

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com  
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

000120 · 물류

# CJ대한통운

## 눈 앞에 다가온 물동량 개선

(유지)

매수

목표주가

120,000원

상승여력

53.1%

현재주가(23/11/6)

78,400원

KOSPI	2,502.37	시가총액(십억원)	1,788	발행주식수(백만주)	23	외국인 보유비중(%)	14.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 3Q23 Review: 택배 단가 인상과 CL 효율성 개선으로 증익 시현

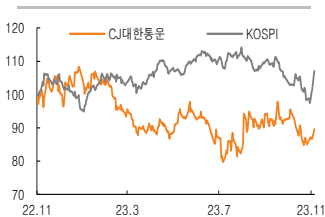
3Q23 매출액은 5.7% YoY 감소한 2조 9,371억원을 기록했다. 글로벌 부문의 매출액이 20.5% YoY 감소하면서 매출 하락을 이끌었다. 물동량 부진(-6.8% YoY)으로 택배 부문의 매출액도 소폭(-1.4% YoY) 감소했다. 영업이익은 1,248억원(15.9% YoY)으로 시장 기대치(1,209억원)를 상회하였다. 단가 상승에 성공한 택배 부문(557억원, 34.7% YoY)과 CL 부문의 효율성 개선이 실적 호조를 이끌었다.

#### 목표주가 120,000원 및 매수 의견 유지: 운송 업종 탑픽

택배 물동량은 4Q23부터 성장률 개선이 본격화될 전망이다. 고객사의 마케팅 본격화, 글로벌 이커머스의 직구 물량 확대 지속에 기대한다. 부진을 거듭하고 있는 포워딩 역시 최근 해운/항공 시장 물동량 안정에 따라 4Q23부터 외형 감소세 완화가 기대된다. 저평가 상태(PER 8.6배, PBR 0.5배)인 만큼 물동량 증가세 전환과 함께 주가의 빠른 반등을 기대한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.4	-1.4	-9.2
상대주가	-9.0	-1.4	-14.7

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	11,344	12,131	11,756	12,297	12,723
영업이익 (십억원)	344	412	475	538	475
영업이익률 (%)	3.0	3.4	4.0	4.4	3.7
순이익 (십억원)	55	182	207	260	184
EPS (원)	2,400	7,959	9,080	11,407	8,063
ROE (%)	1.6	5.1	5.7	6.8	4.6
P/E (배)	52.5	11.8	8.6	6.9	9.7
P/B (배)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.5	0.6	0.6	0.6

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

### 3Q23 Review: 거침없는 CL 부문의 마진 개선

CJ대한통운의 3Q23 매출액은 5.7% YoY 감소한 2조 9,371억원을 기록했다. 글로벌 부문의 매출액이 20.5% YoY 감소하면서 매출 하락을 이끌었다. 포워딩 부문의 매출(-35.7% YoY) 부진이 지속되었다. 택배 부문의 매출액도 소폭(-1.4% YoY) 감소했다. 단가가 4.4% YoY 상승했지만, 물동량 부진(-6.8% YoY)이 지속되었다. 신규 수주가 확대되었지만 홈쇼핑 물량이 감소했고, 추석 장기 연휴에 따른 물량 부진도 있었다.

CL 부문(2.9% YoY)과 건설 부문(52% YoY)의 매출액은 성장하면서 전체 매출액 하락폭은 완화되었다. CL부문은 운영 경쟁력 개선에 따른 W&D의 매출 개선이 나타났고, P&D는 판가 인상으로 매출을 전년과 유사하게 유지하는데 성공했다.

영업이익은 1,248억원으로(15.9% YoY) 시장 기대치(1,209억원)를 소폭 상회하였다. 택배부문(557억원, 34.7% YoY)은 단가 상승의 영향으로 고수익성(OPM 6.2%)을 이끌었다. 무엇보다 CL부문의 영업이익률이 6.1%으로 4Q18 이후 최고치를 기록한 것이 인상적이다. 프로세스별 생산성 관리를 통해 원가 효율이 극대화되고 있다. 특히 하역비 비중은 연초 30% 수준에서 20% 중반 수준으로 하락했다. 계열사 물량에서 탈피하고 비계열 물량을 바탕으로 가동률을 높인 것도 CL부문 호조의 원인 중 하나로 보인다.

