

CJ대한통운(000120)

2Q18 Preview: 2분기 선방으로 커지는 기대감

2분기 실적은 최저임금 부담 뚫고 시장 기대 부합할 전망

2분기 매출액과 영업이익을 각각 2조 1,672억원, 573억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 27% 늘어나는 반면 영업이익은 7% 줄어드는 것이다. 2분기에도 외형성장은 택배와 글로벌 사업부문이 견인했다. 택배와 계약물류 부문에서 최저임금 인상에 따른 비용증가분은 1분기와 유사한 130억원 내외로 추정된다. 하지만 일부 계약물류에서 단가가 인상되고 택배운영의 효율성이 높아지면서 영업이익률은 지난 1분기 바닥을 지나 0.4%p 반등할 전망이다. 이에 따라 영업이익은 컨센서스를 5% 상회할 것이다. 결국 2분기 실적에 대한 우려가 사라지면서 2019년 택배단가 상승에 대한 기대감은 빠르게 주가에 반영될 것이다.

택배단가 정상화로 가는 걸림돌이 하나씩 사라져

택배물량은 전년동기대비 17% 증가해 당초 기대를 상회할 전망이다. 최저임금, 유가 등 원가부담이 커지면서 경쟁강도가 작년보다 낮아지고 있기 때문이다. 1분기 2~3위 업체들의 물량은 9.5% 늘어 1년만에 한자리수 증가에 그쳤다. 4월 CJ대한통운의 점유율은 49%까지 높아졌다. 다만 소형화물 비중이 계속 높아지면서 평균단가의 하락세는 이어질 것이다. 반대로 경쟁사와의 단가 격차가 더 크게 벌어져 운임인상에 따른 수요이탈 부담은 줄었다. 8월말부터 가동되는 곤지암 메가허브터미널이 정상화되면 시장지위는 더욱 공고해질 전망이다. 초기 비용 불확실성을 감안해도 서비스 개선에 따라 가격결정권이 높아지는 점이 더 긍정적이다.

택배와 글로벌 성장을 바라보는 시각 달라질 것

CJ대한통운에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 20만원을 유지한다. 최저임금 인상이 가격경쟁을 제한하는 가운데 대한통운은 메가허브터미널 가동으로 경쟁사와의 격차를 벌려나갈 전망이다. 투자심리에 가장 중요한 택배사업의 수익성이 단가와 함께 반등하면서, M/S 50%에 육박하는 시장지위에 대한 프리미엄을 되찾을 것이다. 이익비중이 가장 높은 계약물류의 마진 역시 하반기 회복됨에 따라, 글로벌 부문에서는 수익성에 대한 부담을 덜게 된 만큼 M&A 성장성이 더 부각될 것이다.

| | 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 | 8,701 | 235 | 89 | 4,902 | 174.5 | 440 | 32.6 | 13.8 | 1.2 | 3.7 | - |
| 2019F | 9,922 | 300 | 96 | 5,302 | 8.2 | 541 | 30.2 | 11.5 | 1.2 | 3.8 | - |
| 2020F | 11,211 | 361 | 114 | 6,285 | 18.5 | 612 | 25.5 | 10.6 | 1.1 | 4.4 | - |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

Stock Data

| | |
|-------------------|------------------|
| KOSPI(6/28) | 2,314 |
| 주가(6/28) | 163,000 |
| 시가총액(십억원) | 3,718 |
| 발행주식수(백만) | 23 |
| 52주 최고/최저가(원) | 186,500/122,000 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 13,278 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 39.4/17.0 |
| 주요주주(%) | CJ제일제당 외 1인 40.2 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|--------|
| 절대주가(%) | 3.8 | 16.4 | (10.4) |
| KOSPI 대비(%p) | 10.5 | 22.6 | (7.6) |

