

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

000120 · 물류

CJ대한통운

리레이팅으로 이어질 직구 열풍

(유지)

매수

목표주가

160,000원 ▲

상승여력

21.7%

현재주가(24/1/12)

131,500원

KOSPI	2,525.05	시가총액(십억원)	3,000	발행주식수(백만주)	23	외국인 보유비중(%)	12.9
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Preview: 영업이익 1,314억원, 일회성 비용 등으로 시장 기대 소폭 하회

CJ대한통운의 4Q23 매출액은 2.1% YoY 감소한 2조 9,607억원을 기록할 것으로 추정된다. CL 부문(2.4% YoY)과 택배(1.2% YoY) 매출이 증가하겠으나, 글로벌 부문(-8.7% YoY)의 부진이 이어질 것으로 보인다. 영업이익은 1,314억원(17.0% YoY)으로 고성장을 이어갈 전망이나 연말 효과와 성과급 등의 영향으로 시장 기대치(1,334억원)에는 다소 못미칠 전망이다.

목표주가 160,000원으로 상향하며 매수 의견 유지: 물량 개선은 리레이팅의 원천

목표주가를 기존 130,000원에서 160,000원으로 상향하고 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 2024년 기준 PBR 0.8배, PER 12.3배에 해당한다. 1) 물동량 개선으로 레버리지 효과가 나타나면서 리레이팅이 지속될 전망이다. 2) CL 부문의 효율성 개선을 감안하면 최근 주가 상승의 지속 가능성은 충분하다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.0	80.6	48.1
상대주가	10.5	84.2	38.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	11,344	12,131	11,668	12,311	12,735
영업이익 (십억원)	344	412	468	546	593
영업이익률 (%)	3.0	3.4	4.0	4.4	4.7
순이익 (십억원)	55	182	209	298	323
EPS (원)	2,400	7,959	9,163	13,060	14,176
ROE (%)	1.6	5.1	5.7	7.7	7.8
P/E (배)	52.5	11.8	13.9	10.1	9.3
P/B (배)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4

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

4Q23 Preview: 일회성 요인으로 시장 기대치 소폭 하회

CJ대한통운의 4Q23 매출액은 2.1% YoY 감소한 2조 9,607억원을 기록할 것으로 추정된다. CL 부문의 매출 증가(2.4% YoY)가 지속되는 가운데, 택배도 물량 감소율 축소(-0.1% YoY) 따라 매출이 소폭(1.2% YoY)이나마 증가할 것으로 기대된다. 다만, 글로벌 부문은 포워딩 시황의 부진이 지속되며 8.7% YoY의 매출 감소가 예상된다.

영업이익은 1,314억원(17.0% YoY)으로 고성장을 이어갈 전망이다. 다만, 시장 기대치(1,334억원)에는 다소 못미칠 것으로 보인다. 12월 물량이 연말 효과로 증가하지 못했고, 당초 포워딩의 회복 속도가 예상보다 더뎠을 것으로 추정된다. 2023년 수익 개선에 따른 성과급의 영향도 무시하지 못할 전망이다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,023	2,937	2,961	3,061	-2.1	0.8
영업이익	112	125	131	133	17.0	5.3
영업이익률 (%)	3.7	4.2	4.4	4.4	0.7	0.2
세전이익	62	82	91	96	48.4	10.9
순이익	37	52	58	65	59.0	12.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	11,738	12,354	11,668	12,311	-0.6	-0.3	포워딩 부진
영업이익	480	541	468	546	-2.5	0.8	CL, 택배마진 개선
세전이익	320	387	317	433	-1.1	11.9	
순이익	211	266	209	298	-1.1	11.9	
EPS (KRW)	9,264	11,669	9,163	13,060	-1.1	11.9	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

