

COMPANY ANALYSIS

EQUITY RESEARCH

BUY

Stock Price

목표주가	193,200원
현재주가	124,800원
상승여력	54.8%

Stock Information

시가총액	2조 9,816억원
발행주식수	2,281만주
유동주식비율	47.25%
52주 최고가	148,500원
52주 최저가	69,800원
외국인 지분율	12.73%
KOSPI	2,646.37
KOSDAQ	867.79

Valuation Wide

Multiple	2023	2024E	2025E
P/E	14.39	7.89	5.03
MKT P/E	8.6	8.52	8.54
추가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	2.6	62.5	56.0
상대주가(원)	-2.2	58.9	44.4

Price Trend



KUVC Research Team 5

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 40기 Senior 최성령
 팀원 40기 Senior 김민지
 40기 Senior 박천익
 40기 Senior 이송우

Who We Are



CJ대한통운 (000120)

[Web발신] [CJ대한통운_상한가 배송완료]

Key Point

중국 직구 열풍과 저PBR 컨셉 수혜

동사는 중국 직구 열풍과 저 PBR 테마가 더해져 압도적 수혜가 기대된다. 중국의 이커머스 플랫폼 알리익스프레스와 물류 독점계약을 통한 택배 물동량 증가, 특히 소형택배 취급량 증가로 인한 수익성이 개선될 전망이다.

풀필먼트 사업 오네(O-NE) 성장

자체 풀필먼트 서비스 '오네(O-NE)' 강화를 통해 물동량(Q)를 늘리고 자동화 시스템 구축을 통해 비용(C)을 절감한다.

글로벌 포워딩 사업 확장

나아가 글로벌 사업을 본격적으로 전개한다. 동사는 해상 포워더로서의 입지는 공고히 하며 미국과 인도 법인을 중심으로 시장에 빠르게 침투하고 있다.

2024F 매출액 12조 7360억, 영업이익 6,410억 전망

24년, 25년 동사의 매출액은 각각 127,360억원 (YoY 8.23%), 139,820억원으로 (YoY 9.79%) 이다. 영업이익은 각각 6,410억원 (YoY 33.79%), 9,410억원 (YoY 46.80%)이다.

23년 포워딩 시장의 약세로 글로벌 사업 매출이 감소하여 전체 매출에 타격을 줬음에도 불구하고, 동사는 24년부터 빠른 속도로 매출이 증가할 것으로 판단한다. 이는 코로나19 이후 이커머스 플랫폼의 활성화로 지속적인 수혜를 받던 택배 사업부의 견조한 성장으로부터 비롯된다. 택배 사업부는 마진 개선을 통해 동사의 안정적 수입원이 될 것이며, 점차 매출 비중을 늘려 25년에는 38%의 비중을 가질 것으로 추정한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '193,200원'

상승 여력 54.8%, 2024F 목표주가 193,200원으로 매수의견을 제시한다. 앞서 제시한 여러 요인이 향후 동사의 매출성장과 수익성 개선을 견인할 것이다. 특히, 동사는 정부의 저PBR 벨류업 프로그램 기준을 충족한다. 물류 자동화 및 소형 택배 증가, 해외 직구 점유율을 높여 장기적으로 개선된 수익성을 통해 안정적 현금흐름을 창출하고, 자사주 매입을 통한 주주환원의 가능성도 보이며 저PBR 해소를 위한 노력을 이어가고 있다.

2024년은 이커머스 시장 개화와 동사의 풀필먼트 서비스 준비에 따른 2019년의 기대감이 실현되는 시기에 해당한다. 이에 따라 2019년 당시 동사의 2021년 컨센서스 PER에 주력 사업부문 매출 비중 및 동사의 M/S 감소분 만큼의 할인율을 적용하여 12.2x를 목표 멀티플로 삼았다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	11,343	12,130	11,767	12,736	13,982
YoY (%)	5.2%	6.9%	-3.0%	8.2%	9.8%
영업이익 (십억원)	344	412	481	641	941
YoY (%)	5.8%	19.7%	16.7%	33.2%	46.8%
영업이익률 (%)	3.03%	3.40%	4.09%	5.03%	6.73%
지배순이익 (십억원)	145	180	223	361	566
EPS (원)	2,208	7,322	8,671	15,810	24,799
P/E (배)	52.51	11.77	14.39	7.89	5.03
P/B (배)	1.05	0.72	0.79	0.68	0.60

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

CONTENTS

I. 산업분석	3
꺼지지 않는 국내 택배 물동량	3
점차 증가하는 해외 직구 시장	3
II. 기업분석	5
사업부문 및 매출구조 분석	5
경쟁사 분석	6
주가 추이 분석	8
III. 저PBR	9
기업 밸류업 프로그램	9
Why 저PBR?	9
How To Solve	10
IV. 투자 Point	12
직구 열풍에 따른 물동량 및 소형택배 증가	12
탄탄한 풀필먼트와 확실한 ‘오네(O-NE)’ 배송	13
전 세계로 짙짙 뻗어 나가는 중	14
V. 투자 Risk	17
중국 이커머스 논란	17
택배노조와의 갈등	17
VI. Valuation	18
매출 추정 논리	18
비용 추정 논리	22
Valuation Method – PER & PBR	22

I. 산업분석

꺼지지 않는 국내 택배 물동량

택배시장의 흐름은 코로나 이전과 이후로 분리하여 이해할 수 있다.

코로나19 이전 직매입 물량으로 인한 택배 물동량 정체기

코로나 이전 택배산업에 활력을 불어넣은 것은 온라인쇼핑을 포함한 전자상거래의 확대였다. 1인 가구의 증가, 오픈마켓, SNS, 간편결제 등 다양한 요소들이 영향을 미친 결과이다. 그 중에서도 스마트폰의 등장으로 간편결제가 가능해지니 사람들은 집에서도 손쉽게 쇼핑을 즐길 수 있게 되었다. 그러나 전자상거래의 가파른 성장에도 택배산업은 그만큼의 성장을 보이지는 못했다. 판매업체들이 차별화 전략으로 직배송을 택하면서 물량이 오히려 줄어들었기 때문이다.

코로나19로 인한 택배 산업 호황기 도래

택배 물동량의 정체기였던 시점에 **코로나19로 인해** 택배시장은 완전히 뒤바뀌었다. 이는 사회적 거리두기 등으로 인해 **비대면 서비스가 활성화된 결과**이다. 2020년 연간 택배 물량은 최근 10년간 택배 물동량 평균 성장률이었던 10.89%의 무려 2배인 20.9% 급증하였다. 1인당 연간 택배 이용 횟수는 전년 대비 12회가 증가했다. 코로나19 시기는 경기침체로 인해 많은 기업들이 피해를 봤지만, 적어도 택배 기업만큼은 활짝 웃었던 시기라고 할 수 있다.

코로나가 종식되었음에도 택배의 신속함과 정확함이라는 편리성 때문에 여전히 국내 택배 물동량은 높은 수준을 유지하고 있다. 그러나 기저효과가 소멸되면서 새로운 트리거가 필요해졌다. 오늘날 그 트리거는 바로 최근 큰 인기를 끌고 있는 **해외 직구 시장**이다.