순이익은 577억원(-4.2% YoY)으로 다소 아쉬웠다. 이자 비용 증가, 외환 관련 손실로 금융손익이 악화된 것이 원인이다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,113	2,962	2,937	2,954	2,956	-5.7	-0.9
영업이익	108	112	125	123	121	15.9	11.0
영업이익률 (%)	3.5	3.8	4.2	4.1	4.1	0.8	0.5
세전이익	85	77	82	79	88	-3.6	6.6
순이익	56	54	52	50	60	-7.4	-3.3

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	11,850	12,740	11,756	12,297	-0.8	-3.5	포워딩 부진
영업이익	468	494	475	538	1.5	8.8	CL, 택배마진 개선
세전이익	306	373	314	378	2.7	1.3	금융손익
순이익	201	258	207	260	2.8	0.9	
EPS (KRW)	8,831	11,304	9,080	11,407	2.8	0.9	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 물동량 증가세 반전을 눈앞에: 택배의 반전과 포워딩의 바닥 찾기

2Q23에 이어 3Q23 역시 시장 성장률(-6.9% YoY)에 못 미치는 택배 물동량 성장으로 다소 아쉬운 상황이나, 4Q23부터 성장률 개선은 본격화될 것으로 보인다. 연휴에 따른 물동량 부진 효과가 소멸되면서 물량 개선이 나타날 전망이다. 11월 이머커스사의 마케팅이 본격화되고 글로벌 이커머스사의 직구 물량 확대 지속으로 성장에 힘을 보탤 것으로 보인다. 이커머스 및 직구 물량은 전체 물량의 5%를 돌파하면서 택배 물량 성장에 본격적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

부진을 거듭하고 있는 포워딩 역시 4Q23를 기점으로 외형 감소세가 완화될 것으로 전망되고 있다. 최근 전반적인 수출 경기가 바닥을 찾고 있다. 최근 해운/항공 화물 시장이 저점을 지나고 있는 것과 일맥상통하는 모습이다. 본격적인 물량 증가에는 시간이 필요하다. 하지만, 기저효과에 따라 매출 하락세가 완화된다면 2023년 지속되었던 외형 감소 추세도 멈출 것이다.

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	(십억원, %)		
매출액	2,857	3,137	3,113	3,023	2,808	2,962	2,937	3,048	12,131	11,756	12,297
CL	647	690	703	703	679	714	723	715	2,743	2,831	2,871
택배	847	924	914	961	911	921	901	1,004	3,646	3,737	3,825
Global	1,246	1,363	1,326	1,130	1,036	1,070	1,054	1,094	5,065	4,254	4,640
건설	118	161	170	229	182	258	259	236	677	933	961
영업이익	76	116	108	112	99	112	125	138	412	475	537.6
CL	30	27	31	36	35	38	44	38	124	155	167
택배	28	57	42	54	43	62	56	61	180	221	217
Global	17	30	28	16	14	16	15	33	91	78	125
건설	1	2	8	6	7	-3	10	7	17	21	29
판매비	175	185	170	192	211	215	210	214	774	849	846
세전이익	47	91	85	62	66	77	82	88	285	314	378
순이익(지배)	27	62	56	37	45	54	52	57	182	207	260
영업이익률 (%)	2.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.8	4.2	4.5	3.4	4.0	4.4
세전순이익률 (%)	1.7	2.9	2.7	2.0	2.3	2.6	2.8	2.9	2.4	2.7	3.1
순이익률 (지배, %)	1.1	2.1	1.9	1.3	1.7	2.0	2.0	2.1	1.5	1.8	2.1
택배 물동량 성장률(%)	-10.4	-1.6	-4.9	-6.9	6.0	-6.2	-6.9	3.0	-6.0	-2.4	2.0
택배단가(원)	2,290	2,269	2,301	2,308	2,384	2,377	2,402	2,400	2,211	2,322	2,330

