



CJ대한통운 (000120)

택배단가 인상 모멘텀은 여전히 유효

▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 210,000원

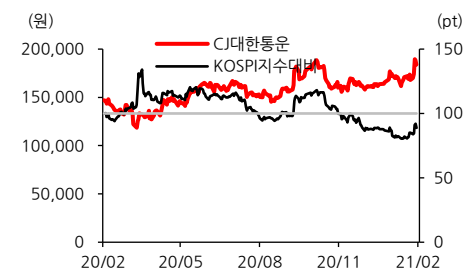
현재 주가(2/8)	180,000원
상승여력	▲16.7%
시가총액	41,062억원
발행주식수	22,812천주
52 주 최고가 / 최저가	189,500 / 118,500원
90 일 일평균 거래대금	180.72억원
외국인 지분율	21.7%
주주 구성	
CJ제일제당 (외 3 인)	40.2%
자사주 (외 1 인)	12.6%
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.0	12.5	19.6	22.4
상대수익률(KOSPI)	6.0	-15.4	-11.8	-17.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	10,415	10,781	11,425	11,921
영업이익	307	325	431	483
EBITDA	739	445	900	942
지배주주순이익	40	139	187	246
EPS	1,741	6,966	9,384	12,322
순차입금	2,867	3,628	3,144	2,629
PER	89.0	23.8	19.2	14.6
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.7	16.6	8.1	7.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.4	4.3	5.3	6.6

주가 추이



동사의 2020년 4분기 실적은 택배부문 비용증가로 시장기대치를 하회했습니다. 그러나 단가인상 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단합니다.

4Q20 Review: 시장기대치 하회

동사의 4분기 영업이익은 907억원(-10.4% YoY, OPM 3.2%)을 기록하며 시장기대치(1,051억원)를 하회했다. 택배부분에서 예상보다 비용이 늘어난 점이 실적 부진의 주 요인이다. 4분기 분류지원인력 관련비용, 간선물류비 증가, 초과성과급 지급 등 약 100억원 수준의 비용이 증가한 것으로 추정된다. 4분기 택배사업부 실적은 매출액 8,603억원(+24.6% YoY), 영업이익 343억원(-7.1% YoY, OPM 4.0%)을 시현했다. 택배물동량은 전년동기대비 26.4% 증가한 4.56억박스, 택배단가는 1.7% 정도 하락한 1,983원 수준이다.

1분기까지 비용증가 영향 이어지겠지만, 단가인상 모멘텀 유효

2021년 1분기 영업이익은 832억원(+42.9% YoY)으로 전망한다. 1분기에도 분류지원인력 고용 및 간선물류비 증가로 영업비용이 상승할 것으로 추정되나, 물량증가에 힘입은 영업레버리지 효과를 누릴 수 있을 것으로 기대된다. 택배업계 전반적으로 운수업 종사자 처우개선 방안을 시행하는 과정에서 기존 예상보다 영업비용이 더 증가하고 있는 점은 아쉽지만, 동시에 택배단가 인상에 대한 당위성도 더욱 높아지고 있다. 2021년 1분기 중 택배산업 전반적으로 구조적인 단가인상이 이루어질 것이라는 기존 전망을 유지하며, 단가인상에 따른 실적개선 모멘텀 역시 여전히 유효하다고 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 210,000원 유지

동사는 구조적인 택배단가 인상에 따른 실적 모멘텀 외에도 네이버쇼 핑과 풀필먼트 협력 확대, CJ Rokin 매각을 통한 대규모 현금유입 가능성 등의 이벤트들이 예정되어 있다. 기존 예상보다 늘어난 비용을 반영해 실적추정치는 하향조정하지만, 목표주가를 조정할 정도는 아니라고 판단한다. 투자의견 Buy, 목표주가 210,000원을 유지한다.

[표1] CJ대한통운 2020년 4분기 연결 실적

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20P			증감(%)		차이(%p)	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,826	2,775	2,841	2,923	3,000	0.6	2.4	-2.8	-5.3
영업이익	101	93	91	101	105	-10.4	-1.9	-10.6	-13.7
지배주주순이익	33	48	48	29	29	44.9	0.1	61.2	65.0
영업이익률(%)	3.6	3.3	3.2	3.5	3.5	-0.4	-0.1	-0.3	-0.3
순이익률(%)	1.2	1.7	1.7	1.0	1.0	0.5	-0.0	0.7	0.7

