

CJ대한통운

BUY(신규)

000120 기업분석 | 운송

목표주가(신규)	230,000원	현재주가(07/13)	170,000원	Up/Downside	+35.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 07. 16

택배 회사? 글로벌 물류 기업!

● Action

투자의견 BUY, 목표주가 230,000원, 커버리지 개시: CJ대한통운에 대한 분석을 개시한다. 목표 주가는 글로벌 Peer 기업들의 평균 PBR인 2.9배를 30% 할인한 Target PBR 2.0배에 2018년 BPS 107,893원을 적용해 산출했다. 경쟁사들 대비 다소 높은 밸류에이션에도 불구하고 동사 주가의 상승 여력은 충분하다고 판단되어 투자의견을 BUY로 제시한다. 이는 동사가 글로벌 부문의 성장을 통해 2020년대까지 국내외 경쟁사들 대비 높은 매출 성장률을 기록할 것으로 전망되고, 택배 부문을 포함한 전사 수익성 역시 1Q18을 저점으로 반등할 것으로 예상되기 때문이다.

● Comment

글로벌 물류 기업으로 환골탈태 중: CJ대한통운의 글로벌 부문은 지속적인 M&A 및 제휴를 통해 동남아, 중동, 중앙아시아, 중국 및 인도 등과 같은 신흥 시장은 물론 미국 등 선진 시장에 이르기 까지 다양한 국가들에서 빠르게 성장하고 있다. 이를 통해 동사의 해외 법인 매출은 2020년에 4조원을 돌파할 것으로 예상된다. 신규 인수된 기업들에 대한 PMI(Post Merger Integration)가 완료된다면 글로벌 부문의 매출총이익률은 11~12%까지 개선될 것으로 예상된다. 글로벌 부문의 고성장과 수익성의 개선이 모두 확인된다면 추가적인 멀티플 상향 역시 기대된다.

최저임금 인상 적응 원료: 최저임금 인상에 의한 택배 및 CL부문의 수익성 하락 역시 단기 인상 및 첨단 물류 센터 신설을 통한 효율성 제고로 1Q18를 저점으로 반등할 전망이다. 두 부문 모두 주요 화주들을 대상으로 2Q18 이후 단기 인상을 시작했다. 택배부문의 경우 곤지암 물류센터가 기동을 시작함에 따라 3Q18부터 인건비 절감 효과를 확인할 수 있을 전망이다. 곤지암 물류 센터로가 가동됨에 따라 19년 최저임금이 10% 이상 인상되더라도 관련 인건비는 18년 대비 감소할 전망이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
P/E Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	122,000/186,500원
매출액	6,082	7,110	8,897	10,812	12,134	KOSDAQ /KOSPI	828/2,311pt
(증가율)	20.3	16.9	25.1	21.5	12.2	시가총액	38,781억원
영업이익	228	236	240	323	388	60일-평균거래량	100,765
(증가율)	22.4	3.2	1.8	34.6	20.3	외국인지분율	16.6%
자배주주순이익	56	31	90	119	162	60일-외국인지분율변동추이	-0.7%p
EPS	2,446	1,380	3,930	5,215	7,089	주요주주	CJ제일제당 외 1인 40.2%
PER (H/L)	95.7/70.7	144.9/99.3	43.3	32.6	24.0	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	2.3/1.7	1.9/1.3	1.6	1.5	1.4	CJ대한통운(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	19.4/16.2	17.7/14.2	13.8	10.8	8.9	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	3.8	3.3	2.7	3.0	3.2	0	0
ROE	2.4	1.3	3.7	4.7	6.1	17/06 17/09 18/01 18/04	200
					주가상승률	1M 3M 12M	
					절대기준	5.3 18.1 -4.8	
					상대기준	12.5 25.4 -0.7	

목표주가 230,000원, BUY, 커버리지 개시

**CJ대한통운 분석
개시, 1Q18 이후
실적 반등 전망.
글로벌 부문의
높은 성장성
부각**

CJ대한통운에 대한 분석을 개시한다. 목표주가 230,000원은 글로벌 Peer 기업들의 평균 PBR인 2.9배를 30% 할인한 Target PBR 2.0배에 2018년 BPS 107,893원을 적용해 산정했다. DB금융투자 추정치기준 동사의 2018년 ROE는 3.7%로 경쟁사들 대비 낮은 수준을 유지할 것으로 예상되어 Peer 그룹 대비 30% 할인한 PPR을 적용했다. 경쟁사들 대비 다소 높은 벌류에이션에도 불구하고 동사 주가의 상승 여력은 충분하다고 판단되어 투자의견을 BUY로 제시한다. 이는 동사가 글로벌 부문의 성장을 통해 2020년대까지 국내외 경쟁사들 대비 높은 매출 성장률을 기록할 것으로 전망되고, 택배 부문을 포함한 전사 수익성 역시 1Q18을 저점으로 반등할 것으로 예상되기 때문이다.

도표 1. CJ대한통운 Peer Group Valuation 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

	CJ대한통운	FEDEX	ZTO EXPRESS	YAMATO HOLDINGS	SG HOLDINGS	BPOST SA	OESTERREICH -SCHE	CTT POST CORREIOS
매출액 (백만달러)	17	6,292	60,319	1,935	13,569	8,602	3,358	2,190
	18E	7,676	70,375	2,641	14,558	9,782	4,345	2,279
	19E	8,625	74,197	3,286	15,198	10,114	4,374	2,303
매출액 성장률 (%)	17	20.0	19.8	31.3	14.9	9.6	26.4	-2.5
	18E	22.0	16.7	36.5	7.3	13.7	29.4	4.0
	19E	12.4	5.4	24.5	4.4	3.4	0.7	1.0
영업이익률 (%)	17	3.3	8.4	28.7	2.4	5.3	16.6	10.8
	18E	2.8	9.3	26.5	4.0	6.2	12.3	10.9
	19E	3.3	10.1	26.9	4.8	6.4	12.8	11.3
EPS (USD)	17	1.6	11.2	0.7	0.4	0.8	1.8	2.8
	18E	4.5	17.5	0.8	0.9	1.1	1.7	2.9
	19E	5.7	20.0	1.1	1.1	1.2	1.8	3.0
P/E (배)	17	78.4	16.1	23.3	51.4	N/A	15.7	15.3
	18E	34.2	13.1	23.0	31.7	18.6	9.0	15.7
	19E	26.8	11.4	18.4	25.0	17.2	8.7	15.2
P/B (배)	17	1.0	3.2	3.4	1.7	N/A	6.6	3.6
	18E	1.3	2.8	3.4	2.1	2.0	3.5	3.8
	19E	1.3	2.3	2.9	2.0	1.9	3.3	3.6
ROE	17	1.3	33.7	18.2	6.5	19.2	63.6	30.7
	18E	4.3	21.9	16.5	6.8	11.6	36.6	23.3
	19E	5.0	22.0	16.8	8.3	11.4	38.0	23.2

