



## BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(09/12): 166,500원

시가총액: 3조 7,983억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (09/12)		2,282.92pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	175,000원	122,000원
등락률	-4.86%	36.48%
수익률	절대	상대
1M	10.6%	10.6%
6M	30.6%	42.1%
1Y	0.3%	3.9%

## Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	86천주
외국인 지분율	15.53%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	106,575원
주요 주주	C제일제당 외 1인 40.17%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	60,819	71,104	91,224	101,710
보고영업이익	2,284	2,357	2,225	2,954
핵심영업이익	2,284	2,357	2,225	2,954
EBITDA	3,734	3,970	3,757	4,645
세전이익	910	731	1,067	1,587
순이익	682	389	736	1,141
지배주주지분순이익	558	315	596	924
EPS(원)	2,446	1,380	2,611	4,048
증감률(%YoY)	21.4	-43.6	89.2	55.1
PER(배)	73.2	101.4	64.5	41.6
PBR(배)	1.7	1.3	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.7	15.1	17.0	13.6
보고영업이익률(%)	3.8	3.3	2.4	2.9
핵심영업이익률(%)	3.8	3.3	2.4	2.9
ROE(%)	2.7	1.4	2.6	3.9
순부채비율(%)	59.7	73.6	85.8	80.5

## Price Trend



## CJ대한통운 (000120)

## 향후 글로벌 사업부문이 투자 포인트



CJ대한통운은 3분기 매출액 2조 3,833억원 (YoY +27.2%), 영업이익 587억원 (YoY -6.3%)을 기록할 것으로 전망합니다. 글로벌 사업부문에서 추가 고객 확보에 따른 외형 성장 안정적이나 택배 사업부문에서 곤지암 터미널 초기 가동 비용 증가가 예상되기 때문입니다. 하반기 이후 택배 사업부문에서 부분적인 택배단가 인상에 따른 수익성 개선 및 글로벌 사업 부문의 초기 투입 비용의 안정화가 전망됨에 따라 중장기적 방향성 유효하다고 생각합니다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q 매출액 2조 3,833억원, 영업이익 587억원 전망

3Q IFRS 연결 기준 매출액 2조 3,833억원(YoY +27.2%), 영업이익 587억원(-6.3%)을 전망한다. 글로벌 사업부문은 기존 New Family사의 추가 고객 확보 및 새롭게 인수한 미국의 DSC Logistics 실적 일부 반영에 따른 영향으로 전년대비 약 25.7% 증가한 9,074억원이 예상된다. 택배 사업부문은 곤지암 터미널 가동에 따른 동사의 택배 물동량 확대에 의해 전년대비 약 18.8% 증가한 6,047억원이 예상된다. 다만, 수익성 측면에서는 전년대비 감익을 전망한다. 특히 택배 사업부문에서 곤지암 터미널 초기 가동에 따른 비용이 예상보다 증가해 택배기사 파업에 따른 추가 발생 비용과 최저임금제 인상분을 상쇄시키는 효과가 적었다고 판단된다.

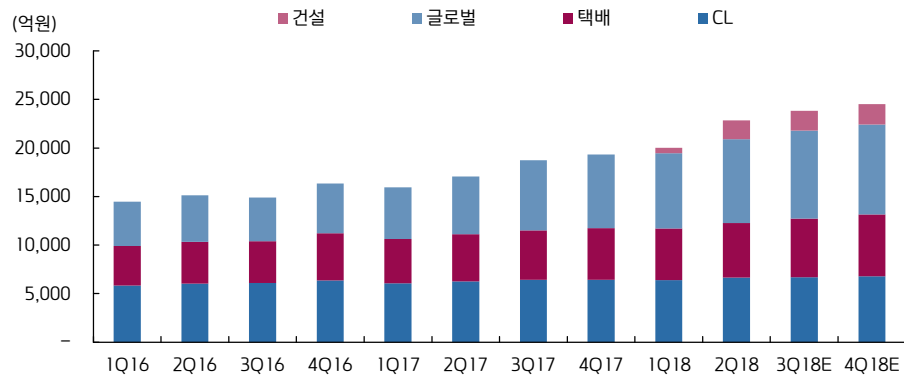
## &gt;&gt;&gt; 택배 수익성 개선은 시간이 필요

현재 많은 투자자들의 관심은 택배 단가 인상에 집중되어 있는 경향이 강하다는 판단이다. 물론 국내 택배 물동량 M/S의 50%가 넘는 선제적 위치에 있는 사업자로써 단가 인상이 공격적으로 이루어졌을 경우의 이익 효과는 상당함에 틀림없다. 하지만 국내 택배사업의 경쟁은 아직 과도기라고 생각된다. 하위권 경쟁사들을 포함해 업계 재편이 추가적으로 이루어지고 해외의 일본 야마토 운송 사례와 같이 택배단가를 15% 이상씩 인상하기까지는 다소 시간이 필요하다는 판단이다. 다만, 중장기적으로 택배 물동량 추가 확보를 위한 곤지암 터미널 가동 및 택배 제값받기 시스템 도입과 같은 전략은 이러한 경쟁 상황 속에서 선제적 위치를 점하기 위해 반드시 필요한 전략임에 틀림없다.

