

2022. 8. 9



▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (8.9) 122,500 원

상승여력 38.8%

KOSPI 2,503.46pt

시가총액 27,945억원

발행주식수 2,281만주

유동주식비율 47.26%

외국인비중 18.16%

52주 최고/최저가 171,500원/110,000원

평균거래대금 52.6억원

주요주주(%)

CJ제일제당 외 2 인 40.17

국민연금공단 9.79

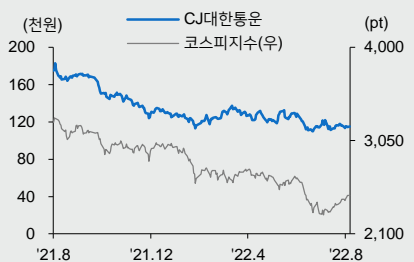
네이버 7.85

주가상승률(%)

절대주가 0.4 -2.0 -27.7

상대주가 -5.7 8.4 -5.9

주가그래프



CJ대한통운 000120

2Q22 Review: 실적으로 증명하기 시작

- ✓ 2분기 영업이익 1,161억원을 기록하며 역대 최고 실적을 경신
- ✓ 2분기 택배사업부 M/S는 46.6%를 기록하며 1분기 파업 쇼크에서 벗어나 영업이익률 +6.2%를 실현. 하반기부터 +7%대의 영업이익률을 기대
- ✓ 글로벌사업부의 영업이익률은 +2.2%로 +2%대 영업이익률 안착은 고무적. 1) 수익성 위주의 전략 추진과 2) 미국, 인도, 베트남 등 주요법인의 신규 고객 확대가 주효
- ✓ 2023년 PBR 1.0배를 적용한 적정주가 170,000원 유지

분기 최대 영업실적 기록

2분기 매출액은 3조 1,369억원(+14% YoY), 영업이익은 1,161억원(+28% YoY), 세전 이익은 910억원(-8% YoY), 지배주주순이익은 615억원(흑자전환 YoY)를 기록했다. 택배부문 영업이익률은 +6.2%(+0.1%p YoY), 계약물류 +4.0%(+0.2%p YoY), 글로벌 +2.2%(+1.1%p YoY), 건설 +1.2%(+0.3%p YoY)로, 전사업부의 수익성을 개선했다.

2분기 택배 M/S 46.6%로 회복. 하반기 영업이익률 +7%대 안착을 기대

2분기 CJ대한통운의 택배 처리량은 4.2억박스(-2.1% YoY, +8.0% QoQ)이다. 전년 수준의 물동량 회복은 하반기에 기대한다. 파업 및 1월 M/S 43.2%를 기록하는 등 고정부 회수 부담을 야기했던 일회성 요인이 제거되자 영업이익률은 +7%대로 개선 중이다.

Fulfillment, 新LMD 등 이커머스의 BEP 도달 시기는 2024년 이후지만, 물동량의 증가로 고정비부담은 줄어드는 구간이다. 택배부문의 영업이익률이 구조적으로 상승이 가능한 이유이다.

글로벌사업부 영업이익률 +2%대 안착은 고무적

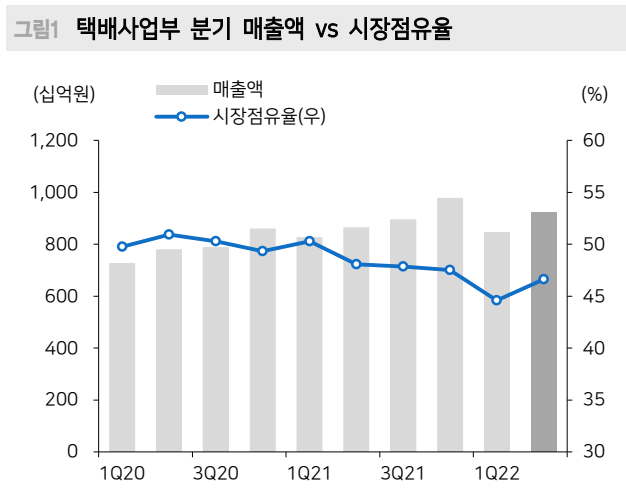
미국, 인도, 베트남 법인의 CL사업부는 수익성 중심의 신규고객 확대 전략으로 매출액이 전년대비 각각 +46.8%, +41.5%, +26.3%씩 성장했다. 포워딩 부문의 가격 피크아웃 우려가 제기됐으나, GDC 물동량 확대로 수익성은 유지될 전망이다.

