

태국 & 말레이시아 CJ대한통운의 동남아 사업 거점 지역

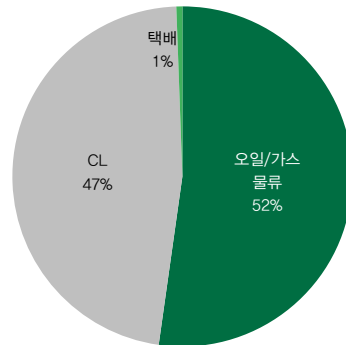
1/7~10 총 4일간 CJ대한통운의 태국과 말레이시아 사업장을 방문했다. 태국은 인도 차이나 반도 중심에 위치해 반도 내 물류에 강점이 있는 지역으로 동사는 2018년 JWD 그룹과 JV를 설립하며 태국 내 물류 채널을 확대해 왔다. 19년 태국 법인의 매출은 약 600억원 수준으로 택배 사업과 콜드 체인 위주로 사업을 영위 중이다. 매출 비중은 택배 40% CL이 20% 수준이다. 말레이시아 법인은 지난 2016년 상장사인 Century Logistics를 인수하며 사업을 영위 중이다. 동 법인은 아직 택배 사업의 매출 비중은 미미하고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

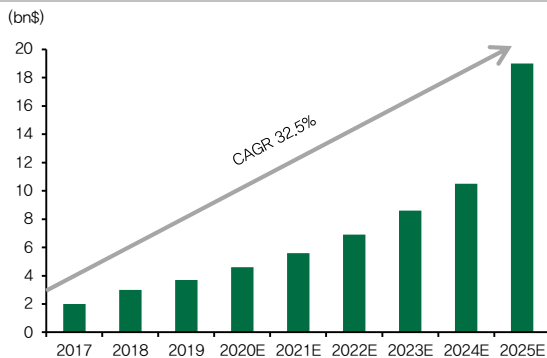


자료: CJ대한통운, DB금융투자

태국 택배 사업 높은 e-Commerce 비중과 COD과 특징

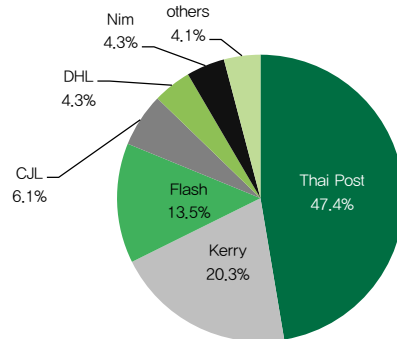
태국 택배 법인의 M/S는 Flash에 이은 4위로 일 처리 가능 물량은 2.5만 박스에 그쳤지만 Bangna 물류 센터 구축 이후 10만박스 수준으로 증가했다. 진행중인 투자가 완료되면 일 처리 물량은 최대 일 40만 박스까지 증가한다. 동사 택배 사업의 가장 큰 고객은 LAZADA이나, 태국 e-Commerce 시장이 SNS를 통한 개인 사업자들의 판매 비중이 높은 것이 특징이다. 또한 배송 기사가 배송 시 현금을 받아 판매자에게 전달하는 COD(Cash on Delivery)비중이 약 80%에 달한다. 태국 택배 시장은 현재 일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

