



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(08/08): 150,500원

시가총액: 3조 4,333억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (08/08)	2,301.45pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	175,000원	122,000원
등락률	-14.00%	23.36%
수익률	절대	상대
1M	-10.7%	-11.8%
6M	11.5%	16.6%
1Y	-12.5%	-9.0%

Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	87천주
외국인 지분율	16.67%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	107,130원
주요 주주	CJ제일제당 외 1인
	40.17%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	60,819	71,104	91,925	103,801
보고영업이익	2,284	2,357	2,405	3,257
핵심영업이익	2,284	2,357	2,405	3,257
EBITDA	3,734	3,970	3,937	4,948
세전이익	910	731	1,294	1,877
순이익	682	389	892	1,349
자체주주지분순이익	558	315	722	1,092
EPS(원)	2,446	1,380	3,166	4,789
증감률(%YoY)	21.4	-43.6	129.4	51.3
PER(배)	73.2	101.4	53.2	35.2
PBR(배)	1.7	1.3	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.7	15.1	16.2	12.6
보고영업이익률(%)	3.8	3.3	2.6	3.1
핵심영업이익률(%)	3.8	3.3	2.6	3.1
ROE(%)	2.7	1.4	3.2	4.6
순부채비율(%)	59.7	73.6	84.7	78.0

Price Trend

 실적 Review

CJ대한통운 (000120)

중장기적 방향성 유효



CJ대한통운은 2분기 매출액 2조 2,846억원 (YoY +33.8%), 영업이익 571억원 (YoY -7.8%)을 기록했습니다. 대체적으로 컨센서스에 부합하며 무난한 실적 기록했습니다. 하반기 이후 택배 사업부문에서 본격적인 택배단가 인상에 따른 수익성 개선 및 글로벌 사업 부문의 초기 투입 비용의 안정화가 전망됨에 따라 중장기적 방향성 유효하다고 생각됩니다.

>> 2Q 영업이익 571억원, 컨센서스 부합

CJ대한통운은 지난 2Q IFRS 연결 기준 매출액 2조 2,846억원(YoY +33.8%), 영업이익 571억원(-7.8%)을 기록했다. 글로벌 사업부문에서 New Family사 매출액이 전년대비 약 44.8% 증가한 8,616억원 달성했다. 2017년 2분기 이후 인수된 회사들의 매출액이 인식됐고 특히, 2017년에 인수한 베트남 물류기업 Gemadept과 2016년에 인수한 중국 Speedex의 매출 성장이 본격적으로 진행되고 있다는 판단이다. 택배사업 부문에서는 2분기 시장 전체 물동량 증가율을 상회하는 약 17.4%의 물동량 증가율로 전년 대비 약 15% 증가한 매출액 5,862억원을 기록했다. 영업이익은 택배 및 CL 사업부문에서 최저 임금제 인상으로 인한 비용 증가가 약 120 억원 정도 반영됐고 글로벌 사업부문에서 인수 후 초기 투입 비용 증가해 전년대비 감소한 571억원 기록했다. 한편, 영업외에서는 차입금 증가에 따른 금융 손익과 인수 자문수수료 등 기타 손익이 발생하며 전년대비 72.7% 감소한 67억원 기록했다.

