

CJ대한통운

BUY(유지)

000120 기업분석 | 운송

목표주가(유지)	190,000원	현재주가(01/17)	144,000원	Up/Downside	+31.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 01. 20

동남아 택배 시장이 열린다

Comment

동남아 거점 지역 방문: 1/7~10 총 4일간 CJ대한통운의 태국과 말레이시아 사업장을 방문했다. 19년 태국 법인의 매출은 약 600억원 수준으로 택배 사업과 콜드 체인 위주로 사업을 영위 중이다. 매출 비중은 택배 40% CL이 20% 수준이다. 말레이시아 법인은 지난 2016년 상장사인 Century Logistics를 인수하며 사업을 영위 중이다. 동 법인의 택배 사업 매출 비중은 아직 미미하고 오일 및 가스 물류 및 CL이 대부분의 매출을 차지하는 것이 특징이다.

동남아 택배 물류 초고속 성장: 두 지역 모두 전체 택배 시장의 성장률은 높지 않지만 동사의 해당 지역 내 성장은 연평균 100%를 상회 중이다. 주요 투자가 완료되는 2020~21년 이후에는 이를 뛰어넘는 초고속 성장이 예상된다. 두 지역의 처리 기능 물량은 21년에 약 일 60만 박스로 증가해 19년 대비 약 4배 가깝게 증가할 예정이다. 동남아 택배 사업은 현재 적자를 유지 중이나 고정비를 상회 중이고 물량 증설이 완료되는 21~22년이면 영업이익 기준 흑자 전환이 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 글로벌 부문의 수익성 역시 19년을 저점으로 점차 개선될 전망이다.

4Q19 컨센서스 부합 전망: 4Q19 영업이익은 택배부문의 수익성 개선과 전사적인 비용 절감 노력의 효과로 965억원(+10%YoY, +9%QoQ)을 기록, 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다.

Action

택배 제값 받기 효과 20년에도 지속: 택배 부문의 판가 인상 및 제값 받기 효과는 2020년에도 지속될 전망이다. 영업 및 영업외 손익의 개선으로 베이스에이션 부담 역시 점차 완화될 전망이다. 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	주요주주	CJ제일제당 외 2 인	40.2%
매출액	7,110	9,220	10,455	11,397	12,474	KOSDAQ /KOSPI	688/2,251pt	(천원)	(pt)	
(증가율)	16.9	29.7	13.4	9.0	9.5	시가총액	32,850억원			
영업이익	236	243	276	308	411	60일-평균거래량	43,459			
(증가율)	3.2	3.0	13.8	11.5	33.3	외국인지분율	19.7%			
자배주주순이익	31	38	41	51	81	60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p			
EPS	1,380	1,660	1,806	2,244	3,559	주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.2%			
PER (H/L)	144.9/99.3	106.9/72.0	85.8	64.2	40.5	(전월)	500			
PBR (H/L)	1.9/1.3	1.5/1.0	1.3	1.2	1.2	CJ대한통운(좌)	200			
EV/EBITDA (H/L)	17.7/14.2	15.7/13.1	10.3	9.1	7.9	KOSPI지수대비(우)	0			
영업이익률	3.3	2.6	2.6	2.7	3.3					
ROE	1.3	1.5	1.5	1.9	2.9					
주가상승률					1M	3M	12M			
절대기준					-5.6	-3.4	-16.5			
상대기준					-7.9	-10.8	-21.8			

