벌사업부문 매출도 성장하기 때문이다. 또한 2018년 하반기부터는 곤지암 터미널 가동이 본격화되면서 택배사업부문의 마진을 개선까지 이루어질 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 목표주가를 200,000원으로 하향 조정한다. 목표주가 200,000원은 2018년 예상 BPS 138,872원에 Target PBR 1.4배를 적용했다. Target PBR 1.4배는 동사의 과거 3년 평균 PBR 배수이다.

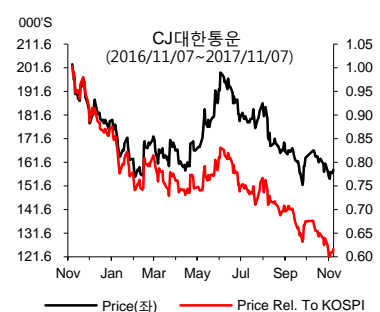
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원
종가 (2017/11/07)	158,500원

Stock Indicator

자본금	114십억원
발행주식수	2,281만주
시가총액	3,616십억원
외국인지분율	16.8%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	2,918원
BPS(2017E)	134,769원
ROE(2017E)	2.8%
52주 주가	152,000~203,000원
60일평균거래량	35,388주
60일평균거래대금	5.8십억원

Price Trend



<표 1> CJ 대한통운 3Q17 Review

(단위: 억원)

	3Q16	2Q17	3Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	3Q17	대비
매출액	14,903	17,078	18,732	25.7%	9.7%	17,587	6.5%
영업이익	603	619	626	3.8%	1.2%	679	-7.8%
지배주주순이익	-27	223	93	흑자전환	-58.4%	274	-66.1%

자료: Quantwise, 하이투자증권

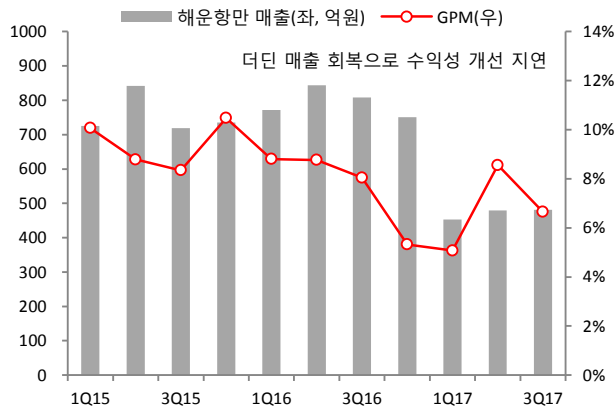
<표 2> CJ 대한통운 실적추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구 분	2016				2017				2016	2017(E)	2018(E)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q(E)			
매출액	14,452	15,136	14,903	16,329	15,949	17,078	18,732	19,504	60,820	71,263	81,752
YoY	22.3%	19.5%	17.3%	22.1%	10.4%	12.8%	25.7%	19.4%	20.3%	17.2%	14.7%
CL	5,682	5,855	5,916	6,151	5,854	6,029	6,201	6,274	23,604	24,358	25,385
YoY	11.9%	8.1%	10.4%	11.8%	3.0%	3.0%	4.8%	2.0%	10.5%	3.2%	4.2%
택배	4,231	4,467	4,468	5,078	4,788	5,097	5,310	5,702	18,244	20,897	24,287
YoY	19.2%	17.3%	18.2%	14.6%	13.2%	14.1%	18.8%	12.3%	17.2%	14.5%	16.2%
글로벌	4,539	4,814	4,519	5,100	5,307	5,952	7,221	7,528	18,972	26,008	32,080
YoY	42.5%	39.8%	26.8%	48.0%	16.9%	23.6%	59.8%	47.6%	39.1%	37.1%	23.3%
매출총이익	1,587	1,705	1,718	1,701	1,730	1,858	1,998	2,068	6,711	7,654	8,842
CL	701	690	723	650	673	664	708	703	2,764	2,748	2,894
택배	421	520	474	483	449	574	505	582	1,898	2,110	2,594
글로벌	465	495	521	568	608	620	785	783	2,049	2,796	3,354
매출총이익률	11.0%	11.3%	11.5%	10.4%	10.8%	10.9%	10.7%	10.6%	11.0%	10.7%	10.8%
CL	12.3%	11.8%	12.2%	10.6%	11.5%	11.0%	11.4%	11.2%	11.7%	11.3%	11.4%
택배	10.0%	11.6%	10.6%	9.5%	9.4%	11.3%	9.5%	10.2%	10.4%	10.1%	10.7%
글로벌	10.2%	10.3%	11.5%	11.1%	11.5%	10.4%	10.9%	10.4%	10.8%	10.8%	10.5%
영업이익	532	597	603	553	511	618	626	668	2,284	2,423	2,966
YoY	11.7%	33.6%	16.8%	29.5%	-3.9%	3.6%	3.9%	20.8%	22.4%	6.1%	22.4%
영업이익률(%)	3.7%	3.9%	4.0%	3.4%	3.2%	3.6%	3.3%	3.4%	3.8%	3.4%	3.6%
택배물동량(백만BOX)											
시장	480.8	498.1	500.3	568.2	546.6	565.9	594.3	630.7	2,047.4	2,337.5	2,594.6
YoY	13.8%	12.0%	13.0%	12.3%	13.7%	13.6%	18.8%	11.0%	12.7%	14.2%	11.0%
CJ대한통운	209.2	224.3	220.4	250.0	239.6	261.3	272.0	285.0	903.9	1,057.9	1,244.5
YoY	23.2%	19.8%	20.6%	18.6%	14.5%	16.5%	23.4%	14.0%	20.4%	17.0%	17.6%
CJ대한통운 M/S	43.5%	45.0%	44.1%	44.0%	43.8%	46.2%	45.8%	45.2%	44.1%	45.3%	48.0%
택배단가											
CJ대한통운(원/BOX)	2,022.5	1,991.5	2,027.2	2,031.2	1,998.3	1,950.6	1,952.2	2,000.7	2,018.4	1,975.3	1,951.5
YoY	-3.2%	-2.1%	-2.0%	-3.3%	-1.2%	-2.1%	-3.7%	-1.5%	-2.7%	-2.1%	-1.2%