자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. CJ대한통운 목표주가 산정

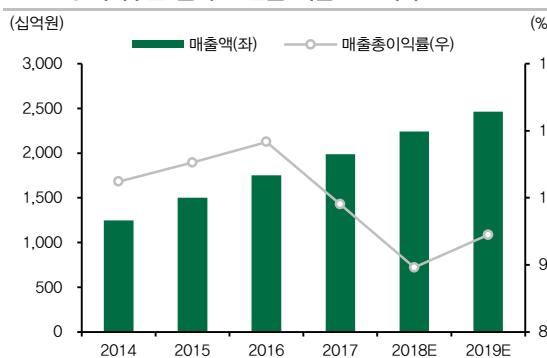
19년 FWD BPS(원)	107,893
Target PBR(배)	2.0
Target Price(원)	230,000
Implied PER(배)	58.5
상승여력(%)	35.3

자료: DB금융투자

글로벌 부문
매출 성장 과
수익성 모두 우
상향, 택배부문
수익성 우려
해소

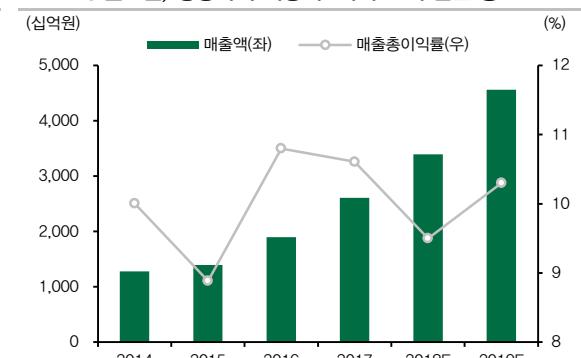
글로벌 부문은 지속적인 M&A 및 제휴를 통해 동남아, 중동, 중앙아시아, 중국 및 인도 등과 같은 신흥 시장은 물론 미국 등 선진 시장에 이르기까지 다양한 국가들에서 빠르게 성장하고 있다. 이를 통해 동사는 2020년대까지 국내외 경쟁사들 대비 높은 매출 성장률을 유지할 전망이다. 신규 인수된 기업들에 대한 PMI가 완료된다면 글로벌 부문의 매출총이익률은 11~12%까지 개선될 것으로 예상된다. 글로벌 부문의 성장과 수익성의 개선 모두 확인된다면 추가적인 멀티플 상향 역시 가능할 전망이다. 최저임금 인상에 의한 택배 및 CL부문의 수익성 하락 역시 단기 인상 및 첨단 물류 센터 신설을 통한 효율성 제고로 1Q18를 저점으로 반등할 전망이다. 19년에는 곤지암 물류센터가 100% 가동됨에 따라 최저임금이 추가적으로 10% 이상 인상되더라도 택배 분류 및 상하차 등에 소요되는 인건비가 18년 대비 감소할 전망이다.

도표 3. 택배부문 실적 18년을 저점으로 회복



자료: DB금융투자, 주: 택배부문 실적 추이 및 전망

도표 4. 글로벌, 성장과 수익성 두 마리 토끼 잡는 중



자료: DB금융투자, 주: 글로벌 부문 실적 추이 및 전망

도표 5. CJ대한통운 부문별 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,595	1,708	1,873	1,934	2,000	2,122	2,371	2,403	7,110	8,897	10,812	12,134
CL	585	624	642	641	616	652	692	770	2,493	2,729	2,992	3,305
택배	508	488	509	534	556	536	568	583	2,039	2,243	2,464	2,739
글로벌	531	595	722	760	773	812	928	880	2,608	3,393	4,559	5,255
건설					56	122	183	171	0	532	797	834
매출총이익	173	186	200	198	174	211	236	247	756	868	1,104	1,258
CL	67	66	71	70	61	71	74	87	274	293	331	383
택배	45	52	47	53	44	56	52	49	197	201	233	225
글로벌	61	62	79	75	70	73	87	92	277	322	470	578
매출총이익률	10.8	10.9	10.7	10.2	8.7	9.9	9.9	10.3	10.6	9.8	10.2	10.4
CL	11.5	10.6	11.0	10.9	9.8	10.9	10.8	11.3	11.0	10.7	11.1	11.6
택배	8.8	10.6	9.3	9.9	7.9	10.4	9.2	8.4	9.7	9.0	9.4	8.2
글로벌	11.5	10.4	10.9	9.9	9.0	9.0	9.4	10.5	10.6	9.5	10.3	11.0
영업이익	51	62	63	60	44	55	68	71	236	240	323	388
영업이익률	3.2	3.6	3.3	3.1	2.2	2.6	2.9	2.9	3.3	2.7	3.0	3.2
지배주주순이익	4	22	9	-4	33	15	20	21	31	90	119	162
지배주주순이익률	0.2	1.3	0.5	-0.2	1.6	0.7	0.9	0.9	0.4	1.0	1.1	1.3