2023년 PBR 1.0배를 적용한 적정주가 170,000원을 유지

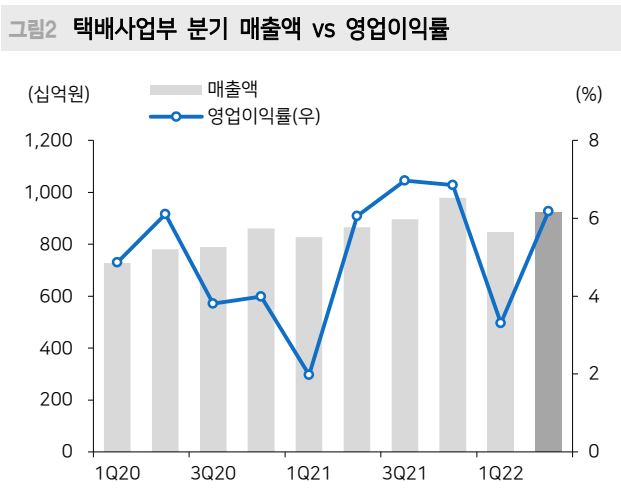
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,781.1	325.3	123.0	5,393	180.3	146,331	30.7	1.1	9.0	3.9	138.7
2021	11,343.7	343.9	54.7	2,400	11.0	156,296	52.5	0.8	7.1	1.6	123.9
2022E	11,999.7	447.4	214.5	9,401	50.7	163,138	13.0	0.8	5.7	5.9	119.2
2023E	12,537.8	533.9	259.1	11,360	20.7	174,497	10.8	0.7	4.3	6.7	134.7
2024E	13,278.9	594.1	282.5	12,385	9.0	186,882	9.9	0.7	3.7	6.9	139.5

(십억원)	2Q22P	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,136.9	2,747.2	14.2	2,857.0	9.8	2,953.1	6.2	2,978.7	5.3
영업이익	116.1	90.6	28.2	75.7	53.5	109.5	6.1	131.0	-11.4
세전이익	91.0	98.8	-7.9	47.5	91.7	76.5	19.0	94.3	-3.5
지배순이익	61.5	-51.8	흑전	27.0	127.7	45.1	36.5	49.5	24.4
영업이익률(%)	3.7	3.3		2.6		3.7	0.0p	4.4	-0.7p
순이익률(%)	2.0	-1.9		0.9		1.5	0.4p	1.7	0.3p

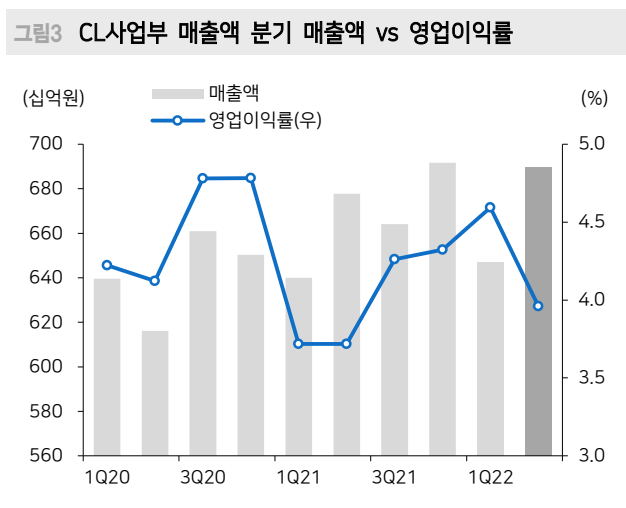
자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터