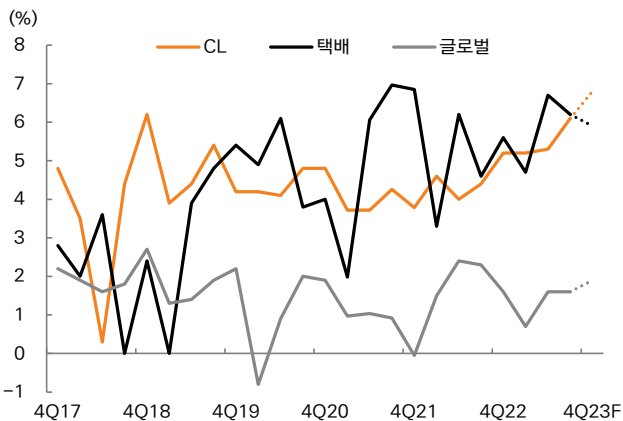
(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	2,857	3,137	3,113	3,023	2,808	2,962	2,937	2,961	12,131	11,668	12,311
CL	647	690	703	703	679	714	723	720	2,743	2,837	2,883
택배	847	924	914	961	911	921	901	972	3,646	3,705	3,881
Global	1,246	1,363	1,326	1,130	1,036	1,070	1,054	1,032	5,065	4,193	4,586
건설	118	161	170	229	182	258	259	236	677	933	961
영업이익	76	116	108	112	99	112	125	131	412	468	546
CL	30	27	31	36	35	38	44	49	124	166	187
택배	28	57	42	54	43	62	56	58	180	218	249
Global	17	30	28	16	14	16	15	18	91	63	81
건설	1	2	8	6	7	-3	10	7	17	21	29
판매비	180	202	202	192	211	215	210	216	774	852	847
세전이익	47	91	85	62	66	77	82	91	285	317	433
순이익(지배)	27	62	56	37	45	54	52	58	182	209	298
영업이익률 (%)	2.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.8	4.2	4.4	3.4	4.0	4.4
세전순이익률 (%)	1.7	2.9	2.7	2.0	2.3	2.6	2.8	3.1	2.4	2.7	3.5
순이익률 (지배, %)	1.1	2.1	1.9	1.3	1.7	2.0	2.0	2.2	1.5	1.8	2.4
택배 물동량 성장률(%)	-10.4	-1.6	-4.9	-6.9	0.6	-6.2	-6.9	-0.1	-6.0	-3.2	3.8
택배단가(원)	2,290	2,269	2,301	2,308	2,384	2,377	2,402	2,400	2,211	2,321	2,343

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

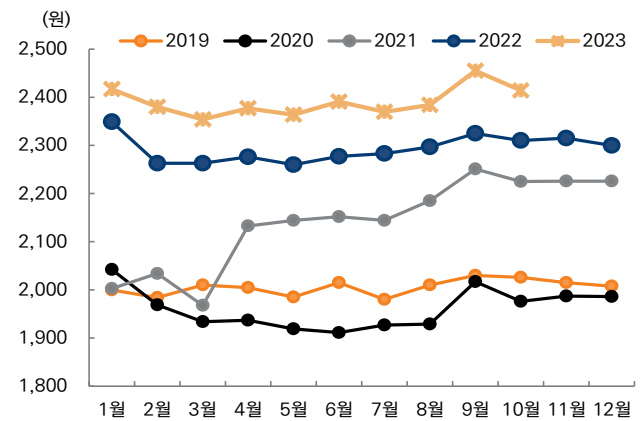
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 부문별 영업이익률 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 월별 택배 단가 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

거침없는 이커머스 물량 확대: 택배 가동률 상승이 이끌 밸류에이션 반등

택배 물동량이 감소세를 멈출 것으로 보이는 이유는 이커머스 물동량의 확대이다. 주요 고객사의 직구 물량은 3Q23 대비 40% 가까이 성장할 것으로 추정된다. 중국의 직구 물량은 최근 거부할 수 없는 가격 메리트로 국내 시장에서 입지를 확대하고 있다. 동사는 이들 이커머스사의 물량을 담당할 극소수의 물류 업체 중 가장 경쟁력(배송 신뢰성, 물동량 처리 능력 등)이 뛰어나다.

뿐만 아니라 쿠팡의 대항마인 스마트 스토어 물량도 전분기비 30~40% 증가할 것으로 보인다. 직구 물량 확대에 따른 부정적 영향은 나타나고 있지 않다. 빠른 배송과 품질을 바탕으로 국내 이커머스 역시 시장을 확대하고 있다. 이에 따라 동사의 택배 물량에서 이커머스(직구+풀필먼트) 물량 비중은 기존 5%대에서 6~7% 수준으로 확대되고 있는 것으로 추정되며 2024년에는 10%를 돌파할 것으로 기대된다.