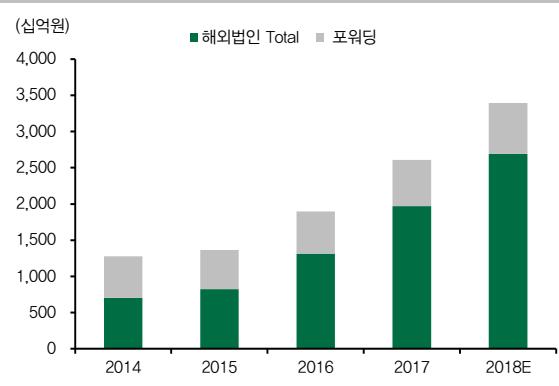
자료: DB금융투자

글로벌 물류 기업으로 환골탈태 중

CJ대한통운
M&A 및 제휴로
해외 지역 진출
본격화

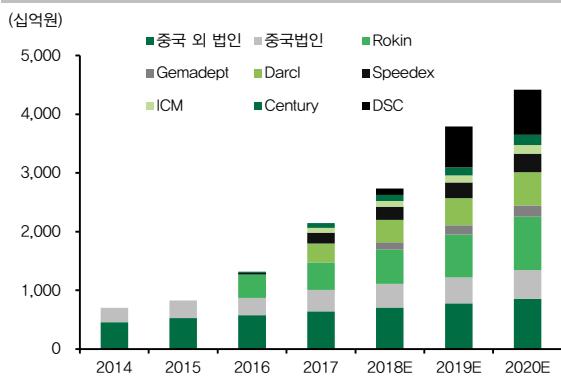
글로벌 부문은 수출입 관련 물류를 대행하는 포워딩과 해외 법인으로 나뉜다. 해외 인수 업체들은 주로 물류 기업들로 대부분 동사의 CL(Contract Logistics) 부문과 유사한 육상 및 해상 운송을 주력 사업으로 영위중인 회사들이 대부분이다. 글로벌 부문은 지속적인 M&A 및 제휴를 통해 동남아, 중동, 중앙아시아, 중국 및 인도 등과 같은 신흥 시장은 물론 미국 등 선진 시장에 이르기까지 다양한 국가들에서 빠르게 성장하고 있다. 이를 통해 동사는 2020년대까지 국내외 경쟁사들 대비 높은 매출 성장을 률을 유지할 전망이다.

도표 6. 글로벌 부문 포워딩과 해외법인 매출로 구성



자료: DB금융투자, 주: 글로벌 부문 매출 추이

도표 7. 해외 법인 인수 기업에 의한 In-organic 성장 주도

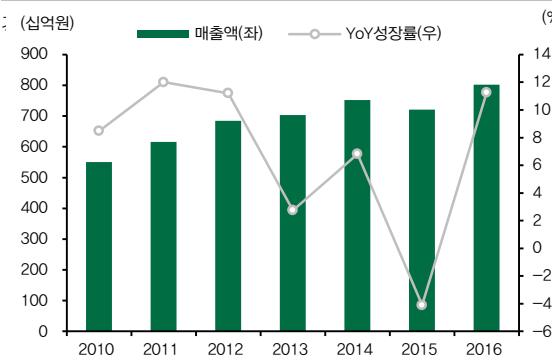


자료: DB금융투자, 주: 해외 법인별 매출 추이

동남아 등 해외
지역 높은 3PL
성장성 보유

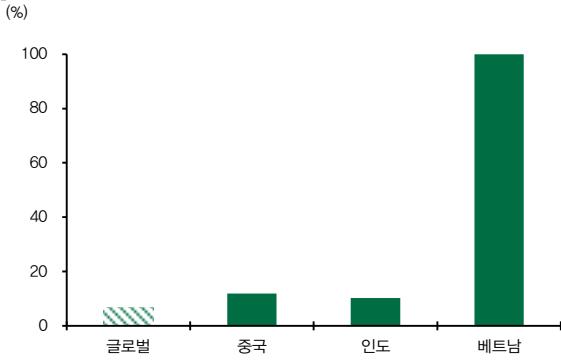
국내 물류 시장은 3PL보다는 대기업 계열사를 위주의 2PL로 구성되어 있는데 반해, 동사가 진출한 신흥 시장은 3PL(3rd Party Logistics) 시장의 성장성이 높은 점 역시 매력적이다. 3PL 시장의 높은 성장성은 CJ 그룹 계열사가 진출하지 않은 지역에서도 동사가 현지 물류 회사 인수 이후 고객사를 추가적으로 확보하는데 원동력이 될 전망이다.

도표 8. 2010년대 이후 글로벌 3PL 시장 CAGR 6.5%



자료: DB금융투자, 주: 글로벌 3PL 시장 매출액 및 성장률

도표 9. CJ대한통운 진출 지역 3PL 시장 고성장 자속 중



자료: DB금융투자, 주: 14년 대비 16년 각국별 3PL 시장 성장률

도표 10. CJ대한통운 2015년 이후 해외 시장 진출 본격화

시기	구분	대상	설명
2015. 09	M&A	중국 룽칭물류 인수	<ul style="list-style-type: none"> - 룽칭 중국 냉동 및 화학약품 전문 물류회사, 다우케미컬과 맥도날드, 하겐다즈 등 다국적 기업이 주요 고객 - 지분 71.4% 4,550억원에 인수, CJ대한통운 콜드체인 운송에 강점 지닌 룽칭물류 인수로 포트폴리오 다변화
2015. 11	JV	미얀마 Road Transport와 JV 설립	<ul style="list-style-type: none"> - Road Transport 미얀마 내 육상운송, 국제운송을 비롯해 물류센터 운영, 택배 등을 영위하는 종합물류 기업 - 합작법인 미얀마 인접국가 중국, 인도, 방글라데시, 태국, 라오스 등 국경무역으로 사업영역 확대가 목표
2016. 07	JV	중국 TCL그룹과 물류 협작 법인 CJ Speedex 설립	<ul style="list-style-type: none"> - Speedex는 모기업인 TCL 제품 수송을 기반으로 성장해온 회사 - TCL그룹은 중국 3대 종합전자회사, - Speedex의 지분 50%를 811억원에 인수, 나머지 50% 지분은 TCL이 그대로 보유
2016. 09	M&A	말레이시아 Century Logistics 인수	<ul style="list-style-type: none"> - Century Logistics 말레이시아 2위 종합물류기업 - 100% 자회사인 싱가풀 소재 CJ대한통운 아시아법인을 통해 선주리 로지스틱스지분 31.4%, 471억원에 인수 - 역직구를 포함한 동남아 택배 사업 공략을 위한 교두보"
2016. 09	계약	LAZADA GROUP과 국제 특송 계약	<ul style="list-style-type: none"> - LAZADA GROUP그룹 동남아시아 1위 전자상거래업체, 역직구 상품에 대한 국제특송 계약 체결 - 동남아시아 6개국(인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 베트남) 소비자가 라자다 쇼핑몰을 통해 구입하는 한국 상품의 배송을 CJ 대한통운이 담당
2016. 11	M&A	인도네시아 물류센터 인수	<ul style="list-style-type: none"> - 인도네시아 수도 자카르타 인근 베카시 공단 내 대형 물류센터 285억원에 인수 - 베카시 공단 내 글로벌 완성차 업체 3000여개의 기업이 입주해 있어 물류서비스에 대한 잠재수요 높음
2016. 12	JV	필리핀 TDG그룹과 JV CJ트랜스네셔널필리핀 설립	<ul style="list-style-type: none"> - TDG 그룹은 종합물류, 선박관리, 관광, 정보통신 등 여러 업종에서 30여개 기업을 보유한 필리핀 기업 - JV 필리핀 현지에서 기업물류, 내륙운송, 물류센터 운영, 택배 등 종합물류사업 전개 계획 - 2018년까지 필리핀 전국 배송망 구축 목표
2017. 04	M&A	인도 Darcl Logistics	<ul style="list-style-type: none"> - Darcl Logistics 인도 내 200여곳 물류망 갖춘 인도 수송분야 1위 기업, 570억원에 지분 50%를 인수 - 매출 비중은 트럭 운송 89.1%, 철도 운송 6.6%, 철강 및 화학제품 운송에 강점
2017. 04	M&A	UAE IBRAKOM 인수	<ul style="list-style-type: none"> - IBRAKOM 중동, 중앙아시아지역 중량물 운송 기업, 지분 51% 772억원에 인수 - 국가별 매출 비중 터키 38%, 투르크메니스탄 19%, UAE 19%, 이란 15% - 특수운송장비 및 선박, 화물차량, 크레인 등 하역장비와 전문인력을 통해 육상 해상 중량물 운송이 가능
2017. 10	M&A	베트남 GEMADEPT 물류 해운 부문 인수	<ul style="list-style-type: none"> - GEMADEPT 1990년 설립된 베트남 종합물류업체, CJ대한통운과 FI 7대 3의 비율로 약 1,000억원을 투자해 SPC 설립 후 SPC가 GEMADEPT 물류 및 해운 부문 지분 각 50.9% 인수
2018.03	MOU	러시아 물류기업 FESCO	<ul style="list-style-type: none"> - FESCO 블라디보스톡 항만 최대 주주이자 러시아 최대 민간 컨테이너 선사, 러시아 10대 화물기차 운영사 - MOU 통해 유라사이 지역 물류 사업 공동 진행, 시베리아횡단 철도 운송 사업에 CJ대한통운이 참여 돋기로 함
2018.04	MOU	베트남 비엣젯항공	<ul style="list-style-type: none"> - 베트남 국적 저비용항공사(LCC)인 '비엣젯항공'과 MOU를 맺고 항공물류 분야에서 협력체계 구축 - 베트남-한국-미국 노선에 대한 항공화물 공동업이 포함
2018.06	M&A	DSC 로지스틱스	<ul style="list-style-type: none"> - DSC 식품, 소비재(CPG) 산업에 특화된 물류기업, 지분 90%를 2,314억원에 인수

