

## Company Brief

2023-12-04

## CJ대한통운(000120)

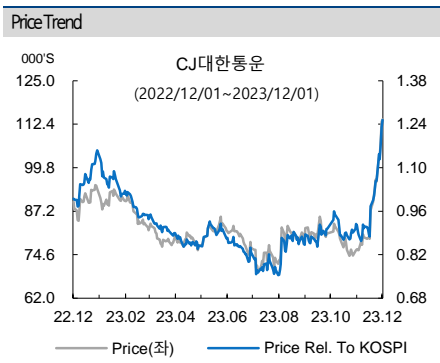
## 택배 물량 증가와 수익성 개선

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000 원(상향)
증가(2023/12/01)	113,800 원
상승여력	23.0 %

Stock Indicator	
자본금	114십억원
발행주식수	2,281만주
시가총액	2,596십억원
외국인지분율	13.1%
52주 주가	69,800~113,800 원
60일평균거래량	88,267 주
60일평균거래대금	7.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	49.9	38.3	40.7	29.3
상대수익률	44.2	40.6	44.4	26.4



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	12,131	11,725	12,075	12,394
영업이익(십억원)	412	462	511	542
순이익(십억원)	182	212	251	269
EPS(원)	7,959	9,287	10,985	11,794
BPS(원)	156,527	168,913	178,924	189,744
PER(배)	11.8	12.3	10.4	9.6
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	5.1	5.7	6.3	6.4
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	5.6	4.7	4.5	4.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 투자의견 Buy, 목표주가 140,000 원으로 상향

CJ 대한통운에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표주가를 기존 110,000 원에서 140,000 원으로 상향한다. 목표주가 변경은 P/B 멀티플을 기존 0.61 배에서 0.80 배로 상향한 데 따른다(12개월 선행 BPS 173,159원). CJ대한통운의 주가는 연초대비 21%, 7월 저점 대비 62% 상승했다. 최근의 주가 상승은 알리익스프레스 등 중국 이커머스 업체들의 수요 증가로 CJ 대한통운의 물동량 증가 및 쿠팡의 이커머스 시장 점유율 하락 기대감이 주효했다. 목표주가 산정에 적용한 멀티플 P/B 0.80배는 쿠팡 상장 및 CJ대한통운의 택배 시장의 M/S가 본격적으로 하락하기 시작한 2021 말~2022 년초 CJ 대한통운이 적용 받았던 멀티플이다. 2023 년 중반까지 CJ 대한통운이 적용받았던 0.45~0.50 배의 멀티플이 택배 물동량 감소에 대한 과도한 우려를 반영했다고 판단, 2024 년부터는 택배 물동량 증가가 가능할 것으로 추정되는 만큼 이전의 P/B 밴드 하단인 0.80 배의 멀티플을 부여했다.

## 택배 물동량 증가 및 가시성 높은 수익성 개선

온라인 직구 증가, 특히 중국발 온라인 직구 급증으로 CJ 대한통운 택배 물동량 증가가 기대된다. 국내 이커머스 거래액은 2023 년 들어 전년대비 미드 싱글 수준으로 성장세가 주춤하지만 직구 금액이 이커머스 전체 거래액 대비 3% 수준에 불과하지만 성장세는 매우 가파르다. 특히 중국 출발 온라인 직구 금액은 전년대비 106% 성장했다. CJ 대한통운은 알리익스프레스 등 중국 이커머스사 물량을 상당 수 처리하고 있으며, 알리익스프레스 처리 물량은 1Q23 346 만박스에서 3Q23 904 만박스로 261% 증가한 것으로 보인다. CJ 대한통운의 3Q23 택배 물동량은 3.8 억박스(-6.2% YoY, -2.8% QoQ)로 CJ 대한통운의 수익성 위주의 화물 처리 및 쿠팡 등 경쟁사의 성장으로 YoY 감소 추세가 1Q22 부터 이어지고 있지만, 2024 년 택배 물동량은 다시 증가가 가능할 것으로 예상된다(+2.0% YoY).