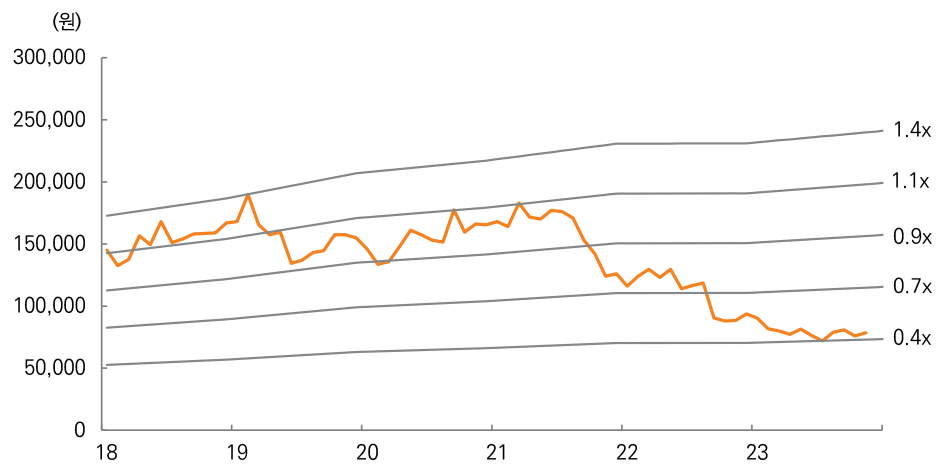
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 120,000원 및 매수의견 유지: 운송업종 탑픽

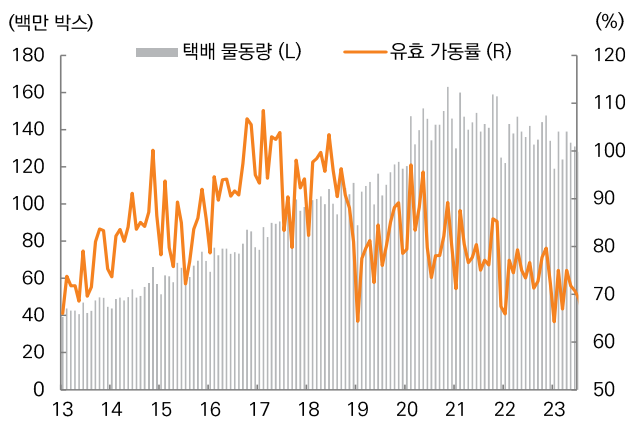
CJ대한통운에 대해 목표주가 120,000원 및 매수의견을 유지한다. 1) 경기 둔화 국면에서도 꾸준한 실적 개선을 이뤄내고 있다. 2) 연휴 효과 등으로 지연되었던 택배 물동량 성장이 4Q23부터 나타날 것으로 기대된다. 3) PER 8.6배, PBR 0.5배로 역사적 저평가 국면이 지속되고 있다. 향후 택배 물동량 가시화와 함께 주가의 재반등이 가능하다는 판단이다.

그림 1. PBR 밴드차트



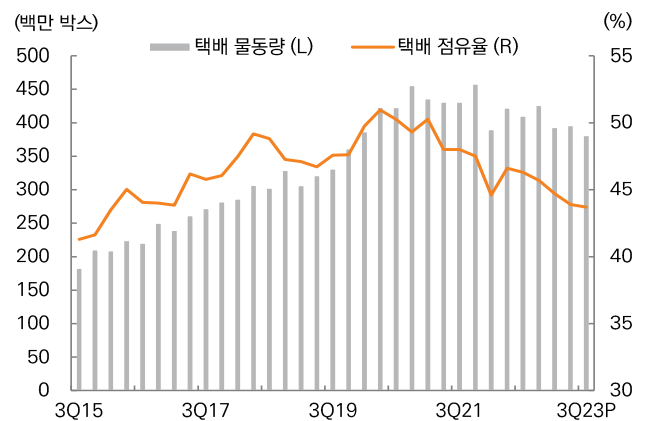
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 택배 물동량 및 가동률 추이