글로벌 부문은 아직 부진하지만, 최근 해운 시황이 반등하고 있어 2024년 매출 감소가 마무리되고 수익성 역시 회복될 가능성이 높다. 글로벌 수출 경기가 바닥을 보이면서 동남아 등 수출 중심의 해외 자회사들 역시 마진 저점을 확인할 것으로 전망한다.

그림 3. 택배 시장 물동량 및 성장률

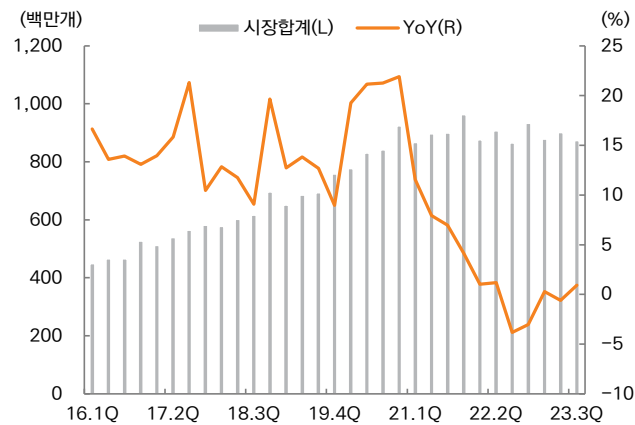


그림 4. 분기별 당사 물동량 및 점유율

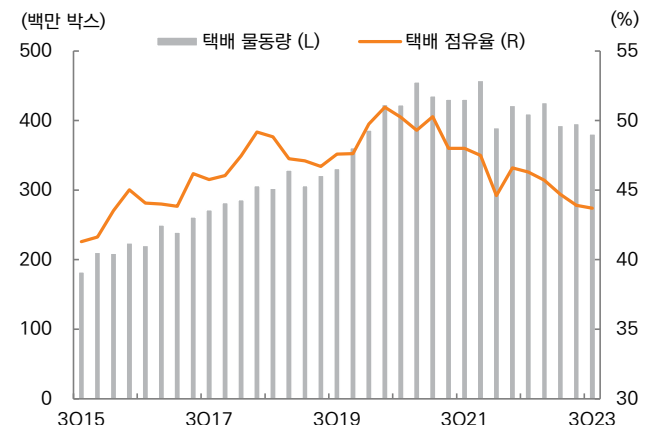


그림 5. 분기별 당사 이커머스 물동량 및 증가율

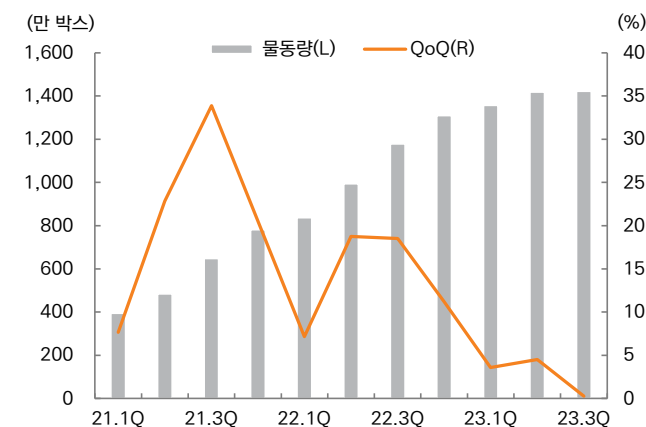
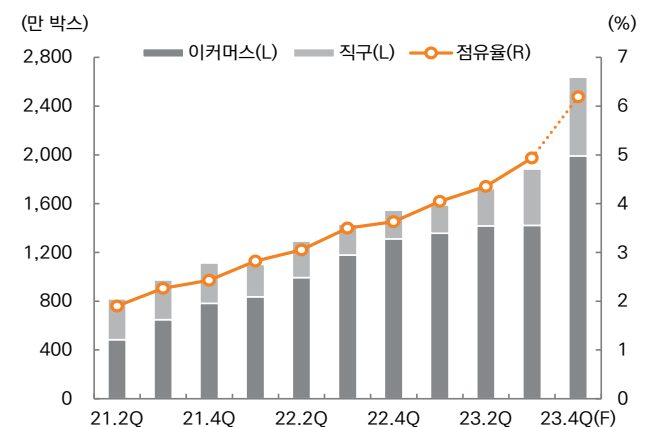


