

BUY(Reinitiate)

CJ대한통운(000120)

배송이 행복한 시대

• 현재주가(7/9) 173,000원 • 목표주가 220,000원

키움증권 리서치센터 기업분석팀

조선/운송/방산 Analyst 이창희 02-3787-4751, jaydenlee@kiwoom.com

2018년 7월 10일

CJ대한통운은 글로벌 M&A와 택배 M/S 확대로 높은 외형 성장을 기록하고 있다. 향후에도 글로벌 M&A 계속적으로 이루어 질 것으로 판단되어 외형 성장 유효하다고 판단한다. 수익성 측면에서는 M&A 초기 비용 및 최저임금제 인상으로 인해 전년대비 다소 감소할 것으로 보인다. 하지만 하반기부터 본격적인 택배단가 인상 기대되어 수익성 개선 가시화 될 것이다.



CJ 대한통운(000120)



Stock Data

KOSPI (07/09)	2,285.80pt
시가총액	39,465억원
52주 주가동향	최고가 186,500원 최저가 122,000원 최고/최저가대비 등락률 -7.24%
주가수익률	절대 상대 1M 12.3% 20.5% 6M 24.0% 36.2% 1Y -4.4% -0.5%

Company Data

발행주식수(천주)	22,812천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	16.56%
배당수익률(18.E)	0.00%
BPS(18.E)	107,218원
주요 주주	CJ제일제당 외 1인 CJ대한통운 자사주 40.17% 20.42%

Price Trend



Contents

Investment Summary	3
> M&A에 의한 외형 성장	3
> 택배부문 수익성 개선	3
> 2018년 BPS 107,218원, 목표주가 220,000원	3
I. M&A에 의한 외형 성장	4
> 국내 1위 종합물류회사	4
> 성장의 중심은 글로벌 사업부문	5
> 물류기업의 네트워크 확장은 필수	7
> 글로벌 사업부문 성장 지속	8
> 주요 New Family사	10
> M&A 전략 지속	16
II. 택배부문 수익성 개선	17
> 택배 물동량 성장 지속	17
> 상위업체 중심 재편	18
> 택배 단가 상승 기대	19
> 국토교통부 <택배서비스 발전방안>	20
> 곤지암 메가 Hub 가동 시작	21
> M/S 확대 전망	22
> 택배 수익성 개선 기대	23
III. 실적 전망 및 Valuation	24
> 2018년 실적 전망	24
> 2018년 2분기 Preview	27
> 2018년 BPS 107,218원, 목표주가 220,000원	28
IV. 택배산업 해외 사례	29
> 일본 야마토운송 사례	29
> 다양한 택배 서비스 종류	31

Compliance Notice

- 당시는 7월 9일 현재 'CJ대한통운(000120)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당시는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

Investment Summary

>> M&A에 의한 외형 성장

국내와 같이 물동량 증가가 제한적인 지역에서 물류기업이 성장하기 위해서는 네트워크의 확장이 요구된다. 즉, 성장을 위해서는 해외로의 사업 진출이 필수라고 판단된다. 글로벌 대표 물류기업인 Federal Express, DHL, United Parcel과 같은 회사들도 과거 전 세계를 대상으로 M&A를 했고 현재도 진행 중에 있다. CJ대한통운은 2016년부터 매년 해외 M&A를 통해 높은 외형 성장률을 기록하고 있다. 대표적으로 2016년 CJ Rokin, CJ Speedex, Century Logistics, 2017년 CJ Darcl, CJ ICM, 2018년 CJ Gemadep를 인수했다. 이처럼 동사는 해외 M&A에 의한 연간 30% 가 넘는 높은 매출 성장률을 기록하고 있으며 향후에도 지속적으로 M&A를 추진할 예정이다.

>> 택배부문 수익성 개선

2001년 이후 택배단가는 지속적으로 하락 추세에 있다. 주요 원인으로는 소형화물 비중이 높아지면서 전반적인 택배 평균단가가 하락한 것으로 판단된다. 또한 일반적으로 택배사업의 경우 화주와의 계약을 하기 위해서 입찰 경쟁에 참여하는 구조이기 때문에 경쟁사간의 가격 경쟁이 치열하다. 하지만, 최근 들어 최저임금 상승에 따른 원가상승으로 인해 택배운임 인상 가능성성이 확대되고 있다. 실제적으로 적용되는 시기는 올해 하반기부터 일 것으로 추정된다. 따라서 연간 택배단가 증가율 역시 내년부터는 성장하는 모습을 보일 것으로 예상한다. 또한 그 동안 잘 지켜지지 않았던 택배 제값받기를 본격적으로 시행할 예정이기 때문에 택배 평균단가 인상과 동시에 향후 택배부문에 대한 수익성 개선에 도움이 될 것으로 판단된다.

>> 실적 전망 및 Valuation

동사는 2018년 매출액 8조 8,822억원(YoY +24.9%), 영업이익 2,360억원(YoY +0.1%)가 전망된다. 글로벌 사업부문에서 M&A에 의한 높은 매출 성장 기록할 것으로 판단되며 택배사업 부문에서도 물동량 증가에 따른 외형성장 기대된다. 한편, 수익성 측면에서는 글로벌 사업부문 M&A 초기비용 및 택배사업 부문에서의 최저임금제 인상 등의 요인으로 전년대비 다소 감소하는 모습 보일 것으로 전망한다. 하지만 2018년 하반기부터 택배단가 인상 등을 통한 수익성 개선의 여지는 여전히 존재한다는 판단이다. 동사에 대해 투자의견 Buy(매수), 목표주가 220,000원으로 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2018년도 BPS 107,218원에 PBR 2배 적용했다. 현 주가에서 상승여력 27.2% 전망한다.

I. M&A에 의한 외형 성장

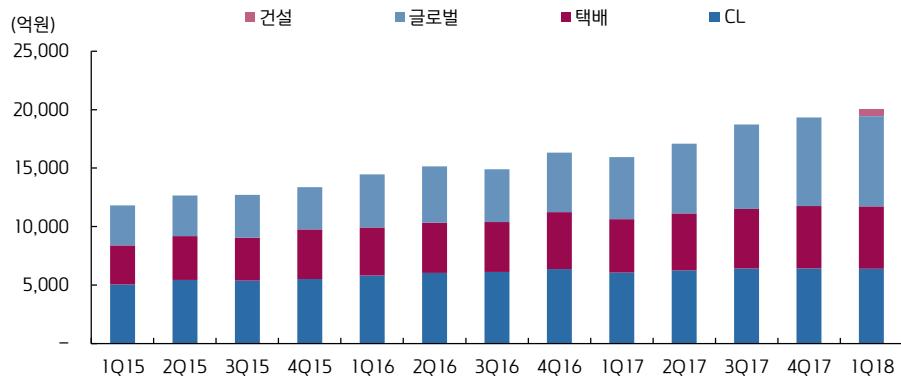
>> 국내 1위 종합물류회사

2011년 CJ그룹에 인수, 2013년 CJ대한통운으로 통합

CJ대한통운은 1930년 조선미곡창고주식회사로서 설립되었으며 2011년말 CJ그룹에 인수됐다. 2013년 CJ대한통운과 CJ GLS가 CJ대한통운으로 통합하며 2020년까지 “글로벌 Top 5 종합물류 기업”을 목표로 사업을 진행하고 있다. 현재 주요 사업부문은 CL(Contract Logistics, 계약물류) 사업부문, 택배사업부문, 글로벌사업부문, 건설사업부문이며 국내 최상위의 자산형 종합물류회사이다.

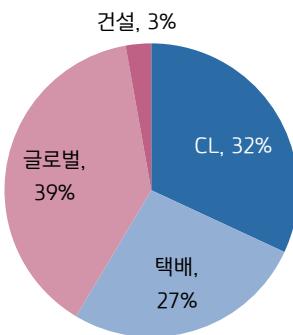
한편, 동사는 2018년 3월 CJ그룹 지배구조 개편과정의 일환으로 CJ건설을 흡수합병했다. 현재 CJ제일제당이 최대주주로서 40.17%의 지분을 확보하고 있다. 2017년 기준 매출액 약 7조 1천억 원(YoY+16.9%), 영업이익 약 2,357억원 (YoY+3.2%)를 기록했다. 매출액 사업별 비중은 CL사업부문 약 35%, 택배사업부문 약 28%, 글로벌사업부문 약 37%로 추정된다.

CJ대한통운 사업부문별 매출액 추이



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 사업부문별 매출액 비중



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치, 2018년 1분기 기준

CJ대한통운 주요 사업부문



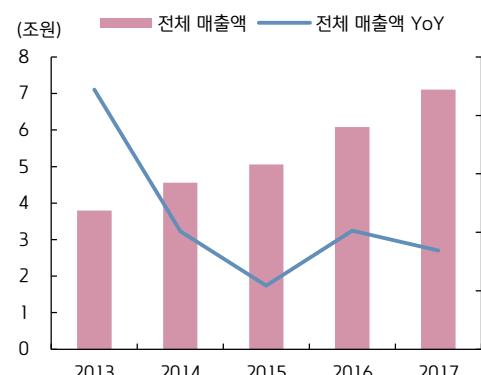
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

>>> 성장의 중심은 글로벌 사업부문

2017년 글로벌 사업부문 연간 매출성장 37.4%

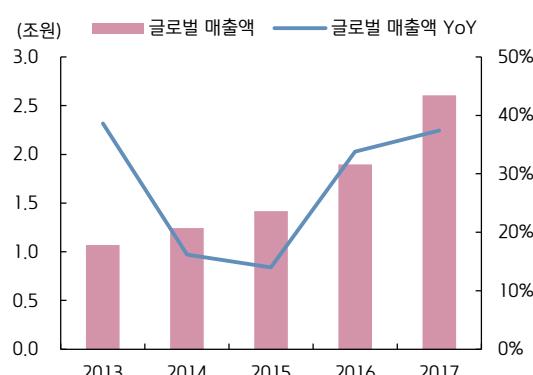
동사는 2013년 CJ GLS와 합병된 이후 매년 약 10%~20% 사이의 높은 매출 성장을 지속하고 있다. 사업부문별로 매출 성장을 분석해 보면 성장의 중심은 글로벌 사업부문인 것을 알 수 있다. 특히 글로벌 사업부문에서는 2016년부터 매년 해외 M&A를 통해 높은 외형 성장을 기록하고 있다. 대표적으로 2016년 CJ Rokin, CJ Speedex, Century Logistics, 2017년 CJ Darcl, CJ ICM, 2018년 CJ Gemadept를 인수했다. 이처럼 동사는 해외 M&A에 의한 연간 30%가 넘는 높은 매출 성장률을 기록하고 있으며 향후에도 지속적으로 M&A를 추진할 예정이다.

CJ대한통운 전체 매출액 및 YoY



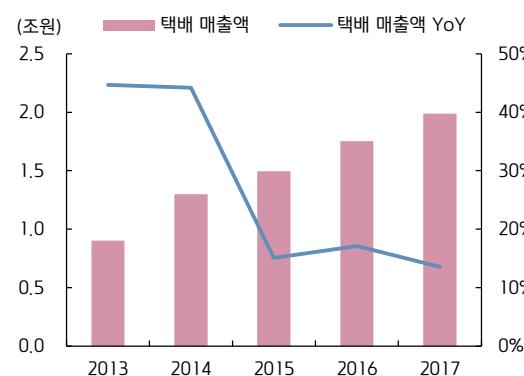
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 글로벌 매출액 및 YoY



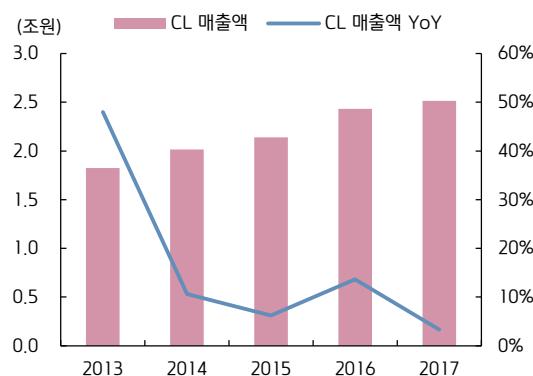
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 택배 매출액 및 YoY



