

CJ대한통운(000120)

공급자 우위 택배시장의 시작

달라진 택배 경쟁환경, 드디어 운임 상승

연초만 해도 택배운임이 반등할 것이라 기대했던 이는 적었다. 온라인쇼핑 성장에 힘입어 택배수요가 꾸준히 늘어나는데도 단가는 경쟁심화로 계속 하락했기 때문이다. 하지만 최저임금 인상은 이러한 시장환경에 큰 변화를 가져왔다. 비용부담이 커질 뿐만 아니라 사회적으로도 물가가 오르는 상황이다. 이제 택배업계도 무리한 경쟁보다 체질개선을 통한 가격 정상화에 초점을 두는 시기가 도래했다. 공급자 우위 시장 재편은 CJ대한통운에게 기회다.

메가허브터미널 가동까지 기다린 CJ대한통운

비용부담이 커진 2~3위 업체들은 무리한 외형성장보다 단가에 더 신경쓰고 있다. 3분기 한진과 롯데택배의 평균운임은 전년동기대비 3% 상승했다. 이제는 CJ대한통운 차례다. 올해 점유율은 49%로 높아져 가격결정권이 더욱 견고해졌다. 메가허브터미널이 정상화되면 10월부터 시작한 운임 제값 받기에도 탄력을 얻을 전망이다. 2019년 단가 상승은 3%로 예상한다.

운임 상승에 대한 불신은 반대로 투자기회

CJ대한통운 주가는 작년 평균을 하회하고 있다. 규모가 1/3인 한진이 먼저 가격 조정에 나서며 주가가 올해 두 배 이상 급등한 것과 대조적이다. 시장 지위와 물류 경쟁력 그리고 이에 기반한 운임 상승의 지속가능성을 감안할 때, 점유율이 50%에 달하는 rule changer인데도 후위업체보다 단가 반등에 대한 기대감을 낮게 평가받는 것은 확실한 투자기회라고 판단한다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	6,082	7,110	9,180	10,383	11,667
영업이익(십억원)	228	236	226	319	384
세전이익(십억원)	91	73	104	167	246
순이익(십억원)	56	31	56	102	150
EBITDA(십억원)	373	397	409	506	585
순차입금(십억원)	1,638	2,048	2,513	2,859	3,137
영업이익률(%)	3.8	3.3	2.5	3.1	3.3
ROE(%)	2.4	1.3	2.3	4.1	5.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	3,166	1,786	3,086	5,595	8,251
(EPS 증가율, %)	20.1	(43.6)	72.8	81.3	47.5
BPS(원)	125,144	126,264	128,709	133,161	139,728
DPS(원)	0	0	0	0	0
PER(x)	56.5	78.4	50.6	27.9	18.9
PBR(x)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(x)	15.0	13.0	14.6	12.5	11.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(12/5)	2,101
주가(12/5)	156,000
시가총액(십억원)	3,559
발행주식수(백만)	23
52주 최고/최저가(원)	175,000/122,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,794
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.4/14.2
주요주주(%)	CJ제일제당 외 1인 40.2
	국민연금 7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	2.3	0.6
KOSPI 대비(%p)	(0.9)	16.7	16.9

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

Contents

I. Executive summary	2
<hr/>	
1. 서비스 공급자 중심으로 재편되는 택배시장	
2. 택배 운임 상승에 대한 의구심은 투자기회	
II. 택배 운임이 중요한 이유	6
<hr/>	
1. 택배 시장의 성장은 구조적이지만	
2. 운임에 민감할 수밖에 없는 투자심리	
3. 단가 반등은 공급자 중심의 시장재편 신호	
III. 택배 운임 상승 가능한 이유	12
<hr/>	
1. 줄어든 경쟁, 비용부담이 더 문제	
2. 온라인 화주, 배송서비스 품질이 더 중요	
3. 달라진 CJ대한통운, 단가 인상이 필요	
4. 정부, 택배 운임 정상화를 원할 것	
IV. 해외 성장의 리레이팅 기회인 이유	21
<hr/>	
1. 안정적 포트폴리오에서 성장 책임지는 해외 사업	
2. 물류업체에게 M&A는 필수적인 경쟁력	
3. 새로운 글로벌 가족의 성장 반길 차례	
4. 당장의 이익으로 평가하면 안 되는 이유	
기업개요 및 용어해설	30
<hr/>	

리포트 작성 목적

- CJ대한통운 주가에 중요한 택배운임 상승 가능성 및 이익민감도 분석
- 택배 경쟁구도, 온라인쇼핑 시장, 정부와의 관계 등 택배단가가 상승하게 되는 배경 분석과 공급자 중심의 시장 재편이 가지는 의미 평가
- 성장 이끄는 해외 사업의 M&A 모멘텀에 대한 재평가 논리 제시

I. Executive summary

1. 서비스 공급자 중심으로 재편되는 택배시장

온라인쇼핑 성장 수혜
누리지 못했던 택배업계

택배수요는 온라인쇼핑의 성장에 힘입어 구조적으로 늘어나고 있다. 지난 3년간 온라인 소매판매액은 연평균 18% 증가했고 택배 물동량은 11%씩 늘었다. 반면 택배 사업자들의 이익은 이러한 수혜를 누리지 못했다. 온라인 수요를 선점하기 위한 업체 간 경쟁이 심화되면서 운임은 매년 하락했기 때문이다. 올해 CJ대한통운의 택배단가는 3년전 대비 6% 낮아졌다. 영업이익률은 합병 이전 2013년 수준을 못 넘고 있다. 수익성 위주의 영업을 펼치고 있는 한진의 영업마진도 여전히 2%대로 낮고 롯데택배는 3분기 누적으로 179억원의 영업적자를 기록했다.

운송업종 투자심리는
운임에 특히 민감한데

온라인쇼핑 확대의 직접적인 수혜주인데도 택배업체들의 주가는 2015년 이후 부진했다. 운송업종의 투자 판단은 수요보다 운임에 더 민감한 경우가 많다. 물류 서비스는 가격 이외에 차별화가 제한적이라는 인식이 강한 탓이다. 규모의 경제가 중요한 산업 특성도 무리한 외형 경쟁을 부추기곤 한다. 수요가 구조적으로 늘더라도 그 이상으로 공급이 증가할 여지가 많은 셈이다. 실제로 택배시장에서는 상위업체일수록 오히려 단가가 더 낮다. 작년 상위 3사가 물량확대에 계속 주력함에 따라 운임반등에 대한 기대감은 사라져왔다.

인건비 등 비용부담이
경쟁을 제한하면서

이러한 물량경쟁에 제동을 건 것은 역설적이게도 최저임금 인상이었다. 비용부담이 크게 늘면서 추가적인 원가경쟁이 어려워진 만큼 정시배송율, 친절도 등 서비스 품질에 더 신경쓰는 모습이다. 넓게 보면 사회적으로 물가가 오르는 상황이다. 온라인 유통업체들도 고객접점이 되는 배송에서 가격 이상의 차별화를 추구하고 있다. 택배업계 역시 더 이상의 물량싸움보다는 체질 개선을 통한 단가 정상화에 초점을 맞추고 있다. 한진은 농협과의 제휴를 통해 단가가 높은 신선식품 배송을 확대하고 있다. CJ대한통운은 자동화 설비와 재고관리 기능이 강화된 메가허브터미널의 가동으로 배송경쟁력의 격차를 한층 더 벌려갈 전망이다.

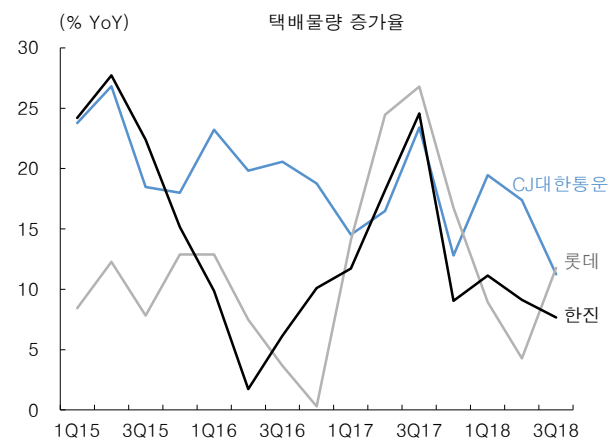
이제는 택배 운임이
반등하는 시점

상반기 이미 2~3위 업체들의 택배운임은 반등했다. 3분기 한진과 롯데택배의 단가는 전년동기대비 3% 올랐다. 작년 3% 하락에서 빠르게 회복됐다. 과도한 가격 경쟁을 자제하고 단가가 높은 수요에 집중하며 수익성에 신경 쓴 결과다. 반대로 2017년 16% 늘었던 한진의 물량은 올해 3분기 8% 증가하는데 그쳤다. 한편 CJ대한통운 역시 메가허브터미널 가동 이후 10월부터 운임 제값받기를 시작했다.

가격싸움 물러선
공급자 중심의
택배시장 재편 예상

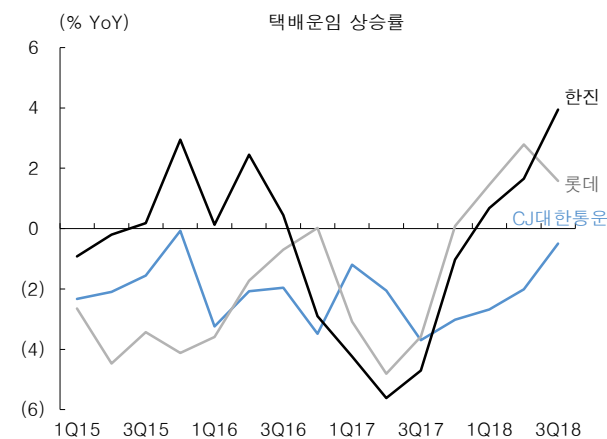
이례적으로 2~3위 업체의 가격이 먼저 올랐지만, CJ대한통운 입장에서는 경쟁자들의 공급능력이 여유롭지 않음을 확인할 수 있었다. 그만큼 운임 인상에 따른 화주 이탈 가능성은 낮아졌다. 현재 운영 중인 17개 택배사업자 중 실질적으로 온라인 유통업체 위주의 대량 물량 배송이 가능한 업체는 5곳 정도에 불과하다. CJ대한통운이 4분기 단가 정상화에 동참하면서 합산 점유율이 73%에 달하는 상위 3사 모두 저수익 저단가 물량을 피하고 있다. 화주에게는 요금이 올라가더라도 선택의 여지가 제한적이다. CJ대한통운의 메가허브터미널 이후 택배업계에서 예정된 증설계획은 보이지 않는다. 한진과 롯데택배가 뒤늦게 허브터미널 투자를 결정했지만 완공 시점은 2022년 하반기다. 택배시장의 수급환경은 앞으로 3년간 더 좋아질 수 있다. 택배시장에서 그동안 성장의 열쇠를 쥐고 있던 유통업체들에게서 점차 서비스 공급자들이 우위를 되찾아 오는 시기가 도래한 것이다.

[그림 1] 한진과 롯데택배 과도한 물량경쟁 자제한 결과



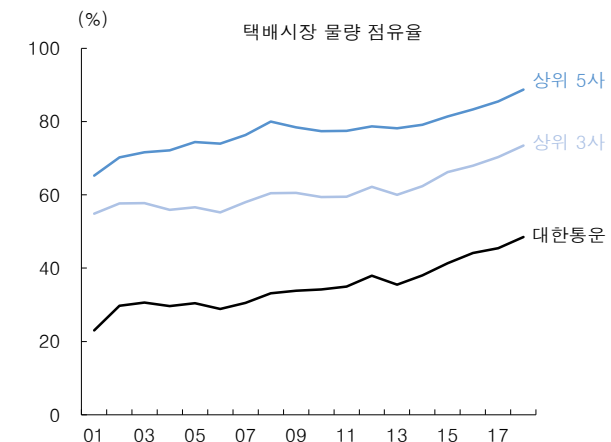
자료: 각 사, 한국통합물류협회, 한국투자증권

[그림 2] 올해 3분기 평균운임 3% 반등에 성공



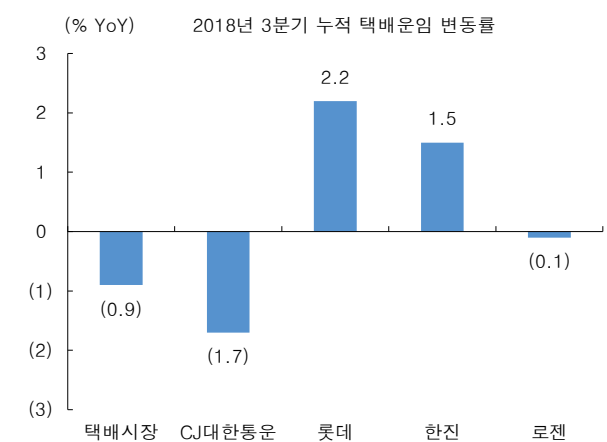
자료: 각 사, 한국통합물류협회, 한국투자증권

[그림 3] 운임 정상화 나선 상위 3사의 점유율은 73%



자료: 한국통합물류협회, 한국투자증권

[그림 4] 한진과 롯데택배 운임은 이미 반등



자료: 한국통합물류협회, 한국투자증권

2. 택배 운임 상승에 대한 의구심은 투자기회

CJ대한통운 택배 1위
프리미엄 되찾을 것

택배시장의 변화는 CJ대한통운에게 기회다. 이제 공급자 중심의 환경이 펼쳐지면서 그동안 쌓아온 시장점유율과 인프라 투자의 결실을 수확하게 된다. 10월 택배 제값받기가 시작되어 4분기 가격 하락세는 일단락될 전망이다. 8월말 문을 연 곤지암 터미널 가동이 정상화되면 운임 반등은 속도를 낼 것이다. 당일배송 및 정시배송을 향상과 재고관리 역량 강화는 향후 가격 상승을 정당화할 기반이 된다. 내년 평균단가가 1% 오르면 택배 영업이익은 28%, 전사 기준으로는 6% 늘어날 만큼 큰 이익 모멘텀이다. 이제는 가격 결정권을 입증하며 점유율 50%에 달하는 시장지위에 대한 프리미엄을 되찾을 전망이다. 우리는 2019년 평균운임이 전년 대비 3% 상승할 것으로 예상한다. CJ대한통운에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 20만원(2019F PER 36배, EV/EBITDA 13배에 해당)을 유지한다.

〈표 1〉 목표주가 20만원으로 매수 추천

(단위: 십억원, 배, 백만주, 원, %)

구분	2019F	비고
EBITDA(A)	506	
목표 EV/EBITDA(B)	13.0	2017년말 EV/EBITDA 적용
기업가치(C=A*B)	6,577	
순부채(D)	2,810	
목표 시가총액(E=C-D)	3,767	
유통주식수(F)	18,155	
목표주가(E/F)	207,467	2019F PER 36배에 해당
현재주가	156,000	12/5(수) 추가
상승여력	28.2%	

자료: 한국투자증권

불신이 만들어준 투자기회

CJ대한통운 주가는 작년 평균 수준을 하회하고 있다. 단가 전략을 먼저 수정해 수익성이 반등한 한진의 주가가 두 배 이상 오른 것과 대조적이다. 이는 택배운임 반등에 대해 오래도록 쌓여온 불신 때문이다. 시장 지위와 물류 경쟁력, 그리고 가격인상의 지속가능성을 감안하면, 점유율이 50%에 달하는 rule changer인데도 2위 사업자보다 운임상승에 대한 기대감을 낮게 평가받는 이례적인 상황이다. 반대로 이미 현실화되어가는 요금 상승과 충분히 예상가능해진 2019년 단가 인상 계획에도 여전히 CJ대한통운에 대한 투자기회는 열려 있는 것이다.

운임 상승을 둘러싼
불확실성 해소되는 시기

한진과 롯데택배의 운임이 오르기 시작하면서 CJ대한통운의 의지는 자체적인 단가 정상화 계획과는 다르게 의심받아 왔다. 다만 이들의 평균단가가 전년동기대비 상승한 것은 능동적인 가격 인상이 아니라 저운임 물량을 줄였던 영향이다. 향후 지속적으로 가격을 높이기 위해서는 1위 업체의 가격정책에 의존적일 수밖에 없다. 온라인 화주와 소비자들의 눈높이에 맞는 서비스 경쟁력을 바탕으로 운임을 올릴 수 있는 사업자는 결국 CJ대한통운이다. 한편 택배단가 상승에 대한 기대감은 2013년 합병 당시부터 기다려 온 모멘텀인 탓에 반등시점과 폭에 대해서도 다른 기대감이 혼재되어 있었다. 하지만 CJ대한통운은 10월부터 정식으로 택배 대리점과 화주들에게 운임 제값받기의 취지와 계획을 설명하고 협조를 구했다. 3분기 실적 간담회에서는 내년 단가가 올해보다 3~4% 상승할 수 있다고 밝혔다. 이제는 방향성과 가이드스가 분명해진 만큼 투자판단의 불확실성을 덜었다.

**택배운임 반등까지
마지막 저점 매수기회**

대전 터미널의 가동이 안전사고 문제로 약 한달 간 중단되고 택배노조 파업으로 배송에 차질이 생기면서, 오히려 1위이기에 요금 인상에 더 조심스러울 것이란 우려가 커졌다. 하지만 대전 시설은 11월 25일부터 다시 돌아가고 있다. 작업 중지 때 따른 추가비용은 90억원 내외로 추정되며 이는 CJ대한통운이 당초 예상했던 범위의 상단에 해당한다. 노조의 파업은 명분보다 현실적인 득실을 따질 때 일반 택배기사들로 확대되기 어려워 보인다. 4분기 파업에 따른 손실은 10억~20억원 수준으로 예상된다. 4분기 실적 컨센서스는 이미 일회성 비용을 대부분 반영하고 있다. 결국 근본적인 장애물이 아니라는 점에서 요금 제값받기의 성과는 시간문제라 판단한다. 이제는 노이즈에 가려진 투자매력에 주목할 시점이다.