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

하반기 계약물류 부문의 마진 개선이 더해질 것

국내 계약물류 부문은 전체 영업이익의 절반 이상을 차지한다. 다만 성장성이 정체된 상황에서 마진 역시 하락하고 있어 시장의 기대감은 낮다. 계약물류의 매출액은 항만하역 부문의 축소로 작년 3% 증가에 그쳤고 올해 역시 4%로 큰 차이가 없을 것이다. 영업이익률은 2015년 5.9%에서 2017년 5.2%로 낮아졌다. 최저임금 영향이 더해진 1분기에는 4.1%에 그쳤다. 다만 단가인상을 통해 원가부담을 점진적으로 반영하는 한편 그동안 적자를 기록했던 자항선 2척이 프로젝트물류에 투입됨에 따라, 계약물류의 수익성은 하반기 반등할 전망이다. 또한 건설 부문 역시 계절성에 따라 하반기부터는 정상적으로 이익을 창출할 것이다.

〈표 1〉 2Q18 실적 전망

| | 한투증권 (십억원) | QoQ (%, %p) | YoY 컨센서스 대비 (%, %p) | 컨센서스 (십억원) | 1개월 변화 (%, %p) | |
|----------|---------------|----------------|------------------------|---------------|-------------------|-------|
| 매출액 | 2,167.2 | 8.3 | 26.9 | 1.8 | 2,129.3 | 0.0 |
| 영업이익 | 57.3 | 26.4 | (7.4) | 4.7 | 54.7 | 0.9 |
| 영업이익률(%) | 2.6 | 0.4 | (1.0) | 0.1 | 2.6 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 15.0 | (54.4) | (32.7) | (10.1) | 16.7 | (0.6) |

