

물류

Company Report
 2019.6.25

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 200,000원
현재주가(19/06/24)	153,000원
상승여력	31%

영업이익(19F,십억원)	248
Consensus 영업이익(19F,십억원)	289
EPS 성장률(19F,%)	44.9
MKT EPS 성장률(19F,%)	-21.6
P/E(19F,x)	63.6
MKT P/E(19F,x)	12.3
KOSPI	2,126.33

시가총액(십억원)	3,490
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	39.4
외국인 보유비중(%)	20.1
베타(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	140,000
52주 최고가(원)	190,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	-8.4	-6.7
상대주가	-0.9	-11.5	3.4



[운송플랫폼/에너지]

류제현
 02-3774-1738
 jay.ryu@miraeasset.com

CJ대한통운 (000120)

느리지만 꾸준한 회복 예상

2Q19 Preview: 영업이익의 610억원 예상, 단가 인상 vs. 비용 부담

CJ대한통운의 2Q19 매출액은 18.1% YoY 증가한 2조 6,978억원을 기록할 것으로 예상된다. 글로벌 부문의 매출액이 DSC 인수효과와 중국 법인(CJ로킨 등) 선전으로 인해 고성장(40.0% YoY)을 이어가겠으나 CL부문의 매출 부진(-0.7% YoY)이 지속되며 성장률이 상쇄될 전망이다. 택배 부문의 물동량은 7.0% YoY 성장하며 1Q19와 유사한 추세를 이어갈 것으로 보이며, 단가도 4.1% YoY 상승하며 비교적 높은 성장(11.4% YoY)이 기대된다.

영업이익은 610억원으로 컨센서스(717억원) 및 당사 기존 추정치(637억원)를 하회할 것으로 예상된다. 종합부동산세가 과세 표준 변경 등으로 인해 지난해 대비 증가하며 비용 부담이 커졌을 것으로 보인다. 1Q19에 나타났던 판관비 부담(인건비 등)도 동사 실적에 부담으로 작용할 것으로 예상된다. 영업외에서 금융비용 등이 추가되며 순이익은 181억원을 기록할 것으로 보인다.

단가 인상 유지, 하반기 수익성 개선 기조 지속

2Q19에 나타날 것으로 보이는 택배 단가 인상은 하반기에 이어질 것으로 기대된다. 이에 따라 상반기에 나타나고 있는 최저임금 등 고정비 상승 비용 부담은 점차 완화될 전망이다. 일부 택배사 간의 물량 경쟁에 따른 우려는 생각보다 크지 않을 것으로 예상된다. 아직 수익성이 완전히 회복되지 않은 상태에서 출혈 경쟁 가능성은 제한적이다.

장기적으로 수익성 개선을 위해서는 당분간 단가 인상이 지속되어야 할 것으로 예상되며, 이에 장기적으로 동사의 펀더멘탈 개선 기대감이 유지될 것으로 기대된다. 높은 택배 단가와 택배기사 구인난을 감안할 때 쿠팡과 같은 이커머스 업체의 3PL 진출은 단기기간에 이루어지기 쉽지 않을 전망이다.

하반기 영업이익은 분기당 700억원대(3Q19 701억원, 4Q19 716억원) 수준으로 이익 회복이 가능할 것으로 예상되며, 현재와 같은 실적 기조를 유지할 경우 4Q18와 유사하게 비용 절감에 따른 이익 서프라이즈가 다시 한번 나타날 수도 있다.

