CJ대한통운(000120)

매수(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

이제는 미국, 높아지는 글로벌 위상

첫번째 선진국 시장 물류업체 인수

CJ대한통운은 8일 미국의 물류업체인 DSC Logistics의 지분 90%를 2,314억원에 인수하기로 결정했다. 2015년 CJ로킨 인수 이후 최대 규모의 해외투자며 선진국 시장에서는 처음으로 물류업체를 인수하는 것이다. 인수가격은 2017년 EV/EBITDA 13~15배, PBR 2.9배에 해당한다. DSC Logistics의 2017년 매출액은 5,784억원으로 최근 3년간 평균 15%씩 늘어왔다. EBITDA는 211억원으로 3년 평균 EBITDA 마진은 4%였다. 그 동안 CJ대한통운이 인수해온 아시아 물류업체들에 비하면 수익성은 낮지만 미국 내 고객기반과 성장성에 더 초점을 맞춘 인수라고 판단한다. 인수자금 조달은 자사주 활용 이외의 대안을 먼저 검토하고 있다.

아시아를 넘어 선진국 시장으로 물류영토 확대

DSC Logistics는 창고운영과 트럭운송을 주 사업으로 영위하고 있으며 음식료와 소비재 화주 비중이 90%에 육박한다. 탄탄한 고객기반을 바탕으로 미주시장 확장의 교두보 역할을 할 것이다. 그 동안 CJ대한통운은 Pan-Asia 물류 네트워크를 구축하기 위해 아시아 지역 내 로컬 top-tier 물류업체 인수에 주력해 왔다. 이번 인수를 기점으로 향후 선진국 시장 내 사업 확대 역시 본격화될 전망이다. 다만 초기비용 부담과 시너지 창출까지의 시간을 감안하면 글로벌 부문의 수익성 반등시점은 지연될 전망이다. 글로벌 부문의 매출액은 지난 3년간 28%씩 증가했다. 반면 영업이익률은 2016년 2.3%에서 지난 1분기 1.7%로 낮아졌다.

택배운임 반등한다면 글로벌 모멘텀 재평가 뒤따를 것

M&A의 지리적 범위가 확대되면서 성장성을 확보했지만 수익성에 대한 고민도 커졌다. 다만 주가에 더 중요한 택배단가의 반등이 가시화된다면 글로벌 성장모멘텀에 대한 재평가 역시 앞당겨질 전망이다. 최저임금 인상 영향을 감안하면 단기 실적에 대한 섣부른 낙관론은 경계하나, 하반기 이후 나타날 택배시장의 구조적 변화 가능성이 더 부각되는 시점이다. 택배 가격경쟁이 완화될 경우 가장 큰 수혜를 얻는 CJ대한통운에 대해 '매수' 의견과 목표주가 20만원을 유지한다.

	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	8,675	231	82	4,547	154.6	436	33.9	13.6	1.2	3.4	-
2019F	9,894	298	95	5,222	14.8	538	29.5	11.3	1.1	3.8	-
2020F	11,283	368	118	6,512	24.7	620	23.6	10.3	1.1	4.5	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Stock Data

KOSPI(6/8)	2,452
주가(6/8)	154,000
시가총액(십억원)	3,513
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저가(원)	197,000/122,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,674
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.4/17.1
주요주주(%) CJ제일제당 외 1 인	40.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.3	2.0	(21.2)
KOSPI 대비(%p)	1.2	2.5	(25.0)

주가추이

자료: WISEfn

최고운
gowoon@truefriend.com

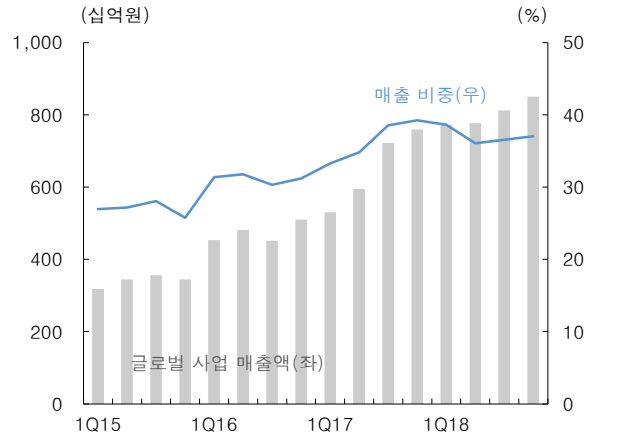
<표 1> CJ대한통운 해외 물류업체 인수 현황

(단위: 십억원)