자료: FnGuide, 한국투자증권

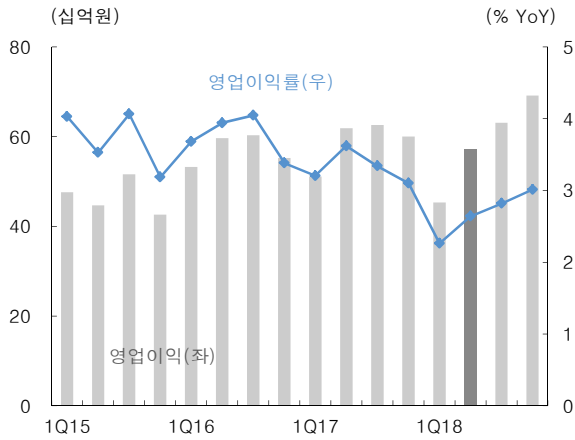
〈표 2〉 실적 전망

(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 | 2,167 | 2,237 | 2,296 | 6,082 | 7,110 | 8,701 | 9,922 |
| 계약물류(CL) | 585 | 603 | 620 | 619 | 616 | 628 | 647 | 645 | 2,360 | 2,428 | 2,536 | 2,854 |
| 택배 | 479 | 510 | 531 | 556 | 557 | 586 | 601 | 631 | 1,824 | 2,075 | 2,375 | 2,711 |
| 글로벌 | 531 | 595 | 722 | 760 | 773 | 785 | 820 | 851 | 1,897 | 2,608 | 3,229 | 3,557 |
| 건설 | | | | | 56 | 168 | 168 | 168 | | | 561 | 800 |
| 매출액 증가율 | 10.4 | 12.8 | 25.7 | 18.5 | 25.5 | 26.9 | 19.4 | 18.7 | 20.3 | 16.9 | 22.4 | 14.0 |
| 계약물류 | 3.0 | 3.0 | 4.8 | 0.7 | 5.1 | 4.2 | 4.3 | 4.2 | 10.5 | 2.9 | 4.4 | 12.5 |
| 택배 | 13.2 | 14.1 | 18.8 | 9.4 | 16.2 | 15.0 | 13.3 | 13.6 | 17.2 | 13.7 | 14.5 | 14.1 |
| 글로벌 | 16.9 | 23.6 | 59.8 | 48.9 | 45.7 | 31.8 | 13.6 | 12.0 | 39.1 | 37.4 | 23.9 | 10.1 |
| 매출총이익률 | 10.8 | 10.9 | 10.7 | 10.2 | 8.8 | 9.8 | 10.1 | 10.2 | 11.0 | 10.6 | 9.7 | 10.1 |
| 계약물류 | 11.5 | 11.0 | 11.4 | 11.2 | 9.8 | 10.2 | 11.0 | 11.2 | 11.7 | 11.3 | 10.6 | 10.8 |
| 택배 | 9.4 | 11.3 | 9.5 | 9.5 | 7.9 | 9.5 | 9.2 | 9.4 | 10.4 | 9.9 | 9.0 | 10.0 |
| 글로벌 | 11.5 | 10.4 | 10.9 | 9.9 | 9.0 | 9.9 | 10.4 | 10.4 | 10.8 | 10.6 | 9.9 | 10.0 |
| 영업이익 | 51 | 62 | 63 | 60 | 45 | 57 | 63 | 69 | 228 | 236 | 235 | 300 |
| 증가율 | (3.9) | 3.7 | 3.8 | 8.7 | (11.4) | (7.4) | 0.8 | 15.3 | 22.4 | 3.2 | (0.3) | 27.8 |
| 영업이익률 | 3.2 | 3.6 | 3.3 | 3.1 | 2.3 | 2.6 | 2.8 | 3.0 | 3.8 | 3.3 | 2.7 | 3.0 |
| 세전이익 | 13 | 38 | 20 | 2 | 43 | 25 | 31 | 37 | 91 | 73 | 136 | 155 |
| 증가율 | (54.7) | 2.1 | 431.9 | (91.3) | 235.5 | (33.9) | 51.5 | 1,868.1 | 13.3 | (19.6) | 86.5 | 13.8 |
| 지배주주순이익 | 4 | 22 | 9 | (4) | 33 | 15 | 18 | 22 | 56 | 31 | 89 | 96 |
| 증가율 | (84.1) | (11.7) | NM | NM | 776.1 | (32.7) | 99.5 | NM | 21.4 | (43.6) | 181.3 | 8.7 |

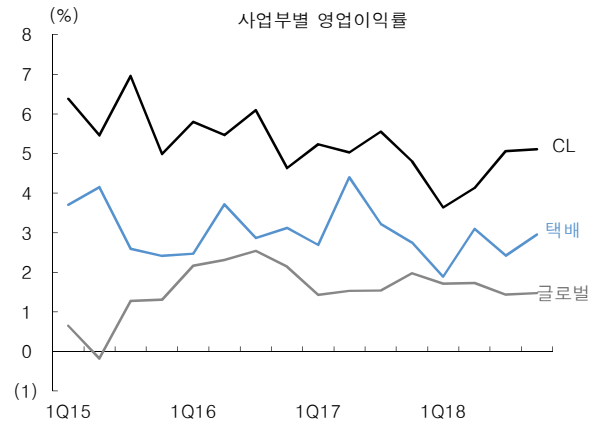
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 영업이익은 전분기대비 28% 증가



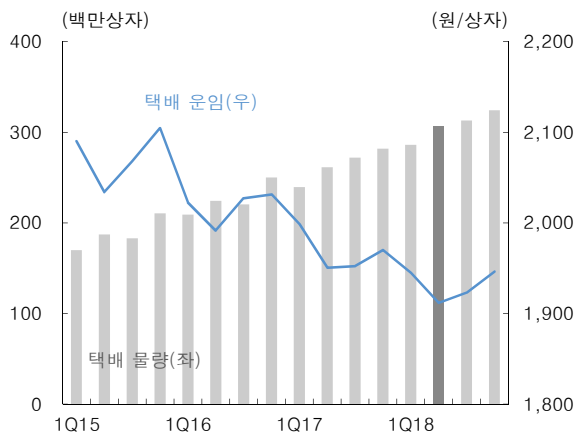
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 2] 최저임금 충격에서 벗어나 하반기 수익성 반등