태국 & 말레이시아 CJ대한통운의 동남아 사업 거점 지역

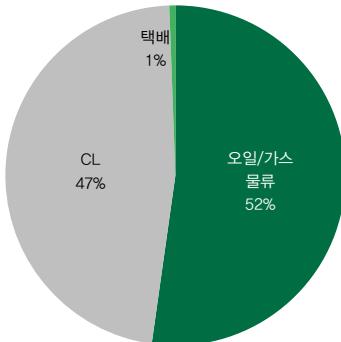
1/7~10 총 4일간 CJ대한통운의 태국과 말레이시아 사업장을 방문했다. 태국은 인도 차이나 반도 중심에 위치해 반도 내 물류에 강점이 있는 지역으로 동사는 2018년 JWD 그룹과 JV를 설립하며 태국 내 물류 체널을 확장해 왔다. 19년 태국 법인의 매출은 약 600억원 수준으로 택배 사업과 콜드 체인 위주로 사업을 영위 중이다. 매출 비중은 택배 40% CL이 20% 수준이다. 말레이시아 법인은 지난 2016년 상장사인 Century Logistics를 인수하며 사업을 영위 중이다. 동 법인은 아직 택배 사업의 매출 비중은 미미하고 오일 및 가스 물류 및 CL이 대부분의 매출을 차지하는 것이 특징이다.

도표 1. CJ대한통운 태국 Bangna 물류센터



자료: CJ대한통운, DB금융투자

도표 2. CJ Century CL 및 오일 관련 물류가 주요 매출

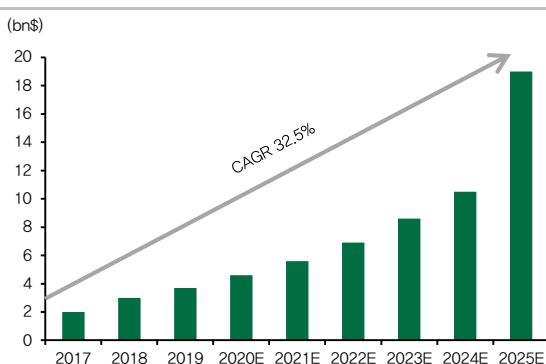


자료: CJ대한통운, DB금융투자

태국 택배 사업 특징

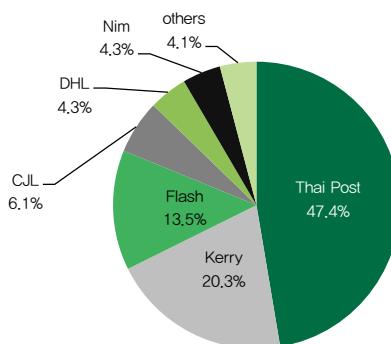
태국 택배 법인의 M/S는 Flash에 이은 4위로 일 처리 가능 물량은 2.5만 박스에 그쳤지만 Bangna 물류 센터 구축 이후 10만박스 수준으로 증가했다. 진행중인 투자가 완료되면 일 처리 물량은 최대 일 40만 박스까지 증가한다. 동사 택배 사업의 가장 큰 고객은 LAZADA이나, 태국 e-Commerce 시장이 SNS를 통한 개인 사업자들의 판매 비중이 높은 것이 특징이다. 또한 배송 기사가 배송 시 현금을 받아 판매자에게 전달하는 COD(Cash on Delivery)비중이 약 80%에 달한다. 태국 택배 시장은 현재 일 250만 박스 수준으로 6%대 성장에 그치고 있지만 e-Commerce 시장은 약 33%대의 성장을 유지 중으로 동사 역시 e-Commerce 비중이 빠르게 상승 중이다.