CJ 대한통운은 1) 소형 화물 확대 및 이커머스 물동량 성장, 2) CL 부문 효율성 강화로 수익성 개선이 진행되고 있다. 2023 년 3 분기 누적 택배 부문 영업이익률은 6.1%로 2022 년 4.9% 대비 개선되었다. 상대적으로 수익성이 높은 소형화물 비중이 늘어나며(2023 년 76%, +7%p YoY) 믹스가 개선되고 있다. 또한 2022 년 영업손실을 기록했던 이커머스 부문도 흑자 전환한 점(2023 년 3 분기 누적 +109 억원)도 향후 택배 부문 영업이익 개선 가시성을 높인다. CL 부문은 주요 거점을 통합하고, 하역 작업 등에 자동화 설비를 확대하는 등 원가 절감을 진행 중에 있다. 3Q23 CL 부문의 매출 대비 운송비, 하역비 비중은 1Q23 대비 3%p 하락했다. 이에 CL 부문의 영업이익률도 2021 년 3.9%, 2022 년 4.5%, 2023 년 3분기 누계 5.5%로 상승하고 있다. P&D 부문의 물동량이 견조한 가운데, W&D 부문에서는 신규 수주 확대에 매출이 증가하는 추세로 2024 년 CL 부문 매출액은 전년대비 소폭 증가가 가능할 것으로 기대된다(+3.0% YoY).

2024 년 CJ 대한통운의 영업이익은 5,113 억원으로 전년대비 10.8% 증가할 것으로 예상된다(OPM 4.2%, +0.3%p YoY).

[건설/리츠/운송] 배세호  
(2122-9178) seho.bae@hi-ib.com

### 해외 온라인 직구의 성장 → CJ 대한통운 택배 물동량 성장

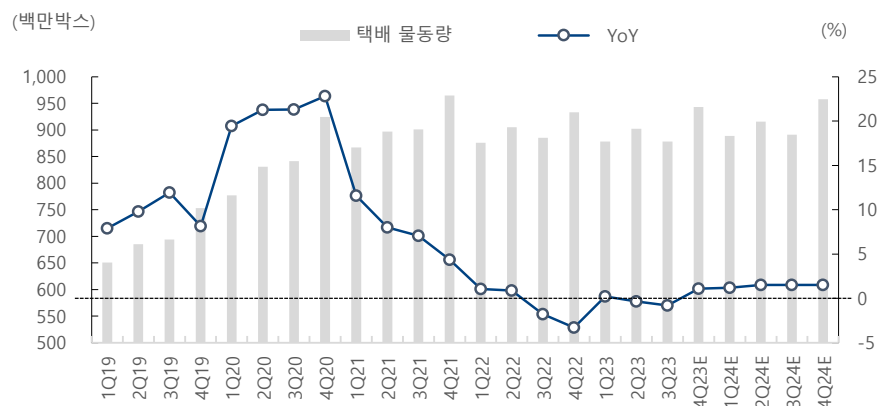
CJ 대한통운은 온라인 직구 증가, 특히 중국발 온라인 직구 급증에 따른 수혜를 기대할 수 있다.

3Q23 국내 이커머스 거래액은 57 조원으로 전년동기대비 8% 성장했다. 코로나 19 시기 20%대의 성장률(4Q20~2Q21)을 기록했지만 2023 년 들어서는 미드 싱글 수준의 성장률을 보이고 있다. 이에 반해 3Q23 온라인 직구 금액은 1.6 조원으로 전년동기대비 25% 성장했다. 온라인 직구 금액이 이커머스 전체 거래액 대비 3% 수준에 불과하지만 성장세는 매우 가파르다. 특히 중국 출발 온라인 직구 금액은 3Q23 8,200 억원 수준으로 전년대비 106% 성장했다. 전체 온라인 직구 금액에서 중국이 차지하는 비중은 2018 년 17% 수준에서 3Q23 50%까지 상승했다.

CJ 대한통운은 알리익스프레스 등 중국 이커머스사 물량을 상당 수 처리하고 있으며, 알리익스프레스 처리 물량은 1Q23 346 만박스에서 3Q23 904 만박스로 261% 증가한 것으로 보인다. 최근 중국 직구 트렌드가 증가함에 따라 직구 물량의 증가 폭도 당분간 전분기 대비 높은 두자릿수 성장이 가능할 것으로 예상된다.