그림 1. 국내 택배 물동량 추이 (만box)

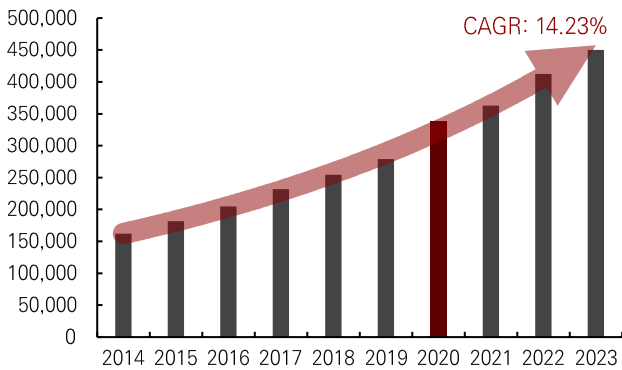
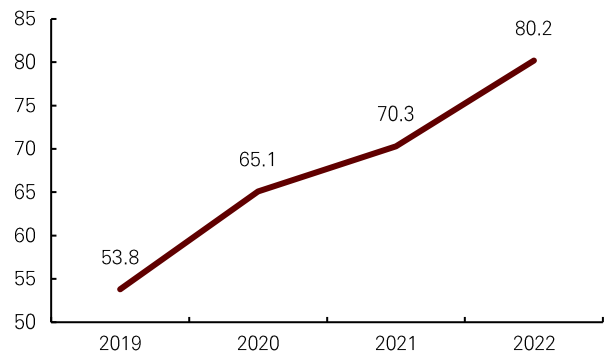


그림 2. 국민 1인당 연간 택배 이용 횟수



자료: CJ대한통운, KUVIC 리서치 5팀

자료: KUVIC 리서치 5팀

점차 증가하는 해외 직구 시장

직구 트렌드: 초국경 택배 서비스 활성화와 글로벌 물류센터 운영이 중요해짐

전쟁을 비롯하여 글로벌 경제침체로 인해 상품 가격의 급등과 공급망 혼란이 가중되고 있다. 이러한 상황에서 오프라인에 비해 상대적으로 저렴한 전자상거래 산업의 부상은 향후 택배 서비스 시장의 성장을 가속화 할 것으로 예상되고 있다. 전자상거래의 핵심은 고객에게 상품을 적시에 안정적으로 배송하고 재고를 효율적으로 관리할 수 있는 시스템의 구축

이다. 따라서 **택배 서비스 시장은 전자상거래 산업의 성장에 따른 수혜**를 입고 있다. 특히 주목받고 있는 전자상거래 분야는 직구를 비롯한 초국경 택배 서비스이다. 판매 국가에서 직접 물건을 보내는 것이 아닌 **글로벌 물류센터**를 통해 **상품을 발송하는 초국경 택배**는 물류비와 배송시간 측면에서 경제적이라는 강점을 갖는다. 즉, 해외 직구가 활성화됨에 따라 글로벌 물류센터의 확보와 운영이 중요해지고 있는 실정이다. 전세계 전자상거래 초국경 택배 시장은 2022년을 기점으로 100조원을 넘어섰으며 2026년에는 178조원의 시장규모를 달성할 것으로 예측된다.

중국 이커머스 업체 (알리익스프레스, 테무, 쉬인)의 적극적인 국내 시장 침투

국내 전자상거래 시장에서는 최근 **중국발 직구 열풍**이 주목받고 있다. 22년 기준 가장 큰 택배 서비스 시장 규모를 갖는 지역은 아시아태평양 지역으로, 이는 초저가를 내세운 중국 이커머스 플랫폼의 공격적인 시장 진출에 따른 것으로 분석된다. 세계의 공장에 머무르던 중국이 직접적으로 시장에 개입하며 전세계 유통망에 큰 파장을 불러 일으키고 있다. **알리익스프레스, 테무, 쉬인**, 이른바 ‘알테쉬’로 불리는 중국 이커머스 플랫폼은 적극적인 마케팅으로 글로벌 직구 시장을 선점하고 있다.

중국 직구 열풍의 선두주자인 알리익스프레스의 경우 기존에는 싹통과 저품질, 느린 배송으로 인하여 국내에서 좋지 못한 시선을 받았다. 그러나 빠른 배송과 ‘K-베뉴’라는 한국 업체 전용관을 신설하며 이미지 쇄신에 성공하였다. 특히 네이버와 쿠팡이 약 10~20% 가량의 수수료를 받고 있는 것과 달리, 입점 업체에 대한 수수료를 전혀 받고 있지 않아 알리익스프레스에 입점하는 국내 업체는 점차 증가하고 있다.

알리익스프레스와 달리 직매입을 병행하고 있는 테무의 경우 모기업인 PDD 홀딩스의 성장에 힘입어 엄청난 손실을 감수하면서도 공격적인 마케팅을 전개하고 있다. 그 결과 글로벌 어플리케이션 다운로드 수는 출시 1년 만에 2억 3,500만 건을 돌파하였으며 이는 같은 기간 아마존의 글로벌 다운로드 수를 크게 앞질렀다. 이러한 중국 직구 열풍에 따라 국내에서도 중국 이커머스 플랫폼의 M/S는 크게 증가하였다. 2023년 12월 기준 국내 쇼핑앱 사용자수(MAU)에서 알리익스프레스와 테무는 각각 3위와 5위를 차지하며 그 인기가 꾸준히 증가하고 있는 상황이다.

그림 23. 중국 온라인 직구 규모 (억원)

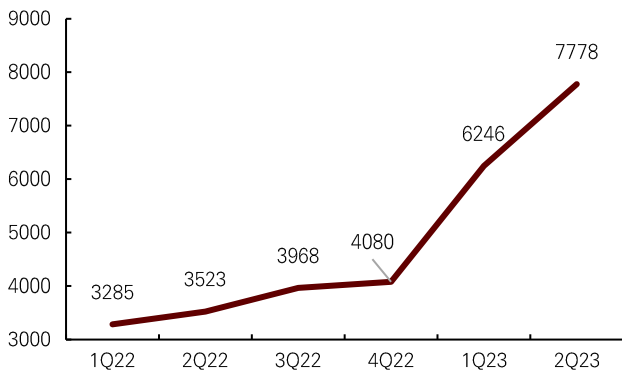
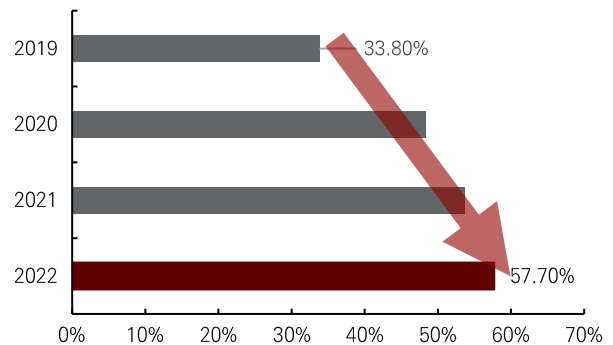


그림 4. 중국발 해외직구 점유율 (%)



자료: 통계청, KUVIC 리서치 5팀

자료: 통계청 KUVIC 리서치 5팀

II. 기업분석

사업 부문 및 매출구조 분석

동사의 사업부문은 택배·이커머스 부문과 CL부문, 글로벌부문, 건설부문으로 구성되어 있다. 그 중 **택배와 글로벌 사업부가 차지하는 비중은 약 70%**이다. 택배사업부에서 이커머스 매출이 차지하는 비중은 30%가 채 안 되지만, 그 성장세는 어떤 사업부문보다 빠르다.