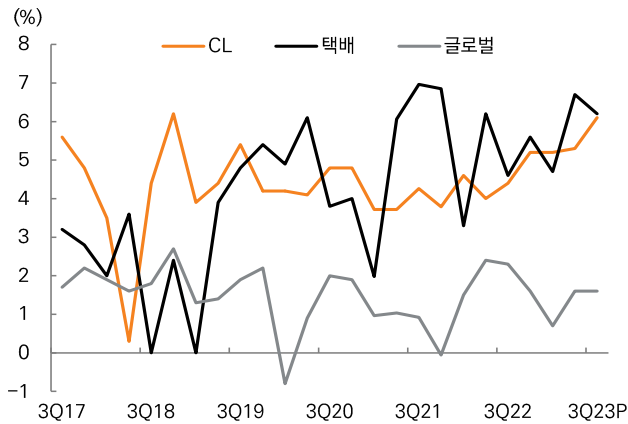
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 택배 시장 점유율 추이



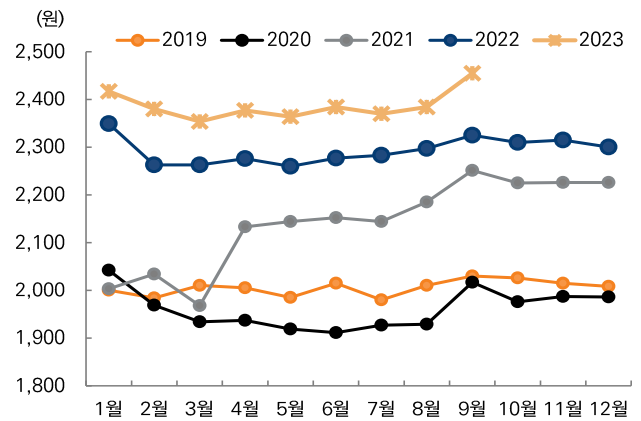
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 부문별 영업이익률 추이



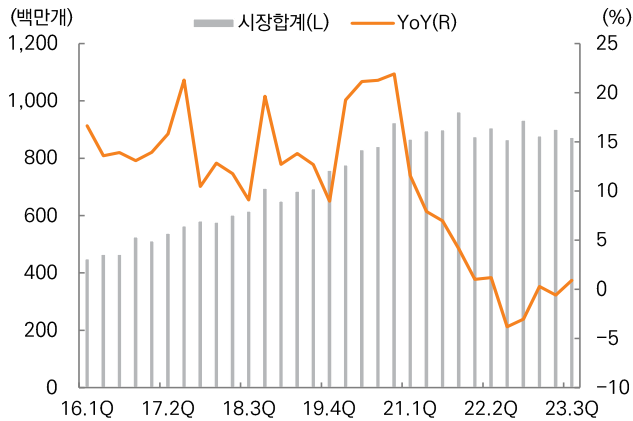
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 월별 택배 단가 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 분기별 택배 시장 물동량 및 성장률



