

2019. 5. 7



▲ **운송/자동차부품**
 Analyst **이종현**
 02. 6454-4868
 jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **228,000 원**

현재주가 (5.3) **168,000 원**

상승여력 **35.7%**

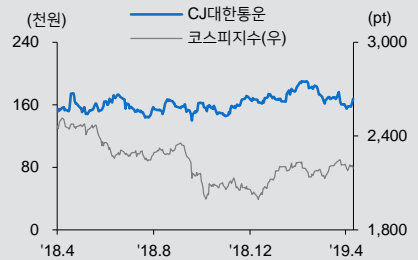
KOSPI	2,196.32pt
시가총액	38,325억원
발행주식수	2,281만주
유동주식비율	39.42%
외국인비중	19.44%
52주 최고/최저가	190,500원/140,000원
평균거래대금	128.5억원

주요주주(%)

CJ제일제당 외 1인	40.17
국민연금	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	5.3	9.8
상대주가	-0.9	0.5	24.3

주가그래프



CJ대한통운 000120

바닥을 지났다

- ✓ 1Q19 영업이익 453억원 (YoY +0.0%) 기록하며 시장기대치 하회
- ✓ CL 및 택배부문 단가인상에도 불구하고 각종 비용부담 확대되며 부진한 실적 실현
- ✓ 비용통제 어려움 반영하여 19년 연간 영업이익 추정치 8.8% 하향 조정하나
- ✓ 1Q19 실적부진을 이끈 요인들의 점진적 개선과 단가인상 지속으로 분기실적은 1분기를 저점으로 우상향할 전망 (1Q 453억원 → 4Q 860억원)
- ✓ 주가 Bottom-out 시각 유지

1Q19 영업이익 453억원 기록하며 시장기대치를 하회

CJ대한통운의 1Q19 매출과 영업이익은 각각 2.43조원 (YoY +21.5%), 453억원 (YoY +0.0%, OPM 1.9%)으로 시장기대치를 하회하였다. 특이사항으로는 1) 3자물류 부문의 자동차 및 석탄부두 사업 부진(YoY -30억원 이상 추정)과 2) 동탄 로지스파크 이전 비용 (10억원 규모), 3) 택배부문의 안전 및 근무환경 개선 비용 (50억원 추정), 4) 리스회계기준 변경 (구 회계기준 대비 영업단 -33억원, 영업외단 -60억원)에 따른 손익악화이다. 추가적으로 1) 프로젝트물류 관련 소송 비용(51억원)과 매출채권 유동화 관련 손실 (20억원)이 영업외단에 반영되며 실적 부진을 심화시켰다.

연간 실적에 대한 눈높이는 낮추지만..

연간 실적 눈높이는 낮춰야 한다는 판단이다. 19년 영업이익 추정치를 기존 3,145억원에서 2,868억원으로 8.8% 하향 조정한다. 1분기 CL부문의 단가인상이 정상적으로 진행되었고, 택배부문에서도 +2.8%의 단가상승 (단순계산시 +84억원 이익기여)이 이루어졌음에도 불구하고 저조한 수익성(OPM 1.9%, NPM -0.6%)을 실현하였다. 일회적 요인과 회계기준 변경과 같은 외생 변수들의 영향 등을 감안하더라도 비용 통제의 어려움을 확인할 수 있는 대목이다.

분기 실적 우상향 방향성 및 주가 Bottom-out 시각 유지

19년 분기 실적은 1분기를 저점으로 우상향할 전망이다 (1Q 453억원, 2Q 748억원, 3Q 806억원, 4Q 860억원). 1Q19 실적부진을 이끈 요인들의 점진적 개선과 택배단가인상 지속이 주된 근거다. 실적방향성을 고려하면 주가 또한 연중 점진적 우상향 방향성을 예상한다. 20년에도 1) 단가인상 지속과 2) 최저임금인상 속도조절 등에 힘입어 안정적 실적성장 (영업이익 YoY +18.2%)이 가능하다는 점도 긍정적이다. 밸류에이션 부담에도 불구하고 이익 성장세를 기업가치가 반영할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	7,110.4	235.7	31.5	1,380	-43.6	134,556	101.4	1.0	14.1	1.3	126.7
2018	9,219.7	242.7	37.9	1,660	20.3	146,637	100.6	1.1	15.2	1.5	150.9
2019E	10,583.7	286.8	29.3	1,275	-22.7	165,997	131.8	1.0	11.8	1.0	133.2
2020E	11,555.4	328.1	78.2	3,428	168.8	168,798	49.0	1.0	10.9	2.6	136.3
2021E	12,481.5	370.8	111.5	4,886	42.6	173,447	34.4	1.0	10.1	3.6	137.8