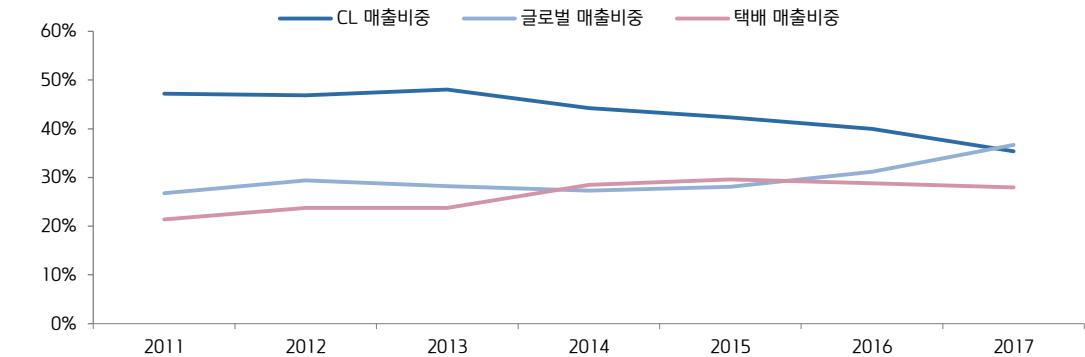
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 CL 매출액 및 YoY



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 사업부문별 매출 비중 추이



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

>>> 물류기업의 네트워크 확장은 필수

대표적 해외진출 방법 M&A

물류기업이 성장하기 위해서는 기존 물동량 수요의 상승도 중요하지만 국내와 같이 물동량 증가가 제한적인 지역에서는 네트워크의 확장이 요구된다. 즉, 성장을 위해서는 해외로의 사업 진출이 필수라고 판단된다. 이 때문에 해외에 진출하기 위한 방법으로 이미 지역내의 기반을 가지고 있는 업체들을 M&A(인수합병) 하는 방법이 가장 효율적인 수단으로 손꼽힌다. 글로벌 대표 물류기업인 Federal Express, DHL, United Parcel과 같은 회사들도 과거 전 세계를 대상으로 M&A를 했고 현재도 진행 중에 있다. 실제 사례로서 DHL과 같은 경우에는 1990년대에는 우편과 국제특송 중심의 사업구조를 보유하고 있었다. 그러나 2000년대부터 약 20건이 넘는 M&A를 통해서 3배가 넘는 매출 성장을 이룬 것을 알 수 있다.

DHL 매출액 추이



자료: DHL, 키움증권 리서치

해외 물류기업들의 주요 M&A 사례 (2014년 8월부터 2015년 3월)

회사명	피인수회사	인수가액(백만달러)
Roadrunner Transportation Systems	Active Aero Group	115
Norbert Dentressangle	Jacobson Companies	750
XPO Logistics	New Breed Holding Company	615
C.H. Robinson Worldwide	Freightquote.com	365
FedEx	GENDO	2,000
XPO Logistics	UX Specialized Logistics	59
Radiant Logistics	Wheels Group	80
Japan Post Holdings	Toll Holdings	5,069
Kintetsu World Express	APL Logistics	1,200
Echo Global Logistics	Command Transportation	420
XPO Logistics	Bridge Terminal Transport Services	100
XPO Logistics	Norbert Dentressangle	3,530
Radiant Logistics	Service By Air	12
Roadrunner Transportation Systems	Stagecoach Cartage and Distribution	35
Kuehne + Nagel	ReTrans	180
United Parcel Service	Coyote Logistics	1,800
XPO Logistics	Con-way	3,000
DSV	UTi Worldwide	1,350
FedEx	TNT Express	4,300

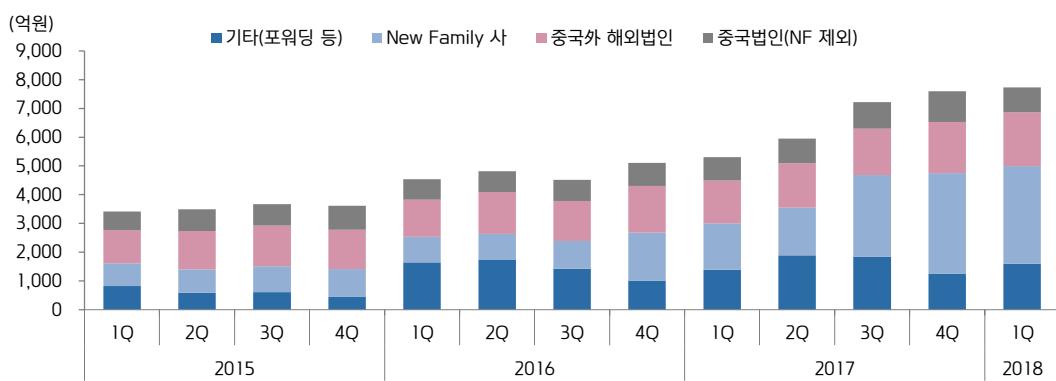
자료: Armstrong & Associates, 키움증권 리서치

>>> 글로벌 사업부문 성장 지속

2017년 New Family사 매출 성장을 117%

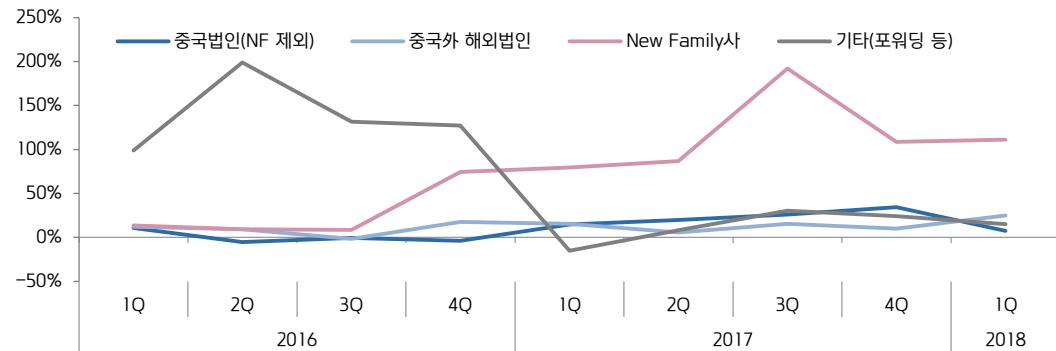
동사 글로벌 사업의 매출액을 분석해 보면 크게 중국법인, 해외법인(중국제외), New Family사, 기타(포워딩 등) 총 4가지 부문으로 나눌 수 있다. 이 중 CJ Rokin, CJ Darcl 등 동사가 최근에 인수한 회사들을 포함하는 New Family사의 매출 성장률이 타 사업부문에 비해 월등히 높은 것을 알 수 있다. 즉 M&A를 통한 글로벌 사업부문 매출 증가율이 높은 상황인 것으로 판단된다. 추가적으로 New Family사 이외에도 중국과 중국을 제외한 해외법인의 매출 성장률도 약 15% 내외의 높은 성장률을 기록하고 있다.

글로벌 사업별 매출액 추이



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

글로벌 사업별 매출액 성장률



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 주요 M&A 사례

년도	기업명	국가	사업영역	인수가액
2013년 04월	CJ Smart Cargo	중국	▪ 프로젝트 화물	약 100억원(51%)
2015년 12월	CJ Rokin	중국	▪ 3PL(냉동, 냉장)	4,550억원(71.4%)
2016년 08월	CJ Speedex(TCL과 합작법인)	중국	▪ 전기, 전자 관련 물류	811억원(50%)
2016년 09월	CJ Century Logistics	말레이시아	▪ 종합물류	471억원(31.4%)
2016년 11월	대형 물류센터 인수	인도네시아	▪ 물류센터(약 9,000평규모)	285억원
2016년 12월	CJ Transnational(TDG와 합작법인)	필리핀	▪ 택배, 웹모바일 기반 자동 배차 플랫폼	NA
2017년 04월	CJ Darcl Logistics	인도	▪ 종합물류	571억원(50%)
2017년 04월	CJ ICM	UAE	▪ 프로젝트 화물	769억원(51%)
2017년 10월	CJ Gemadepot 물류/해운 부문	베트남	▪ 종합물류	978억원(50.9%)
2018년 11월	DSC Logistics	미국	▪ 창고운영, 수송 등	2,314억(90%)

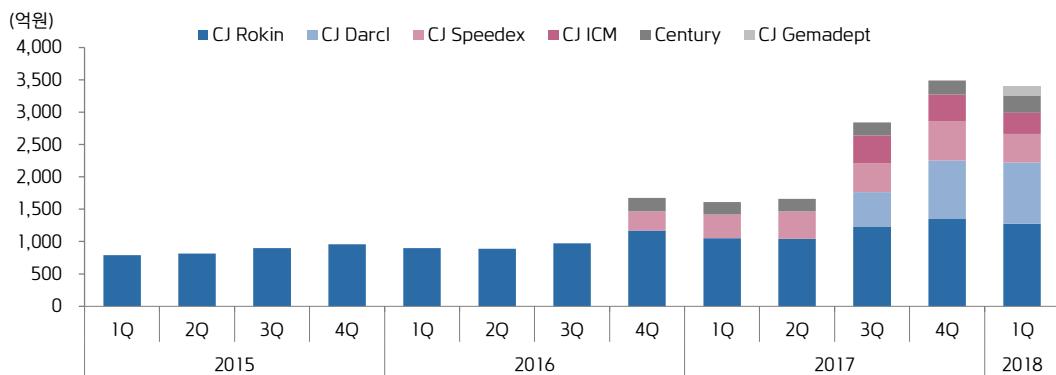
자료: CJ대한통운, 언론, 키움증권 리서치 추정

>>> 주요 New Family사

주요 매출은 CJ Rokin, CJ Darcl, CJ Speedex

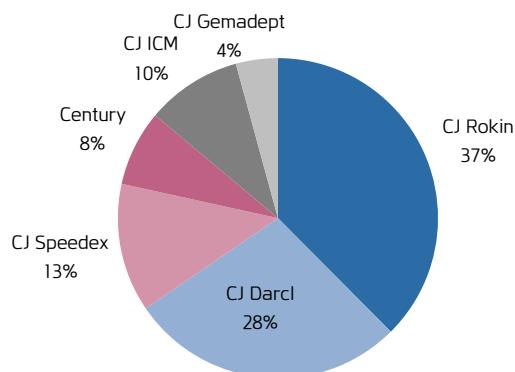
New Family사의 매출액 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 회사는 CJ Rokin사이다. CJ 대한통운이 2015년 12월 4,550억원에 인수한 중국의 3자 계약물류 회사로서 냉동 및 냉장 배송을 주요 사업부문으로 하고 있다. 2018년도 1분기말 기준 New Family사 매출액의 약 37.5%의 비중을 점하고 있다. CJ Rokin 다음으로 매출액 비중이 큰 회사는 2017년 4월 571억원에 지분율 50%를 인수한 인도의 종합물류 회사 CJ Darcl과 2016년 8월 약 811억원을 투자해 중국의 3대 종합전자회사 TCL그룹과 함께 설립한 합작법인인 CJ Speedex이다. 각각 New Family 매출 비중의 27.9%, 13.0%를 차지하고 있다.

New Family사 회사별 매출액 추이



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

New Family사 매출액 비중



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치 *18년 1Q 기준

New Family 주요회사 개요

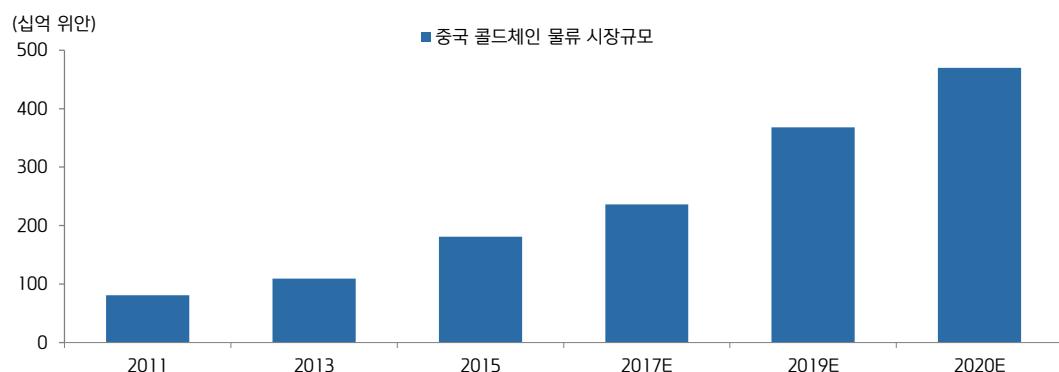
구분	CJ Rokin	CJ Darcl	CJ Gemadept	DSC Logistics(인수예정)
설립년도	1994년	1986년	1990년	1960년
대표이사	장옥경(Zhang, Yuqing)	Krishan Kumar Agarwal	Do Van Nhan	Ann Drake
주요사업	3PL (콜드체인&제너럴카고)	트럭, 프로젝트 물류, 포워딩	항만물류기업	창고운영, 수송
임직원	4,544명	3,415명	2,826명	3,420명
본사위치	중국 상하이	인도 뉴델리	베트남	미국 일리노이

자료: CJ 대한통운, 각사 홈페이지, 키움증권 리서치

중국 콜드체인 시장 Top Player CJ Rokin

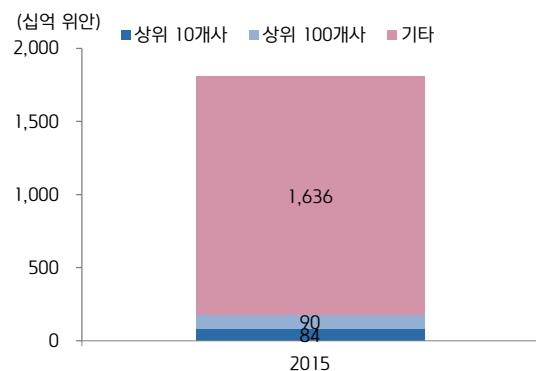
CJ 대한통운이 2015년 12월 4,550억원에 인수한 중국의 3자 계약물류 회사인 CJ Rokin은 냉동 및 냉장 배송을 주요 사업부문으로 하고 있다. 2018년도 1분기말 기준 New Family사 매출액의 약 37.5%의 비중을 점하고 있다. 중국 콜드체인 물류 시장에서 동사를 포함한 Top Player들의 시장 점유율은 2015년도 기준 시장의 10%에 불과하다. 즉, 대부분의 지역에서 중소형 로컬 업체들이 차지하는 비중이 상당수라고 판단된다. 지역의 중소형 로컬 업체의 경우 인프라시설이 미흡하고 가격 경쟁력도 Top Player에 비해 낮다고 분석되기 때문에 향후 동사의 추가적인 시장 점유율 확대 가능성은 크다고 판단된다.

