

# CJ대한통운(000120)

## 1Q18 Preview: 이익만큼 불확실성도 줄었다

### 최저임금 인상으로 비용 급증

1분기 영업이익은 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 글로벌 사업의 수익성 회복이 더딘 가운데 택배와 계약물류 부문에서 최저임금 인상에 따라 비용이 급증했기 때문이다. 1분기 영업이익 추정치를 기존 대비 30% 낮은 425억원으로 하향조정한다. 연간으로는 영업이익을 12% 낮췄고 이는 영업이익률이 61bp 떨어지는 것이다. 이익 부진을 반영하여 목표주가를 기존 19만원에서 17만원으로 11% 내린다. 다만 성장성이 구조적으로 탄탄하고 길게 보면 최저임금 충격으로 택배시장의 경쟁구도가 CJ대한통운 중심으로 재편될 가능성이 커 '매수' 의견을 유지한다. 최근 아시아나항공의 지분매각에 따른 오버행 이슈 해소 역시 긍정적이다.

### 상반기 바닥 깊을수록 하반기 반등 매력 높아질 것

올해 실적은 상저하고가 예상된다. 하반기부터 가동되는 곤지암 메가허브터미널은 향후 주가의 향방을 책임질 택배 수익성의 반등 포인트다. 다만 전체 공급능력의 30%에 달하는 대규모 시설인 만큼 초기 비용 불확실성이 상존한다. 글로벌 부문도 새로 인수한 업체들의 이익기여가 본격화되기까지 아직 시간이 필요하다. 여기에 최저임금 인상으로 상반기 부진 폭은 더욱 커질 전망이다. 다만 계약물류 부문은 빠르면 2분기부터 인건비 부담을 반영해 단가 인상에 나설 것으로 예상된다. 특히 임금 인상은 택배업계 전반의 실적 악화로 이어져 중장기적으로 CJ대한통운에게는 운임 인상의 명분을 얻고 시장지위를 공고히 하는 기회가 될 것이다.

### 오버행 이슈 해소로 이제는 실적의 반등 시점에만 집중

아직 최저임금 인상 영향이 컨센서스와 주가에 온전히 반영되지 않은 점은 부담이다. 다만 인건비 증가가 반대로 택배단가의 인상을 앞당길 수 있다는 기대감으로 투자심리는 예상보다 빠르게 반등할 수 있다. 일본 1위 택배업체인 야마토운수 역시 인력수급난으로 작년 택배운임을 올린 바 있다. 또한 지난 16일 아시아나항공은 보유 중인 CJ대한통운 지분 중 3.2%를 매각했다. 작년부터 오버행 우려가 컸던 만큼 불확실성 해소에 따라 주가는 단기 저점을 통과한 것으로 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	6,082	228	56	3,166	20.1	373	56.5	15.0	1.4	2.4	-
2017A	7,110	236	31	1,786	(43.6)	397	78.4	13.0	1.1	1.3	-
2018F	8,590	244	73	4,028	125.5	448	32.3	12.0	1.0	3.0	-
2019F	9,563	311	100	5,488	36.3	550	23.7	10.1	1.0	4.0	-
2020F	10,647	370	118	6,507	18.6	618	20.0	9.5	0.9	4.5	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 170,000원(하향)

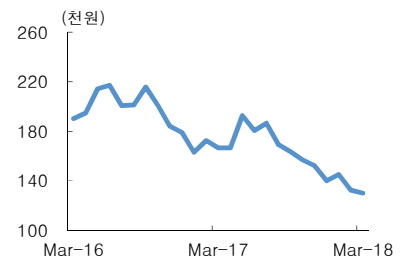
### Stock Data

KOSPI(3/23)	2,417
주가(3/23)	130,000
시가총액(십억원)	2,966
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저(원)	199,500/122,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,516
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.4/17.4
주요주주(%)	CJ제일제당 외 2인 40.2

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.6)	(17.2)	(21.5)
KOSPI 대비(%p)	(1.2)	(18.4)	(32.7)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 목표주가 17만원으로 하향조정

(단위: 십억원, 배, 백만주, 원, %)

구분	내용	비고
2018F 지배주주순이익(A)	73	
목표 PER(B)	43.0	2017년 평균 EV/EBITDA 12.6배에 해당
기업가치(C=A*B)	3,129	
유통주식수(D)	18,068	
목표주가(C/D)	173,196	기존 19만원에서 11% 하향조정
현재주가	130,000	3/23(금) 주가
상승여력	30.8%	