목표주가 200,000원으로 하향하나 매수여건 유지

2019년 및 2020년 순이익 전망을 각각 13.1%, 5.4% 하향하고 이에 따라 목표주가 역시 220,000원에서 200,000원으로 하향 조정한다. 보수적인 당사 추정보다도 실적 개선 속도가 빠르지는 않지만 이는 종합부동산세 등 펀더멘탈과 직접적인 관계가 없는 비용 요소에 기인하는 바가 크다. 장기적이고 구조적으로 나타날 택배 단가 인상과 이것이 실적에 본격적으로 반영될 3Q19 이후의 모멘텀을 감안한 매수 전략을 유지할 필요가 있다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	6,082	7,110	9,220	10,957	12,262	13,195
영업이익 (십억원)	228	236	243	248	302	345
영업이익률 (%)	3.7	3.3	2.6	2.3	2.5	2.6
순이익 (십억원)	56	31	38	55	108	188
EPS (원)	2,446	1,380	1,660	2,406	4,723	8,255
ROE (%)	2.4	1.3	1.5	1.9	3.4	5.7
P/E (배)	73.2	101.4	100.6	63.6	32.4	18.5
P/B (배)	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2Q19 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q18	1Q19	2Q19F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,285	2,433	2,698	2,615	18.1	10.9
영업이익	57	45	61	72	6.9	34.6
영업이익률 (%)	2.5	1.9	2.3	2.7	-0.2	0.4
세전이익	20	-13	30	28	50.2	흑전
순이익	5	-15	18	15	291.4	흑전

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	10,976	12,279	10,957	12,262	-0.2	-0.1	CL성장률 둔화
영업이익	255	303	248	302	-2.7	-0.6	종부세 전망 상황
세전이익	117	189	103	179	-11.8	-5.4	영업이익 하향, 기타비용 증가
순이익	63	114	55	108	-13.1	-5.4	
EPS (KRW)	2,770	4,993	2,406	4,723	-13.1	-5.4	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

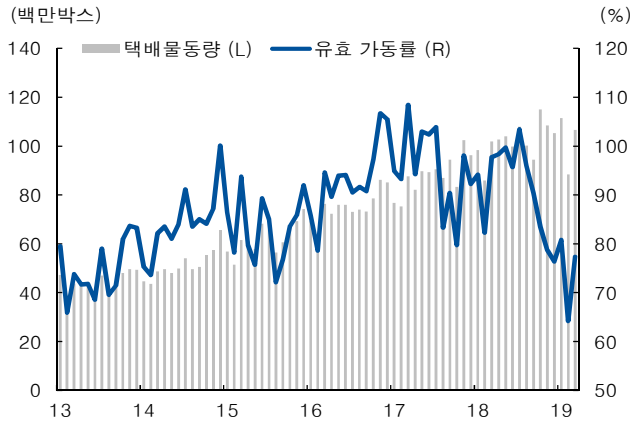
(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,001	2,285	2,418	2,515	2,433	2,698	2,852	2,974	9,220	10,957	12,262
CL	616	641	649	620	623	636	652	645	2,525	2,557	2,647
택배	557	586	588	645	613	653	654	721	2,376	2,641	2,980
Global	773	862	1,048	1,010	1,022	1,207	1,409	1,359	3,692	4,996	5,849
건설	56	196	134	241	175	202	138	249	627	763	786
매출총이익	175	208	207	238	205	227	240	249	828	920	1,040
CL	61	60	68	75	60	58	58	58	263	233	225
택배	44	59	36	48	39	52	56	50	187	197	247
Global	70	75	87	95	89	97	113	115	327	413	497
건설	1	14	16	17	18	20	14	25	52	76	71
판매비	130	151	154	151	160	166	170	177	585	672	738
영업이익	45	57	53	87	45	61	70	72	243	248	302
세전이익	43	20	8	13	-13	30	40	46	85	103	179
순이익(지배)	33	5	-0	0	-15	18	24	28	38	55	108
영업이익률 (%)	2	3	2	4	2	2	3	2	3	2	3
세전순이익률 (%)	2	1	0	1	-1	1	1	2	1	1	2
순이익률 (지배, %)	2	0	0	0	-1	1	1	1	0	1	1
택배 물동량 성장률(%)	19	17	11	17	7	7	7	8	16	7	10
택배단가(원)	1,945	1,911	1,942	1,961	1,999	1,990	2,020	2,030	1,940	2,010	2,071

