

# CJ대한통운(000120)

## 이번엔 진짜입니다

### 달라진 택배 경쟁환경, 운임 반등은 이미 시작

택배운임 반등에 대한 기대감이 높아지고 있다. 사실 연초만 해도 택배단가가 오를 것이라 예상했던 이는 적었다. 온라인쇼핑 성장에 힘입어 택배수요가 꾸준히 늘어나는데도 운임은 경쟁심화로 계속 하락했기 때문이다. CJ대한통운을 비롯한 상위업체들은 새로운 수요를 선점하고 규모의 경제를 확보하기 위해 외형성장에 더 초점을 맞춰왔다. 하지만 최저임금 인상은 이러한 시장환경을 크게 바꾸었다. 이제 비용부담이 커진 택배기업들은 무리한 가격경쟁을 피하고 있다. 상반기 이미 2~3위 업체들의 평균단가는 전년동기대비 2% 올랐다. 1위인 CJ대한통운도 8월 말 문을 연 메가허브터미널 가동이 정상화되면 운임 정상화에 동참할 전망이다.

### 단가인상 지속 정당화하는 서비스 경쟁력이 중요

사회 전반적으로 물가가 오르는 상황이다. 유통, 식품, 외식업계의 가격인상이 잇따르면서 8월 소비자물가는 전년동월대비 1.4% 상승했다. 주요 온라인업체들은 이미 작년부터 배송비를 올리고 있었다. 대신 정시배송율과 친절도 등 서비스 품질에 더 신경쓰는 모습이다. 택배업계 역시 과도한 외형경쟁보다는 체질개선을 통한 단가 정상화에 초점을 두는 시기가 도래했다. 한진은 농협과의 협력을 통해 단가가 높은 신선식품 배송을 확대하고 있다. CJ대한통운은 자동화 설비와 재고관리 기능이 강화된 메가허브터미널의 가동으로 배송경쟁력의 우위를 공고히 할 것이다.

### 택배운임 상승에 대한 불신은 투자기회

최저임금 인상에서 촉발된 택배시장의 재편은 CJ대한통운에게 기회다. 그동안 쌓아온 시장점유율과 인프라 투자의 결실을 수확하는 시기에 진입한 것이다. 6위 사업자인 드림택배의 영업중단은 변화의 일부다. CJ대한통운은 점유율 50%에 달하는 시장지위에 대한 프리미엄을 되찾을 전망이다. 단기적으로 물량이 급격히 몰리는 추석연휴까지의 고비만 넘기면 메가허브터미널의 초기 불확실성도 해소될 것이다. 택배노조와의 갈등이나 추석 인력수급 문제 등 3분기 실적에 대한 일부 우려는 단기 노이즈에 그쳐, 이에 따른 주가조정 시 매수기회로 삼을 것을 추천한다.

	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	8,880	230	73	4,027	125.5	429	41.2	14.3	1.3	3.0	-
2019F	9,948	299	104	5,728	42.2	527	29.0	12.0	1.2	4.2	-
2020F	11,241	358	118	6,478	13.1	596	25.6	11.0	1.2	4.5	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(9/13)	2,286
주가(9/13)	166,000
시가총액(십억원)	3,787
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저가(원)	175,000/122,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,506
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.4/15.5
주요주주(%)	CJ제일제당 외 1인 40.2
	국민연금 6.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.7	29.7	0.9
KOSPI 대비(%p)	14.0	38.0	4.0

