



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(02/08): 174,000원

시가총액: 3조 9,693억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (02/08)	2,177.05pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	175,000원	122,000원
등락률	-0.57%	42.62%
수익률	절대	상대
1M	7.7%	0.2%
6M	15.6%	22.2%
1Y	28.9%	42.5%

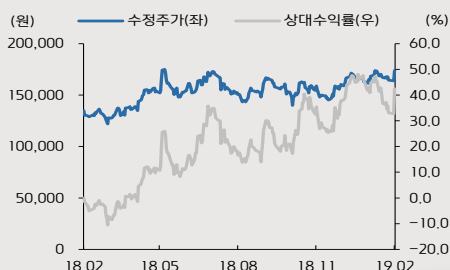
Company Data

발행주식수	22,812천주
일평균 거래량	61천주
외국인 지분율	16.19%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	107,059원
주요 주주	C제일제당 외 1인 40.17%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	60,819	71,104	92,197	103,203
보고영업이익	2,284	2,357	2,427	2,976
핵심영업이익	2,284	2,357	2,427	2,976
EBITDA	3,734	3,970	3,959	4,644
세전이익	910	731	850	1,427
순이익	682	389	518	1,003
지배주주지분순이익	558	315	420	812
EPS(원)	2,446	1,380	1,839	3,559
증감률(%YoY)	21.4	-43.6	33.3	93.5
PER(배)	73.2	101.4	91.6	47.4
PBR(배)	1.7	1.3	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	17.7	15.1	16.0	13.5
보고영업이익률(%)	3.8	3.3	2.6	2.9
핵심영업이익률(%)	3.8	3.3	2.6	2.9
ROE(%)	2.7	1.4	1.8	3.5
순부채비율(%)	59.7	73.6	84.8	80.1

Price Trend



CJ대한통운 (000120)

증장기적 방향성 유효



CJ대한통운은 4분기 매출액 2조 5,152억원(YoY+30.0%), 영업이익 874억원(YoY+45.7%)을 기록했습니다. DSC Logistics 연결 반영 및 택배 물동량 증가에 따라 안정적인 외형 성장 기록했습니다. 수익성은 CL부문 판가인상 효과로 인해 전년 대비 개선됐습니다. 한편, 지속적으로 제값받기에 따른 모멘텀 유효하나 글로벌 부문의 수익성 개선 시점에 대해 고려해 볼 필요가 있다는 판단입니다.

>>> 4Q 매출액 2조 5,152억원, 영업이익 874억원

4Q IFRS 연결 기준 매출액 2조 5,152억원(YoY+30.0%), 영업이익 874억원(YoY+45.7%)을 기록했다. 글로벌 부문은 기존 New Family사의 시너지 효과 및 미국 DSC Logistics 실적이 반영된 영향으로 매출액 전년대비 약 32.9% 증가했다. 택배 부문은 택배 전체시장 물동량 증가율 13.7%를 상회하는 16.1%를 기록하며 매출액 전년대비 약 16.1% 증가했다. 한편, 수익성 측면에서는 택배 부문 일회성 비용 발생 및 글로벌 부문 포워딩 사업 손익 턴어라운드 지연으로 부진했으나 CL부문 판가 인상 및 원가 절감 효과로 인해 영업이익 전년대비 약 45.7% 증가했다.