도표 3. 태국 e-Commerce 시장 연평균 33% 성장 전망



자료: CJ대한통운, DB금융투자

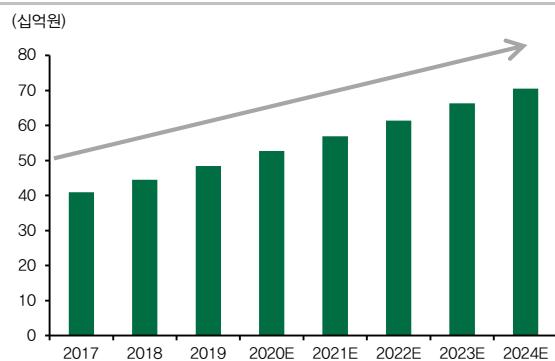
도표 4. CJ대한통운 태국 택배 시장 4위



자료: CJ대한통운, DB금융투자

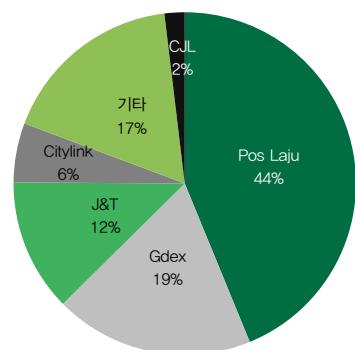
말레이시아 택배 사업 21년 일 처리 물량 17.5만 박스로 7배 증가	말레이시아 택배 시장은 일 80만 박스로 태국 대비 1/4 수준이며 태국과 마찬가지로 COD 비중이 높은 것이 특징이다. 동사의 말레이시아 내 점유율 약 2%로 하루 최대 2.5만 박스를 처리 가능하다. 2020년 7월에 2기 투자가 원료되면 일처리 가능 물량은 10만박스로 증가하게 되고 21년 7월이면 17.5만 박스까지 증가한다. 이를 위해 동사는 2020년에 1,500만 링깃(약 43억원)을 투자할 계획이다. 주요 고객은 태국과 마찬가지로 LAZADA와 CJ오쇼핑이다.
---	---

도표 5. 말레이시아 소회물택배시장 성장률 및 전망



자료: CJ대한통운, DB금융투자

도표 6. CJ Century 말레이시아 내 점유율 2% 수준

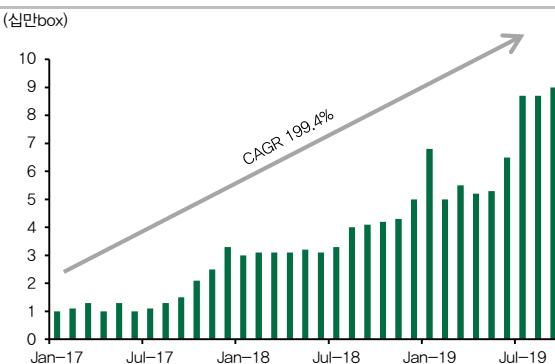


자료: CJ대한통운, DB금융투자

동남아 내 택배 CAPA 21년 19년 대비 약 4배 증가

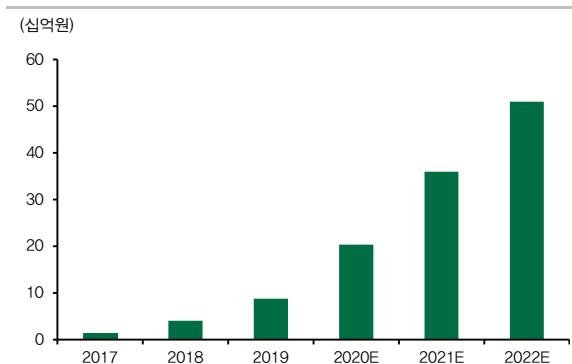
CJ대한통운의 택배 사업은 태국과 말레이시아 두 지역 모두 높은 성장을 보이고 있는 가운데 동사는 국내 택배 사업에서 얻은 노하우를 해당 지역에 빠르게 접목 중이다. 두 지역 모두 전체 택배 시장의 성장률은 높지 않지만 동사의 해당 지역 내 성장은 연평균 100%를 상회 중이다. 주요 투자가 완료되는 2020~21년 이후에는 이를 뛰어넘는 초고속 성장이 예상된다. 두 지역의 처리 가능 물량은 21년에 약 일 60만 박스로 증가해 19년 대비 약 4배 가깝게 증가할 예정이다.