중국 콜드체인 물류 시장규모 추이 및 전망



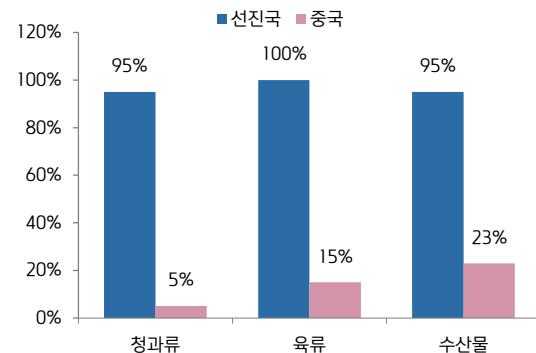
자료: Zhiyan Research, China International Capital Corporation, iResearch, L.E.K., 키움증권 리서치

중국 콜드체인 물류 시장 점유율



자료 China Cold Chain Logistics Committee, China Venture, L.E.K
키움증권 리서치

중국과 선진국 콜드체인 유통률 비교



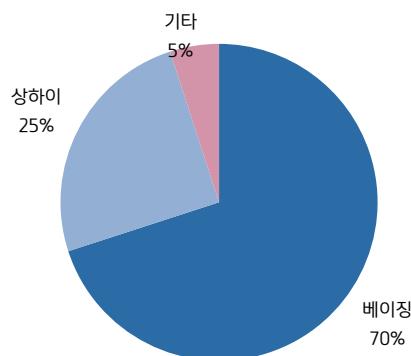
자료: 중국 콜드체인 발전 보고(2014), CJ대한통운, 키움증권 리서치

중국 콜드체인 물류 Top Player

회사명	Owner 회사	주요사업
CJ Rokin	CJ Korea Express	냉동 및 냉장 배송
Shuanghui Logistics	Shuanghui Group	냉동 및 냉장 배송
Xianyi Supply Chain	Xianyi Holding	통합 콜드체인 솔루션
Speed Fresh Logistics	Bright Dairy & Food Group	냉동 및 냉장 배송, 창고
ZM Logistics	Cathay Capital, France China Foundation, Talent Capital	냉동 및 냉장 배송
SF Express	Mingde Holding(owned by Wang Wei)	우편 및 소포 배송
Havi	N/A	콜드체인 물류
Zhongrong Logistics	Xianyi Supply Chain	냉동 및 냉장 배송, 창고
DCH Logistics	DCH Holdings	콜드체인 물류
China Merchants Americold	China MerchantsPort, Americold	냉동 및 냉장 배송, 창고

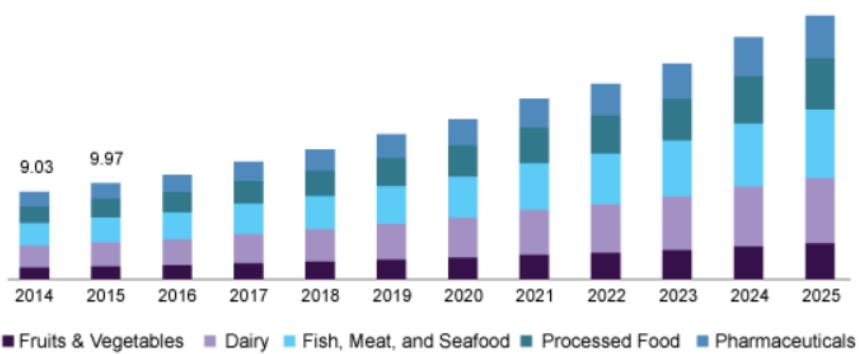
자료: China Cold Chain Logistics Committee, China Venture, L.E.K., 키움증권 리서치

중국 콜드체인 지역별 비중



자료: Grand View Research, 키움증권 리서치 *2015년 기준

중국 콜드체인 품목별 전망 (단위: 십억달러)

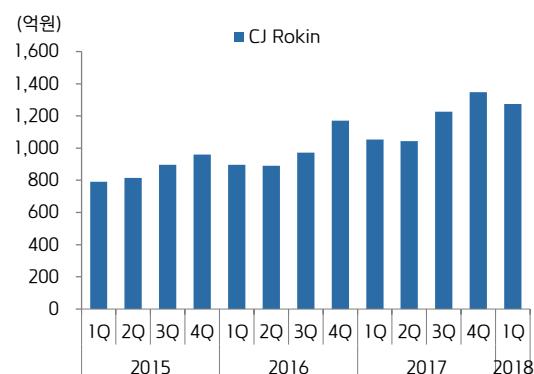


자료: Grand View Research, 키움증권 리서치 *2015년 기준

중국 콜드체인 시장확대에 따른 고객 다변화 전략

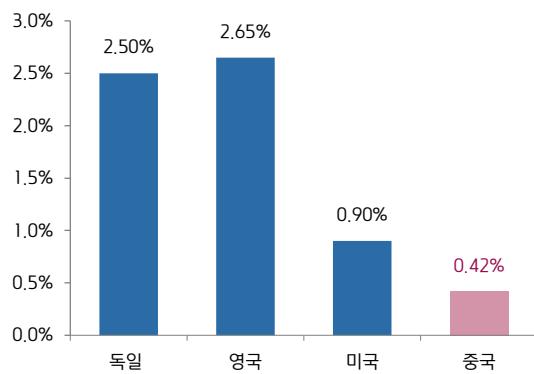
CJ Rokin의 매출 구성은 2015년 기준 콜드체인 화물 약 51%, 일반 화물 약 49%로 구성되어 있다. 2013년 2,734억원의 매출액은 매년 10% 이상의 높은 수준의 성장률을 기록하며 2017년 기준 4,670억까지 성장했다. 수익성 측면에서는 영업이익률을 17년 이후 공표하고 있지 않으나 5% 내외의 이익률을 내고 있는 것으로 추정된다. 주요 고객사로는 Mars, BASF, L’Oreal, CP Food 등의 다국적 기업 고객사 및 식품업체인 Sanquan, 제약업체 Sinopharm, 화장품회사 Shanghai Jahwa 등의 로컬 업체가 포함된다. 현재 중국내의 냉동냉장 차량비중은 0.42%에 불과해 선진국에 비해 상당히 부족한 상황이다. 이로 인해 신선식품 증가에 따른 인프라 확보가 필요한 것으로 판단하고 동사는 다국적 기업 및 로컬 업체로 고객을 다변화 하는 전략을 채택하고 있다.

CJ Rokin 매출액 추이



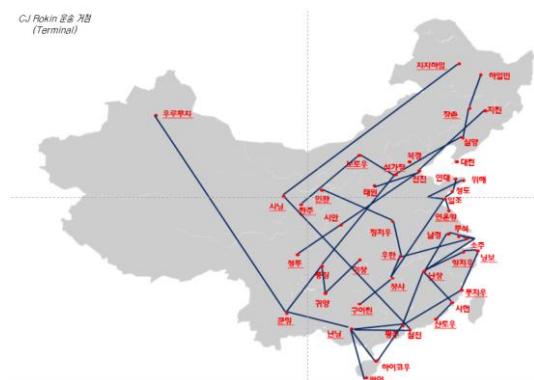
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

중국 냉동냉장 차량 비중



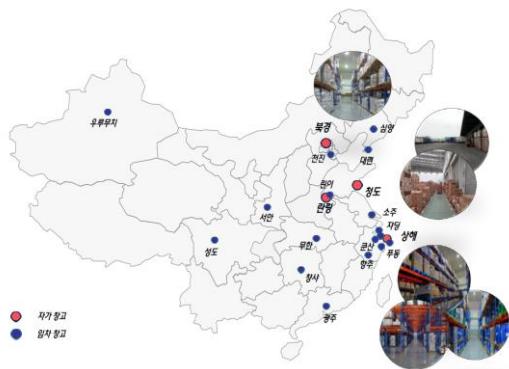
자료: 중국 콜드체인 발전 보고(2014), 키움증권 리서치

CJ Rokin 수·배송 네트워크



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ Rokin 보관 네트워크



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ Rokin 주요 고객

구분	산업	다국적기업	로컬기업
Cold Chain	식품		
	외식		
	제약		
Chemical	화학제품		
	페인트		
General Cargo	화장품, 의류		
	전자부품		
	기계, 자동차 부품		

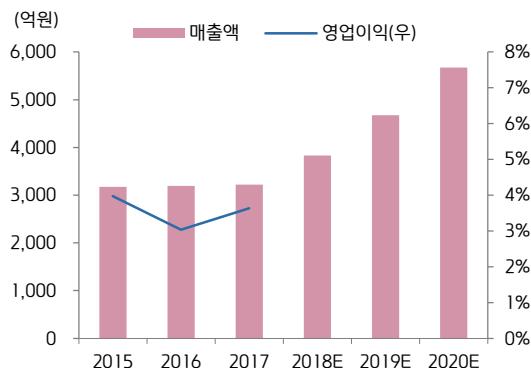
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

인도 Darcl, 베트남 Gemadept 시너지 효과 기대

2017년 4월 CJ대한통운이 571억원을 투자해 50%의 지분을 인수한 인도의 DarcI은 트럭 운송이 매출액의 약 90%를 차지한다. 주요 고객사로는 인도의 Tata 등 대기업을 비롯하여 P&G 등의 다국적기업 등이 있다. 특징으로는 Top 20 기업과 같은 우량 고객의 비중이 매출액의 절반 정도를 차지하고 있으며 10년 이상의 장기계약 고객 비중이 약 80% 이상으로 상당히 높다. 이러한 장기 고객을 기반으로 하는 안정적인 사업운영과 CJ대한통운의 IT 기술을 기반으로 하는 물류 전문성을 더해 시너지 효과를 낸다는 전략을 세우고 있다. 2017년 기준 예상 매출액 약 3,218억원에서 2020년까지 CAGR 20.8%의 높은 성장이 예상되고 있다.

한편, 베트남의 Gemadepot은 2017년 10월 총 978억원을 투자해 GLH(물류부문) 및 GSH(해운부문) 각각 50.9%의 지분을 확보했다. 과거 베트남의 중앙 해운 부처에서 물류 및 해운부문을 물적 분할하고 중간지배 회사를 신설하여 지분을 인수했다. CJ 대한통운의 중장기 성장전략인 물류 해운사업의 시너지를 위한 인수로 판단된다. 베트남 남부지역을 중심으로 사업을 하고 있으며 다국적기업의 고객수 확대가 진행 중이다. 2017년 매출 상위 16개사 중 다국적기업이 14개사로 커사가 2개사를 차지하고 있다. 2017년 기준 예상 매출액 약 3,218억원에서 2021년까지 CAGR 23.7%로 성장할 것으로 전망되어 양사간의 시너지 효과를 기대하고 있는 상황이다.

