

2024. 5. 13



Company Analysis | 운송

Analyst 이재혁

jaehyuklee@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	180,000 원
현재주가	119,400 원
상승여력	50.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (5/10)	2,727.63 pt
시가총액	27,238 억원
발행주식수	22,812 천주
52주 최고가/최저가	148,500 / 69,800 원
90일 일평균거래대금	137.49 억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(24.12E)	0.4%
BPS(24.12E)	216,165 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 0.5%
	6개월 36.8%
	12개월 34.8%
주주구성	CJ제일제당 (외 3인) 40.2%
	자사주 (외 1인) 12.6%
	국민연금공단 (외 1인) 10.0%

Stock Price



CJ대한통운 (000120)

1Q24 Review: 작은 것들을 위한 C(J)

1Q24 Review: 기대가 과했을 뿐

CJ대한통운의 1Q24P 연결기준 영업 실적은 매출액 2.92 조원(YoY +4.0%), 영업이익 1,094 억원(YoY +10.5%) 으로 시장 컨센서스(1,177 억원, -7.0%) 및 당사 추정치(1,230 억원, -11.1%) 를 하회했다. 시장 추정치를 하회하는 영업이익이 기록된 데에는 1) 용인 풀필먼트 센터 공실비용 발생에 따른 이커머스 사업의 영업이익 둔화(8억원, YoY -72%) 와 2) 동남아시아 경기 부진에 따른 글로벌 사업 매출액 감소(116 억원, YoY -17.1%), 3) 판관비 부담 확대 효과가 작용했다.

CJ대한통운의 1Q24 분기 판관비율은 7.5%로 1분기 분기 실적 기준 동사의 과거 5개년 평균 판관비율인 6.6%를 +0.9%p 상회하는 수치를 기록했다. 지난 4Q23 동사는 프로젝트 컨설팅 비용부담 해소와 해외/포워딩 사업 구조개선 영향에 따라 유의미한 판관비 절감(판관비율 6.0%)을 보였던 바 있다. 당분기 판관비 부담 상승의 주된 요인은 글로벌 사업부의 비용 확대에 있다. 글로벌 사업부의 분기 판관비용은 864 억원(판관비율 8.0%) 으로 YoY +5.0%, QoQ +49.2% 증가했다. 이는 포워딩을 비롯한 글로벌 사업 매출 성장을 위한 투자비용 집행 확대에 따른 것이다.

화물 소형화 바람 본격화

CJ대한통운 택배·이커머스 사업부의 1Q24 평균 판매가격(ASP)은 박스당 2,341 원으로 1분기 기준으로 4년 만에 감소하였다. 이는 최근 소비 트렌드 변화에 따른 물류 시장 전반의 화물 소형화에 기인한 것이다. 엔데믹에도 불구하고 1Q24 YoY +3.7% 증가한 Market 물동량과 YoY +7.9% 성장한 동사의 이커머스 물동량이 이를 방증한다. 이른바 'C-커머스' 로 통칭되는 중국 이커머스 플랫폼들은 제품군의 다양성과 초저가성으로 하여금 파편화, 다각화되고 있는 현행 소비트렌드에 부응하고 있다. 이러한 이커머스 시장의 패러다임 변화는 국내 물류 업종 전반의 물동량 확대와 화물 소형화를 유발하고 있다. '24년 당국의 물가 관련 정책적 방향성과 거시경기 여건을 고려할 때 절대적 판가 인상 Cycle은 일단락된 것으로 보인다. 허나 소형화물 비중과 총 화물 배송수량의 동반 상승이 물류 자동화 체계 확대와 시너지를 일으킴에 따라 동사의 택배·이커머스 영업 레버리지는 점진 개선될 수 있을 것으로 전망한다.