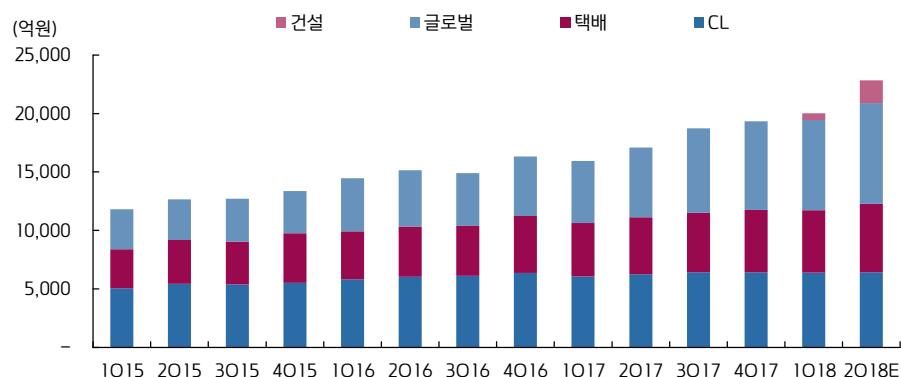
>> 수익성 개선의 시기가 관건

현재 동사는 글로벌 사업부문에서 해외 M&A 이후 투입되는 초기 비용이 증가하고 있는 단계로 판단된다. 다만, 2017년 4월 인수한 인도 종합물류 회사 Darcl과 같은 경우에는 초기 인수 당시 수익성보다 개선된 모습을 보이고 있는 만큼 현재 초기 비용이 투입되고 있는 회사들도 중장기적으로 수익성 개선이 가능하다는 판단이다. 택배 사업부문에서도 온라인 쇼핑몰 거래액 증가로 지속적으로 물동량이 확대됨에 따라 매출 성장은 유효하나 지속적인 단가하락에 대한 우려가 있는 것이 사실이다. 하지만 곤지암 허브 터미널이 8월내로 정상 가동 될 예정이고 하반기부터는 일부 화주들과 택배단가 인상에 대한 재협상 여지도 있어 수익성 개선에 대한 기대감은 상존한다.

>> 중장기적 방향성 유효

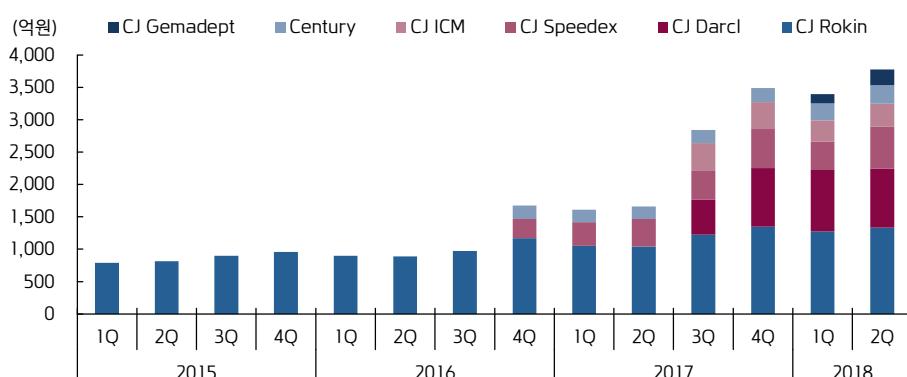
CJ대한통운의 매출액은 2013년 3조 8천억원에서 17년 7조원까지 매년 10%가 넘는 높은 성장을 기록했다. 주요 매출 성장을 견인한 사업부문은 해외의 기업들을 인수 합병하는 글로벌 사업부문과 택배 물동량 M/S 확대를 통한 택배 사업부문으로 볼 수 있다. 동사는 중국, 베트남, 인도 등의 해외 거점을 확보해 글로벌 물류기업이 갖추어야 할 네트워크를 점진적으로 확충하고 있다. 또한 국내 택배시장에서도 6월말 기준 약 49%의 시장 점유율을 보유하고 있는 선도 업체이다. 높은 매출액 성장 이후 수익성 개선이 가시화 되는 시점은 단기간 내에는 쉽지 않겠지만 중장기적 방향성은 유효하다는 판단이다. 택배단가 인상 및 글로벌 사업부문 수익성 개선 기대감을 고려해 투자의견 'BUY' 목표주가 '220,000원' 유지한다.