Dardl 매출액 과거 추이 및 전망



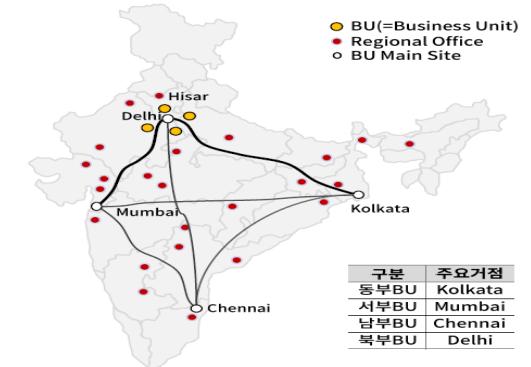
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

Gemadept 매출액 과거 추이 및 전망



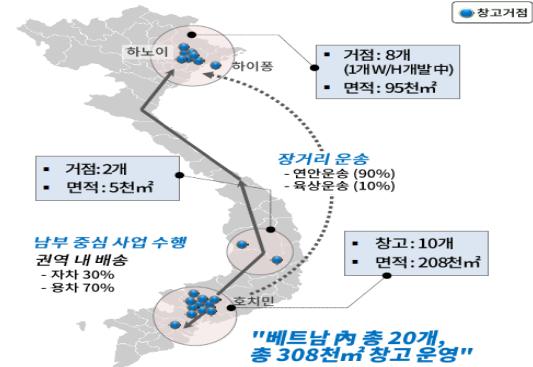
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

Darcl 네트워크 현황



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

Gemadept 네트워크 현황



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

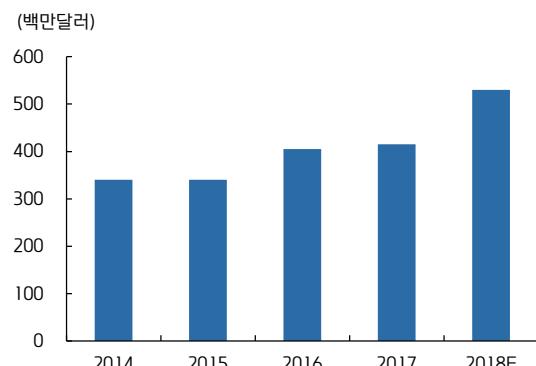
>> M&A 전략 지속

미국 DSC Logistics 인수 예정

앞에서 서술했듯이 CJ 대한통운은 최근 3개년간 약 8건의 크고 작은 M&A를 진행했다. 동사는 여전히 글로벌 네트워크 확장을 위한 수단으로 M&A를 지속적으로 전개할 것으로 판단된다. 실제로 동사는 추가적으로 미국의 WM(창고운영) 및 TM(수송) 등을 주요 사업으로 하고 있는 DSC Logistics를 인수할 예정이다. 인수시기는 2018년도 11월로 예상되며 인수규모는 2,314억원으로 총 90%의 지분확보이다.

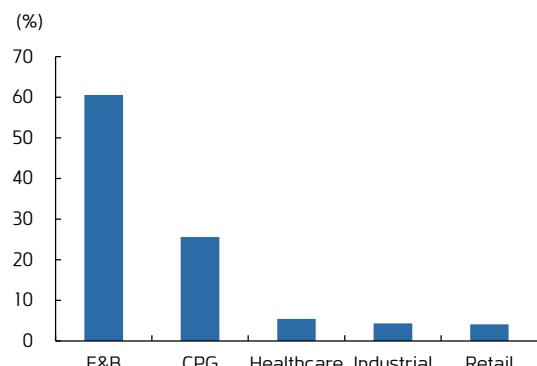
한편, DSC의 고객사는 미국내의 식품기업 등 로컬기업뿐만 아니라 다국적 기업도 고객으로 확보하고 있다. 고객사 중 F&B(Food & Beverage) 비중이 약 60%, CPG(Consumer Packaged Goods) 비중이 약 25%로 대부분을 차지하고 있다. 매출액은 2017년 기준 약 5,784억원이며 이 중 59%가 창고운영, 36%가 수송이다. 이번 인수는 동사의 중장기 전략 중 하나인 북미 진출을 위한 첫 전략적 인수로 판단된다.

DSC Logistics 매출액 과거 추이 및 전망



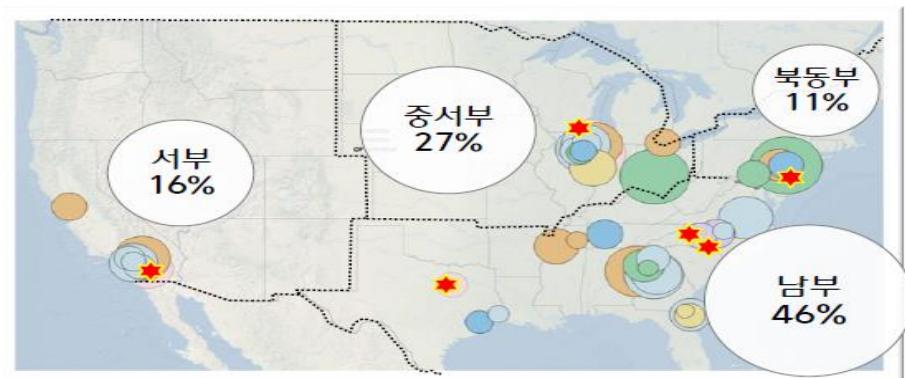
자료: DSC Logistics, 키움증권 리서치

고객유형별 매출 비중



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

DSC Logistics 네트워크 현황



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

II. 택배부문 수익성 개선

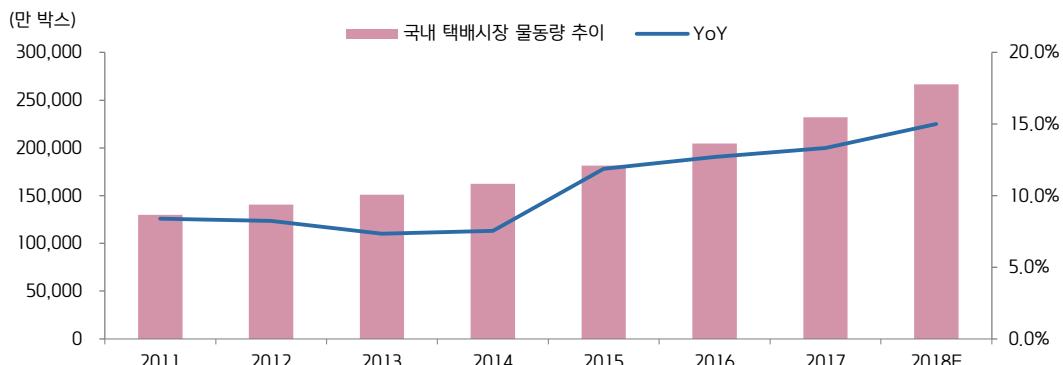
>>> 택배 물동량 성장 지속

온라인쇼핑몰 거래액 증가 전망

1인가구 및 맞벌이 가족들의 증가로 온라인쇼핑몰과 같은 전자상거래의 높은 성장과 함께 택배 물동량도 높은 성장을 보이고 있다. 온라인쇼핑에서 구매한 제품은 여행, 공연티켓, 소프트웨어와 같은 서비스를 제외하고는 택배운송과 같은 물류과정이 필요하기 때문으로 판단된다. 실제로 최근 3개년간 온라인 거래액과 모바일 거래액을 합친 온라인쇼핑몰 거래액은 매해 평균 약 20% 대의 높은 성장을 기록했다. 이로 인해 국내 택배시장 물동량 역시 10%대 이상의 높은 성장을 보이고 있다.

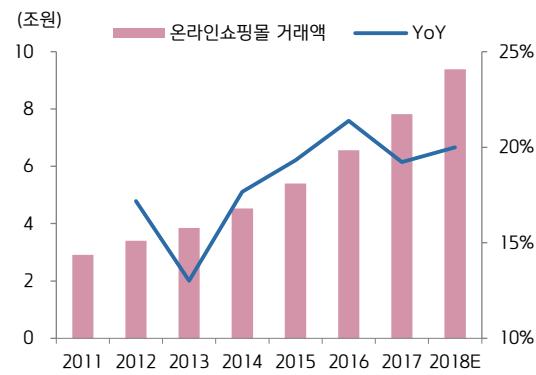
한편, 연간으로 국민1인당 사용하는 택배 개수도 증가 추세에 있다. 2010년에는 국민1인당 약 25개의 택배를 사용했지만 2017년 기준 국민1인당 45개까지 증가했다. 최근 들어 온라인쇼핑몰뿐만 아니라 백화점이나 대형마트 등 유통업체들도 온라인 판매 비중을 늘리고 있고 배송 서비스를 도입하면서 국민1인당 사용한 택배 개수가 증가했다고 판단된다. 향후 이러한 서비스는 더욱더 증가할 것으로 기대된다.

국내 택배시장 물동량 추이 및 전망



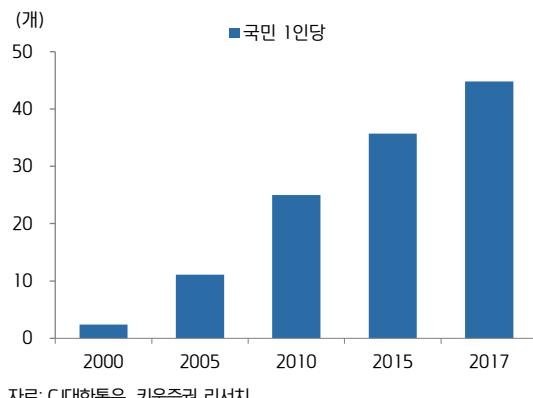
자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

온라인쇼핑몰 거래액 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

연간 국민1인당 택배 사용개수



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

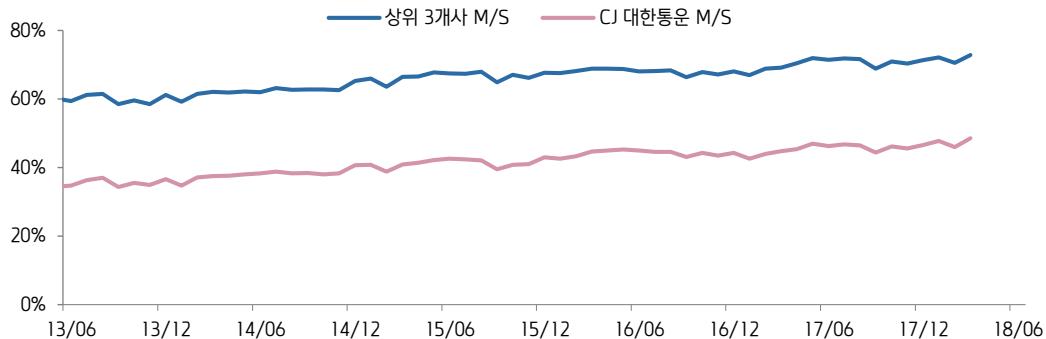
>>> 상위업체 중심 재편

택배 상위 3개사 M/S 70% 상회

2000년도 이전 국내 택배산업은 대규모의 택배회사와 중소 택배회사들이 다양하게 존재하여 약 10여개 이상의 기업들이 난립하는 형태였다. 이러한 형태는 2000년 후반 들어 택배단가가 지속적으로 하락하면서 원가 경쟁력에서 밀린 중소업체들이 대형 업체들에게 인수 당하거나 파산하면서 업체가 재편되기 시작했다.

2013년에는 CJ대한통운, 한진, 현대택배와 같은 대규모 택배업체와 로젠, KGB택배, 엘로우캡, 동부택배와 같은 중견 택배업체로 양분되면서 한차례의 큰 재편과정을 거쳤다. 이후 대규모 택배업체인 현대로지스틱스가 롯데그룹에 편입되면서 현재의 상위 3개사 중심으로 재편되었으며 현재 상위 3개사의 택배 물동량 M/S는 전체 택배 물동량의 70%를 넘는 상황이다.