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,432.7	2,001.5	21.5	2,515.2	-3.3	2,465.6	-1.3	2,513.2	-3.2
영업이익	45.3	45.3	-0.0	87.4	-48.2	57.4	-21.1	58.2	-22.2
세전이익	-13.4	43.4	-130.9	13.2	-201.7	29.7	-145.1	10.7	-225.3
순이익	-15.3	32.9	적전	0.5	적전	17.4	적전	5.9	적전
영업이익률(%)	1.9	2.3		3.5		2.3		2.3	
순이익률(%)	-0.6	1.6		0.0		0.7		0.2	

자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	10,583.7	10,499.4	0.8	11,555.4	11,489.6	0.6
영업이익	286.8	310.5	-7.6	328.1	381.2	-13.9
세전이익	54.9	161.3	-66.0	116.2	235.1	-50.6
순이익	29.3	91.4	-68.0	78.2	138.7	-43.6
영업이익률(%)	2.7	3.0		2.8	3.3	
세전이익률(%)	0.5	1.5		1.0	2.0	
순이익률(%)	0.3	0.9		0.7	1.2	

자료: Bloomberg, CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	9,219.7	10,583.7	11,555.4
매출액 - 기존 추정	9,219.7	10,773.7	11,674.4
% change	0.0%	-1.8%	-1.0%
영업이익 - 신규 추정	242.7	286.8	328.1
영업이익 - 기존 추정	242.7	314.5	359.1
% change	0.0%	-8.8%	-8.6%
세전이익 - 신규 추정	85.0	54.9	116.2
세전이익 - 기존 추정	85.0	110.9	171.9
% change	0.0%	-50.5%	-32.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	37.9	29.3	78.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	37.9	75.3	121.7
% change	0.0%	-61.1%	-35.8%
EPS (지배주주) - 신규 추정	1,660	1,275	3,428
EPS (지배주주) - 기존 추정	1,660	3,302	5,336
% change	0.0%	-61.4%	-35.8%