기업명	지역	인수합병시기	인수금액	지분율	비고
Smart Cargo	중국	2013년 7월	NM	51%	건설 플랜트 등 프로젝트 물류 위주
CJ Rokin	중국	2015년 9월	455	71%	중국 1위 콜드체인 물류업체. W&D 위주
CJ Century Logistics	말레이시아	2016년 10월	47	31%	필리핀 5대 물류기업인 TDG그룹과 합작법인 설립
CJ Speedex	중국	2016년 11월	81	50%	중국 3대 종합 가전업체인 TCL과 합작법인 설립. TCL그룹의 2PL 중심
CJ ICM Logistics	UAE	2017년 7월	77	51%	중동, CIS 지역의 프로젝트 물류 위주
CJ Darcl Logistics	인도	2017년 8월	57	50%	인도 3위 종합물류업체. W&D 위주
CJ Gemadept	베트남	2018년 2월	98	51%	베트남 1위 종합물류업체. 물류와 해운사업을 인수
DSC Logistics	미국	2018년 11월(예정)	231	90%	미국 창고운영, 트럭 운송 업체. 2017년 매출액 약 5,784억원 규모

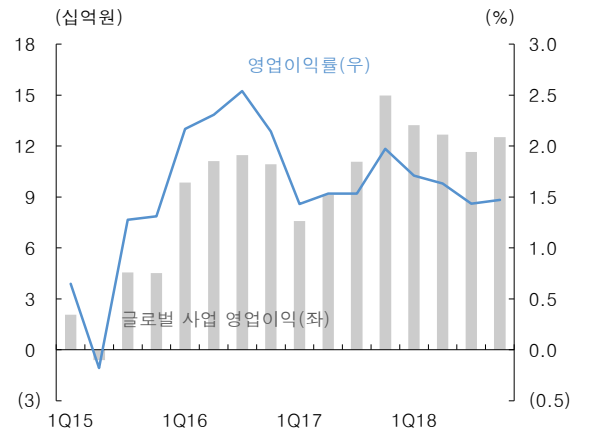
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 1] 글로벌 사업 매출 꾸준히 증가



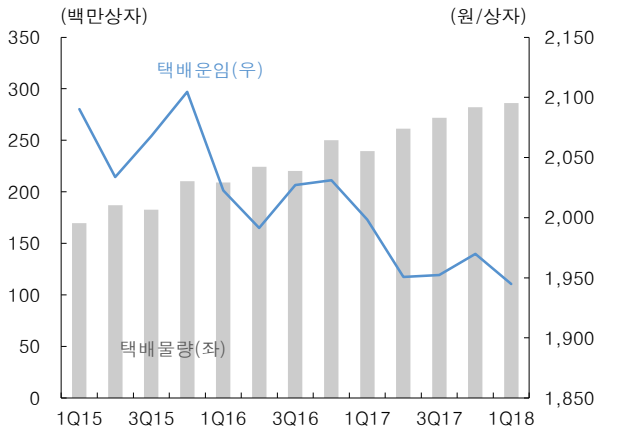
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 2] 다만 영업이익률 회복은 더딜 전망



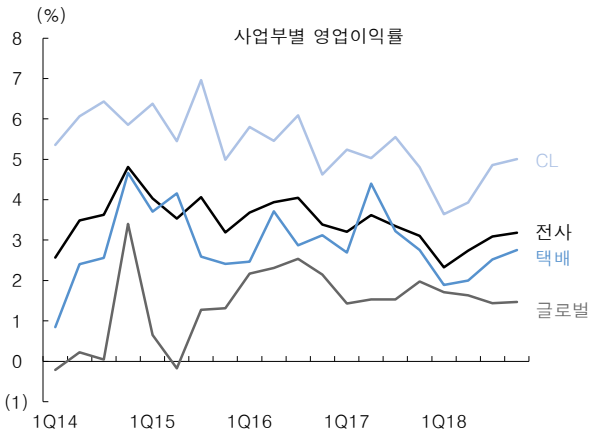
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 3] 계속 낮아지는 택배운임 인상이 요구되는 시점



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 4] 상저하고, 하반기 수익성 반등 나타날 것



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

〈표 2〉 DSC Logistics 손익 현황

(단위: 십억원, %)

