

## CJ대한통운

BUY(유지)

000120 기업분석 | 운송

목표주가(유지)	190,000원	현재주가(08/08)	137,000원	Up/Downside	+38.7%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 08. 09

## 판가 인상 효과의 승리

## News

**2Q19, 낮아진 기대치 상회:** CJ대한통운의 2Q19 실적은 매출액 2조 5,348억원(+11.0%YoY, +4.2% QoQ), 영업이익 718억원(+25.7%YoY, +58.3%QoQ)으로 비용 증가에 대한 우려로 낮아진 시장기대치를 상회했다. 택배부문의 전분기 대비 수익성 개선이 실적 개선을 이끌었다. 5월 이후 인상된 판가 테이블의 적용이 완료됨에 따라 2Q19 택배 부문 ASP는 약 2,000원으로 전년 동기 대비 약 5% 인상됐다. 순조로운 판가 인상 효과와 더불어 안전 관련 비용 증가가 전분기와 비슷한 50억원 수준으로 유지되는 등 안정적인 비용 통제를 통해 택배부문의 매출총이익률은 10%대를 회복했다.

## Comment

**하반기 판가 인상 효과 본격화:** 택배 및 CL 부문의 판가 인상이 순조롭게 이뤄지고 있다. 택배 부문 ASP는 2015년 이후 처음으로 2,000원대를 회복했다. 3Q19에는 인상된 판가 테이블이 온기 반영되고 단기가 높은 물량 증가까지 더해지며 ASP가 2,041원(+4%YoY)까지 오를 것으로 전망된다. W&D 부문 역시 하반기에 박스 당 5천원대의 ASP를 유지할 전망이다. 두 부문의 판가 인상 효과와 물량 증가로 동사의 3Q19 영업이익은 792억원(+75%YoY, +10%QoQ)으로 시장기대치(756억원)를 상회할 전망이다. 기준 대비 낮아진 판관비 부담을 감안해 19년 실적 추정치를 영업이익 기준 기존 추정치 대비 7.6% 상향했다.

## Action

**마음이 편하다:** 비용에 대한 우려가 점차 낮아지고 있다. 2020년 최저임금은 8,590원(+3%YoY)으로 판가 인상 효과가 2020년까지 지속될 전망이다. 게다가 18년 하반기 피업 및 사고 등으로 발생한 일회성 비용으로 인해 하반기에는 낮은 기저효과를 누릴 차례이다. 투자의견을 BUY로 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	130,500/190,500원
<b>매출액</b>	7,110	9,220	10,731	11,797	12,863	KOSDAQ /KOSPI	585/1,921pt
(증가율)	16.9	29.7	16.4	9.9	9.0	시가총액	31,253억원
<b>영업이익</b>	236	243	270	373	484	60일-평균거래량	55,090
(증가율)	3.2	3.0	11.4	37.9	29.8	외국인자본율	19.2%
<b>자배주주순이익</b>	31	38	38	71	104	60일-외국인자본율변동주이	-0.4%p
<b>EPS</b>	1,380	1,660	1,657	3,131	4,575	주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.2%
PER (H/L)	144.9/99.3	106.9/72.0	82.7	43.8	29.9	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	1.9/1.3	1.5/1.0	1.2	1.1	1.1	CJ대한통운(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	17.7/14.2	15.7/13.1	9.7	8.2	7.1	KOSPI지수대비(우)	
<b>영업이익률</b>	3.3	2.6	2.5	3.2	3.8		
ROE	1.3	1.5	1.4	2.6	3.7		

기준	1M	3M	12M
절대기준	3.8	-14.4	-9.0
상대기준	11.5	-3.3	9.1

Analyst 김평모

02 369 3053

pmkim@db-fi.com

도표 1. CJ대한통운 2Q19 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q19P	DB추경치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	2,535	2,690	-5.8	2,613	-3.0
영업이익	72	62	16.0	68	6.4
(영업이익률)	2.8	2.3	0.5	2.6	0.2
지배주주순이익	13	5	166.0	10	29.1
(지배주주순이익률)	0.5	0.2	0.3	0.4	0.1