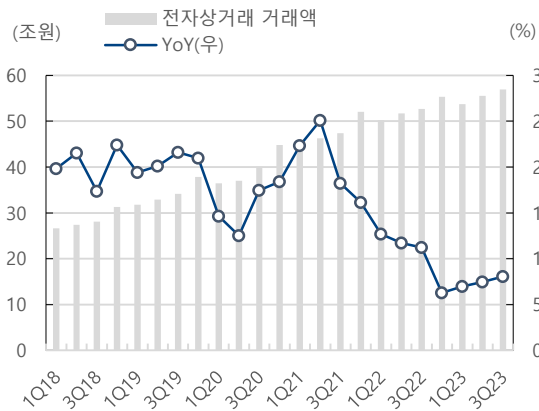
CJ 대한통운의 3Q23 택배 물동량은 3.8 억박스(-6.2% YoY, -2.8% QoQ)로 CJ 대한통운의 수익성 위주의 화물 처리 및 쿠팡 등 경쟁사의 성장으로 YoY 감소 추세가 1Q22 부터 이어지고 있지만, 2024 년 택배 물동량은 전년대비 증가가 가능할 것으로 예상된다(+ 2.0% YoY)

그림1. CJ대한통운 택배 물동량 추이 및 전망



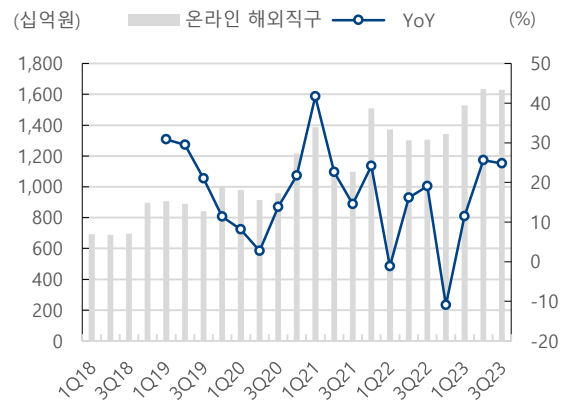
자료: CJ 대한통운, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 국내 이커머스 거래액 추이