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

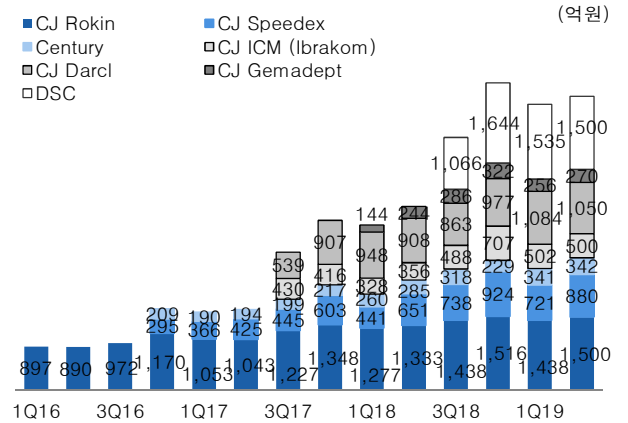
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 택배 및 가동률 추이



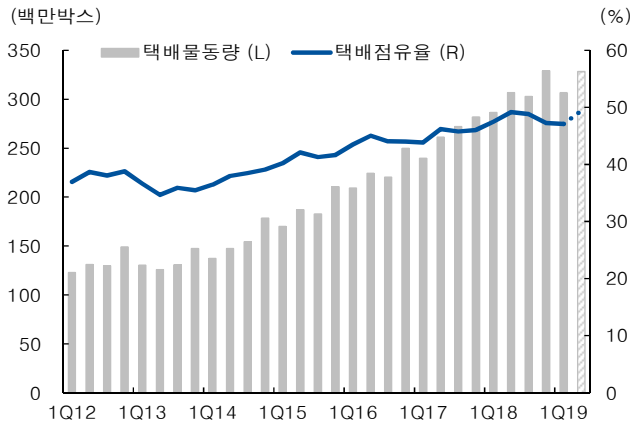
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 신규 인수 해외 법인 매출 추이



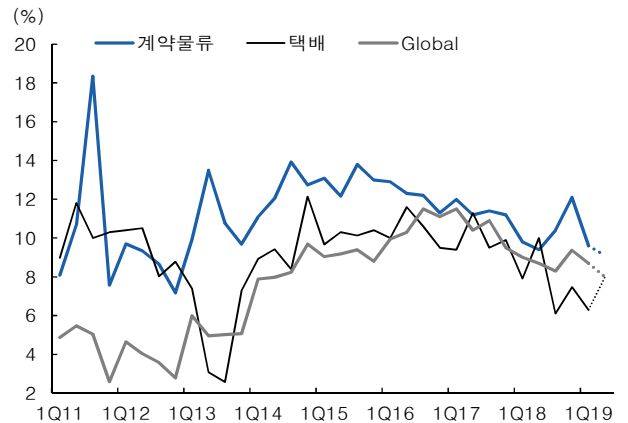
주: 2Q19 매출은 당사 추정치
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 택배 시장 점유율 추이



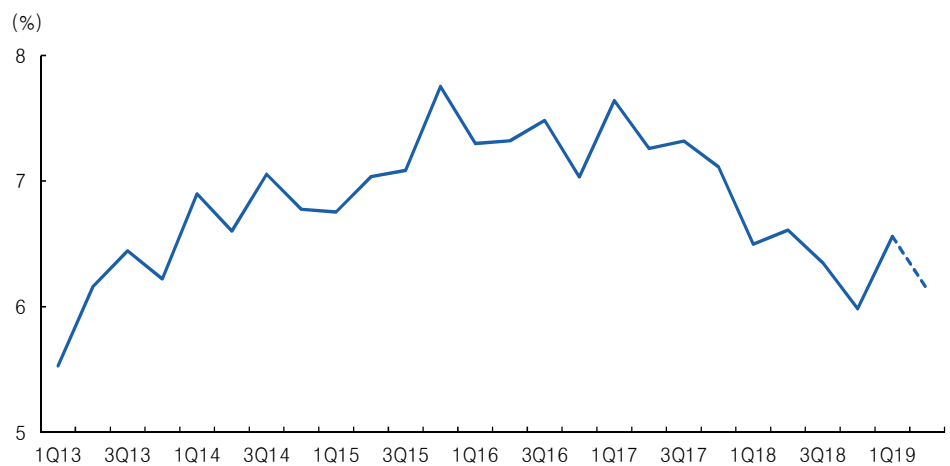
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 부문별 매출총이익률 추이



