

CJ대한통운

BUY(유지)

000120 기업분석 | 운송

목표주가(하향)	190,000원	현재주가(06/26)	133,000원	Up/Downside	+42.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 06. 27

기대보다 더딘 수익성 개선

Comment

2Q19 Preview: CJ대한통운의 2Q19 실적은 매출 증가에도 불구하고 비용 부담으로 부진할 전망이다. 택배부문의 ASP는 택배 제값 받기 효과로 전분기에 이어 2Q19에도 약 4% 전년 동기 대비 증가한 것으로 예상된다. 단가 인상의 반대급부로 M/S는 전분기와 비슷한 47% 수준에 머무르며 전체 택배 물량은 7~9% 증가한 것으로 파악된다. 택배 및 글로벌 부문의 매출 증가에도 불구하고 전분기에 이어 택배 및 CL부문의 최저 시급 인상에 따른 인건비 증가의 부담이 지속되고 있다. 특히 CL부문의 경우 매출 역시 전년 동기 대비 감소하며 비용 부담을 가중시킬 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 2Q19 영업이익은 619억원(+8.5%YoY, +36.6%QoQ)으로 시장기대치(711억원)를 하회할 전망이다.

평가 인상 효과 지속, 수익성 개선은 미흡: 택배 부문의 평가 인상은 P와 Q 모두 증가하며 확실하게 확인되고 있다. 문제는 수익성이다. 곤지암 택배 물류 센터 및 동탄 및 양지 등의 CL 부문 플래그십 센터의 본격적인 가동에도 불구하고 기존 전망과 다르게 수익성의 개선은 미미하다. 수익성을 보수적으로 추정해 19년, 20년 실적추정치를 영업이익 기준 각각 -16.1%, -16.8% 하향했다.

Action

수익성 개선이 급선무: 1Q19에 이어 시장기대치 대비 부진한 실적이 당분간 지속될 전망이다. 이에 따라 최저시급 인상에 의한 수익성 악화에 대한 우려가 지속됐던 2017년~18년 상반기 평균 PBR 1.6배를 적용해 목표주가를 190,000원으로 하향한다. 실적추정치 및 목표주가 하향에도 불구하고 투자 의견을 BUY로 유지한다. 이는 택배부문의 평가 인상 효과가 지속되고 있고, 18년 하반기 파업 및 사고 등으로 발생한 일회성 비용으로 인해 올해 하반기에는 기저효과가 기대되기 때문이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	133,000/190,500원												
매출액	7,110	9,220	10,641	11,702	12,697	KOSDAQ /KOSPI	709/2,122pt												
(증가율)	16.9	29.7	15.4	10.0	8.5	시가총액	30,340억원												
영업이익	236	243	251	341	435	60일-평균거래량	67,292												
(증가율)	3.2	3.0	3.6	35.8	27.4	외국인지분율	20.0%												
지배주주순이익	31	38	49	95	137	60일-외국인지분율변동추이	+1.4%p												
EPS	1,380	1,660	2,160	4,162	6,022	주요주주	CJ제일제당 외 2인 40.2%												
PER (H/L)	144.9/99.3	106.9/72.0	66.9	34.7	24.0														
PBR (H/L)	1.9/1.3	1.5/1.0	1.2	1.2	1.1	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주기상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-10.4</td> <td>-20.4</td> <td>-16.9</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-13.7</td> <td>-19.3</td> <td>-7.9</td> </tr> </tbody> </table>		주기상승률	1M	3M	12M	절대기준	-10.4	-20.4	-16.9	상대기준	-13.7	-19.3	-7.9
주기상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-10.4	-20.4	-16.9																
상대기준	-13.7	-19.3	-7.9																
EV/EBITDA (H/L)	17.7/14.2	15.7/13.1	10.2	8.7	7.6														
영업이익률	3.3	2.6	2.4	2.9	3.4														
ROE	1.3	1.5	1.8	3.4	4.8														

도표 1. CJ대한통운 실적 추정치 변경

(단위: 십억원 %, %p)

	19년			20년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
매출액	10,641	10,641	0.0	11,702	11,702	0.0
CL	2,611	2,611	0.0	2,702	2,702	0.0
택배	2,656	2,656	0.0	2,924	2,924	0.0
글로벌	4,577	4,577	0.0	5,242	5,242	0.0
건설	797	797	0.0	834	834	0.0
매출총이익	1,026	1070	-4.1	1,172	1241	-5.6
CL	278	278	0.0	299	299	0.0
택배	253	283	-10.6	298	330	-9.8
글로벌	426	439	-3.1	503	540	-6.8
영업이익	251	300	-16.1	341	410	-16.8
영업이익률	2.4	2.8	-16.1	2.9	3.5	-16.8
지배주주순이익	31	64	-51.1	61	113	-46.2
지배주주순이익률	0.3	0.6	-51.1	0.5	1.0	-46.2

자료: DB금융투자

도표 2. CJ대한통운 목표주가 산정

19년 FWD BPS(원)	118,861	
Target PBR(배)	1.6	CJ대한통운 17~18년 상반기 평균 PBR
Target Price(원)	190,000	
Implied PER(배)	88	19년 FWD EPS 2,160원 기준
상승여력(%)	42.9	6/26일 종가 기준