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

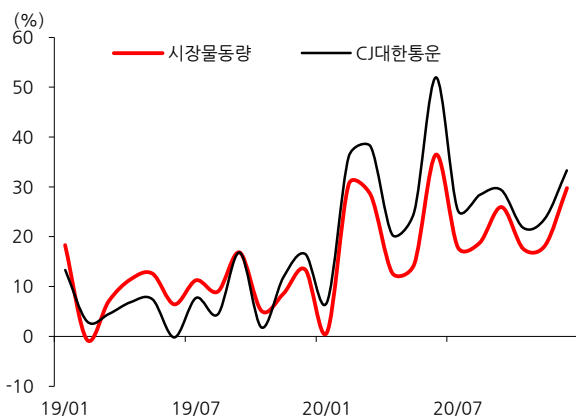
[표2] CJ대한통운 연결실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
택배 ASP	1,978	1,922	1,958	1,983	1,978	2,018	2,056	2,082	2,006	1,960	2,034
YoY	-1.1	-3.9	-2.3	-1.7	0.0	5.0	5.0	5.0	3.4	-2.3	3.7
택배 물동량	387	423	423	456	424	453	459	505	1,320	1,689	1,841
YoY	26.2	31.8	27.6	26.4	9.7	7.1	8.6	10.6	7.8	28.0	9.0
매출액	2,515	2,650	2,775	2,841	2,737	2,840	2,876	2,971	10,415	10,781	11,425
CL	640	616	661	650	640	646	656	654	2,731	2,567	2,596
택배	728	780	788	860	799	877	899	999	2,502	3,156	3,573
글로벌	996	1,062	1,175	1,153	1,135	1,155	1,157	1,147	4,442	4,385	4,594
건설	152	192	150	178	163	163	164	171	740	673	661
영업이익	58	84	93	91	85	103	120	123	307	325	431
영업이익률(%)	2.3	3.2	3.3	3.2	3.1	3.6	4.2	4.1	2.9	3.0	3.8
순이익	11	36	48	48	31	42	63	51	51	143	187
순이익률(%)	0.5	1.4	1.7	1.7	1.1	1.5	2.2	1.7	0.5	1.3	1.6
YoY(%)											
매출액	3.4	4.5	5.8	0.6	8.8	7.2	3.7	4.6	13.0	3.5	6.0
CL	-3.2	-9.6	-2.3	-8.7	0.1	4.8	-0.8	0.6	3.5	-6.0	1.1
택배	26.5	28.1	25.5	24.6	9.7	12.4	14.1	16.1	10.6	26.1	13.2
글로벌	-2.6	-1.7	2.3	-3.2	14.0	8.7	-1.5	-0.5	21.5	-1.3	4.8
건설	-12.9	17.4	-10.9	-23.4	7.4	-15.3	9.3	-4.1	11.6	-9.1	-1.7
영업이익	28.3	16.9	4.3	-10.4	45.2	22.5	30.1	35.5	26.6	5.9	32.3
순이익	흑전	105.4	265.3	45.0	176.8	15.4	33.3	6.4	-20.6	180.3	31.2

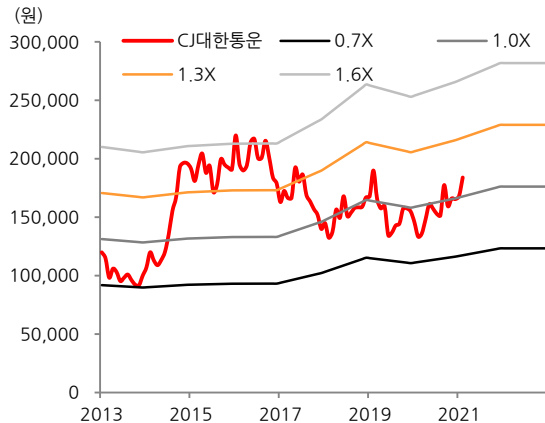
자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 월별 택배물동량 증가율 추이



자료: 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] CJ대한통운 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	9,220	10,415	10,781	11,425	11,921
매출총이익	828	973	1,014	1,158	1,241
영업이익	243	307	325	431	483
EBITDA	456	739	445	900	942
순이자손익	-81	-122	-33	-123	-98
외화관련손익	-2	6	-2	-8	-8
지분법손익	-25	4	6	0	0
세전계속사업손익	100	94	202	267	351
당기순이익	67	51	143	187	246
지배주주순이익	53	40	139	187	246
증가율(%)					
매출액	29.7	13.0	3.5	6.0	4.3
영업이익	3.0	26.6	5.9	32.4	12.1
EBITDA	15.0	62.0	-39.8	102.3	4.7
순이익	71.3	-23.6	180.3	31.2	31.3
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	9.3	9.4	10.1	10.4
영업이익률	2.6	2.9	3.0	3.8	4.1
EBITDA 이익률	5.0	7.1	4.1	7.9	7.9
세전이익률	1.1	0.9	1.9	2.3	2.9
순이익률	0.7	0.5	1.3	1.6	2.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	62	849	805	835	881
당기순이익	67	51	143	187	246
자산상각비	214	432	120	469	459
운전자본증감	-254	286	-67	178	175
매출채권 감소(증가)	-63	-34	-339	188	-41
재고자산 감소(증가)	-1	0	2	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-9	72	516	6	232
투자현금흐름	-843	-319	-693	-351	-366
유형자산처분(취득)	-487	-327	-262	-326	-340
무형자산 감소(증가)	-38	-17	-22	-25	-26
투자자산 감소(증가)	-9	81	-21	0	0
재무현금흐름	779	-473	45	-250	-530
차입금의 증가(감소)	542	-833	-236	-250	-530
자본의 증가(감소)	-2	-1	300	0	0
배당금의 지급	-2	-1	0	0	0
총현금흐름	434	708	986	657	705
(-)운전자본증감(감소)	187	-317	509	-178	-175
(-)설비투자	520	414	297	326	340
(+)자산매각	-5	70	12	-25	-26
Free Cash Flow	-277	681	192	484	515
(-)기타투자	377	87	-54	0	0
잉여현금	-654	594	247	484	515
NOPLAT	162	167	229	301	338
(+) Dep	214	432	120	469	459
(-)운전자본투자	187	-317	509	-178	-175
(-)Capex	520	414	297	326	340
OpFCF	-331	502	-457	623	632