택배 상위 3개사 시장점유율 추이



자료: 국가물류통합정보센터, CJ대한통운, 키움증권 리서치

연도별 택배기업 현황

~2000년	2001년~2013년	2014년~2015년	현재
한진택배	한진택배	· CJ대한통운	CJ대한통운
대한통운	현대택배	· 현대로지스틱스	롯데로지스틱스
현대택배	CJ대한통운 (2013년 CJ GLS, 대한통운 합병)	(2015년 롯데그룹 편입) · 한진택배	(2016년 사명변경) 한진택배
동서택배	로젠택배	· 로젠택배	로젠택배
택배나라	KGB택배	· KG로지스	드림택배
CJ GLS	엘로우캡	(2014년 엘로우캡, 동부택배 합병)	
KGB택배	동부택배		
동서남물류			
로젠택배			
훼미리택배			
엘로우캡			
아주택배			
동원택배			
HTH			
한국택배			
이트랜스			

자료: 국토교통부, 우정경영연구소, 언론보도, 키움증권 리서치

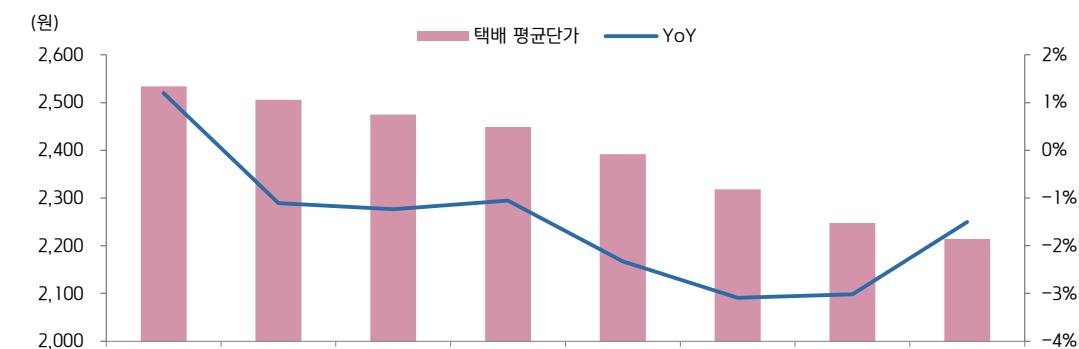
>>> 택배 단가 상승 기대

최저임금 상승과 택배 제값받기

2001년 이후 택배단가는 지속적으로 하락 추세에 있다. 주요 원인으로는 소형화물 비중이 높아지면서 전반적인 택배 평균단가가 하락한 것으로 판단된다. 또한 일반적으로 택배사업의 경우 화주와의 계약을 하기 위해서 입찰 경쟁에 참여하는 구조이기 때문에 경쟁사간의 가격 경쟁이 치열하다. 이러한 이유로 인해 택배 평균단가는 지속적으로 감소했다. 따라서 택배사들은 최근 수년간 수익성이 낮은 힘든시기를 보내고 있는 것이 사실이다.

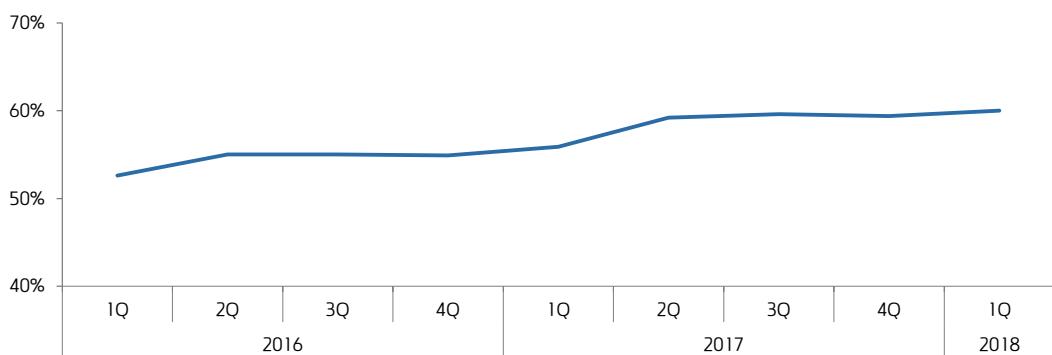
하지만, 최근 들어 최저임금 상승에 따른 원가상승으로 인해 택배운임 인상 가능성 확대되고 있다. 실제적으로 적용되는 시기는 올해 하반기부터 일 것으로 추정된다. 따라서 연간 택배 평균단가 증가율 역시 내년부터는 성장하는 모습을 보일 것으로 예상한다. 또한 그 동안 잘 지켜지지 않았던 택배 제값받기를 본격적으로 시행할 예정이기 때문에 택배 평균 단가 인상과 동시에 향후 택배부문에 대한 수익성 개선에 도움이 될 것으로 판단된다.

택배 평균단가 추이 및 전망



자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

CJ대한통운 택배 소형물량 비중



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

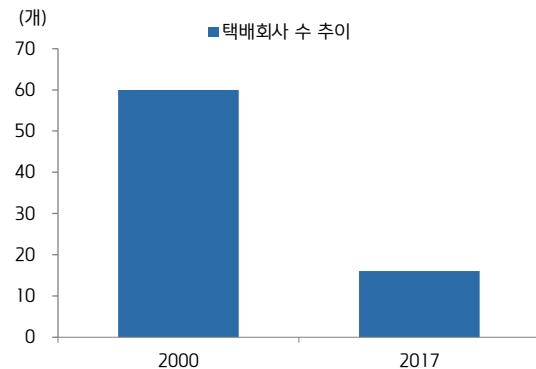
>>> 국토교통부 <택배서비스 발전방안>

택배산업 지속가능한 성장

국토교통부 김현미 장관은 2017년 11월 국무회의에서 <택배서비스 발전방안>에 대해 발표했다. 택배서비스 발전방안은 크게 3가지 내용으로 나눌 수 있다. 1. 종사자 보호 2. 소비자 보호 3. 산업 육성 부분으로 구분된다.

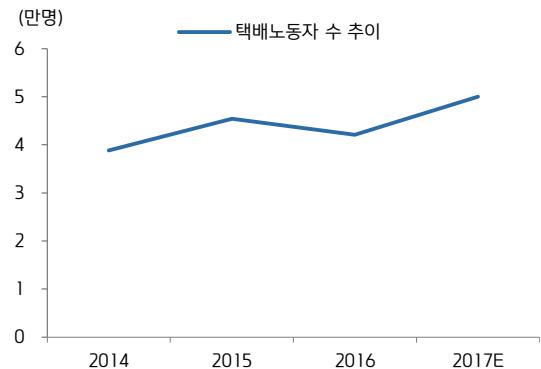
먼저 종사자 보호는 초과근무 수당 및 휴가를 사용할 수 있는 표준계약서 마련, 택배 주정차 가능 지역 확대, 택배요금 신고제 도입 등이 있다. 소비자 보호 측면에서는 택배회사의 배상책임 규정, 범죄자 택배배송 불가, 무인 택배함 사용 등의 방안이 논의됐다. 마지막으로 산업육성 부분은 택배용 차량 허가 신규부여, 물류투자 펀드 조성으로 기업 적극 발굴, 실버택배 및 드론택배 지원 등을 시행할 예정이다. 목표는 2022년까지 핵심 추진과제들을 완료하는 것이다. 이러한 택배산업 발전을 위한 기본 정책들이 사회적으로 당연시되고 이해도를 높임으로써 택배회사들도 낮은 요금 및 열악한 환경에서의 배송은 지양하게 될 것으로 보인다.

택배회사 수 추이



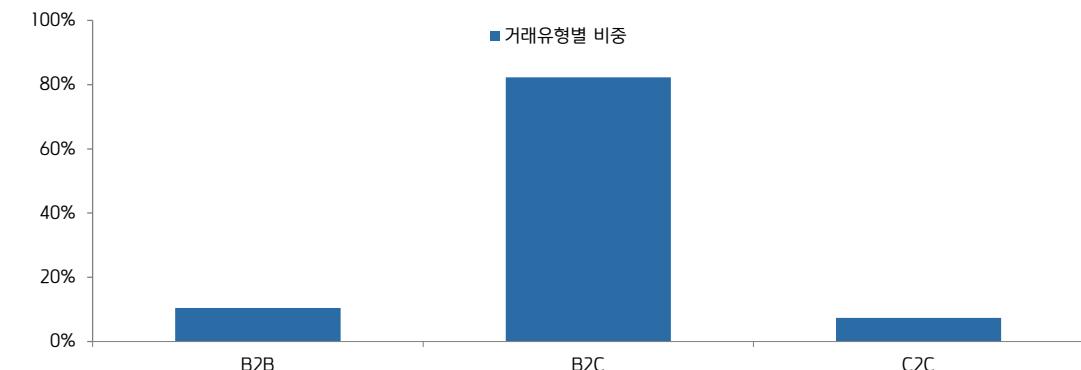
자료: 한국통합물류협회, 키움증권 리서치

택배노동자 수 추이



자료: 업계자료, 언론보도, 키움증권 리서치

택배사 거래유형별 비중



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

>>> 곤지암 메가 Hub 가동 시작

세계 최고수준의 물류 허브

동사는 현재 경기도 광주 초월읍에 축구장보다 약 10배가 큰 물류허브의 가동을 8월부터 개시할 예정이다. 일 평균 처리규모는 약 170만 박스 규모로 파악되고 있다. 위치가 수도권에 근접하고 있어 향후 수도권 물량 및 지방권 대도시 물량 확대 처리가 가능할 것으로 전망된다. 또한, 글로벌 물류회사 UPS의 World Port와 FEDEX의 Super Hub의 경우는 1990년대에 구축된 Air Hub로서 실제 가동률과 설비들의 생산성을 고려 시 동사의 곤지암 메가 Hub는 세계 최고수준의 물류허브로 판단된다.

또한, 곤지암 메가 Hub가 본격적으로 가동을 개시하게 되면 동사의 Sub 자동화 설비 투자완료와 함께 생산성이 한층 더 향상될 것으로 전망된다. 기존의 배송시간보다 더 빠른 시간내에 배송이 가능하게 되어 당일 택배 및 시간대 배송과 같은 다양한 서비스도 제공 가능할 것으로 보인다. 뿐만 아니라 생산성 확대에 따른 물동량 증가는 기존의 택배 사업부문 평균단가 상승의 가능성은 높이는 요인으로서 수익성 개선에도 도움이 될 것으로 판단된다.

World Hub 현황

순위	회사명	Hub 이름	장소	처리능력
1위	UPS	World Port	미국 루이즈빌	일최대 360만 박스
2위	FEDEX	Super Hub	미국 멤피스	일최대 220만 박스
3위	CJ 대한통운	곤지암 메가 Hub	경기도 광주 초월읍	일평균 170만 박스
4위	DHL	Leipzig Hub	독일 라이프찌히	일평균 150만 박스
5위	YAMATO	Chronogate	일본 도쿄	일평균 60만 박스

자료: CJ 대한통운, 각사, 키움증권 리서치 추정

곤지암 메가 HUB



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

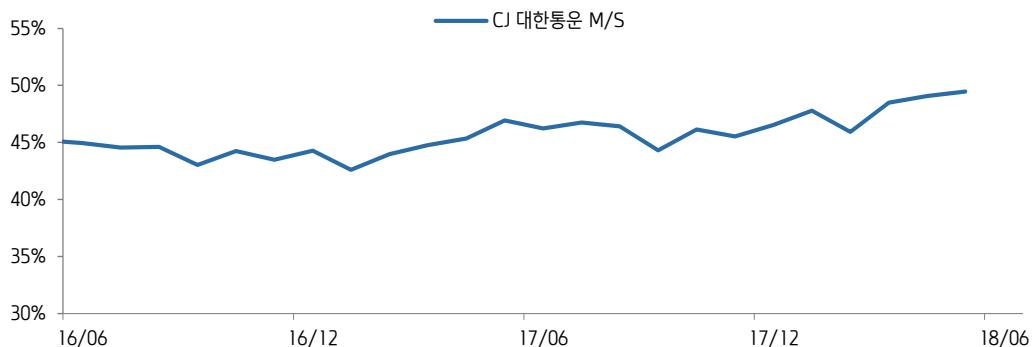
>>> M/S 확대 전망

CJ대한통운 택배처리 증가율 시장 증가율 상회

동사의 택배 처리량은 2018년 5월말 기준 월 1억 박스 수준인 것으로 추정된다. 또한 과거 택배 처리량 추이를 분석해보면 통합물류협회(택배회사 가맹사 기준) 전체 택배처리 증가율을 지속적으로 상회하며 높은 증가율을 기록하고 있는 것으로 파악된다. 2018년도 5월말 누적 기준 통합물류 협회 증가율은 전년대비 약 11% 증가한 것에 비해 CJ대한통운은 약 19% 정도 증가한 것으로 추정된다.