투자요건 매수, 목표주가 180,000 원 유지

CJ대한통운에 대해 기존 매수 의견 및 목표주가 180,000 원을 유지한다. 비대면 소비 이후의 Peak-out 우려는 어느새 산업 트렌드 변화 수혜 기대감으로 바뀌었다. 2Q24 이후 고객사 재계약 관련 우려가 잦아듦에 따라 다시 무난한 상승곡선 회귀를 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,131	11,768	12,268	12,604	12,690
영업이익	412	480	538	620	698
순이익(지배)	182	225	274	348	418
EPS(지배) (원)	8,190	10,357	12,823	16,539	20,022
증감률 (%)	+345.0	+26.5	+23.8	+29.0	+21.1
PER (x)	9.5	14.8	12.7	10.0	8.3
PBR (x)	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
영업이익률 (%)	3.4	4.1	4.4	4.9	5.5
EBITDA 마진 (%)	7.6	9.0	9.3	9.8	10.4
ROE (%)	4.9	6.0	6.4	7.3	8.1

주: IFRS 연결 기준

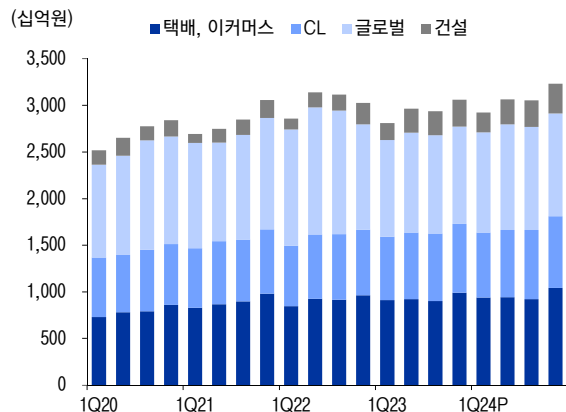
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	11,768	12,268	12,604	2,808	2,962	2,937	3,061	2,921	3,064	3,053	3,230
%yoy	-3.0	+4.3	+2.7	-1.7	-5.6	-5.7	+1.2	+4.0	+3.4	+4.0	+5.5
%qoq				-7.1	+5.5	-0.9	+4.2	-4.5	+4.9	-0.3	+5.8
I. 택배,이커머스	3,723	3,843	3,931	911	921	901	990	937	943	922	1,041
%yoy	+2.1	+3.2	+2.3	+7.6	-0.3	-1.4	+3.0	+2.9	+2.3	+2.3	+5.2
택배	3,470	3,557	3,624	851	857	836	927	869	872	850	967
%yoy	+1.0	+2.5	+1.9	+6.9	-1.7	-2.9	+2.3	+2.1	+1.8	+1.6	+4.3
택배 ASP(원)	2,392	2,351	2,327	2,384	2,377	2,402	2,406	2,341	2,334	2,357	2,369
택배물동량(백만 Box)	1,596	1,650	1,700	393	396	382	425	405	408	393	445
이커머스	252	285	307	60	64	65	63	68	70	72	75
%yoy	+19.8	+13.1	+7.6	+18.5	+23.3	+23.1	+14.5	+13.3	+9.6	+11.4	+18.4
이커머스물동량(만 box)	5,634	6,004	6,304	1,357	1,418	1,422	1,437	1,464	1,493	1,508	1,538
II. CL	2,854	2,925	3,006	679	714	723	737	697	718	740	770
%yoy	+4.0	+2.5	+2.8	+5.0	+3.5	+2.9	+4.8	+2.6	+0.7	+2.3	+4.4
W&D	1,230	1,292	1,324	289	304	321	317	316	322	325	329
%yoy	+8.3	+5.0	+2.5	+9.1	+7.1	+7.7	+9.3	+9.4	+6.1	+1.4	+3.6
P&D	1,623	1,633	1,682	391	410	403	420	381	396	415	441
%yoy	+1.1	+0.6	+3.0	+2.2	+1.0	-0.6	+1.7	-2.5	-3.4	+3.0	+5.1
III. 글로벌	4,206	4,417	4,475	1,036	1,070	1,054	1,045	1,076	1,133	1,107	1,102
%yoy	-17.0	+5.0	+1.3	-16.8	-21.5	-20.5	-7.5	+3.9	+5.8	+5.0	+5.4
IV. 건설	986	1,083	1,191	182	258	259	288	211	270	284	317
%yoy	+45.5	+9.9	+10.0	+54.5	+60.3	+51.7	+26.0	+16.4	+5.0	+10.0	+10.0
영업이익	480	538	620	99	112	125	144	109	137	136	156
%OPM	4.1	4.4	4.9	3.5	3.8	4.2	4.7	3.7	4.5	4.5	4.8
%yoy	+16.6	+12.1	+15.1	+30.9	-3.2	+15.9	+28.2	+10.5	+21.6	+9.1	+8.4
%qoq				-11.8	13.5	11.0	15.4	-24.0	24.9	-0.3	14.6
I. 택배,이커머스	246	251	294	49	62	56	80	54	66	58	74
%OPM	6.6	6.5	7.5	5.4	6.7	6.2	8.0	5.7	7.0	6.3	7.1
%yoy	+36.6	+2.1	+16.9	+76.1	+7.9	+33.9	+48.6	+8.5	+6.7	+4.8	-7.4
II. CL	144	183	218	35	38	44	28	41	44	47	50
%OPM	5.1	6.2	7.2	5.2	5.3	6.1	3.7	5.9	6.1	6.4	6.5
%yoy	+16.3	+26.5	+19.3	+17.8	+37.7	+44.0	-24.5	+18.0	+16.7	+6.8	+82.2
III. 글로벌	77	77	78	14	16	15	32	12	20	22	23
%OPM	1.8	1.7	1.7	1.4	1.5	1.5	3.1	1.1	1.8	2.0	2.1
%yoy	-14.9	-0.3	+1.3	-18.6	-47.1	-44.6	+98.2	-17.1	+28.0	+43.5	-27.5
IV. 건설	12	27	30	1	-3	10	5	3	7	8	9
%OPM	1.3	2.5	2.5	0.4	-1.0	3.7	1.6	1.4	2.6	3.0	2.8
%yoy	-24.8	+120.4	+10.0	-12.5	적전	+25.0	-23.0	+328.6	흑전	-10.6	+89.6
순이익(지배)	225	274	348	45	54	52	74	47	71	71	85
%NPM	1.9	2.2	2.8	1.6	1.8	1.8	2.4	1.6	2.3	2.3	2.6