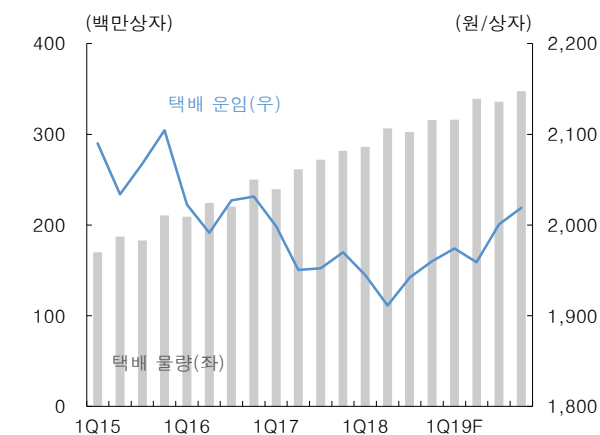
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,595	1,708	1,873	1,934	2,001	2,285	2,418	2,475	6,082	7,110	9,180	10,383
계약물류(CL)	585	603	620	619	616	641	649	648	2,360	2,428	2,554	2,647
택배	479	510	531	556	557	586	588	619	1,824	2,075	2,350	2,662
글로벌	531	595	722	760	773	862	1,011	1,038	1,897	2,608	3,684	4,344
건설					56	196	170	170			593	730
매출액 증가율	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	33.8	29.1	28.0	20.3	16.9	29.1	13.1
계약물류	3.0	3.0	4.8	0.7	5.1	6.3	4.7	4.6	10.5	2.9	5.2	3.6
택배	13.2	14.1	18.8	9.4	16.2	15.0	10.7	11.4	17.2	13.7	13.2	13.3
글로벌	16.9	23.6	59.8	48.9	45.7	44.8	40.0	36.6	39.1	37.4	41.3	17.9
매출총이익률	10.8	10.9	10.7	10.2	8.8	9.1	8.5	9.6	11.0	10.6	9.0	9.6
계약물류	11.5	11.0	11.4	11.2	9.8	9.4	10.4	10.7	11.7	11.3	10.1	10.1
택배	9.4	11.3	9.5	9.5	7.9	10.0	6.1	9.0	10.4	9.9	8.3	10.2
글로벌	11.5	10.4	10.9	9.9	9.0	8.7	8.6	9.4	10.8	10.6	8.9	9.2
영업이익	51	62	63	60	45	57	53	70	228	236	225	319
증가율	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.7)	(15.6)	16.9	22.4	3.2	(4.3)	41.4
영업이익률	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.5	2.2	2.8	3.8	3.3	2.5	3.1
세전이익	13	38	20	2	43	20	8	32	91	73	104	167
증가율	(54.7)	2.1	431.9	(91.3)	235.5	(47.1)	(58.8)	1,593.9	13.3	(19.6)	41.8	60.7
지배주주순이익	4	22	9	(4)	33	5	(0)	18	56	31	56	102
증가율	(84.1)	(11.7)	NM	NM	776.1	(79.2)	NM	NM	21.4	(43.6)	76.7	82.6

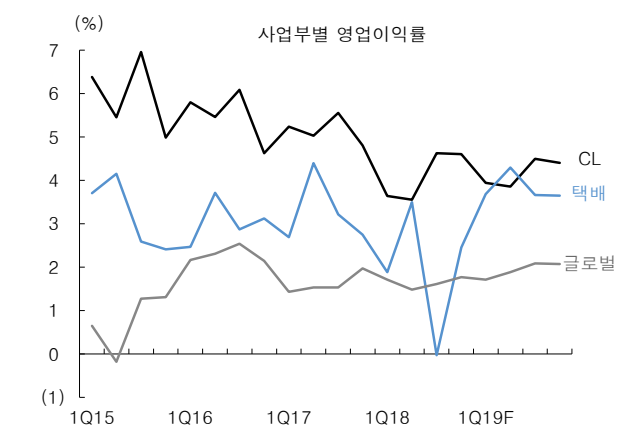
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 5] 2019년 택배 평균운임은 전년대비 상승할 전망



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 6] 택배와 국내 계약물류(CL) 수익성 반등 전망



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

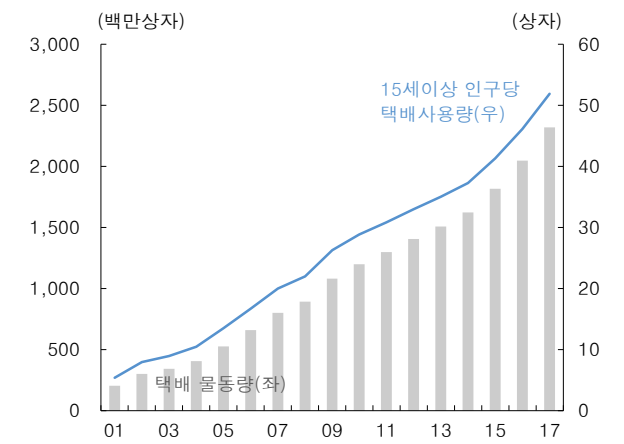
II. 택배 운임이 중요한 이유

1. 택배 시장의 성장은 구조적이지만

온라인쇼핑과 택배의
성장은 동행

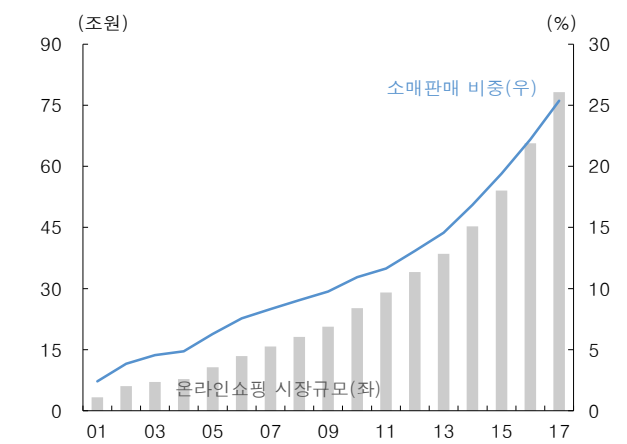
온라인쇼핑의 성장에 힘입어 택배는 생활밀착형 서비스로 자리잡았다. 지난 5년간 온라인 소매판매액은 연평균 18% 증가했다. 이에 따라 택배 물동량은 같은 기간 매년 11%씩 늘었다. 작년 한해 동안 15세 이상 인구당 50번 이상 택배를 사용한 셈이다. 온라인채널 중심의 유통시장 재편은 여전히 진행 중이라 올해 역시 두자리수 성장을 이어가고 있다. 유통업체 간 치열한 경쟁 속에 온라인쇼핑이 진화해 감에 따라 택배수요는 꾸준히 증가할 전망이다.

[그림 7] 우리나라 택배시장의 성장은 구조적



자료: 한국통합물류협회, 통계청, 한국투자증권

[그림 8] 온라인쇼핑이 뒷받침하기 때문



자료: 통계청, 한국투자증권

온라인채널을 중심으로
유통구조는 재편 중

올해 9월까지 우리나라 온라인쇼핑 시장 규모는 전년동기대비 21% 증가했다. 온라인쇼핑은 다양한 상품을 빠르고 편하게 제공함으로써 소비 수요를 흡수하고 있다. 소매시장에서 온라인채널이 차지하는 비중은 2012년 13%에서 2017년 26%, 올해에는 30%로 높아질 전망이다. 소비자들은 모바일쇼핑에 더 익숙해지고 있으며, 더 나은 쇼핑환경을 원하는 눈높이에 맞춰 유통업체 역시 온라인채널 강화에 끊임없이 투자하고 있다.

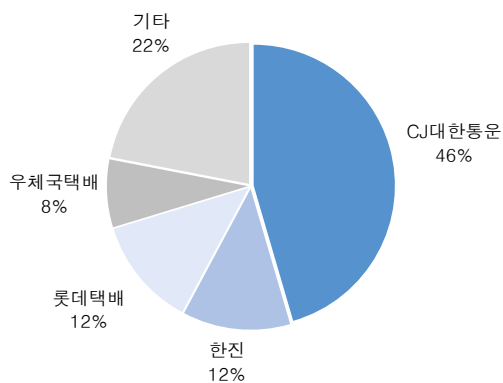
여전히 치열한 경쟁이
온라인쇼핑 성장의 원동력

여러 시행착오를 겪으면서 규모와 경험을 쌓아온 유통업체들이지만, 여전히 온라인시장을 지배하는 과점적 사업자가 없어 경쟁이 치열할 수밖에 없는 형국이다. 신세계그룹은 마트와 백화점 온라인사업을 물적분할해 별도법인으로 통합할 방침이며, 이 과정에서 글로벌 투자운용사로부터 1조원 이상의 투자 유치를 약속받았다. 롯데그룹 역시 8월 e커머스 사업본부를 새로 출범해 2020년까지 8개의 유통 부문별로 흩어져 있던 온라인몰을 하나로 통합할 계획이다. 쿠팡은 다시 4억달러 규모의 투자 유치를 받아낸 이후 지난 9월에는 택배사업자로 정식 등록하는 등 공격적인 온라인쇼핑 투자 행보를 이어갈 것을 예고했다.

**택배시장은 과점화되어
업체 간 규모의 격차 확대**

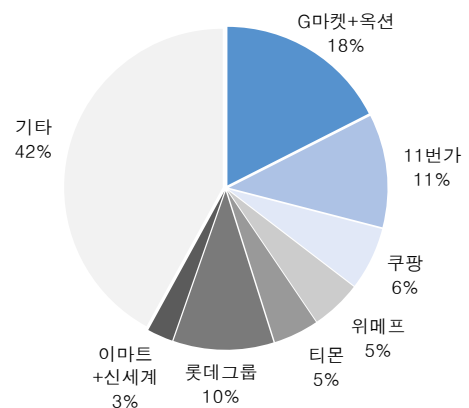
온라인쇼핑의 경쟁구도가 시시각각 변해가는 반면 택배업계는 상위 3사를 중심으로 과점화되고 있다. 사업체 수는 2006년 31개를 정점으로 계속 줄어 이제 17개에 불과하다. 상위 3사의 물량 점유율은 2015년 67%에서 올해 73%로 상승했다. 반면 경쟁에서 뒤쳐진 중소형 택배업체들은 하나둘 사라지고 있다. 엘로우캡택배, 동부택배를 인수해 탄생한 KG로지스는 2017년 KGB택배까지 인수했으나 규모의 열세를 극복하지 못했다. 작년말 택배 대리점주의 연합법인 형태인 드림택배로 재편해 재도약을 꿈꿨으나 결국 올해 8월 영업을 중단했다.

[그림 9] 택배시장은 상위 3사 점유율이 70%



주: 2017년 물량 기준
자료: 한국통합물류협회, 통계청, 한국투자증권

[그림 10] 국내 온라인쇼핑 시장은 과점적 사업자 부재



주: 2017년 총매출 기준. 이베이코리아, 11번가, 쿠팡은 추정치
자료: 통계청, 각 사, 한국투자증권

〈표 3〉 국내 택배시장 M&A 연혁

시기	인수기업	피인수기업	시기	인수기업	피인수기업
1989.02	금호그룹	제일특송	2008.02	KG 케미컬	엘로우캡택배
1990.11	금호그룹	대성기업, 인천화물 등	2008.03	금호아시아나	대한통운
1993.09	아세아상선	대성기업	2008.08	CJ GLS	사가와익스프레스코리아
1994.02	아세아상선	우신국제운송	2008.09	한진	신세계드림익스프레스
1994.05	동서배송운수	금호특송, 서울고속화물	2010.06	CJ GLS	SC 로지스
1999.10	CJ GLS	택배나라	2010.11	미래에셋나이스 PEF	로젠택배
2000.02	삼성물산	HTH	2011.12	CJ 그룹	대한통운
2000.04	아주그룹	동서남북물류	2013.03	이지스엔터프라이즈	KGB 택배
2000.09	새한정보기술	동서통운(DS 택배)	2013.04	CJ 그룹	대한통운
2003.07	KT 로지스	뉴한국택배, 이트랜스택배	2013.07	베어링 PEA	로젠택배
2006.01	두산그룹	고려택배의 일반택배부문	2014.07	오릭스 PE	현대로지스틱스
2006.05	CJ GLS	HTH	2015.01	KG 이니시스	동부택배
2007.02	유진그룹	로젠택배	2015.05	로젠택배	KGB 택배
2007.04	동부건설	웨이리택배	2016.11	롯데그룹	현대로지스틱스
2007.10	가로수닷컴	네덱스	2017.02	KG 로지스	KGB 택배
2007.05	동원그룹	KT 로지스택배	2017.10	유엘로지스	KG 로지스
2007.12	동원그룹	아주택배	2018.08	드림택배(유엘로지스)	사업 중단

자료: 물류산업총람, 언론자료, 한국투자증권

2. 운임에 민감할 수밖에 없는 투자심리

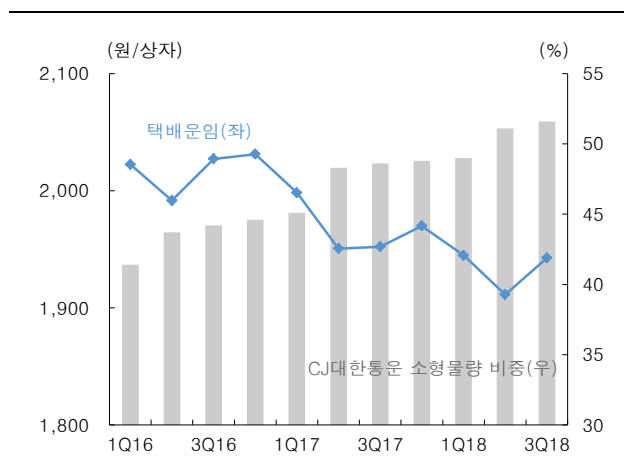
반면 택배운임 하락세 지속

이렇게 온라인쇼핑 성장의 수혜가 상위업체들에게 집중되는 환경인데도, 택배운임은 계속 하락하고 있다. 2010년과 비교했을 때 택배물량은 2배로 늘었지만 운임은 10% 낮아졌다. 교섭력 측면에서 상위 택배업체가 온라인 화주보다 우위에 있어야 하지만, 실상은 1위인 CJ대한통운의 평균운임이 택배업계에서 가장 낮다. 상위 3사의 운임은 시장 평균을 10% 하회한다.

소형물량 비중 커지는 한편 업체 간 경쟁 심화되기 때문

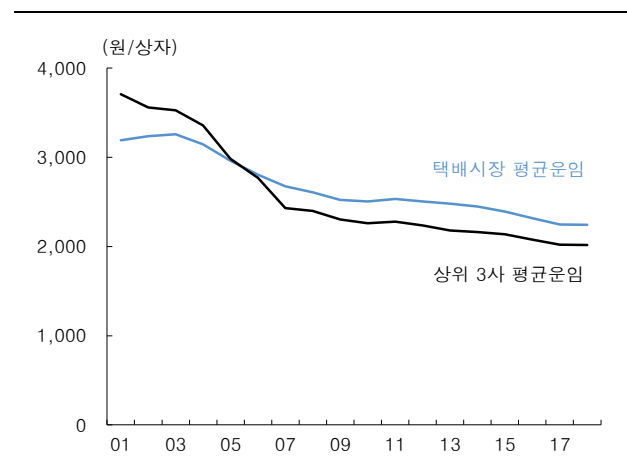
운임 하락의 첫번째 이유는 택배서비스가 점차 일상화되면서 단가가 낮은 소형 물량의 비중이 상승하기 때문이다. CJ대한통운의 소형물량 비중은 2015년 40%에서 올해 2분기에는 50%를 넘어섰다. 다만 택배 크기와 함께 원가도 낮아져야 하는데 택배업계의 수익성이 나빠진 이유는 동일한 무게와 부피라 하더라도 업체 간 경쟁 심화로 단가가 하락했기 때문이다. 택배업체는 빠르게 늘어나는 온라인 쇼핑 수요를 선점하는데 주력하고 있다. 지금은 운임을 낮추더라도 향후 규모의 경제에 따라 원가를 더 크게 절감할 수 있다고 판단하는 것이다.

[그림 11] 단가 낮은 소형물량 비중 상승



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 12] 상위업체가 운임 하락을 주도



자료: 각 사, 한국투자증권

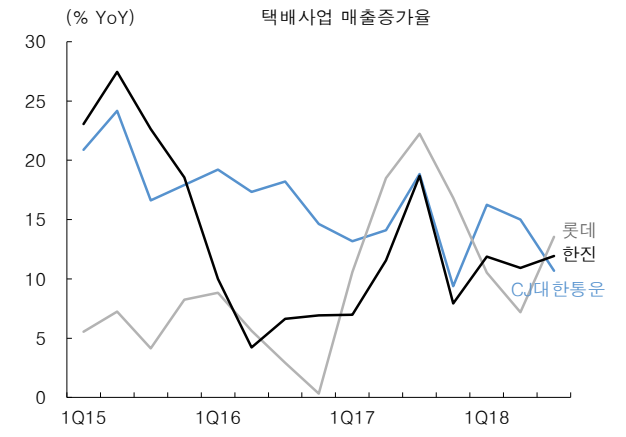
운임에 대한 우려 커지면서

결국 택배 수요가 꾸준히 증가하더라도 과도한 가격경쟁으로 치우칠 가능성이 높다는 점은 택배업체 투자에 디스카운트 요인으로 작용한다. 운송업종을 둘러싼 투자심리는 특히 운임에 민감하다. 택배산업에 대해서도 가격을 제외하면 서비스 차별화가 제한적이라는 인식이 강하다. 무엇보다 운임을 따라 택배 사업자들의 수익성이 부진한 탓에 과다경쟁에 대한 우려는 더욱 커지고 있다.