택배사업부의 빠른 성장세는 풀필먼트 서비스 확대에 의한 이커머스 파트너사와의 협력 영향

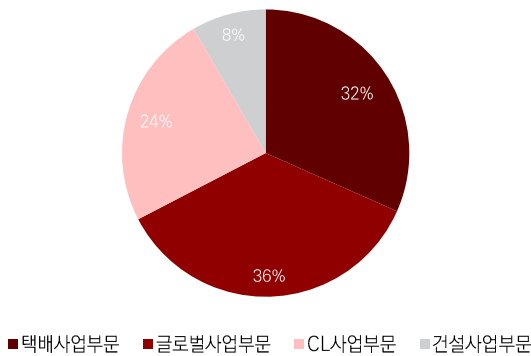
택배사업부는 현재 이커머스 파트너사와 협력을 강화하면서 기존 및 신규 고객사를 꾸준히 확보하고 있다. 동사가 주력하고 있는 **‘풀필먼트 서비스’로 인해 23년에 전년 대비 4배 많은 고객사를 확보**할 수 있었다. 패션·미용 관련 제품의 수요 증가, 고물가로 인한 가성비 소비 트렌드 등은 동사의 소형 택배 물량과 이커머스 물량에 유의미한 영향을 미친다.

글로벌사업부는 작년 포워딩 시장의 역성장과 글로벌 경기둔화로 주춤했으나 동사의 꾸준한 해외법인 확장으로 반등 여력이 충분하다. **미국, 인도, 사우디, 베트남 등** 다양한 국가에 해외법인뿐 아니라 대규모 물류센터도 확보하면서 글로벌 공급망을 확대하고 있다.

90년간 이어졌던 동사의 사업부 구성이 작년 7월에 대규모 개편되었다. 흩어져 있던 사업부문을 ‘한국사업’과 ‘글로벌’사업으로 통합하면서 효율성을 높일 수 있었다. 조직개편의 목적은 오직 **‘수익성 개선’**이었다. 동사는 21년에 적자가 이어지는 태국, 말레이시아 등의 부실 해외사업장을 과감하게 철수하여 영업이익 300억 이상의 개선효과를 보기도 했다.

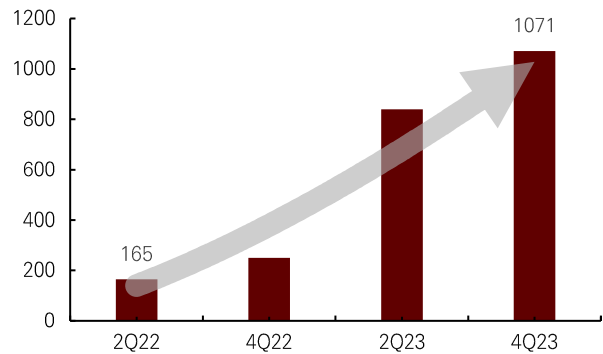
가장 높은 비중을 차지하고 있는 두 사업부의 마진개선 여력과 적극적인 조직 개편 등을 통해 동사가 얼마나 수익성 중심의 경영을 중시하는지 알 수 있다.

그림 5. CJ대한통운 제품별 매출 비중 (%)



자료: CJ대한통운, KUVIC 리서치 5팀

그림 6. CJ대한통운 이커머스 고객사 수 추이



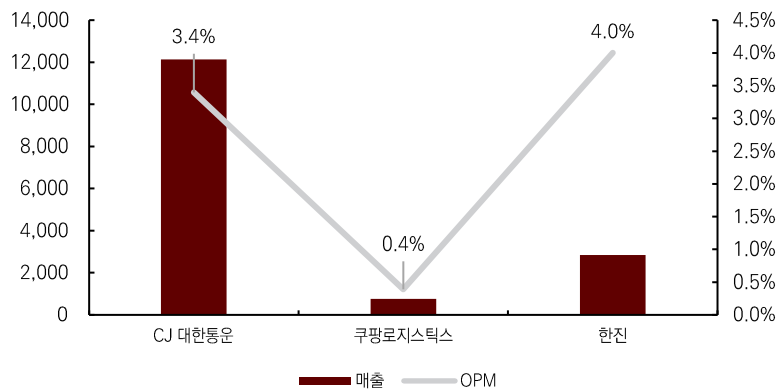
자료: KUVIC 리서치 5팀

경쟁사 분석

국내 피어 분석

동사의 경쟁사로는 **쿠팡과 한진**이 언급된다. **쿠팡은 국내 이커머스 플랫폼 기업**으로, 매출의 97%를 전자상거래를 통해 창출한다. 쿠팡은 대부분 직매입 방식 (Net Retail Sales)을 채택하여 제품의 재고를 직접 보유하고 구매자에게 물건을 직접 판매한다. 직접 물건을 확보하여 판매하기 때문에 매출이 높게 찍히지만, 재고관리의 부담이 판매비와 관리비로 고스란히 나타난다는 특징이 있다. 또한, 높은 판관비로 인해 가격을 유동적으로 조정할 수 없어 가격 경쟁력이 약하다. 국내 이커머스 업계에서의 점유율은 13%로, 네이버(17%)에 이은 2위 기업이다. **한진은 택배, 물류, 글로벌을 모두 커버하는 국내 택배기업**이다. 한진은 동사와 마찬가지로 B2B, B2C 등의 3PL 물류와 개인 택배를 모두 서비스한다. 한진의 택배시장점유율은 13%로, 동사의 42%를 이어 2위를 기록했다.

그림 7. 22년 3사 매출과 OPM 비교



자료: 각 사, KUVIC 리서치5팀

쿠팡은 22년 하반기 자체 물류 배송 외 3PL (3자물류) 사업부를 강화하고자 했다. 물류 전문 자회사 CLS(Couping Logistics Service)를 통해 직매입 방식 외에 플랫폼에 직접 입점해 물건을 판매하는 소상공인 (오픈마켓 방식)도 쿠팡의 물류와 배송 인프라를 활용할 수 있게 되었다. 즉, 로켓배송 서비스를 직매입 상품뿐만 아니라 오픈마켓 상품에도 적용하여 3PL 사업을 확대한 것이다.

쿠팡 vs 동사: 3PL 물동량 전쟁

동사와 쿠팡 사이 관건은 **‘국내 물동량 1위인 동사가 쿠팡의 사업 확대로 물동량을 빼앗길 것인가?’**이다. 쿠팡의 로켓배송 시스템의 적용범위가 확대되며 로켓배송 취급고의 수가 타 이커머스 업체에 비하여 빠르게 증가하고 있다. 택배사의 m/s는 물류창고 적재량과 회전율이 좌우한다는 점을 고려하면, 이러한 추세는 동사의 취급 물동량을 빼앗을 것이라는 우려가 존재한다.

쿠팡과 동사의 상이한 사업구조

그러나 **쿠팡을 동사의 직접적인 peer로 고려하기 어렵다**. 쿠팡은 종합 플랫폼 업체로, 판매부터 재고 보관, 배송 전반에 걸친 사업을 영위하는 반면, 동사는 판매자 또는 개인에게 위탁 받은 물류를 배송하는 사업 구조이다. 특히 쿠팡의 물량은 직매입 방식으로 판매 업체로부터 물건을 매입하여 재고를 확보하고 이를 판매하는 자체배송물동량으로, 쿠팡 물동량이 늘어났다고 동사의 물동량이 무조건 줄어든다고 보기 어렵다.

