



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(11/08): 159,000원

시가총액: 3조 6,272억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/08)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	175,000원	122,000원
등락률	-9.14%	30.33%
수익률	절대	상대
1M	3.9%	11.9%
6M	4.6%	22.5%
1Y	1.6%	23.9%

Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	81천주
외국인 지분율	13.86%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	106,707원
주요 주주	CJ제일제당 외 1인
	40.17%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	60,819	71,104	92,975	105,711
보고영업이익	2,284	2,357	2,286	3,036
핵심영업이익	2,284	2,357	2,286	3,036
EBITDA	3,734	3,970	3,818	4,704
세전이익	910	731	1,121	1,644
순이익	682	389	773	1,182
지배주주지분순이익	558	315	626	957
EPS(원)	2,446	1,380	2,743	4,194
증감률(%YoY)	21.4	-43.6	98.7	52.9
PER(배)	73.2	101.4	61.4	40.2
PBR(배)	1.7	1.3	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.7	15.1	16.5	13.2
보고영업이익률(%)	3.8	3.3	2.5	2.9
핵심영업이익률(%)	3.8	3.3	2.5	2.9
ROE(%)	2.7	1.4	2.7	4.1
순부채비율(%)	59.7	73.6	83.2	77.1

Price Trend



☒ 실적 Review

CJ대한통운 (000120)

증장기적 방향성은 유지



CJ대한통운은 3분기 매출액 2조 4,184억원(YoY+29.1%), 영업이익 529억원(YoY-15.6%)을 기록했습니다. DSC Logistics가 연결에 반영되는 등 글로벌 사업부문의 외형 성장 안정적이나 택배 사업부문에서 곤지암 터미널 초기 가동 비용 및 안전 관련 비용 등 일화성 비용 발생해 수익성 악화됐습니다. 향후 안전 관리에 대한 시간 및 비용 발생이 예상되지만 부분적인 택배단가 인상에 따른 수익성 개선 및 글로벌 사업 부문의 초기 투입 비용의 안정화를 고려할 때 증장기적 방향성 유효하다고 생각됩니다.

>> 3Q 매출액 2조 4,184억원, 영업이익 529억원

3Q IFRS 연결 기준 매출액 2조 4,184억원(YoY+29.1%), 영업이익 529억원(-15.6%)를 기록했다. 글로벌 사업부문은 기존 New Family사의 추가 고객 확보 및 최근 인수한 미국의 DSC Logistics 실적이 일부 반영된 영향으로 전년대비 약 40.0% 증가했다. 또한 택배 사업부문에서도 곤지암 터미널 가동에 따른 택배 물동량 확대로 인해 전년대비 약 10.7% 증가했다. 다만, 수익성 측면에서는 전년대비 악화됐다. 택배 사업부문에서 곤지암 터미널 초기 가동에 따른 비용이 예상보다 증가 했으며 택배 파업 및 안전 사고에 따른 비용이 추가적으로 발생했기 때문이다.