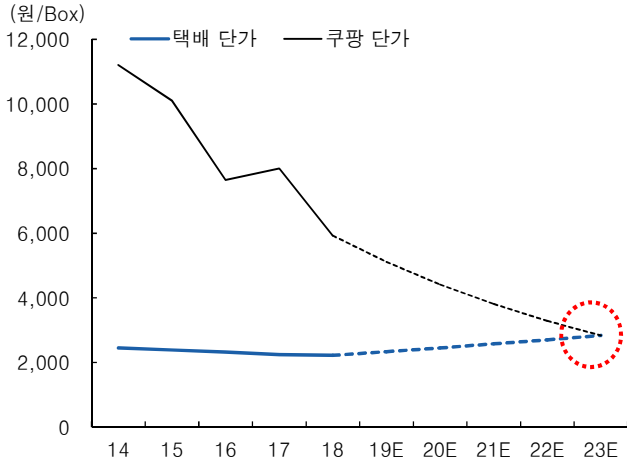
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 판관비율 추이



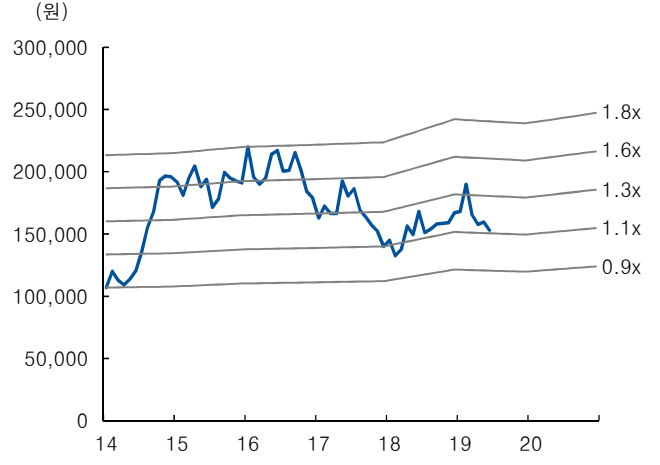
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 쿠팡 물류비: 물류비 단가