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망 변경 전후 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	1,891	1,945	2.9	8,001	8,590	7.4
영업이익	61	42	(30.1)	276	244	(11.7)
영업이익률(% , %p)	3.2	2.2	(1.0)	3.4	2.8	(0.6)
지배주주순이익	16	7	(53.3)	84	73	(13.0)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 1Q18 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	1,944.7	0.5	21.9	2.1	1,905.2	(0.8)
영업이익	42.5	(29.2)	(16.9)	(24.4)	56.2	(6.8)
영업이익률(%)	2.2	(0.9)	(1.0)	(0.8)	2.9	(0.2)
지배주주순이익	7.5	(294.1)	98.8	(47.7)	14.3	(9.7)

자료: FnGuide, 한국투자증권

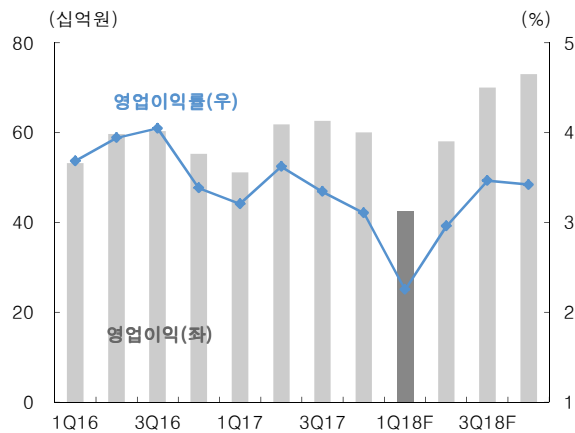
〈표 4〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,595	1,708	1,873	1,934	1,945	2,138	2,197	2,310	6,082	7,110	8,590	9,563
계약물류(CL)	585	603	620	619	597	616	634	653	2,360	2,428	2,500	2,605
택배	479	510	531	556	534	577	581	638	1,824	2,075	2,330	2,659
글로벌	531	595	722	760	756	770	807	844	1,897	2,608	3,177	3,498
건설					58	175	175	175			583	800
매출액 증가율	10.4	12.8	25.7	18.5	21.9	25.2	17.3	19.4	20.3	16.9	20.8	11.3
계약물류	3.0	3.0	4.8	0.7	1.9	2.1	2.3	5.5	10.5	2.9	3.0	4.2
택배	13.2	14.1	18.8	9.4	11.6	13.3	9.5	14.8	17.2	13.7	12.3	14.1
글로벌	16.9	23.6	59.8	48.9	42.4	29.4	11.7	11.1	39.1	37.4	21.8	10.1
매출총이익률	10.8	10.9	10.7	10.2	9.8	10.1	10.4	10.4	11.0	10.6	10.2	10.5
계약물류	11.5	11.0	11.4	11.2	10.5	10.7	11.2	11.1	11.7	11.3	10.9	11.1
택배	9.4	11.3	9.5	9.5	8.4	9.3	9.3	9.4	10.4	9.9	9.1	10.1
글로벌	11.5	10.4	10.9	9.9	10.5	10.5	10.9	11.0	10.8	10.6	10.7	10.8
영업이익	51	62	63	60	42	58	70	73	228	236	244	311
증가율	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(16.9)	(6.1)	11.8	21.6	22.4	3.2	3.4	27.9
영업이익률	3.2	3.6	3.3	3.1	2.2	2.7	3.2	3.2	3.8	3.3	2.8	3.3
세전이익	13	38	20	2	12	28	39	42	91	73	122	166
증가율	(54.7)	2.1	431.9	(91.3)	(3.5)	(26.0)	91.3	2,134.1	13.3	(19.6)	66.2	36.9
지배주주순이익	4	22	9	(4)	7	17	23	25	56	31	73	100
증가율	(84.1)	(11.7)	NM	NM	98.8	(24.7)	152.0	NM	21.4	(43.6)	131.2	36.9