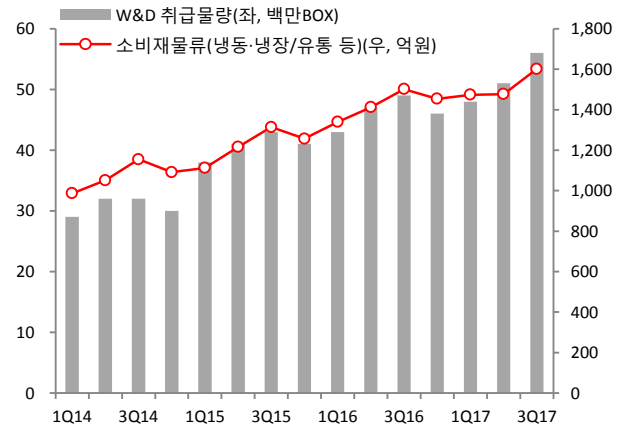
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 1> CL 사업부문 해운항만 매출 및 매출총이익률 추이



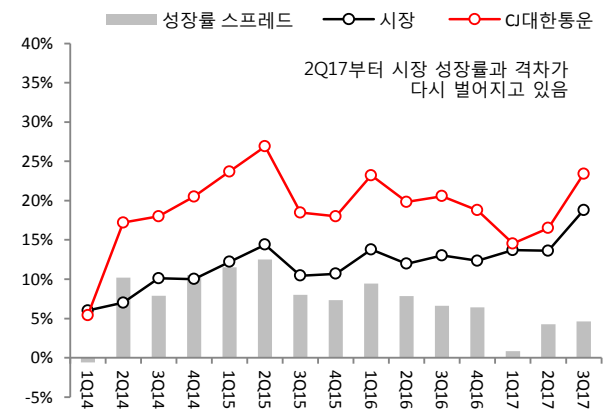
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 2> CL 사업부문 소비재물류 매출 추이