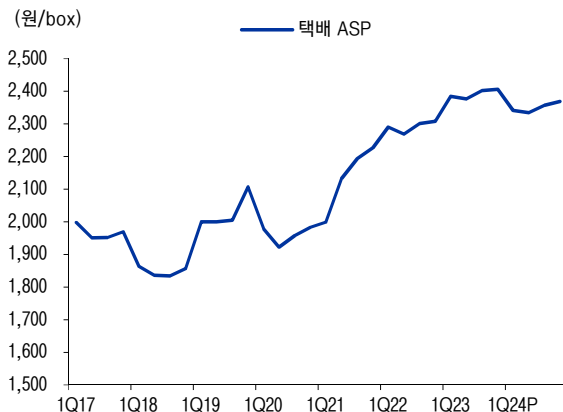
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 CJ대한통운 부문별 매출액 추이 및 전망



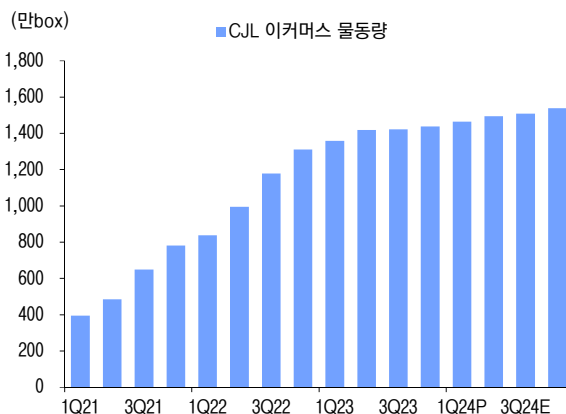
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CJ대한통운 택배 ASP 추이