자료: DB금융투자

**베트남, 인도 및
말레이시아 물류
시장 10%대
성장 전망**

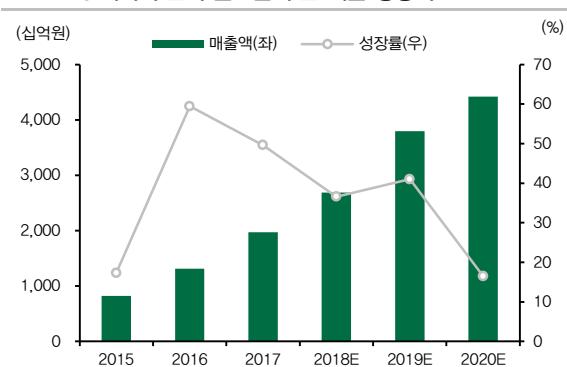
글로벌 부문의 매출 성장은 대부분 해외 신규 사업이 이끌고 있다. 이러한 추세는 인수 기업의 추가로 향후에도 지속될 전망이다. 특히 동남아 및 인도 물류 시장은 향후에도 높은 경제 성장률을 바탕으로 고성장이 지속될 것으로 전망된다. 베트남, 인도 및 말레이시아의 물류 시장은 경제성장률을 상회하는 10%대의 높은 성장률을 유지하고 있다. 일반적으로 물류 시장이 경제 성장률에 비례하고 각 국의 경제 성장률 전망치 역시 견조한 점을 감안하면 각국의 물류 시장은 2020년대까지 10%대의 성장을 이어갈 것으로 예상된다.

도표 11. 전사 매출 성장 대비 낮은 포워딩 부문 성장률



자료: DB금융투자, 주: 포워딩 부문 매출액 및 성장률 추이

도표 12. 해외 부문이 글로벌 부문 매출 성장 주도



자료: DB금융투자, 주: 해외 부문 매출액 및 성장률 추이

도표 13. 베트남 물류 시장 경제 성장률과 동행

자료: Bloomberg, DB금융투자,
주: 베트남 GDP 성장률 추이 및 전망치, 육상 운송 물동량 성장률

도표 14. 베트남 높은 물류 성장 Gemadept 매출로 연결

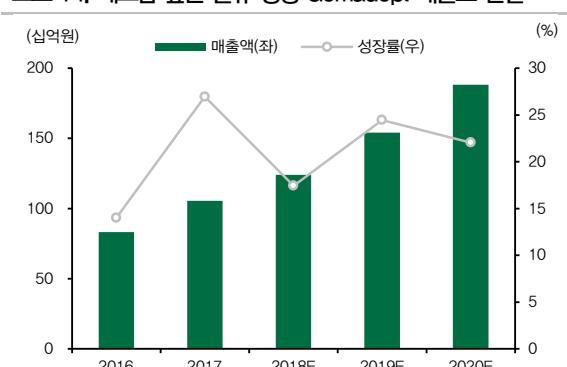
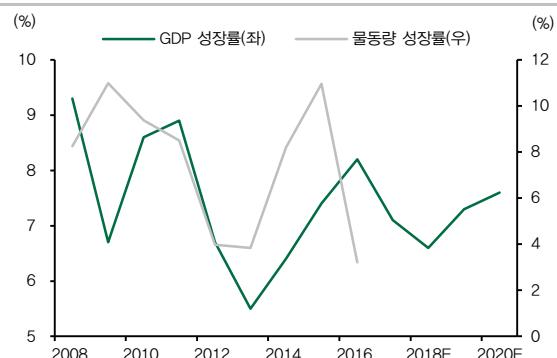
자료: DB금융투자,
주: Gemadept 매출액 추이 및 전망치

도표 15. Gemadept 부문별 매출 추이

	2013	2014	2015	2016	2017
항만하역	737	1,097	1,692	1,624	1,829
운송	1,703	1,875	1,893	2,116	2,153
오피스 리스	85	41	2	1	2
순매출	2,525	3,013	3,586	3,742	3,984

자료: DB금융투자

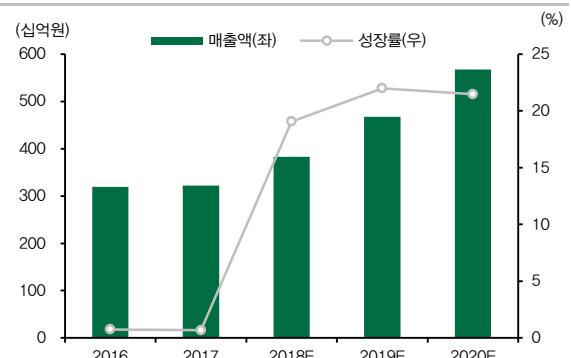
도표 16. 인도 물동량 10%대 성장 지속



자료: Bloomberg, DB금융투자.