온라인쇼핑이 뒷받침하는 성장에 대한 매력도 상실

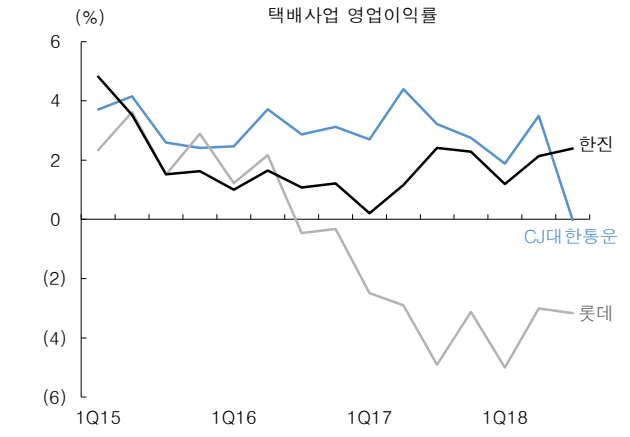
2017년 한진의 택배부문 영업이익률은 1%대에 그쳤고 롯데택배는 204억원의 영업적자를 기록했다. CJ대한통운의 마진은 3%로 합병 이전 대비 크게 달라지지 않았다. 2014년 이후 물량이 71% 급증했지만 합병을 통해 기대했던 규모의 효과는 보여주지 못하고 있다. 오히려 시장점유율 50%에 달하는 과점적 사업자조차 운임을 올리지 못하고 수익성 하락에 대처 못하는 그림이 펼쳐지면서 온라인 쇼핑 성장의 수혜주라는 프리미엄을 상실해 왔다.

[그림 13] 상위 택배 3사의 매출액은 꾸준히 증가하나



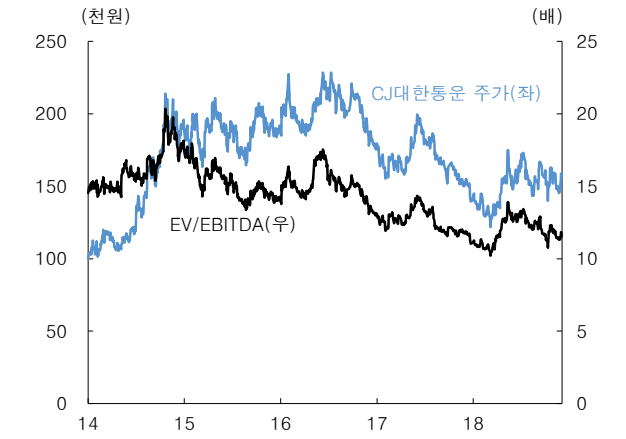
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 수익성은 여전히 정체, 롯데는 적자 지속



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 15] 2016년 이후 CJ대한통운 주가는 하향세



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 16] 한진 밸류에이션에 대한 눈높이도 낮아져 음



자료: Quantiwise, 한국투자증권

택배업체 경쟁력에 대한 과소평가로 이어짐

이는 택배산업 고유의 경쟁력에 대한 과소평가로 이어졌다. 온라인쇼핑 환경은 오프라인과 다르게 차별화가 어려워 충성고객을 확보하기 어렵다. 이에 따라 유통업체는 점차 고객과의 유일한 물리적 접점이 되는 택배서비스에서 온라인 채널의 차별화를 모색하고 있다. 쿠팡의 로켓배송 등 주요 유통업체들은 배송 인프라 투자를 확대해 왔다. 유통과 택배 산업 간의 경계는 갈수록 허물어 질 전망이다. 하지만 투자자들은 택배업체에 대해 협력 강화에 따른 수혜보다 시장잠식을 더 우려하고 있다. 운임하락을 통해 드러난 택배업체의 교섭력 열세 때문에 택배는 유통업체가 언제든지 내재화할 수 있는 아웃소싱 서비스로 평가절하되는 것이다.

3. 단가 반등은 공급자 중심의 시장재편 신호

수요자 우위의 시장에서
택배업체 재평가는 제한적

그동안 택배시장은 성장의 열쇠를 쥔 수요자가 우위에 있었다. 이에 따라 전방시장인 유통업체와의 역학관계에서 택배업체는 후순위로 평가받아왔다. 증시에서 온라인쇼핑의 구조적 성장에 대한 직접적인 수혜주가 드물었음에도 택배업체들의 주가가 좋지 못했던 이유다. 택배 물동량이 온라인 소매판매에 연동되는 것은 맞지만, 운임과 수익성 측면에서 실속이 있는지에 대한 우려가 따라다녔다.

가격 인상 미뤄왔을 뿐
상위 택배업체 점유율은
꾸준히 상승

하지만 우리나라 택배시장에서 상위업체의 지배력은 갈수록 커지고 있다. 과점적 온라인 유통업체가 택배업체의 변화까지 주도하는 미국이나 중국과 다르다. 운임이 전방시장에 더 우호적이었던 이유는 상위 택배 사업자들이 가격결정권을 아꼈기 때문이다. 온라인쇼핑의 택배 물량이 여전히 두자리수로 증가하는 국면이다. 어느 택배업체도 가격을 먼저 올림으로써 앞으로 계속 늘어날 수요를 포기할 리스크를 지고 싶지 않았다. 이러한 경쟁이 장기화되어 치킨게임 양상으로 흘러간 점은 우려할 만하지만, CJ대한통운에게 운임에 대한 결정권이 없는 것은 아니다. 아직은 단가를 올려 이익을 회수하는 시점이 아니라고 판단했을 뿐이다.

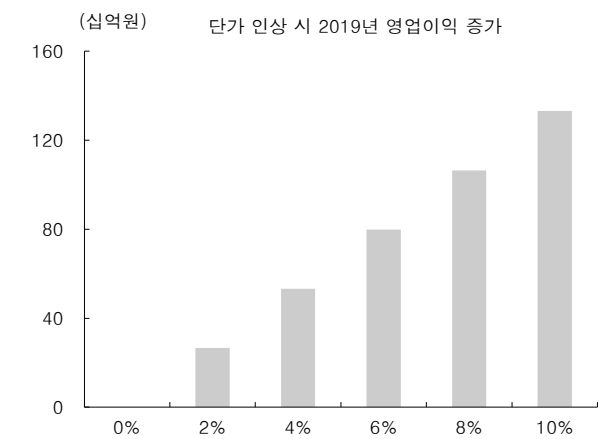
택배운임 상승은 공급자
중심 시장재편의 시작

결국 운임 반등은 택배시장이 공급자 중심으로 변해가는 신호라는 점에서 중요한 투자포인트다. 처음은 어려워도 가격결정권을 사용하기 시작하면 한 번에 그치지 않을 것이다. 생활물가 자체가 오르고 택배업체의 공급증가 사이클이 일단락됨에 따라 화주들이 단가상승을 거부하기 어려운 상황이다. 결국 상위 택배업체들은 운임협상에 자신감을 얻을 수 있기 때문이다. 그동안 쌓아온 시장지위와 물류투자자의 결실을 수확하는 시기가 도래한 것이다.

운임 반등까지 기다려 온
투자 수요는 많다

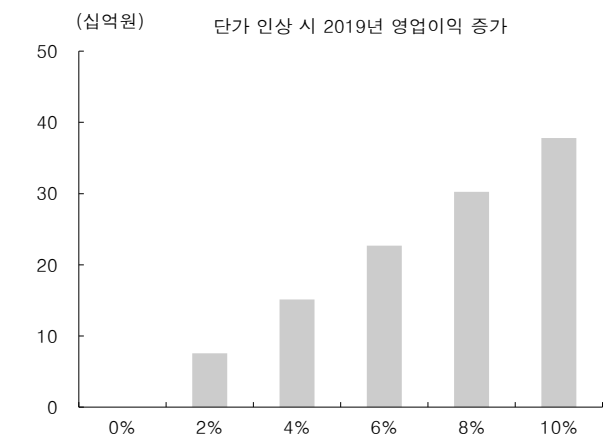
내년 CJ대한통운과 한진의 연간 취급물량은 각각 13억, 3억 상자로 예상된다. 운임을 10% 올릴 경우 CJ대한통운의 영업이익은 컨센서스의 43%에 달하는 1,331억원, 한진은 57%인 378억원이 늘어나게 된다. 이익 레버리지가 큰 만큼 운임이 반등하기를 기다려온 투자수요는 많다는 점에 주목해야 한다.

[그림 17] CJ대한통운 운임 10% 오르면 1,331억원 증익



주: 2019년 실적 전망 기준
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 18] 한진 운임 10% 오르면 378억원 증익 가능



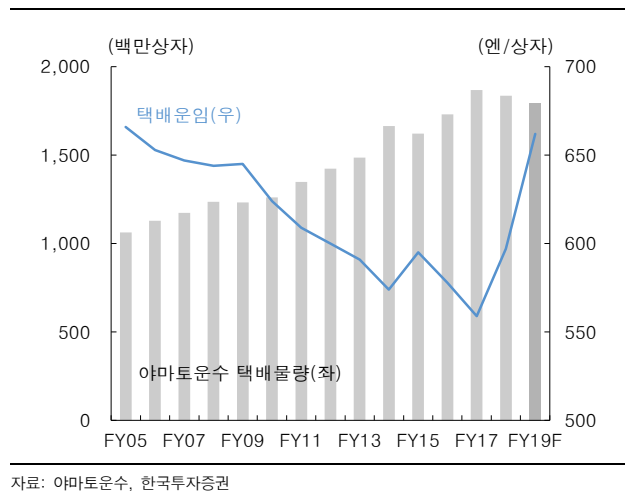
주: 2019년 실적 전망 기준
자료: 한진, 한국투자증권

**일본 아마토운수가
증명한 운임 상승의 힘**

일본의 택배시장도 우리나라와 유사한 흐름이다. 1위인 아마토운수의 점유율은 2017년 44%에 달했다. 과점적 사업자인데도 2016년까지 10년 동안 물량은 매년 5%씩 증가한 반면 운임은 연평균 1% 하락해왔다. 문제는 외형성장보다 더 가파른 인건비 증가였다. 인력수급에 어려움이 커지면서 비용을 통제하지 못한 결과 택배부문의 FY2017(3월 결산기준) 영업이익은 전년대비 85% 급감했다.

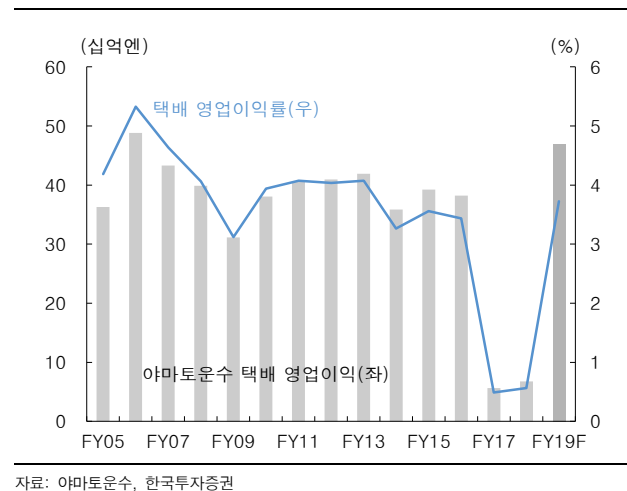
결국 2017년 10월 아마토운수는 택배단가를 올리기 시작했다. 27년 만의 인상이었다. 일부 화주들의 이탈은 불가피했지만 운임이 2000년대 수준으로 반등하면서 1% 아래로 떨어졌던 영업이익률은 올해 2분기 2%로 반등했다. 아마토운수는 올해 택배부문의 영업마진이 3.7%로 높아질 것이라 전망했다. 연초 제시했던 3.0% 가이드에서 상향된 것이다. 택배운임과 함께 반등한 수익성에 힘입어 아마토운수의 주가는 올해 들어 35% 상승했다.

[그림 19] 아마토운수의 택배운임은 작년부터 반등해



자료: 아마토운수, 한국투자증권

[그림 20] 올해 영업이익률은 예년 수준으로 회복될 전망



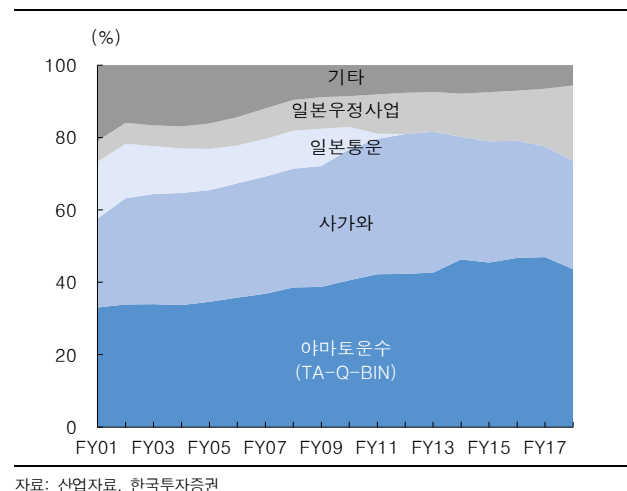
자료: 아마토운수, 한국투자증권

[그림 21] 아마토운수의 주가는 운임과 함께 반등



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 22] 일본 택배시장도 상위업체에 의해 과점



자료: 산업자료, 한국투자증권

III. 택배 운임 상승 가능한 이유

1. 줄어든 경쟁, 비용부담이 더 큰 문제

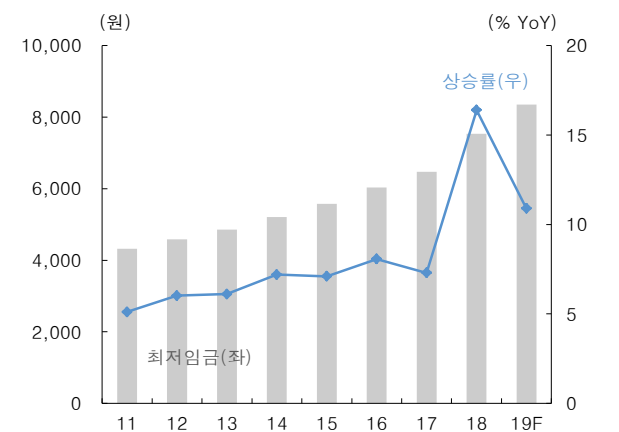
최저임금 인상이 바뀌버린
택배시장의 경쟁환경

일본의 사례처럼 우리나라 택배시장에서도 기업이 통제하기 어려운 비용증가가 가격경쟁을 완화시킬 전망이다. 이러한 맥락에서 올해 최저임금 인상은 운임 정상화의 시점을 앞당기고 있다. 인건비 부담이 커지면서 노동집약적 택배산업의 수익성은 크게 악화됐기 때문이다. 최저임금이 오른 탓에 늘어난 CJ대한통운의 비용은 연간 330억원에 달한다. 2017년 택배사업 영업이익 680억원의 약 절반이 사라진 셈이다. 택배사업 규모가 1/3인 한진은 작년 한해동안 95억원을 벌었는데 올해 최저임금 관련 비용증가분은 80억원이 넘는다. 자의든 타의든 택배업체들은 이제 무리한 외형확대를 지양하고 운임과 수익성에 더 신경쓰고 있다.

현재의 시장지위 굳어지는
상위 업체들에게는 기회

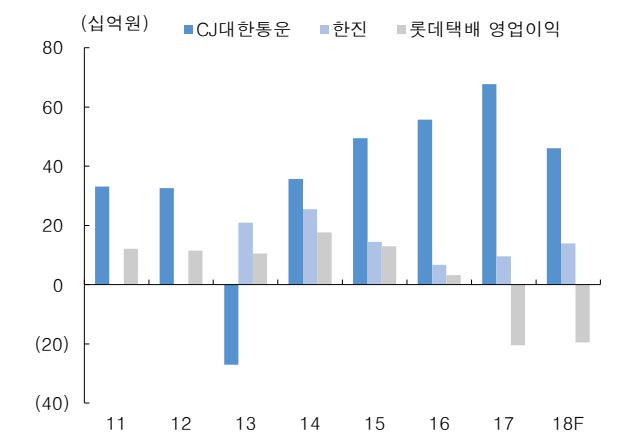
상위 택배업체들에게는 현재의 시장지위를 공고히 할 수 있는 시장환경을 맞이하게 되었다. 드림택배의 청산에서 알 수 있듯이 더 이상의 출혈경쟁은 어려워 보인다. 동시에 화주들에게 단가를 인상할 명분이 생겼다. 최저임금과 유가를 따라 사회 전반적인 물가가 오르는 상황이다. CJ대한통운과 같은 상위 사업자에게는 그동안 아껴온 단가 인상 카드를 쓸 수 있는 시기가 찾아 온 것이다.