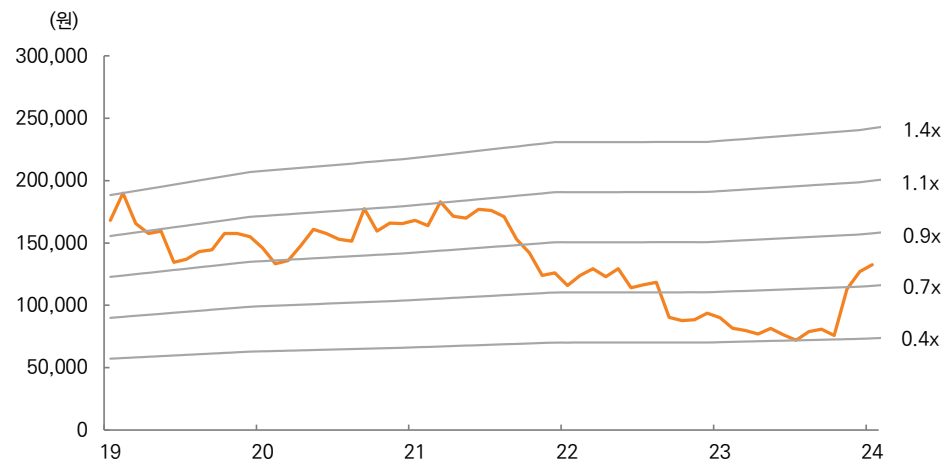
그림 6. 당사 이커머스/직구 물량 및 비중



목표주가 160,000원으로 상향하며 및 매수의견 유지: 운송 업종 탐픽

CJ대한통운에 대한 목표주가를 기존 130,000원에서 160,000원으로 상향하고 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 RIM을 통해 산출된 것으로 2024년 기준 PBR 0.8배, PER 12.3배에 해당한다. 택배 단가 인상 속도는 둔화되겠지만, 1) 물량 증가에 따른 레버리지 효과가 나타나면서 리레이팅이 지속될 전망이다. 2) 기존 대비 크게 개선된 CL 부문의 효율성 개선을 감안하면 최근 나타나고 있는 주가 상승은 지속 가능하다.

그림 7. PBR 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Valuation: RIM

(십억원)

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,415	10,781	11,344	12,131	11,668	12,311	12,735
(증감률)	13.0%	3.5%	5.2%	6.9%	-3.8%	5.5%	3.4%
당기순이익 (비지배 제외)	40	123	55	182	209	298	323
(% of sales)	0.4%	1.1%	0.5%	1.5%	1.8%	2.4%	2.5%
자본총계 (비지배 제외)	2,992	3,338	3,565	3,571	3,728	4,016	4,329
(증감률)	12.7%	11.6%	6.8%	0.1%	4.4%	7.7%	7.8%
Forecasted ROE	1.4%	3.9%	1.6%	5.1%	5.7%	7.7%	7.8%
Cost of Equity	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
ROE spread	-5.2%	-2.7%	-5.0%	-1.5%	-0.9%	1.1%	1.2%
Residual Income	-155	-91	-179	-54	-33	44	50
Terminal Value	-442						
NPV of FCFF	90		Beta	0.6			
PV of Terminal Value	-233		Risk Premium	6.0%			
Current Book Value	3,571		Risk Free Rate	3.0%			
Equity Value	3,661		COE	6.6%			
Shares Outstanding	22,812		Target PBR (12M FWD)	0.8			
추정주당가치 (원)	160,000		Target PER (12M FWD)	12.3			
현재주가 (원)	131,500		Target PEG(12M FWD)	0.8			