주: 인도 GDP 성장률 추이 및 전망치, 육상 운송 물동량 성장률

도표 17. Dardl 20% 매출 성장 지속 전망



자료: DB금융투자.

주: Dardl 매출액 추이 및 전망치

도표 18. Dardl 실적 추이

	2014	2015	2016	2017
매출액	18,410	18,281	18,071	18,336
전체 물동량(백만톤)	130	110	120	N/A
철도부문	N/A	971	1,357	871
육상운송	N/A	18,357	18,116	17,353
영업이익	221	376	410	346
영업이익률	1.2	2.1	2.3	1.9

자료: DB금융투자

(단위: m,n INR)

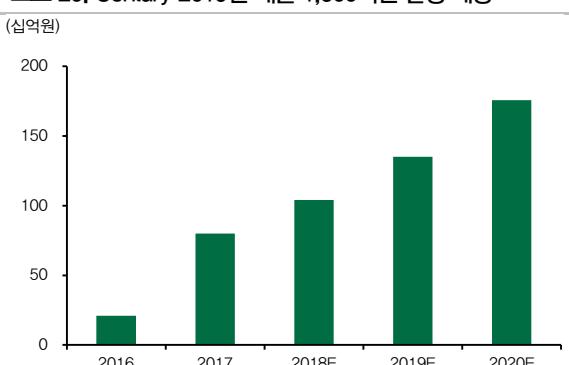
도표 19. 말레이시아 물류 시장 17년 부진에서 회복



자료: DB금융투자

주: 말레이시아 GDP 성장률 추이 및 전망치, 주요 항구 물동량 성장률

도표 20. Century 2019년 매출 1,500억원 달성 예상



자료: DB금융투자

CJ대한통운 인수 기업 연평균 15~20% 성장 전망	각국의 3PL 시장이 전체 물류 시장 대비 성장성이 높고, 동사의 현지 법인들이 대부분 시장 대비 초과 성장을 자속하고 있는 점을 감안하면 해외법인은 추가적인 M&A가 없더라도 연 평균 15~20% 대의 매출 성장이 가능할 전망이다. 이를 통해 동사 해외 법인의 총 매출액은 2020년에 4조원을 돌파해 전사 매출의 36%를 차지할 전망이다.
-------------------------------	---

도표 21. 해외 법인 매출 2020년 4조원 돌파 전망, 전사 매출 비중 36%

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
중국 외 해외 법인	529	577	643	707	778	856
중국 법인	297	296	367	403	444	488
Rokin		393	467	584	730	912
Gemadepot				124	154	188
Darcl			322	383	467	568
Speedex		30	184	221	265	318
ICM			85	102	122	146
Century		21	80	104	135	176
DSC				106	700	770
합계	826	1,317	2,147	2,734	3,795	4,422

자료: DB금융투자

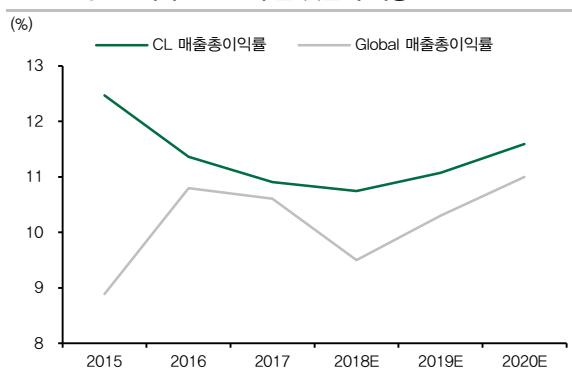
글로벌 부문 수익성	신규 인수 기업들에 대한 PMI(Post Merger Integration)가 완료된다면 글로벌 부문의 매출총이익률은 11~12%까지 개선될 것으로 예상된다. 중장기적으로 글로벌 부문의 영업이익률은 CL부문의 영업이익률을 상회할 수 있을 것으로 판단한다. 이는 글로벌 부문의 해외 기업들이 대부분 CL부문과 유사한 사업을 영위하고 있고, 경쟁 강도 역시 국내 대비 낮기 때문이다. 글로벌 부문의 성장과 수익성의 개선이 확인된다면 추가적인 멀티플 상향 역시 가능할 전망이다.
------------	--

도표 22. 해외법인 성장 전사 매출 성장 견인



자료: DB금융투자, 주: CJ대한통운 부문별 매출 추이

도표 23. CL 대비 Global 부문 낮은 수익성



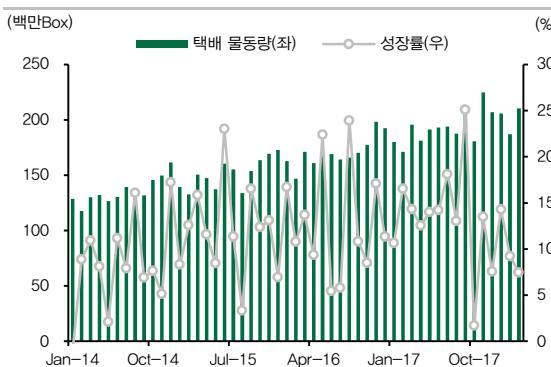
자료: DB금융투자, 주: CL 및 Global 부문 매출총이익률 추이

택배 – 최저임금 인상 적응 완료

국내 택배 시장
연평균 10%대
성장, J대한통운
M/S 상승 지속

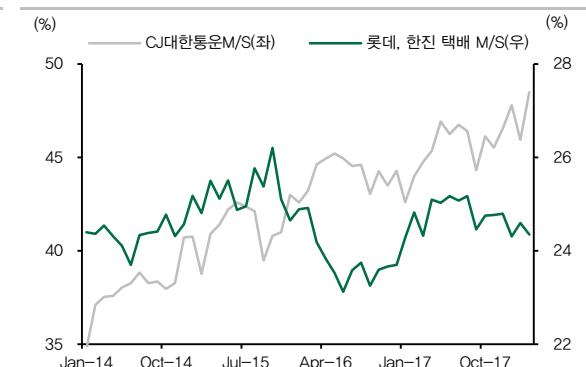
국내 택배 시장은 온라인 판매의 성장에 힘입어 성장을 지속하고 있다. 국내 전체 택배 시장은 2011년 3.3조원에서 2017년 5.2조로 연평균 8.0% 성장했다. 물량 기준으로는 2011년 13억 박스에서 2017년 23억박스로 연평균 10.1% 성장을 기록했다. 온라인 쇼핑 시장은 13년 38조에서 17년 91조 원으로 연평균 20%대의 고성장이 지속되고 있다. 해외직구 및 역직구를 포함한 전체 온라인 쇼핑 매출은 2018년에 100조원을 돌파할 것으로 예상된다. CJ대한통운의 택배 부문은 뛰어난 가격 경쟁력을 바탕으로 시장 대비 높은 물량 성장을 지속하고 있다. 18년 3월 기준 동사의 M/S는 48.5%로 한진 및 롯데 택배와의 격차를 더욱 더 벌리고 있다.