	FY2015	FY2016	FY2017
매출	4,343	5,224	5,784
매출원가	3,964	4,754	5,313
매출이익	379	470	471
매출이익률	8.7	9.0	8.1
영업이익	76	122	110
영업이익률	1.8	2.3	1.9
세전이익	77	118	190
당기순이익	74	114	208
당기순이익률	1.7	2.2	3.6
EBITDA	152	217	211
EBITDA 마진	3.5	4.2	3.7

자료: CJ대한통운, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**1,595**	**1,708**	**1,873**	**1,934**	**2,001**	**2,154**	**2,222**	**2,298**	**6,082**	**7,110**	**8,675**	**9,894**
계약물류(CL)	585	603	620	619	616	627	643	649	2,360	2,428	2,534	2,852
택배	479	510	531	556	557	581	598	630	1,824	2,075	2,366	2,701
글로벌	531	595	722	760	773	777	812	851	1,897	2,608	3,214	3,540
건설					56	168	168	168			561	800
매출액 증가율	*10.4*	*12.8*	*25.7*	*18.5*	*25.5*	*26.1*	*18.6*	*18.8*	*20.3*	*16.9*	*22.0*	*14.0*
계약물류	*3.0*	*3.0*	*4.8*	*0.7*	*5.1*	*4.0*	*3.7*	*4.7*	*10.5*	*2.9*	*4.4*	*12.5*
택배	*13.2*	*14.1*	*18.8*	*9.4*	*16.2*	*14.1*	*12.7*	*13.4*	*17.2*	*13.7*	*14.0*	*14.1*
글로벌	*16.9*	*23.6*	*59.8*	*48.9*	*45.7*	*30.5*	*12.5*	*12.0*	*39.1*	*37.4*	*23.2*	*10.2*
매출총이익률	*10.8*	*10.9*	*10.7*	*10.2*	*8.8*	*9.6*	*10.1*	*10.2*	*11.0*	*10.6*	*9.7*	*10.0*
계약물류	*11.5*	*11.0*	*11.4*	*11.2*	*9.8*	*10.0*	*10.9*	*11.1*	*11.7*	*11.3*	*10.5*	*10.7*
택배	*9.4*	*11.3*	*9.5*	*9.5*	*7.9*	*8.8*	*9.3*	*9.4*	*10.4*	*9.9*	*8.9*	*9.9*
글로벌	*11.5*	*10.4*	*10.9*	*9.9*	*9.0*	*10.0*	*10.4*	*10.4*	*10.8*	*10.6*	*10.0*	*10.1*
영업이익	**51**	**62**	**63**	**60**	**45**	**54**	**63**	**68**	**228**	**236**	**231**	**298**
증가율	*(3.9)*	*3.7*	*3.8*	*8.7*	*(11.4)*	*(12.1)*	*1.2*	*12.9*	*22.4*	*3.2*	*(2.1)*	*29.0*
영업이익률	*3.2*	*3.6*	*3.3*	*3.1*	*2.3*	*2.5*	*2.9*	*2.9*	*3.8*	*3.3*	*2.7*	*3.0*
세전이익	13	38	20	2	22	25	31	32	129	125	111	130
증가율	*(54.7)*	*2.1*	*431.9*	*(91.3)*	*3.6*	*3.9*	*4.9*	*5.0*	*5.5*	*5.2*	*4.4*	*4.6*
지배주주순이익	**4**	**22**	**9**	**(4)**	**10**	**12**	**15**	**17**	**56**	**68**	**55**	**87**
증가율	*(84.1)*	*(11.7)*	*NM*	*NM*	*1.9*	*2.0*	*2.5*	*2.8*	*3.1*	*3.3*	*2.3*	*3.2*

자료: CJ대한통운, 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	2,196	2,507	2,859
현금성자산	139	154	188	218	248
매출채권및기타채권	1,223	1,465	1,787	2,038	2,324
재고자산	15	16	19	22	25
비유동자산	4,010	4,505	5,151	5,535	5,903
투자자산	167	129	158	180	205
유형자산	2,037	2,430	2,618	2,646	2,609
무형자산	1,368	1,468	1,792	2,043	2,330
자산총계	5,521	6,309	7,347	8,042	8,762
유동부채	1,362	1,890	2,364	2,811	3,221
매입채무및기타채무	813	1,072	1,307	1,491	1,700
단기차입금및단기사채	366	477	574	651	775
유동성장기부채	148	264	386	419	464
비유동부채	1,420	1,636	2,108	2,248	2,426
사채	858	988	1,165	1,231	1,275
장기차입금및금융부채	424	511	603	630	709
부채총계	2,782	3,526	4,471	5,060	5,647
지배주주지분	2,346	2,372	2,454	2,549	2,667
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	656	750	869
비지배주주지분	393	411	422	434	449
자본총계	2,739	2,783	2,875	2,982	3,115

