

## CJ대한통운

BUY(유지)

000120 기업분석 | 운송

목표주가(유지)	190,000원	현재주가(11/06)	160,000원	Up/Downside	+18.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 11. 09

## 높아지는 비용 증가 우려

## News

**3Q20, 택배만으로는 부족:** CJ대한통운의 3Q20 실적은 매출액 2조 7,745억원(+6%YoY, +5%QoQ), 영업이익 925억원(+4%YoY, +10%QoQ)으로 컨센서스를 하회했다. 택배부문의 물량 증가(+28%YoY)에 의한 매출 성장(+26%YoY)이 지속됐지만 도급 및 간선 비용의 증가로 영업이익률 1%p 악화됐다. 글로벌 부문은 주요 지역의 봉쇄조치가 해소됨에 따라 매출(+2%YoY) 및 영업이익(+12%YoY) 모두 전년 동기 대비 반등했다. CL부문은 항만 물동량 하락으로 매출(-2%YoY) 감소가 지속됐다.

## Comment

**택배 부문 불확실성 UP:** 주요 해외 지역의 경제 활동이 정상화됨에 따라 글로벌 부문의 매출은 21년까지 지속 성장 할 것으로 예상한다. CL 부문 역시 자동차 수출의 증가 등으로 인해 점진적인 개선이 예상된다. 문제는 20년에 실적 개선을 견인해온 택배 부문의 불확실성이다. 20년의 높은 기저효과로 인해 21년에는 전체 택배 시장의 물량 증가가 둔화될 것으로 예상된다. 쿠팡의 택배 사업 진출 역시 부담이다. 쿠팡향 택배 물량은 감소할 수 밖에 없고 경쟁 사업자의 진출로 M/S의 일부 하락 역시 불가피하기 때문이다. 21년 최저임금은 시간당 8,720원(+2%YoY)으로 증가가 미미 하지만 분류 작업 신규 인력 투입에 따른 비용 증가는 매출원가율을 악화시킬 전망이다. 비용 증가로 동사의 4Q20 실적은 매출액 3조 7,0736억원 (+9%YoY), 영업이익 1,059억원(+3%YoY)으로 컨센서스(1,105억원)를 하회할 전망이다. 21년 실적추정치를 영업이익 기준 15% 하향한다

## Action

**높아지는 부담감:** 21년 FWD PBR0 1.1배에 머물러 있고, 21년까지 실적 개선이 지속되는 점을 감안해 동사의 투자의견을 BUY로 유지한다. 하지만 추가적인 목표주가 상향을 위해서는 택배 M/S 하락 및 비용 증가와 같은 우려들을 떨쳐낼 필요가 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	118,500/188,500원
<b>매출액</b>	9,220	10,415	11,013	11,957	13,052	KOSDAQ /KOSPI	837/2,417pt
(증가율)	29.7	13.0	5.7	8.6	9.2	시가총액	36,500억원
영업이익	243	307	340	452	518	60일-평균거래량	130,213
(증가율)	3.0	26.6	10.8	32.7	14.6	외국인지분율	22.1%
자배주주순이익	53	40	127	144	189	60일-외국인지분율변동추이	+1.6%p
EPS	2,309	1,741	5,587	6,318	8,269	주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.2%
PER (H/L)	76.9/51.8	112.0/74.1	28.6	25.3	19.3	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	1.5/1.0	1.5/1.0	1.2	1.1	1.1	CJ대한통운(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	15.6/13.0	10.6/8.7	8.2	6.7	5.6	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	2.6	2.9	3.1	3.8	4.0		
ROE	2.1	1.4	4.2	4.5	5.6		
주가상승률					1M	3M	12M
절대기준					-10.6	4.6	-3.0
상대기준					-12.5	1.4	-14.0

도표 1. CJ대한통운 3Q20 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q20P	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	2,775	2,818	-1.5	2,796	-0.8
영업이익	92	94	-1.4	98	-5.6
(영업이익률)	3.3	3.3	0.0	3.5	-0.2
지배주주순이익	42	26	63.0	31	38.3
(지배주주순이익률)	1.5	0.9	0.6	1.1	0.4

자료: CJ대한통운, FnGuide, DB금융투

도표 2. CJ대한통운 3Q20 상세 실적 요약

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q20P	3Q19	YoY	2Q20	QoQ
매출액	2,775	2,622	5.8	2,650	4.7
CL	661	677	-2.3	616	7.3
택배	788	628	25.5	780	1.1
글로벌	1,175	1,149	2.3	1,062	10.6
매출총이익	253	251	0.6	268	-5.7
CL	64	69	-6.7	68	-5.2
택배	74	70	6.2	93	-20.0
글로벌	95	99	-3.9	91	4.7
매출총이익률	9.1	9.6	-0.5	10.1	-1.0
CL	9.7	10.2	-0.5	11.0	-1.3
택배	9.4	11.1	-1.7	11.9	-2.5
글로벌	8.1	8.6	-0.5	8.5	-0.5
영업이익	92	89	4.3	84	10.3
영업이익률	3.3	3.4	-0.1	3.2	0.2
지배주주순이익	42	6	598.1	33	26.2
지배주주순이익률	1.5	0.2	1.3	1.3	0.3

