

CJ대한통운(000120)

3Q18 Preview: 단기 부진 두렵지 않은 이유

택배 수익성 훼손으로 시장 기대 하회할 전망이다

3분기 매출액과 영업이익을 각각 2조 3,551억원, 517억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 26% 늘어나는 반면 영업이익은 18% 감소하는 것이다. 택배와 해외 사업이 외형성장을 견인했다. 새로 인수한 DSC Logistics 실적은 8월부터 반영됐다. 반면 영업이익은 컨센서스를 10% 하회할 것이다. 택배와 계약물류(CL) 부문에서 최저임금 인상에 따른 비용증가분은 130억원 내외로 지난 1, 2분기와 유사했다. CL은 자항선 투입과 자동차물류 반등으로 기대에 부합했고 해외사업 수익성은 전분기와 유사할 전망이다. 하지만 택배 수익성은 노조 파업, 대전 터미널 감전사고와 곤지암 메가허브터미널의 초기 가동에 따른 비용증가로 크게 부진했다.

예상했던 단기 부진, 향후 불확실성 해소가 더 중요

실적부진은 대부분 일회성 요인에서 기인한다. 곤지암 터미널의 정상화까지 다소 시간이 걸리고 있으나, 시설 규모에 비추어 이미 예상했던 단기 불확실성이었다. 대전 터미널은 8월 감전사고 이후 누전 등 안전상의 문제가 발견된 일부 라인의 가동이 중단된 탓에 고정비 부담과 대체비용이 늘었다. 또한 메가허브터미널 오픈 이후 운영을 중단할 예정이었던 용인과 군포 터미널이 9월말까지 연장 가동되며 불필요한 비용을 키웠다. 한편 택배노조 파업에 따른 비용도 2분기보다 2배 많았다. 하지만 감전사고와 파업 영향은 4분기 들어 해소됐다. 용인과 군포 터미널도 예정대로 가동을 중단해, 이제는 메가허브터미널의 정상화에 집중하고 있다.

이제 투자의 초점은 온전히 택배단가와 메가허브터미널

택배운임 반등의 스토리에서 마지막 결림돌이 3분기 실적이었다. 부진이 이어질 것을 우려하기보다, 불확실성 해소까지 기다려온 투자수요가 더 많다. 특히 지난 1년간 3% 내외 빠지던 택배단가의 하락세가 3분기 1%대로 둔화된 점이 더 중요하다. 곤지암 터미널의 초기 비효율성이 변수로 남아있지만, 10월부터 본격화되는 택배 제값받기 효과가 더 클 것이다. 이제 택배운임의 반등과 중장기 메가허브터미널 효과에 주목할 시점이다. 하반기 정체되어 온 주가도 숨통이 트일 것이다.

	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	0.0
2017A	7,110	236	31	1,786	(43.6)	397	78.4	13.0	1.1	1.3	0.0
2018F	9,082	225	66	3,680	106.0	426	44.0	14.2	1.3	2.8	0.0
2019F	10,436	313	113	6,216	68.9	543	26.1	11.4	1.2	4.5	0.0
2020F	11,792	375	125	6,907	11.1	616	23.5	10.5	1.2	4.8	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/19)	2,156
주가(10/19)	162,000
시가총액(십억원)	3,696
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저가(원)	175,000/122,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,756
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.4/14.0
주요주주(%)	CJ제일제당 외 1인 40.2
국민연금	7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	7.6	(0.3)
KOSPI 대비(%p)	6.6	20.9	12.5

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

경쟁환경 변했듯이 4분기 택배 제값받기도 과거와 다를 것

CJ대한통운에 대해 ‘매수’ 의견을 유지한다. 4분기부터는 다시 영업이익이 전년 동기대비 증가할 전망이다. CJ대한통운은 10월부터 택배 제값받기에 본격적으로 나서고 있다. 그동안 관습처럼 더 낮은 운임을 내던 물량을 3D 스캐너가 올바른 단가로 바로잡음으로써, 인위적인 인상 없이 평균운임은 3분기 대비 상승할 전망이다. 경쟁환경 변화로 화주들의 이탈 가능성은 제한적이다. 최저임금 인상으로 택배업체들은 무리한 가격경쟁을 피하고 있다. 상반기 이미 2~3위 업체의 단가는 전년동기대비 올랐고, 8월 한진의 운임은 5% 상승한 것으로 추정된다. 메가허브터미널 투자가 완료된 지금이 CJ대한통운에게도 운임 반등의 기회다.