CJ대한통운 사업부문별 매출액 추이 및 전망



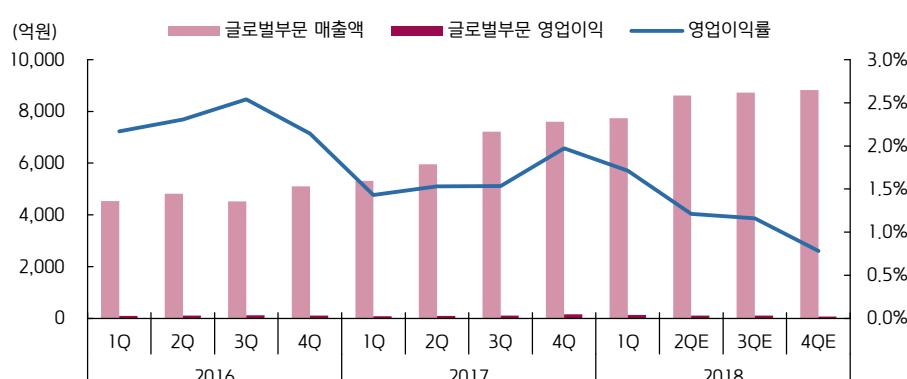
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

New Family사 회사별 매출액 추이 및 전망



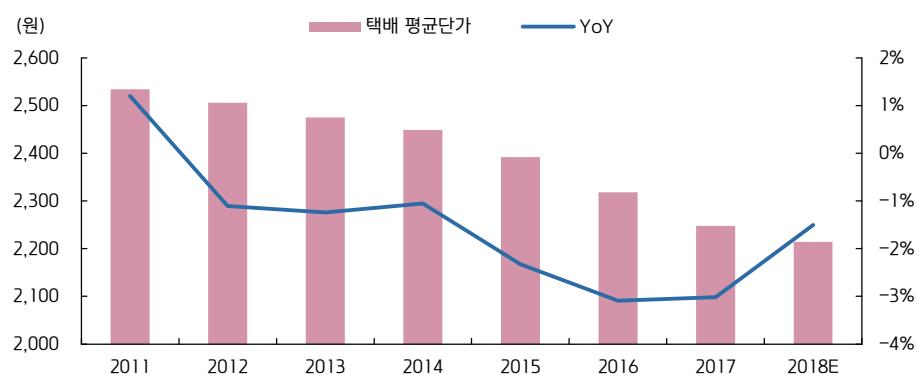
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



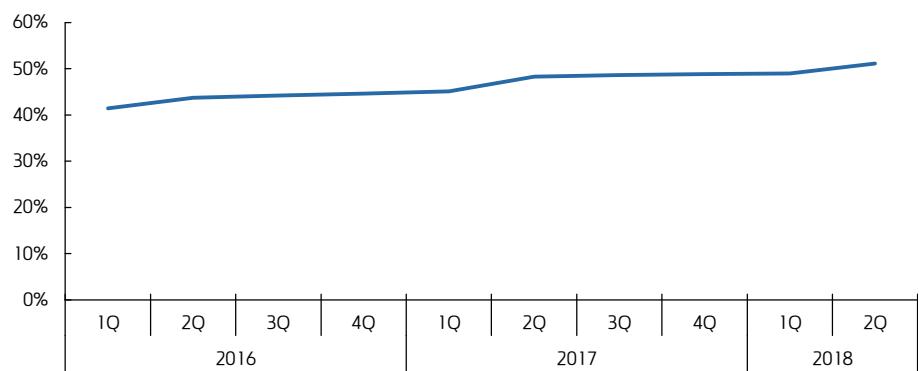
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

택배 평균단가 추이 및 전망



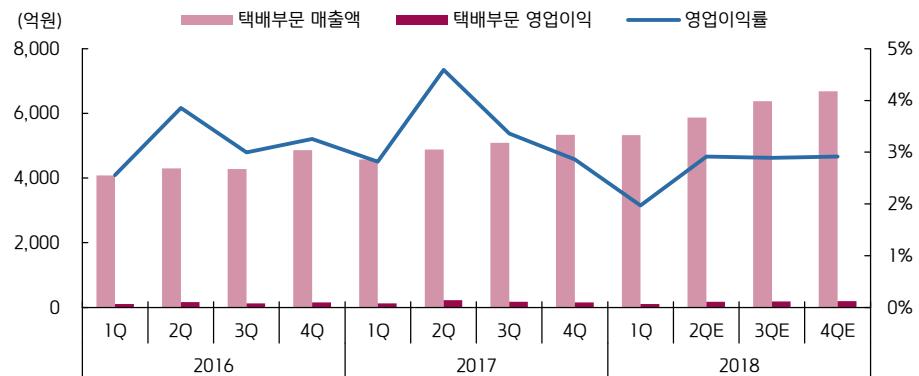
자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