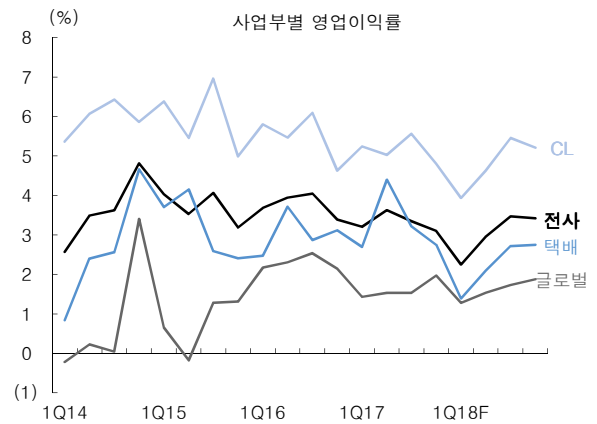
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익률은 2%대로 하락할 전망



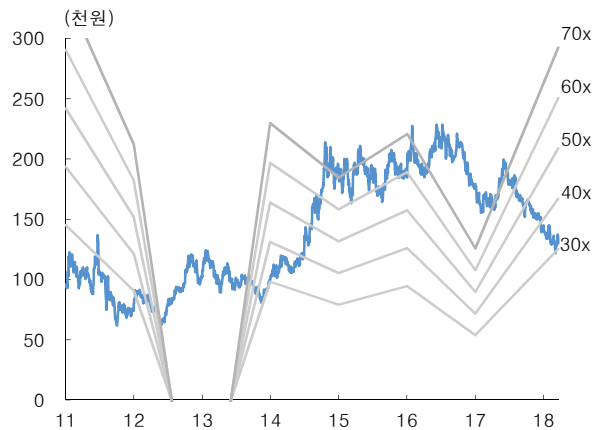
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 2] 상저하하고, 하반기 반등은 2014년과 유사할 것



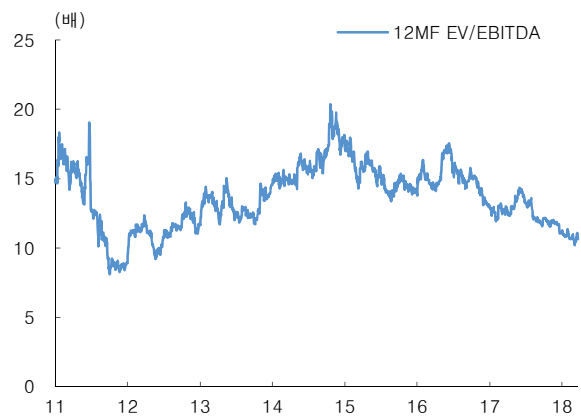
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 3] 12MF PER은 2014년 이후 최저점



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 2018F EV/EBITDA는 12배에 불과



자료: Quantiwise, 한국투자증권

### 기업개요

CJ대한통운은 세계 30위 3자물류 사업자로, 육상운송, 택배, 항만하역 등 종합물류사업을 영위하고 있음. 사업부는 CL(계약물류), 택배, 글로벌부문으로 구성. 2017년 국내 택배시장에서 점유율 45%의 1위 사업자로 규모의 경제와 비용 효율화 측면에서 경쟁사 대비 우위를 점하고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,511	1,804	2,174	2,423	2,698
현금성자산	139	154	186	210	234
매출채권및기타채권	1,223	1,465	1,770	1,970	2,193
재고자산	15	16	19	21	23
비유동자산	4,010	4,505	5,126	5,438	5,718
투자자산	167	129	156	174	193
유형자산	2,037	2,430	2,618	2,646	2,609
무형자산	1,368	1,468	1,774	1,975	2,199
자산총계	5,521	6,309	7,300	7,862	8,416
유동부채	1,362	1,890	2,328	2,642	2,892
매입채무및기타채무	813	1,072	1,295	1,441	1,605
단기차입금및단기사채	366	477	574	651	775
유동성장기부채	148	264	386	419	464
비유동부채	1,420	1,636	2,104	2,235	2,401
사채	858	988	1,165	1,231	1,275
장기차입금및금융부채	424	511	603	630	709
부채총계	2,782	3,526	4,432	4,877	5,293
지배주주지분	2,346	2,372	2,444	2,544	2,662
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,249	2,248	2,248	2,248	2,248
기타자본	(511)	(511)	(511)	(511)	(511)
이익잉여금	542	574	646	746	864
비지배주주지분	393	411	423	440	460
자본총계	2,739	2,783	2,868	2,984	3,123