도표 24. 택배 시장 안정적인 성장 지속



자료: DB금융투자, 주: 국내 월별 택배 물동량 및 성장률 추이

도표 25. CJ대한통운 시장 지배적인 위치 견고



자료: DB금융투자, 주: 택배 시장 M/S 추이

1Q18 택배 부문
수익성 최저임금
인상으로 부진

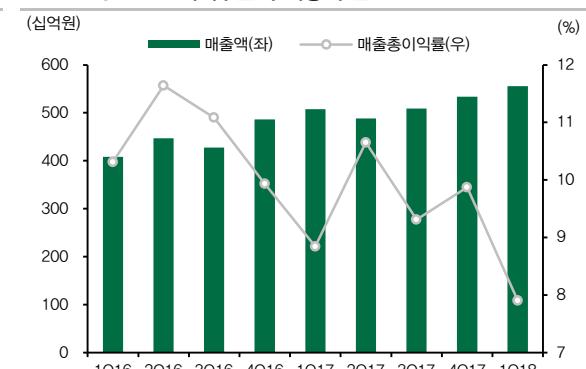
17년 하반기 이후 1Q18 실적 발표 전까지 동사의 주가는 최저 임금 인상에 따른 수익성 하락에 대한 과도한 우려로 조정을 받아왔다. 최저임금 인상 시 택배 분류 및 상하자에 필요한 인력들에 소요되는 인건비는 인상률에 비례해서 오를 수밖에 없다. 실제로 1Q18 택배부문의 매출총이익률은 7.9%로 2013년 이후 가장 낮은 수치를 기록했다.

도표 26. 택배 수익성 하락 우려로 3Q17 이후 주가 부진



자료: DB금융투자

도표 27. 1Q18 택배부문 수익성 부진



자료: DB금융투자

2Q18 이후 택배 단가 인상 분격화 동사는 경쟁사들 대비 낮은 택배 요금에도 불구하고 시장 지배적인 M/S와 선진화된 자동화 물류 분류 시스템을 구축하고 있고, 경쟁사들 대비 높은 수익성을 유지하고 있다. 한진 및 롯데택배는 낮은 영업이익률로 인해 CJ대한통운의 택배 가격 인상 시 가격 유지를 통한 M/S 싸움에 뛰어들 수 없는 상황이다. 택배 가격 인상을 위한 조건들이 준비됐다. CJ대한통운은 2Q18 이후 주요 화주들의 택배 요금을 인상하기 시작했고, 18년 말이면 대부분의 화주들의 요금 인상이 완료될 것으로 보인다. 다만 동사 택배부문의 실질 ASP 반등은 다소 시간이 필요할 것으로 예상된다. 이는 소형 물량 비중 확대에 따른 Mix 악화에 의한 것으로, 소형 비중은 온라인 쇼핑물량의 증가로 당분간 상승할 수 밖에 없는 상황이다. 곤지암 물류 센터의 본격적인 가동으로 소형 물량 비중이 줄기 전까지 ASP 반등은 어려울 것으로 판단된다. 이에 따라 택배 부문 ASP 반등은 빨라야 4Q18이나 가능할 것으로 전망된다.

도표 28. 한진 택배 부문 1%대 영업이익률



자료: DB금융투자

도표 29. 롯데글로벌로지스 적자 지속 중



자료: DB금융투자

도표 30. 소형 물량 비중 증가 택배 ASP 하락으로 연결



자료: DB금융투자

도표 31. 온라인 비중 지속적으로 상승 추세 지속

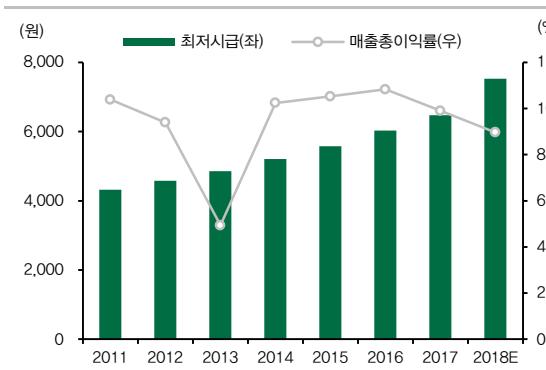


자료: DB금융투자

**곤지암 물류센터
가동으로
택배부문 수익성
개선 전망**

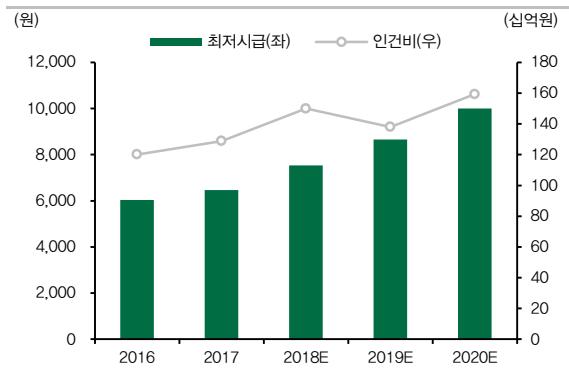
곤지암 물류센터는 세계 3위 규모의 메가 Hub로 하루 평균 170만 박스를 처리할 수 있다. 곤지암 물류센터의 첨단 물류 분류 시스템으로 택배 분류 및 상하차에 필요한 일용직은 기존 5,000명에서 4,000명으로 감소하게 된다. 이에 따라 동사의 택배부문은 택배 가격 인상 및 분류 효율 제고로 18년을 저점으로 반등할 것으로 전망된다. 최저임금이 19년에 추가적으로 10% 이상 인상되더라도 매출원 가율은 17년 대비 개선될 것으로 예상된다. 최저임금이 2020년에 10,000원으로 오르는 경우를 가정해도 택배 단가를 연 평균 1.5%만 인상해도 매출총이익률은 오히려 개선되는 것을 도표 34에서 확인할 수 있다.