CJ대한통운 택배 소형물량 비중



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



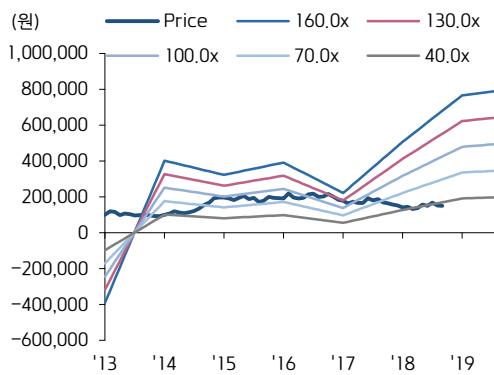
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(억원, %)	2017				2018E				2016 Annual	2017 Annual	2018E Annual	2019E Annual	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE					
매출액 YoY	CL 택배 글로벌 건설	6,063 4,579 5,307 NA	6,244 4,883 5,952 NA	6,420 5,091 7,221 NA	6,410 5,339 7,596 NA	6,388 5,334 7,733 560	6,401 5,870 8,616 1,959	6,814 6,381 8,724 2,028	6,888 6,684 8,825 2,721	24,326 17,520 18,973 NA	25,137 19,892 26,075 NA	26,490 24,269 33,898 7,268	28,019 28,123 40,339 7,320
	합계	15,949	17,078	18,732	19,344	20,015	22,846	23,947	25,118	60,819	71,104	91,925	103,801
	CL 택배 YoY 글로벌 건설	4.0% 12.2% 16.9% NA	3.6% 13.6% 23.6% NA	5.1% 19.0% 59.8% NA	0.7% 9.8% 48.9% NA	5.4% 16.5% 45.7% NA	2.5% 20.2% 44.8% NA	6.1% 25.3% 20.8% NA	7.5% 25.2% 16.2% NA	13.6% 17.1% 33.8% NA	3.3% 13.5% 37.4% NA	5.4% 22.0% 30.0% NA	5.8% 15.9% 19.0% 0.7%
	합계	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	27.8%	29.8%	20.3%	16.9%	29.3%	12.9%
매출원가	14,219	15,220	16,735	17,368	18,261	20,485	21,472	22,408	22,408	54,108	63,542	82,626	92,967
매출원가율	89.2%	89.1%	89.3%	89.8%	91.2%	89.7%	89.7%	89.2%	89.2%	89.0%	89.4%	89.9%	89.6%
영업이익 YoY	CL 택배 글로벌 건설	307 129 76 0	303 224 91 0	344 171 111 0	298 153 150 0	224 105 132 -8	256 171 104 40	301 185 101 62	358 195 69 110	1,294 557 434 0	1,252 677 428 0	1,139 655 407 204	1,261 984 807 205
	합계	511	619	626	600	453	571	648	732	2,284	2,357	2,405	3,257
	CL 택배 YoY 글로벌 건설	-6.9% 23.4% -22.9% NA	-5.2% 35.2% -17.9% NA	-4.4% 33.4% -3.4% NA	4.6% -3.5% 37.0% NA	-26.9% -18.6% 74.3% NA	-15.5% -23.9% 14.4% NA	-12.7% 8.0% -8.7% NA	20.3% 27.6% -53.9% NA	2.2% 12.6% 312.4% NA	-3.3% 21.6% -1.4% NA	-9.0% -3.2% -4.9% NA	10.7% 50.2% 98.3% 205
	합계	-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.6%	3.5%	21.9%	22.4%	3.2%	2.0%	35.4%
영업이익률	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.8%	3.3%	2.6%	3.1%	
YoY	-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.6%	3.5%	21.9%	22.4%	3.2%	2.0%	35.4%	