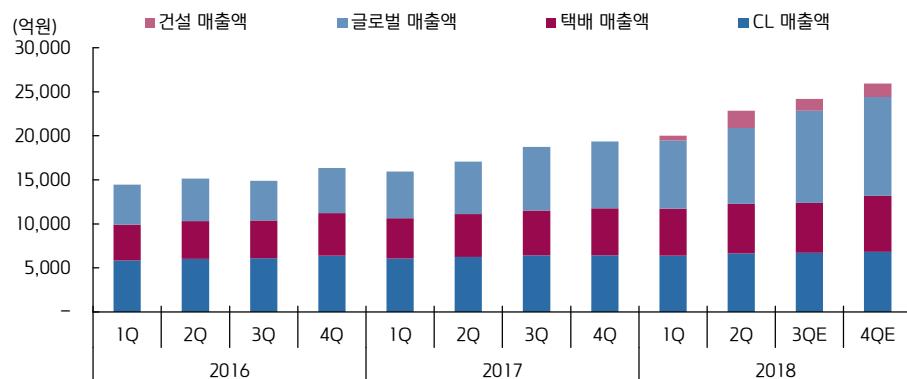
>> 택배 수익성 개선은 점진적으로

한편, 지난 10월 동사가 보유하고 있는 대전 허브터미널에서는 8월에 이어 2번째로 안전 사고가 발생했다. 사고 발생 이후 고용노동부는 대전 허브터미널의 전면 작업 중지를 명령했다. 해당 전면 작업중지 명령은 최대 45일간 작업이 제한되는 조치로서 대전 허브터미널의 물동량은 타 허브터미널에서 가동을 해야만 하는 상황이다. 따라서 추가적인 운반 비용 발생이 전망되며 연말까지 계획했던 택배단가 인상은 다소 점진적으로 이루어질 가능성이 높다는 판단이다. 다만, 택배 물동량 추가 확보를 위해 곤지암 터미널 가동시간을 늘리고 있고 택배 제값받기 시스템 도입은 계획대로 진행되고 있어 향후 3분기와 같은 일화성 비용 발생은 제한적일 것으로 추정된다.

>> 글로벌 사업부문 성장 지속

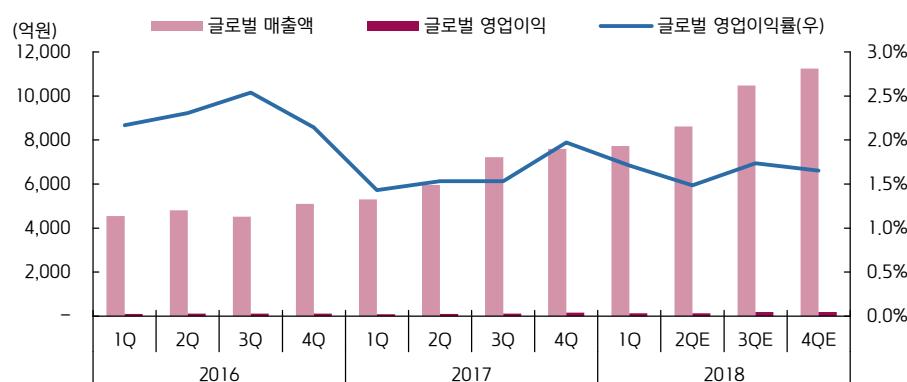
2018년 3Q 기준 전체 매출액에서 글로벌 사업부문의 비중은 약 41.8%이다. 한편, 택배 사업부문의 비중은 약 24.3%로 감소했다. 글로벌 사업부문에는 M&A 이후 초기 단계로서 매출 발생이 정체되어 있는 자회사들도 포함되어 있다. 즉, 초기 비용 투입시기 이후에는 안정적인 외형성장과 수익성 개선이 가능하다는 판단이다. 다만 글로벌 사업부문의 수익성 개선이 가시화 되는 시점은 단기간 내에는 쉽지 않아 증장기적 투자포인트로 고려할 필요가 있다고 생각된다. 부분적 택배 단가 인상 및 글로벌 사업부문 수익성 개선 기대감을 고려해 투자의견 'BUY' 목표주가 '220,000원' 유지한다.

CJ대한통운 사업부문별 매출액 추이 및 전망



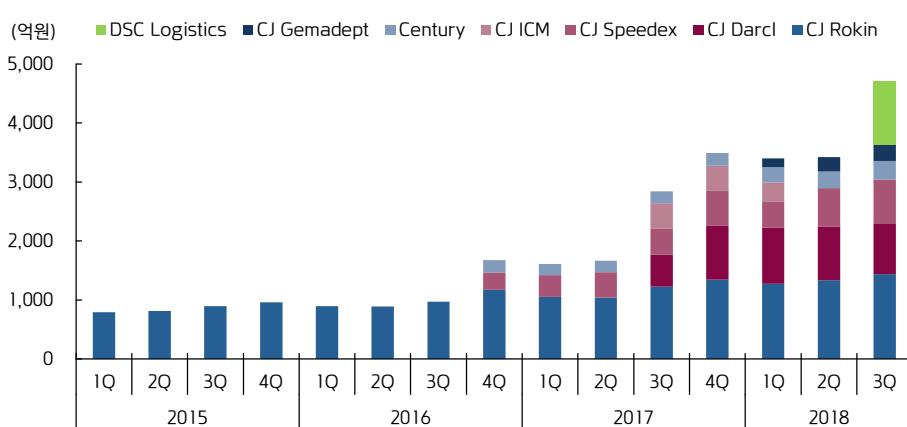
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