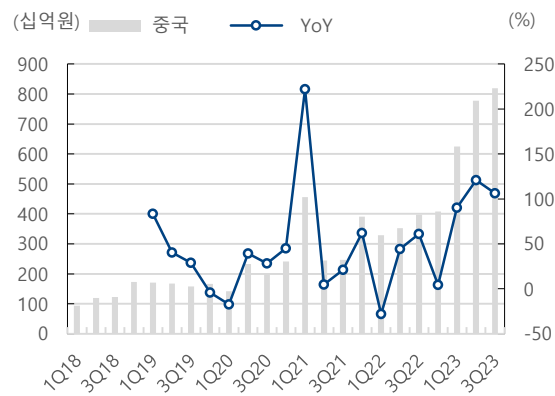
자료: 통계청, 하이투자증권

그림3. 온라인 해외 직구 거래액 추이



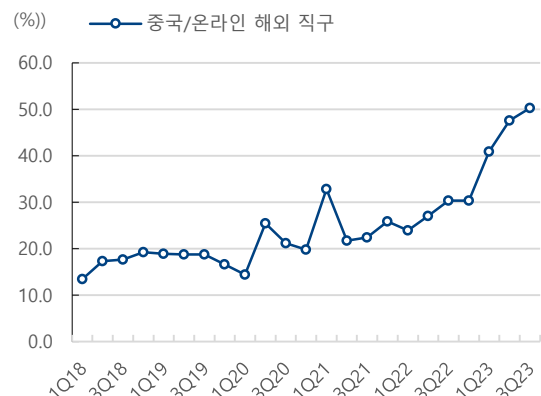
자료: 통계청, 하이투자증권

그림4. 중국 출발 온라인 해외 직구 금액 추이



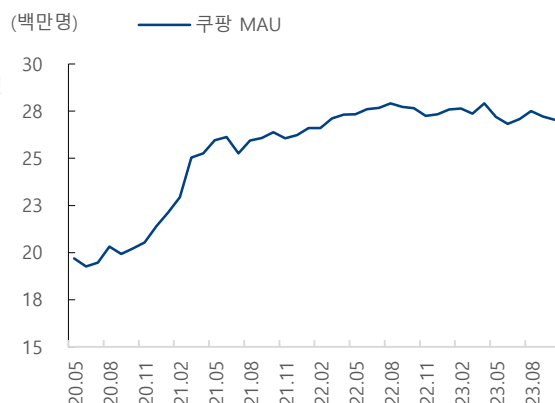
자료: 통계청, 하이투자증권

그림5. 해외 직구 금액 중 중국 비중



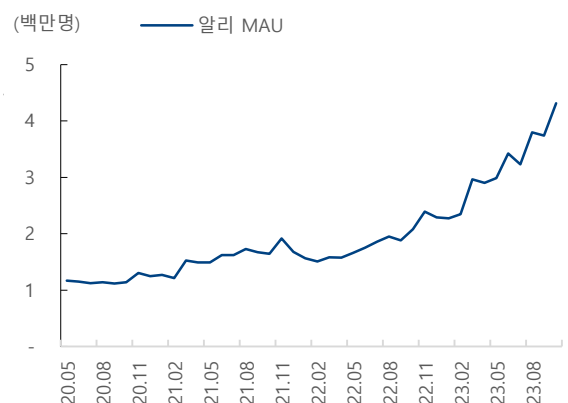
자료: 통계청, 하이투자증권

그림6. 쿠팡 MAU(모바일)



자료: 언론 자료, 하이투자증권

그림7. 알리익스프레스 MAU(모바일)



자료: 언론 자료, 하이투자증권

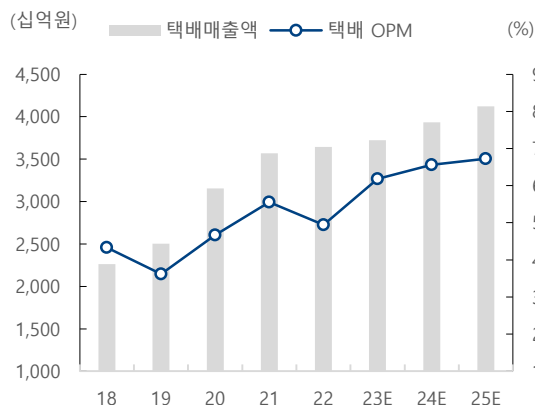
### 가시성 높은 수익성 개선

CJ 대한통운은 1) 소형 화물 확대 및 이커머스 물동량 성장, 2) CL 부문 효율성 강화로 수익성 개선이 진행되고 있다. 2024 년 CJ 대한통운의 영업이익은 5,113 억원으로 전년대비 10.8% 증가할 것으로 기대된다(OPM 4.2%, +0.3%p YoY).

2023 년 3 분기 누적 택배 부문 영업이익률은 6.1%로 2021 년 5.6%, 2022 년 4.9% 대비 개선되었다. 택배 부문 영업이익률 상승은 소형화물 비중 확대로, 소형 화물의 수익성이 중대형 화물 대비 높은 편이다. CJ 대한통운의 2023 년 소형화물 비중은 택배 물량 중 76%로 전년대비 +7%p 상승할 것으로 예상된다. 2024 년에도 높은 소형화물 비중은 지속될 것으로 보인다. 또한 2022 년 영업손실을 기록했던 이커머스 부문도 흑자 전환한 점(2023 년 3 분기 누적 +109 억원)도 택배 부문 영업이익 개선 가시성을 높인다. 택배 물동량 역시 알리익스프레스 등 해외 직구 물량 증가로 2024 년 증가가 기대된다(+2.3% YoY).

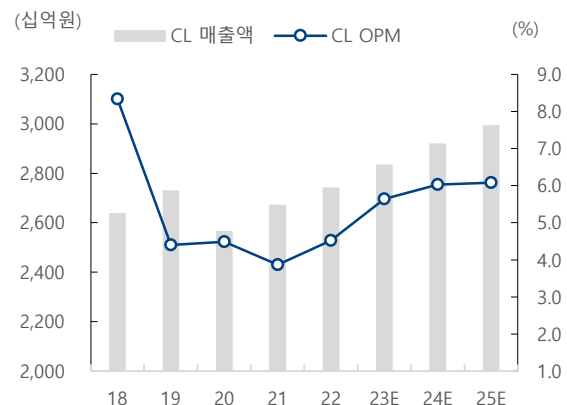
CL 부문은 주요 거점을 통합 및 재분류하고, 하역 작업 등에 자동화 설비 확대하는 등 원가 절감을 진행 중에 있다. CL 부문의 매출 대비 운송비, 하역비 비중은 3Q23 33%, 26%로 1Q23 대비 3%p 하락했다. 이에 CL 부문의 영업이익률도 2021 년 3.9%, 2022 년 4.5%, 2023 년 3 분기 누계 5.5%로 상승하고 있다. P&D 부문에서 자동차, 철강 등 항만 물동량이 건조한 가운데(3Q23 P&D 매출 -0.6% YoY), W&D 부문에서는 신규 수주 확대로 매출이 증가하는 추세(3Q23 W&D 매출액 7.7% YoY)로 2024 년 CL 부문 매출액은 전년대비 소폭 증가가 가능할 것으로 기대된다(+3.0% YoY).