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 물류 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
대한민국 CJ대한통운	3,004	11,747	12,261	463	519	214	258	5.8	6.5	13.4	11.1	0.7	0.7	7.1	6.0
현대글로비스	6,533	25,837	26,346	1,612	1,625	1,101	1,147	15.1	14.2	5.9	5.7	0.8	0.7	2.7	2.8
한진	341	2,863	3,005	126	134	30	38	2.1	2.5	11.0	8.8	0.2	0.2	7.8	7.7
일본 아마토홀딩스	9,113	16,367	17,078	596	728	438	483	7.9	8.8	18.9	17.1	1.6	1.4	8.3	7.3
미쓰비시물류	3,410	2,379	2,433	173	177	229	219	7.2	7.0	14.1	14.5	1.0	0.9	12.1	11.9
킨텍스 익스프레스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
산큐	2,980	5,149	5,339	333	367	223	245	9.3	10.0	12.3	11.0	1.1	1.1	6.2	5.8
가미구미	3,501	2,522	2,609	283	292	219	222	6.5	6.6	15.5	14.9	1.0	1.0	7.6	7.4
세이노 홀딩스	3,693	5,792	6,042	235	275	160	187	4.1	5.0	21.0	17.3	0.9	0.8	7.4	6.8
히타치 물류	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
후쿠아마통운	1,944	2,593	2,702	106	168	81	122	4.3	4.9	15.7	13.1	0.6	0.6	8.6	7.8
중국 샤먼 상위	2,792	96,789	108,302	539	798	330	471	9.4	12.0	7.6	5.6	0.8	0.7	10.8	7.2
홍콩 시노트랜스	6,211	17,754	19,098	643	691	708	750	10.3	10.3	6.1	5.8	0.6	0.6	7.0	6.6
싱가폴 싱가포르 포스트	999	1,715	1,970	80	129	41	74	3.1	5.4	23.7	13.2	0.7	0.7	8.6	6.8
베트남 게마덱트	1,148	209	224	83	73	131	65	30.2	13.0	9.5	19.1	2.5	2.3	9.0	11.0
말레이시아 POS 말레이시아	109	511	480	-	-	(28)	(14)	-	-	-	-	0.5	0.5	-	-
TASCO Bhd	182	336	361	28	32	21	24	11.5	11.7	8.3	7.3	1.0	0.9	5.2	4.7
인도 컨테이너 코퍼레이션 오브	8,531	1,404	1,620	241	290	204	246	11.2	12.9	42.0	35.4	4.5	4.3	25.5	21.5
아시아 평균	3,406	12,123	13,117	369	420	256	283	9.2	8.7	15.0	13.3	1.2	1.1	8.9	8.1
미국 UPS	178,025	120,820	126,355	13,027	14,249	9,929	10,729	37.8	38.6	18.1	16.8	6.8	6.2	11.3	10.5
페덱스	82,256	116,508	121,757	8,149	9,681	5,856	7,032	16.3	18.4	14.2	11.6	2.3	2.1	7.4	6.6
독일 도이체 포스트	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
호주 큐브 로지스틱스 홀딩스	5,003	2,801	2,939	275	292	203	213	7.3	8.0	24.2	23.0	1.8	1.8	14.3	13.3
세계 평균	16,830	22,847	24,259	1,500	1,695	1,057	1,185	11.1	10.9	15.6	14.0	1.5	1.5	9.3	8.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	12,131	11,668	12,311	12,735
매출원가	10,945	10,349	10,919	11,258
매출총이익	1,186	1,319	1,392	1,477
판매비와관리비	774	852	847	883
조정영업이익	412	468	546	593
영업이익	412	468	546	593
비영업손익	-127	-151	-113	-122
금융손익	-103	-111	-121	-139
관계기업등 투자손익	16	12	8	8
세전계속사업손익	285	317	433	471
계속사업법인세비용	89	86	119	130
계속사업이익	197	231	314	340
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	197	231	314	340
지배주주	182	209	298	323
비지배주주	15	22	16	17
총포괄이익	49	291	314	340
지배주주	31	264	290	314
비지배주주	17	27	24	26
EBITDA	924	518	600	791
FCF	368	401	-160	40
EBITDA 마진율 (%)	7.6	4.4	4.9	6.2
영업이익률 (%)	3.4	4.0	4.4	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	1.8	2.4	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,956	2,716	2,950	3,063
현금 및 현금성자산	583	391	497	521
매출채권 및 기타채권	1,475	1,444	1,524	1,580
재고자산	34	34	35	37
기타유동자산	864	847	894	925
비유동자산	6,737	8,227	8,820	9,108
관계기업투자등	117	114	121	125
유형자산	3,364	4,611	4,991	5,401
무형자산	1,197	1,201	1,300	1,152
자산총계	9,693	10,943	11,770	12,171
유동부채	3,109	4,221	4,717	4,770
매입채무 및 기타채무	1,040	1,018	1,038	1,076
단기금융부채	1,589	2,747	3,311	3,395
기타유동부채	480	456	368	299
비유동부채	2,550	2,510	2,537	2,556
장기금융부채	2,058	2,029	2,029	2,029
기타비유동부채	492	481	508	527
부채총계	5,659	6,731	7,254	7,325
지배주주지분	3,570	3,728	4,016	4,330
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,325	2,324	2,324	2,324
이익잉여금	925	1,110	1,398	1,712
비지배주주지분	464	484	499	516
자본총계	4,034	4,212	4,515	4,846