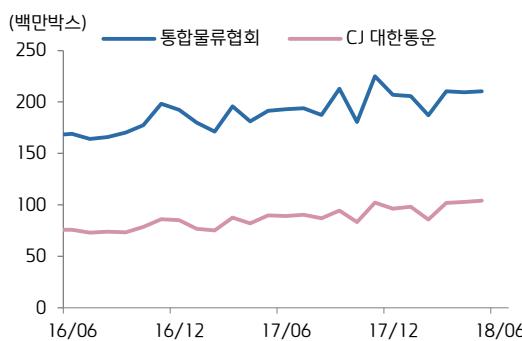
지속적인 택배 처리량 증가로 인해 동사의 시장 점유율은 2018년도 2분기 기준 49%를 돌파한 것으로 예상되고 있다. 한편, 2018년도 8월 중으로 일평균 170만 박스의 처리가 가능한 세계 최대규모의 곤지암 메가 Hub 가동이 본격화될 예정이다. 이에 따라 신규 택배업체들의 시장 진입은 더욱 제한적일 것으로 보이며 올해 하반기부터는 시장점유율 50%를 돌파하는 것도 충분히 가능한 상황으로 전망된다.

CJ 대한통운 택배 시장점유율 추이



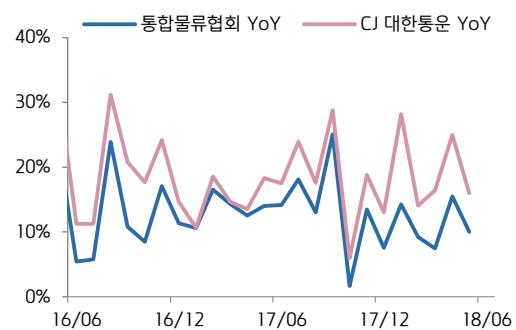
자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

택배 처리량 추이



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치 *통합물류협회는 택배업체 가맹사 기준

택배 처리량 YoY 증가율



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치 *통합물류협회는 택배업체 가맹사 기준

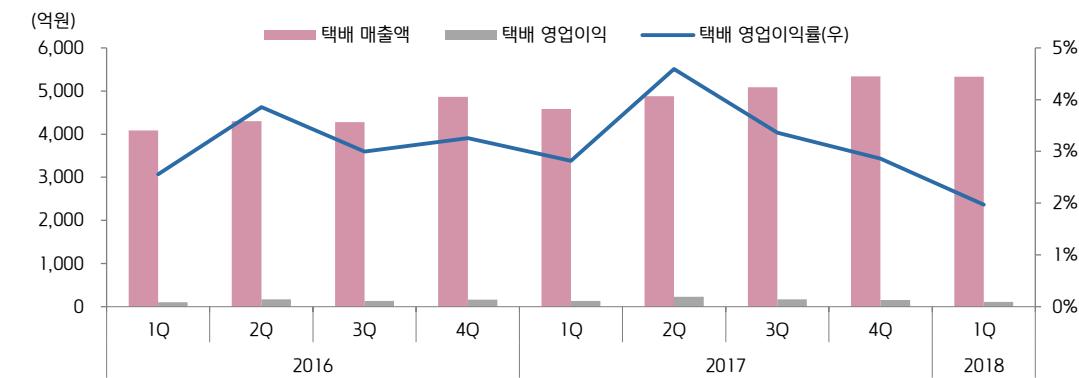
>>> 택배 수익성 개선 기대

택배 선진화 작업 지속

하반기부터는 동사의 시장점유율 확대가 전망됨에 따라 수익성의 개선이 기대된다. 곤지암 메가 Hub가 8월 중으로 가동 개시 될 것으로 예상되고 올해 안에 Sub Terminal 178개소 자동화 완료를 계획 중이다. 동사는 이와 같이 택배 선진화 작업을 지속적으로 추진하여 택배 원가율을 낮추고 수익성을 개선한다는 사업 전략을 내세우고 있다.

동시에 생산성 확대에 따른 시장 점유율 확대도 가능하여 향후 택배단가 인상 가능성 측면에서도 긍정적일 것으로 판단된다. 또한 택배 선진화 작업에 따른 택배 제값받기 및 당일 택배와 같은 다양한 서비스의 제공도 가능할 것으로 판단되어 하반기부터 동사의 택배사업 부문의 이익 개선이 가시화 될 것으로 보인다.

CJ 대한통운 택배 부문 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

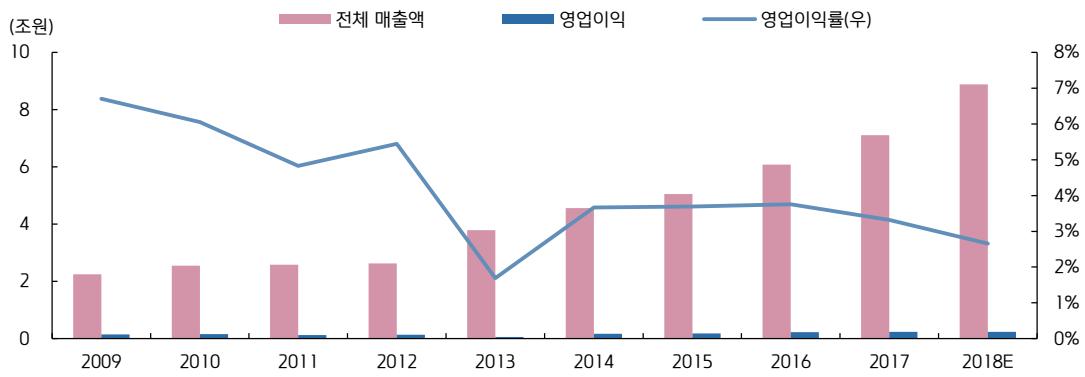
III. 실적 전망 및 Valuation

>> 2018년 실적 전망

글로벌 M&A에 의한 외형 성장

CJ대한통운은 2018년 매출액 8조 8,822억원(YoY +24.9%), 영업이익 2,360억원(YoY +0.1%)가 전망된다. 글로벌 사업부문 M&A 및 택배 사업부문 물동량 증가에 따른 높은 매출액 성장 기대된다. 영업이익은 M&A 초기비용 및 최저임금 인상으로 인해 다소 감소할 것으로 판단된다.

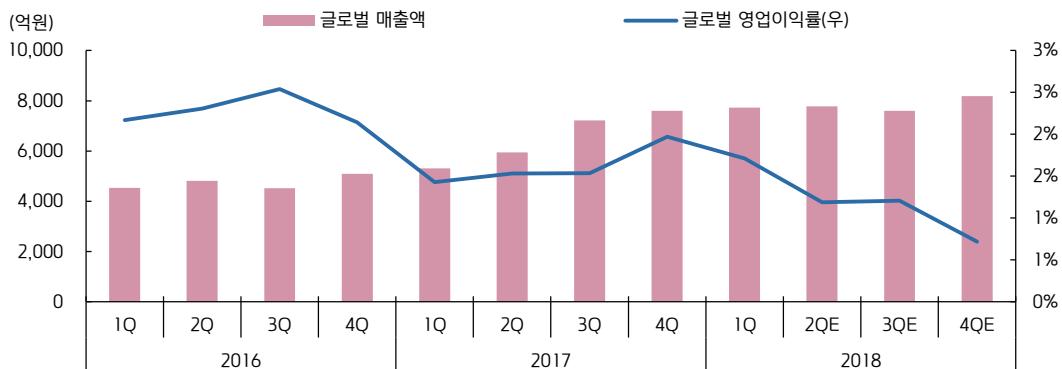
CJ 대한통운 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

사업부문별로 보면 먼저 글로벌 사업부문에서는 2018년 11월 DSC Logistics를 인수할 예정이다. DSC Logistics는 2017년 기준 약 5,700억원의 매출액을 기록했다. 2018년 글로벌 사업부문에 반영되는 매출액은 인수 이후의 해당되는 기간으로 약 950억원으로 추정된다. 2019년에는 DSC Logistics 매출액이 온전히 반영될 것으로 전망되어 글로벌 사업부문 매출액은 3조 1,291억원 (YoY +20%)까지 증가할 것으로 예상된다. 한편 2018년도의 수익성은 M&A 초기 비용의 증가로 인해 전년대비 다소 감소할 것으로 전망된다. 2019년부터는 M&A 이후 안정적으로 성장 중인 CJ Rokin, CJ Darcl 등 New Family사 중심으로 수익성 개선이 기대된다.

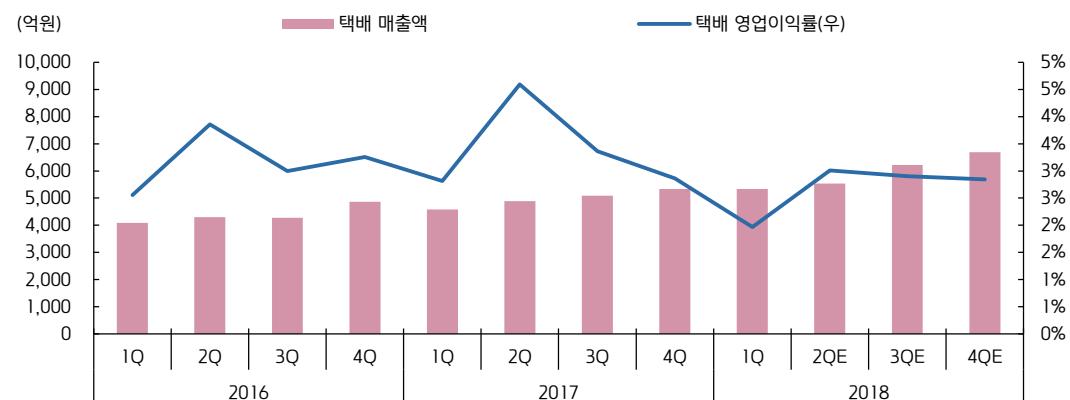
CJ 대한통운 글로벌 사업부문 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

택배 사업부문에서는 물동량 증가에 따른 외형 성장 기대된다. 동사가 2017년 처리한 물동량은 약 10억 5천만개이다. 온라인 쇼핑몰과 같은 전자상거래의 높은 성장으로 택배 물동량이 증가하며 2018년에 예상되는 동사의 택배 물동량은 전년대비 21.3% 증가한 약 12억 8천만개이다. 택배 사업부문 매출액은 2017년 1조 9,892억원에서 2018년 2조 3,773억원으로 전년대비 약 19.5% 증가할 것으로 전망된다. 한편, 영업이익은 택배 사업부문에서의 최저임금제 인상 등의 요인으로 전년대비 비용이 증가하여 수익성은 다소 감소하는 모습 보일 것으로 전망한다. 하지만 2018년 하반기부터 택배단가 인상이 예상되고 있어 내년부터는 수익성이 가시화 될 것으로 전망된다.

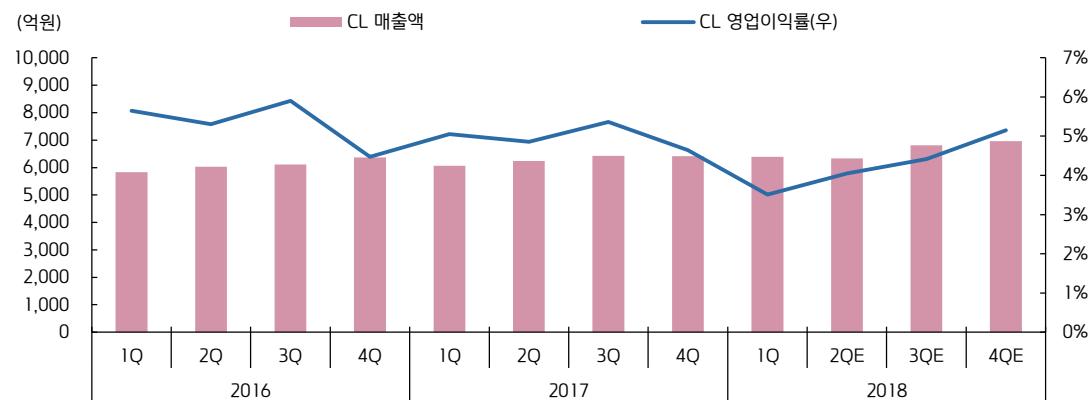
CJ 대한통운 택배 사업부문 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CL 사업부문은 크게 W&D 와 P&D로 나눌 수 있는데 W&D 부문은 냉동 및 냉장 등 소비재 물류 위주로 고객을 다양화 하고 있어 점진적인 매출 증가가 전망된다. P&D 부문은 작년부터 운항을 거의 하지 못했던 자항선 2척과 완성차 등의 항만 하역 물량 감소로 인해 실적 훼손이 지속되고 있다. 다만 하반기부터 자항선 2척의 운항이 개시됐고 군산 석탄부두 운영도 재개하는 등 점차적인 회복세를 보이고 있는 점은 긍정적으로 판단된다. CL 사업부문 2018년도 매출액은 전년대비 5.4% 증가한 2조 6,490억원으로 추정된다.