자료: 물류산업총량, 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 7. PBR 밴드 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 글로벌 물류 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F
대한민국 CJ대한통운	3,490	11,449	12,402	368	428	119	157	4.2	5.3	27.2	20.5	1.0	1.0	11.6	10.3
현대글로벌비스	6,094	18,882	19,616	844	891	608	641	12.4	11.8	10.0	9.5	1.2	1.1	6.8	6.5
한진	419	2,218	2,345	93	102	20	26	2.1	2.5	20.4	16.2	0.4	0.4	12.8	12.2
일본 아마토홀딩스	9,645	19,060	19,687	879	932	492	527	7.6	7.8	18.6	17.3	1.4	1.3	5.8	5.6
일본통운	5,930	24,208	24,711	816	874	536	575	8.5	8.8	10.7	9.9	0.9	0.8	5.9	5.6
미쓰비시물류	2,870	2,565	2,645	142	153	134	178	4.1	5.8	21.1	15.5	0.9	0.8	11.4	10.6
긴테쓰 익스프레스	1,083	6,842	7,111	244	261	125	135	8.6	8.8	8.8	8.1	0.7	0.7	5.6	5.3
산큐	3,876	6,779	6,921	487	526	332	347	13.2	12.6	11.0	10.5	1.4	1.3	6.0	5.8
가미구미	3,638	3,136	3,205	268	274	206	210	5.5	5.5	15.8	15.4	0.8	0.8	7.4	7.2
세이노 홀딩스	3,138	6,998	7,128	375	383	257	260	5.3	5.2	12.1	11.9	0.6	0.6	3.6	3.5
히타치 물류	4,153	7,891	8,038	369	388	270	284	9.9	9.7	15.6	14.8	1.5	1.4	8.8	8.6
후쿠야마통운	2,319	3,285	3,389	226	235	163	170	5.7	5.7	12.6	12.1	0.7	0.7	7.2	7.0
중국 사면 상위	1,645	53,550	61,543	453	534	260	310	10.4	11.3	6.5	5.5	0.7	0.6	-	-
홍콩 시노트랜스	5,224	14,829	16,035	596	672	501	521	10.7	10.8	6.2	5.7	0.6	0.6	8.3	7.0
케리 로지스틱스 네트워크	3,477	7,021	8,067	393	430	245	273	7.5	7.9	13.3	12.9	1.0	0.9	8.6	7.9
싱가폴 싱가포르 포스트	1,837	1,278	1,288	155	157	112	119	9.1	9.3	16.5	16.5	1.4	1.4	10.2	10.0
베트남 게마렙트	386	176	175	41	37	33	35	10.2	9.2	12.3	14.1	1.2	-	7.9	8.7
말레이시아 POS 말레이시아	343	727	756	6	17	(7)	3	(2.1)	0.6	-	49.1	0.7	0.7	7.1	5.5
TASCO Bhd	73	244	287	-	-	7	6	5.5	5.4	9.3	-	4.3	-	-	-
인도 컨테이너 코퍼레이션 오브 인	5,596	1,513	-	316	-	259	-	13.1	-	22.9	-	2.9	-	14.7	-
아시아 평균	3,262	9,632	10,808	372	405	234	251	7.6	7.6	14.3	14.7	1.2	0.9	8.3	7.5
미국 UPS	101,845	92,004	95,119	10,585	11,320	8,218	8,760	87.3	55.1	12.6	11.7	8.9	6.1	9.5	9.0
페덱스	49,897	83,748	89,059	6,293	6,869	4,831	5,358	18.7	18.1	10.2	9.3	1.9	1.6	6.6	6.1
독일 도이체 포스트	46,052	87,946	90,684	6,308	6,678	4,030	4,233	19.4	18.8	11.4	10.8	2.1	2.0	5.9	5.6
호주 큐브 로지스틱스 홀딩스	3,968	1,520	1,633	173	189	116	133	5.0	5.7	34.9	30.1	1.8	1.7	17.8	16.0
세계 평균	11,125	19,078	20,950	1,323	1,470	911	1,011	11.7	10.5	14.8	14.9	1.6	1.3	8.6	7.8

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	9,220	10,957	12,262	13,195
매출원가	8,392	10,037	11,222	12,054
매출총이익	828	920	1,040	1,141
판매비와관리비	585	672	738	796
조정영업이익	243	248	302	345
영업이익	243	248	302	345
비영업손익	-158	-145	-123	-66
금융손익	-81	-92	-114	-46
관계기업등 투자손익	-26	12	14	3
세전계속사업손익	85	103	179	279
계속사업법인세비용	33	38	59	70
계속사업이익	52	65	120	209
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	52	65	120	209
지배주주	38	55	108	188
비지배주주	14	10	12	21
총포괄이익	55	94	120	209
지배주주	33	-17	-22	-38
비지배주주	23	112	141	247
EBITDA	456	248	302	345
FCF	-458	-181	-131	-6
EBITDA 마진율 (%)	4.9	2.3	2.5	2.6
영업이익률 (%)	2.6	2.3	2.5	2.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.4	0.5	0.9	1.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	2,181	2,578	2,817	3,006
현금 및 현금성자산	163	192	202	211
매출채권 및 기타채권	1,639	1,938	2,124	2,270
재고자산	21	25	28	29
기타유동자산	358	423	463	496
비유동자산	5,696	6,706	6,920	7,131
관계기업투자등	94	111	122	130
유형자산	3,306	3,483	3,683	3,883
무형자산	1,777	1,798	1,798	1,798
자산총계	7,877	9,284	9,736	10,136
유동부채	2,614	2,917	3,492	3,906
매입채무 및 기타채무	1,059	1,252	1,373	1,467
단기금융부채	1,296	1,358	1,784	2,080
기타유동부채	259	307	335	359
비유동부채	2,124	2,787	2,544	2,322
장기금융부채	1,625	2,262	2,002	1,742
기타비유동부채	499	525	542	580
부채총계	4,738	5,704	6,037	6,227
지배주주지분	2,662	3,076	3,184	3,372
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	600	653	761	949
비지배주주지분	477	504	516	537
자본총계	3,139	3,580	3,700	3,909