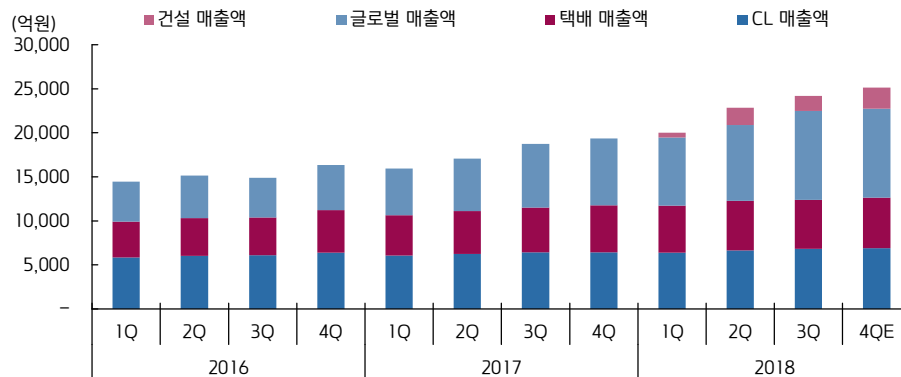
>>> 택배 수익성 개선은 점진적으로

동사는 작년 10월부터 자체 시스템인 ITS를 활용하여 택배 사이즈별 제값받기를 추진하고 있다. 하지만 대전 허브터미널에서 안전 사고가 발생한 영향으로 고용노동부는 대전 허브터미널의 전면 작업중지를 명령했다. 따라서 추가적인 운반 비용이 발생하며 기존에 계획했던 택배단가 인상은 다소 점진적으로 이루어졌다. 다만, 전년대비 택배 단가 감소율이 -0.5%까지 감소하며 제값받기에 따른 판가인상의 기반을 확보한 것으로 판단된다. 이에 따라 상반기내에는 적극적인 제값받기에 따른 판가 인상 효과가 나타날 것으로 전망한다.

>>> 글로벌 사업부문 성장 지속

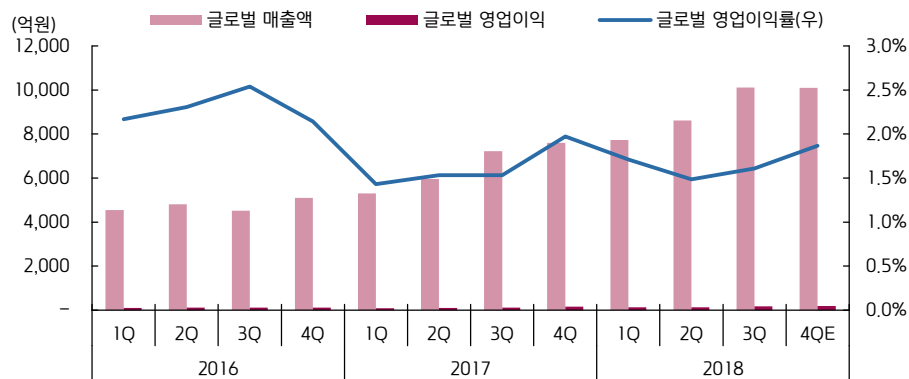
2018년 4Q 기준 전체 매출액에서 글로벌 부문이 차지하는 비중은 약 40.2%로 가장 높으며 이외에 택배부문 25.6%, CL부문 24.6%, 건설부문 9.6%으로 구성되어 있다. 전체 매출액에서 글로벌 부문의 매출 비중이 높아지고 있어 현재 손익 턴어라운드 지연되고 있는 포워딩 사업 및 NEW Family사들의 수익성 개선 시점에 주목해야 할 필요가 있다. 전체 매출액에서 차지하는 비중이 높은 만큼 초기 비용 투입시기 이후 나타나는 수익성 개선이 중요하다는 생각이다. 하지만, 글로벌 부문의 수익성 개선 시기는 단기간에 이루어지기는 쉽지 않아 다소 시간이 필요할 전망이다. 제값받기에 따른 판가인상 모멘텀을 고려해 투자자의견 'BUY'는 유지하지만 글로벌 부문 수익성 개선에 시간이 소요될 것으로 보여 목표주가 '200,000원'으로 하향한다.

CJ대한통운 사업부문별 매출액 추이 및 전망



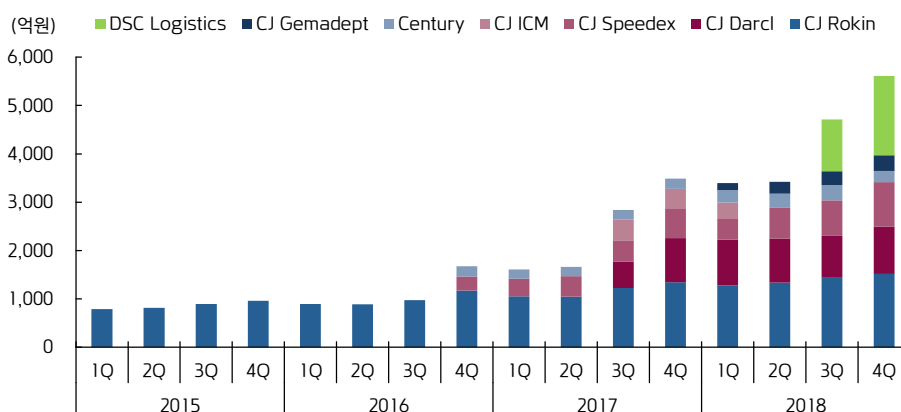
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