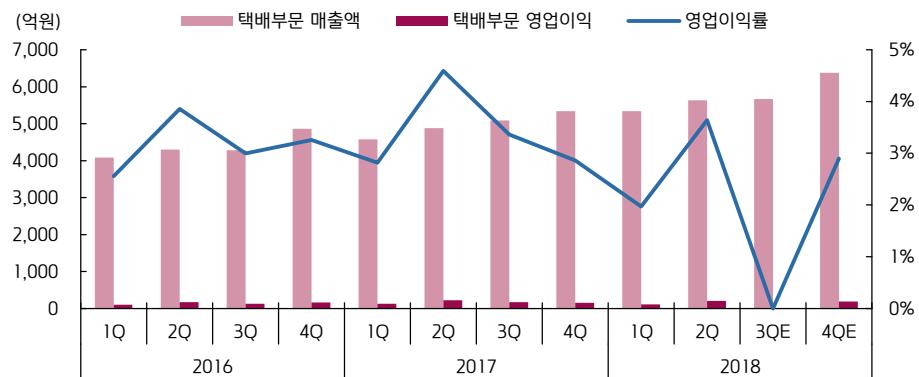
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

New Family사 회사별 매출액 추이



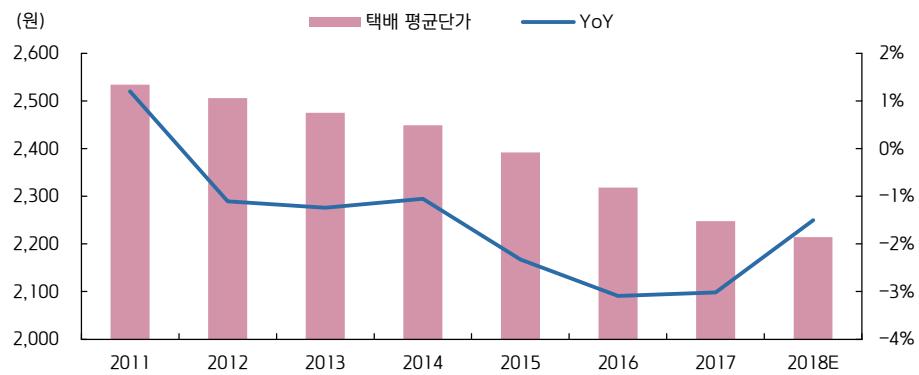
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



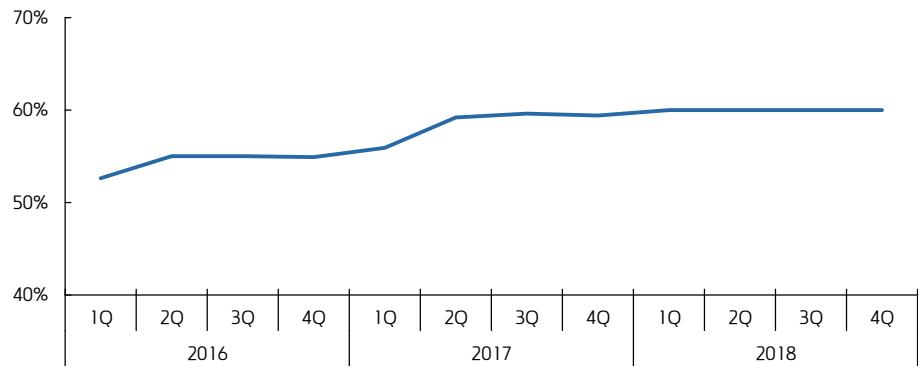
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