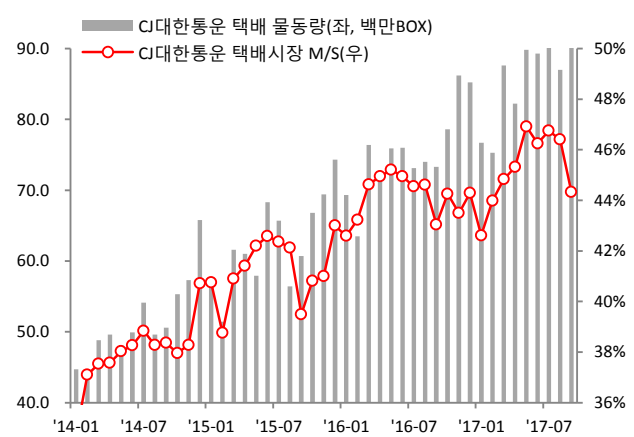
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 3> 전체시장 및 CJ대한통운 택배 물동량 성장률 추이



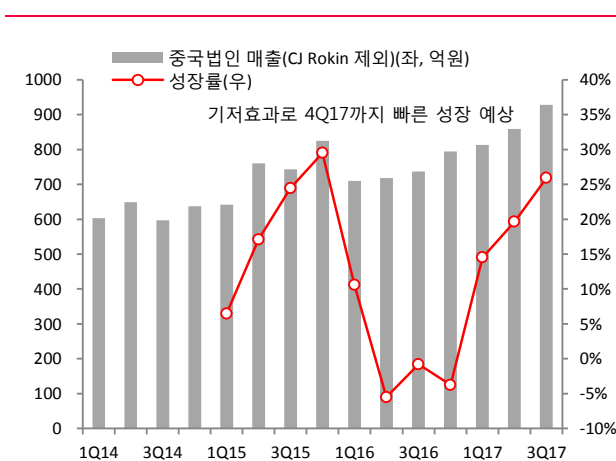
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 4> CJ 대한통운 택배 물동량 및 택배시장 점유율 추이



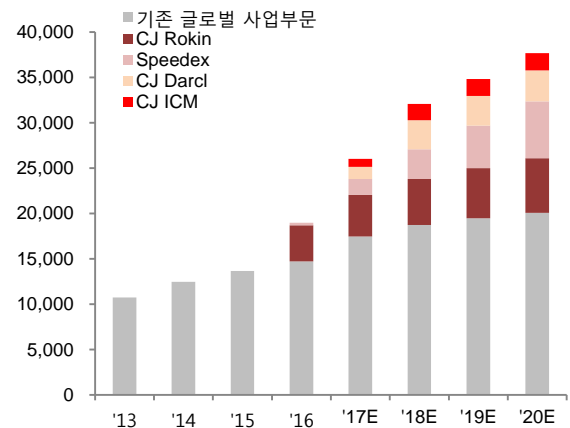
자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 5> 글로벌사업부문 중국법인(CJ Rokin 제외) 매출추이



자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 6> 글로벌 사업부 매출 추이 및 전망(제마덱은 기존 글로벌 사업부문에 포함)



자료: CJ대한통운, 하이투자증권

<그림 7> CJ 대한통운 PBR 밴드



자료: Quantiverse, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,511	1,607	1,754	1,895
현금 및 현금성자산	139	136	127	128
단기금융자산	22	23	23	23
매출채권	1,223	1,318	1,472	1,609
재고자산	15	18	20	22
비유동자산	4,010	4,205	4,284	4,271
유형자산	2,037	2,224	2,259	2,229
무형자산	1,368	1,374	1,413	1,425
자산총계	5,521	5,813	6,037	6,166
유동부채	1,362	1,437	1,642	1,850
매입채무	587	641	736	805
단기차입금	366	311	306	286
유동성장기부채	148	139	139	139
비유동부채	1,420	1,601	1,539	1,332
사채	858	1,098	983	813
장기차입금	394	336	389	352
부채총계	2,782	3,038	3,181	3,182
지배주주지분	2,346	2,375	2,448	2,562
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,249	2,249	2,249	2,249
이익잉여금	542	608	718	869
기타자본항목	-511	-511	-511	-511
비지배주주지분	393	399	408	422
자본총계	2,739	2,774	2,856	2,984