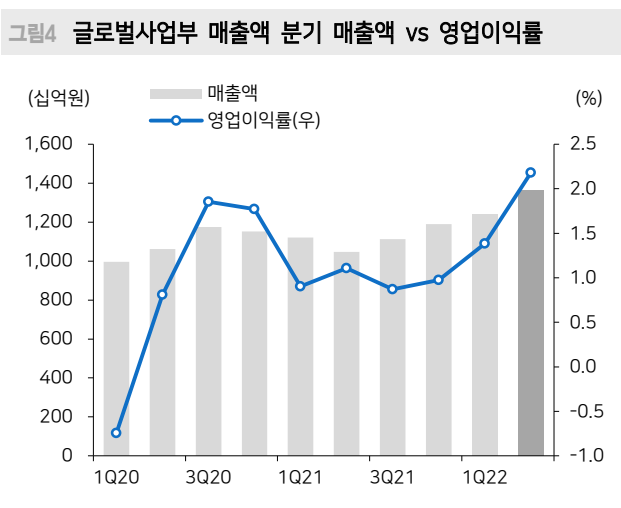
자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ대한통운의 사업부별 실적 테이블																
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
환율(원/달러)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,297.0	1,260.0	1,250.0	1,250.0	1,240.0	1,240.0	1,180.1	1,141.4	1,255.4	1,245.0
총 매출액	2,692.6	2,747.2	2,846.5	3,057.3	2,857.0	3,136.9	3,032.4	2,973.5	2,984.2	3,079.8	3,237.0	3,236.7	10,781.1	11,343.7	11,999.7	12,537.8
(1) 택배	827.2	865.8	895.8	978.2	846.6	923.9	1,035.5	1,045.2	1,033.6	1,093.4	1,149.5	1,128.1	3,156.4	3,567.0	3,851.2	4,404.6
택배판매(원)	1,999.0	2,132.0	2,193.0	2,226.0	2,290.9	2,269.0	2,289.0	2,289.0	2,353.0	2,353.0	2,353.0	2,353.0	1,960.3	2,137.5	2,284.5	2,353.0
택배물량(백만박스)	436.0	431.0	431.0	458.0	390.7	422.0	471.2	475.6	457.6	484.0	508.9	499.4	1,689.1	1,756.0	1,759.5	1,949.9
M/S(%)	50.3	48.0	47.8	47.5	44.6	46.6	48.9	49.3	49.8	50.9	50.3	49.3	50.1	48.4	47.4	50.1
택배시장 물량(백만박스)	867.0	897.0	901.0	964.0	875.9	905.0	964.0	964.0	919.7	950.3	1,012.2	1,012.2	3,373.7	3,629.0	3,708.9	3,894.3
OPM	2.0	6.1	7.0	6.8	3.3	6.2	6.8	7.1	4.0	7.8	7.5	7.7	4.7	5.6	6.0	6.8
(2) CL(Contract Logistics)	640.0	677.7	664.0	691.6	646.9	689.5	687.7	744.5	670.0	714.1	712.2	771.0	2,567.0	2,673.3	2,768.6	2,867.3
CL 성장성																
국내														6.3%	3.6%	3.6%
아시아														8.2%	7.1%	7.1%
북미														6.2%	2.6%	2.6%
유럽														4.8%	2.1%	2.1%
OPM	3.7	3.7	4.3	3.8	4.6	4.0	4.5	4.8	4.2	4.5	4.5	4.8	4.5	3.9	4.5	4.5
(3) 글로벌(포워딩+해외CL)	1,129.9	1,056.8	1,123.1	1,195.7	1,246.0	1,362.9	1,146.6	1,021.4	1,118.6	1,115.7	1,218.4	1,183.4	4,385.1	4,505.5	4,776.8	4,636.1
글로벌패밀리社	732.1	565.2	620.9	693.2	717.1	954.0	689.5	556.3	646.4	628.9	721.5	686.0	2,913.4	2,611.4	2,917.0	2,682.8
Rokin(중국)	175.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	695.7	175.0	0.0	0.0
Speedex(중국)	70.0	68.1	62.1	64.7	56.5	68.5	74.2	84.5	60.5	73.4	79.5	90.6	388.6	264.9	283.8	304.0
Century(말레이시아)	63.0	65.8	54.3	60.2	73.0	67.2	65.9	50.6	67.2	70.4	69.1	62.3	201.8	243.3	256.7	269.0
Darcl(인도)	131.1	115.6	137.9	156.9	171.0	129.0	162.8	127.4	164.2	137.6	173.7	154.2	419.8	541.5	590.2	629.8
ICM(UAE)	50.4	61.6	70.8	74.2	93.8	62.8	82.8	27.9	67.0	64.9	85.5	58.7	221.1	257.0	267.3	276.1
Gemadep(베트남)	34.0	39.0	38.3	53.0	42.5	41.9	46.1	45.1	38.7	44.8	49.3	54.9	127.8	164.3	175.6	187.6
CJL-A(구 DSC)	208.6	215.1	257.5	284.2	280.3	231.8	257.6	220.8	248.8	237.8	264.3	265.3	858.6	965.4	990.5	1,016.3
OPM	0.9	1.1	0.9	-0.1	1.4	2.2	2.0	1.7	2.2	2.2	2.0	1.7	1.0	0.7	1.8	2.0
(4) 건설 사업부	95.5	146.9	163.6	191.8	117.5	160.6	162.6	162.5	162.0	156.6	156.9	154.2	672.6	597.8	603.2	629.7
OPM	-2.3	1.0	3.0	3.8	0.7	1.2	1.2	1.8	2.0	1.8	1.4	1.6	2.9	1.9	1.3	1.7
영업이익	48.1	90.6	105.3	99.8	75.7	116.1	126.1	129.6	96.9	149.9	143.2	144.0	325.3	343.9	447.4	533.9
영업이익률(%)	1.8	3.3	3.7	3.3	2.6	3.7	4.2	4.4	3.2	4.9	4.4	4.4	3.0	3.0	3.7	4.3
영업외손익(금융손익)	-24.6	-24.7	-38.9	-44.2	-22.6	-41.3	-39.7	-38.9	-40.5	-42.7	-43.6	-45.1	-125.9	-132.5	-142.5	-172.0
지분법손익	2.2	0.3	3.5	11.2	4.7	0.0	3.9	4.7	4.9	3.6	3.4	4.1	6.7	17.1	13.3	16.1
기타영업외손익	-0.5	32.6	-13.8	-7.7	-10.3	16.2	3.4	-2.5	-0.2	1.3	3.6	1.1	-3.8	10.6	6.8	5.9
세전이익	25.3	98.8	56.0	59.1	47.5	91.0	93.6	92.9	61.1	112.1	106.6	104.1	202.3	239.2	325.0	383.9
당기순이익	18.6	49.4	39.5	50.7	31.5	67.1	70.2	69.7	45.8	84.1	79.9	78.1	142.6	158.3	238.5	287.9
지배주주순이익	12.8	-51.8	36.8	56.9	27.0	61.5	63.2	62.7	41.2	75.7	71.9	70.3	123.0	54.7	214.5	259.1