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	62	74	69	194
당기순이익	52	65	120	209
비현금수익비용가감	382	260	156	99
유형자산감가상각비	156	0	0	0
무형자산상각비	58	0	0	0
기타	168	260	156	99
영업활동으로인한자산및부채의변동	-254	-107	-56	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-59	-561	-173	-136
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	153	93	73
법인세납부	-45	-44	-59	-70
투자활동으로 인한 현금흐름	-843	-107	-209	-207
유형자산처분(취득)	-487	-253	-200	-200
무형자산감소(증가)	-38	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-8	-15	-9	-7
기타투자활동	-310	166	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	778	75	158	27
장단기금융부채의 증가(감소)	679	700	166	36
자본의 증가(감소)	12	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	89	-625	-8	-9
현금의 증가	9	29	10	9
기초현금	154	163	192	202
기말현금	163	192	202	211

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	100.6	63.6	32.4	18.5
P/CF (x)	8.8	10.7	12.7	11.3
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	15.3	29.7	25.0	21.9
EPS (원)	1,660	2,406	4,723	8,255
CFPS (원)	19,036	14,247	12,089	13,516
BPS (원)	136,728	134,845	139,568	147,822
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	29.7	18.8	11.9	7.6
EBITDA증가율 (%)	14.9	-45.6	21.8	14.2
조정영업이익증가율 (%)	3.0	2.1	21.8	14.2
EPS증가율 (%)	20.3	44.9	96.3	74.8
매출채권 회전을 (회)	6.5	6.6	6.5	6.5
재고자산 회전을 (회)	499.9	473.1	466.2	463.8
매입채무 회전을 (회)	11.0	11.2	11.0	10.9
ROA (%)	0.7	0.8	1.3	2.1
ROE (%)	1.5	1.9	3.4	5.7
ROIC (%)	2.7	2.3	2.8	3.4
부채비율 (%)	150.9	159.3	163.2	159.3
유동비율 (%)	83.4	88.4	80.7	77.0
순차입금/자기자본 (%)	86.3	94.1	95.1	90.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	2.6	2.5	2.8

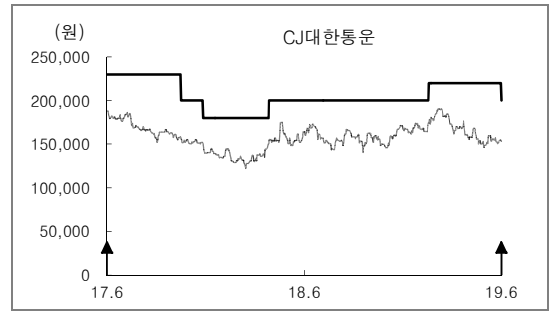
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

CJ대한통운

느리지만 꾸준한 회복 예상

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ대한통운(000120)				
2019.06.24	매수	200,000	-	-
2019.02.10	매수	220,000	-24.40	-13.41
2018.04.20	매수	200,000	-20.61	-12.50
2017.12.19	매수	180,000	-24.26	-16.39
2017.11.08	매수	200,000	-23.81	-22.50
2017.04.13	매수	230,000	-24.56	-13.26



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.