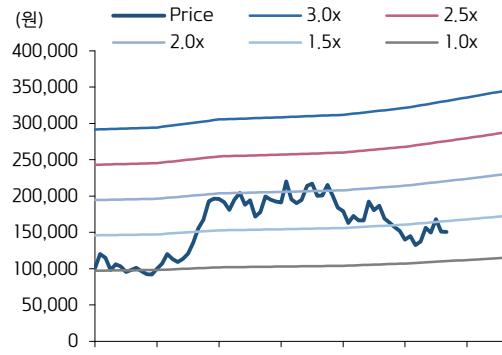
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 PER밴드



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 PBR밴드



자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,819	71,104	91,925	103,801	113,766
매출원가	54,108	63,542	82,626	92,967	101,898
매출총이익	6,711	7,562	9,299	10,834	11,868
판매비및일반관리비	4,427	5,205	6,894	7,577	8,077
영업이익(보고)	2,284	2,357	2,405	3,257	3,791
영업이익(핵심)	2,284	2,357	2,405	3,257	3,791
영업외손익	-1,374	-1,625	-1,111	-1,380	-1,810
이자수익	34	43	59	69	71
배당금수익	6	6	9	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	-460	-727	-1,138
법인세차감전이익	910	731	1,294	1,877	1,981
법인세비용	228	342	402	528	557
유효법인세율 (%)	25.1%	46.8%	31.1%	28.1%	28.1%
당기순이익	682	389	892	1,349	1,424
지배주주지분순이익(억원)	558	315	722	1,092	1,153
EBITDA	3,734	3,970	3,937	4,948	5,492
현금순이익(Cash Earnings)	2,132	2,002	2,424	3,040	3,125
수정당기순이익	700	395	892	1,349	1,424
증감율(%), YoY					
매출액	20.3	16.9	29.3	12.9	9.6
영업이익(보고)	22.4	3.2	2.0	35.4	16.4
영업이익(핵심)	22.4	3.2	2.0	35.4	16.4
EBITDA	19.8	6.3	-0.8	25.7	11.0
지배주주지분 당기순이익	21.4	-43.6	129.4	51.3	5.5
EPS	21.4	-43.6	129.4	51.3	5.5
수정순이익	24.0	-43.6	125.9	51.3	5.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	15,111	18,035	20,800	24,154	27,430
현금및현금성자산	1,387	1,543	2,710	4,173	3,590
유동금융자산	217	394	419	524	547
매출채권및유동채권	13,241	15,700	17,270	18,997	22,753
재고자산	152	157	188	197	228
기타유동비금융자산	114	242	213	262	312
비유동자산	40,101	45,054	49,491	50,364	50,181
장기매출채권및기타비유동채권	2,534	3,273	4,036	4,554	5,074
투자자산	3,196	2,540	2,781	2,850	2,870
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	70,291	74,517	77,611
유동부채	13,624	18,901	25,184	28,184	29,998
매입채무및기타유동채무	8,310	10,923	12,145	14,553	16,090
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	710	802	878
비유동부채	14,196	16,361	16,558	16,692	16,818
장기매입채무및비유동채무	596	580	750	847	928
사채및장기차입금	12,807	14,981	14,981	14,981	14,981
기타비유동부채	792	800	826	863	908
부채총계	27,819	35,262	41,742	44,875	46,816
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
주식발행초과금	21,954	21,954	21,954	21,954	21,954
이익잉여금	5,416	5,735	6,457	7,550	8,703
기타자본	-5,050	-5,113	-5,113	-5,113	-5,113
지배주주지분자본총계	23,461	23,717	24,439	25,531	26,684
비지배주주지분자본총계	3,932	4,111	4,111	4,111	4,111
자본총계	27,393	27,827	28,550	29,642	30,795
순차입금	16,357	20,473	24,181	23,113	23,874
총차입금	17,962	22,410	27,310	27,810	28,010