[그림 23] 최저임금은 2018년 16%, 2019년 11% 인상



자료: 최저임금위원회, 한국투자증권

[그림 24] 노동집약적 택배업계 비용부담 확대

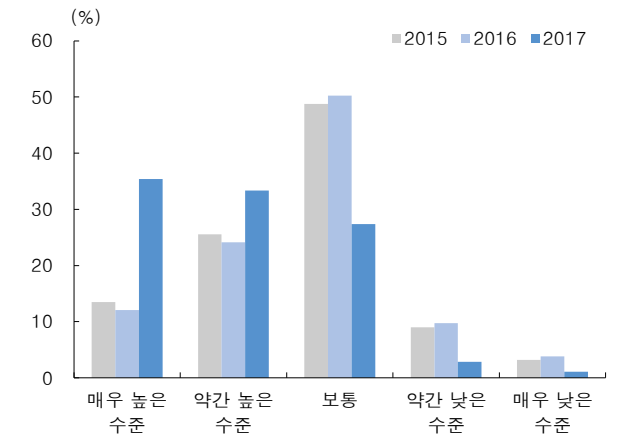


자료: 각 사, 한국투자증권

최저임금 인상으로
사회 전반의 인건비 증가

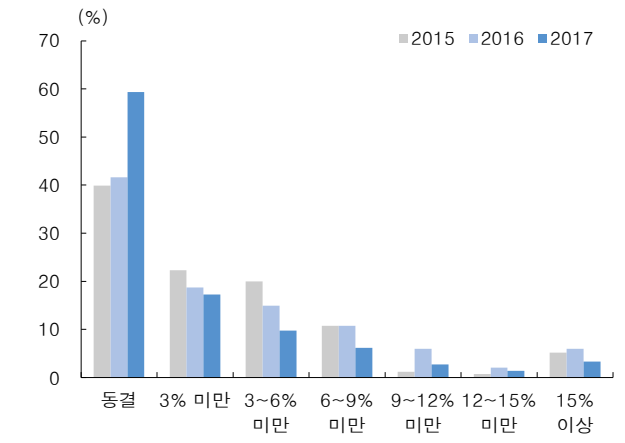
2019년 최저임금은 전년대비 10.9% 오른 시간당 8,350원을 결정됐다. 올해 16.4% 인상에 이어 2년 연속 두 자리수 상승이다. 취지와 방향성은 분명해 보이나, 국내 기업들은 가파른 인건비 증가에 대한 어려움을 호소하고 있다. 최저임금 위원회의 설문조사에 따르면, 올해 최저임금 인상액의 적정성에 대해 사업주의 약 70%가 높았다고 응답했다. 작년 36%에서 크게 늘어난 것이다. 다음연도 최저임금을 동결해야 한다는 응답자 비중 역시 1년 사이 20%p 가까이 높아졌다.

[그림 25] 2018년 최저임금 인상폭에 대해 높다고 느낀 사업주 비중은 69%



주: 조사시점에서 다음해 최저임금 인상폭에 대한 설문조사 결과
자료: 최저임금위원회, 한국투자증권

[그림 26] 2019년 최저임금 동결해야 한다고 생각한 사업주 비중은 59%



주: 조사시점에서 2년 뒤 최저임금 인상의 적정 수준에 대한 설문조사 결과
자료: 최저임금위원회, 한국투자증권

원가 오르는 만큼 잇따르는 가격인상

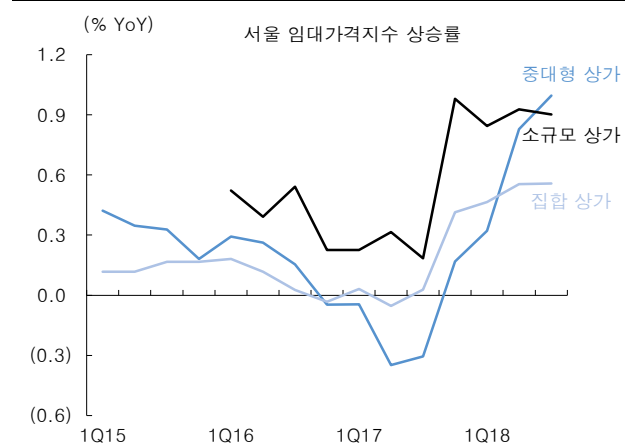
오르는 것은 최저임금만이 아니다. 2분기 중대형 상가의 임대가격지수는 전년동기대비 0.3% 올랐다. 9월 생산자물가는 전년동월대비 3% 상승했다. 최근 급락하긴 했지만 올해 평균 유가는 작년보다 30% 높다. 비용부담이 커지는 것은 택배업체뿐만 아니라 사회 전반의 이슈이다. 원가경쟁이 어려워지면서 자연스레 기업들은 가격인상에 나서기 시작했다. 지난 7월 원유 가격이 오르면서 서울우유와 남양유업부터 우유가 재료로 사용되는 제과, 아이스크림 업체까지 가격인상에 동참하고 있다. 마찬가지로 우유가 들어가는 메뉴가 많은 커피 프랜차이즈업계 역시 고민 중인 것으로 알려졌다. 패스트푸드와 치킨 프랜차이즈는 배달료 조정에 나서며 원가부담을 전가하고 있다. 3월 피자헛, 버거킹에 이어 11월 롯데리아는 배달 최소 주문금액을 상향했다. 교촌치킨은 5월 치킨업계에서 처음으로 배달서비스를 유료화했다. 처음에는 인상 계획이 없다고 했던 굽네치킨 역시 10월부터 배달비를 따로 받기 시작했다. 유통, 식품, 외식업계의 가격인상이 잇따르면서 10월 소비자물가는 2% 올랐다. 올해 외식물가 상승률은 2011년 이래 가장 높았다.

[그림 27] 올해 평균 유가는 전년대비 30% 상승



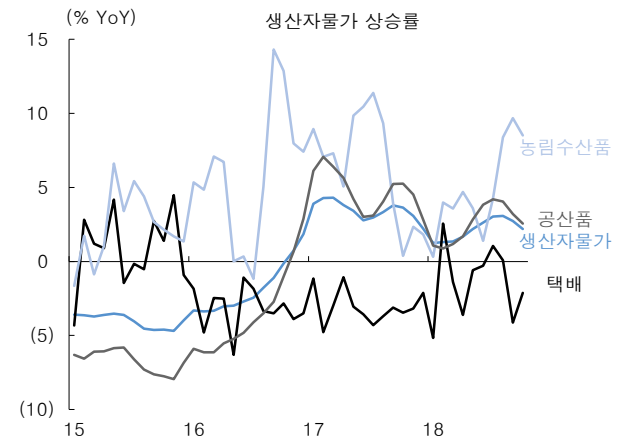
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 28] 3분기 중대형 상가 임대료지수는 1.0% 상승



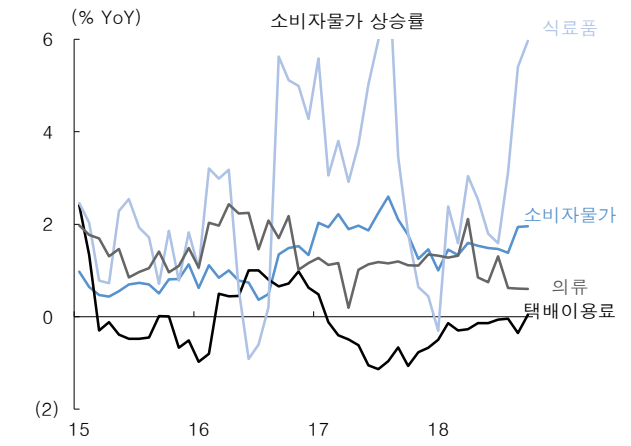
자료: 한국감정원, 한국투자증권

[그림 29] 10월 생산자물가지수는 전년대비 2.2% 상승



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 30] 10월 소비자물가지수는 전년대비 2.0% 상승



자료: 통계청, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 외식업체 배달서비스 가격 인상

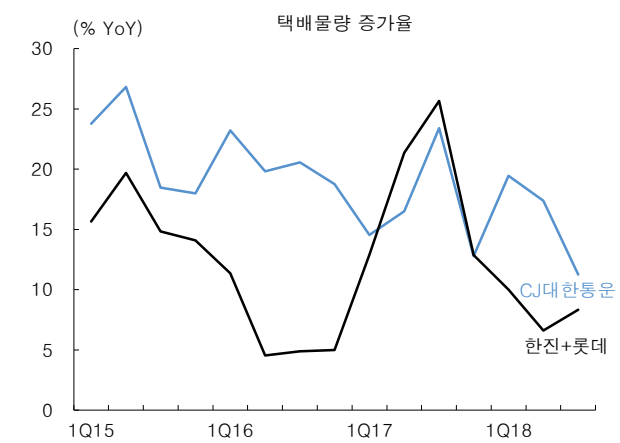
시기	업체	주요 인상내용
2017년 12월	KFC	배달 최소 주문금액 기준 9,000원 → 10,000원 인상
2017년 12월	맥도날드	배달 최소 주문금액 기준 8,000원 → 10,000원 인상
2018년 1월	KFC	배달 최소 주문금액 기준 10,000원 → 12,000원 인상
2018년 3월	버거킹	배달 최소 주문금액 기준 8,000원 → 10,000원 인상
2018년 3월	피자헛	배달 최소 주문금액 기준 12,000원 → 15,900원 인상
2018년 5월	교촌치킨	배달서비스 유료화 전환, 2,000원 부과
2018년 10월	굽네치킨	배달서비스 유료화 전환, 1,000~2,000원 부과
2018년 11월	롯데리아	배달 최소 주문금액 기준 10,000원 → 11,000원 인상

자료: 각 사, 언론자료, 한국투자증권

택배 2~3위 업체 운임은 이미 반등

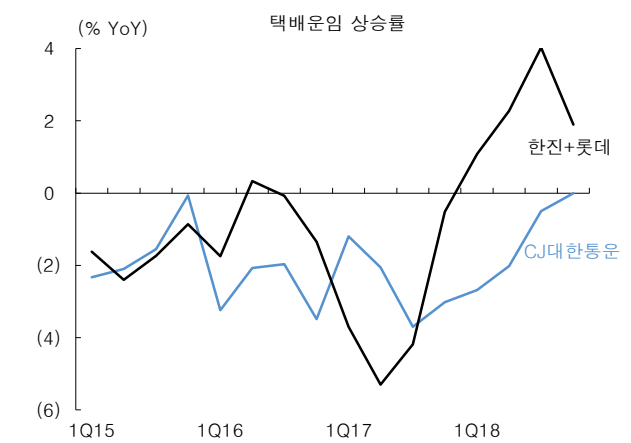
사회 전반적으로 물가가 상승하는 상황에서 택배시장의 경쟁환경 역시 비슷한 변화를 맞이했다. 외식업체의 배달비가 오르고 있어 가격 인상의 명분도 얻었다. 한진과 롯데택배는 인건비 부담이 더 크고 처리능력에도 여유가 적은 만큼 저단가 물량을 피하고 있다. CJ대한통운이 메가허브터미널의 가동 정상화까지 운임조정 시기를 늦춘 사이 2~3위 업체의 평균운임은 먼저 반등했다.

[그림 31] 한진과 롯데택배 외형성장 속도 늦추는 대신



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 32] 수익성에 초점 맞춰 택배운임은 상반기 반등



자료: 각 사, 한국투자증권

2. 온라인 화주, 배송서비스 품질이 더 중요

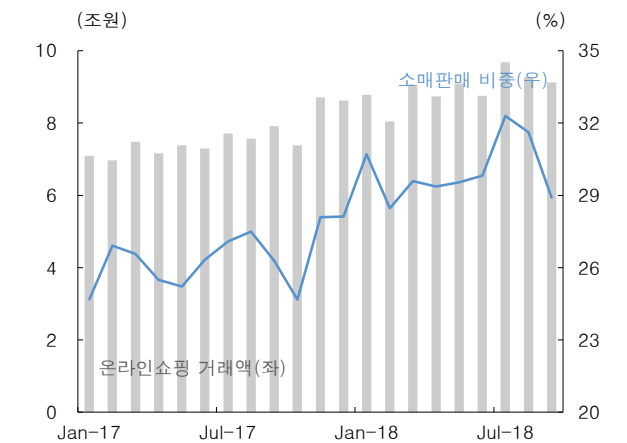
온라인쇼핑 차별화 위한 유통업계 노력도 변화

온라인 유통업체들은 한발 앞서 과도한 비용부담을 키우는 가격경쟁에 대해 고민해 왔다. 오프라인 유통시장과 다르게 온라인쇼핑에서 고객의 락인(lock-in, 소비자가 특정 업체나 브랜드를 반복적으로 이용하게 되는 현상)은 어렵다. 오프라인 업체들이 입지와 시설을 기반으로 구축한 물리적 우위는 온라인에서 통하지 않고 있다. 소비자는 온라인쇼핑물들을 손쉽게 넘나들며 최저가만 누리고 있기 때문이다. 백화점, 대형마트, 편의점 등 다른 소매업체와 다르게, 가격경쟁만으로는 과점적 온라인 사업자가 등장하기 어려운 이유다. 결국 끝을 가늠하기 어려운 출혈경쟁 속에 대부분의 온라인 유통업체들은 적자를 벗어나지 못하고 있다.

온라인 경쟁의 초점은 고객접점 강화

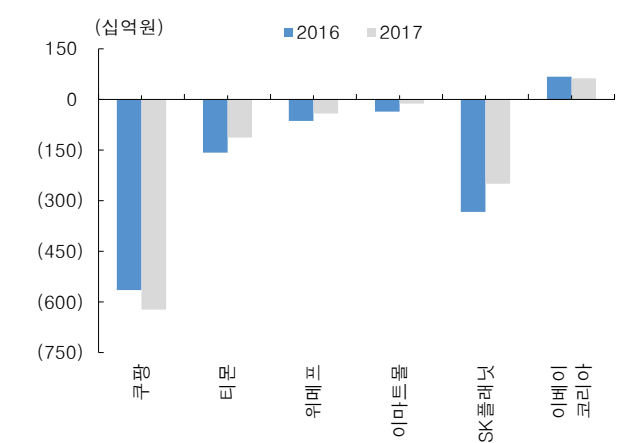
유통업계는 이러한 한계를 극복하기 위해 택배에서 차별화를 모색하고 있다. 배송은 온라인쇼핑에서 고객과의 유일한 물리적 접점이 된다. 온라인화로 많은 유통과정이 축소됐지만 라스트 마일(last mile, 소비자가 상품을 수령하는 마지막 구매단계)만큼은 대체가 불가하다. 쿠팡의 로켓배송, 이마트의 측배송과 같은 자체 배송서비스부터 온라인쇼핑으로 구매한 상품을 오프라인 매장에서 수령하는 롯데쇼핑의 스마트픽까지 유통업체들은 기업의 이미지를 전달할 수 있는 고객접점을 강화하는데 주력하고 있다. 이들의 경쟁은 더 이상 가격에 국한되지 않는다.

[그림 33] 온라인쇼핑 시장 꾸준히 성장하지만



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 34] 흑자 내기 어려운 온라인 유통업체

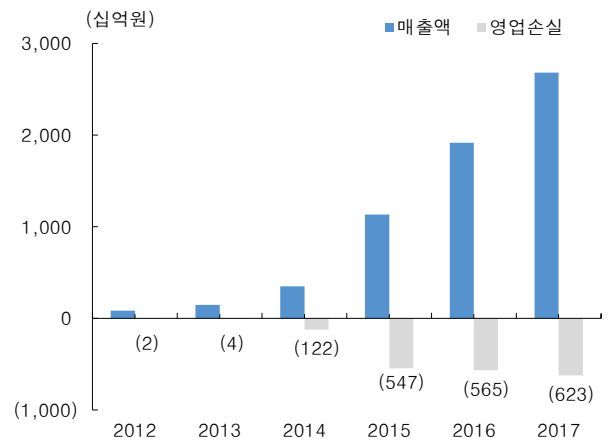


자료: 각 사, 한국투자증권

90억달러 가치의 쿠팡은 라스트마일에 집중

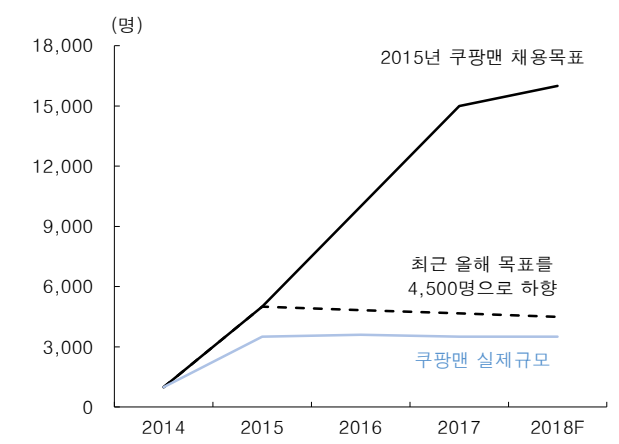
쿠팡의 로켓배송은 온라인 배송에서 정시성과 친절함 등 가격 이상의 가치가 중요하다는 메시지를 유통업계에 던졌다. 동시에 손실이 급증하면서 합리적인 물류 내재화 수준에 대해서도 경각심을 불러일으켰다. 로켓배송을 도입한 이후 최근 3년 동안 직매입 규모가 13배 늘고 배송상품 수도 2014년 2,300만개에서 올해 3억개를 넘길 만큼 성장했지만, 2017년 영업적자는 6,230억원에 달했다. 쿠팡은 최근 택배사업자로 정식 허가받고 잠시 주춤했던 로켓배송을 다시 확대할 계획이다. 연말까지 1,000여명의 쿠팡맨을 신규 채용한다고 밝혔다. 하지만 2015년에 수립했던 계획에 비하면 크게 물러난 수준이다. 당초 2017년까지 15,000명으로 늘릴 방침이었지만, 현재 쿠팡맨은 당시와 유사한 3,500여명에 그친다.