자료: CJ대한통운, FnGuide, DB금융투

도표 2. CJ대한통운 2Q19 상세 실적 요약

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q19P	2Q18	YoY	1Q19	QoQ
매출액	2,535	2,285	11.0	2,433	4.2
CL	648	641	1.1	623	4.0
택배	643	586	9.6	613	4.9
글로벌	1,081	862	25.4	1,022	5.7
매출총이익	235	208	12.8	205	14.6
CL	63	60	5.0	60	5.0
택배	64	59	9.6	39	65.9
글로벌	93	75	23.8	89	5.2
매출총이익률	9.3	9.1	0.1	8.4	0.8
CL	9.7	9.4	0.4	9.6	0.1
택배	10.0	10.0	0.0	6.3	3.7
글로벌	8.6	8.7	-0.1	8.7	0.0
영업이익	72	57	25.7	45	58.3
영업이익률	2.8	2.5	0.3	1.9	1.0
지배주주순이익	13	5	186.8	-15	흑자전환
지배주주순이익률	0.5	0.2	0.3	-0.6	1.2

자료: DB금융투자

도표 3. CJ대한통운 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	19년			20년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
<b>매출액</b>	<b>10,731</b>	<b>10,641</b>	<b>0.8</b>	<b>11,797</b>	<b>11,702</b>	<b>0.8</b>
CL	2,700	2,611	3.4	2,797	2,702	3.5
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
<b>매출총이익</b>	<b>968</b>	<b>1,026</b>	<b>-5.7</b>	<b>1,175</b>	<b>1,172</b>	<b>0.3</b>
CL	274	278	-1.4	302	299	1.0
택배	253	253	0.0	298	298	0.0
글로벌	371	426	-12.9	503	503	0.0
<b>영업이익</b>	<b>270</b>	<b>251</b>	<b>7.6</b>	<b>373</b>	<b>341</b>	<b>9.2</b>
영업이익률	2.5	2.4	6.7	3.2	2.9	8.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>19.3</b>	<b>71</b>	<b>61</b>	<b>16.9</b>
지배주주순이익률	0.3	0.3	18.3	0.6	0.5	15.9

자료: DB금융투자

도표 4. CJ대한통운 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,000</b>	<b>2,285</b>	<b>2,419</b>	<b>2,515</b>	<b>2,433</b>	<b>2,535</b>	<b>2,720</b>	<b>3,043</b>	<b>7,110</b>	<b>9,220</b>	<b>10,731</b>	<b>11,797</b>
CL	616	641	649	620	623	648	698	732	2,493	2,525	2,700	2,797
택배	556	586	588	645	613	643	655	746	2,060	2,376	2,656	2,924
글로벌	773	862	1,048	1,010	1,022	1,081	1,176	1,299	2,607	3,656	4,577	5,242
건설	56	196	134	241	175	164	191	267	0	663	797	834
<b>매출총이익</b>	<b>175</b>	<b>208</b>	<b>207</b>	<b>238</b>	<b>205</b>	<b>235</b>	<b>265</b>	<b>263</b>	<b>756</b>	<b>828</b>	<b>968</b>	<b>1,175</b>
CL	61	60	68	75	60	63	74	78	274	263	274	302
택배	44	59	36	48	39	64	78	71	202	187	253	298
글로벌	70	75	87	95	89	93	94	95	277	327	371	503
<b>매출총이익률</b>	<b>8.8</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.5</b>	<b>8.4</b>	<b>9.3</b>	<b>9.7</b>	<b>8.6</b>	<b>10.6</b>	<b>9.0</b>	<b>9.0</b>	<b>10.0</b>
CL	9.8	9.4	10.4	12.1	9.6	9.7	10.6	10.6	11.0	10.4	10.2	10.8
택배	7.9	10.0	6.1	7.5	6.3	10.0	11.9	9.6	9.8	7.9	9.5	10.2
글로벌	9.0	8.7	8.3	9.4	8.7	8.6	8.0	7.3	10.6	8.9	8.1	9.6
<b>영업이익</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>53</b>	<b>87</b>	<b>45</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>74</b>	<b>236</b>	<b>243</b>	<b>270</b>	<b>373</b>
영업이익률	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	2.8	2.9	2.4	3.3	2.6	2.5	3.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>33</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>71</b>
지배주주순이익률	1.6	0.2	0.0	0.0	-0.6	0.5	0.4	0.9	0.4	0.4	0.3	0.6