## &gt;&gt;&gt; 중장기적 투자포인트는 글로벌 사업부문

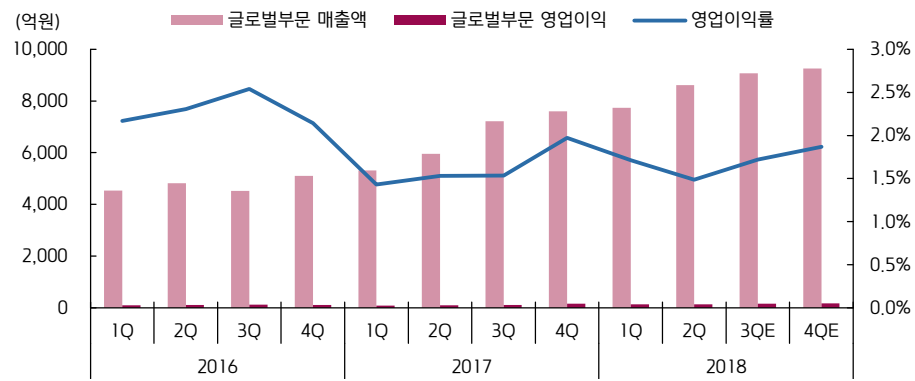
동사의 글로벌 사업부문은 매출액 성장률이 매년 30%가 넘으며 전체 매출액에서 차지하는 비중도 2018년 2Q 기준 약 38%로 가장 높다. 주로 해외 M&A에 따른 매출 성장이기 때문에 M&A 이후 초기 비용이 증가하는 경향이 있다. 하지만 초기 비용이 투입되는 시기를 지나고 나면 안정적인 외형성장과 수익성 개선이 가능하다는 판단이다. 실제로 2015년도 인수한 중국의 CJ Rokin은 매년 안정적으로 약 20% 이상의 외형 성장을 이루고 있고 수익성도 일반적인 물류 기업을 상회하는 수준으로 추정된다. 물론 글로벌 사업부문의 수익성 개선이 가시화 되는 시점은 단기 내에는 쉽지 않겠지만 중장기적 투자포인트로 고려할 필요가 있다는 판단이다. 부분적 택배 단가 인상 및 글로벌 사업부문 수익성 개선 기대감을 고려해 투자 의견 'BUY' 목표주가 '220,000원' 유지한다.

### CJ대한통운 사업부문별 매출액 추이 및 전망



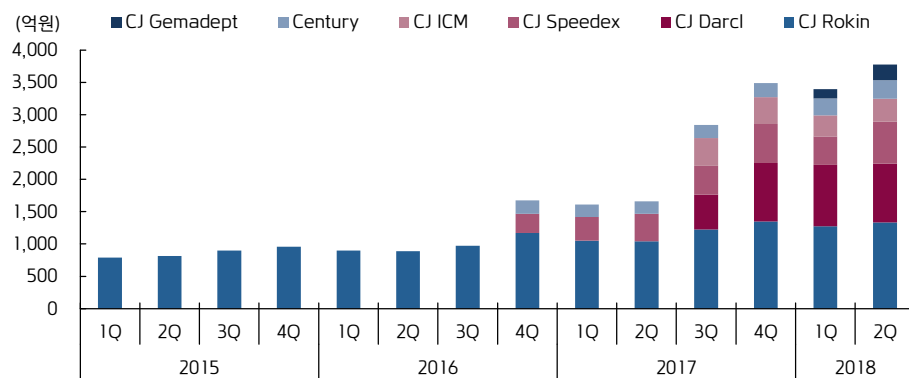
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