주: 시장 합계는 쿠팡 제외 물량

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 분기별 당사 물동량 및 점유율



주: 시장 합계는 쿠팡 제외 물량. 쿠팡 포함 시 3Q23 점유율 31%

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 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	1,788	11,751	12,297	456	500	213	247	5.8	6.3	8.0	7.0	0.4	0.4	5.6	5.2
현대글로비스	6,488	25,899	26,400	1,610	1,606	1,099	1,138	15.1	14.0	5.9	5.7	0.8	0.7	2.7	2.8
한진	291	2,795	2,916	124	130	25	32	1.8	2.3	11.6	9.0	0.2	0.2	7.6	7.4
일본 아마토홀딩스	8,329	15,756	16,431	607	728	441	471	8.2	8.7	17.3	16.1	1.5	1.4	7.7	6.7
미쓰비시물류	3,011	2,359	2,417	168	173	218	212	7.0	7.0	13.4	13.5	0.9	0.9	11.4	11.0
킨테쓰 익스프레스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
산큐	2,588	5,160	5,354	343	369	231	248	9.5	10.2	10.8	9.9	1.0	1.0	5.4	5.1
가미구미	3,097	2,525	2,607	283	290	217	221	6.5	6.6	13.8	13.2	0.9	0.9	7.0	6.8
세이노 홀딩스	3,561	5,833	6,092	255	286	176	195	4.4	5.1	19.6	16.9	0.9	0.8	6.8	6.2
히타치 물류	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
후쿠아마통운	1,799	2,693	2,779	186	192	134	139	5.4	5.4	11.8	11.0	0.6	0.6	7.2	7.0
중국 사면상위	2,642	106,492	122,522	762	1,000	445	581	12.0	14.0	6.3	4.9	0.8	0.7	7.9	6.3
홍콩 시노트란스	5,104	18,006	19,301	631	674	673	716	10.1	10.3	4.9	4.6	0.5	0.5	6.0	5.7
싱가폴 싱가포르 포스트	1,027	1,717	1,972	80	129	41	74	3.1	5.4	25.0	14.0	0.8	0.7	8.9	7.1
베트남 게마덱트	1,075	216	232	89	79	104	65	29.3	12.2	11.1	18.5	2.3	2.1	9.9	11.2
말레이시아 POS 말레이시아	113	531	517	-	-	(25)	(13)	-	-	-	-	0.5	0.5	-	-
TASCO Bhd	181	360	393	31	33	24	25	12.2	11.4	8.0	9.8	1.0	0.9	4.4	4.2
인도 컨테이너 코퍼레이션 오브 인	6,973	1,410	1,617	226	272	198	240	11.1	12.8	33.7	28.6	3.7	3.6	20.9	17.6
아시아 평균	3,004	12,719	13,990	390	431	263	287	9.4	8.8	13.4	12.2	1.0	1.0	8.0	7.4
미국 UPS	157,786	119,791	125,332	12,958	14,267	9,895	10,719	37.9	38.6	16.2	14.9	6.1	5.6	10.2	9.4
페덱스	80,556	117,070	122,695	8,313	10,013	5,965	7,157	16.8	18.4	13.6	11.1	2.2	2.0	7.1	6.4
독일 도이체 포스트	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
호주 큐브 로지스틱스 홀딩스	4,279	2,762	2,890	270	287	197	209	7.3	8.0	21.7	20.5	1.6	1.6	13.0	12.2
세계 평균	15,299	23,322	24,988	1,522	1,724	1,067	1,193	11.3	10.9	14.0	12.7	1.4	1.3	8.3	7.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## CJ대한통운 (000120)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	12,131	11,756	12,297	12,723
매출원가	10,945	10,432	10,913	11,372
매출총이익	1,186	1,324	1,384	1,351
판매비와관리비	774	849	846	876
조정영업이익	412	475	538	475
영업이익	412	475	538	475
비영업손익	-127	-161	-160	-207
금융손익	-103	-93	-208	-223
관계기업등 투자손익	16	17	8	8
세전계속사업손익	285	314	378	268
계속사업법인세비용	89	85	104	74
계속사업이익	197	229	274	194
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	197	229	274	194
지배주주	182	207	260	184
비지배주주	15	22	14	10
총포괄이익	49	258	274	194
지배주주	31	232	248	175
비지배주주	17	26	26	18
EBITDA	924	525	592	672
FCF	368	222	-179	-107
EBITDA 마진율 (%)	7.6	4.5	4.8	5.3
영업이익률 (%)	3.4	4.0	4.4	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	1.8	2.1	1.4