도표 7. 태국 내 CJ대한통운 물류 성장률



자료: CJ대한통운, DB금융투자

도표 8. CJ Century 택배사업 매출 달성을 계획



자료: CJ대한통운, DB금융투자

동남아 택배
사업 21~22년
흑자 전환 예상

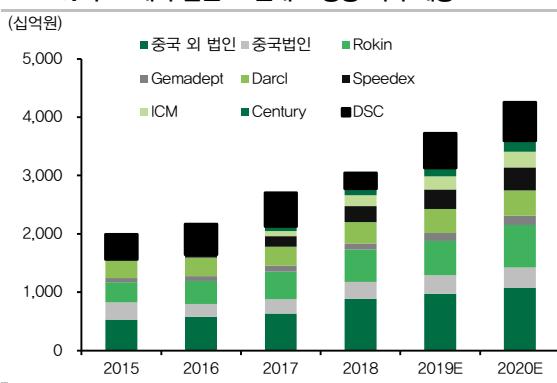
물량 증가 외에도 동사는 두 지역에 모두 정밀화물체적시스템인 ITS(Intelligent Terminal System)를 적용해 이른 시기부터 택배 제값 받기율을 진행 중이다. 두 지역 모두 아직 택배 사업은 적자를 유지하고 있으나 고정비를 상회하는 수익성을 보이고 있는 점을 감안하면 물량 증설이 완료되는 21~22년이면 영업이익 기준 흑자 전환이 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 글로벌 부문의 수익성 역시 19년을 저점으로 점차 개선될 전망이다.

4Q19 실적

컨센서스 부합
전망

4Q19 실적은 매출액 2조 8,652억원(+14%YoY, +9%QoQ) 및 영업이익 965억원(+10%YoY, +9%QoQ)으로 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 실적 개선은 2~3분기에 이은 택배부문의 수익성 개선과 전사적인 비용 절감에 의한 것으로 3분기에 이어 3%대 영업이익률을 이어갈 전망이다.

도표 9. 주요 해외 법인 20년대 고성장 지속 예상



자료: DB금융투자

도표 10. 글로벌부문 수익성 19년 이후 점차 개선 전망



자료: DB금융투자

도표 11. CJ대한통운 부문별 실적 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,000	2,285	2,419	2,515	2,433	2,535	2,622	2,865	7,110	9,220	10,455	11,397
CL	616	641	649	620	623	648	640	789	2,493	2,525	2,700	2,797
택배	556	586	588	645	613	643	664	737	2,060	2,376	2,656	2,924
글로벌	773	862	1,048	1,010	1,022	1,081	1,149	1,050	2,607	3,656	4,301	4,842
건설	56	196	134	241	175	164	169	290	0	663	797	834
매출총이익	175	208	207	238	205	235	247	262	756	828	945	1,080
CL	61	60	68	75	60	63	65	83	274	263	274	302
택배	44	59	36	48	39	64	70	80	202	187	253	309
글로벌	70	75	87	95	89	93	99	75	277	327	348	397
매출총이익률	8.8	9.1	8.5	9.5	8.4	9.3	9.4	9.2	10.6	9.0	9.0	9.5
CL	9.8	9.4	10.4	12.1	9.6	9.7	10.2	10.6	11.0	10.4	10.2	10.8
택배	7.9	10.0	6.1	7.5	6.3	10.0	10.5	10.8	9.8	7.9	9.5	10.6
글로벌	9.0	8.7	8.3	9.4	8.7	8.6	8.6	7.1	10.6	8.9	8.1	8.2
영업이익	45	57	53	87	45	72	89	96	236	243	276	308
영업이익률	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	2.8	3.4	3.4	3.3	2.6	2.6	2.7
지배주주순이익	33	5	0	0	-15	13	6	37	31	38	41	51
지배주주순이익률	1.6	0.2	0.0	0.0	-0.6	0.5	0.2	1.3	0.4	0.4	0.4	0.4