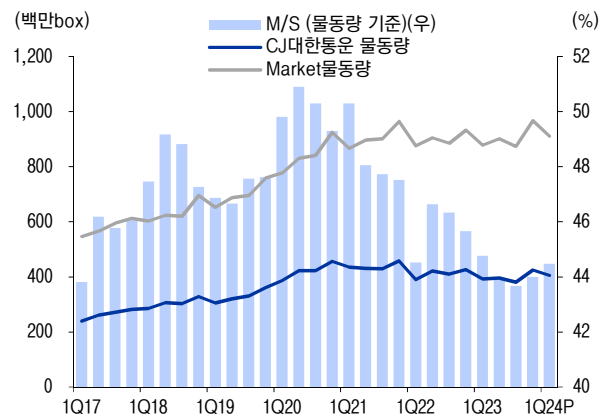
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 CJ대한통운 이커머스 물동량 추이 및 전망



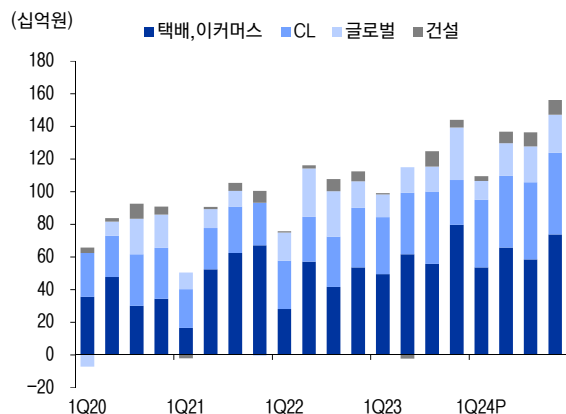
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 CJ대한통운 택배 M/S 추이



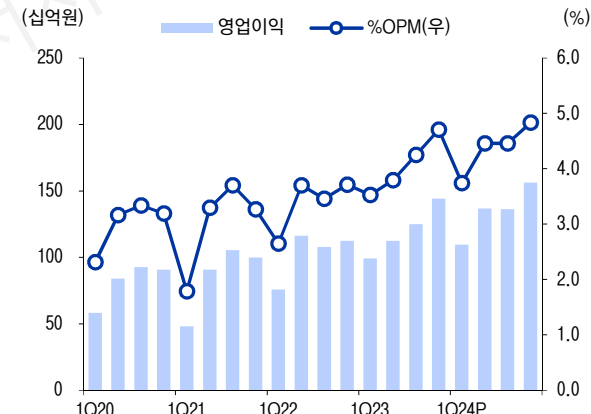
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 CJ대한통운 사업부별 영업이익 추이 및 전망



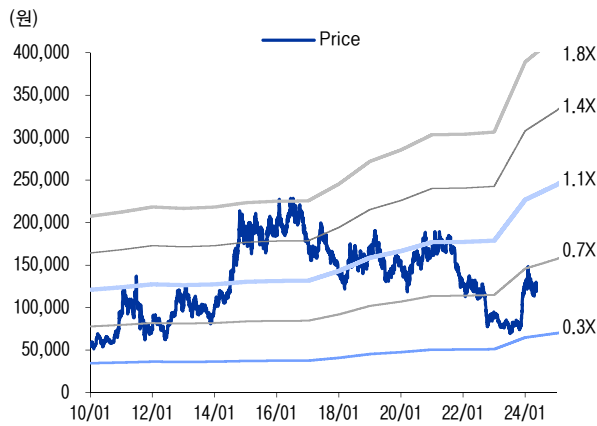
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 CJ대한통운 영업이익 추이 및 전망