자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

표1 분기실적 스냅샷

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,646.8	2,734.1	2,770.1	7,110.4	9,219.7	10,583.7	11,555.4
(%, YoY)	25.5	33.8	29.1	30.0	21.5	15.9	13.1	10.1	16.9	29.7	14.8	9.2
CL (3자물류)	615.5	641.0	649.2	619.7	623.1	648.9	658.0	640.8	2,427.8	2,525.4	2,570.8	2,643.2
(%, YoY)	5.1	6.3	4.7	0.1	1.2	1.2	1.4	3.4	2.9	4.0	1.8	2.8
택배	556.6	586.2	587.8	644.9	612.8	677.2	689.3	745.2	2,075.0	2,375.5	2,724.5	3,106.5
(%, YoY)	16.2	15.0	10.7	16.1	10.1	15.5	17.3	15.5	13.7	14.5	14.7	14.0
글로벌	773.3	861.6	1,047.5	1,009.8	1,022.0	1,145.9	1,212.0	1,209.3	2,607.6	3,655.8	4,589.2	5,085.6
(%, YoY)	45.7	44.8	45.1	32.9	32.2	33.0	19.9	19.8	37.4	40.2	25.5	10.8
건설	56.0	195.9	134.0	240.8	174.8	174.8	174.8	174.8		663.0	699.2	720.2
(%, YoY)					212.0	-10.8	2.6	-27.4			5.5	3.0
매출총이익	175.3	208.3	206.5	237.9	204.9	248.9	255.4	264.8	756.2	828.1	974.0	1,060.9
영업이익	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	74.8	80.6	86.0	235.7	242.7	286.8	328.1
(%, YoY)	-11.4	-7.7	-15.6	45.6	-0.0	31.0	52.6	-1.6	3.2	3.0	18.2	14.4
CL (3자물류)	21.6	22.0	30.0	40.4	20.6	23.8	32.0	34.9	120.9	114.0	111.3	114.4
(%, YoY)	-27.1	-24.8	-9.7	40.3	-4.5	8.3	6.5	-13.6	-3.7	-5.7	-2.4	2.8
택배	11.0	21.3	-0.2	14.4	2.4	28.7	23.3	19.4	70.6	46.5	73.8	98.4
(%, YoY)	-18.7	-8.8	적전	-9.4	-77.8	34.6	흑전	34.5	21.8	-34.1	58.6	33.3
글로벌	13.2	12.8	16.3	25.1	14.1	13.2	15.5	22.8	42.8	67.4	65.6	78.1
(%, YoY)	74.3	40.4	46.8	67.2	6.6	3.4	-4.8	-9.2	-1.4	57.5	-2.7	19.1
세전이익	43.4	20.0	8.4	13.2	-13.4	23.7	28.2	16.5	73.1	85.0	54.9	116.2
(%, YoY)	235.5	-47.1	-58.8	600.4	-130.9	18.5	235.0	25.6	-19.6	16.2	-35.5	111.8
지배주주순이익	32.9	4.6	-0.2	0.5	-15.3	16.3	18.9	9.4	31.5	37.9	29.3	78.2
(%, YoY)	776.1	-79.2	적전	흑전	-146.5	250.6	흑전	1,789.5	-43.6	20.3	-22.7	167.0
수익성												
매출총이익률	8.8	9.1	8.5	9.5	8.4	9.4	9.3	9.6	10.6	9.0	9.2	9.2
영업이익률	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	2.8	2.9	3.1	3.3	2.6	2.7	2.8
CL (3자물류)	3.5	3.4	4.4	6.2	3.3	3.7	4.9	5.4	5.0	4.5	4.3	4.3
택배	2.0	3.6	-0.0	2.4	0.4	4.2	3.4	2.6	3.4	2.0	2.7	3.2
글로벌	1.7	1.5	1.6	2.5	1.4	1.2	1.3	1.9	1.6	1.8	1.4	1.5
세전이익률	2.2	0.9	0.3	0.5	-0.6	0.9	1.0	0.6	1.0	0.9	0.5	1.0
지배주주순이익률	1.6	0.2	-0.0	0.0	-0.6	0.6	0.7	0.3	0.4	0.4	0.3	0.7
주요 영업 지표												
택배가격 (원)	1,944.8	1,911.3	1,942.5	1,960.0	1,999.3	2,026.0	2,068.8	2,056.4	1,967.0	1,940.1	2,038.8	2,123.4
(%, YoY)	-2.7	-2.0	-0.5	-0.5	2.8	6.0	6.5	4.9	-2.5	-1.4	5.1	4.1
택배물량 (백만박스)	286.2	306.7	302.6	328.9	306.5	334.3	333.2	362.4	1,054.9	1,224.4	1,336.3	1,463.0
(%, YoY)	19.4	17.4	11.3	16.6	7.1	9.0	10.1	10.2	16.7	16.1	9.1	9.5
산업택배물량 (백만박스)	603.0	623.8	619.8	696	650.6	673.0	668.7	750.9	2,319	2,543	2,743.3	2,935.3
(%, YoY)	10.3	10.2	4.3	13.7	7.9	7.9	7.9	7.9	13.3	9.6	7.9	7.0
택배점유율	47.5	49.2	48.8	47.3	47.1	49.7	49.8	48.3	45.5	48.2	48.7	49.8
(%p, YoY)	3.6	3.0	3.1	1.2	-0.4	0.5	1.0	1.0	1.3	2.7	0.6	1.1