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,082	7,110	8,675	9,894	11,283
매출원가	5,411	6,354	7,836	8,904	10,154
매출총이익	671	756	839	990	1,129
판매관리비	443	521	608	692	761
영업이익	228	236	231	298	368
금융수익	31	30	31	30	31
이자수익	3	4	5	6	7
금융비용	86	94	100	110	118
이자비용	51	55	82	93	102
기타영업외손익	(83)	(78)	(27)	(65)	(90)
관계기업관련손익	0	(20)	(2)	0	0
세전계속사업이익	91	73	132	153	190
법인세비용	23	34	40	46	57
연결당기순이익	68	39	93	107	133
지배주주지분순이익	56	31	82	95	118
기타포괄이익	(37)	(50)	0	0	0
총포괄이익	31	(11)	93	107	133
지배주주지분포괄이익	23	26	82	95	118
EBITDA	373	397	436	538	620

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	208	246	208	418	324
당기순이익	68	39	93	107	133
유형자산감가상각비	108	120	154	182	185
무형자산상각비	37	41	52	59	67
자산부채변동	(74)	(53)	(120)	45	(92)
기타	69	99	29	25	31
투자활동현금흐름	(705)	(690)	(651)	(580)	(570)
유형자산투자	(233)	(485)	(342)	(209)	(148)
유형자산매각	8	12	0	0	0
투자자산순증	1	(5)	(31)	(22)	(25)
무형자산순증	(8)	(39)	(375)	(310)	(354)
기타	(473)	(173)	97	(39)	(43)
재무활동현금흐름	543	456	477	191	277
자본의증가	189	2	0	0	0
차입금의순증	355	456	488	203	292
배당금지급	(0)	(1)	0	0	0
기타	(1)	(1)	(11)	(12)	(15)
기타현금흐름	(8)	2	0	0	0
현금의증가	39	16	34	29	31

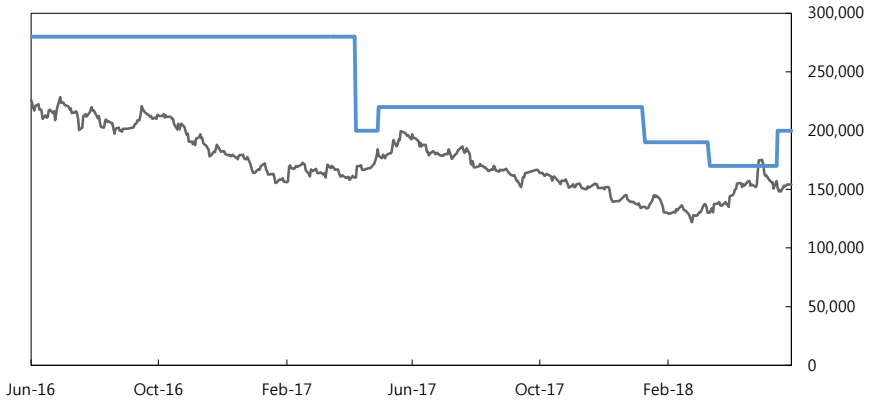
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,166	1,786	4,547	5,222	6,512
BPS	125,144	126,264	129,866	134,021	139,204
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.3	16.9	22.0	14.0	14.0
영업이익증가율	22.4	3.2	(2.1)	29.0	23.6
순이익증가율	21.4	(43.6)	160.9	15.4	24.7
EPS증가율	20.1	(43.6)	154.6	14.8	24.7
EBITDA증가율	19.8	6.3	9.8	23.4	15.2
수익성(%)					
영업이익률	3.8	3.3	2.7	3.0	3.3
순이익률	0.9	0.4	0.9	1.0	1.0
EBITDA Margin	6.1	5.6	5.0	5.4	5.5
ROA	1.4	0.7	1.4	1.4	1.6
ROE	2.4	1.3	3.4	3.8	4.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,638	2,048	2,498	2,665	2,920
차입금/자본총계비율(%)	65.6	80.6	94.9	98.3	103.5
Valuation(X)					
PER	56.5	78.4	33.9	29.5	23.6
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	15.0	13.0	13.6	11.3	10.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ대한통운(000120)	2016.05.04	매수	280,000원	-31.1	-18.4
	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	-11.8	2.9
	2018.05.29	매수	200,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 11일 현재 CJ대한통운 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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.