자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

2Q22 Conference Call Q&A

Q1 택배 물동량에 대한 전망은?

A1 ▪ 과업 종료 후 M/S 지속 회복 중. 하반기에는 계절적인 요인을 감안하더라도 2021년 수준으로 회복을 예상함

Q2 이커머스 3만평 부지 확대 후 하반기 물량 기대감은? BEP 도달 시기는?

A2 ▪ 하반기 물동량은 상반기 대비 50% 성장을 기대
 ▪ 네이버와의 협업 외에도 10월 중 새로운 서비스 개시를 통해 물동량 확대를 기대
 ▪ 신LMD에서 적자가 나오는 상황이 지속. 2024년 이후 BEP 도달을 예상

Q3 택배사업부 수익성 전망은?

A3 ▪ 하반기 택배 사업부의 영업이익률은 7% 내외로 예상함

Q4 P&D 부문의 수익성이 해운시황 피크아웃에 영향을 받을 수 있는지?

A4 ▪ 항만사업의 경우 물동량은 전년과 유사한 수준을 유지하고 있음
 ▪ 수익성 중심의 전략으로 지속적인 개선을 기대함

Q5 택배시장 물동량은? 당사의 2분기 평균 점유율은?

A5 ▪ 기존 집계방식으로 산정한 택배시장 물동량은 2분기 CJ대한통운의 점유율은 47% 정도, 7월에도 M/S 상승세 확인 중
 ▪ 통합물류협회의 새로운 집계방식에 따르면 성장률은 low-single이지만 기존 집계방식대로 하면 mid-single 정도 성장 중

Q6 하반기 및 2023년 택배 판가 전망은?

A6 ▪ 탄력적으로 판가 인상을 위해 전략을 수립

Q7 글로벌사업부 수익성 개선에 대한 디테일은? 하반기 전망은?

A7 ▪ 70%이상의 비중을 차지하는 CL 해외법인에서의 수익성 개선이 주효함. 관관비 개선을 통한 수익성 개선을 달성함
 ▪ 포워딩부문의 경우 시황 피크아웃은 인정하나 극단적인 하락은 없을 전망

Q8 2021년 대비 비용효율화 현황은?

A8 ▪ 팬데믹시기에, 이커머스 물동량 증가에 따른 경쟁자(쿠팡)의 인력 및 차량 충원이 비용 증가를 초래
 ▪ 엔데믹 시기에, 2021년과 같은 급격한 비용증가 가능성은 제한적

Q9 네이버 등 이커머스 관련 3만평 부지 확대에 따른 물동량 증가량은?