도표 32. 최저임금 인상으로 18년까지 택배부문 수익성 하락



자료: DB금융투자

도표 33. 곤지암 센터 가동, 최저임금 인상분 대부분 흡수



자료: DB금융투자

도표 34. 최저임금 10,000원에도 택배 부문 수익성은 18년 대비 개선 예상

(단위: 원 명 %)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
최저임금	5,580	6,030	6,470	7,530	8,660	10,000
택배 상하차 및 분류 관련 필요 인력(명)	5,000	5,000	5,000	5,000	4,000	4,000
관련 인건비(십억원)	111	120	129	150	138	159
a) 택배 단가 (19년 이후 인상 없을 경우)	2,002	1,938	1,886	1,857	1,857	1,857
택배 매출 총이익률(%)	10.5	10.8	9.9	9.0	9.4	8.2
b) 택배 단가 (19년 이후 연 1.5% 인상)	2,002	1,938	1,886	1,857	1,885	1,914
택배 매출 총이익률(%)	10.5	10.8	9.9	9.0	10.8	10.9
c) 택배 단가 (19년 이후 연 3.0% 인상)	2,002	1,938	1,886	1,857	1,913	1,970
택배 매출 총이익률(%)	10.5	10.8	9.9	9.0	12.1	13.5

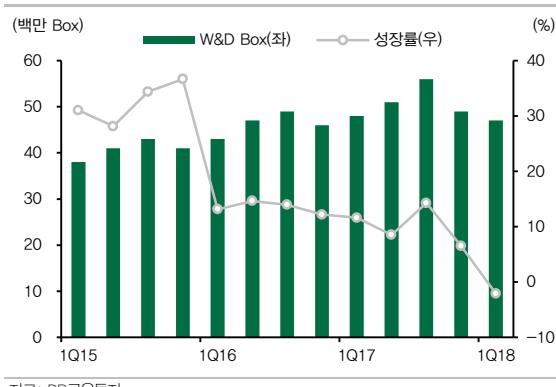
자료: DB금융투자

CL – 점차 개선

CL부문 W&D와
P&D 사업으로
구성

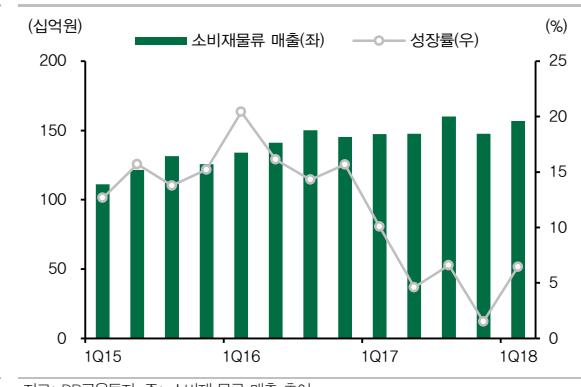
계약 물류를 의미하는 CL(Contract Logistics) 부문은 주로 기업들과 계약을 통해 정해진 기간 동안 운송 서비스를 제공한다. CL부문은 크게 창고에 물류를 보관하고 운반하는 서비스를 제공하는 W&D (Warehouse & Distribution) 부문과 각종 산업재 및 완성차와 같은 소비재 물류를 항구에서 상하역하는 P&D(Port & Delivery)부문으로 구성되어 있다.

도표 35. W&D 부문 물량



자료: DB금융투자

도표 36. 소비재 매출

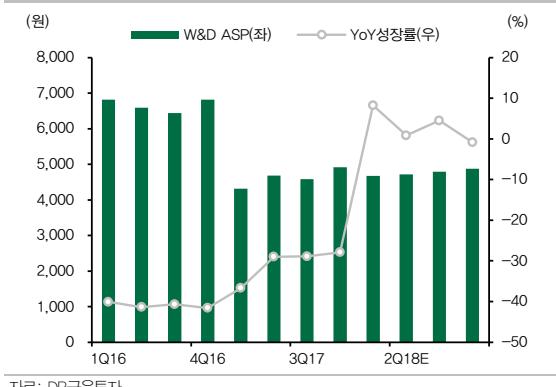


자료: DB금융투자, 주: 소비재 물류 매출 추이

CL 역시 단가
인상 통해
최저임금 인상
흡수

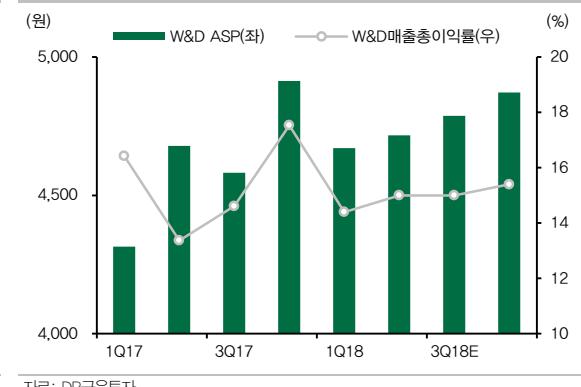
CL부문 역시 최저임금 인상에 따른 원가 상승으로 1Q18에 다소 부진한 수익성을 기록했다. 1Q18 이후 동사는 주요 고객사에 대한 판가 인상을 시작해 1Q18을 저점으로 CL부문의 수익성 역시 점차 개선될 것으로 예상된다.

도표 37. 1Q18 W&D ASP 반등



자료: DB금융투자

도표 38. W&D 매출총이익률 1Q18 저점 이후 반등 예상



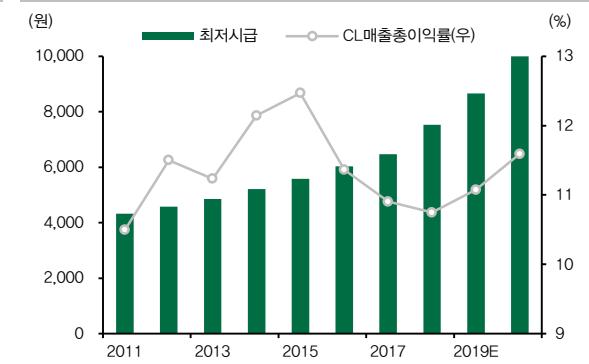
자료: DB금융투자

도표 39. P&D 흥민하역 물량 감소로 부진



자료: DB금융투자

도표 40. CL부문 매출총이익률 18년 저점 이후 반등



자료: DB금융투자

도표 41. CL 부문 18년을 저점으로 수익성 개선

(단위: 십억원 명 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
CL 매출	2,433	2,514	2,729	2,992	3,305
P&D 매출	1,201	1,550	1,658	1,807	1,988
P&D 매출총이익	110	129	133	154	179
P&D 매출총이익률	9.2	8.3	8.0	8.5	9.0
W&D 매출	1,232	964	1,071	1,185	1,317
W&D ASP	6,659	4,725	4,773	4,844	4,941
W&D(백만 Box)	185	204	224	245	267
W&D 매출총이익	166	146	161	178	204
W&D 매출총이익률	13.5	15.1	15.0	15.0	15.5
최저임금	6,030	6,470	7,530	8,660	10,000
CL 매출총이익	276	274	293	331	383
CL 매출총이익률	11.4	10.9	10.7	11.1	11.6