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

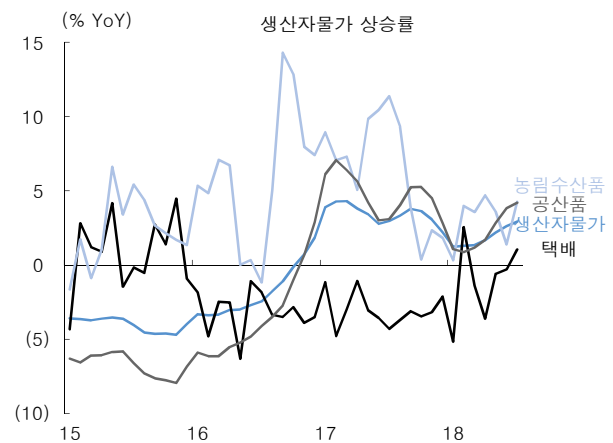
### 이익비중 가장 높은 계약물류 3분기 턴어라운드

3분기에는 계약물류 부문의 수익성 역시 반등할 전망이다. 늘어나는 원가부담을 단가에 점진적으로 반영하고 있고 자동차 물류의 부진은 바닥을 지났다. 매분기 10억원 이상의 비용만 반영되던 자항선이 프로젝트 물류에 투입됨에 따라 3분기 부터는 이익을 내게 된다. 또한 적자가 이어져온 광양항의 지분 70%를 매각해 향후 리스크는 제한적이다. 올해 인수한 CJ건설의 실적도 상반기에는 BEP 수준에 머물렀지만 3분기부터 계절성을 따라 정상화될 것이다.

### 글로벌 M&A 성장모멘텀에 대한 재평가 뒤따를 전망

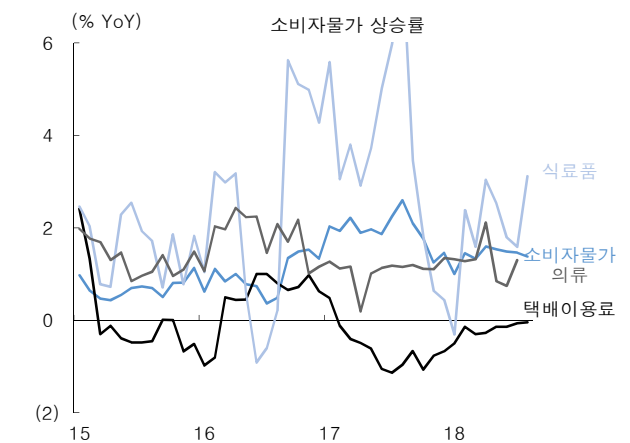
해외 사업의 영업이익률은 여전히 1%대로 낮다. 포워딩 부문의 부진이 수익성 개선을 제한하고 있다. CJ로킨과 다슬 등 새로 인수한 업체들의 이익기여가 커지고 있지만, 아직은 연이은 M&A에 따른 초기 비용부담이 더 큰 시점이다. 올해 해외 매출액은 2년전보다 77% 증가할 전망이지만 이익과 주가에는 크게 기여하지 못해 왔다. 과거 2년동안 국내 본업이 부진해 수익성에 민감했던 탓에 M&A 전략은 성장동력으로 환영받지 못했기 때문이다. 대신 영업외수지나 재무구조 악화에 대한 우려요인으로 더 평가받았다. 하지만 이제는 택배단가의 반등으로 수익성에 대한 부담을 덜게 된다. 글로벌 사업에 대해서도 이익이 정상화되기까지 길게 볼 여유가 생기는 것이다. 결국 성장모멘텀에 대한 재평가로 이어질 것이다.

[그림 1] 7월 생산자물가지수는 전년대비 2.9% 상승



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 2] 8월 소비자물가지수는 전년대비 1.4% 상승