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	2,181	2,322	2,911	2,985	3,038
현금성자산	214	271	463	697	682
매출채권	1,451	1,479	1,840	1,652	1,694
재고자산	21	23	23	24	25
비유동자산	5,688	6,788	7,239	7,120	7,027
투자자산	602	1,596	2,065	2,065	2,065
유형자산	3,306	3,519	3,491	3,380	3,293
무형자산	1,777	1,673	1,684	1,675	1,669
자산총계	7,869	9,110	10,150	10,105	10,064
유동부채	2,614	2,509	3,123	2,891	3,135
매입채무	1,059	1,313	1,339	1,345	1,577
유동성이자부채	1,296	789	1,516	1,266	1,266
비유동부채	2,124	2,946	2,878	2,878	2,348
비유동이자부채	1,625	2,348	2,575	2,575	2,045
부채총계	4,738	5,455	6,001	5,769	5,482
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,260	2,227	2,239	2,239	2,239
이익잉여금	592	612	737	925	1,170
자본조정	-512	-510	-200	-200	-200
자기주식	-457	-457	-157	-157	-157
자본총계	3,131	3,655	4,149	4,336	4,582

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,309	1,741	6,966	9,384	12,322
BPS	116,344	131,146	150,725	158,929	169,702
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	19,036	31,027	43,221	28,783	30,915
ROA(%)	0.7	0.5	1.4	1.8	2.4
ROE(%)	2.1	1.4	4.3	5.3	6.6
ROIC(%)	3.1	2.7	3.3	4.1	4.8
Multiples(x, %)					
PER	72.3	89.0	23.8	19.2	14.6
PBR	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
PCR	8.8	5.0	3.8	6.3	5.8
EV/EBITDA	14.3	8.7	16.6	8.1	7.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	151.3	149.2	144.6	133.0	119.7
Net debt/Equity	86.5	78.4	87.4	72.5	57.4
Net debt/EBITDA	593.3	387.8	815.3	349.3	279.0
유동비율	83.4	92.6	93.2	103.2	96.9
이자보상배율(배)	2.8	2.4	8.3	3.1	4.0
자산구조(%)					
투하자본	87.6	77.5	74.7	72.2	71.6
현금+투자자산	12.4	22.5	25.3	27.8	28.4
자본구조(%)					
차입금	48.3	46.2	49.7	47.0	42.0
자기자본	51.7	53.8	50.3	53.0	58.0

[Compliance Notice]

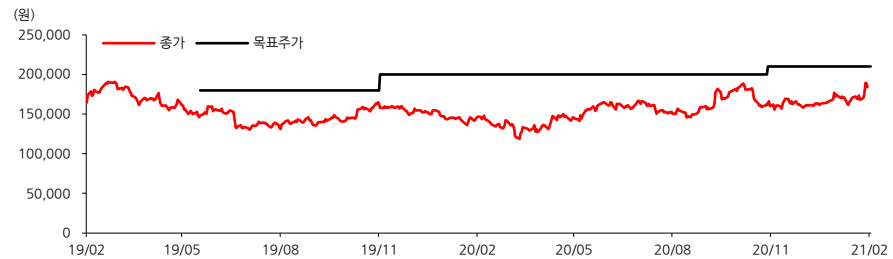
(공표일: 2021년 2월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ대한통운 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.05.24	2019.05.24	2019.11.08	2019.12.02	2020.01.14
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	180,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2020.01.31	2020.02.11	2020.04.14	2020.05.15	2020.07.21	2020.08.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2020.10.23	2020.11.04	2020.11.09	2020.11.12	2021.01.19	2021.02.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.24	Buy	180,000	-19.74	-8.33
2019.11.08	Buy	200,000	-23.70	-5.75
2020.11.04	Buy	210,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%