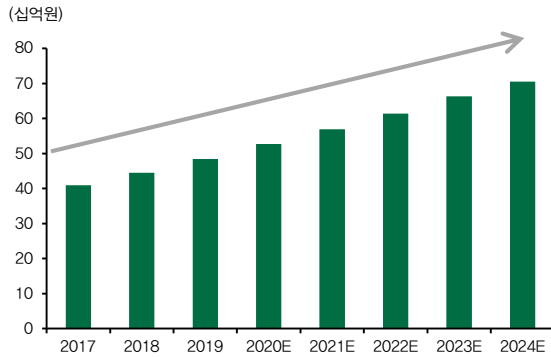
도표 4. CJ대한통운 태국 택배 시장 4위



자료: CJ대한통운, DB금융투자

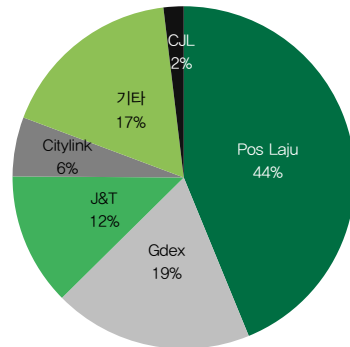
말레이시아 택배 사업 21년 일 처리 물량 17.5만 박스로 7배 증가
 말레이시아 택배 시장은 일 80만 박스로 태국 대비 1/4 수준이며 태국과 마찬가지로 COD 비중이 높은 것이 특징이다. 동사의 말레이시아 내 점유율 약 2%로 하루 최대 2.5만 박스를 처리 가능하다. 2020년 7월에 2기 투자가 완료되면 일처리 가능 물량은 10만박스로 증가하게 되고 21년 7월이면 17.5만 박스까지 증가한다. 이를 위해 동사는 2020년에 1,500만 링깃(약 43억원)을 투자할 계획이다. 주요 고객은 태국과 마찬가지로 LAZADA와 CJ오쇼핑이다.

도표 5. 말레이시아 소회물택배시장 성장률 및 전망



자료: CJ대한통운, DB금융투자

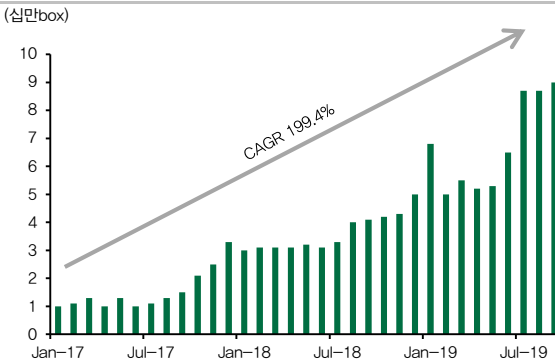
도표 6. CJ Century 말레이시아 내 점유율 2% 수준



자료: CJ대한통운, DB금융투자

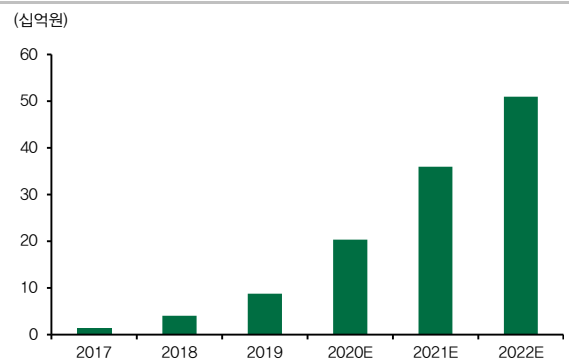
동남아 내 택배 사업 21년 대비 약 4배 증가
 CJ대한통운의 택배 사업은 태국과 말레이시아 두 지역 모두 높은 성장을 보이고 있는 가운데 동사는 국내 택배 사업에서 얻은 노하우를 해당 지역에 빠르게 접목 중이다. 두 지역 모두 전체 택배 시장의 성장률은 높지 않지만 동사의 해당 지역 내 성장은 연평균 100%를 상회 중이다. 주요 투자가 완료되는 2020~21년 이후에는 이를 뛰어넘는 초고속 성장이 예상된다. 두 지역의 처리 가능 물량은 21년에 약 일 60만 박스로 증가해 19년 대비 약 4배 가깝게 증가할 예정이다.