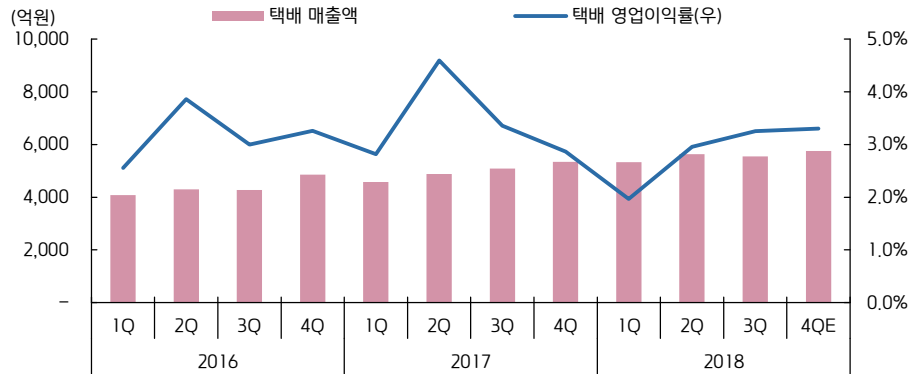
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

New Family사 회사별 매출액 추이



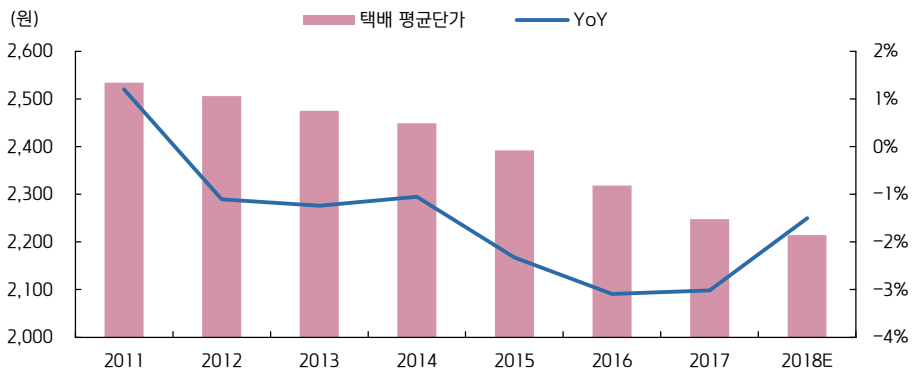
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

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



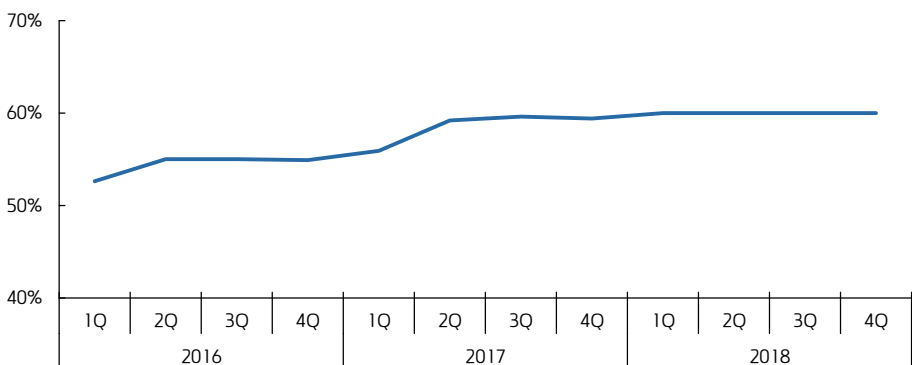
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