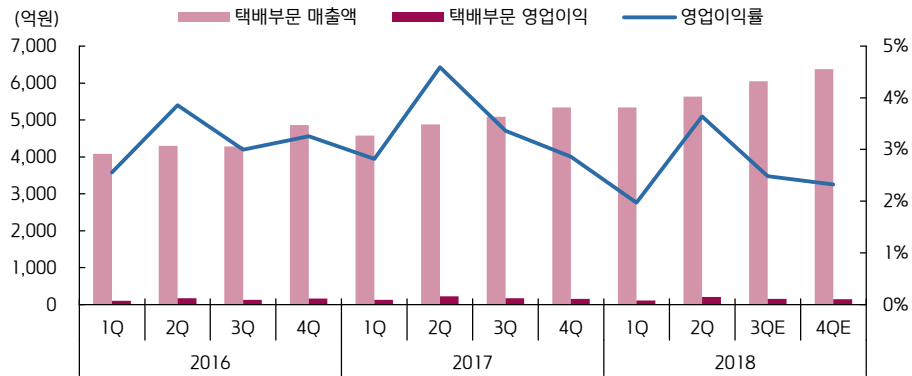
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

### New Family사 회사별 매출액 추이 및 전망



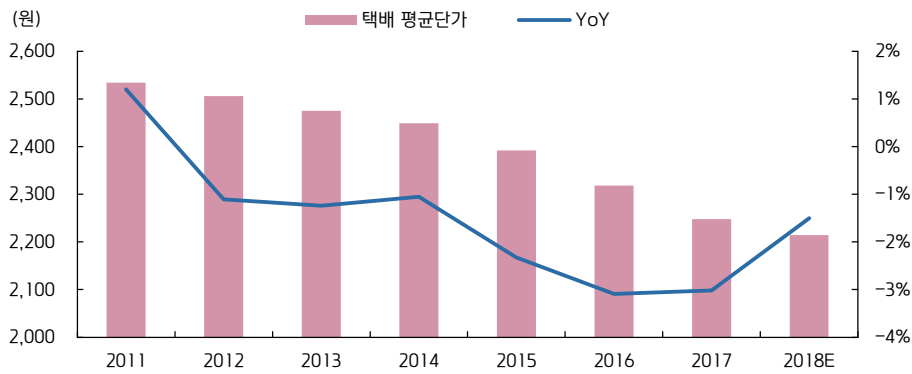
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



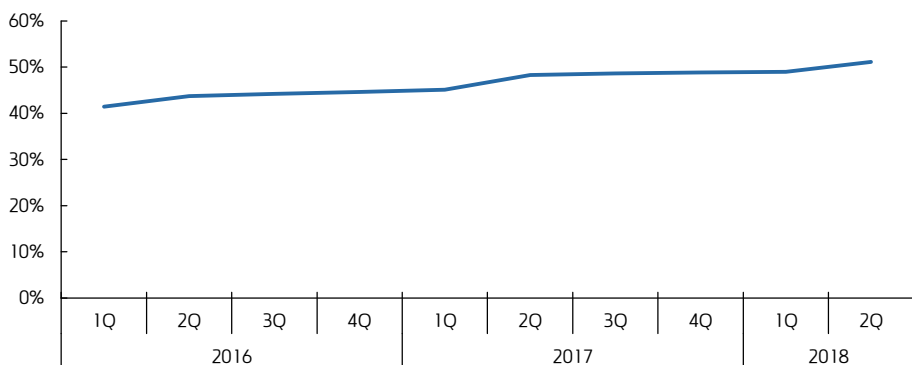
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

### 택배 평균단가 추이 및 전망



자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

### CJ대한통운 택배 소형물량 비중



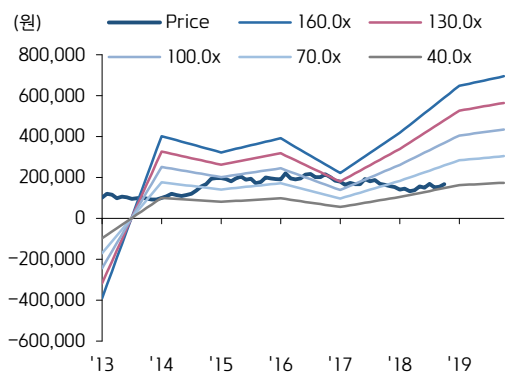
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

## CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(억원, %)		2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	CL	6,063	6,244	6,420	6,410	6,388	6,642	6,679	6,781	24,326	25,137	26,490	28,019
	택배	4,579	4,883	5,091	5,339	5,334	5,630	6,047	6,375	17,520	19,892	23,386	27,089
	글로벌	5,307	5,952	7,221	7,596	7,733	8,616	9,074	9,257	18,973	26,075	34,680	39,882
	건설	NA	NA	NA	NA	560	1,959	2,033	2,116	NA	NA	6,668	6,720
합계		15,949	17,078	18,732	19,344	20,015	22,846	23,833	24,530	60,819	71,104	91,224	101,710
영업이익	CL	4.0%	3.6%	5.1%	0.7%	5.4%	6.4%	4.0%	5.8%	13.6%	3.3%	5.4%	5.8%
	택배	12.2%	13.6%	19.0%	9.8%	16.5%	15.3%	18.8%	19.4%	17.1%	13.5%	17.6%	15.8%
	글로벌	16.9%	23.6%	59.8%	48.9%	45.7%	44.8%	25.7%	21.9%	33.8%	37.4%	33.0%	15.0%
	건설	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.8%
합계		10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	27.2%	26.8%	20.3%	16.9%	28.3%	11.5%
매출원가		14,219	15,220	16,735	17,368	18,261	20,763	21,464	21,669	54,108	63,542	82,158	91,332
매출원가율		89.2%	89.1%	89.3%	89.8%	91.2%	90.9%	90.1%	88.3%	89.0%	89.4%	90.1%	89.8%
영업이익	CL	307	303	344	298	224	228	234	241	1,294	1,252	927	1,121
	택배	129	224	171	153	105	205	150	148	557	677	608	921
	글로벌	76	91	111	150	132	128	156	173	434	428	590	798
	건설	0	0	0	0	-8	10	47	51	0	0	100	114
합계		511	619	626	600	453	571	587	614	2,284	2,357	2,225	2,954
영업이익률	CL	-6.9%	-5.2%	-4.4%	4.6%	-26.9%	-24.8%	-32.1%	-19.0%	2.2%	-3.3%	-25.9%	20.9%
	택배	23.4%	35.2%	33.4%	-3.5%	-18.6%	-8.5%	-12.5%	-3.0%	12.6%	21.6%	-10.2%	51.5%
	글로벌	-22.9%	-17.9%	-3.4%	37.0%	74.3%	40.4%	40.6%	15.7%	312.4%	-1.4%	37.8%	35.3%
	건설	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	14.2%
합계		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-6.3%	2.2%	22.4%	3.2%	-5.6%	32.8%
영업이익률		3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	3.8%	3.3%	2.4%	2.9%
YoY		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-6.3%	2.2%	22.4%	3.2%	-5.6%	32.8%

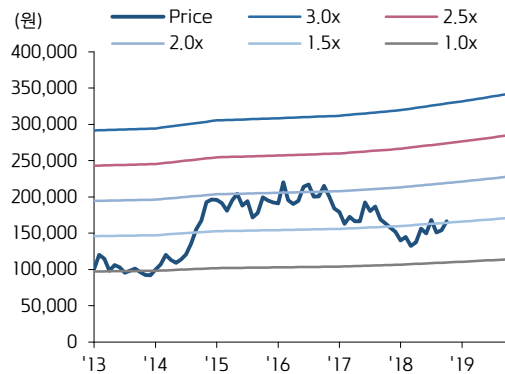
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

## 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	91,224	101,710	111,481
매출원가	54,108	63,542	82,158	91,332	100,037
매출총이익	6,711	7,562	9,067	10,378	11,444
판매비및일반관리비	4,427	5,205	6,842	7,425	7,915
영업이익(보고)	2,284	2,357	2,225	2,954	3,529
영업이익(핵심)	2,284	2,357	2,225	2,954	3,529
영업외손익	-1,374	-1,625	-1,158	-1,367	-1,789
이자수익	34	43	58	67	69
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	-50	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-18	-7	0	0	0
기타	-823	-766	-456	-712	-1,115
법인세차감전이익	910	731	1,067	1,587	1,739
법인세비용	228	342	331	446	489
유효법인세율 (%)	25.1%	46.8%	31.1%	28.1%	28.1%
당기순이익	682	389	736	1,141	1,250
지배주주지분순이익(억원)	558	315	596	924	1,012
EBITDA	3,734	3,970	3,757	4,645	5,230
현금순이익(Cash Earnings)	2,132	2,002	2,268	2,832	2,952
수정당기순이익	700	395	770	1,141	1,250
증감율(% YoY)					
매출액	20.3	16.9	28.3	11.5	9.6
영업이익(보고)	22.4	3.2	-5.6	32.8	19.5
영업이익(핵심)	22.4	3.2	-5.6	32.8	19.5
EBITDA	19.8	6.3	-5.4	23.6	12.6
지배주주지분 당기순이익	21.4	-43.6	89.2	55.1	9.6
EPS	21.4	-43.6	89.2	55.1	9.6
수정순이익	24.0	-43.6	95.0	48.1	9.6