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	208	246	183	353	240
당기순이익	68	39	85	117	138
유형자산감가상각비	108	120	154	182	185
무형자산상각비	37	41	51	57	63
자산부채변동	(74)	(53)	(135)	(30)	(178)
기타	69	99	28	27	32
투자활동현금흐름	(705)	(690)	(626)	(515)	(488)
유형자산투자	(233)	(485)	(342)	(209)	(148)
유형자산매각	8	12	0	0	0
투자자산순증	1	(5)	(27)	(18)	(20)
무형자산순증	(8)	(39)	(357)	(258)	(287)
기타	(473)	(173)	100	(30)	(33)
재무활동현금흐름	543	456	475	186	272
자본의증가	189	2	0	0	0
차입금의순증	355	456	488	203	292
배당금지급	(0)	(1)	0	0	0
기타	(1)	(1)	(13)	(17)	(20)
기타현금흐름	(8)	2	0	0	0
현금의증가	39	16	32	24	24

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

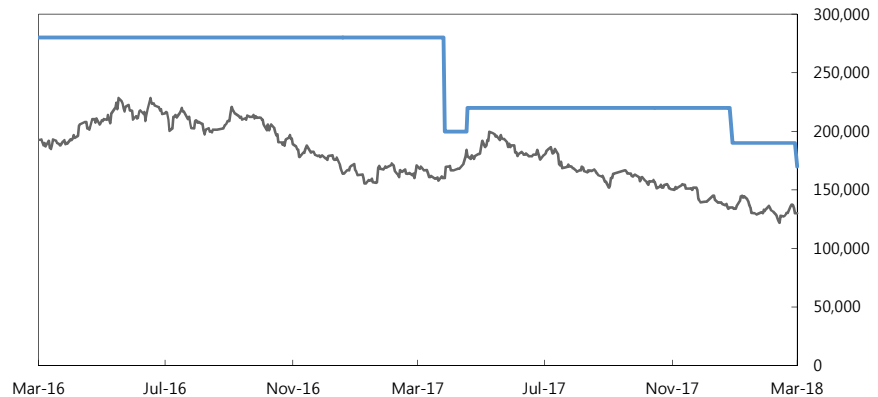
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,082	7,110	8,590	9,563	10,647
매출원가	5,411	6,354	7,716	8,560	9,530
매출총이익	671	756	874	1,004	1,117
판매관리비	443	521	631	692	747
영업이익	228	236	244	311	370
금융수익	31	30	40	30	31
이자수익	3	4	5	6	7
금융비용	86	94	102	110	118
이자비용	51	55	82	93	102
기타영업외손익	(83)	(78)	(60)	(65)	(85)
관계기업관련손익	0	(20)	0	0	0
세전계속사업이익	91	73	122	166	197
법인세비용	23	34	36	50	59
연결당기순이익	68	39	85	117	138
지배주주지분순이익	56	31	73	100	118
기타포괄이익	(37)	(50)	0	0	0
총포괄이익	31	(11)	85	117	138
지배주주지분포괄이익	23	26	73	100	118
EBITDA	373	397	448	550	618

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,166	1,786	4,028	5,488	6,507
BPS	125,144	126,264	129,454	133,822	139,001
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.3	16.9	20.8	11.3	11.3
영업이익증가율	22.4	3.2	3.4	27.9	18.8
순이익증가율	21.4	(43.6)	131.2	36.9	18.6
EPS증가율	20.1	(43.6)	125.5	36.3	18.6
EBITDA증가율	19.8	6.3	12.9	22.7	12.4
수익성(%)					
영업이익률	3.8	3.3	2.8	3.3	3.5
순이익률	0.9	0.4	0.8	1.0	1.1
EBITDA Margin	6.1	5.6	5.2	5.8	5.8
ROA	1.4	0.7	1.3	1.5	1.7
ROE	2.4	1.3	3.0	4.0	4.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,638	2,048	2,500	2,674	2,937
차입금/자본총계비율(%)	65.6	80.6	95.2	98.3	103.3
Valuation(X)					
PER	56.5	78.4	32.3	23.7	20.0
PBR	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.0	13.0	12.0	10.1	9.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ대한통운(000120)	2016.02.04	매수	280,000원	-28.8	-18.4
	2017.02.04	1년경과		-41.3	-38.4
	2017.04.20	매수	200,000원	-14.5	-8.0
	2017.05.12	매수	220,000원	-24.4	-9.3
	2018.01.22	매수	190,000원	-29.7	-23.7
	2018.03.25	매수	170,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 25일 현재 CJ대한통운 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.