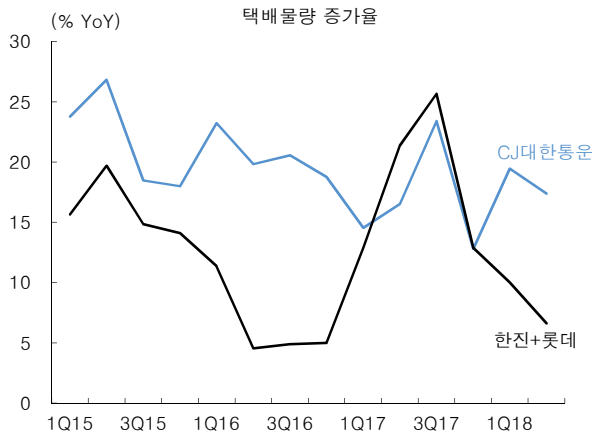
자료: 통계청, 한국투자증권

<표 1> 주요 유통업체 배송서비스 가격 인상

시기	업체	배송서비스	주요 인상내용
2016년 7월	이마트	쓱배송	무료배송 기준 30,000원 → 40,000원 인상
2016년 10월	쿠팡	로켓배송	무료배송 기준 9,800원 → 19,800원 인상
2016년 11월	G마켓/옥션	스마트배송	배송비 2,500원 → 3,000원 인상. 무료배송 기준 30,000원 유지
2017년 1월	티몬	슈퍼배송	배송비 2,500원 → 3,000원 인상. 무료배송 기준 20,000원 유지
2017년 7월	티몬	슈퍼배송	무료배송 기준 20,000원 → 25,000원 인상
2017년 8월	G마켓/옥션	스마일배송	스마일클럽회원(연회비 3만원) 이외 고객에게는 3,000원 부과
2017년 12월	티몬	슈퍼배송	무료배송 기준 25,000원 → 30,000원 인상
2018년 6월	마켓컬리	샛별배송	배송비 2,500원 → 3,000원 인상. 무료배송 기준 40,000원 유지

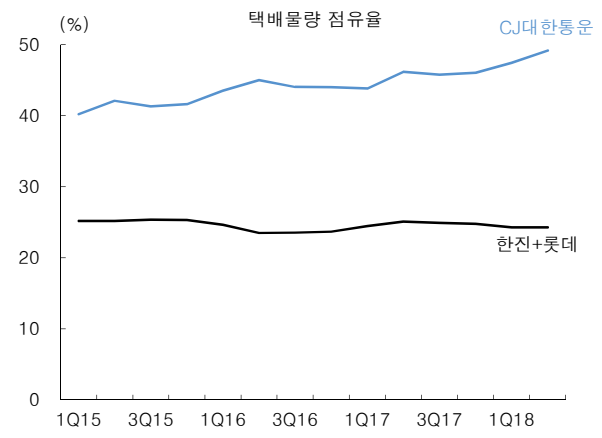
자료: 각 사, 언론자료, 한국투자증권

[그림 3] 한진과 롯데 과도한 물량경쟁을 자제한 결과



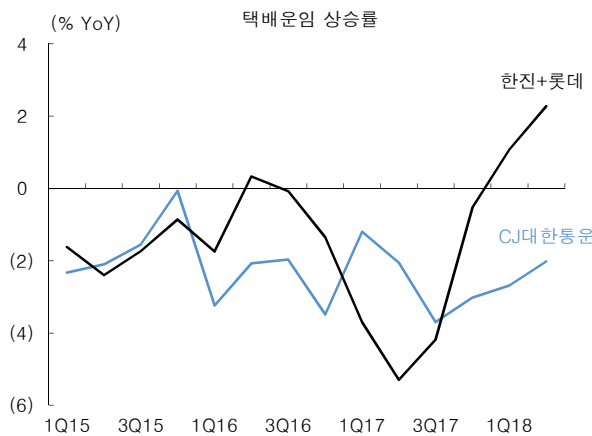
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] CJ대한통운 시장점유율 격차가 확대



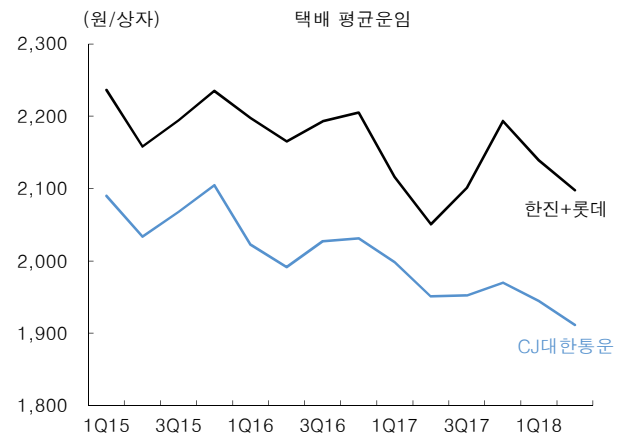
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 5] 한진과 롯데 운임이 먼저 반등한 만큼