쿠팡이 급진적으로 3PL 배송 CAPA를 늘리기에는 경제적, 윤리적 문제가 존재

동사에게 영향을 끼치는 물류는 쿠팡의 3PL 물류로, 오픈마켓에 입점하여 판매자가 직접 제품을 판매하는 것이다. 최근 쿠팡이 배송 구조를 개편하며 3PL 시장에서의 침투가 우려되나, **쿠팡의 현재 배송 CAPA는 안정적으로 3PL 물류를 감당할 수 없다**고 판단된다. 일일 170~200만건에 달하는 로켓배송 물량에 쿠팡맨 수는 5,000여명으로, 일일 340~400여건의 물량을 처리해야한다. 동사의 일일 배송 처리건수가 최대 220건인 것에 비하면 매우 높은 수준이다. 20년에는 코로나19로 인해 늘어난 택배 물동량을 감당하지 못하고 쿠팡맨이 과로사한 사건이 발생하여 적극적인 물동량 확보보다는 노동 환경 개선이 급선무가 되었다. 더불어 쿠팡은 22년 2분기까지 누적된 적자를 커버하기 위해 안정적 수익 구조 개선이 필요하다. 따라서, **로켓배송 탑라인 성장 보다는 수수료 기반의 비즈니스 모델을 구축하는 데에 주안점을 둘 것**으로 분석된다. 이러한 움직임은 19년 8월 물류 자회사 쿠팡로지스틱스가 택배 운송사업자 인증을 자진 반납한 것으로 확인할 수 있다.

한진 vs 동사: 직구 물동량 전쟁

한진은 24년 1월 대전 Mega Hub 터미널을 완공하여 택배 처리능력이 288만box로 크게 증가할 전망이다. 또한, 네트워크 개편으로 택배 box당 간선 비용과 조업비를 절감하였다. 즉, 한진의 택배사업부는 Q를 개선하고, C를 절감하여 매출 건인을 계획하고 있다. 또한, 한진은 증가하는 중국 직구 물동량에 대비하여 인천공항 글로벌물류센터 (GDC) 통관장을 확대하고 항공 특송과 해상 특송 처리 능력을 급진적으로 강화하고 있다.

알리익스프레스항 물동량을 처리할 수 있는 능력은 동사의 GDC 밖에 없음

중요한 것은 한진이 고무적 미래를 그릴 동안 동사의 퍼포먼스이다. 한진의 인천 GDC는 기존 미국 직구 물량 중심 (월 40만건) 으로 운영되어 갑작스럽게 유입된 신규 중국 직구 물량 (월 50만건)을 감당할 능력이 부재했다. **한진이 올해 들어 중국 이커머스 업체 테무의 물량을 조금씩 소화하기 시작하는 것에 반해, 동사는 국내 직구 열풍을 몰고 온 알리익스프레스와 독점 물류 배송 계약을 맺었다.** 동사의 인천GDC는 약 500만box 이상을 보관할 수 있는 센터로, **아시아 내 물류기업 GDC 중 최대 규모**이다. 또한 입고된 모든 제품의 체적 정보를 데이터화하고 적합한 크기의 박스로 자동으로 포장하여 물류 처리의 효율성을 높였다. 나아가 센터 내 물류 로봇 시스템을 도입하여 보관 효율성과 출고처리 능력을 4배 가까이 신장할 계획이다. 국내는 물론 아시아 내 이러한 CAPA를 갖춘 물류기업은 동사가 유일하다. 따라서 동사는 알리항 독점 물량 뿐만 아니라 이제 막 국내 시장에 침투를 시작한 **테무의 물동 일부 역시 동사가 처리할 여력이 존재**한다.

해외 피어 분석

동사의 해외 피어로는 **야마토홀딩스, Fedex, DHL**을 꼽을 수 있다. 피어 선정 기준은 동사와 유사한 택배물류 사업을 영위하면서, 특정 국가 내에서 혹은 글로벌리 점유율이 높은 기업을 선정하였다. 국가마다 택배 시장의 규모가 상이하고 기업별 특성이 매우 유사하지는 않다는 점에서 해외 피어들을 경쟁사로 보기 보다는 동사의 비교 정도로 이해하는 것이 좋다고 판단된다.

야마토홀딩스는 야마타운수 및 그 해외법인 등으로 구성된 지주회사로, 일본 최초의 정기 노선 물류사업 및 개인간 택배서비스 기업이다. **2022년 기준 일본 내 택배서비스 시장점유율은 46.6%로 1위 자리를 차지하고 있다.** 사업부문은 크게 3가지이다. 기업고객을 대상으로 물류를 관리/운영하는 Corporate Business, 개인 및 기업 고객을 대상으로 택배 서비스를 제공하는 Retail Business, 그리고 디지털 교통 분야를 담당하는 Funtional Division으로 구성된다. 야마토홀딩스의 **2023년 매출액은 4조 4,288억원, 영업이익은 3,415억원으로 영업이익률 7.7%**를 달성한 바 있다.

FedEx는 미국 및 국제적으로 운송, 전자 상거래 및 비즈니스 서비스를 제공한다. Fedex의 사업부문은 크게 3가지 사업 부문으로 나누어져 있다. FedEx Express는 특급 운송, 소형 패키지 지상 배송 및 화물 운송 서비스를 제공하고, FedEx Ground는 B2B 배송과 거주지에 당일 배송 서비스를 제공한다. 마지막으로 FedEx Freight는 미국, 캐나다, 멕시코 등의 고객 배송 요구 사항에 따라 LTL (작은 화물 운송) 서비스를 제공한다. 2022년 5월 기준으로 Freight 부문에는 **약 30,000대의 차량과 400개의 서비스 센터**가 있다.

2023년 3분기 매출은 29조 5천억원으로 전년 동기 대비 2.84% 감소했다. FedEx는 올 가을 종합 전자상거래 플랫폼 'fdx'를 출시할 계획이라고 밝혔으며 **데이터 중심으로 구매 및 판매부터 배송까지의 모든 부분을 소비자 최적화할 것**이라고 밝혔다. 이는 아마존 견제를 노린 것으로 기대감을 높이고 있다.

DHL은 도이치포스트 DHL 그룹 산하 운수기업으로, 택배부문인 Express, 포워딩, 계약물류, 글로벌 사업을 영위하고 있다. 2023년 3분기 매출 28조원, 영업이익은 2조원가량 달성하여 지속적으로 매출이 성장하는 견조한 기업이다. DHL은 **북미에서 20%, 유럽에서 44%, 아시아 태평양 지역에서 49%의 시장점유율**을 가진다. 특히, 3자물류와 포워딩 부문에서 글로벌리 강세를 보이고 있다. 3자물류는 아마존에 이어 3번째, 포워딩 부문에서는 견고한 1위를 차지하며 코로나 이전 수준으로 해상, 항공 물동량을 회복했음을 증명했다.