그림8. CJ대한통운 택배 매출액 추이 및 OPM



자료: CJ대한통운, 하이투자증권 리서치본부

그림9. CJ대한통운 CL 매출액 추이 및 OPM



자료: CJ대한통운, 하이투자증권 리서치본부

표1. CJ 대한통운 4Q23 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q23E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q22	YoY %	3Q23E	Diff %	3Q23E	Diff %
매출액	3,018	3,023	-0.2	3,064	-1.5	3,126	-3.5
영업이익	125	112	11.6	125	0.3	124	1.5
세전이익	93	62	52.0	94	-0.5	92	1.2
지배주주순이익	61	37	66.7	62	-0.8	60	2.0

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

표1. CJ 대한통운 2024 년 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023E	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	12,075	11,725	3.0	12,314	-1.9	12,537	-3.7
영업이익	511	462	10.8	505	1.3	526	-2.9
세전이익	383	319	20.0	369	3.7	402	-4.8
지배주주순이익	251	212	18.3	247	1.7	261	-4.0

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

표 2. CJ 대한통운 연간 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	11,725	12,075	11,888	12,537	-1.4	-3.7
영업이익	462	511	452	526	2.1	-2.8
영업이익률	3.9	4.2	3.8	4.2	0.1	0.0
EBITDA	982	1,018	972	1,031	1.0	-1.2
세전이익	319	383	321	402	-0.7	-4.8
지배주주순이익	212	251	214	261	-1.0	-4.0
지배주주순이익률	1.8	2.1	1.8	2.1	0.0	0.0
EPS	9,287	10,985	9,374	11,442	-0.9	-4.0
BPS	167,128	173,742	166,120	173,190	0.6	0.3

자료: 하이투자증권 리서치본부

## Valuation

CJ 대한통운에 대한 목표주가를 기존 110,000 원에서 140,000 원으로 상향한다. 목표주가 변경은 P/B 멀티플을 기존 0.61 배에서 0.80 배로 상향한 데 따른다(12개월 선행 BPS 173,159 원). 최근 CJ대한통운의 주가는 연초대비 21%, 7월 저점 대비 62% 상승했다. 최근의 주가 상승은 알리익스프레스 등 중국 이커머스 업체發 수요 증가로 CJ 대한통운의 물동량 증가 및 쿠팡의 이커머스 시장 점유율 하락 기대감이 주효했다.

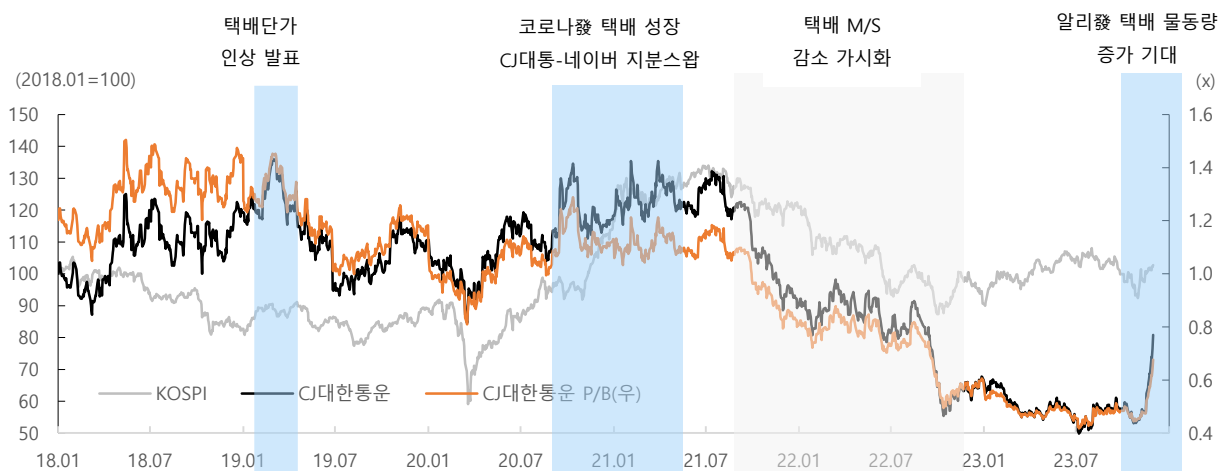
목표주가 산정에 적용한 멀티플은 P/B 0.80 배는 쿠팡 상장 및 CJ 대한통운의 택배 시장의 M/S가 본격적으로 하락하기 시작한 2021 말~2022 년초 적용 받았던 멀티플이다. CJ 대한통운의 택배 물동량은 2022년 6.2%, 2023년 3.4% 감소가 예상되지만 이는 쿠팡의 성장 이외에도 CJ 대한통운이 수익성 위주의 화주 선별 작업도 영향을 미쳤다. 2023년 CJ 대한통운이 적용받았던 0.45~0.50 배의 멀티플이 택배 물동량 감소에 대한 과도한 우려를 반영했다고 판단, 2024년부터는 택배 물동량 증가도 가능할 것으로 추정되는 만큼 이전의 P/B 밴드 하단인 0.80 배의 멀티플을 부여했다.