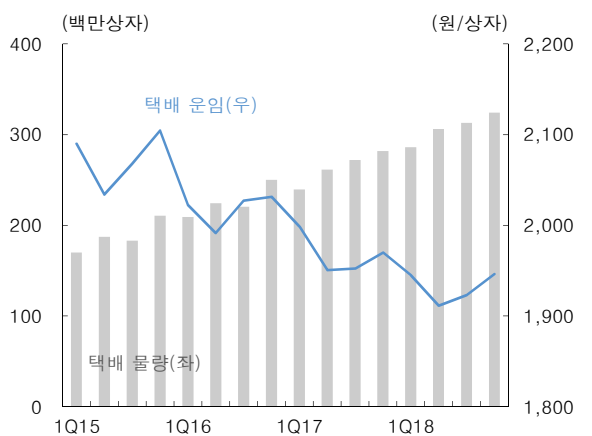
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 6] CJ대한통운의 가격결정권은 강화



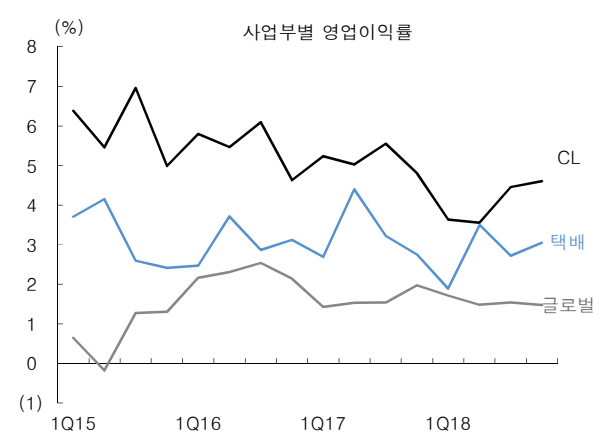
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 7] CJ대한통운 택배운임은 2분기가 바닥



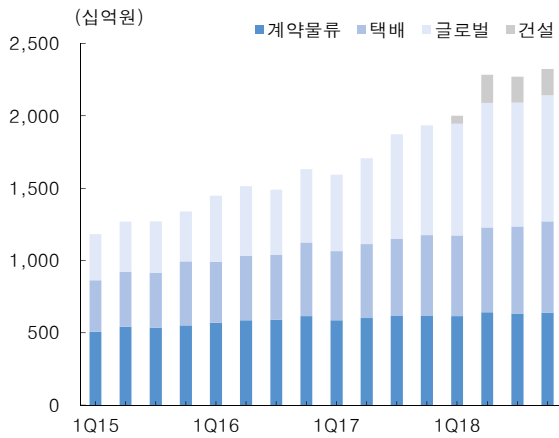
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 8] 최저임금 충격에서 벗어나 하반기 수익성 반등



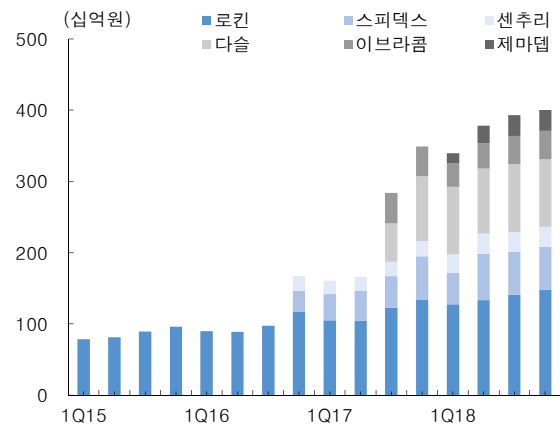
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 9] 글로벌 부문이 매출증가 견인