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	15,111	18,035	20,604	23,636	26,749
현금및현금성자산	1,387	1,543	2,519	3,671	3,388
유동금융자산	217	394	416	514	536
매출채권및유동채권	13,241	15,700	17,270	18,997	22,296
재고자산	152	157	188	197	223
기타유동비금융자산	114	242	211	257	306
비유동자산	40,101	45,054	49,456	50,259	50,066
장기매출채권및기타비유동채권	2,534	3,273	4,005	4,462	4,972
투자자산	3,196	2,540	2,776	2,838	2,857
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	70,061	73,895	76,815
유동부채	13,624	18,901	25,086	27,874	29,657
매입채무및기타유동채무	8,310	10,923	12,052	14,260	15,767
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	704	785	861
비유동부채	14,196	16,361	16,552	16,674	16,799
장기매입채무및비유동채무	596	580	744	830	910
사채및장기차입금	12,807	14,981	14,981	14,981	14,981
기타비유동부채	792	800	826	863	908
부채총계	27,819	35,262	41,638	44,548	46,456
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	6,331	7,254	8,267
기타자본	-5,050	-5,113	-5,113	-5,113	-5,113
지배주주지분자본총계	23,461	23,717	24,312	25,236	26,248
비지배주주지분자본총계	3,932	4,111	4,111	4,111	4,111
자본총계	27,393	27,827	28,423	29,346	30,359
순차입금	16,357	20,473	24,375	23,626	24,086
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	1,318	2,741	482
당기순이익	682	389	736	1,141	1,250
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	50	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-738	-530	-853	135	-2,222
기타	719	857	-190	-271	-310
투자활동현금흐름	-7,055	-6,896	-5,268	-2,126	-1,009
투자자산의 처분	11	48	-252	-151	-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	-23	24	22
재무활동현금흐름	5,432	4,565	4,927	536	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	36	45
현금및현금성자산의순증가	386	156	976	1,151	-282
기초현금및현금성자산	1,001	1,387	1,543	2,519	3,671
기말현금및현금성자산	1,387	1,543	2,519	3,671	3,388
Gross Cash Flow	2,822	2,994	2,172	2,606	2,704
Op Free Cash Flow	16	-2,897	-2,781	1,949	1,016

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,446	1,380	2,611	4,048	4,438
BPS	102,843	103,964	106,575	110,623	115,061
주당EBITDA	16,369	17,403	16,469	20,361	22,925
CFPS	9,345	8,778	9,941	12,414	12,939
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	73.2	101.4	64.5	41.6	38.0
PBR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	17.7	15.1	17.0	13.6	12.1
PCFR	19.2	15.9	16.9	13.6	13.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.8	3.3	2.4	2.9	3.2
영업이익률(핵심)	3.8	3.3	2.4	2.9	3.2
EBITDA margin	6.1	5.6	4.1	4.6	4.7
순이익률	1.1	0.5	0.8	1.1	1.1
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.4	2.6	3.9	4.2
투자자본이익률(ROIC)	5.4	3.5	3.8	5.0	5.9
안정성(%)					
부채비율	101.6	126.7	146.5	151.8	153.0
순차입금비율	59.7	73.6	85.8	80.5	79.3
이자보상배율(배)	4.5	4.3	3.3	4.3	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.9	5.5	5.6	5.4
재고자산회전율	483.6	460.1	529.6	528.1	530.5
매입채무회전율	8.7	7.4	7.9	7.7	7.4

## Compliance Notice

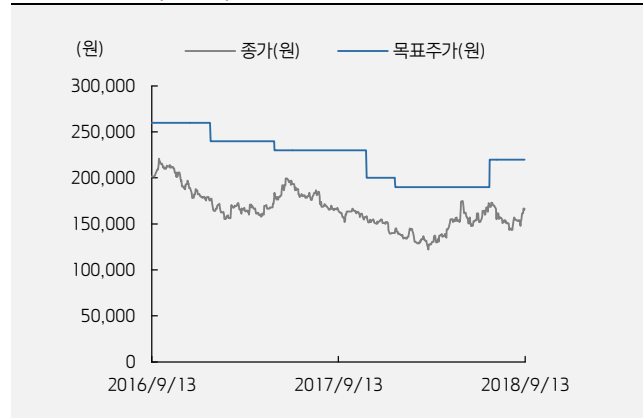
- 당사는 9월 12일 현재 'CJ대한통운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ대한통운 (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
	2018-07-10	Buy(Reinitiate)	220,000원	6개월	-27.18	-21.36
담당자변경	2018-08-09	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.94	-21.36
	2018-09-13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 및 적용기준

기업	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%