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	623	743	220	450
당기순이익	197	231	314	340
비현금수익비용가감	744	797	284	456
유형자산감가상각비	459	0	0	0
무형자산상각비	54	50	54	198
기타	231	747	230	258
영업활동으로인한자산및부채의변동	-153	-9	-148	-88
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	135	-77	-54
재고자산 감소(증가)	-16	-8	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	-66	8	30
법인세납부	-78	-78	-119	-130
투자활동으로 인한 현금흐름	-567	-554	-662	-496
유형자산처분(취득)	-218	-334	-380	-410
무형자산감소(증가)	-49	-82	-153	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-290	11	-29	-36
기타투자활동	-10	-149	-100	0
재무활동으로 인한 현금흐름	290	740	555	74
장단기금융부채의 증가(감소)	779	1,127	565	84
자본의 증가(감소)	-8	0	0	0
배당금의 지급	-30	-31	-10	-10
기타재무활동	-451	-356	0	0
현금의 증가	353	-192	106	24
기초현금	230	583	391	497
기말현금	583	391	497	521

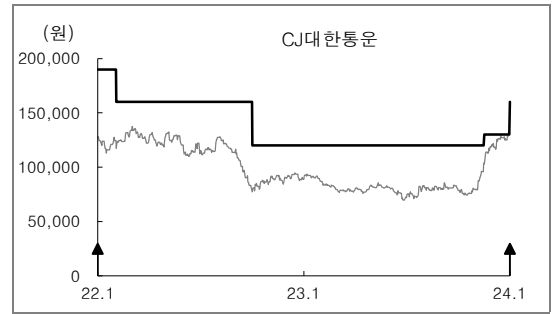
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	11.8	13.9	10.1	9.3
P/CF (x)	2.3	2.8	5.0	3.8
P/B (x)	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.7	14.2	13.2	10.1
EPS (원)	7,959	9,163	13,060	14,176
CFPS (원)	41,233	45,037	26,181	34,931
BPS (원)	168,852	175,743	188,366	202,104
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	5.1	4.3	3.2	2.9
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	6.9	-3.8	5.5	3.4
EBITDA증가율 (%)	12.7	-44.0	15.8	32.0
조정영업이익증가율 (%)	19.7	13.6	16.7	8.8
EPS증가율 (%)	231.6	15.1	42.5	8.5
매출채권 회전율 (회)	8.7	8.3	8.6	8.5
재고자산 회전율 (회)	408.2	343.7	356.7	352.9
매입채무 회전율 (회)	13.2	12.6	13.3	13.4
ROA (%)	2.1	2.2	2.8	2.8
ROE (%)	5.1	5.7	7.7	7.8
ROIC (%)	4.4	4.8	4.7	4.8
부채비율 (%)	140.3	159.8	160.7	151.2
유동비율 (%)	95.1	64.3	62.5	64.2
순차입금/자기자본 (%)	66.0	94.7	98.0	92.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.5	4.2	4.5	4.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ대한통운 (000120)				
2024.01.12	매수	160,000	-	-
2023.11.28	매수	130,000	-6.39	2.31
2023.10.13	1년 경과 이후	120,000	-32.41	-13.75
2022.10.13	매수	120,000	-31.17	-21.00
2022.02.14	매수	160,000	-25.29	-14.06
2021.11.08	매수	190,000	-32.29	-25.79



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

투자의견 분류 및 적용기준

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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.