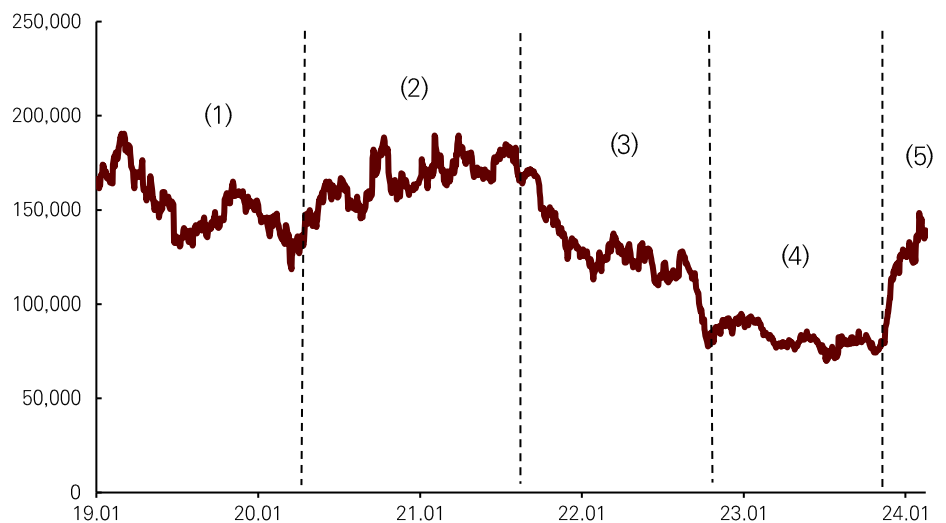
표 1. 해외 피어 summary

	아마도홀딩스	Fedex	DHL
국가	일본	미국	독일
시가총액 (억원)	74,917	821,882	719,185
영업이익률 (%)	7.7%	4.7%	7.1%
PER (배)	14.75	14.2	13.2

자료: Investing, KUVIC 리서치 5팀

주가 추이 분석

그림 8. CJ대한통운 주가 추이



자료: CJ대한통운, Bigfinance, KUVIC 리서치 5팀

(1) 2019년 초 ~ 2020년 초: 택배 ASP 상승세 전환에 성공했으나 택배 물량 증가율은 둔

화하였다. 전년도에 발생한 안전사고로 인해 신규 수주가 부진했고 판가 인상에 따라 일부 물량이 이탈했기 때문이다. 실적이 부진하면서 동사에 대한 기대감이 매우 부족했던 시기이다. 하반기로 갈수록 물량회복을 이루면서 주가가 호전되는 듯하였으나 온라인쇼핑 성장 속도가 느려지면서 동사의 주가에 다시 부정적인 영향을 끼쳤다.

(2) 2020년 초 ~ 2021년 중: 코로나19 확산으로 국내 택배 물동량이 역대 최대치를 찍었던 시기이다. 코로나로 온라인쇼핑의 수요가 증가해 본격적인 이커머스 매출이 발생하기 시작했다. 경기둔화로 인해 다른 사업부문의 매출은 소폭 감소했으나 택배 매출이 이를 모두 상쇄할 만큼 크게 증가하면서 동사의 주가 역시 그에 맞춰 움직였다.

(3) 2021년 중 ~ 2022년 말: 코로나 기저효과와 소멸, 동사의 저수익 물량 디마케팅 등으로 택배 물동량이 아쉬운 수치를 보였다. 글로벌 사업에 어려움을 겪어 몇몇 적자 사업장을 철수하기도 하였다. 동사의 시장점유율이 하락하고 마진개선이 어려워지면서 시장의 두려움이 형성돼 동사의 주가는 큰 폭으로 하락하였다.

(4) 2022년 말 ~ 2023년 말: 알리익스프레스와 물류 계약으로 이커머스 물동량이 크게 성장하였다. 매출 자체는 소폭 감소하였으나 수익성이 사상 최고치를 달성하면서 추가 마진 확대 가능성까지 보여주었다. 그러나 쿠팡의 위협적인 성장으로 동사의 점유율이 쿠팡에게 뺏길 것이라는 우려로 인해 주가는 크게 오르지 못하였다.

(5) 2024년 초 ~ 현재: 전년도 4분기에 알리익스프레스 물량이 역대 최대치를 달성하면서 동사의 직구 물량이 주목받기 시작했다. 또한 1월부터 코리아 디스카운트 해소를 위해 정부가 내세운 기업 밸류업 프로그램에 저PBR인 동사가 수혜를 받을 것이라는 기대가 형성되었다. 수익성 향상에 대한 전망도 밝아 동사의 주가는 상승세를 보이고 있다.

현재 동사는 밸류업 프로그램에 대한 수혜 뿐만 아니라 몇 년간 주가를 눌러왔던 수익성 문제를 빠르게 개선하고 있다. 오랜 시간 저평가되어 왔던 동사의 주가가 이제 조금씩 움직이기 시작했다. 따라서 **현 시점을 매수 타이밍으로 적극 제시한다.**

III. 저PBR

기업 밸류업 프로그램

24년 1월 금융위원회는 기업 밸류업 프로그램을 통해 국내 상장사의 기업가치를 제고하겠다는 계획을 발표했다. 이로 인해 최근 시장에서 PBR이 낮은 기업들의 주가가 크게 상승했다. 그러나 이 프로그램으로 정부가 성장시키고자 하는 기업은 단순히 PBR만 낮은 기업이 아니다.

정부가 강조한 것은 **주주환원과 수익성**이다. 프로그램의 운영목적 자체가 투자자 권리 및 신뢰를 제고하는 것인 만큼 적극적인 주주환원 정책을 펼치는 기업이 해당 프로그램의 수혜를 받을 수 있을 것이다. 또한 정부는 충분한 수익성을 보임에도, 혹은 수익성이 개선될 여지가 충분히 보임에도 계속해서 저평가 받고 있는 기업을 구제하고자 한다. **동사가 저PBR인 이유와 그 해소 방향을 분석하면서 동사의 PBR 상승 가능성을 증명하고자 한다.**

표 2. 밸류업프로그램 발언 및 일정

날짜	일정
2024.01.24	기업 밸류업프로그램 첫 발표
2024.01.30	자사주 제도 개선 방안 발표 1) 인적분할시 자사주에 신주 배정 금지 2) 공시 강화
2024.02.26	기업 밸류업 지원방안 발표 예정 1) 세제 지원 등 인센티브 2) 주주 가치를 높인 기업 등으로 구성된 지수를 만들고, 이를 쫓는 상장지수펀드(ETF)를 출시 예상

자료: KUVIC 리서치 5팀

Why 저PBR?

동사의 PBR은 23년 3분기 기준 0.46이다. 이렇게 주가가 저평가되고 있는 이유를 크게 **1) 글로벌 peer 대비 작은 TAM, 2) 동사의 M/S 하락에 따른 시장의 우려, 3) 택배업계의 수익성 문제, 4) 아쉬운 주주환원정책**으로 정리해볼 수 있다.

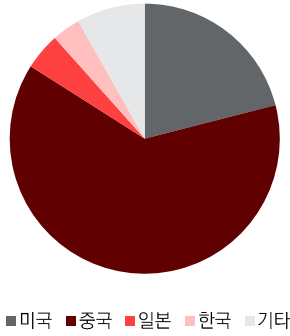
1) 작은 TAM 으로 인한 동사의 아쉬운 글로벌 점유율

글로벌 택배 물량은 2020년 1000억 개에서 2026년에는 2600억 개까지 달할 것으로 전망된다. 그 중 **중국, 일본, 미국 세 국가의 점유율이 84%**이다. 2020년 국내 택배 물동량이 33억 건이었던 것으로 보아 **글로벌에서 국내 점유율은 한 자리 수에 그칠 것으로 보인다.** 국내 시장이 크지 않기 때문에 국내에서 취급할 수 있는 물량은 매우 제한적이다. 특히 **국내 기업들의 물동량이 유독 적은 것은 TAM이 작기 때문이다.** 상위 기업인 Fedex, DHL Express 모두 글로벌 중심으로 물량을 확보한다. 따라서 저평가에서 벗어나기 위해서는 **국내보다는 글로벌 시장에 침투하는 것이 매우 중요하다.** TAM을 확장해야만 동사도 현재보다 높은 멀티플을 받을 수 있을 것으로 보인다.