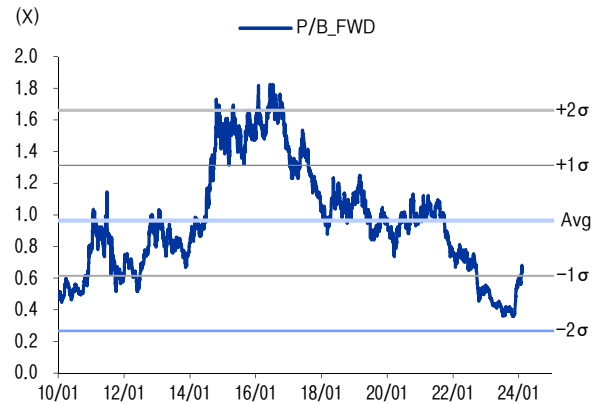
자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 CJ대한통운 12MF PBR Band Chart



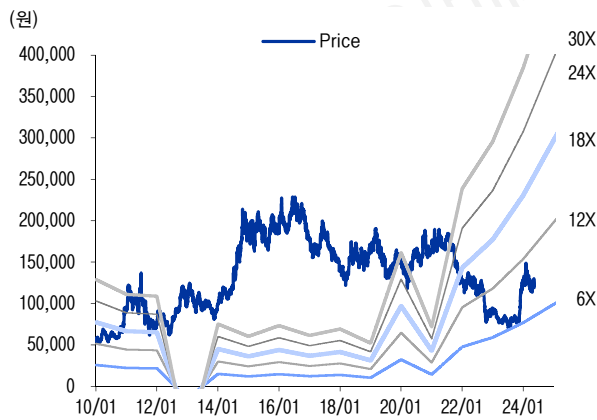
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 CJ대한통운 12MF PBR 추이



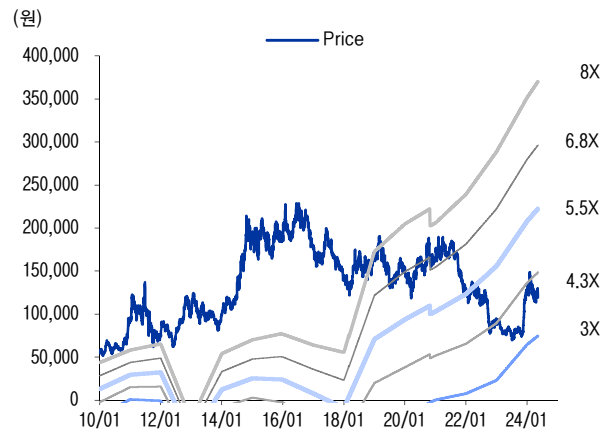
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 CJ대한통운 12MF PER Band Chart



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 CJ대한통운 12MF EV/EBITDA Band Chart



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ 대한통운 (000120)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,956	2,488	3,034	3,148	3,377
현금 및 현금성자산	985	500	935	1,071	1,255
매출채권 및 기타채권	1,475	1,495	1,602	1,579	1,623
재고자산	34	30	33	34	34
기타유동자산	462	464	464	464	464
비유동자산	6,737	6,869	6,939	7,011	7,084
관계기업투자등	377	415	419	423	428
유형자산	3,364	3,328	3,378	3,431	3,485
무형자산	1,197	1,185	1,197	1,209	1,221
자산총계	9,693	9,358	9,973	10,159	10,461
유동부채	3,109	2,622	2,602	2,522	2,497
매입채무 및 기타채무	1,243	1,256	1,340	1,313	1,341
단기금융부채	1,589	1,060	944	882	826
기타유동부채	277	306	319	327	330
비유동부채	2,550	2,692	2,611	2,534	2,445
장기금융부채	2,060	2,206	2,135	2,060	1,974
기타비유동부채	491	486	476	473	471
부채총계	5,659	5,314	5,213	5,056	4,942
자배주주지분	3,571	3,604	4,311	4,643	5,046
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,325	2,327	2,327	2,327	2,327
이익잉여금	925	1,112	1,358	1,678	2,067
비자배주주지분(연결)	464	439	448	460	474
자본총계	4,034	4,043	4,760	5,103	5,520