표2. 목표주가 산정

(원, 배)	Valuation	비고
12M fwd BPS (a)	173,159	12M fwd ROE 6.2%
Target P/B (b)	0.80	Target P/E 15.3배
목표주가	140,000	(a) x (d)
현재주가	113,800	
상승여력	23.0	

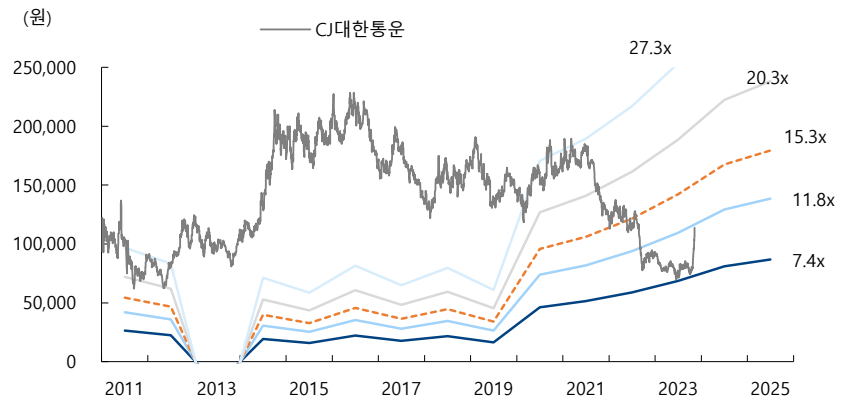
자료: 하이투자증권

그림10. CJ대한통운 주가 추이 및 주요 이벤트



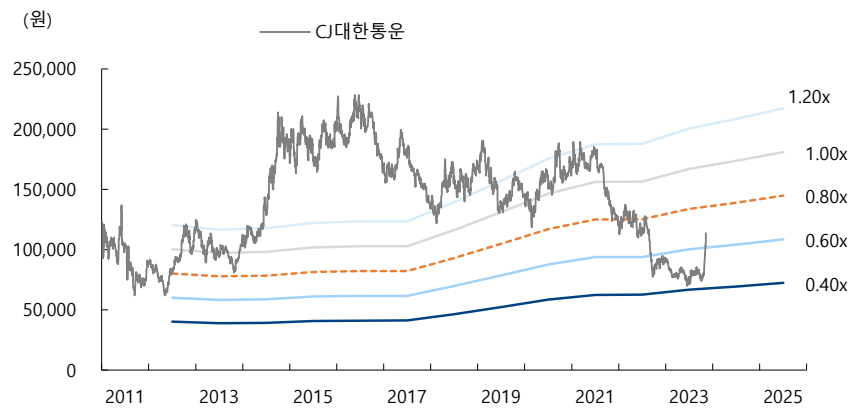
자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림1.CJ 대한통운 P/E Band