[그림 35] 쿠팡 외형성장에도 3년간 누적 적자 1.7조원



자료: 쿠팡, 한국투자증권

[그림 36] 쿠팡맨 규모는 수년째 제자리걸음



자료: 쿠팡, 한국투자증권

ラスト마일 배송 도와주는 물류 스타트업 협력 확대

대부분의 온라인 사업자들은 쿠팡처럼 대규모 적자를 감수하기보다 제휴를 통해 물류업계의 도움을 얻고 있다. 그 예로 이륜차 물류 스타트업과의 협업이 늘고 있다. 이들은 퀵서비스 대리점과 소비자의 배달수요를 실시간으로 연결해주는 플랫폼 업체로서 온라인 배송서비스의 품질을 향상시킨다. 대표적인 IT 기반 물류 스타트업인 ‘메쉬코리아’는 이륜차를 이용한 배송서비스를 BGF리테일, 이마트 등의 유통업체에 제공하고 있다. 서울 시내의 퀵서비스를 5천원 단일가에 제공하는 ‘원더스’는 다양한 기업고객의 빠른 배송을 대신하고 있다. 유통업체들은 더 많은 배송 수요를 잡을 수 있다면 추가적인 비용을 지불할 의사가 있는 것이다.

온라인 유통업체들도 배송료 인상 필요성 공감

대신 늘어나는 물류비용에 대해서 가격에 점차 현실적으로 반영하는 추세다. 이미 작년부터 소비자에게 받는 온라인 배송비가 인상되고 있다. 2017년 티몬은 배송비를 기존 2,500원에서 3,000원으로 올리고 무료배송 기준도 30,000원으로 상향했다. 올해 6월에는 온라인 식료품 업체인 마켓컬리가 3년 만에 배송료를 500원 인상했다. 한발 나아가 우리나라 온라인 시장에서도 아마존 프라임과 같은 유료 멤버십 프로그램이 등장하고 있다. G마켓과 옥션을 운영하는 이베이코리아는 연회비 3만원을 지불하는 유료회원이 아니면 3,000원의 배송비를 받고 있다. 대신 유료멤버십인 스마일클럽에 가입한 고객에게는 가격할인과 무료배송 등의 혜택을 제공하고 있다. 온라인쇼핑에서 가격 이외의 차별화 요인이 다양해지는 현상은 택배요금 인상에 대한 소비자의 거부감 역시 줄어들고 있음을 반증한다.

<표 5> 주요 유통업체 배송서비스 가격 인상

시기	업체	배송서비스	주요 인상내용
2016년 7월	이마트	쓱배송	무료배송 기준 30,000원 → 40,000원 인상
2016년 10월	쿠팡	로켓배송	무료배송 기준 9,800원 → 19,800원 인상
2016년 11월	G마켓/옥션	스마트배송	배송비 2,500원 → 3,000원 인상. 무료배송 기준 30,000원 유지
2017년 1월	티몬	슈퍼배송	배송비 2,500원 → 3,000원 인상. 무료배송 기준 20,000원 유지
2017년 7월	티몬	슈퍼배송	무료배송 기준 20,000원 → 25,000원 인상
2017년 8월	G마켓/옥션	스마일배송	스마일클럽회원(연회비 3만원) 이외 고객에게는 3,000원 부과
2017년 12월	티몬	슈퍼배송	무료배송 기준 25,000원 → 30,000원 인상
2018년 6월	마켓컬리	샛별배송	배송비 2,500원 → 3,000원 인상. 무료배송 기준 40,000원 유지

자료: 각 사, 언론자료, 한국투자증권

3. 달라진 CJ대한통운, 단가 인상이 필요

10월부터 3D 스캐너 통해 택배 제값받기 선언

CJ대한통운 내부적으로도 단가상승을 뒷받침할 만한 변화가 감지된다. 먼저 서브 터미널에 물량의 크기를 측정하는 3D 스캐너를 설치하고 10월부터 가격 제값받기에 나서고 있다. 과거에는 화주들이 계약조건보다 낮은 가격을 지불하더라도 물리적으로 이를 잡아내기 어려웠다. 겉으로 드러나지 않는 단가 하락의 이유는 이러한 규격 미준수 물량에 있었다.

비용 더 드는 이형화물에 대해 정해진 추가요금 적용

예를 들면 부피가 너무 크거나 크기가 불규칙적인 물건은 배송과 간선, 분류 작업을 어렵게 한다. 한정된 화물차 공간의 활용도를 떨어뜨리고 컨베이어벨트에서 종종 잘 돌아가지 않기 때문이다. 이는 곧 추가비용으로 이어진다. 따라서 CJ대한통운은 가로와 세로, 높이의 합이 160cm를 넘는 물량을 이형화물로 규정하고 더 높은 배송료를 책정하고 있다. 하지만 월 1억상자를 취급하는 사업자 입장에서 실제로 이러한 차등요금제가 지켜지는지 관리감독하기 어려웠다. 특히 외형화대를 중시해왔던 만큼 이형화물이더라도 일반운임을 묵인하는 경우가 많았다.

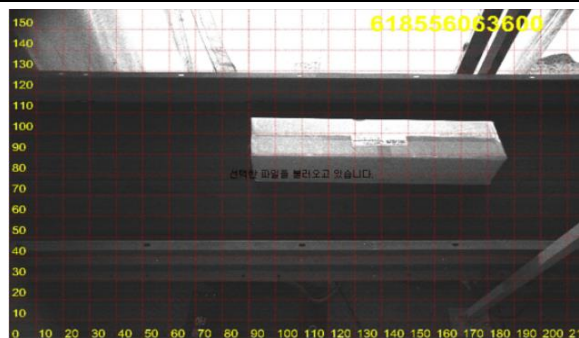
인위적 단가 인상 없이 4분기 운임하락세 막을 것

10월부터는 3D 스캐너가 그 동안 관행처럼 더 낮은 운임을 내오던 물량을 올바른 단가로 바로잡고 있다. 덕분에 인위적인 인상 없이 길었던 택배단가의 하락세에서 벗어나는 첫 발을 순조롭게 내딛었다. 올해 3분기까지 2% 하락하던 평균운임은 4분기 들어 전년동기 수준을 유지할 전망이다.

메가허브터미널 가동으로 고운임 서비스 확대될 것

여기에 곤지암 메가허브터미널이 8월 가동을 시작했다. 총 4,247억원이 투입된 대규모 물류투자의 성과는 배송 경쟁력 향상으로 이어져 중장기적인 가격인상의 기반이 될 것이다. 곤지암 터미널은 처리능력이 하루 170만 상자로 세계에서 3번째로 큰 물류 터미널이다. 경기도 광주에 위치해 수도권과 가깝고, 기존에 대전과 용인 등 여러 터미널로 분산되던 물량을 통합하게 된다. 간선비용과 시간을 아끼며 물류 효율성이 개선될 것이다. 나아가 정시배송율과 반품회수율 향상은 가격 이상의 경쟁력이 되며 당일배송 등 고운임 서비스 비중 역시 높아질 전망이다.

[그림 37] ITS 기술 통해 초과규격 물량의 가격 조정



주: ITS는 Intelligent Terminal System의 약자
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 38] 곤지암 메가허브터미널 연면적 8.9만평 규모



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

배송서비스의 차별화는 풀필먼트에서 시작

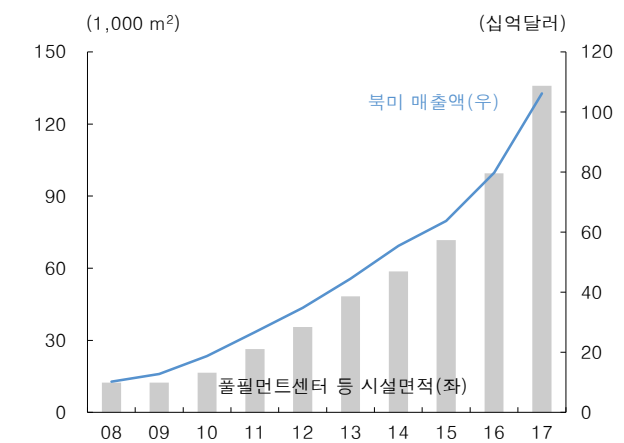
더욱 중요하게 곤지암 터미널의 2~4층에는 33,000평 규모로 화주의 재고를 관리해 주는 풀필먼트 센터가 들어선다. 풀필먼트란 상품 판매자에게 일정 수수료

를 받고 배송 이전에 재고의 관리부터 대신해 주는 서비스다. 풀필먼트 강화는 단순히 임대수익이 운임에 반영되는 것 이상으로, 당일배송 확대와 온라인 화주를 묶어두는 락인 효과로 이어질 것이다. CJ대한통운은 재고를 직접 보관해 온라인 주문에 바로 대응함으로써 판매자로부터 상품을 받아오는 시간과 비용을 절감할 수 있다. 같은 맥락에서 로켓배송과 같은 유통업체의 전속 배송서비스가 대부분 직매입 상품에 국한되는 이유도 이러한 집하 과정을 생략할 수 있기 때문이다.

**풀필먼트 강화 통해
CJ대한통운 역할
더욱 중요해질 전망**

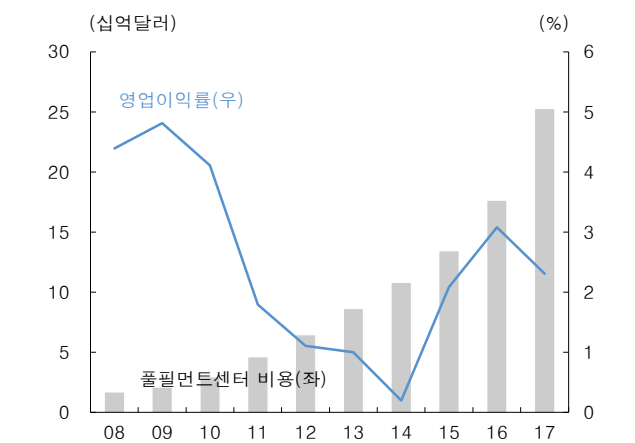
화주 입장에서는 재고관리 부담에서 벗어날 뿐만 아니라 빠른 배송이 가능해 더 많은 매출을 기대할 수 있다. 무엇보다 물리적으로 재고를 맡긴다는 점에서 CJ대한통운에 대한 의존도가 높아지게 된다. 실제로 풀필먼트 센터는 2000년대 아마존이 온라인쇼핑 시장지위를 빠르게 넓혀나가는 데 중요한 역할을 했다. 아마존은 자체적으로 물류창고를 운영함으로써(Fulfillment By Amazon; FBA) 상품 판매자를 장기 고객으로 확보할 수 있었다. 전 세계적으로 가장 성공적인 온라인 차별화를 이룬 아마존이 보여주듯이 배송의 차별화는 결국 재고의 보유에서 시작되며 풀필먼트에 가장 앞서 있는 CJ대한통운의 역할은 갈수록 중요해질 것이다.

[그림 39] 아마존의 성장을 뒷받침한 풀필먼트 센터



자료: 아마존, 한국투자증권

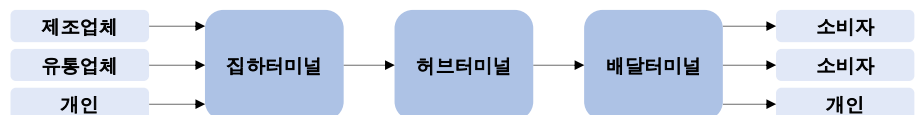
[그림 40] 온라인 투자 역시 풀필먼트 센터 강화에 초점



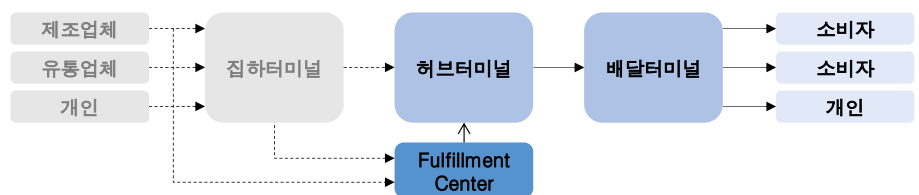
자료: 아마존, 한국투자증권

[그림 41] 향후 온라인쇼핑 시장에서 fulfillment center의 중요성 부각될 것

[일반 택배 프로세스]



[재고보유 택배 프로세스]



자료: 한국투자증권

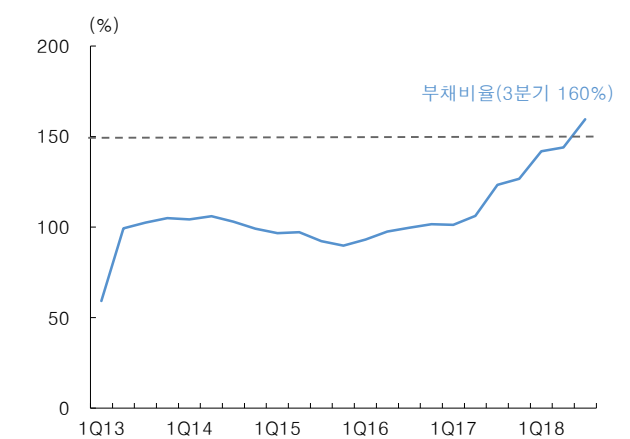
택배단가 정상화에 대한 자신감 높아졌고

대내외적으로 CJ대한통운은 택배운임을 올릴 여건이 갖춰졌다. 그럼에도 올해 조심스러운 행보를 이어온 건 시장점유율이 50%에 육박하는 만큼 파급력 또한 크기 때문이다. 한편으로는 메가허브터미널 완공과 서브터미널 자동화를 정상적으로 안착시키는 것이 우선순위였던 것으로 판단된다. 여기에 최근 대전 터미널 인명사고와 택배노조의 파업을 겪으면서 요금조정에 대해서도 더욱 신중해질 필요가 있었다. 하지만 그 동안 2~3위 업체들이 먼저 단가를 높이는 모습을 지켜봐야 했던 점은 역설적으로 가격결정권에 대한 자신감을 얻는 기회가 되었다. 경쟁사가 공급능력에 여유가 많지 않음을 확인할 수 있었기 때문이다. CJ대한통운까지 합산 시장점유율이 73%에 달하는 상위 3사가 모두 운임을 높이는 방향으로 영업을 펼치는 만큼 화주 입장에서 반대할 여지가 제한적이다. 결국 고객사들이 가격 문제로 이탈할 가능성은 낮아졌다.

기업가치 제고에 대한 의지 역시 분명해짐

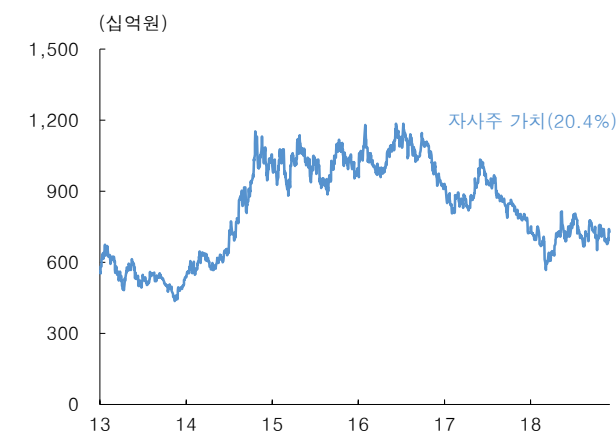
적극적인 해외 M&A로 재무적 부담이 커지는 점도 택배단가 조정의 필요성을 높인다. CJ대한통운은 작년 하반기 이후 4개의 물류업체 인수에 4,600억원을 썼다. 작년 초까지 100% 초반을 유지하던 부채비율은 올해 3분기 160%로 높아졌다. 신용등급에 무리가 가지 않으려면 수익성에도 신경써야 하는 상황이다. 한편으로는 현재 지분율이 20%에 달하는 자사주에 시선이 멈추게 된다. 추가적인 선진국 물류업체 인수를 위해서는 자사주 사용이나 재무적 투자자 확보를 고민하게 되는데, 어느 방향이든 기업가치 제고가 중요하다. 이러한 상황에서 택배운임 인상은 재무부담 경감과 주가 부양을 위해 CJ대한통운이 꺼낼 수 있는 가장 효과적인 카드라 판단된다. 글로벌 3자물류 시장에서 새로운 성장동력을 확보하기 위해 국내 사업에서는 수익성 초점을 둘 필요성이 커진 만큼 기업 내부적으로도 단가 정상화에 대한 의지가 과거와 다르게 분명해졌다.

[그림 42] 부채비율은 3분기 150%를 상회



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 43] 자사주 가치 제고에 대한 의지 강해짐



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

4. 정부, 택배운임 정상화를 원할 것

택배 근로환경 개선
위한 고민 커질 것

택배기사는 개인 사업자이며 배달하는 상자당 수수료를 수익으로 얻기 때문에 최저임금 인상에 영향받지 않는다. 다만 정부의 친노동자 정책 기조를 감안할 때 택배업계도 종사자 보호를 위한 고민은 커질 것이다. 국토교통부는 2017년 11월 ‘택배서비스 발전방안’을 발표하고 택배 종사자의 근로환경 개선 방안을 제시했다. 또한 택배노조를 처음으로 공식 인정함에 따라 지난 7월과 11월 분류작업을 거부하는 파업으로 이어지기도 했다. 단기간에 바뀌기는 어렵지만, 택배업체가 대리점을 통해 기사들을 고용하는 지입제에 대한 비판도 제기되는 상황이다.