택배 평균단가 추이 및 전망



자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

CJ대한통운 택배 소형물량 비중 추이 및 전망



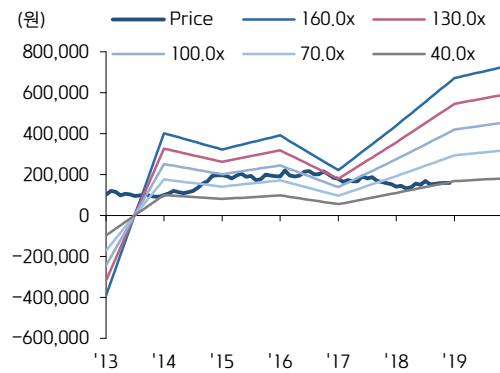
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(억원, %)	2017				2018E				2016 Annual	2017 Annual	2018E Annual	2019E Annual	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE					
매출액 YoY	CL	6,063	6,244	6,420	6,410	6,388	6,642	6,700	6,808	24,326	25,137	26,539	28,122
	택배	4,579	4,883	5,091	5,339	5,334	5,630	5,669	6,375	17,520	19,892	23,007	27,089
	글로벌	5,307	5,952	7,221	7,596	7,733	8,616	10,475	11,246	18,973	26,075	38,070	43,781
	건설	NA	NA	NA	NA	560	1,959	1,340	1,500	NA	NA	5,359	6,720
합계		15,949	17,078	18,732	19,344	20,015	22,846	24,184	25,930	60,819	71,104	92,975	105,711
매출액 YoY	CL	4.0%	3.6%	5.1%	0.7%	5.4%	6.4%	4.4%	6.2%	13.6%	3.3%	5.6%	6.0%
	택배	12.2%	13.6%	19.0%	9.8%	16.5%	15.3%	11.4%	19.4%	17.1%	13.5%	15.7%	17.7%
	글로벌	16.9%	23.6%	59.8%	48.9%	45.7%	44.8%	45.1%	48.1%	33.8%	37.4%	46.0%	15.0%
	건설	NA	NA	NA	NA	NA	25.4%						
합계		10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	29.1%	34.0%	20.3%	16.9%	30.8%	13.7%
매출원가		14,219	15,220	16,735	17,368	18,261	20,763	21,792	22,900	54,108	63,542	83,715	94,959
매출원가율		89.2%	89.1%	89.3%	89.8%	91.2%	90.9%	90.1%	88.3%	89.0%	89.4%	90.0%	89.8%
영업이익 YoY	CL	307	303	344	298	224	228	299	305	1,294	1,252	1,056	1,125
	택배	129	224	171	153	105	205	0	185	557	677	495	921
	글로벌	76	91	111	150	132	128	182	186	434	428	628	876
	건설	0	0	0	0	-8	10	44	61	0	0	107	114
합계		511	619	626	600	453	571	525	737	2,284	2,357	2,286	3,036
영업이익 YoY	CL	-6.9%	-5.2%	-4.4%	4.6%	-26.9%	-24.8%	-13.2%	2.5%	2.2%	-3.3%	-15.6%	6.5%
	택배	23.4%	35.2%	33.4%	-3.5%	-18.6%	-8.5%	-100.0%	20.8%	12.6%	21.6%	-26.9%	86.2%
	글로벌	-22.9%	-17.9%	-3.4%	37.0%	74.3%	40.4%	64.3%	24.0%	312.4%	-1.4%	46.9%	39.4%
	건설	NA	NA	NA	NA	NA	6.6%						
합계		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-16.1%	22.7%	22.4%	3.2%	-3.0%	32.8%
영업이익률		3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	2.2%	2.8%	3.8%	3.3%	2.5%	2.9%
YoY		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-16.1%	22.7%	22.4%	3.2%	-3.0%	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	92,975	105,711	115,880
매출원가	54,108	63,542	83,715	94,959	104,021
매출총이익	6,711	7,562	9,259	10,753	11,859
판매비및일반관리비	4,427	5,205	6,973	7,717	8,227
영업이익(보고)	2,284	2,357	2,286	3,036	3,632
영업이익(핵심)	2,284	2,357	2,286	3,036	3,632
영업외손익	-1,374	-1,625	-1,165	-1,392	-1,830
이자수익	34	43	59	70	72
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	-50	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-18	-7	0	0	0
기타	-823	-766	-465	-740	-1,159
법인세차감전이익	910	731	1,121	1,644	1,802
법인세비용	228	342	348	462	507
유형법인세율 (%)	25.1%	46.8%	31.1%	28.1%	28.1%
당기순이익	682	389	773	1,182	1,295
지배주주지분순이익(억원)	558	315	626	957	1,049
EBITDA	3,734	3,970	3,818	4,704	5,311
현금순이익(Cash Earnings)	2,132	2,002	2,305	2,850	2,974
수정당기순이익	700	395	807	1,182	1,295
증감율(%), YoY					
매출액	20.3	16.9	30.8	13.7	9.6
영업이익(보고)	22.4	3.2	-3.0	32.8	19.6
영업이익(핵심)	22.4	3.2	-3.0	32.8	19.6
EBITDA	19.8	6.3	-3.8	23.2	12.9
지배주주지분 당기순이익	21.4	-43.6	98.7	52.9	9.6
EPS	21.4	-43.6	98.7	52.9	9.6
수정순이익	24.0	-43.6	104.4	46.4	9.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,084	2,464	1,526	3,012	-348
당기순이익	682	389	773	1,182	1,295
감가상각비	1,082	1,205	1,148	1,306	1,339
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	-675	396	-3,066
기타	719	857	-197	-279	-319
투자활동현금흐름	-7,055	-6,896	-4,793	-2,152	-1,011
투자자산의 처분	11	48	-270	-176	-33
유형자산의 처분	82	117	0	0	0
유형자산의 취득	-2,332	-4,846	-4,500	-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	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	1,660	1,396	-1,114
기초현금및현금성자산	1,001	1,387	1,543	3,203	4,600
기말현금및현금성자산	1,387	1,543	3,203	4,600	3,486
Gross Cash Flow	2,822	2,994	2,202	2,616	2,717
Op Free Cash Flow	16	-2,897	-2,067	2,246	224