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 10] M&A 성장모멘텀은 갈수록 커질 전망



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>1,595</b>	<b>1,708</b>	<b>1,873</b>	<b>1,934</b>	<b>2,001</b>	<b>2,285</b>	<b>2,271</b>	<b>2,323</b>	<b>6,082</b>	<b>7,110</b>	<b>8,880</b>	<b>9,948</b>
계약물류(CL)	585	603	620	619	616	641	633	639	2,360	2,428	2,528	2,637
택배	479	510	531	556	557	586	601	631	1,824	2,075	2,375	2,711
글로벌	531	595	722	760	773	862	857	873	1,897	2,608	3,365	3,801
건설					56	196	180	180			612	800
<b>매출액 증가율</b>	<b>10.4</b>	<b>12.8</b>	<b>25.7</b>	<b>18.5</b>	<b>25.5</b>	<b>33.8</b>	<b>21.2</b>	<b>20.1</b>	<b>20.3</b>	<b>16.9</b>	<b>24.9</b>	<b>12.0</b>
계약물류	3.0	3.0	4.8	0.7	5.1	6.3	2.0	3.1	10.5	2.9	4.1	4.3
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	44.8	18.7	15.0	39.1	37.4	29.0	12.9
<b>매출총이익률</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>10.7</b>	<b>10.2</b>	<b>8.8</b>	<b>9.1</b>	<b>9.5</b>	<b>9.7</b>	<b>11.0</b>	<b>10.6</b>	<b>9.3</b>	<b>9.8</b>
계약물류	11.5	11.0	11.4	11.2	9.8	9.4	10.4	10.7	11.7	11.3	10.1	10.2
택배	9.4	11.3	9.5	9.5	7.9	10.0	9.2	9.6	10.4	9.9	9.2	10.2
글로벌	11.5	10.4	10.9	9.9	9.0	8.7	9.4	9.4	10.8	10.6	9.1	9.6
<b>영업이익</b>	<b>51</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>228</b>	<b>236</b>	<b>230</b>	<b>299</b>
증가율	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.7)	(4.2)	12.0	22.4	3.2	(2.5)	30.2
영업이익률	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.5	2.6	2.9	3.8	3.3	2.6	3.0
<b>세전이익</b>	<b>13</b>	<b>38</b>	<b>20</b>	<b>2</b>	<b>43</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>91</b>	<b>73</b>	<b>122</b>	<b>169</b>
증가율	(54.7)	2.1	431.9	(91.3)	235.5	(47.1)	11.6	1,817.8	13.3	(19.6)	67.2	38.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>(4)</b>	<b>33</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>73</b>	<b>104</b>
증가율	(84.1)	(11.7)	NM	NM	776.1	(79.2)	47.0	NM	21.4	(43.6)	131.1	42.9

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	2,233	2,521	2,849
현금성자산	139	154	178	219	247
매출채권및기타채권	1,223	1,465	1,829	2,049	2,316
재고자산	15	16	20	22	25
비유동자산	4,010	4,505	5,091	5,431	5,771
투자자산	167	129	161	181	204
유형자산	2,037	2,430	2,498	2,526	2,489
무형자산	1,368	1,468	1,834	2,054	2,322
자산총계	5,521	6,309	7,324	7,951	8,620
유동부채	1,362	1,890	2,344	2,719	3,080
매입채무및기타채무	813	1,072	1,338	1,499	1,694
단기차입금및단기사채	366	477	566	643	767
유동성장기부채	148	264	319	352	397
비유동부채	1,420	1,636	2,114	2,249	2,422
사채	858	988	1,165	1,231	1,275
장기차입금및금융부채	424	511	601	628	707
부채총계	2,782	3,526	4,458	4,968	5,502
지배주주지분	2,346	2,372	2,444	2,548	2,666
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	646	750	868
비지배주주지분	393	411	421	435	451
자본총계	2,739	2,783	2,865	2,984	3,117