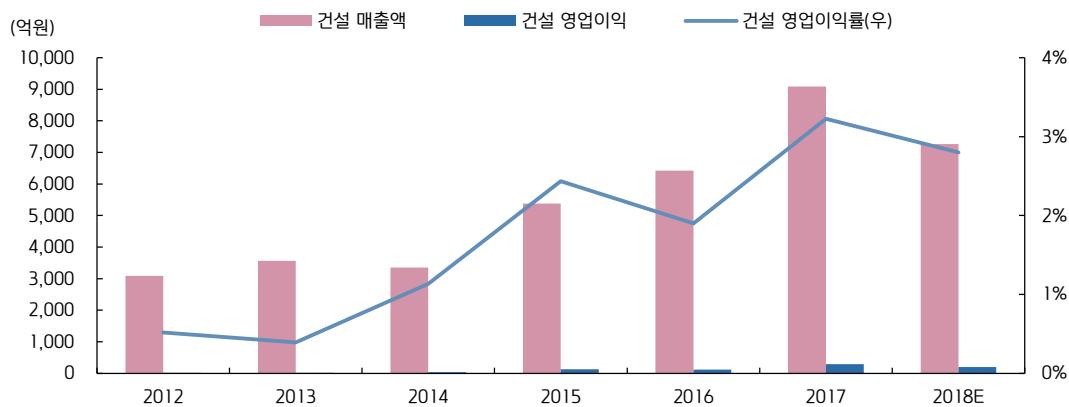
CJ 대한통운 CL 사업부문 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

이 외에 2018년 CJ그룹의 지배구조 개편 과정에서 흡수합병한 CJ건설 부문은 주로 계열사 및 민간도급 위주의 공사를 진행 중이다. 따라서 보통 건설사들의 리스크로 여겨지는 공사대금 회수에 대한 위험이 상대적으로 적다. 다만 2017년도 전년 대비 매출액 41.5% 성장을 견인했던 계열사 공사 수주 물량이 2018년 준공으로 감소할 예정이다. 2018년도 건설부문 매출액은 계열사 수주 물량 준공으로 전년대비 20% 감소한 7,268억이 예상된다. 하지만 2019년 이후 예정되어 있는 계열사 수주 분을 고려할 때 향후 2~3년간은 2018년과 비슷한 매출액 수준을 유지할 것으로 판단된다. 영업이익률은 외형감소에 따라 전년대비 다소 감소한 2.8%가 전망된다.

CJ 대한통운 건설 사업부문 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

>>> 2018년 2분기 Preview

매출액 2조 1,651억원(YoY+26.8%), 영업이익 557억원(YoY -9.9%) 전망

CJ대한통운 2분기 매출액은 전년대비 26.8% 증가한 2조 1,651억원, 영업이익은 전년대비 9.9% 감소한 557억원으로 컨센서스에 부합할 것이다. 글로벌 사업부문에서 전년대비 30.6%, 택배 사업부문에서 전년대비 13.3%의 외형성장이 예상되며 전체 매출액의 외형 성장을 견인 할 것으로 판단된다. 영업이익은 최저임금제 인상으로 인한 비용이 증가하며 전년대비 감소하는 것으로 추정된다. 2018년도 최저임금제 인상으로 인한 비용은 연간 약 500억원 정도가 증가할 것으로 보인다. 다만 영업이익률을 측면에서는 1분기 최저임금제 인상에 따른 영향으로 영업이익률 2.3%로 감소했으나 2분기부터는 계약물류 등 일부 사업부문의 단가인상으로 인해 2.6%로 소폭 개선이 기대된다.

한편, 올해 8월부터 곤지암 메가 허브터미널 가동이 본격적으로 개시될 예정이다. 연초부터 최저 임금제 인상으로 인해 택배원가가 상승하고 있는 시점에서 선제적으로 택배 물동량 시장점유율을 49% 까지 확대시킨 동사의 수혜가 예상된다. 시장점유율이 확대된 상황에서 곤지암 메가 허브터미널 가동으로 인해 추가적인 원가절감 효과가 기대되기 때문이다. 이에 따라 하반기의 택배단가 인상 가능성은 점차 높아지고 있으며 택배단가 인상에 대한 실행이 본격적으로 전망되는 하반기 이후부터 영업이익률이 점차적으로 개선되는 모습이 나타날 것으로 분석된다.

CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(억원, %)	2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	
매출액	CL	6,063	6,244	6,420	6,410	6,388	6,332	6,814	6,956	24,326	25,137	26,490	28,019
	택배	4,579	4,883	5,091	5,339	5,334	5,532	6,224	6,684	17,520	19,892	23,773	27,561
	글로벌	5,307	5,952	7,221	7,596	7,733	7,774	7,601	8,182	18,973	26,075	31,291	37,236
	건설	NA	NA	NA	NA	560	2,012	2,028	2,667	NA	NA	7,268	7,320
합계		15,949	17,078	18,732	19,344	20,015	21,651	22,667	24,490	60,819	71,104	88,822	100,136
영업이익	CL	4.0%	3.6%	5.1%	0.7%	5.4%	1.4%	6.1%	8.5%	13.6%	3.3%	5.4%	5.8%
	택배	12.2%	13.6%	19.0%	9.8%	16.5%	13.3%	22.3%	25.2%	17.1%	13.5%	19.5%	15.9%
	YoY	16.9%	23.6%	59.8%	48.9%	45.7%	30.6%	5.3%	7.7%	33.8%	37.4%	20.0%	19.0%
	건설	NA	0.7%										
합계		10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	26.8%	21.0%	26.6%	20.3%	16.9%	24.9%	12.7%
매출원가		14,219	15,220	16,735	17,368	18,261	19,377	20,283	21,879	54,108	63,542	79,801	89,651
매출원가율		89.2%	89.1%	89.3%	89.8%	91.2%	89.5%	89.5%	89.3%	89.0%	89.4%	89.8%	89.5%
영업이익률	CL	307	303	344	298	224	256	301	358	1,294	1,252	1,139	1,261
	택배	129	224	171	153	105	166	181	190	557	677	642	965
	글로벌	76	91	111	150	132	92	92	59	434	428	375	745
	건설	0	0	0	0	-8	42	62	108	0	0	204	205
합계		511	619	626	600	453	557	635	715	2,284	2,357	2,360	3,175
영업이익	CL	-6.9%	-5.2%	-4.4%	4.6%	-26.9%	-15.5%	-12.7%	20.3%	2.2%	-3.3%	-9.0%	10.7%
	택배	23.4%	35.2%	33.4%	-3.5%	-18.6%	-25.8%	5.6%	24.3%	12.6%	21.6%	-5.2%	50.3%
	YoY	-22.9%	-17.9%	-3.4%	37.0%	74.3%	1.3%	-17.1%	-60.7%	312.4%	-1.4%	-12.2%	98.3%
	건설	NA											
합계		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-9.9%	1.4%	19.0%	22.4%	3.2%	0.1%	34.5%
영업이익률		3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.6%	2.8%	2.9%	3.8%	3.3%	2.7%	3.2%
YoY		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-9.9%	1.4%	19.0%	22.4%	3.2%	0.1%	34.5%

자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

>>> Valuation

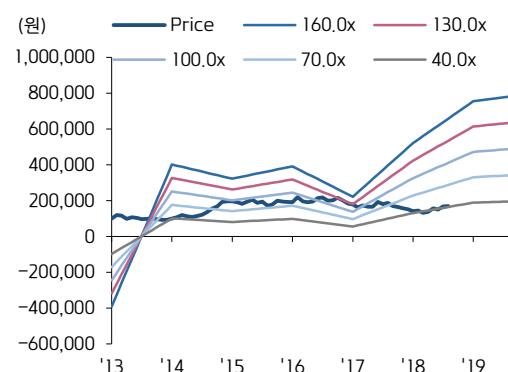
2018년 BPS 107,218원 PBR 2배 적용, 목표주가 220,000원

동사에 대해 투자의견 Buy(매수), 목표주가 220,000원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2018년도 BPS 107,218원에 PBR 2배 적용했다. PBR 2배는 과거 동사가 3% 대의 영업이익률을 달성했을 당시의 받았던 가치 수준이다. 동사는 최근 택배단가 인상에 대한 가능성이 높아지면서 내년부터는 다시 3% 대의 영업이익률로 수익성 개선이 가시화되고 있다. 또한 지속적인 글로벌 M&A 확대로 인해 연간 30%가 넘는 높은 외형성장을 기록하고 있기 때문에 해당 배수는 무난한 수준이라고 판단된다.

한편, 동사의 주가는 2014년 CJ GLS와의 합병에 따른 기대감으로 인해 한 단계 큰 폭으로 상승 이후 지속적으로 박스권에서 머물렀다. 2016년 이후에는 택배 사업부문에서 경쟁 심화로 인해 택배 단가가 지속적으로 하락하며 영업이익률이 감소하는 시기를 겪었다. 하지만, 2018년 이후부터는 2016년부터 지속되어온 글로벌 M&A에 따른 매출확대가 무난하게 예상되며 M&A 초기비용 증가에 따른 영업이익률 감소 구간이 지나가고 있다고 판단된다. 또한 올 하반기부터 택배 사업부문에서 택배단가 인상에 대한 가능성이 가시화됨에 따라 PBR 2배의 가치를 평가 받던 수준의 수익성으로 회복이 전망되고 있다.

추가적으로 하반기부터는 곤지암 메가 허브터미널 가동 시작이 전망되어 현재 49%까지 확대된 택배 물동량 시장점유율이 무난하게 50%를 넘을 것으로 전망되고 있어 택배산업에 있어 동사의 선두지위가 한 층 더 확고해 질 것으로 판단된다. 현 주가에서 상승여력 27.2% 전망한다. 동사에 대해 투자의견 Buy(매수)를 개시하는 이유는 향후에도 추가적인 글로벌 사업부문 M&A 가능성 높은 것으로 판단되며 택배부문에서의 단가 인상에 따른 수익성 개선이 전망되기 때문이다.

CJ대한통운 PER밴드



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 PBR밴드



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

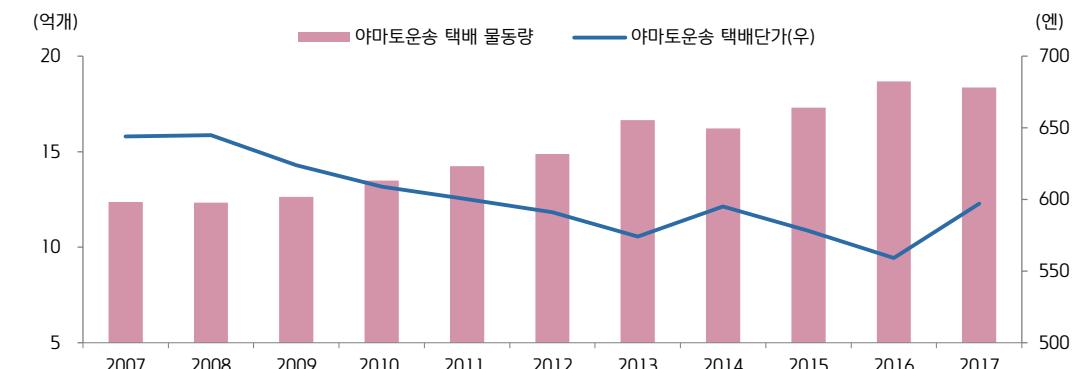
IV. 택배산업 해외 사례

>>> 일본 아마토운송 사례

택배인력 부족에 따른 택배단가 인상

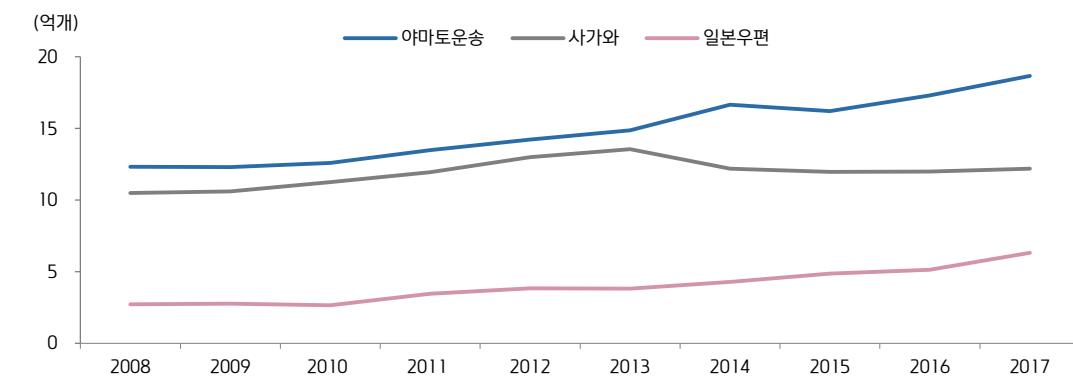
현재 일본은 고령화 사회로서 기본적으로 인력이 부족할 뿐만 아니라 아마존재팬과 같은 온라인 쇼핑몰의 물량이 급증하면서 택배운송을 할 수 있는 인력이 부족한 상황이다. 따라서 아마토운송은 택배처리량 감소를 목표로 사업을 전개하고 있다. 실제로 중기경영계획에 따른 2017년도 목표 택배처리량은 18억 310만개였으나 실제로는 이를 상회하는 18억 3,600만개를 기록했다. 게다가 인력이 부족한 상황으로 초과 근무수당 미지급 및 휴식시간 보상에 대한 처우가 제대로 이루어지지 않아 노동성으로부터 근로기준법 위반으로 적발되기도 했다.