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,511	1,804	2,033	2,434	2,793
현금및현금성자산	139	154	296	369	468
매출채권및기타채권	1,223	1,465	1,544	1,864	2,096
재고자산	15	16	18	23	26
비유동자산	4,010	4,505	4,608	4,784	5,070
유형자산	2,037	2,430	2,573	2,787	3,109
무형자산	1,368	1,468	1,428	1,389	1,353
투자자산	167	129	129	129	129
자산총계	5,521	6,309	6,641	7,218	7,863
유동부채	1,362	1,890	2,128	2,580	3,054
매입채무및기타채무	813	1,072	1,310	1,761	2,236
단기차입금및단기차내	366	477	477	477	477
유동성장기부채	148	264	264	264	264
비유동부채	1,420	1,636	1,636	1,636	1,636
사례금및기타임금	1,252	1,456	1,456	1,456	1,456
부채총계	2,782	3,526	3,764	4,216	4,690
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,249	2,248	2,248	2,248	2,248
이익잉여금	542	574	663	782	944
비기본주주지분	393	411	416	422	431
자본총계	2,739	2,783	2,877	3,002	3,173

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	208	246	481	528	716
당기순이익	68	39	94	125	170
현금유동하지않는비용및수익	268	335	260	304	357
유형및무형자산상각비	145	161	208	246	287
영업관련자산부채변동	-74	-53	157	134	237
매출채권및기타채권의감소	48	-223	-79	-320	-231
재고자산의감소	0	0	-3	-4	-3
매입채무및기타채무의증가	-15	85	238	452	475
투자활동현금흐름	-705	-690	-317	-432	-596
CAPEX	-233	-485	-310	-422	-573
투자자산의순증	-19	38	0	0	0
재무활동현금흐름	543	456	-22	-22	-22
사례금및임금의증가	391	444	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-1	0	0	0
기타현금흐름	-8	2	0	0	0
현금의증가	39	16	141	73	99
기초현금	100	139	154	296	369
기말현금	139	154	296	369	468

자료: CJ 대한통운, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,082	7,110	8,897	10,812	12,134
매출원가	5,411	6,354	8,029	9,708	10,876
매출총이익	671	756	868	1,104	1,258
판관비	443	521	628	781	870
영업이익	228	236	240	323	388
EBITDA	373	397	447	569	675
영업외손익	-138	-163	-115	-162	-169
금융손익	-55	-65	-80	-86	-97
세전이익	91	73	124	161	218
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	39	94	125	170
지배주주지분순이익	56	31	90	119	162
비지배주주지분순이익	12	7	5	6	9
총포괄이익	31	-11	94	125	170
증감률(%YoY)					
매출액	20.3	16.9	25.1	21.5	12.2
영업이익	22.4	3.2	1.8	34.6	20.3
EPS	21.4	-43.6	184.7	32.7	35.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산 원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,446	1,380	3,930	5,215	7,089
BPS	102,843	103,964	107,893	113,109	120,198
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	73.2	101.4	43.3	32.6	24.0
P/B	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.4	14.2	13.8	10.8	8.9
수익성(%)					
영업이익률	3.8	3.3	2.7	3.0	3.2
EBITDA마진	6.1	5.6	5.0	5.3	5.6
순이익률	1.1	0.5	1.1	1.2	1.4
ROE	2.4	1.3	3.7	4.7	6.1
ROA	1.4	0.7	1.5	1.8	2.3
ROIC	4.5	2.8	3.9	5.4	6.4
인정성 및 기타					
부채비율(%)	101.6	126.7	130.8	140.4	147.8
이자보상배율(배)	4.5	4.3	10.7	14.4	17.3
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: CJ 대한통운, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지표 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지표 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표관입부를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지표 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지표 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료 내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이다. 당시가 그 정확성이나 원전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

기여 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 및 상승률을 기준임
▪ Buy: 초과 상승률 10%p 이상
▪ Hold: 초과 상승률 -10~10%p
▪ Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
18/07/16	Buy	230,000	-	-	-	-	-





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당	애널리스트	02)369- @db-fi.com
----	-------	--------------------

신용분석	박정호 팀장	3337	cheongho
------	--------	------	----------

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84
RA	박성재 연구원	3321	psj1127

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol

글로벌크레딧파트

글로벌크레딧	유승우 파트장	3426	seyoo
--------	---------	------	-------



산업분석1팀

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
-------	--------	------	-----------

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구원	3367	uhno
화학/정유/유질리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
인터넷/IT/게임	권윤구 수석연구원	3457	ygkwon84
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo



산업분석2팀

IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon
------	--------	------	--------

ICT자동차파트

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 훌 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
RA	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



본사		대전 · 충청지역	
분사 영업부	02) 369-3200	서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)	대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층) 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층) 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)
서울지역		부산 · 경상지역	
강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)	남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구德로 90 (남포메디칼센터 2층)
DB금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)	부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총괄대로 353 (BNK부산은행 2층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)	센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (다우트럼프스퀘어 2층)
목동	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)	양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
압구정금융센터	02) 3445-8800	서울특별시 강남구 눈현로 176길 14 (증권빌딩 2층)	창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 종구 남대문로 113 (DB대동빌딩 3층)	대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)	범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
			포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)
경기지역		광주 · 전라지역	
분당	031) 718-7000	경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보령프라자 4층)	광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼원빌딩 4층)
인천	032) 518-3434	인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)	전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)
평촌	031) 382-6200	경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)	
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 정현천로 20 (정진빌딩 3층)	
화성향남	031) 366-0900	경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (종양빌딩 3층)	
강원지역			
강릉	033) 641-8629	강원도 강릉시 올곡로 2845 (성호빌딩 3층)	
원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스티워 3층)	

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.