포괄손익계산서

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,082	7,126	8,175	8,942
증가율(%)	20.3	17.2	14.7	9.4
매출원가	5,411	6,361	7,291	7,942
매출총이익	671	765	884	999
판매비와관리비	443	523	588	639
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	228	242	297	360
증가율(%)	22.4	6.1	22.4	21.3
영업이익률(%)	3.8	3.4	3.6	4.0
이자수익	3	3	3	3
이자비용	51	56	55	49
지분법이익(손실)	0	2	5	5
기타영업외손익	-83	-67	-67	-67
세전계속사업이익	91	120	183	254
법인세비용	23	48	64	89
세전계속이익률(%)	1.5	1.7	2.2	2.8
당기순이익	68	72	119	165
순이익률(%)	1.1	1.0	1.5	1.8
지배주주귀속 순이익	56	67	110	152
기타포괄이익	-37	-37	-37	-37
총포괄이익	31	35	82	128
지배주주귀속총포괄이익	25	32	75	118

현금흐름표

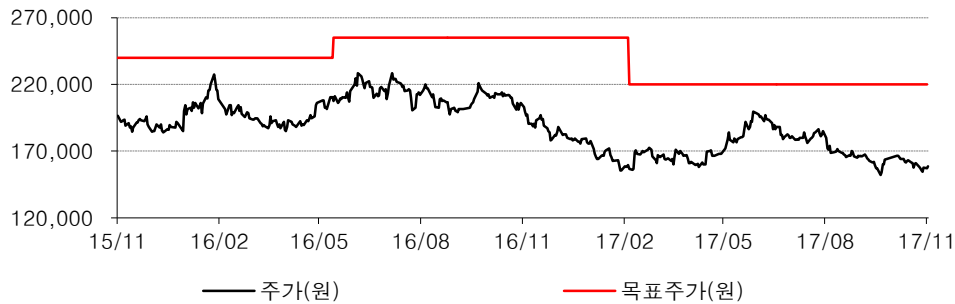
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	208	426	561	627
당기순이익	68	72	119	165
유형자산감가상각비	108	123	145	149
무형자산상각비	37	44	41	38
지분법관련손실(이익)	0	2	5	5
투자활동 현금흐름	-705	-826	-725	-635
유형자산의 처분(취득)	-225	-310	-180	-120
무형자산의 처분(취득)	13	50	80	50
금융상품의 증감	28	-1	-9	2
재무활동 현금흐름	543	305	121	-39
단기금융부채의증감	-194	-64	-5	-20
장기금융부채의증감	182	-62	-207	-152
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	-	-	-
현금및현금성자산의증감	39	-2	-9	2
기초현금및현금성자산	100	139	136	127
기말현금및현금성자산	139	136	127	128

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,446	2,918	4,802	6,653
BPS	133,105	134,769	138,872	145,371
CFPS	8,801	10,228	12,963	14,873
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	73.2	54.3	33.0	23.8
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1
PCR	20.3	15.5	12.2	10.7
EV/EBITDA	15.2	13.1	10.9	9.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.4	2.8	4.5	6.1
EBITDA 이익률	6.1	5.7	5.9	6.1
부채비율	101.6	109.5	111.4	106.7
순부채비율	58.6	62.2	58.4	48.2
매출채권회전율(x)	5.6	5.6	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	483.6	430.4	426.2	416.7

자료 : CJ 대한통운, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ대한통운)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-05-19	Buy	255,000	6개월	-17.4%	-10.4%
2017-02-10	Buy	220,000	6개월	-20.3%	-9.3%
2017-08-04	Buy	220,000	1년	-25.5%	-18.2%
2017-11-09	Buy	200,000	1년		

Compliance notice

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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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 간섭 없이 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 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-