일본 아마토운송 택배 물동량, 택배 단가 추이



자료: 일본 국토교통성, 아마토운송, 카운증권 리서치

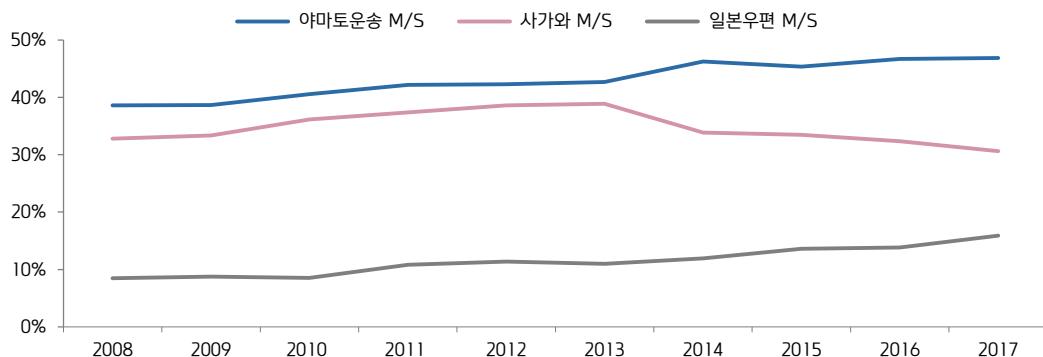
일본 택배사 물동량 추이



자료: 일본 국토교통성, 아마토운송, 카운증권 리서치

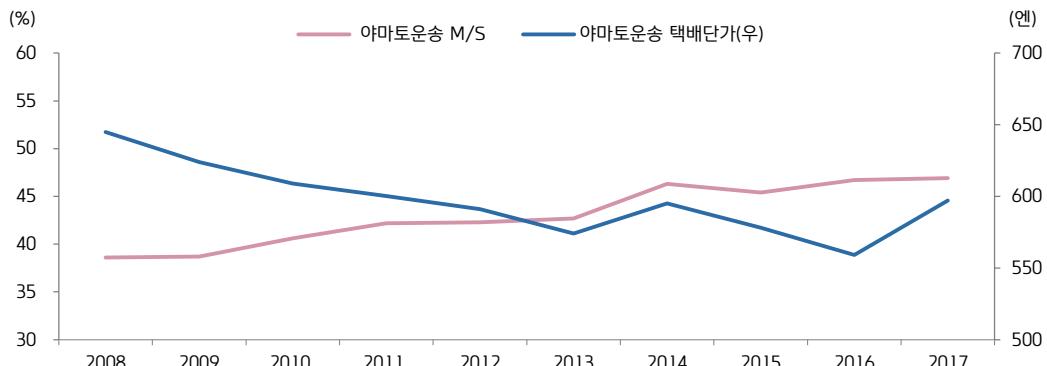
택배 인력부족에 따른 근로기준법 위반 등에 대한 대책으로 야마토운송은 2017년 10월 개인용 택배 기본운임을 평균 15% 인상했다. 또한 1,000여개의 법인고객을 상대로 평균 15%의 기본운임 인상에 협의했다. 하지만 택배단가 상승에도 불구하고 택배처리량의 감소는 크게 일어나지 않은 것으로 판단된다. 사회 전반적으로 택배인력에 대한 처우개선에 대한 분위기가 공감대를 이룬 것이 주원인으로 판단된다. 이에 따라 야마토운송은 택배단가 인상에 따라 확보된 자원으로 새로운 인력 충원에 투자할 것으로 계획을 세우고 있다.

일본 택배사 M/S 추이



자료: 일본 국토교통성, 야마토운송, 키움증권 리서치

일본 야마토운송 M/S, 택배단가 추이



자료: 일본 국토교통성, 야마토운송, 키움증권 리서치

>>> 다양한 택배 서비스 종류

택배단가 인상 필요성 확보

야마토운송의 경우 다양한 택배서비스를 제공하고 있다. 서비스가 세분화되어 있는 것이 야마토운송의 특징인데 일례로서 1980년대에 골프채, 스키 등의 제품을 배달해 주는 새로운 서비스를 개발하였는데 현재까지도 많은 고객들이 사용하는 서비스로 자리매김 하고 있다. 또한 1990년대 개발한 시간지정택배는 서비스 개시 당시부터 높은 성장률을 보여 현재 일본의 택배산업에서는 당연시 될 만큼 파급력이 대단했던 서비스였다.

이 밖에도 야마토운송은 0도에서 10도에서 냉장, 영하 15도에서 냉동으로 배송이 가능한 쿨 택배, 항공택배, 365일 영업개시 등 다양한 서비스를 제공했다. 이처럼 다양한 서비스의 공급은 택배 평균단가 인상에도 불구하고 일본에서의 시장점유율 확대를 지속적으로 유지할 수 있었던 주요 원인 중 한가지로 판단된다. 한편, 최근 국내에서 문제가 되고 있는 택배 사이즈별 제값받기에 대한 대응책으로서 야마토운송에서는 사이즈별 요금이 명확하게 구분되어 있는 것도 특징으로 볼 수 있다.

야마토운송 골프 택배



자료:야마토운송, 키움증권 리서치

야마토운송 스키 택배



자료:야마토운송, 키움증권 리서치

일본 야마토운송 택배 사이즈별 요금



자료: 야마토운송, 키움증권 리서치

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,819	71,104	88,822	100,136	109,722
매출원가	54,108	63,542	79,801	89,651	98,244
매출총이익	6,711	7,562	9,022	10,485	11,479
판매비 및 일반관리비	4,427	5,205	6,662	7,310	7,790
영업이익(보고)	2,284	2,357	2,360	3,175	3,688
영업이익(핵심)	2,284	2,357	2,360	3,175	3,688
영업외손익	-1,374	-1,625	-1,097	-1,357	-1,773
이자수익	34	43	57	66	68
배당금수익	6	6	8	10	10
외환이익	255	161	195	205	208
이자비용	507	553	674	687	692
외환손실	317	296	239	250	270
관계기업지분법손익	3	-209	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-6	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-18	-7	0	0	0
기타	-823	-766	-444	-701	-1,097
법인세차감전이익	910	731	1,262	1,818	1,916
법인세비용	228	342	346	498	524
유효법인세율 (%)	25.1%	46.8%	27.4%	27.4%	27.4%
당기순이익	682	389	917	1,320	1,391
지배주주지분순이익(억원)	558	315	742	1,069	1,126
EBITDA	3,734	3,970	3,892	4,866	5,390
현금순이익(Cash Earnings)	2,132	2,002	2,449	3,012	3,092
수정당기순이익	700	395	917	1,320	1,391
증감율(%, YoY)					
매출액	20.3	16.9	24.9	12.7	9.6
영업이익(보고)	22.4	3.2	0.1	34.5	16.2
영업이익(핵심)	22.4	3.2	0.1	34.5	16.2
EBITDA	19.8	6.3	-2.0	25.0	10.8
지배주주지분 당기순이익	21.4	-43.6	135.8	44.0	5.4
EPS	21.4	-43.6	135.8	44.0	5.4
수정순이익	24.0	-43.6	132.1	44.0	5.4

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	15,111	18,035	20,515	23,761	26,967
현금및현금성자산	1,387	1,543	2,447	3,808	3,975
유동금융자산	217	394	405	506	527
매출채권및유동채권	13,241	15,700	17,270	18,997	21,944
재고자산	152	157	188	197	219
기타유동비금융자산	114	242	205	253	301
비유동자산	40,101	45,054	49,336	50,181	49,977
장기매출채권및기타비유동채권	2,534	3,273	3,899	4,393	4,894
투자자산	3,196	2,540	2,762	2,828	2,847
유형자산	20,365	24,295	28,141	28,812	28,450
무형자산	13,681	14,684	14,300	13,938	13,599
기타비유동자산	324	261	234	210	188
자산총계	55,212	63,089	69,852	73,941	76,944
유동부채	13,624	18,901	24,750	27,641	29,395
매입채무및기타유동채무	8,310	10,923	11,735	14,039	15,518
단기차입금	3,675	4,794	9,694	10,694	11,194
유동성장기차입금	1,479	2,635	2,635	2,135	1,835
기타유동부채	160	549	686	773	847
비유동부채	14,196	16,361	16,532	16,661	16,785
장기매입채무및비유동채무	596	580	725	817	895
사채및장기차입금	12,807	14,981	14,981	14,981	14,981
기타비유동부채	792	800	826	863	908
부채총계	27,819	35,262	41,282	44,303	46,179
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
주식발행초과금	21,954	21,954	21,954	21,954	21,954
이의잉여금	5,416	5,735	6,478	7,547	8,673
기타자본	-5,050	-5,113	-5,113	-5,113	-5,113
지배주주지분자본총계	23,461	23,717	24,459	25,528	26,654
비지배주주지분자본총계	3,932	4,111	4,111	4,111	4,111
자본총계	27,393	27,827	28,570	29,639	30,765
순차입금	16,357	20,473	24,458	23,497	23,508
총차입금	17,962	22,410	27,310	27,810	28,010

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,084	2,464	1,170	2,959	931
당기순이익	682	389	917	1,320	1,391
감가상각비	1,082	1,205	1,148	1,330	1,361
무형자산상각비	368	408	384	361	340
외환손익	-57	85	44	45	62
자산처분손익	29	50	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-738	-530	-1,098	207	-1,887
기타	719	857	-225	-305	-337
투자활동현금흐름	-7,055	-6,896	-5,193	-2,135	-1,009
투자자산의 처분	11	48	-226	-159	-31
유형자산의 처분	82	117	0	0	0
유형자산의 취득	-2,332	-4,846	-4,994	-2,000	-1,000
무형자산의 처분	-76	-387	0	0	0
기타	-4,740	-1,828	27	24	22
재무활동현금흐름	5,432	4,565	4,926	537	245
단기차입금의 증가	0	0	4,900	1,000	500
장기차입금의 증가	3,551	4,557	0	-500	-300
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-7	0	0	0
기타	1,885	15	26	37	45
현금및현금성자산의 순증가	386	156	904	1,361	167
기초현금및현금성자산	1,001	1,387	1,543	2,447	3,808
기말현금및현금성자산	1,387	1,543	2,447	3,808	3,975
Gross Cash Flow	2,822	2,994	2,268	2,752	2,818
Op Free Cash Flow	16	-2,897	-2,846	2,204	1,493

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,446	1,380	3,254	4,686	4,937
BPS	102,843	103,964	107,218	111,904	116,841
주당EBITDA	16,369	17,403	17,062	21,332	23,626
CFPS	9,345	8,778	10,736	13,201	13,556
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	73.2	101.4	51.8	36.0	34.1
PBR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.7	15.1	16.4	12.9	11.7
PCFR	19.2	15.9	15.7	12.8	12.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.8	3.3	2.7	3.2	3.4
영업이익률(핵심)	3.8	3.3	2.7	3.2	3.4
EBITDA margin	6.1	5.6	4.4	4.9	4.9
순이익률	1.1	0.5	1.0	1.3	1.3
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.4	3.3	4.5	4.6
투하자본이익률(ROIC)	5.4	3.5	4.2	5.4	6.2
안정성(%)					
부채비율	101.6	126.7	144.5	149.5	150.1
순차입금비율	59.7	73.6	85.6	79.3	76.4
이자보상배율(배)	4.5	4.3	3.5	4.6	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.9	5.4	5.5	5.4
재고자산회전율	483.6	460.1	515.7	519.9	526.6
매입채무회전율	8.7	7.4	7.8	7.8	7.4

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
C대한통운 (000120)	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	-24.47	-13.26	
	2017-11-09	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.40	-22.50	
	2018-01-03	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.93	-7.89	
담당자변경	2018-07-10	Buy(Reinitiate)	220,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%