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	623	567	201	303
당기순이익	197	229	274	194
비현금수익비용가감	744	575	358	486
유형자산감가상각비	459	0	0	0
무형자산상각비	54	50	54	197
기타	231	525	304	289
영업활동으로인한자산및부채의변동	-153	-2	-127	-88
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	-41	-53	-56
재고자산 감소(증가)	-16	-9	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	49	8	32
법인세납부	-78	-85	-104	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	-567	-666	-653	-497
유형자산처분(취득)	-218	-339	-380	-410
무형자산감소(증가)	-49	-74	-153	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-290	-4	-20	-37
기타투자활동	-10	-249	-100	0
재무활동으로 인한 현금흐름	290	1,037	565	222
장단기금융부채의 증가(감소)	779	1,273	575	232
자본의 증가(감소)	-8	0	0	0
배당금의 지급	-30	-24	-10	-10
기타재무활동	-451	-212	0	0
현금의 증가	353	-197	108	23
기초현금	230	583	386	494
기말현금	583	386	494	518

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

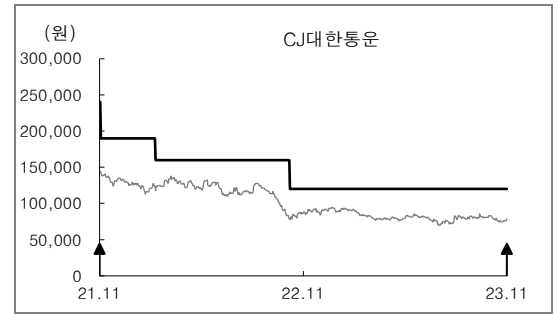
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,956	2,779	2,976	3,092
현금 및 현금성자산	583	386	494	518
매출채권 및 기타채권	1,475	1,487	1,542	1,600
재고자산	34	35	36	37
기타유동자산	864	871	904	937
비유동자산	6,737	8,317	8,906	9,195
관계기업투자등	117	118	122	127
유형자산	3,364	4,670	5,050	5,460
무형자산	1,197	1,197	1,296	1,148
자산총계	9,693	11,096	11,882	12,287
유동부채	3,109	4,645	5,148	5,350
매입채무 및 기타채무	1,040	1,048	1,065	1,104
단기금융부채	1,589	3,140	3,715	3,947
기타유동부채	480	457	368	299
비유동부채	2,550	2,277	2,295	2,314
장기금융부채	2,058	1,781	1,781	1,781
기타비유동부채	492	496	514	533
부채총계	5,659	6,921	7,443	7,664
지배주주지분	3,570	3,687	3,937	4,111
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,325	2,324	2,324	2,324
이익잉여금	925	1,113	1,363	1,537
비지배주주지분	464	488	502	512
자본총계	4,034	4,175	4,439	4,623

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	11.8	8.6	6.9	9.7
P/CF (x)	2.3	2.2	2.8	2.6
P/B (x)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	5.7	12.2	11.6	10.5
EPS (원)	7,959	9,080	11,407	8,063
CFPS (원)	41,233	35,232	27,679	29,791
BPS (원)	168,852	173,927	184,897	192,522
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	5.1	4.4	3.6	5.2
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	6.9	-3.1	4.6	3.5
EBITDA증가율 (%)	12.7	-43.2	12.8	13.6
조정영업이익증가율 (%)	19.7	15.3	13.2	-11.7
EPS증가율 (%)	231.6	14.1	25.6	-29.3
매출채권 회전율 (회)	8.7	8.2	8.4	8.4
재고자산 회전율 (회)	408.2	341.3	349.1	348.2
매입채무 회전율 (회)	13.2	12.5	13.0	13.2
ROA (%)	2.1	2.2	2.4	1.6
ROE (%)	5.1	5.7	6.8	4.6
ROIC (%)	4.4	4.7	4.6	3.8
부채비율 (%)	140.3	165.8	167.7	165.8
유동비율 (%)	95.1	59.8	57.8	57.8
순차입금/자기자본 (%)	66.0	98.9	103.2	103.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.5	5.1	2.6	2.1

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ대한통운 (000120)				
2022.10.13	매수	120,000	-	-
2022.02.14	매수	160,000	-25.29	-14.06
2021.11.08	매수	190,000	-32.29	-25.79
2021.03.25	매수	240,000	-29.25	-21.04



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

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 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.