자료: DB금융투자

도표 3. CJ대한통운 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	20년			21년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
<b>매출액</b>	<b>11,013</b>	<b>10,914</b>	<b>0.9</b>	<b>11,957</b>	<b>12,021</b>	<b>-0.5</b>
CL	2,724	2,724	0.0	2,829	2,829	0.0
택배	3,116	3,017	3.3	3,256	3,321	-2.0
글로벌	4,423	4,423	0.0	5,072	5,072	0.0
건설	750	750	0.0	800	800	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>1,020</b>	<b>1,067</b>	<b>-4.4</b>	<b>1,200</b>	<b>1,282</b>	<b>-6.4</b>
CL	278	278	0.0	301	301	0.0
택배	334	377	-11.3	372	454	-18.1
글로벌	358	363	-1.2	456	456	0.0
<b>영업이익</b>	<b>340</b>	<b>337</b>	<b>1.0</b>	<b>452</b>	<b>530</b>	<b>-14.8</b>
영업이익률	3.1	3.1	0.0	3.8	4.4	-0.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>127</b>	<b>72</b>	<b>78.0</b>	<b>144</b>	<b>146</b>	<b>-1.4</b>
지배주주순이익률	1.2	0.7	0.5	1.2	1.2	0.0

자료: DB금융투자

도표 4. CJ대한통운 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,433</b>	<b>2,535</b>	<b>2,622</b>	<b>2,826</b>	<b>2,515</b>	<b>2,650</b>	<b>2,775</b>	<b>3,074</b>	<b>10,415</b>	<b>11,013</b>	<b>11,957</b>
CL	660	682	677	712	640	616	661	807	2,731	2,724	2,829
택배	575	609	628	690	728	780	788	820	2,502	3,116	3,256
글로벌	1,022	1,081	1,149	1,191	996	1,062	1,175	1,191	4,442	4,423	5,072
건설	175	164	169	233	152	192	150	256	740	750	800
<b>매출총이익</b>	<b>207</b>	<b>235</b>	<b>251</b>	<b>279</b>	<b>222</b>	<b>268</b>	<b>253</b>	<b>278</b>	<b>973</b>	<b>1,020</b>	<b>1,200</b>
CL	62	66	69	76	63	68	64	83	273	278	301
택배	39	61	70	68	77	93	74	90	238	334	372
글로벌	89	93	99	111	69	91	95	104	392	358	456
<b>매출총이익률</b>	<b>8.5</b>	<b>9.3</b>	<b>9.6</b>	<b>9.9</b>	<b>8.8</b>	<b>10.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.0</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>10.0</b>
CL	9.4	9.7	10.2	10.6	9.8	11.0	9.7	10.3	10.0	10.2	10.6
택배	6.7	10.0	11.1	9.9	10.6	11.9	9.4	11.0	9.5	10.7	11.4
글로벌	8.7	8.6	8.6	9.3	6.9	8.5	8.1	8.7	8.8	8.1	9.0
<b>영업이익</b>	<b>45</b>	<b>72</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>58</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>106</b>	<b>307</b>	<b>340</b>	<b>452</b>
영업이익률	1.9	2.8	3.4	3.6	2.3	3.2	3.3	3.4	2.9	3.1	3.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>-15</b>	<b>14</b>	<b>6</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>127</b>	<b>144</b>
지배주주순이익률	-0.6	0.5	0.2	1.2	0.6	1.3	1.5	1.2	0.4	1.2	1.2