자료: DB금융투자

도표 3. CJ대한통운 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,000	2,285	2,419	2,515	2,433	2,690	2,734	2,785	7,110	9,220	10,641	11,702
CL	616	641	649	620	623	688	706	594	2,493	2,525	2,611	2,702
택배	556	586	588	645	613	654	660	729	2,060	2,376	2,656	2,924
글로벌	773	862	1,048	1,010	1,022	1,141	1,176	1,238	2,607	3,656	4,577	5,242
건설	56	196	134	241	175	207	191	224	0	663	797	834
매출총이익	175	208	207	238	205	257	280	284	756	828	1,026	1,172
CL	61	60	68	75	60	72	87	59	274	263	278	299
택배	44	59	36	48	39	47	72	95	202	187	253	298
글로벌	70	75	87	95	89	120	106	111	277	327	426	503
매출총이익률	8.8	9.1	8.5	9.5	8.4	9.6	10.2	10.2	10.6	9.0	9.6	10.0
CL	9.8	9.4	10.4	12.1	9.6	10.5	12.3	9.9	11.0	10.4	10.7	11.1
택배	7.9	10.0	6.1	7.5	6.3	7.2	10.9	13.0	9.8	7.9	9.5	10.2
글로벌	9.0	8.7	8.3	9.4	8.7	10.5	9.0	9.0	10.6	8.9	9.3	9.6
영업이익	45	57	53	87	45	62	73	71	236	243	251	341
영업이익률	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	2.3	2.7	2.6	3.3	2.6	2.4	2.9
지배주주순이익	33	5	0	0	1	5	9	16	31	38	31	61
지배주주순이익률	1.6	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3	0.5

자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,804	2,181	2,475	2,763	3,104
현금및현금성자산	154	163	227	203	228
매출채권및기타채권	1,465	1,754	1,949	2,193	2,417
재고자산	16	21	22	24	26
비유동자산	4,505	5,696	5,811	6,164	6,616
유형자산	2,430	3,306	3,498	3,904	4,405
무형자산	1,468	1,777	1,719	1,665	1,616
투자자산	129	142	124	124	124
자산총계	6,309	7,877	8,286	8,927	9,721
유동부채	1,890	2,614	2,956	3,267	3,573
매입채무및기타채무	1,072	1,238	1,580	1,891	2,197
단기차입금및단기차액	477	914	914	914	914
유동성장기부채	264	377	377	377	377
비유동부채	1,636	2,124	2,124	2,324	2,624
사채및장기차입금	1,456	1,584	1,584	1,784	2,084
부채총계	3,526	4,738	5,080	5,591	6,197
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	574	600	650	745	882
비배주주지분	411	477	495	530	580
자본총계	2,783	3,139	3,206	3,336	3,524

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	246	62	661	663	783
당기순이익	39	52	67	130	188
현금유출이없는비용및수익	335	382	494	571	660
유형및무형자산상각비	161	214	377	428	488
영업관련자산부채변동	-53	-254	125	12	5
매출채권및기타채권의감소	-223	-59	-196	-244	-224
재고자산의감소	0	-1	-1	-2	-2
매입채무및기타채무의증가	85	-9	342	311	306
투자활동현금흐름	-690	-843	-500	-787	-950
CAPEX	-485	-520	-510	-780	-941
투자자산의순증	38	-13	18	0	0
재무활동현금흐름	456	778	-97	100	191
사채및차입금의 증가	444	679	0	200	300
자본금및자본잉여금의증가	0	12	0	0	0
배당금지급	-1	-2	0	0	0
기타현금흐름	2	12	0	0	0
현금의증가	16	9	64	-24	25
기초현금	139	154	163	227	203
기말현금	154	163	227	203	228

자료: CJ 대한통운, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	7,110	9,220	10,641	11,702	12,697
매출원가	6,354	8,392	9,615	10,530	11,371
매출손이익	756	828	1,026	1,172	1,326
판관비	521	585	775	830	891
영업이익	236	243	251	341	435
EBITDA	397	456	628	769	923
영업외손익	-163	-158	-158	-163	-177
금융손익	-65	-85	-84	-93	-101
투자손익	-20	-26	32	47	51
기타영업외손익	-78	-47	-106	-117	-127
세전이익	73	85	93	178	258
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	52	67	130	188
자배주주지분순이익	31	38	49	95	137
비배주주지분순이익	7	14	18	35	51
총포괄이익	-11	55	67	130	188
증감률(%YoY)					
매출액	16.9	29.7	15.4	10.0	8.5
영업이익	3.2	3.0	3.6	35.8	27.4
EPS	-43.6	20.3	30.1	92.7	44.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당주요(원)					
EPS	1,380	1,660	2,160	4,162	6,022
BPS	103,964	116,702	118,861	123,023	129,045
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	101.4	100.6	66.9	34.7	24.0
P/B	1.3	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.2	15.3	10.2	8.7	7.6
수익성(%)					
영업이익률	3.3	2.6	2.4	2.9	3.4
EBITDA마진	5.6	5.0	5.9	6.6	7.3
순이익률	0.5	0.6	0.6	1.1	1.5
ROE	1.3	1.5	1.8	3.4	4.8
ROA	0.7	0.7	0.8	1.5	2.0
ROC	2.8	2.7	3.0	4.0	4.7
안정성및기타					
부채비율(%)	126.7	150.9	158.4	167.6	175.8
이자보상배율(배)	4.3	2.8	2.6	3.4	4.0
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

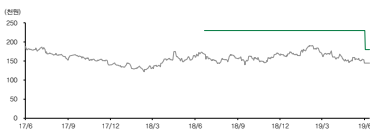
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ대한통운 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/07/16	Buy	230,000	-29.9	-17.2					
19/06/27	Buy	190,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경