도표 7. 태국 내 CJ대한통운 물류 성장률



자료: CJ대한통운, DB금융투자

도표 8. CJ Century 택배사업 매출 달성 계획



자료: CJ대한통운, DB금융투자

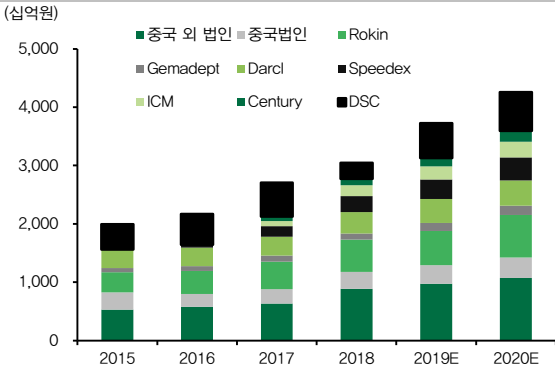
동남아 택배
사업 21~22년
흑자 전환 예상

물량 증가 외에도 동사는 두 지역에 모두 정밀화물체적시스템인 ITS(Intelligent Terminal System)를 적용해 이른 시기부터 택배 제값 받기를 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

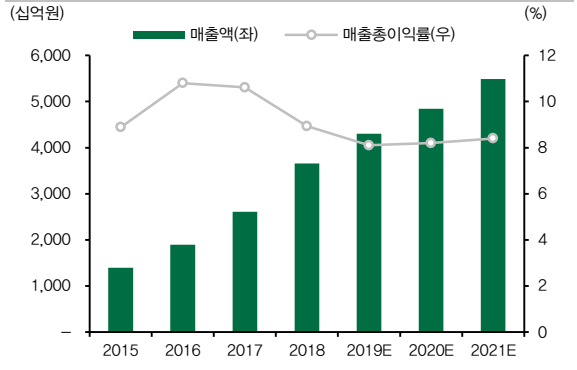
4Q19 실적은 매출액 2조 8,652억원(+14%YoY, +9%QoQ) 및 영업이익 965억원(+10%YoY, +9%QoQ)으로 컨센서스 에 부합할 것으로 예상된다. 실적 개선은 2~3분기에 이은 택배부문의 수익성 개선과 전사적인 비용 절감에 의한 것으로 3분기에 이어 3%대 영업이익률을 이어갈 전망이다.

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

(단위: 십억원, %)

	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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
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
단기차입금및단기차채	477	914	914	914	914
유동성장기부채	264	377	377	377	377
비유동부채	1,636	2,124	2,124	3,124	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
비배주주지분	411	477	523	580	672
자본총계	2,783	3,139	3,226	3,335	3,507

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	246	62	845	692	763
당기순이익	39	52	87	109	172
현금유출이없는비용및수익	335	382	502	572	669
유형및무형자산상각비	161	214	377	431	487
영업관련자산부채변동	-53	-254	289	52	-13
매출채권및기타채권의감소	-223	-59	-15	-192	-250
재고자산의감소	0	-1	-1	-2	-2
매입채무및기타채무의증가	85	-9	325	300	314
투자활동현금흐름	-690	-843	-518	-811	-890
CAPEX	-485	-520	-510	-811	-904
투자자산의순증	38	-13	0	0	0
재무활동현금흐름	456	778	-97	886	853
사채및차입금의 증가	444	679	0	1,000	1,000
자본금및자본잉여금의증가	0	12	0	0	0
배당금지급	-1	-2	0	0	0
기타현금흐름	2	12	-192	0	0
현금의증가	16	9	37	768	727
기초현금	139	154	163	201	968
기말현금	154	163	201	968	1,695

자료: CJ 대한통운, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
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
판매비	521	585	669	772	838
영업이익	236	243	276	308	411
EBITDA	397	456	653	739	897
영업외손익	-163	-158	-157	-158	-174
금융손익	-65	-85	-83	-90	-99
투자손익	-20	-26	31	46	50
기타영업외손익	-78	-47	-105	-114	-125
세전이익	73	85	120	149	237
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	52	87	109	172
자배주주지분순이익	31	38	41	51	81
비배주주지분순이익	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 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(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
안정성및기타					
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

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 게재된 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.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 CJ대한통운의 기업설명회에 해당 회사 비용으로 참석하신 사실이 있음을 고지합니다.

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

기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

CJ대한통운 현재주 및 목표주가 차트



업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

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