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,804	2,181	2,267	3,296	4,365
현금및현금성자산	154	163	201	968	1,695
매출채권및기타채권	1,465	1,754	1,768	1,961	2,211
재고자산	16	21	22	24	26
비유동자산	4,505	5,696	5,829	6,209	6,626
유형자산	2,430	3,306	3,498	3,931	4,397
무형자산	1,468	1,777	1,719	1,665	1,616
투자자산	129	142	142	142	142
자산총계	6,309	7,877	8,289	9,697	11,184
유동부채	1,890	2,614	2,939	3,238	3,552
매입채무및기타채무	1,072	1,238	1,563	1,862	2,176
단기应付 및 당기차채	477	914	914	914	914
유동성장기부채	264	377	377	377	377
비유동부채	1,636	2,124	2,124	4,124	4,124
사채및장기차입금	1,456	1,584	1,584	2,584	3,584
부채총계	3,526	4,738	5,063	6,362	7,676
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	574	600	642	693	774
비자본주자분	411	477	523	580	672
자본총계	2,783	3,139	3,226	3,335	3,507

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	246	62	845	692	763
당기순이익	39	52	87	109	172
현금유동이 없는 비용 및 수익	335	382	502	572	669
유형 및 무형자산상각비	161	214	377	431	487
영업관련자산부채변동	-53	-254	289	52	-13
매출채권및기타채권의 감소	-223	-59	-15	-192	-250
재고자산의 감소	0	-1	-1	-2	-2
매입채무및기타채무의 증가	85	-9	325	300	314
투자활동현금흐름	-690	-843	-518	-811	-890
CAPEX	-485	-520	-510	-811	-904
투자자산의 순증	38	-13	0	0	0
재무활동현금흐름	456	778	-97	886	853
세제차이금의 증가	444	679	0	1,000	1,000
자본금 및 자본잉여금의 증가	0	12	0	0	0
배당금지급	-1	-2	0	0	0
기타현금흐름	2	12	-192	0	0
현금의 증가	16	9	37	768	727
기초현금	139	154	163	201	968
기말현금	154	163	201	968	1,695

자료: CJ대한통운 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,455	11,397	12,474
매출원가	6,354	8,392	9,509	10,317	11,225
매출총이익	756	828	945	1,080	1,248
판관비	521	585	669	772	838
영업이익	236	243	276	308	411
EBITDA	397	456	653	739	897
영업외손익	-163	-158	-157	-158	-174
금융순익	-65	-85	-83	-90	-99
투자순익	-20	-26	31	46	50
기타영업외손익	-78	-47	-105	-114	-125
세전이익	73	85	120	149	237
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	52	87	109	172
자비내주주지분순이익	31	38	41	51	81
비자내주주지분순이익	7	14	46	57	91
총포괄이익	-11	55	87	109	172
증감률(%YoY)					
매출액	16.9	29.7	13.4	9.0	9.5
영업이익	3.2	3.0	13.8	11.5	33.3
EPS	-43.6	20.3	8.8	24.2	58.6

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

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,380	1,660	1,806	2,244	3,559
BPS	103,964	116,702	118,508	120,751	124,310
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	101.4	100.6	85.8	64.2	40.5
P/B	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	14.2	15.3	10.3	9.1	7.9
수익성(%)					
영업이익률	3.3	2.6	2.6	2.7	3.3
EBITDA마진	5.6	5.0	6.2	6.5	7.2
순이익률	0.5	0.6	0.8	1.0	1.4
ROE	1.3	1.5	1.5	1.9	2.9
ROA	0.7	0.7	1.1	1.2	1.7
ROIC	2.8	2.7	3.3	3.7	4.6
안정성 및 기타					
부채비율(%)	126.7	150.9	156.9	190.8	218.9
이자보상배율(배)	4.3	2.8	2.8	2.7	2.8
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 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 폴리울은 수정주가를 기준으로 신출하였습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 CJ대한통운의 기업설명회에 해당 회사 비용으로 침석한 사실이 있음을 고지합니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) – 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

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

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

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균				평균
18/07/16	Buy	230,000	-29.9	17/12/27	Buy	200,000	-17.2
19/06/27	Buy	190,000	-	-	-	-	-