〈표 6〉 택배서비스 발전방안

구분	주요 방안	비고
택배 종사자 보호	1) 택배기사 표준계약서 마련, 산재보험 가입 확대	
	2) 택배 차량 주정차 허용 구간 확대, 노동력 저감기술 개발	
	3) 택배요금 신고제 도입	실제요금을 소비자에게 알림
소비자 만족도 제고	4) 소비자 피해예방 및 구제 강화	
	5) 서비스 다양화 및 질적 수준 증대	무인 택배함 설치 등
산업의 혁신적 성장	6) 택배차량 신규허가 등 화물시장 진입 규제 완화	택배용 차량(배) 신규 부여
	7) 실버택배, 드론택배 등 지원 확대	

자료: 국토교통부, 한국투자증권

1위 CJ대한통운 역시
안전문제에 자유롭지 못함

특히 CJ대한통운의 대전 터미널에서 연이어 발생한 인명사고는 열악한 근로환경에 대한 경각심을 키웠다. 택배업계에서 시설투자에 가장 적극적인 CJ대한통운조차 안전 문제에서 자유롭지 못했다. 대전 터미널은 안전상의 문제로 11월 약 한 달간 가동이 중단됐고 대전 지방고용노동청은 3주간 안전점검을 위한 근로감독을 실시했다. 노동집약적인 택배시장이 최근 수년간 급속도로 성장해온 탓에 내부적인 근로환경과 제도가 외형을 따라가지 못한 문제가 드러나고 있다. 시설 개선과 업무강도 완화를 위해서 택배업체들의 비용부담은 늘어날 수밖에 없다.

택배단가 정상화는 종사자
처우 개선으로 이어질 것

정부는 상위업체일수록 낮은 단가구조가 택배 시장의 질적 성장을 저해한다고 보고 있다. 가격을 낮춰서 무리하게 물량을 받는 탓에 종사자의 업무강도는 갈수록 커지고 규모가 작은 택배 사업자는 도태되기 때문이다. 이런 이유로 정부는 택배서비스 발전방안에서도 운임 정상화를 위한 요금 신고제를 제시한 바 있다. 택배운임의 상승은 과도한 외형성장의 속도를 늦추는 한편 자동화나 서비스 품질 등 체질개선으로 이어진다는 점에서 정부의 기조에 부합한다. 또한 계약구조상 운임 인상분의 절반은 택배기사들에게 지급하는 수수료 인상으로 이어진다.

CJ대한통운 택배 제값받기
정부가 반대하지 않을 것

정부는 자연스레 업계 1위인 CJ대한통운이 단가 정상화와 함께 근로환경 개선을 이끌기를 기대하고 있다. 같은 이유로 택배노조의 시선도 시장 파급력과 투자여력이 가장 큰 CJ대한통운에게 먼저 쏠리게 된다. CJ대한통운의 3분기 시장점유율은 49%에 달했다. 정부 입장에서 50%가 넘는 과점적 사업자가 나오는 것 또한 반갑지 않다. 택배 제값받기에 대해 과점적 지위를 불공정하게 사용하는 것으로 우려하기보다는, 그 동안 표면적인 계약보다 낮은 가격으로 화주를 확보했던 점이 시장질서를 왜곡시킨다고 볼 여지가 크다. 결국 운임 정상화 시도에 대해 정부 역시 반대할 이유가 없어 보인다.

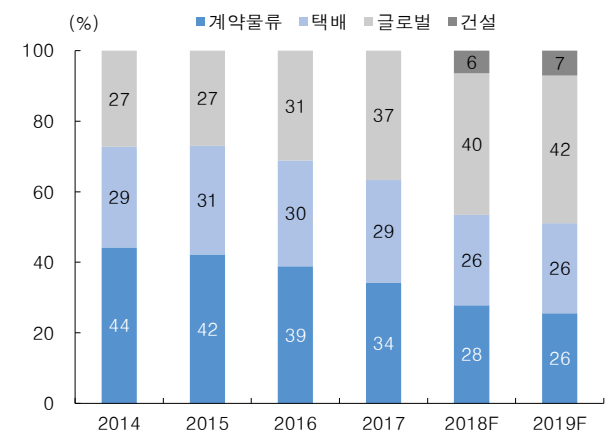
IV. 해외 성장의 리레이팅 기회인 이유

1. 안정적 포트폴리오에서 성장 책임지는 해외 사업

CJ대한통운의 사업구조는
계약물류 + 택배 + 글로벌
그리고 CJ건설

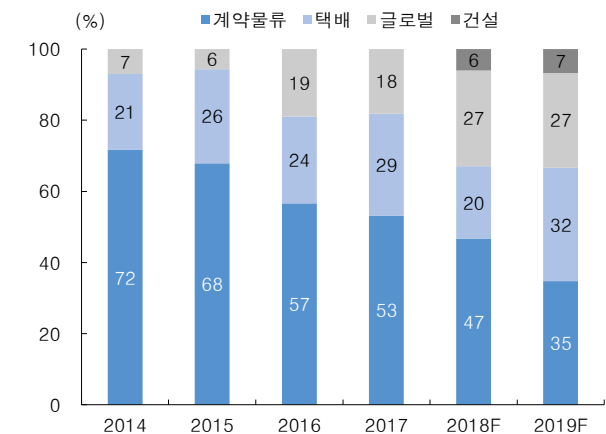
CJ대한통운은 세계 20위권의 3자물류업체로 사업군은 크게 세 개 부문으로 구분된다. 먼저 국내와 해외로 나뉘며, 국내에서는 다시 택배와 그 밖의 일반적인 계약물류(Contract Logistics; CL) 사업으로 구분된다. 투자판단에서 택배 부문이 크게 부각되지만, 영업이익 비중은 국내 계약물류, 매출 기여는 글로벌 사업이 가장 크다. 한편 올해 CJ건설을 인수해 새로운 사업이 늘었지만 본업인 물류와 거리가 있고 매출액 비중도 8%로 제한적이다.

[그림 44] 사업부별 매출 비중, 글로벌 사업이 40%



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 45] 사업부별 영업이익 비중, CL 부문이 47%



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

안정적 계약물류는
수익성에 집중하는 한편
택배가 성장성을 책임

CJ대한통운은 부문별 전략을 차별화해 안정적인 사업 구조를 구축하고 있다. CL 사업은 영업이익률이 가장 높고 화주와의 관계가 안정적이다. 캐시카우 역할을 수행하는 대신 부족한 성장성은 택배 부문이 책임져왔다. 최근 수년간 CL에서는 부진한 항만하역 부문을 축소하는 한편 수익성이 높은 소매유통에 집중함으로써 외형확대보다 효율화에 초점을 맞추고 있다. 덕분에 택배사업은 지금 당장의 이익보다는 규모의 경제를 확보하기까지 멀리 보고 몸집을 키워왔다.

2019년부터는 택배사업이
영업이익도 책임질 것

이제 택배사업부는 외형 투자의 성과를 수확하기 시기에 접어들었다. 올해 8월말 곤지암 메가허브터미널이 오픈했다. 4천억원이 넘게 투입된 대규모 시설투자가 마무리된 것이다. 그동안 소홀했던 운임정책 역시 10월부터 수익성에 집중하기 시작했다. 2019년에는 단가가 본격적으로 오를 것이다. 이에 따라 내년 택배사업에서 벌어들이는 영업이익은 올해의 두 배로 늘어나 계약물류와 맞먹을 것이다. 택배운임 상승이 이어지는 2020년에는 두 사업부의 영업이익률이 역전될 전망이다.

**이제는 해외 사업이
새로운 성장동력**

택배사업에서도 수익성이 중요해지면서 성장의 초점은 글로벌 시장을 겨냥하고 있다. 이제 해외 부문이 활발한 M&A를 통해 새로운 성장동력으로 자리잡았다. 2015년 CJ로킨을 시작으로 말레이시아, 인도, UAE, 베트남 등 Pan-Asia 물류 네트워크를 쌓아가고 있다. 올해부터는 선진 물류시장으로 시야를 넓혔다. 미국의 DSC Logistics 인수와 함께 유럽 내 물류업체를 다음 타깃으로 모색하고 있다. 그 결과 해외 사업의 매출액은 최근 3년간 28%씩 늘었고 올해에도 41% 증가할 전망이다. 영업이익의 비중도 2015년 6%에서 올해와 내년 27%까지 높아진다.

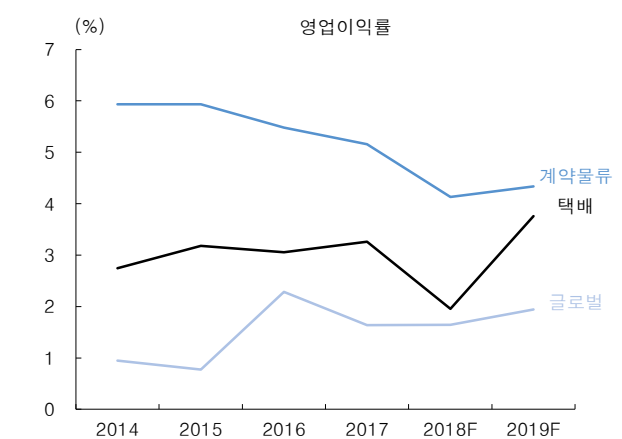
**CJ대한통운 = 택배회사
이미지가 강하지만**

적자를 기록한 3분기를 제외하고 올해 상반기까지 택배 부문의 매출액과 영업이익 비중은 각각 27%, 30%였다. 그럼에도 주가는 택배사업 동향에 민감하다. 이는 일상생활에서 쉽게 접하는 택배시장 내 압도적 1위 회사라는 이미지가 강하기 때문이다. 또한 계약물류는 성장성이 GDP 수준을 크게 벗어나기 어렵고 글로벌 부문은 아직 이익의 가시성이 낮은 탓에 기업가치 제고에 크게 기여하지 못했다.

**택배가 전부는 아니며
해외에서도 보여줄 게 많다**

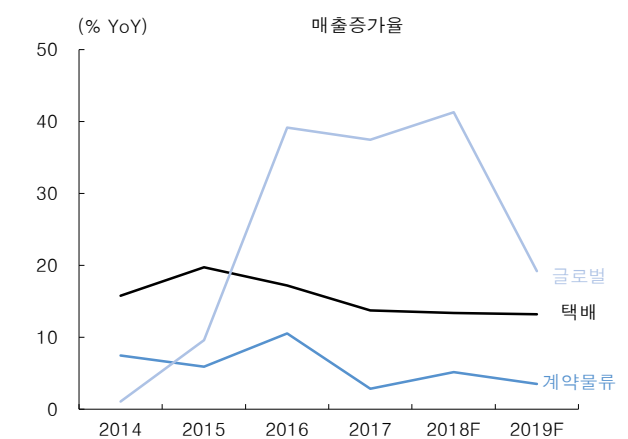
하지만 택배운임의 반등으로 국내 이익 모멘텀이 재개되면서 해외사업은 성장에 대한 재평가 기회를 맞이할 것이다. 당초 예상보다 더 오래 걸리기는 했지만 택배의 수익성은 외형을 따라가게 된다. 국내 계약물류는 올해 하반기 광양항 처분과 자항선 투입으로 분기당 30억원의 손실요인이 사라지며, 2019년 영업이익률이 5년 만에 반등할 전망이다. 이제 국내에서 수익성에 대한 부담을 덜게 되는 만큼 글로벌 사업에 대해서는 이익이 정상화되기까지 길게 볼 여유가 생긴다. 특히 큰 틀에서 보면 택배사업부는 선 외형확대 후 이익개선 전략이 유효함을 보여줬다는 점에서 해외 M&A 모멘텀을 평가함에 있어서도 수익성보다 성장성에 먼저 초점을 둘 필요가 있다.

[그림 46] 2019년 단가 반등으로 택배 수익성 향상



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 47] 성장 책임지는 해외 M&A 모멘텀 재평가 기대



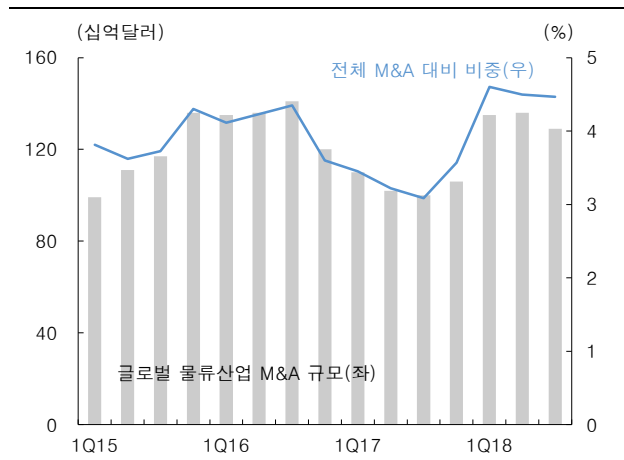
자료: CJ대한통운, 한국투자증권

2. 물류업체에게 M&A는 필수적인 경쟁력

크고 작은 인수합병 통해 끊임없이 재편되는 물류시장

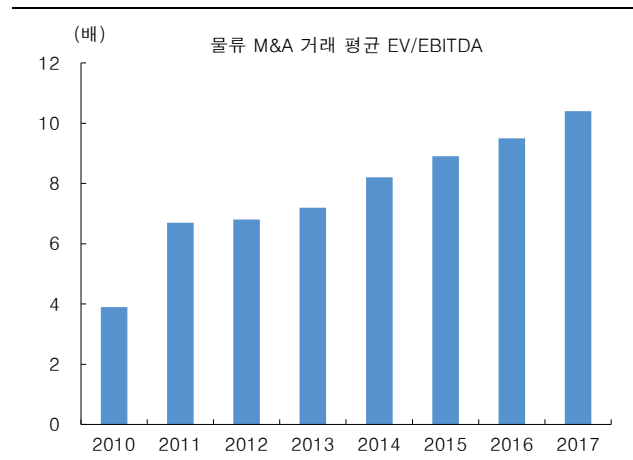
물류업체에게 M&A는 유기적 성장이라 봐도 무방할 만큼 중요한 전략이다. 물류 산업에서는 특히 규모의 경제가 중요하며 이를 위해서 인프라 투자가 수반되어야 한다. 글로벌 업체라고 해도 운송 서비스의 품질은 현지 오프라인 네트워크 수준에 달려 있으며 지역별로 균일하기 어렵다. 결국 외형을 키우려는 대형 물류업체에 의해 작은 회사가 흡수되고 새로운 지역으로 진출하기 위해 현지 업체의 인수를 먼저 타개하는 일이 많다.

[그림 48] 물류업체 간 M&A는 꾸준히 증가



주: 직전 1년간 M&A 거래액 기준
자료: 톰슨데이터, PWC, 한국투자증권

[그림 49] 물류시장 M&A 적용된 EV/EBITDA 상승



자료: Capital IQ, 한국투자증권

물류업체에게 M&A는 익숙한 성장 전략

글로벌 물류업체인 FedEx, DHL, UPS 모두 크고 작은 인수를 통해 현재의 지위까지 올라왔음은 주목할 만하다. Deutsch Post는 미국에서 시작된 특송업체인 DHL을 비롯해 연이은 인수합병으로 현재 세계 1위 물류업체로 발돋움했다. 미국의 FedEx는 1989년 당시 세계 최대 규모의 항공화물 운송업체인 Tiger International 인수를 계기로 글로벌 확장에 속도를 낼 수 있었다.

가까운 일본의 사례를 떠올려 보면 일본우정그룹이 2015년 호주 최대 종합물류업체인 Toll Holdings를 65억호주달러에 인수한 바 있고, CJ대한통운이 2014년 최종 입찰에도 참여했던 싱가포르의 APL Logistics를 일본의 Kintetsu World Express가 12억달러에 인수하기도 했다. 특히 2위 택배업체인 사가와큐빈의 지주회사인 SG홀딩스와 아시아 최대 규모의 3자물류기업인 히타치물류가 2016년 자본 제휴를 결정했다. 이는 일본 내 3~4위 물류 사업자간의 합병으로, 자국은 물론 해외시장 통합을 통해 경쟁우위를 확보해가고 있다.