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,084	2,464	1,466	3,068	182
당기순이익	682	389	892	1,349	1,424
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	-782	293	-2,662
기타	719	857	-220	-311	-343
투자활동현금흐름	-7,055	-6,896	-5,226	-2,142	-1,010
투자자산의 처분	11	48	-259	-166	-32
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	4,927	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	27	37	45
현금및현금성자산의순증가	386	156	1,167	1,463	-583
기초현금및현금성자산	1,001	1,387	1,543	2,710	4,173
기말현금및현금성자산	1,387	1,543	2,710	4,173	3,590
Gross Cash Flow	2,822	2,994	2,248	2,775	2,844
Op Free Cash Flow	16	-2,897	-2,586	2,325	765

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,446	1,380	3,166	4,789	5,053
BPS	102,843	103,964	107,130	111,918	116,971
주당EBITDA	16,369	17,403	17,258	21,690	24,075
CFPS	9,345	8,778	10,627	13,328	13,699
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	73.2	101.4	53.2	35.2	33.3
PBR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.7	15.1	16.2	12.6	11.5
PCFRR	19.2	15.9	15.9	12.6	12.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.8	3.3	2.6	3.1	3.3
영업이익률(핵심)	3.8	3.3	2.6	3.1	3.3
EBITDA margin	6.1	5.6	4.3	4.8	4.8
순이익률	1.1	0.5	1.0	1.3	1.3
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.4	3.2	4.6	4.7
투하자본이익률(ROIC)	5.4	3.5	4.1	5.5	6.3
안정성(%)					
부채비율	101.6	126.7	146.2	151.4	152.0
순차입금비율	59.7	73.6	84.7	78.0	77.5
이자보상배율(배)	4.5	4.3	3.6	4.7	5.5
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.9	5.6	5.7	5.4
재고자산회전율	483.6	460.1	533.7	538.9	535.6
매입채무회전율	8.7	7.4	8.0	7.8	7.4

Compliance Notice

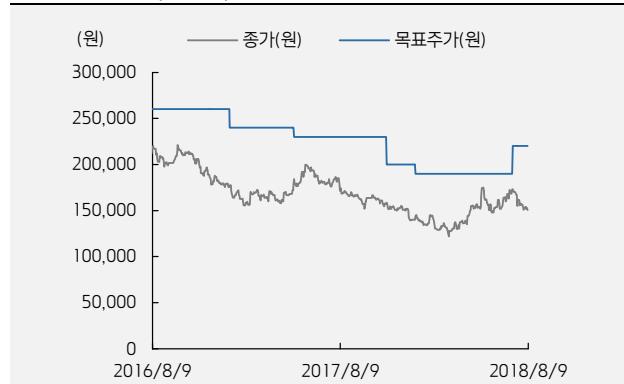
- 당사는 8월 8일 현재 'CJ대한통운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)
				평균 주가대비	최고 주가대비	
CJ대한통운 (000120)	2016-08-05	Buy(Maintain)	260,000원	-19.83	-15.00	
	2016-10-14	Buy(Maintain)	260,000원	-19.74	-15.00	
	2016-11-03	Buy(Maintain)	260,000원	-23.50	-15.00	
	2017-01-09	Buy(Maintain)	240,000원	-31.79	-28.33	
	2017-02-10	Buy(Maintain)	240,000원	-31.11	-23.33	
	2017-05-12	Buy(Maintain)	230,000원	-19.50	-13.26	
	2017-08-04	Buy(Maintain)	230,000원	-24.47	-13.26	
	2017-11-09	Buy(Maintain)	200,000원	-25.40	-22.50	
	2018-01-03	Buy(Maintain)	190,000원	-23.93	-7.89	
	담당자변경	2018-07-10	Buy(Reinitiate)	220,000원	-27.18	-21.36
	2018-08-09	Buy(Maintain)	220,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

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