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>1,804</b>	<b>2,181</b>	<b>2,497</b>	<b>2,786</b>	<b>3,132</b>
현금및현금성자산	154	163	234	210	229
매출채권및기타채권	1,465	1,754	1,964	2,208	2,443
재고자산	16	21	22	25	26
<b>비유동자산</b>	<b>4,505</b>	<b>5,696</b>	<b>5,811</b>	<b>6,185</b>	<b>6,672</b>
유형자산	2,430	3,306	3,498	3,925	4,461
무형자산	1,468	1,777	1,719	1,665	1,616
투자자산	129	142	124	124	124
<b>자산총계</b>	<b>6,309</b>	<b>7,877</b>	<b>8,308</b>	<b>8,971</b>	<b>9,805</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,890</b>	<b>2,614</b>	<b>2,965</b>	<b>3,276</b>	<b>3,588</b>
매입채무및기타채무	1,072	1,238	1,589	1,900	2,212
단기차입금및기타채무	477	914	914	914	914
유동성장기부채	264	377	377	377	377
<b>비유동부채</b>	<b>1,636</b>	<b>2,124</b>	<b>2,124</b>	<b>2,324</b>	<b>2,624</b>
사채및장기차입금	1,456	1,584	1,584	1,784	2,084
<b>부채총계</b>	<b>3,526</b>	<b>4,738</b>	<b>5,089</b>	<b>5,600</b>	<b>6,212</b>
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	574	600	638	710	814
비자매주자지분	411	477	519	599	717
<b>자본총계</b>	<b>2,783</b>	<b>3,139</b>	<b>3,219</b>	<b>3,371</b>	<b>3,592</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>246</b>	<b>62</b>	<b>668</b>	<b>687</b>	<b>819</b>
당기순이익	39	52	80	152	222
현금유동이 없는 비용 및 수익	335	382	499	581	680
유형 및 무형자산상각비	161	214	377	430	494
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-53</b>	<b>-254</b>	<b>119</b>	<b>11</b>	<b>0</b>
매출채권및기타채권의감소	-223	-59	-210	-245	-235
재고자산의감소	0	-1	-1	-2	-2
매입채권및기타채무의증가	85	-9	351	311	312
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-690</b>	<b>-843</b>	<b>-500</b>	<b>-811</b>	<b>-991</b>
CAPEX	-485	-520	-510	-804	-982
투자자산의순증	38	-13	18	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>456</b>	<b>778</b>	<b>-97</b>	<b>100</b>	<b>191</b>
사채및차입금의증가	444	679	0	200	300
자본금및자본잉여금의증가	0	12	0	0	0
배당금지급	-1	-2	0	0	0
기타현금흐름	2	12	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>71</b>	<b>-24</b>	<b>19</b>
기초현금	139	154	163	234	210
기말현금	154	163	234	210	229

자료: CJ 대한통운, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>7,110</b>	<b>9,220</b>	<b>10,731</b>	<b>11,797</b>	<b>12,863</b>
매출원가	6,354	8,392	9,763	10,622	11,513
<b>매출총이익</b>	<b>756</b>	<b>828</b>	<b>968</b>	<b>1,175</b>	<b>1,351</b>
판관비	521	585	697	802	867
<b>영업이익</b>	<b>236</b>	<b>243</b>	<b>270</b>	<b>373</b>	<b>484</b>
EBITDA	397	456	647	803	978
<b>영업외손익</b>	<b>-163</b>	<b>-158</b>	<b>-160</b>	<b>-164</b>	<b>-180</b>
금융순익	-65	-85	-85	-93	-102
투자순익	-20	-26	32	47	51
기타영업외손익	-78	-47	-107	-118	-129
<b>세전이익</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>110</b>	<b>208</b>	<b>305</b>
증당사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>152</b>	<b>222</b>
자비주주지분순이익	31	38	38	71	104
비자비주주지분순이익	7	14	42	80	117
<b>총포괄이익</b>	<b>-11</b>	<b>55</b>	<b>80</b>	<b>152</b>	<b>222</b>
증감률(%YoY)					
매출액	16.9	29.7	16.4	9.9	9.0
영업이익	3.2	3.0	11.4	37.9	29.8
EPS	-43.6	20.3	-0.2	89.0	46.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,380	1,660	1,657	3,131	4,575
BPS	103,964	116,702	118,358	121,489	126,065
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	101.4	100.6	82.7	43.8	29.9
P/B	1.3	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	14.2	15.3	9.7	8.2	7.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.3	2.6	2.5	3.2	3.8
EBITDA마진	5.6	5.0	6.0	6.8	7.6
순이익률	0.5	0.6	0.7	1.3	1.7
ROE	1.3	1.5	1.4	2.6	3.7
ROA	0.7	0.7	1.0	1.8	2.4
ROIC	2.8	2.7	3.2	4.3	5.2
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	126.7	150.9	158.1	166.1	172.9
이자보상배율(배)	4.3	2.8	2.8	3.7	4.5
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

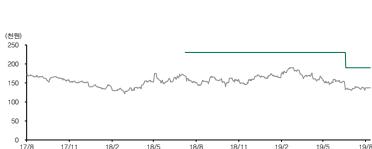
## 기타 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## CJ대한통운 현주가 및 목표주가 차트



주: \*표는 담당자 변경

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

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