〈표 1〉 3Q18 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	2,355.1	3.1	25.7	1.6	2,316.9	0.6
영업이익	51.7	(9.5)	(17.5)	(10.2)	57.5	(8.1)
영업이익률(%)	2.2	(0.3)	(1.1)	(0.3)	2.5	(0.2)
지배주주순이익	7.0	50.5	(24.8)	(51.9)	14.5	(15.2)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 전망 변경 전후 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q18F			4Q18F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	2,271	2,355	3.7	2,323	2,441	5.1
영업이익	60	52	(13.9)	67	71	5.1
영업이익률(%, %p)	2.7	2.2	(0.5)	2.8	2.9	0.1
지배주주순이익	14	7	(48.8)	22	22	1.7

자료: 한국투자증권

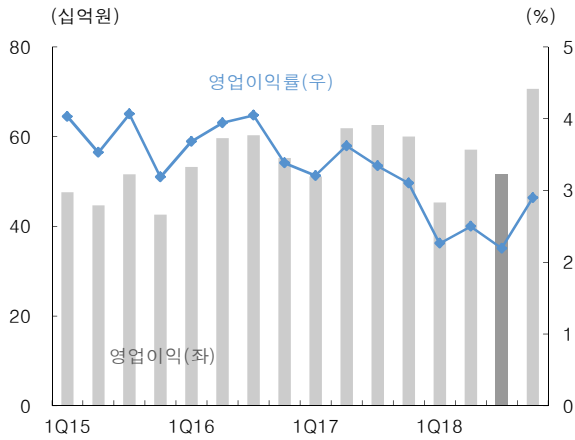
〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,595	1,708	1,873	1,934	2,001	2,285	2,355	2,441	6,082	7,110	9,082	10,436
계약물류(CL)	585	603	620	619	616	641	633	639	2,360	2,428	2,528	2,617
택배	479	510	531	556	557	586	603	636	1,824	2,075	2,382	2,737
글로벌	531	595	722	760	773	862	939	987	1,897	2,608	3,561	4,281
건설					56	196	180	180			612	800
매출액 증가율	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	33.8	25.7	26.2	20.3	16.9	27.7	14.9
계약물류	3.0	3.0	4.8	0.7	5.1	6.3	2.0	3.1	10.5	2.9	4.1	3.5
택배	13.2	14.1	18.8	9.4	16.2	15.0	13.6	14.4	17.2	13.7	14.8	14.9
글로벌	16.9	23.6	59.8	48.9	45.7	44.8	30.0	29.9	39.1	37.4	36.5	20.2
매출총이익률	10.8	10.9	10.7	10.2	8.8	9.1	9.0	9.8	11.0	10.6	9.2	9.7
계약물류	11.5	11.0	11.4	11.2	9.8	9.4	10.4	10.7	11.7	11.3	10.1	10.3
택배	9.4	11.3	9.5	9.5	7.9	10.0	7.0	9.7	10.4	9.9	8.7	10.3
글로벌	11.5	10.4	10.9	9.9	9.0	8.7	9.4	9.5	10.8	10.6	9.2	9.4
영업이익	51	62	63	60	45	57	52	71	228	236	225	313
증가율	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.7)	(17.5)	17.8	22.4	3.2	(4.6)	39.2
영업이익률	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.5	2.2	2.9	3.8	3.3	2.5	3.0
세전이익	13	38	20	2	43	20	12	37	91	73	112	183
증가율	(54.7)	2.1	431.9	(91.3)	235.5	(47.1)	(42.9)	1,851.2	13.3	(19.6)	52.8	63.6
지배주주순이익	4	22	9	(4)	33	5	7	22	56	31	66	113
증가율	(84.1)	(11.7)	NM	NM	776.1	(79.2)	(24.8)	NM	21.4	(43.6)	111.2	69.7