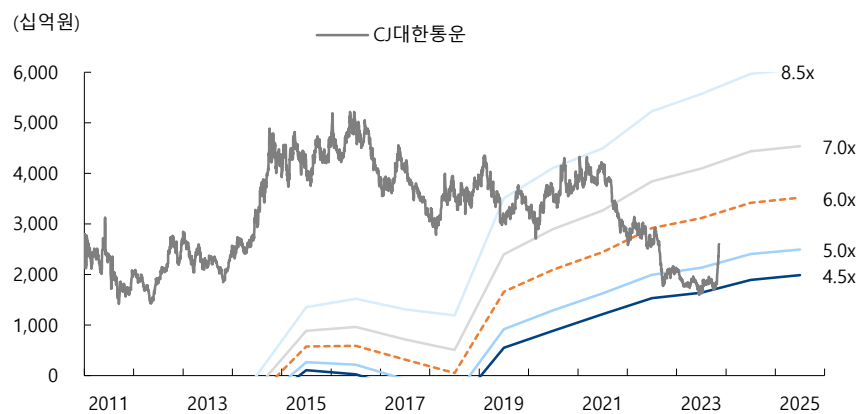
자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

그림1.CJ 대한통운 P/B Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

그림1.CJ 대한통운 EV/EBITDA Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

주: 리스부채 포함

표3. CJ 대한통운 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,808	2,962	2,937	3,018	2,920	3,030	2,987	3,137	11,725	12,075	12,394
YoY	-1.7	-5.6	-5.7	-0.2	4.0	2.3	1.7	4.0	-3.3	3.0	2.6
택배	911	921	901	991	972	971	953	1,058	3,724	3,954	4,152
CL	679	714	723	719	700	737	744	739	2,835	2,920	2,995
글로벌	1,036	1,070	1,054	1,058	1,003	1,070	1,035	1,095	4,218	4,203	4,245
건설	182	258	259	250	245	253	254	245	948	998	1,003
매출총이익	310	327	334	333	331	345	343	357	1,305	1,376	1,456
YoY	21.5	3.0	8.2	9.7	6.9	5.3	2.6	7.0	10.1	5.4	5.8
택배	121	133	122	137	134	138	134	148	513	554	584
CL	80	82	88	79	89	92	99	89	330	369	413
글로벌	96	96	102	98	91	94	90	100	393	375	379
건설	13	16	22	18	18	20	20	21	69	79	80
매출총이익률(GPM)	11.0	11.1	11.4	11.0	11.3	11.4	11.5	11.4	11.1	11.4	11.7
택배	13.3	14.4	13.6	13.9	13.8	14.2	14.1	14.0	13.8	14.0	14.1
CL	11.7	11.5	12.2	11.0	12.7	12.5	13.3	12.0	11.6	12.6	13.8
글로벌	9.3	9.0	9.7	9.3	9.0	8.8	8.7	9.1	9.3	8.9	8.9
건설	7.4	6.1	8.4	7.4	7.2	8.0	8.0	8.4	7.3	7.9	8.0
영업이익	99	112	125	125	125	128	122	136	462	511	542
YoY	30.9	-3.2	15.9	11.6	26.2	13.9	-2.4	8.8	12.1	10.8	6.1
택배	49	62	56	64	61	66	63	70	230.2	259	279
CL	35	38	44	43	44	44	43	44	160	176	182
글로벌	14	16	15	17	16	13	11	16	62	56	61
건설	1	-3	10	2	4	5	5	6	10	20	21
영업이익률(OPM)	3.5	3.8	4.2	4.2	4.3	4.2	4.1	4.4	3.9	4.2	4.4
택배	5.4	6.7	6.2	6.4	6.3	6.8	6.6	6.6	6.2	6.6	6.7
CL	5.2	5.3	6.1	6.0	6.4	6.0	5.8	6.0	5.6	6.0	6.1
글로벌	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.2	1.1	1.5	1.5	1.3	1.4
건설	0.4	-1.0	3.7	0.8	1.4	1.9	2.0	2.7	1.0	2.0	2.1
영업외손익	-33	-35	-42	-32	-32	-32	-32	-32	-143	-129	-132
세전이익	66	77	82	93	93	96	90	104	319	383	411
지배주주순이익	45	54	52	61	61	63	59	68	212	251	269
순이익률(%)	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	2.1	2.0	2.2	1.8	2.1	2.2