2) 쿠팡의 무서운 점유율 성장세

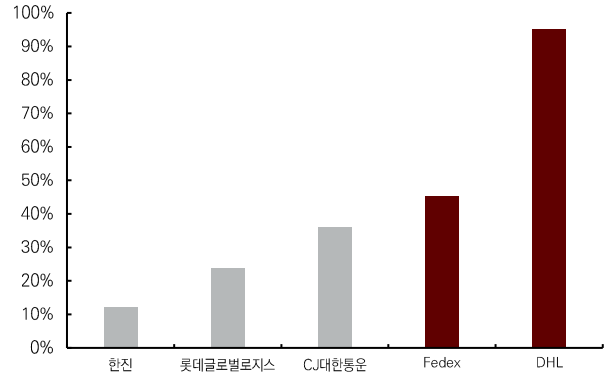
국내 택배업계에서 동사는 압도적인 1위 자리를 지켜왔으나, 작년부터 쿠팡이 신항자라 떠오르며 동사를 위협하고 있다. 22년 1분기에 **6.8%였던 쿠팡의 점유율은 1년 반 만에 28.3%까지** 치고 올라왔다. 쿠팡은 국내 최대 규모의 물류센터와, 로켓그로스, 로켓배송 등의 서비스로 빠르게 성장하고 있다. 쿠팡이 본격적으로 택배시장에 진입한 이후 동사의 주가는 꾸준히 하락세를 보였다. 앞으로 동사의 점유율을 쿠팡에게 더 뺏길 것이라는 시장의 우려가 반영되었기 때문이다.

그림 9. 글로벌 택배 물동량 점유율



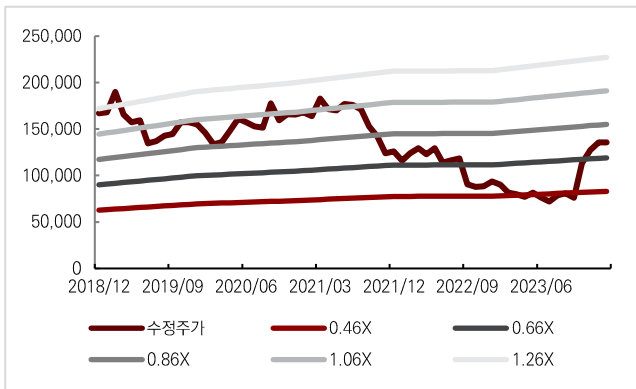
자료: 각 사, KUVIC 리서치 5팀

그림 10. 택배 기업별 해외 비중 비교



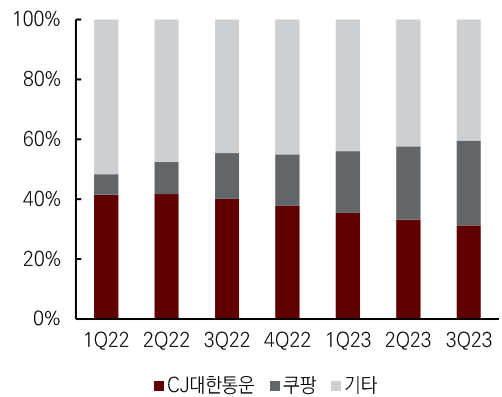
자료: Pitney Bowes, KUVIC 리서치 5팀

그림 11. CJ대한통운 PBR Band



자료: CJ대한통운, Fnguide, KUVIC 리서치 5팀

그림 12. 쿠팡, CJ대한통운 점유율 추이



자료: 각 사, KUVIC 리서치 5팀

3) 낮은 수익성: 낮은 택배단가와 투자로 인한 비용부담

수익성 문제는 동사뿐만 아니라 택배업계 전체의 만성적 문제이다. 택배업계의 수익성 개선이 힘든 이유는 1) 낮은 택배단가, 2) 투자로 인한 비용부담이다. 온라인 쇼핑의 급성장으로 각 사들은 단가를 공격적으로 낮추면서 어떻게든 택배 물량을 따내고자 했다. 업계 내 경쟁이 심해지면서 어쩔 수 없이 저가 수주를 이어가는 상황이 반복된 것이다. 또한 풀 필먼트 시스템, 도착보장, 새벽배송 등 다양한 서비스를 출시하기 위해서는 거점 및 설비 투자가 필연적이었다. 동사를 포함한 택배기업들은 이러한 비용부담이 가중되면서 수익성을 쉽게 개선할 수 없었다.

4) 낮은 배당성향

동사는 1997년을 마지막 배당으로 26년 간 배당을 하지 않았다. 금호아시아나그룹 당시부터 결손금이 쌓이면서 배당가능이익금액을 확보하지 못했다는 것이다. 그리고 작년에 **보통주 1주당 500원의 배당**(100억, 0.5%)을 결정했다. 26년만에 배당치고 아쉬운 금액인 만큼, 다음 연도인 올해 배당에 대한 기대감이 커졌다. 그러나 올해도 보통주 1주당 500원의 배당(99억, 0.4%)을 결정했다고 공시하였다. 밸류업프로그램의 영향으로 수많은 기업들이 파격적인 주주환원 정책을 내고 있는 반면, 동사는 작년과 동일한 낮은 배당을 공시하면서 많은 투자자에게 실망감을 안겼다.

How To Solve

동사의 PBR 상승을 위해서는 앞서 언급한 원인들이 해결되어야 한다.

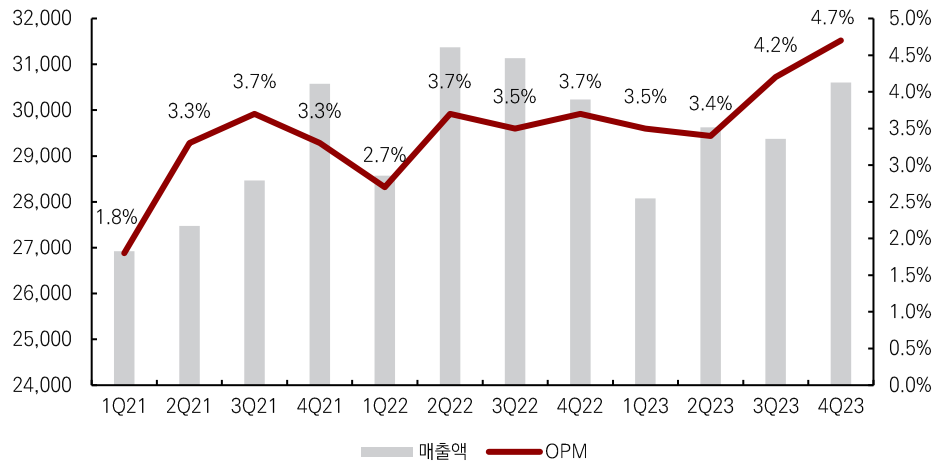
물류 자동화 및 디지털화 시스템 구축을 통한 점유율 회복 기대

쿠팡과의 경쟁에서는 얼마나 물류과정을 효율적으로 처리할 수 있는지가 가장 중요하다. 즉, **물류 자동화·디지털화에 더 많이 투자하는 기업이 승자**가 되는 것이다. 동사는 지난 2년간 물류 자동화 등 기술 투자에만 2조 5000억을 투자해왔다. 작년부터는 GDC 등에 첨단 설비를 투입해 생산 및 보관 효율을 크게 증대시키고 있다. 또한 동사의 든든한 지원군 네이버, 알리익스프레스 물량을 통해 쿠팡 대비 절대적인 경쟁력을 갖는다. 쿠팡의 성장세가 위협적인 것은 맞으나 현재 기조로 보았을 때 **동사의 점유율은 유지 혹은 회복될 것으로 전망된다.**