택배 평균단가 추이 및 전망



자료: 국가물류통합정보센터, 키움증권 리서치

CJ대한통운 택배 소형물량 비중 추이 및 전망



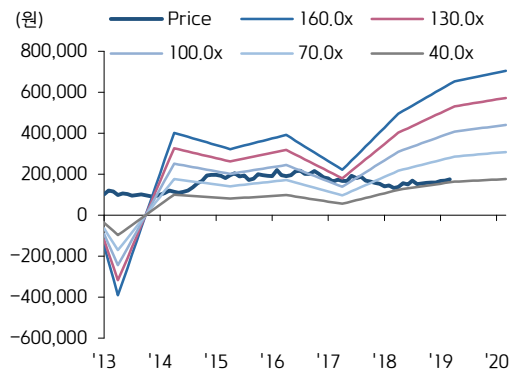
자료: CJ대한통운, 키움증권 리서치

CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(억원, %)		2017				2018E				2016	2017	2018E	2019E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	CL	6,063	6,244	6,420	6,410	6,388	6,642	6,820	6,896	24,326	25,137	26,746	28,345
	택배	4,579	4,883	5,091	5,339	5,334	5,630	5,550	5,750	17,520	19,892	22,263	26,096
	글로벌	5,307	5,952	7,221	7,596	7,733	8,616	10,111	10,098	18,973	26,075	36,558	42,042
	건설	NA	NA	NA	NA	560	1,959	1,704	2,408	NA	NA	6,630	6,720
합계		15,949	17,078	18,732	19,344	20,015	22,846	24,184	25,152	60,819	71,104	92,197	103,203
매출액 YoY	CL	4.0%	3.6%	5.1%	0.7%	5.4%	6.4%	6.2%	7.6%	13.6%	3.3%	6.4%	6.0%
	택배	12.2%	13.6%	19.0%	9.8%	16.5%	15.3%	9.0%	7.7%	17.1%	13.5%	11.9%	17.2%
	글로벌	16.9%	23.6%	59.8%	48.9%	45.7%	44.8%	40.0%	32.9%	33.8%	37.4%	40.2%	15.0%
	건설	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.4%
합계		10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	20.3%	16.9%	29.7%	11.9%
매출원가		14,219	15,220	16,735	17,368	18,261	20,763	22,119	22,173	54,108	63,542	83,317	92,693
매출원가율		89.2%	89.1%	89.3%	89.8%	91.2%	90.9%	91.5%	88.2%	89.0%	89.4%	90.4%	89.8%
영업이익	CL	307	303	344	298	224	228	300	439	1,294	1,252	1,191	1,134
	택배	129	224	171	153	105	205	-2	172	557	677	480	887
	글로벌	76	91	111	150	132	128	163	189	434	428	612	841
	건설	0	0	0	0	-8	10	67	75	0	0	144	114
합계		511	619	626	600	453	571	529	874	2,284	2,357	2,427	2,976
영업이익 YoY	CL	-6.9%	-5.2%	-4.4%	4.6%	-26.9%	-24.8%	-12.8%	47.4%	2.2%	-3.3%	-4.9%	-4.8%
	택배	23.4%	35.2%	33.4%	-3.5%	-18.6%	-8.5%	-101.1%	12.5%	12.6%	21.6%	-29.1%	84.8%
	글로벌	-22.9%	-17.9%	-3.4%	37.0%	74.3%	40.4%	46.8%	25.9%	312.4%	-1.4%	43.0%	37.5%
	건설	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-20.6%
합계		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-15.6%	45.6%	22.4%	3.2%	3.0%	22.6%
영업이익률		3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	3.8%	3.3%	2.6%	2.9%
YoY		-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-15.6%	45.6%	22.4%	3.2%	3.0%	22.6%

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	92,197	103,203	112,512
매출원가	54,108	63,542	83,317	92,693	100,988
매출총이익	6,711	7,562	8,881	10,510	11,523
판매비및일반관리비	4,427	5,205	6,454	7,534	7,988
영업이익(보고)	2,284	2,357	2,427	2,976	3,535
영업이익(핵심)	2,284	2,357	2,427	2,976	3,535
영업외손익	-1,374	-1,625	-1,577	-1,550	-1,973
이자수익	34	43	59	68	70
배당금수익	6	6	9	10	10
외환이익	255	161	195	205	208
이자비용	507	553	845	860	866
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	-705	-722	-1,125
법인세차감전이익	910	731	850	1,427	1,562
법인세비용	228	342	332	424	464
유효법인세율 (%)	25.1%	46.8%	39.1%	29.7%	29.7%
당기순이익	682	389	518	1,003	1,098
지배주주지분순이익(억원)	558	315	420	812	889
EBITDA	3,734	3,970	3,959	4,644	5,214
현금순이익(Cash Earnings)	2,132	2,002	2,051	2,670	2,777
수정당기순이익	700	395	549	1,003	1,098
증감율(% YoY)					
매출액	20.3	16.9	29.7	11.9	9.0
영업이익(보고)	22.4	3.2	3.0	22.6	18.8
영업이익(핵심)	22.4	3.2	3.0	22.6	18.8
EBITDA	19.8	6.3	-0.3	17.3	12.3
지배주주지분 당기순이익	21.4	-43.6	33.3	93.5	9.5
EPS	21.4	-43.6	33.3	93.5	9.5
수정순이익	24.0	-43.6	38.9	82.7	9.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,084	2,464	1,241	2,671	77
당기순이익	682	389	518	1,003	1,098
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
자본법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-738	-530	-754	200	-2,481
기타	719	857	-149	-245	-281
투자활동현금흐름	-7,055	-6,896	-4,785	-2,132	-1,004
투자자산의 처분	11	48	-262	-157	-26
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	1,383	1,075	-681
기초현금및현금성자산	1,001	1,387	1,543	2,926	4,001
기말현금및현금성자산	1,387	1,543	2,926	4,001	3,320
Gross Cash Flow	2,822	2,994	1,996	2,471	2,558
Op Free Cash Flow	16	-2,897	-2,243	1,959	683