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>2,181</b>	<b>2,322</b>	<b>2,604</b>	<b>2,999</b>	<b>3,471</b>
현금및현금성자산	163	221	275	599	925
매출채권및기타채권	1,452	1,480	1,689	1,739	1,865
재고자산	21	23	23	25	27
<b>비유동자산</b>	<b>5,688</b>	<b>6,788</b>	<b>7,069</b>	<b>7,449</b>	<b>7,888</b>
유형자산	3,306	3,519	3,854	4,283	4,766
무형자산	1,777	1,673	1,620	1,571	1,526
투자자산	263	205	205	205	205
<b>자산총계</b>	<b>7,869</b>	<b>9,110</b>	<b>10,160</b>	<b>10,935</b>	<b>11,846</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,614</b>	<b>2,509</b>	<b>2,925</b>	<b>3,333</b>	<b>4,037</b>
매입채무및기타채무	1,228	1,516	1,932	2,340	3,044
단기应付및단기차채	914	273	273	273	273
유동성장기부채	377	293	293	293	293
<b>비유동부채</b>	<b>2,124</b>	<b>2,946</b>	<b>3,446</b>	<b>3,646</b>	<b>3,646</b>
사채및장기차입금	1,584	1,526	2,026	2,226	2,226
<b>부채총계</b>	<b>4,738</b>	<b>5,455</b>	<b>6,371</b>	<b>6,979</b>	<b>7,683</b>
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,260	2,227	2,227	2,227	2,227
이익잉여금	592	612	740	884	1,072
비자본주자분	477	663	670	692	712
<b>자본총계</b>	<b>3,131</b>	<b>3,655</b>	<b>3,789</b>	<b>3,956</b>	<b>4,164</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>62</b>	<b>849</b>	<b>1,048</b>	<b>1,320</b>	<b>1,669</b>
당기순이익	67	51	134	166	208
현금유동이없는비용및수익	368	657	784	919	1,015
유형및무형자산상각비	214	432	585	666	756
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-254</b>	<b>286</b>	<b>193</b>	<b>341</b>	<b>560</b>
매출채권및기타채권의감소	-63	-34	-209	-51	-125
재고자산의감소	-1	0	0	-2	-3
마이너스부채및기타채무의증가	-9	72	416	408	704
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-843</b>	<b>-319</b>	<b>-863</b>	<b>-1,038</b>	<b>-1,182</b>
CAPEX	-520	-414	-866	-1,045	-1,195
투자자산의순증	-167	62	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>779</b>	<b>-473</b>	<b>357</b>	<b>42</b>	<b>-162</b>
사채및자본금의증가	679	217	500	200	0
자본금및자본잉여금의증가	12	-33	0	0	0
배당금지급	-2	-1	0	0	0
기타현금흐름	12	0	-487	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>9</b>	<b>58</b>	<b>54</b>	<b>324</b>	<b>326</b>
기초현금	154	163	221	275	599
기말현금	163	221	275	599	925

자료: CJ 대한통운 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>9,220</b>	<b>10,415</b>	<b>11,013</b>	<b>11,957</b>	<b>13,052</b>
매출원가	8,392	9,443	9,993	10,757	11,694
<b>매출총이익</b>	<b>828</b>	<b>973</b>	<b>1,020</b>	<b>1,200</b>	<b>1,358</b>
판관비	585	665	679	748	840
<b>영업이익</b>	<b>243</b>	<b>307</b>	<b>340</b>	<b>452</b>	<b>518</b>
EBITDA	456	739	925	1,117	1,274
<b>영업외손익</b>	<b>-144</b>	<b>-214</b>	<b>-143</b>	<b>-180</b>	<b>-195</b>
금융순익	-85	-126	-99	-96	-104
투자순익	-11	4	11	12	13
기타영업외손익	-48	-92	-55	-96	-104
<b>세전이익</b>	<b>100</b>	<b>94</b>	<b>197</b>	<b>272</b>	<b>322</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>67</b>	<b>51</b>	<b>134</b>	<b>166</b>	<b>208</b>
자비주주지분순이익	53	40	127	144	189
비자비주주지분순이익	14	11	7	22	19
<b>총포괄이익</b>	<b>70</b>	<b>60</b>	<b>134</b>	<b>166</b>	<b>208</b>
증감률(%YoY)					
매출액	29.7	13.0	5.7	8.6	9.2
영업이익	3.0	26.6	10.8	32.7	14.6
EPS	12.6	-24.6	220.8	13.1	30.9

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,309	1,741	5,587	6318	8,269
BPS	116,344	131,146	136,733	143,051	151,320
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	72.3	89.0	28.6	25.3	19.3
P/B	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	15.2	9.5	8.2	6.7	5.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.6	2.9	3.1	3.8	4.0
EBITDA마진	5.0	7.1	8.4	9.3	9.8
순이익률	0.7	0.5	1.2	1.4	1.6
ROE	2.1	1.4	4.2	4.5	5.6
ROA	0.9	0.6	1.4	1.6	1.8
ROIC	3.1	2.6	3.4	4.0	4.9
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	151.3	149.2	168.1	176.4	184.5
이자보상배율(배)	28	2.4	2.4	2.9	3.2
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주기를 기준으로 신출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

## 기업 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

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

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상

- Neutral: 초과 상승률 -10~10%

- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변동

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
18/07/16	Buy	230,000	-29.9	17/2			
19/06/27	Buy	190,000	-	-			

## CJ대한통운 현주가 및 목표주가 차트



주: \*표는 담당자 변경