수익성 개선: 소형 택배와 운영구조 개선을 통한 영업이익 최고치 기록

경쟁사에 비해 동사의 수익성은 빠르게 개선되고 있다. **작년 4분기 전체 영업이익률은 4.7%, 택배사업부문 영업이익률이 8%로 역대 최고치**를 기록했다. 그간 택배 사업에서 수익성이 높은 소형택배 위주로 영업력을 강화하고 인프라 운영구조 개선을 통한 원가 효율화로 수익성을 끌어올린 결과이다. **올해 역시 동사의 모든 사업부문에서 수익성 개선이 예상되고 있다.**

그림 13. CJ대한통운 매출액 및 OPM 추이



자료: CJ대한통운, KUVIC 리서치5팀

자사주 매입으로 인한 주주친화정책의 가능성

동사의 배당정책은 다소 아쉬우나 향후 추가적인 주주환원 가능성은 열려 있다. 강신호 대표는 2020년 최고경영자에 오른 이후 **3년 간 1100주의 자사주를 꾸준히 매입**해왔다. 꾸준한 자사주 매입은 자사주 소각으로도 충분히 이어질 수 있다. 추가적으로 대주주 지분이 클수록 경영권 분쟁 등으로부터 자유롭고 주주환원에 대한 유인이 클 것으로 기대되는데 **동사의 대주주는 CJ제일제당으로 40%** 지분을 갖고 있다. 최근 실적 등과 함께 현재 **발행 주식 수의 12.6%를 자기주식으로 보유하고 있다는 점까지** 고려하면 추가적인 주주환원의 여지도 충분히 존재한다.

표 3. CJ대한통운 자사주 매입 이력

매입 시기	매입주 수	매입주 가격
2021.05	300주	50,500,000 (5050만원)
2021.06	200주	33,450,000 (3345만원)
2021.08	100주	16,600,000 (1660만원)
2021.11	100주	14,350,000 (1435만원)
2022.09 - 2022.11	200주	20,100,000 (2010만원)
2023.05 - 2023.07	200주	14,800,000 (1480만원)
계	1100주	149,690,000 (1억4969만원)

자료: KUVIC 리서치 5팀

IV. 투자포인트

Point 1. 직구 열풍에 따른 물동량 및 소형택배 증가

직구 플랫폼 열풍, 특히 알리익스프레스의 성장으로 동사의 택배 물동량 증가가 매우 기대되는 상황이다. 중국 직구 금액은 이커머스 전체 거래액 대비 3% 수준에 불과하지만 전년 대비 2배 이상 성장하는 등 그 성장세는 매우 가파른 상황이다. **알리익스프레스는 상당한 가격 메리트를 앞세우며 고물가로 인해 피로감을 느낀 국내 소비심리를 제대로 저격할 수 있었다.** 이러한 추세는 24년에도 저가 소비 트렌드와 함께 지속 혹은 더 강해질 전망이다.

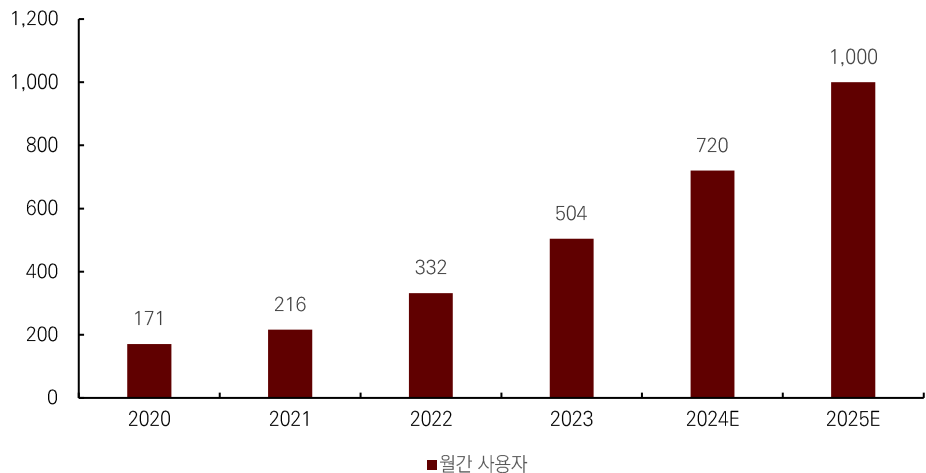
알리익스프레스 월간 사용자는 **2020년 171만명에서 2023년 504만명**으로 매년 빠르게 늘고 있다. **올해는 720만명, 내년에는 1000만명까지 증가할 것으로 기대된다.** 더불어 평균적으로 3~5일 내에 배송을 완료하며 해외직구는 배송기간이 길다는 선입견을 깨고 고효율화를 통해 짧은 배송 리드타임을 달성하였다.

비약적으로 사용자 수가 증가하는 알리익스프레스와 독점 물류계약을 맺은 동사

이렇게 성장세가 좋은 **알리익스프레스와 국내 독점 물류계약을 한 기업이 바로 동사이다.** 알리익스프레스의 성장에 따라 **동사의 알리익스프레스 물동량은 1Q23 346만 박스에서 4Q23 1,200만 박스** 수준으로 크게 증가하였다. 알리익스프레스가 국내 시장 공략을 본격화하고 중국발 직구 수요가 증대되면서 **올해에는 전년 대비 60~80% 수준의 성장이 가능할 것으로 예상되고 있다.**

알리 물량을 경쟁사에 뺏길 위험성은 거의 존재하지 않는다. **알리익스프레스의 엄청난 물량을 감당할 CAPA를 보유한 곳은 국내에 동사밖에 없기 때문이다.** 물동량 처리 능력에 있어서 경쟁사 대비 뛰어난 경쟁력을 보유하고 있는 동사는 알리에게도 그 능력을 인정받아 독점 계약을 이룬 것이다. 심지어 이어지는 직구 수요 증가에 따라 동사는 **인천 국제특송센터(ICC) 처리능력을 기존 월 200만 박스에서 1,000만 박스로 확장할 계획이다.**

그림 14. 알리익스프레스 연도별 MAU 추이 (만명)



자료: 모바일인덱스, KUVIC 리서치5팀

소형 화물 비중을 높여 수익성 개선

대형 화물 위주의 저마진 홈쇼핑 물량을 축소하고 상대적으로 소형 화물 비중이 높은 이커머스 사업 물량을 확보하고 있다는 점은 수익성 개선에 큰 도움을 줄 수 있을 것으로 전망

된다. 실제로 동사의 홈쇼핑 물량 M/S는 감소 추이나 시장 성장성을 고려하여 버티컬 커머스나 네이버 등 플랫폼향 매출에 집중하겠다는 뜻을 밝혔다. 물동량은 지속적인 증가 추세에 있으며 이커머스 부문 손익 또한 1Q23 이후 흑자 전환에 성공한 상황이다. 이커머스 성장에 따른 소형화물 비중 확대로 동사는 고객사 택배 단가를 동결했음에도 영업이익이 상승하는 등 수익성 개선이 이루어지고 있다. **동사의 택배 부문 소형화물 비중은 24년 80% 수준까지 도달할 수 있을 것으로 전망된다.**