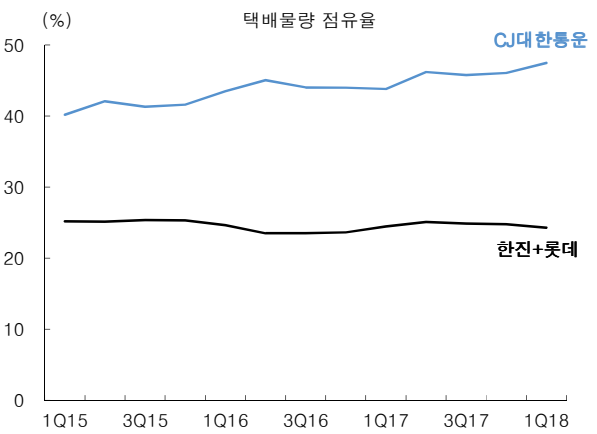
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 3] 택배단가는 2분기를 바닥으로 하반기 반등



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 4] 택배시장 과점적 지위에 대한 프리미엄 되찾을 것



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 3> 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 Darci Logistics | 인도 | 2017년 8월 | 57 | 50% | 인도 3위 종합물류업체. W&D 위주 |
| CJ Gemadep | 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

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 | 2,202 | 2,514 | 2,841 |
| 현금성자산 | 139 | 154 | 189 | 218 | 247 |
| 매출채권및기타채권 | 1,223 | 1,465 | 1,792 | 2,044 | 2,310 |
| 재고자산 | 15 | 16 | 19 | 22 | 25 |
| 비유동자산 | 4,010 | 4,505 | 5,159 | 5,543 | 5,882 |
| 투자자산 | 167 | 129 | 158 | 180 | 204 |
| 유형자산 | 2,037 | 2,430 | 2,618 | 2,646 | 2,609 |
| 무형자산 | 1,368 | 1,468 | 1,797 | 2,049 | 2,315 |
| 자산총계 | 5,521 | 6,309 | 7,361 | 8,057 | 8,723 |
| 유동부채 | 1,362 | 1,890 | 2,370 | 2,816 | 3,180 |
| 매입채무및기타채무 | 813 | 1,072 | 1,311 | 1,495 | 1,690 |
| 단기차입금및단기사채 | 366 | 477 | 574 | 651 | 775 |
| 유동성장기부채 | 148 | 264 | 386 | 419 | 464 |
| 비유동부채 | 1,420 | 1,636 | 2,109 | 2,250 | 2,423 |
| 사채 | 858 | 988 | 1,165 | 1,231 | 1,275 |
| 장기차입금및금융부채 | 424 | 511 | 603 | 630 | 709 |
| 부채총계 | 2,782 | 3,526 | 4,478 | 5,066 | 5,603 |
| 지배주주지분 | 2,346 | 2,372 | 2,460 | 2,556 | 2,671 |
| 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 | 662 | 758 | 872 |
| 비지배주주지분 | 393 | 411 | 422 | 435 | 449 |
| 자본총계 | 2,739 | 2,783 | 2,883 | 2,991 | 3,120 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 208 | 246 | 216 | 419 | 295 |
| 당기순이익 | 68 | 39 | 100 | 109 | 129 |
| 유형자산감가상각비 | 108 | 120 | 154 | 182 | 185 |
| 무형자산상각비 | 37 | 41 | 52 | 59 | 67 |
| 자산부채변동 | (74) | (53) | (121) | 44 | (114) |
| 기타 | 69 | 99 | 31 | 25 | 28 |
| 투자활동현금흐름 | (705) | (690) | (658) | (580) | (544) |
| 유형자산투자 | (233) | (485) | (342) | (209) | (148) |
| 유형자산매각 | 8 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | 1 | (5) | (31) | (22) | (23) |
| 무형자산순증 | (8) | (39) | (380) | (311) | (333) |
| 기타 | (473) | (173) | 95 | (38) | (40) |
| 재무활동현금흐름 | 543 | 456 | 476 | 190 | 277 |
| 자본의증가 | 189 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 355 | 456 | 488 | 203 | 292 |
| 배당금지급 | (0) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | (1) | (1) | (12) | (13) | (15) |
| 기타현금흐름 | (8) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 39 | 16 | 35 | 29 | 28 |