A9 ▪ 네이버 스마트스토어 안의 대형 브랜드스토어에 영업을 집중해왔음. 총 50만 셀러 중 브랜드스토어 대형 셀러는 약 900개
 ▪ NFA(Naver Fulfillment Alliance)에 포함된 스마트스토어향 영업도 확대함에 따라 중소셀러 고객 확대를 기대함

CJ 대한통운 (000120)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	10,781.1	11,343.7	11,999.7	12,537.8	13,278.9
매출액증가율 (%)	3.5	5.2	5.8	4.5	5.9
매출원가	9,780.0	10,272.3	10,798.7	11,237.1	11,904.8
매출총이익	1,001.2	1,071.3	1,201.0	1,300.7	1,374.1
판매관리비	675.8	727.5	753.6	766.8	780.0
영업이익	325.3	343.9	447.4	533.9	594.1
영업이익률	3.0	3.0	3.7	4.3	4.5
금융손익	-125.9	-132.5	-142.5	-172.0	-196.9
중속/관계기업손익	6.7	17.1	13.3	16.1	16.0
기타영업외손익	-3.8	10.6	6.8	5.9	5.3
세전계속사업이익	202.3	239.2	325.0	383.9	418.6
법인세비용	59.7	80.9	86.5	96.0	104.6
당기순이익	142.6	158.3	238.5	287.9	313.9
지배주주지분 순이익	123.0	54.7	214.5	259.1	282.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,538.6	2,348.2	2,457.6	3,555.3	4,801.1
현금및현금성자산	387.6	229.5	396.2	1,312.8	2,423.4
매출채권	1,420.5	1,371.1	1,333.5	1,451.5	1,539.6
재고자산	25.3	25.1	24.4	26.6	28.2
비유동자산	7,105.0	6,645.7	6,736.5	6,967.6	6,685.6
유형자산	3,496.2	3,312.1	3,411.0	3,659.4	3,398.6
무형자산	1,636.7	1,192.0	1,158.7	1,121.5	1,085.4
투자자산	523.0	705.5	662.8	682.8	697.7
자산총계	9,643.5	8,993.9	9,194.1	10,522.9	11,486.6
유동부채	2,807.6	2,448.9	2,624.1	2,779.1	2,894.7
매입채무	897.5	826.1	803.5	874.6	927.7
단기차입금	419.2	261.6	590.1	510.1	510.1
유동성장기부채	429.9	387.0	283.1	363.1	363.1
비유동부채	2,796.0	2,528.7	2,374.8	3,260.6	3,794.9
사채	935.6	929.8	871.2	791.2	791.2
장기차입금	441.6	170.2	58.9	978.9	1,478.9
부채총계	5,603.6	4,977.6	4,998.8	6,039.7	6,689.6
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,327.6	2,332.8	2,332.9	2,332.9	2,332.9
기타포괄이익누계액	-85.6	107.0	42.6	42.6	42.6
이익잉여금	718.1	747.7	968.0	1,227.1	1,509.6
비지배주주지분	701.8	450.9	473.7	502.5	533.9
자본총계	4,039.9	4,016.4	4,195.2	4,483.2	4,797.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	572.4	344.1	933.3	1,087.2	1,118.6
당기순이익(손실)	142.6	158.3	238.5	287.9	313.9
유형자산상각비	425.9	425.4	529.8	751.6	760.8
무형자산상각비	54.9	50.8	28.7	37.2	36.0
운전자본의 증감	-103.2	-355.6	-5.4	10.4	7.8
투자활동 현금흐름	-315.8	366.4	-739.5	-1,030.0	-522.4
유형자산의증가(CAPEX)	-312.3	-212.4	-697.5	-1,000.0	-500.0
투자자산의감소(증가)	-311.4	-165.4	47.3	-20.0	-14.9
재무활동 현금흐름	-94.0	-877.2	-29.8	859.3	514.4
차입금의 증감	134.1	-403.2	79.1	859.3	514.4
자본의 증가	100.4	5.2	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	166.7	-158.1	166.7	916.6	1,110.6
기초현금	220.9	387.6	229.5	396.2	1,312.8
기말현금	387.6	229.5	396.2	1,312.8	2,423.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	472,601	497,259	526,019	549,606	582,092
EPS(지배주주)	5,393	2,400	9,401	11,360	12,385
CFPS	35,919	37,868	50,976	58,950	61,908
EBITDAPS	35,338	35,949	44,093	57,986	60,974
BPS	146,331	156,296	163,138	174,497	186,882
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	30.7	52.5	13.0	10.8	9.9
PCR	4.6	3.3	2.4	2.1	2.0
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	806.2	820.1	1,005.9	1,322.8	1,391.0
EV/EBITDA	9.0	7.1	5.7	4.3	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.6	5.9	6.7	6.9
EBITDA 이익률	7.5	7.2	8.4	10.6	10.5
부채비율	138.7	123.9	119.2	134.7	139.5
금융비용부담률	1.1	0.9	1.1	1.5	1.8
이자보상배율(x)	2.8	3.4	3.5	2.8	2.5
매출채권회전율(x)	7.7	8.1	8.9	9.0	8.9
재고자산회전율(x)	447.5	449.7	484.2	491.3	484.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 대한통운 (000120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