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	15,111	18,035	21,018	23,977	26,897
현금및현금성자산	1,387	1,543	2,926	4,001	3,320
유동금융자산	217	394	420	521	541
매출채권및유동채권	13,241	15,700	17,270	18,997	22,502
재고자산	152	157	188	197	225
기타유동비금융자산	114	242	213	261	309
비유동자산	40,101	45,054	49,011	49,863	49,669
장기매출채권및기타비유동채권	2,534	3,273	4,048	4,527	5,018
투자자산	3,196	2,540	2,782	2,847	2,863
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	70,029	73,840	76,566
유동부채	13,624	18,901	25,222	28,095	29,811
매입채무및기타유동채무	8,310	10,923	12,181	14,469	15,913
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	712	797	869
비유동부채	14,196	16,361	16,560	16,687	16,808
장기매입채무및비유동채무	596	580	752	842	918
사채및장기차입금	12,807	14,981	14,981	14,981	14,981
기타비유동부채	792	800	826	863	908
부채총계	27,819	35,262	41,782	44,782	46,618
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	6,155	6,967	7,855
기타자본	-5,050	-5,113	-5,113	-5,113	-5,113
지배주주지분자본총계	23,461	23,717	24,136	24,948	25,837
비지배주주지분자본총계	3,932	4,111	4,111	4,111	4,111
자본총계	27,393	27,827	28,247	29,059	29,947
순차입금	16,357	20,473	23,964	23,288	24,150
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	1,839	3,559	3,896
BPS	102,843	103,964	105,803	109,362	113,257
주당EBITDA	16,369	17,403	17,355	20,357	22,857
CFPS	9,345	8,778	8,989	11,706	12,172
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	73.2	101.4	91.6	47.4	43.3
PBR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	17.7	15.1	16.0	13.5	12.2
PCFR	19.2	15.9	18.7	14.4	13.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.8	3.3	2.6	2.9	3.1
영업이익률(핵심)	3.8	3.3	2.6	2.9	3.1
EBITDA margin	6.1	5.6	4.3	4.5	4.6
순이익률	1.1	0.5	0.6	1.0	1.0
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.4	1.8	3.5	3.7
투자자본이익률(ROIC)	5.4	3.5	3.7	5.0	5.8
안정성(%)					
부채비율	101.6	126.7	147.9	154.1	155.7
순차입금비율	59.7	73.6	84.8	80.1	80.6
이자보상배율(배)	4.5	4.3	2.9	3.5	4.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.9	5.6	5.7	5.4
재고자산회전율	483.6	460.1	535.3	535.8	532.8
매입채무회전율	8.7	7.4	8.0	7.7	7.4

Compliance Notice

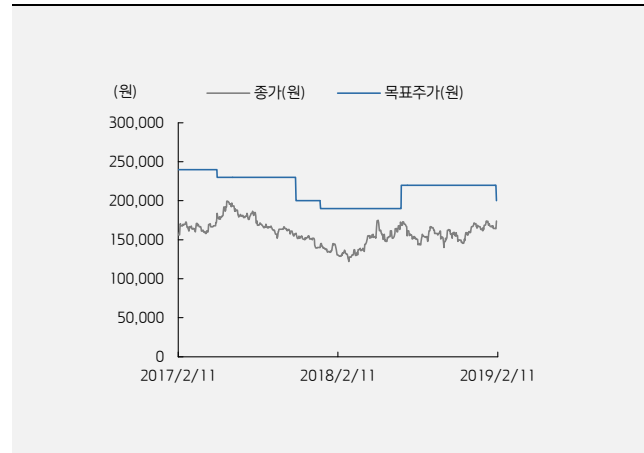
- 당사는 2월 8일 현재 'CJ대한통운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ대한통운 (000120)	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
담당자변경	2018-07-10	Buy(Reinitiate)	220,000원	6개월	-27.18	-21.36
	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	-28.40	-21.36
	2019-02-11	Buy(Maintain)	200,000원	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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%