〈표 7〉 2000년대 FedEx의 M&A 추이

(단위: 백만달러)

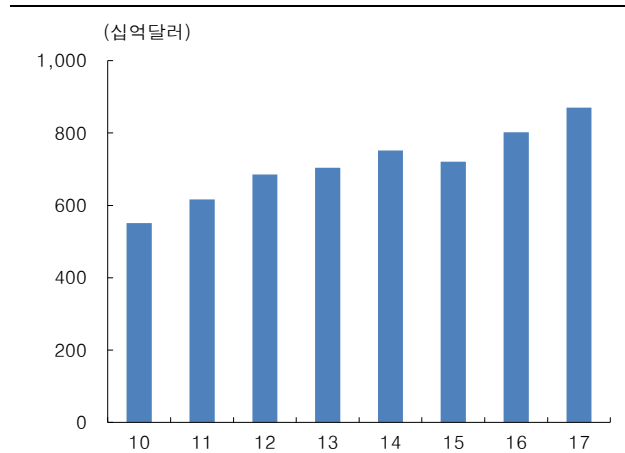
연도	피인수 회사	인수액	비고
2000	Tower Group International WorldTarif	140	글로벌 무역 서비스 업체
2001	American Freightways	978	미국 LTL(Less than truckload) 업체
2004	Kinko's	2,400	1,200여개 매장 보유한 인쇄전문업체
	Parcel Direct	122	미국 택배 업체
2006	ANC Holdings	241	영국 특송 업체
	Watkins Motor Lines	787	미국 장거리 LTL 서비스 업체
2007	Flying Cargo Hungary Kft	NM	헝가리 포워딩 업체
	Tianjin Datian W. Group	427	중국 포워딩 업체
	Prakash Air Freight	33	인도 항공화물 운송업체
2011	AFL Pvt. Ltd./Unifreight India	96	인도 포워딩 업체
	Servicios Nacionales Mupa,	128	멕시코 항공화물 운송업체
2012	Opek Sp.z o.o.	54	폴란드 택배 및 특송 업체
	TATEX	55	프랑스 특송 업체
	Rapidão Cometa	398	브라질 종합물류업체
2014	Supaswift	36	남아공 택배 업체
	Bongo International	42	미국 종합물류업체
2015	GENCO	1,380	미국 종합물류업체
2016	TNT Express	4,631	네덜란드 택배 및 종합물류업체
2017	Northwest Research	50	미국 재고조사 및 관리 업체
2018	P2P Mailing	135	영국 이커머스 운송 솔루션 업체
	Manton Air-Sea	NM	호주 종합물류업체

자료: FedEx, 한국투자증권

온/오프라인 경계 허무는 글로벌 3자물류 성장

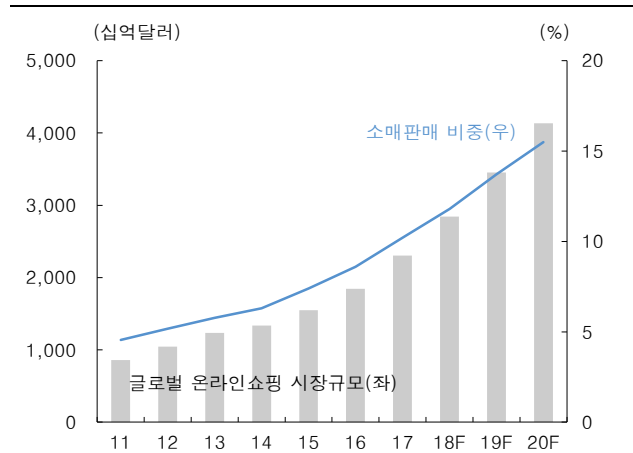
3자물류 시장이 커지는 만큼 M&A 수요는 꾸준하다. 경제 성장과 함께 전문화된 물류 서비스에 대한 수요가 증가하는 이머징 마켓은 물론, 이커머스의 확대로 온/오프라인의 경계가 허물어 지면서 물류의 중요성이 높아지는 것은 세계적인 흐름이다. 온라인에서 보내는 시간이 많아질수록 구매과정의 속도와 편리함에 대한 눈높이는 올라간다. 소비자가 온라인쇼핑으로 시간을 절약하는 만큼 누군가는 재화의 물리적인 이동을 대신해 주어야 한다. 결국 오프라인 세계에서도 온라인 수준의 효율성을 뒷받침해 주는 물류 서비스에 대한 수요는 늘어나는 것이다.

[그림 50] 글로벌 3자물류 시장은 구조적으로 성장



자료: Armstrong & Associates(A&A), 한국투자증권

[그림 51] 이커머스 시장의 성장은 물류업체에게도 기회



자료: eMarketer, 한국투자증권

3. 새로운 글로벌 가족의 성장 반길 차례

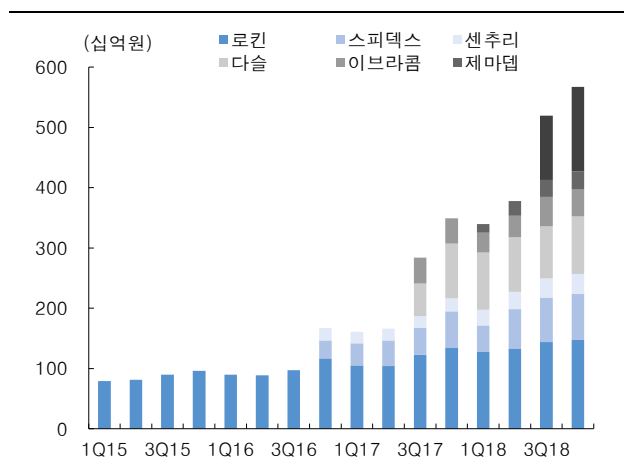
아시아를 넘어 미국까지 넓어진 물류 영토

CJ대한통운 역시 해외시장 진출에 적극적으로 나섰다. 글로벌 3자물류 시장의 성장을 바라보고 이 과정에서 현지 업체의 인수를 먼저 검토하는 것은 자연스러운 전략이다. 2013년 중국의 Smart Cargo를 시작으로 2015년 CJ로킨을 인수하면서 해외사업 확장은 본격화됐다. 이후 2016년 말레이시아 센추리 로지스틱스와 2017년 인도 다슬, UAE 이브라콤, 베트남 제마덱을 연이어 인수하며 Pan-Asia 물류 네트워크를 구축해갔다. 올해는 미국 전역에 40개 이상의 물류센터를 운영하는 DSC Logistics를 인수함으로써 선진국 시장에 진출하는데 성공했다.

CJ대한통운의 기술과 인수업체의 현지 네트워크 연계해 시너지 창출

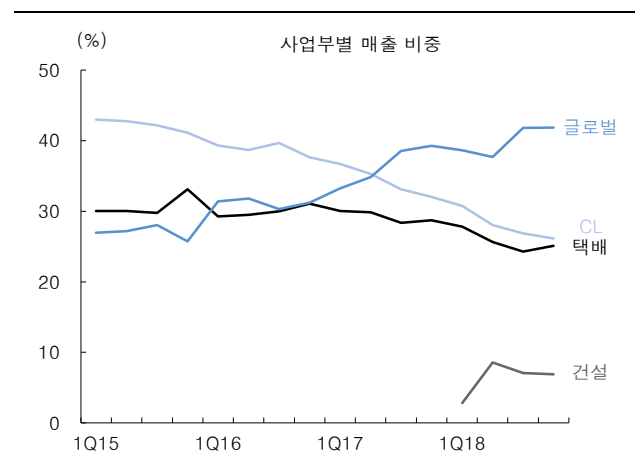
CJ대한통운은 먼저 성장성 높은 아시아 지역 내 상위업체에 초점을 맞췄다. CJ로킨은 중국 내 최대 콜드체인 업체이며 제마덱은 베트남의 1위 종합물류업체이다. 현지 물류 인프라가 탄탄하고 인수 후에도 로컬 화주를 유지할 가능성이 높은 회사를 선별한 것이다. CJ대한통운은 새롭게 확보한 해외 네트워크를 통해 기존 화주의 물량을 유치함으로써 교차판매를 유도하고 있다. 또한 국내 계약물류에서 쌓은 첨단 물류기술(TES; Technology, Engineering, System & Solution)을 현지 시장에 적용함으로써 시너지를 만들어가고 있다.

[그림 52] 인수 회사들의 매출은 3년 사이 5배 증가



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 53] 이제 글로벌 사업 매출기여도는 40%를 상회



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

<표 8> CJ대한통운 해외 물류업체 인수 현황

기업명	지역	인수합병시기	인수금액	지분율	비고
Smart Cargo	중국	2013년 7월	NM	51%	건설 플랜트 등 프로젝트 물류 위주
CJ Rokin	중국	2015년 9월	4,550억원	71%	중국 1위 콜드체인 물류업체. W&D 위주
CJ Century Logistics	말레이시아	2016년 10월	470억원	31%	필리핀 5대 물류기업인 TDG그룹과 합작법인 설립
CJ Speedex	중국	2016년 11월	810억원	50%	중국 3대 종합 가전업체인 TCL과 합작법인 설립. TCL그룹의 2PL 중심
CJ ICM Logistics	UAE	2017년 7월	770억원	51%	중동, CIS 지역의 프로젝트 물류 위주
CJ Darcl Logistics	인도	2017년 8월	570억원	50%	인도 3위 종합물류업체. W&D 위주
CJ Gemadept	베트남	2018년 2월	980억원	51%	베트남 1위 종합물류업체. 물류와 해운사업을 인수
DSC Logistics	미국	2018년 11월	2,238억원	90%	미국 창고운영, 트럭 운송 업체. 2017년 매출액 5,784억원 규모

자료: CJ대한통운, 한국투자증권

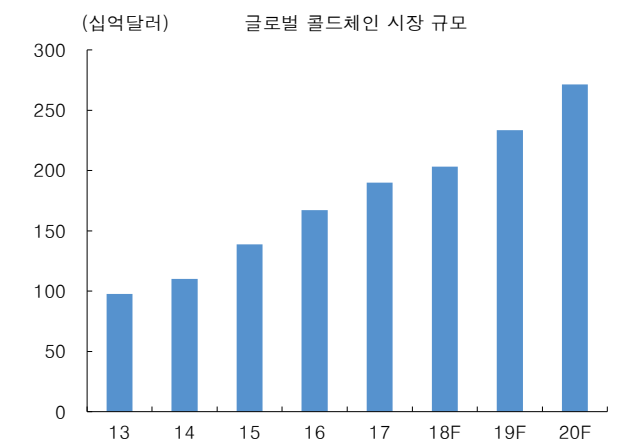
중국 콜드체인 1위 업체
CJ로킨은 M&A 성공 사례

CJ로킨은 CJ대한통운이 인수한 해외업체 중 가장 큰 투자였다. 해외사업의 확장 초기에 인수한 업체로 매출액과 영업이익 모두 크게 늘며 성공적인 모델로 자리 잡았다. CJ로킨은 중국 내 27개 물류기지를 비롯해 북경, 상해, 청도 등 주요 도시를 모두 커버할 수 있는 70만² 규모의 창고 네트워크를 보유하고 있다. 일반 물류보다 까다로운 저온물류의 매출 비중이 70%에 이르며 이 중에서도 관리가 어려운 케미칼 부분이 30%에 달한다. 특히 CJ로킨이 보유한 콜드체인과 위험물 운송에 대한 라이선스는 취득이 어려워 진입장벽 역할을 한다.

중국의 신선물류 수요
꾸준히 증가할 전망

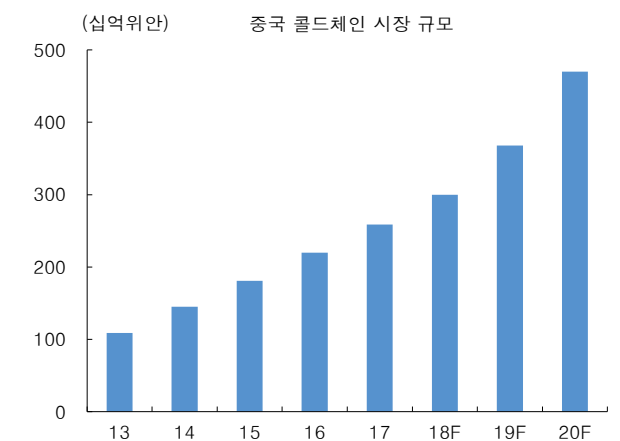
중국의 콜드체인 시장은 성장여력이 높다. 콜드체인은 식품이나 의약품과 같이 상온이 아닌 특정한 온도와 습도의 환경이 요구되는 상품의 유통을 의미한다. 이러한 저온물류의 필요성은 소득 수준이 높아지고 도시화가 진행될수록 커진다. 중국의 도시화율은 여전히 60% 수준으로 80~90%에 이르는 우리나라나 일본에 비해 크게 낮다. 저온물류 이용률과 인구당 냉장창고 인프라 규모를 비교해 볼 때 중국의 신선물류 수요는 선진국 대비 여전히 늘어날 여지가 크다.

[그림 54] 전세계 콜드체인 시장은 구조적으로 성장



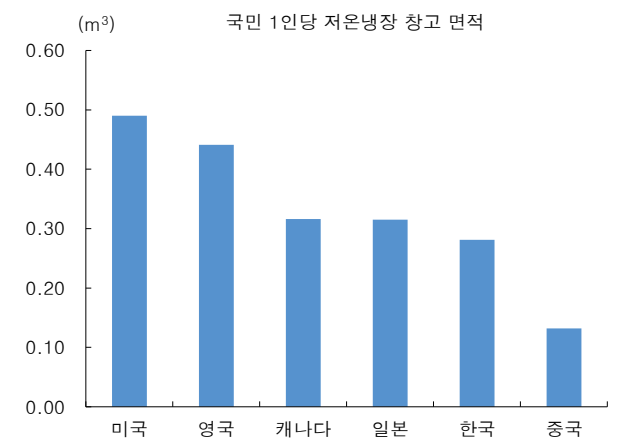
자료: Market and Markets, 한국투자증권

[그림 55] 중국 저온물류 수요는 더 가파르게 늘어날 것



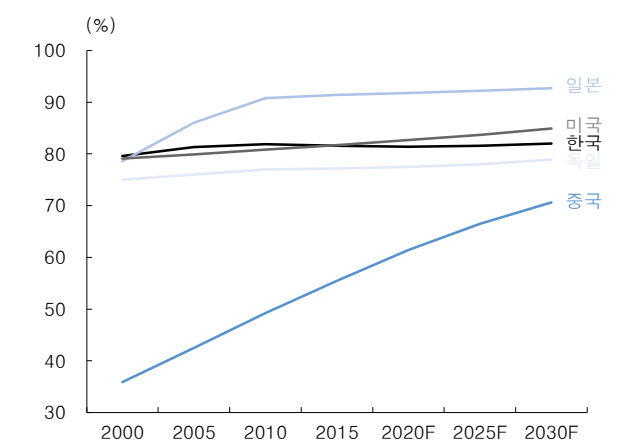
자료: 중국중상산업연구원, 한국투자증권

[그림 56] 콜드체인 인프라 여전히 부족한 중국



자료: Global Cold Chain Alliance, 한국투자증권

[그림 57] 도시화 진행될수록 저온물류 의존 커질 전망



자료: OECD, 한국투자증권

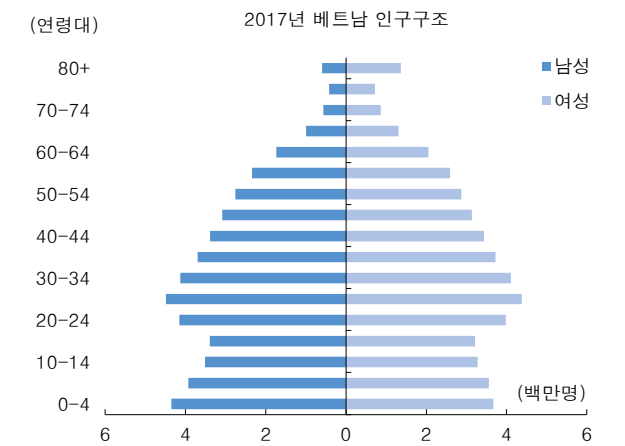
**크로스 셀링, 기술 공유 등
인수 시너지도 고무적**

중국의 콜드체인 시장은 성장성이 높은 만큼 경쟁도 치열하지만, 최대 규모의 물류인프라를 갖춘 CJ로킨은 차별화된 경쟁력을 갖추고 있다는 점에서 기회가 크다. CJ대한통운의 글로벌 고객망을 통해 인수 이후 CJ로킨의 일반화물 매출은 크게 늘었다. 이는 콜드체인 인프라를 확대시키는 기반이 되고 있다. 또한 CJ대한통운의 역량이 집약된 TES 센터를 국내보다 더 큰 규모로 상해에 설립하는 등 인수를 통한 기술 분야의 시너지도 구체화되고 있다. 2015년 인수한 이후 매출액은 연평균 17% 늘고 있으며 올해 5억달러를 달성할 전망이다. 영업이익률은 5%로 CJ대한통운의 전사 수익성을 상회하는 것으로 추정된다.

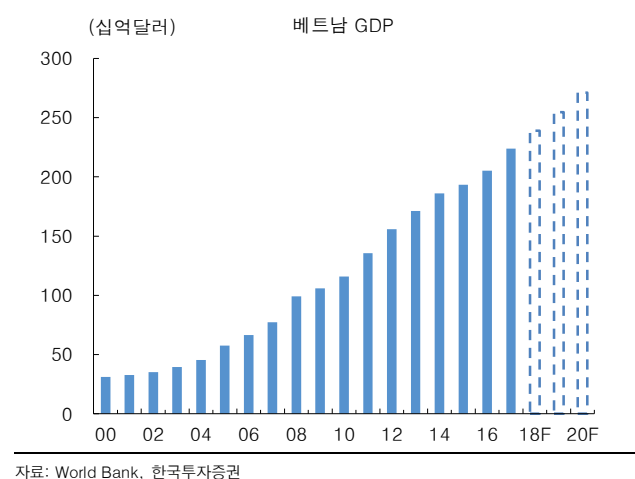
**제마텝 인수 통해
베트남 성장 수혜 확보**

올해 1분기부터 연결실적에 반영되기 시작한 제마텝 역시 베트남 물류시장 성장의 수혜가 이어질 것이다. 제마텝은 1990년 국영기업으로 시작해 현재는 민영화된 베트남 최대 종합물류업체다. 베트남 전역에 20여개의 물류센터를 운영하고 있으며 호치민 인근에 저온물류시설을 구축해 콜드체인 역량을 강화하는 한편 최근에는 이커머스에 특화된 물류서비스를 개발하는 등 시장 변화에 발빠르게 대응하고 있다. 베트남은 40세 이하 인구가 전체의 64%를 차지한다. 그만큼 경제성장 여력이 높아 매력적인 시장이라는 점은 이미 잘 알려진 사실이다. 지난 3년간 GDP는 연평균 7% 성장해왔다. 향후 내수시장 확대에 따라 물동량은 GDP 이상으로 증가할 전망이다. 제마텝의 인프라와 고객 네트워크를 통해 상대적으로 진입장벽이 높은 베트남 내륙 현지에 진출하는 것은 물론, 발전 잠재력이 높은 인도차이나 반도에서 시장 입지를 선점해 나갈 것이다.