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

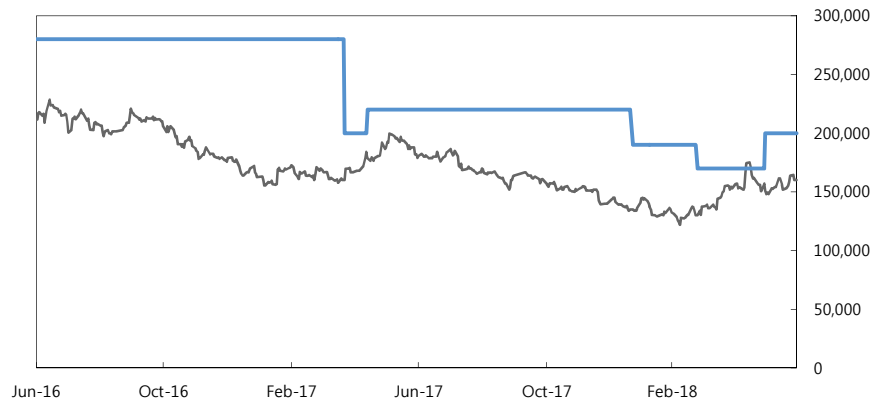
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 6,082 | 7,110 | 8,701 | 9,922 | 11,211 |
| 매출원가 | 5,411 | 6,354 | 7,854 | 8,923 | 10,083 |
| 매출총이익 | 671 | 756 | 847 | 999 | 1,128 |
| 판매관리비 | 443 | 521 | 612 | 698 | 767 |
| 영업이익 | 228 | 236 | 235 | 300 | 361 |
| 금융수익 | 31 | 30 | 46 | 30 | 31 |
| 이자수익 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 금융비용 | 86 | 94 | 115 | 110 | 118 |
| 이자비용 | 51 | 55 | 82 | 93 | 102 |
| 기타영업외손익 | (83) | (78) | (27) | (65) | (90) |
| 관계기업관련손익 | 0 | (20) | (2) | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 91 | 73 | 136 | 155 | 184 |
| 법인세비용 | 23 | 34 | 36 | 47 | 55 |
| 연결당기순이익 | 68 | 39 | 100 | 109 | 129 |
| 지배주주지분순이익 | 56 | 31 | 89 | 96 | 114 |
| 기타포괄이익 | (37) | (50) | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 31 | (11) | 100 | 109 | 129 |
| 지배주주지분포괄이익 | 23 | 26 | 89 | 96 | 114 |
| EBITDA | 373 | 397 | 440 | 541 | 612 |

주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,166 | 1,786 | 4,902 | 5,302 | 6,285 |
| BPS | 125,144 | 126,264 | 130,147 | 134,367 | 139,369 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 성장성(%, YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 20.3 | 16.9 | 22.4 | 14.0 | 13.0 |
| 영업이익증가율 | 22.4 | 3.2 | (0.3) | 27.8 | 20.2 |
| 순이익증가율 | 21.4 | (43.6) | 181.3 | 8.7 | 18.5 |
| EPS증가율 | 20.1 | (43.6) | 174.5 | 8.2 | 18.5 |
| EBITDA증가율 | 19.8 | 6.3 | 10.9 | 22.9 | 13.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 3.8 | 3.3 | 2.7 | 3.0 | 3.2 |
| 순이익률 | 0.9 | 0.4 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| EBITDA Margin | 6.1 | 5.6 | 5.1 | 5.5 | 5.5 |
| ROA | 1.4 | 0.7 | 1.5 | 1.4 | 1.5 |
| ROE | 2.4 | 1.3 | 3.7 | 3.8 | 4.4 |
| 배당수익률 | - | - | - | - | - |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 1,638 | 2,048 | 2,497 | 2,664 | 2,921 |
| 차입금/자본총계비율(%) | 65.6 | 80.6 | 94.7 | 98.0 | 103.3 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 56.5 | 78.4 | 32.6 | 30.2 | 25.5 |
| PBR | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 15.0 | 13.0 | 13.8 | 11.5 | 10.6 |

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 28일 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 (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 높게 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.