주: 1Q19 사업부문별 영업이익은 당사 추정치
 자료: CJ대한통운, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ 대한통운 (000120)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110.4	9,219.7	10,583.7	11,555.4	12,481.5
매출액증가율 (%)	16.9	29.7	14.8	9.2	8.0
매출원가	6,354.2	8,391.6	9,609.7	10,494.5	11,338.5
매출총이익	756.2	828.1	974.0	1,060.9	1,142.9
판매관리비	520.5	585.4	687.2	732.8	772.2
영업이익	235.7	242.7	286.8	328.1	370.8
영업이익률	3.3	2.6	2.7	2.8	3.0
금융손익	-64.6	-84.5	-129.0	-113.7	-113.7
종속/관계기업손익	-20.4	-25.7	-25.7	-25.7	-25.7
기타영업외손익	-77.5	-47.5	-77.3	-72.5	-72.5
세전계속사업이익	73.1	85.0	54.9	116.2	158.9
법인세비용	34.2	33.2	14.5	25.6	35.0
당기순이익	38.9	51.8	40.4	90.6	123.9
지배주주지분 손이익	31.5	37.9	29.3	78.2	111.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	246.4	61.9	235.5	238.7	227.9
당기순이익(손실)	38.9	51.8	40.6	90.6	123.9
유형자산상각비	120.5	155.6	210.7	218.9	226.4
무형자산상각비	40.8	58.1	63.6	62.8	62.0
운전자본의 증감	-53.0	-254.0	-242.6	-285.7	-327.0
투자활동 현금흐름	-689.6	-843.5	-212.2	-223.6	-224.4
유형자산의증가(CAPEX)	-484.6	-519.7	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-5.2	-9.7	36.2	25.7	25.7
재무활동 현금흐름	456.5	778.5	-20.9	-22.8	-22.8
차입금의 증감	456.9	618.6	-350.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.6	9.0	11.9	0.8	-10.8
기초현금	138.7	154.3	163.3	175.2	176.0
기말현금	154.3	163.3	175.2	176.0	165.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,803.5	2,180.8	2,335.0	2,476.3	2,649.9
현금및현금성자산	154.3	163.3	175.2	176.0	165.2
매출채권	1,307.4	1,524.6	1,587.5	1,675.5	1,809.8
재고자산	15.7	21.2	24.4	26.6	28.7
비유동자산	4,505.4	5,695.9	5,830.2	5,948.6	6,059.0
유형자산	2,429.5	3,306.4	3,430.8	3,547.9	3,658.7
무형자산	1,468.4	1,776.7	1,753.1	1,730.3	1,708.4
투자자산	129.2	141.7	105.5	79.8	54.1
자산총계	6,308.9	7,876.7	8,165.2	8,424.9	8,708.9
유동부채	1,890.1	2,614.0	2,509.7	2,649.2	2,782.1
매입채무	700.6	823.1	944.8	1,031.6	1,114.3
단기차입금	476.9	913.9	813.9	813.9	813.9
유동성장기부채	263.5	377.1	177.1	177.1	177.1
비유동부채	1,636.1	2,123.8	2,153.7	2,210.7	2,264.9
사채	987.9	1,167.7	1,167.7	1,167.7	1,167.7
장기차입금	468.4	416.0	366.0	366.0	366.0
부채총계	3,526.2	4,737.8	4,663.5	4,859.9	5,047.0
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,248.4	2,260.5	2,260.5	2,260.5	2,260.5
기타포괄이익누계액	-55.6	-55.0	-63.1	-68.9	-74.4
이익잉여금	573.5	600.3	609.9	666.6	756.5
비지배주주지분	411.1	476.7	488.0	500.4	512.9
자본총계	2,782.7	3,138.9	3,501.7	3,565.0	3,661.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	311,691	404,153	463,944	506,542	547,136
EPS(지배주주)	1,380	1,660	1,275	3,428	4,886
CFPS	16,407	19,036	25,369	27,218	28,969
EBITDAPS	17,403	20,005	24,596	26,732	28,895
BPS	134,556	146,637	165,997	168,798	173,447
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	101.4	100.6	131.8	49.0	34.4
PCR	10.2	8.8	6.6	6.2	5.8
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
EBITDA	397.0	456.4	561.1	609.8	659.2
EV/EBITDA	14.1	15.2	11.8	10.9	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.3	1.5	1.0	2.6	3.6
EBITDA 이익률	5.6	4.9	5.3	5.3	5.3
부채비율	126.7	150.9	133.2	136.3	137.8
금융비용부담률	0.78	0.93	0.86	0.66	0.61
이자보상배율(x)	4.3	2.8	3.1	4.3	4.9
매출채권회전율(x)	6.0	6.5	6.8	7.1	7.2
재고자산회전율(x)	460.1	500.0	464.4	453.6	451.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 대한통운 (000120) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.26	산업분석	Buy	228,000	이종현	-28.9	-24.8	
2019.01.09	기업브리프	Buy	228,000	이종현	-27.8	-23.7	
2019.02.11	기업브리프	Buy	228,000	이종현	-25.1	-16.4	
2019.04.10	기업브리프	Buy	228,000	이종현	-25.6	-16.4	
2019.05.07	기업브리프	Buy	228,000	이종현	-	-	