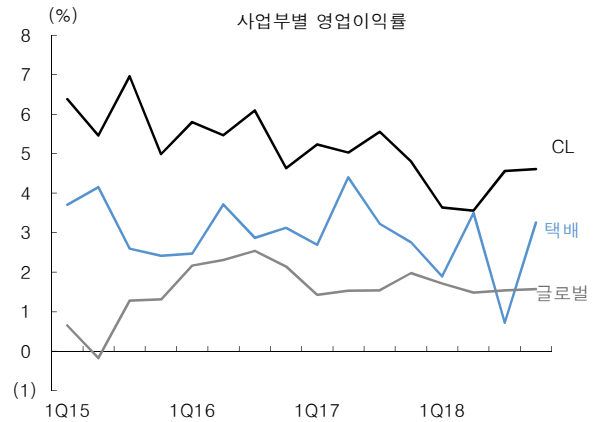
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 1] 3분기 영업이익은 시장 기대 하회할 전망



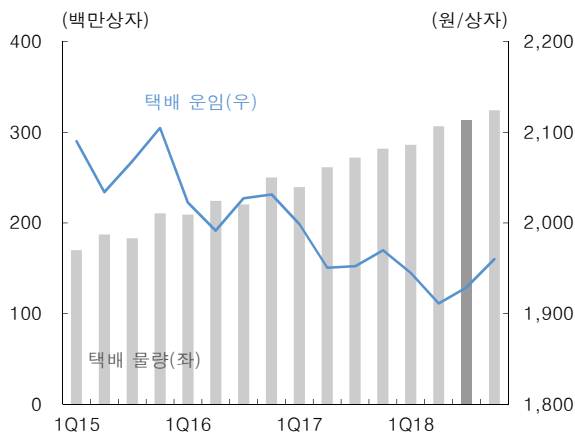
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 2] 택배 수익성 악화는 일시적, 4분기 반등 예상



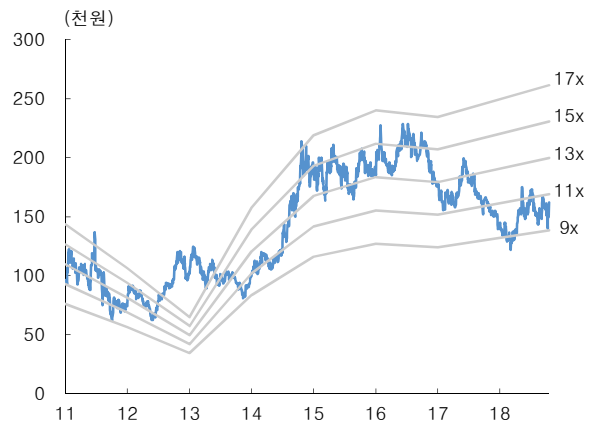
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 3] 택배 운임은 2분기 바닥에서 반등



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 4] 하반기 주가 정체된 이유는 3분기 불확실성 때문



자료: Quantiwise, 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	2,283	2,644	2,988
현금성자산	139	154	182	230	259
매출채권및기타채권	1,223	1,465	1,871	2,150	2,429
재고자산	15	16	20	23	26
비유동자산	4,010	4,505	5,150	5,573	5,932
투자자산	167	129	165	190	214
유형자산	2,037	2,430	2,498	2,526	2,489
무형자산	1,368	1,468	1,876	2,155	2,435
자산총계	5,521	6,309	7,433	8,217	8,920
유동부채	1,362	1,890	2,453	2,964	3,348
매입채무및기타채무	813	1,072	1,369	1,573	1,777
단기차입금및단기사채	366	477	566	643	767
유동성장기부채	148	264	319	352	397
비유동부채	1,420	1,636	2,122	2,268	2,444
사채	858	988	1,165	1,231	1,275
장기차입금및금융부채	424	511	601	628	707
부채총계	2,782	3,526	4,575	5,231	5,792
지배주주지분	2,346	2,372	2,438	2,551	2,676
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	640	753	878
비지배주주지분	393	411	420	435	452
자본총계	2,739	2,783	2,858	2,986	3,128