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	15,111	18,035	21,300	24,595	27,769
현금및현금성자산	1,387	1,543	3,203	4,600	3,486
유동금융자산	217	394	424	534	557
매출채권및유동채권	13,241	15,700	17,270	18,997	23,176
재고자산	152	157	188	197	232
기타유동비금융자산	114	242	215	267	318
비유동자산	40,101	45,054	49,050	49,988	49,838
장기매출채권및기타비유동채권	2,534	3,273	4,082	4,637	5,168
투자자산	3,196	2,540	2,787	2,862	2,882
유형자산	20,365	24,295	27,647	28,341	28,002
무형자산	13,681	14,684	14,300	13,938	13,599
기타비유동자산	324	261	234	210	188
자산총계	55,212	63,089	70,350	74,583	77,607
유동부채	13,624	18,901	25,330	28,466	30,313
매입채무및기타유동채무	8,310	10,923	12,283	14,821	16,389
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	718	816	895
비유동부채	14,196	16,361	16,567	16,707	16,836
장기매입채무및비유동채무	596	580	759	863	946
사채및장기차입금	12,807	14,981	14,981	14,981	14,981
기타비유동부채	792	800	826	863	908
부채총계	27,819	35,262	41,897	45,173	47,149
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	6,361	7,318	8,366
기타자본	-5,050	-5,113	-5,113	-5,113	-5,113
지배주주지분자본총계	23,461	23,717	24,342	25,299	26,348
비지배주주지분자본총계	3,932	4,111	4,111	4,111	4,111
자본총계	27,393	27,827	28,453	29,410	30,459
순차입금	16,357	20,473	23,683	22,677	23,968
총차입금	17,962	22,410	27,310	27,810	28,010

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,446	1,380	2,743	4,194	4,597
BPS	102,843	103,964	106,707	110,901	115,498
주당EBITDA	16,369	17,403	16,739	20,618	23,281
CFPS	9,345	8,778	10,105	12,491	13,038
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	73.2	101.4	61.4	40.2	36.7
PBR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	17.7	15.1	16.5	13.2	11.9
PCFR	19.2	15.9	16.7	13.5	12.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.8	3.3	2.5	2.9	3.1
영업이익률(핵심)	3.8	3.3	2.5	2.9	3.1
EBITDA margin	6.1	5.6	4.1	4.4	4.6
순이익률	1.1	0.5	0.8	1.1	1.1
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.4	2.7	4.1	4.3
투하자본이익률(ROIC)	5.4	3.5	4.0	5.2	6.1
안정성(%)					
부채비율	101.6	126.7	147.2	153.6	154.8
순차입금비율	59.7	73.6	83.2	77.1	78.7
이자보상배율(배)	4.5	4.3	3.4	4.4	5.3
활동성(%)					
매출채권회전율	5.0	4.9	5.6	5.8	5.5
재고자산회전율	483.6	460.1	539.8	548.9	540.2
매입채무회전율	8.7	7.4	8.0	7.8	7.4

Compliance Notice

- 당사는 11월 08일 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	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	-28.78	-21.36	
	2018-11-09	Buy(Maintain)	220,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%