자료: Dart, 하이투자증권



K-IFRS 연결 요약 재무제표

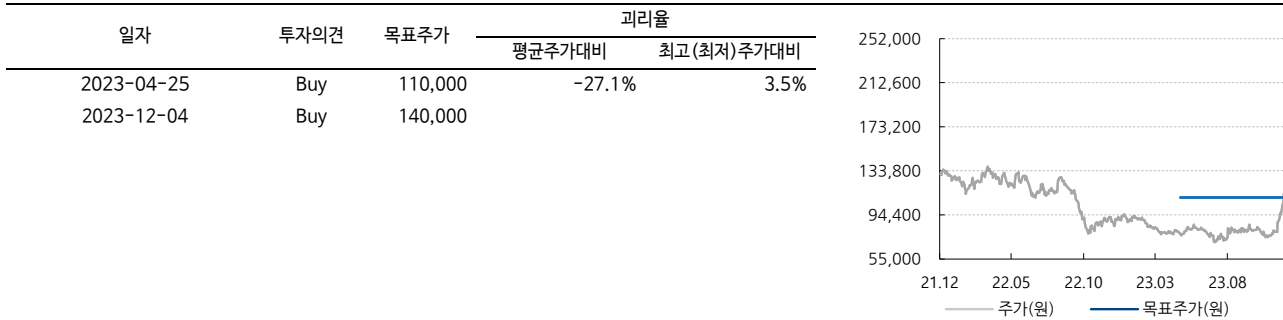
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,956	3,435	3,556	4,002	매출액	12,131	11,725	12,075	12,394
현금 및 현금성자산	583	680	801	1,104	증가율(%)	6.9	-3.3	3.0	2.6
단기금융자산	402	436	436	436	매출원가	10,945	10,420	10,699	10,938
매출채권	1,475	1,684	1,795	1,893	매출총이익	1,186	1,305	1,376	1,456
재고자산	34	27	28	29	판매비와관리비	774	844	865	914
비유동자산	6,737	6,735	6,576	6,499	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	3,364	3,332	3,147	3,044	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,197	1,201	1,202	1,202	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,693	10,170	10,132	10,501	영업이익	412	462	511	542
유동부채	3,109	3,120	2,762	2,809	증가율(%)	19.7	12.1	10.8	6.1
매입채무	831	895	917	936	영업이익률(%)	3.4	3.9	4.2	4.4
단기차입금	790	598	659	731	이자수익	15	15	15	15
유동성장기부채	527	304	238	186	이자비용	118	118	118	118
비유동부채	2,550	2,711	2,777	2,823	지분법이익(손실)	16	16	15	15
사채	655	940	940	940	기타영업외손익	-42	-31	-21	-23
장기차입금	367	242	308	354	세전계속사업이익	285	319	383	411
부채총계	5,659	5,831	5,538	5,632	법인세비용	89	85	105	113
지배주주지분	3,571	3,853	4,082	4,328	세전계속이익률(%)	2.4	2.7	3.2	3.3
자본금	114	114	114	114	당기순이익	197	234	277	298
자본잉여금	2,325	2,325	2,325	2,325	순이익률(%)	1.6	2.0	2.3	2.4
이익잉여금	925	1,127	1,367	1,626	지배주주귀속 순이익	182	212	251	269
기타자본항목	-284	-284	-284	-284	기타포괄이익	-148	-194	-184	-184
비지배주주지분	464	486	513	541	총포괄이익	49	40	93	114
자본총계	4,034	4,339	4,594	4,870	지배주주귀속총포괄이익	49	40	93	114

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	623	863	448	671	주당지표 (원)				
당기순이익	197	234	277	298	EPS	7,959	9,287	10,985	11,794
유형자산감가상각비	-	455	427	402	BPS	156,527	168,913	178,924	189,744
무형자산상각비	54	52	52	52	CFPS	10,307	31,504	31,983	31,712
지분법관련손실(이익)	16	16	15	15	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-567	-703	-543	-549	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-255	-423	-292	-299	PER	11.8	12.3	10.4	9.6
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
금융상품의 증감	-286	-33	-	-	PCR	9.1	3.6	3.6	3.6
재무활동 현금흐름	290	-264	51	56	EV/EBITDA	5.6	4.7	4.5	4.3
단기금융부채의증감	-	-214	54	67	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	160	66	46	ROE	5.1	5.7	6.3	6.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	7.3	7.6	8.3	8.0
배당금지급	-30	-10	-10	-10	부채비율	140.3	134.4	120.6	115.6
현금및현금성자산의증감	353	97	121	303	순부채비율	33.5	22.3	19.8	13.8
기초현금및현금성자산	230	583	680	801	매출채권회전율(x)	8.3	7.4	6.9	6.7
기말현금및현금성자산	583	680	801	1,104	재고자산회전율(x)	408.2	385.2	445.5	441.1

자료 : CJ 대한통운, 하이투자증권 리서치본부

## CJ 대한통운 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2023-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
94.6%	5.4%	-