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	623	837	793	907	978
당기순이익(손실)	197	243	283	360	431
비현금수익비용가감	744	827	878	895	906
유형자산감가상각비	459	523	548	563	567
무형자산상각비	54	56	57	58	58
기타현금수익비용	143	165	177	154	137
영업활동 자산부채변동	-153	-52	-103	-83	-92
매출채권 감소(증가)	-69	-20	-107	22	-44
재고자산 감소(증가)	-16	11	-3	-1	0
매입채무 증가(감소)	4	35	83	-27	29
기타자산, 부채변동	-73	-79	-76	-77	-76
투자활동 현금흐름	-567	-80	-69	-71	-73
유형자산 처분(취득)	-218	-250	-51	-52	-54
무형자산 감소(증가)	-49	-50	-12	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-274	186	-7	-7	-7
기타투자활동	-26	33	0	0	0
재무활동 현금흐름	290	-1,056	-289	-700	-720
차입금의 증가(감소)	575	-500	-140	-137	-142
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-30	-42	-28	-28	-28
기타재무활동	-255	-514	-120	-535	-550
현금의 증가	353	-293	435	136	184
기초현금	230	583	290	725	861
기말현금	583	290	725	861	1,046

주: IFRS 연결 기준

자료: CJ대한통운, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,131	11,768	12,268	12,604	12,690
매출원가	10,945	10,469	10,866	11,106	11,114
매출총이익	1,186	1,299	1,402	1,499	1,577
판매비 및 관리비	774	819	864	879	878
영업이익	412	480	538	620	698
(EBITDA)	924	1,059	1,144	1,241	1,324
금융손익	-100	-137	-138	-119	-102
이자비용	118	153	138	119	102
관계기업등 투자손익	16	9	10	10	10
기타영업외손익	-42	-27	-31	-31	-31
세전계속사업이익	285	325	379	480	575
계속사업법인세비용	89	82	96	120	144
계속사업이익	197	243	283	360	431
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	197	243	283	360	431
지배주주	182	225	274	348	418
총포괄이익	49	278	283	360	431
매출총이익률 (%)	9.8	11.0	11.4	11.9	12.4
영업이익률 (%)	3.4	4.1	4.4	4.9	5.5
EBITDA 마진률 (%)	7.6	9.0	9.3	9.8	10.4
당기순이익률 (%)	1.6	2.1	2.3	2.9	3.4
ROA (%)	2.1	2.5	2.9	3.6	4.2
ROE (%)	4.9	6.0	6.4	7.3	8.1
ROIC (%)	4.5	5.7	6.2	7.1	7.9

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	14.8	12.7	10.0	8.3
P/B	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.9	6.0	5.0	4.4	3.9
P/CF	3.0	4.3	4.5	4.0	3.7
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	+6.9	-3.0	+4.3	+2.7	+0.7
영업이익	+19.7	+16.6	+12.1	+15.1	+12.7
세전이익	+19.3	+13.9	+16.5	+26.6	+20.0
당기순이익	+24.3	+23.4	+16.5	+27.1	+20.0
EPS	+345.0	+26.5	+23.8	+29.0	+21.1
안정성					
부채비율 (%)	140	131	110	99	90
유동비율 (%)	95	95	117	125	135
순차입금/자기자본(x)	65	67	45	37	28
영업이익/금융비용(x)	202	209	390	521	686
총차입금 (십억원)	3,605	3,219	3,079	2,942	2,800
순차입금 (십억원)	2,620	2,720	2,144	1,872	1,545
주당지표 (원)					
EPS	8,190	10,357	12,823	16,539	20,022
BPS	179,030	180,692	216,165	232,783	252,999
CFPS	31,233	41,946	39,754	45,475	49,045
DPS	500	500	500	500	500

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	92.4% 7.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 총목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)