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	208	246	202	381	284
당기순이익	68	39	83	118	134
유형자산감가상각비	108	120	147	168	171
무형자산상각비	37	41	53	59	67
자산부채변동	(74)	(53)	(114)	9	(118)
기타	69	99	33	27	30
투자활동현금흐름	(705)	(690)	(579)	(528)	(532)
유형자산투자	(233)	(485)	(216)	(196)	(134)
유형자산매각	8	12	0	0	0
투자자산순증	1	(5)	(35)	(19)	(23)
무형자산순증	(8)	(39)	(418)	(280)	(334)
기타	(473)	(173)	90	(33)	(41)
재무활동현금흐름	543	456	401	189	276
자본의증가	189	2	0	0	0
차입금의순증	355	456	411	203	292
배당금지급	(0)	(1)	0	0	0
기타	(1)	(1)	(10)	(14)	(16)
기타현금흐름	(8)	2	0	0	0
현금의증가	39	16	23	41	28

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

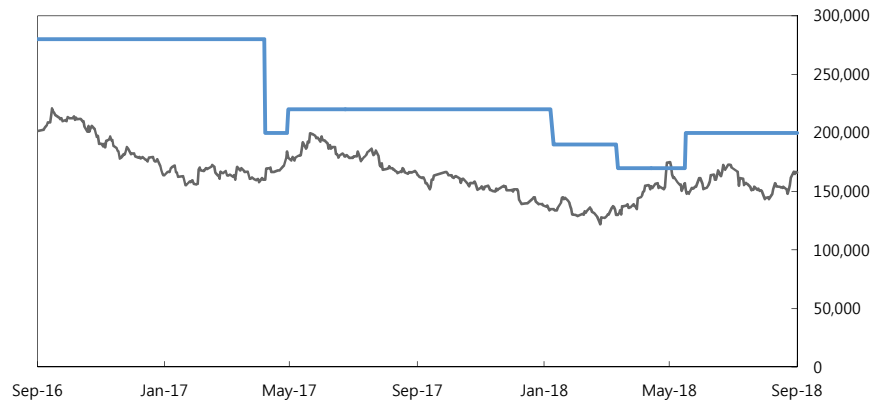
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,082	7,110	8,880	9,948	11,241
매출원가	5,411	6,354	8,054	8,977	10,144
매출총이익	671	756	827	971	1,097
판매관리비	443	521	597	672	739
영업이익	228	236	230	299	358
금융수익	31	30	46	40	41
이자수익	3	4	5	6	7
금융비용	86	94	119	110	118
이자비용	51	55	81	91	99
기타영업외손익	(83)	(78)	(32)	(60)	(90)
관계기업관련손익	0	(20)	(3)	0	0
세전계속사업이익	91	73	122	169	191
법인세비용	23	34	40	51	57
연결당기순이익	68	39	83	118	134
지배주주지분순이익	56	31	73	104	118
기타포괄이익	(37)	(50)	0	0	0
총포괄이익	31	(11)	83	118	134
지배주주지분포괄이익	23	26	73	104	118
EBITDA	373	397	429	527	596

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,166	1,786	4,027	5,728	6,478
BPS	125,144	126,264	129,454	134,013	139,168
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.3	16.9	24.9	12.0	13.0
영업이익증가율	22.4	3.2	(2.5)	30.2	19.8
순이익증가율	21.4	(43.6)	131.1	42.9	13.1
EPS증가율	20.1	(43.6)	125.5	42.2	13.1
EBITDA증가율	19.8	6.3	8.2	22.6	13.3
수익성(%)					
영업이익률	3.8	3.3	2.6	3.0	3.2
순이익률	0.9	0.4	0.8	1.0	1.0
EBITDA Margin	6.1	5.6	4.8	5.3	5.3
ROA	1.4	0.7	1.2	1.5	1.6
ROE	2.4	1.3	3.0	4.2	4.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,638	2,048	2,431	2,587	2,844
차입금/자본총계비율(%)	65.6	80.6	92.6	95.7	101.0
Valuation(X)					
PER	56.5	78.4	41.2	29.0	25.6
PBR	1.4	1.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	15.0	13.0	14.3	12.0	11.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ대한통운(000120)	2016.08.04	매수	280,000원	-33.9	-21.1
	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 9월 13일 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 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.