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	208	246	257	465	306
당기순이익	68	39	75	128	142
유형자산감가상각비	108	120	147	168	171
무형자산상각비	37	41	54	62	70
자산부채변동	(74)	(53)	(53)	76	(110)
기타	69	99	34	31	33
투자활동현금흐름	(705)	(690)	(632)	(604)	(551)
유형자산투자	(233)	(485)	(216)	(196)	(134)
유형자산매각	8	12	0	0	0
투자자산순증	1	(5)	(39)	(25)	(25)
무형자산순증	(8)	(39)	(461)	(342)	(350)
기타	(473)	(173)	84	(41)	(42)
재무활동현금흐름	543	456	402	188	275
자본의증가	189	2	0	0	0
차입금의순증	355	456	411	203	292
배당금지급	(0)	(1)	0	0	0
기타	(1)	(1)	(9)	(15)	(17)
기타현금흐름	(8)	2	0	0	0
현금의증가	39	16	27	48	30

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

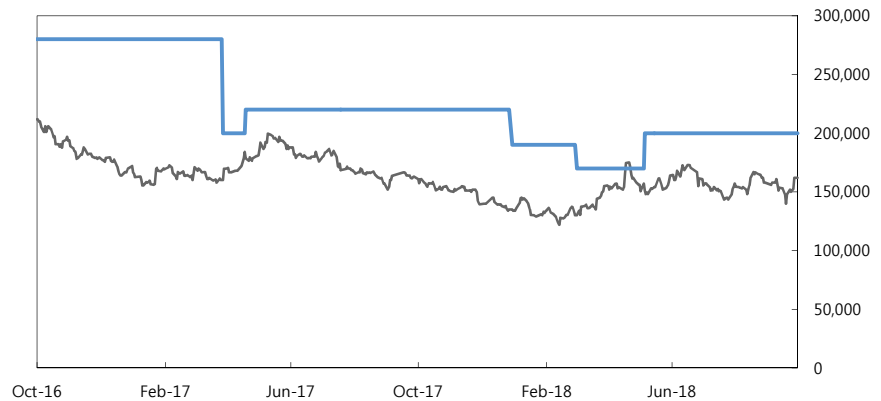
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,082	7,110	9,082	10,436	11,792
매출원가	5,411	6,354	8,248	9,424	10,649
매출총이익	671	756	834	1,012	1,143
판매관리비	443	521	609	699	768
영업이익	228	236	225	313	375
금융수익	31	30	69	40	41
이자수익	3	4	5	6	7
금융비용	86	94	147	110	118
이자비용	51	55	81	91	99
기타영업외손익	(83)	(78)	(32)	(60)	(94)
관계기업관련손익	0	(20)	(3)	0	0
세전계속사업이익	91	73	112	183	203
법인세비용	23	34	36	55	61
연결당기순이익	68	39	75	128	142
지배주주지분순이익	56	31	66	113	125
기타포괄이익	(37)	(50)	0	0	0
총포괄이익	31	(11)	75	128	142
지배주주지분포괄이익	23	26	66	113	125
EBITDA	373	397	426	543	616

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,166	1,786	3,680	6,216	6,907
BPS	125,144	126,264	129,179	134,125	139,622
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.3	16.9	27.7	14.9	13.0
영업이익증가율	22.4	3.2	(4.6)	39.2	19.7
순이익증가율	21.4	(43.6)	111.2	69.7	11.1
EPS증가율	20.1	(43.6)	106.0	68.9	11.1
EBITDA증가율	19.8	6.3	7.2	27.6	13.4
수익성(%)					
영업이익률	3.8	3.3	2.5	3.0	3.2
순이익률	0.9	0.4	0.7	1.1	1.1
EBITDA Margin	6.1	5.6	4.7	5.2	5.2
ROA	1.4	0.7	1.1	1.6	1.7
ROE	2.4	1.3	2.8	4.5	4.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,638	2,048	2,426	2,574	2,829
차입금/자본총계비율(%)	65.6	80.6	92.8	95.6	100.6
Valuation(X)					
PER	56.5	78.4	44.0	26.1	23.5
PBR	1.4	1.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	15.0	13.0	14.2	11.4	10.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ대한통운(000120)	2016.10.18	매수	280,000원	-37.1	-23.9
	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 10월 22일 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 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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
- 중립 : 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.