[그림 58] 40세 미만 인구 비중은 64%



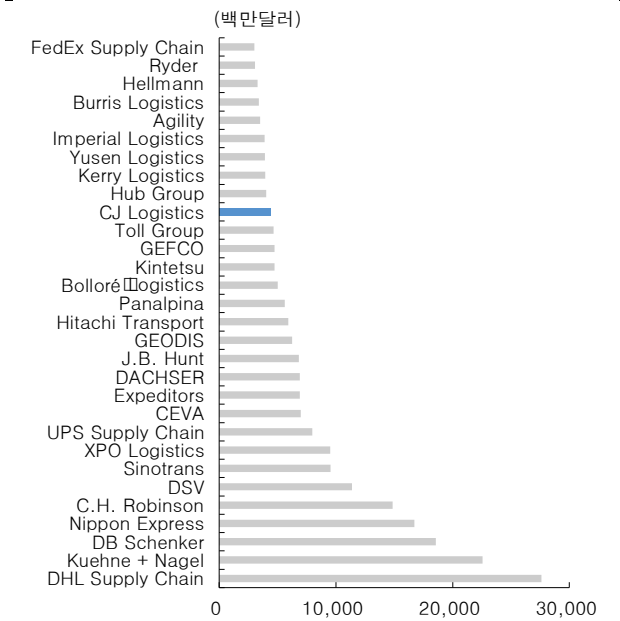
[그림 59] 2020년까지 연평균 7% GDP 성장 전망



**글로벌 기업으로 도약
성장에 대한 평가에
인색하지 않았을까?**

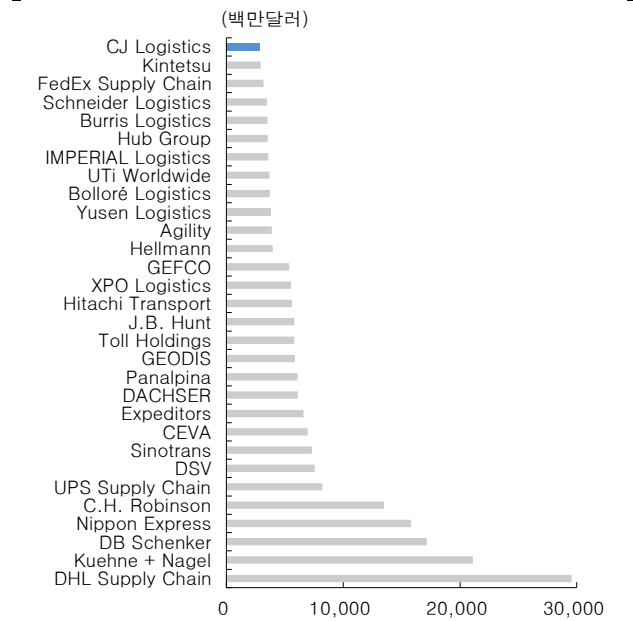
적극적인 M&A를 통한 해외 확장으로 CJ대한통운의 전세계 물류시장 내 지위는 빠르게 높아지고 있다. 글로벌 물류시장 조사기관인 Armstrong & Associate이 발표하는 글로벌 3자물류업체 순위에 따르면, CJ대한통운은 2015년 30위에서 2017년 21위로 올랐다. 해당 조사는 택배사업은 제외되었기 때문에 실제 글로벌 위상은 더 높을 것이다. 경제 수준 대비 우리나라의 물류 경쟁력은 다소 부족하다. 이러한 시각에서 CJ대한통운의 해외 전략도 과소평가하지 않았는지 점검하고 그동안 CJ대한통운이 해외에서 이룬 성과에 대해 재조명할 필요가 있다.

[그림 60] 2017년 글로벌 3자물류 업체 순위



주: 택배 매출 포함 시 CJ대한통운은 15위 내외로 추정
자료: Armstrong & Associates, 한국투자증권

[그림 61] 2015년 글로벌 3자물류 업체 순위



자료: Armstrong & Associates, 한국투자증권

<표 9> 2018년 글로벌 물류 성과 지수에 따르면 우리나라는 25위

순위	국가	LPI 점수	Customs	Infra-structure	International Shipments	Logistics quality & competence	Tracking & tracing	Timeliness
1	Germany	4.2	4.1	4.4	3.9	4.3	4.2	4.4
2	Sweden	4.1	4.1	4.2	3.9	4.0	3.9	4.3
3	Belgium	4.0	3.7	4.0	4.0	4.1	4.1	4.4
4	Austria	4.0	3.7	4.2	3.9	4.1	4.1	4.3
5	Japan	4.0	4.0	4.3	3.6	4.1	4.1	4.3
6	Netherlands	4.0	3.9	4.2	3.7	4.1	4.0	4.3
7	Singapore	4.0	3.9	4.1	3.6	4.1	4.1	4.3
8	Denmark	4.0	3.9	4.0	3.5	4.0	4.2	4.4
9	United Kingdom	4.0	3.8	4.0	3.7	4.1	4.1	4.3
10	Finland	4.0	3.8	4.0	3.6	3.9	4.3	4.3
11	UAE	4.0	3.6	4.0	3.9	3.9	4.0	4.4
12	Hongkong	3.9	3.8	4.0	3.8	3.9	3.9	4.1
13	Switzerland	3.9	3.6	4.0	3.5	4.0	4.1	4.2
14	United States	3.9	3.8	4.1	3.5	3.9	4.1	4.1
15	New Zealand	3.9	3.7	4.0	3.4	4.0	3.9	4.3
16	France	3.8	3.6	4.0	3.6	3.8	4.0	4.2
17	Spain	3.8	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8	4.1
18	Australia	3.8	3.9	4.0	3.3	3.7	3.8	4.0
19	Italy	3.7	3.5	3.9	3.5	3.7	3.9	4.1
20	Canada	3.7	3.6	3.8	3.4	3.9	3.8	4.0
21	Norway	3.7	3.5	3.7	3.4	3.7	3.9	3.9
22	Czech Republic	3.7	3.3	3.5	3.8	3.7	3.7	4.1
23	Portugal	3.6	3.2	3.3	3.8	3.7	3.7	4.1
24	Luxembourg	3.6	3.5	3.6	3.4	3.8	3.6	3.9
25	Korea, Rep	3.6	3.4	3.7	3.3	3.6	3.8	3.9
26	China	3.6	3.3	3.8	3.5	3.6	3.7	3.8
27	Taiwan	3.6	3.5	3.7	3.5	3.6	3.7	3.7
28	Poland	3.5	3.3	3.2	3.7	3.6	3.5	4.0
29	Ireland	3.5	3.4	3.3	3.4	3.6	3.6	3.8
30	Qatar	3.5	3.0	3.4	3.8	3.4	3.6	3.7

자료: World Bank, 한국투자증권

4. 당장의 이익으로 평가하면 안 되는 이유

글로벌 사업의 이익에
대한 기대감은 낮음

글로벌 사업부의 수익성에 대한 우려는 해외 성장에 대한 정당한 평가를 가로막고 있다. 지난 3분기 해외 부문의 매출액은 1조원을 돌파하며 3년전 대비 2.8배로 급증했다. 같은 기간 동안 영업이익은 3.6배로 늘었다. 다만 영업이익률은 여전히 1%대에 머물고 있다. 택배사업에서 수익성이 외형을 따라가지 못하는 모습을 봐왔던 터라, 해외 M&A의 속도에 대한 걱정도 많았다.

물류 영토 커질수록
불확실성도 증가

작년 하반기에만 아시아 3개 국가에서 물류업체를 인수했고 올해는 미국까지 진출했다. 넓어지는 물류 영토만큼 초기 M&A 비용과 불확실성이 끊이지 않았다. 지난 1년간 영업외로 잡힌 M&A 관련 수수료만 130억원이 넘는다. 부채비율은 2015년 90%에서 올해 160%로 상승했다. 그동안 이자비용은 50% 이상 증가했다. 이익전망의 가시성을 충분히 보여주지 못해 유럽업체의 인수 가능성까지 거론되고 있어, 각각의 업체간 시너지 창출에 대한 의구심이 먼저 커지고 있다.

해외 M&A 기업들의
수익성은 가이던스대로 양호

다만 1년 안팎의 PMI 시간이 지난 해외 인수업체들의 이익은 당초 가이던스대로 올라오고 있다. CJ로킨은 올해 3분기 누적까지 매출액 4,050억원에 매출총이익 499억원을 기록했다. 2015년 인수 당시 제시했던 가이던스를 뛰어넘고 있다. 특히 인도 다슬은 예상했던 것보다 매출과 이익 모두 빠르게 늘고 있어, CJ로킨 다음으로 성공적인 인수사례로 떠오르고 있다. 이에 따라 CJ대한통운이 인수한 7개의 해외 회사들의 매출총이익률은 올해 10%를 꾸준히 넘기고 있다. 이는 최저임금 인상 영향을 받고 있는 국내 계약물류보다 높은 수준이다. 3분기 택배사업이 적자를 기록했음에도 영업이익이 500억원대를 지킬 수 있었던 이유도 글로벌 부문의 이익이 당초 기대를 상회했기 때문이라는 점을 떠올려야 한다.

해외사업 수익성이
낮아 보이는 이유는
포워딩 부문 때문

그럼에도 해외에서 쌓고 있는 이익 모멘텀이 부각되지 못하는 이유는 글로벌 매출에서 20%를 차지하는 포워딩 부문이 부진하기 때문이다. 포워딩 또는 주선업이란 화주의 수출화물을 원하는 지역으로 항공 또는 해상운송하는데 필요한 제반 업무를 대신해 주는 사업이다. 해외 고객기반을 넓힌다는 측면에서 축소하기 어려운 사업이지만 사실상 이익을 내지 못하고 있다. 포워딩을 제외한 해외 영업이익률은 2%로 추정된다.

해외 M&A 모멘텀에 대한
재평가 기회 뒤따를 것

이제 국내 사업은 택배운임의 반등으로 수익성을 점차 회수하는 단계에 진입한다. 글로벌 사업에 대해서는 이익보다는 성장성에 더 우선순위를 둘 여유가 생기는 것이다. 큰 틀에서 보면 택배사업의 단가인상 스토리는 외형과 시장지위를 먼저 키운 후 단가 인상 등을 통해 이익 레버리지를 내는 전략이 유효함을 보여줄 것이다. 해외 M&A 모멘텀에 대해서도 지금 당장의 이익보다는 성장성에 대한 재평가 기회가 찾아올 것이다. 이를 위해서 향후 지역별 이익 전망의 가시성을 높이는 한편 인수업체 간 연계방안을 구체화시키는 노력이 진행될 전망이다.

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

CJ대한통운은 세계 20위권 3자물류 사업자로, 육상운송, 택배, 항만하역 등 종합물류사업을 영위하고 있음. 사업부는 CL(계약물류), 택배, 글로벌부문으로 구성. 2018년 3분기 국내 택배시장에서 점유율 49%의 1위 사업자로 규모의 경제와 비용효율화 측면에서 경쟁사 대비 우위를 점하고 있음. 2015년 CJ로킨, 2016년 CJ센추리, 스피덱스, 2017년 이브라콤, 다슬, 제마덱, 2018년 DSC Logistics 등 적극적인 해외 물류업체 M&A를 통해 글로벌 사업을 확대해 가고 있음.

■ 용어해설

- 락인 효과(Lock-in effect): 특정 재화 또는 서비스를 한 번 이용하면 다른 대체재를 소비하기 보다 기존의 것을 계속 선호하게 되는 현상
- 라스트 마일(Last mile): 배송과정에서 소비자가 구매상품을 수령하는 마지막 단계를 지칭하는 표현. 유통업에서의 라스트 마일은 소비자가 택배기사에게 상품을 전달받거나 직접 지정한 오프라인 장소에서 상품을 수령하는 단계에서 느끼는 소비 경험의 중요성을 강조하기 위한 표현
- 풀필먼트(Fulfillment): 상품 판매자로부터 일정 수수료를 받고 재고관리부터 배송, 반품까지의 물류서비스를 제공하는 것으로 아마존의 FBA(Fulfillment By Amazon)이 대표적인 사례
- 계약물류(Contract Logistics; CL): 화주가 물류업무를 전문업체에 위탁하는 것으로 3자물류를 지칭
- 포워딩(Forwarding): 주선업. 화주의 수출화물을 원하는 지역으로 항공 또는 해상운송하는데 필요한 제반 업무를 대신해 주는 서비스

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,511	1,804	2,308	2,558	2,875
현금성자산	139	154	184	156	175
매출채권및기타채권	1,223	1,465	1,891	2,139	2,403
재고자산	15	16	20	23	26
비유동자산	4,010	4,505	5,106	5,505	5,910
투자자산	167	129	167	189	212
유형자산	2,037	2,430	2,426	2,473	2,504
무형자산	1,368	1,468	1,896	2,144	2,409
자산총계	5,521	6,309	7,414	8,063	8,785
유동부채	1,362	1,890	2,438	2,770	3,180
매입채무및기타채무	813	1,072	1,383	1,565	1,758
단기차입금및단기사채	366	477	634	736	915
유동성장기부채	148	264	341	410	445
비유동부채	1,420	1,636	2,125	2,326	2,466
사채	858	988	1,165	1,291	1,346
장기차입금및금융부채	424	511	601	628	663
부채총계	2,782	3,526	4,564	5,096	5,646
지배주주지분	2,346	2,372	2,427	2,529	2,679
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,249	2,248	2,248	2,248	2,248
기타자본	(511)	(511)	(511)	(511)	(511)
이익잉여금	542	574	629	731	881
비지배주주지분	393	411	423	438	460
자본총계	2,739	2,783	2,850	2,967	3,139

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	208	246	110	205	298
당기순이익	68	39	68	117	172
유형자산감가상각비	108	120	136	138	146
무형자산상각비	37	41	47	49	55
자산부채변동	(74)	(53)	(182)	(127)	(112)
기타	69	99	41	28	37
투자활동현금흐름	(705)	(690)	(570)	(542)	(560)
유형자산투자	(233)	(485)	(133)	(185)	(177)
유형자산매각	8	12	0	0	0
투자자산순증	1	(5)	(43)	(22)	(23)
무형자산순증	(8)	(39)	(475)	(298)	(321)
기타	(473)	(173)	81	(37)	(39)
재무활동현금흐름	543	456	489	309	282
자본의증가	189	2	0	0	0
차입금의순증	355	456	501	324	304
배당금지급	(0)	(1)	0	0	0
기타	(1)	(1)	(12)	(15)	(22)
기타현금흐름	(8)	2	0	0	0
현금의증가	39	16	29	(28)	19

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

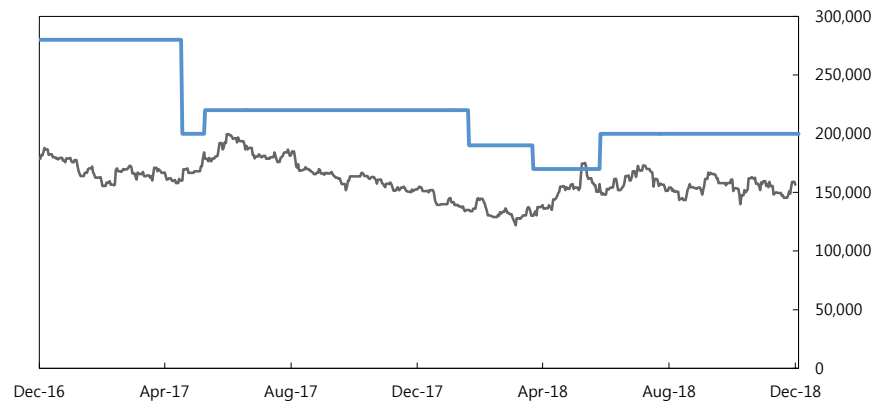
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,082	7,110	9,180	10,383	11,667
매출원가	5,411	6,354	8,351	9,381	10,512
매출총이익	671	756	829	1,002	1,155
판매관리비	443	521	603	683	771
영업이익	228	236	226	319	384
금융수익	31	30	59	52	55
이자수익	3	4	5	5	5
금융비용	86	94	143	144	145
이자비용	51	55	82	96	106
기타영업외손익	(83)	(78)	(31)	(60)	(48)
관계기업관련손익	0	(20)	(6)	0	0
세전계속사업이익	91	73	104	167	246
법인세비용	23	34	36	50	74
연결당기순이익	68	39	68	117	172
지배주주지분순이익	56	31	56	102	150
기타포괄이익	(37)	(50)	0	0	0
총포괄이익	31	(11)	68	117	172
지배주주지분포괄이익	23	26	56	102	150
EBITDA	373	397	409	506	585

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,166	1,786	3,086	5,595	8,251
BPS	125,144	126,264	128,709	133,161	139,728
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.3	16.9	29.1	13.1	12.4
영업이익증가율	22.4	3.2	(4.2)	41.2	20.4
순이익증가율	21.4	(43.6)	77.1	82.2	47.5
EPS증가율	20.1	(43.6)	72.8	81.3	47.5
EBITDA증가율	19.8	6.3	3.1	23.7	15.6
수익성(%)					
영업이익률	3.8	3.3	2.5	3.1	3.3
순이익률	0.9	0.4	0.6	1.0	1.3
EBITDA Margin	6.1	5.6	4.5	4.9	5.0
ROA	1.4	0.7	1.0	1.5	2.0
ROE	2.4	1.3	2.3	4.1	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,638	2,048	2,513	2,859	3,137
차입금/자본총계비율(%)	65.6	80.6	96.2	103.4	107.4
Valuation(X)					
PER	56.5	78.4	50.6	27.9	18.9
PBR	1.4	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	15.0	13.0	14.6	12.5	11.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ대한통운 (000120)	2016.01.14	매수	280,000원	-27.9	-18.4
	2017.01.14	1년경과		-41.3	-38.4
	2017.04.20	매수	200,000원	-14.5	-8.0
	2017.05.12	매수	220,000원	-24.4	-9.3
	2018.01.22	매수	190,000원	-29.7	-23.7
	2018.03.25	매수	170,000원	-11.8	2.9
	2018.05.29	매수	200,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 5일 현재 CJ대한통운 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.