네이버 도착보장서비스와
일요배송 확대를 통한 효과적
수익성 개선 기대

특히 네이버와의 도착보장서비스 및 일요배송 확대가 이루어진다면 소형화물 부문에서의 수익개선 효과가 크게 증가할 수 있을 것으로 예상된다. 현재 네이버 도착보장 물량의 90%가량을 동사가 담당하고 있으며 이는 전체 풀필먼트 센터 물량 중 98% 해당하는 수준이다. **23년 1분기에 네이버 도착보장 서비스의 효과로 24.5%라는 높은 커머스 매출 증가율을 보여주었다.** 네이버가 수도권 대상 일요배송 서비스를 준비하고 있는 상황에서 다시 한번 커머스 매출 폭증을 기대해볼 수 있다. 네이버 커머스 매출은 곧 도착보장 물량과 연결되고 이 수혜는 동사도 받을 것이다. **일요배송 물량의 경우 추가적인 배송체계 구축없이 기존 인력을 활용할 계획이라는 점에서 마진 개선에도 도움이 될 것으로 보인다.**

그림 15. CJ대한통운 소형화물 비중 추이

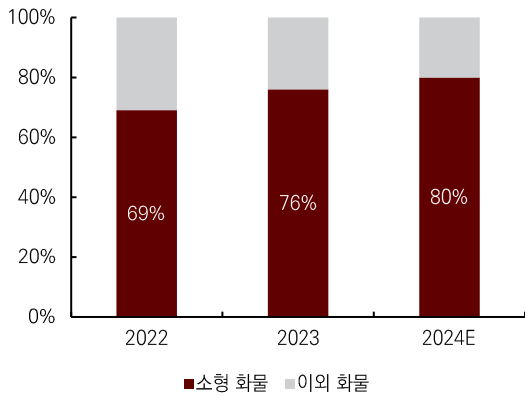
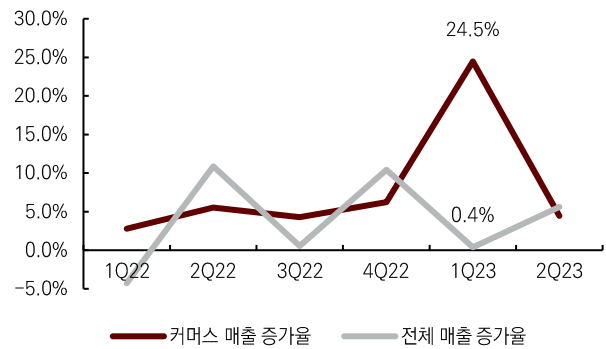


그림 16. 네이버 전체 매출 및 커머스 매출 증가율 추이



자료: CJ대한통운, KUVIC 리서치 5팀

자료: 네이버, KUVIC 리서치 5팀

Point 2. 탄탄한 풀필먼트와 확실한 ‘오네(O-NE)’ 배송

풀필먼트 서비스 확대를 통한
마진 개선 가능성

동사는 택배는 물론, 계약 물류, 프로젝트 물류, 항만역 및 포워딩까지 모두 다루는 회사로 탄탄한 풀필먼트를 가지고 있다. 기업 입장에서 **풀필먼트 서비스를 이용하는 고객사가 늘어날수록 마진을 크게 개선할 수 있다.** 그 이유는 **보관 및 출고 수수료가 발생하고 집하/간선 비용이 절감되기** 때문에 수익성에 기여할 수 있는 것이다. 이러한 풀필먼트 서비스에 있어 유리해지기 위해서는 두 가지 조건이 필요하다. 조건은 **1) 보관부터 라스트 마일까지 규모의 경제를 낼 수 있는 인프라와 2) 다양한 이커머스 업체(셀러)의 물량을 감당할 수 있는 충분한 CAPA**이다.

오네(O-NE) 서비스로 증명된
동사의 융합형 e-풀필먼트
인프라

동사가 택배사업에서 주력하고 있는 서비스는 ‘오네(O-NE)’ 로 ‘발송’이 아닌 ‘도착’을 보장해주는 것이다. 이는 주문이 들어가면, 보관센터, 고객사 창고 근처 Sub 터미널 → Hub 터미널 → 배송 지역 근처 Sub 터미널 순으로 거쳐 소비자에게 전달되는 **기존의 방식과는 달리 중간과정을 삭제한 대한통운의 융합형 e-풀필먼트**로 주문 마감시간을 늦추고 도착시간을 정확히 맞추는 서비스이다. 그 종류도 내일오네, 새벽오네, 오늘오네, 일요일오네, 익일오네 등 다양하다. 해당 서비스로 **배송 리드타임은 최소 1일 단축되었고, 클레임 약**

78% 감소, 고객 매출 77% 증가라는 결과를 보여주고 있다. 동사는 네이버와의 지분 스왑을 통해 물류 동맹을 맺고 있는데, 그 중 네이버 스마트스토어의 배송 풀필먼트 사업에서 협력하고 있다. 연 평균 37%씩 성장하는 네이버 스마트스토어의 배송을 동사가 담당하며 소비자들은 자연스럽게 편리한 ‘오네(O-NE)’ 배송 서비스를 접하고 있으며, 이는 결국 ‘Lock-in’ 효과로 이어질 것으로 여겨진다. ‘오네(O-NE)’ 서비스를 통해 동사는 1)의 조건에 충분히 부합하고 있음을 알 수 있다.

동사의 아시아 최대 규모 메가 허브터미널

대한통운은 총 879개의 물류센터와 국내외 100,00여대의 운송차량을 보유하고 있다. 그 중, 아시아 최대 규모 메가 허브터미널 ‘곤지암 물류센터’는 연면적만 30만m²에 보관창고만 11만m²로 1일 평균 170만개의 물량 처리가 가능하다. 이는 DHL코리아의 인천 게이트웨이로가 시간 당 2만 8400개의 물량을 처리하는 것과 비교했을 때, 굉장한 수치이다.

‘TES 물류기술’ 도입을 통한 물량 처리 능력 강화

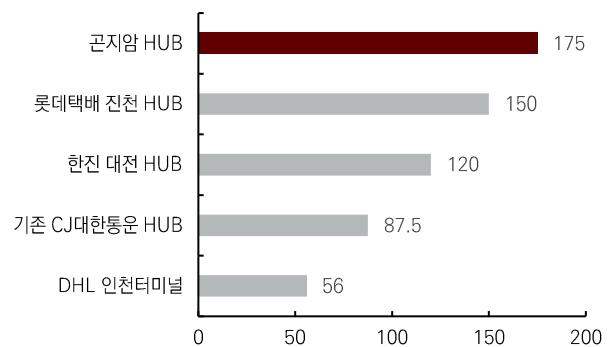
특히 동사는 ‘TES 물류기술’이라고 불리는 최첨단 자동화 시스템을 도입하고 있다. 즉, 서브터미널의 물류 자동화, 물량 예측 시스템을 통한 효율적 시스템관리, CJ대한통운 어플을 통한 네트워크 시뮬레이션 엔진 및 자동차 배차 시스템 공유 등 능률을 최대한으로 끌어올릴 수 있는 환경이 조성되어 있는 것이다. 이로써 오류가 일어날 수 있는 부분은 로봇과 인공지능, 빅데이터를 통해 정확하고 신속하게 관리하는 것이다. 물류 기술을 키우기 위해 동사는 해당 분야에 2조 5000억 원 이상을 투자했으며 ‘TES물류기술연구소’ 규모 역시 2배 이상 키웠다. 자동화 기술로 동사는 경쟁사 대비 운송비용 상승 영향에서 자유롭다고 할 수 있다. 물량 처리 능력 및 시설, 자동화 투자 등을 통해 동사는 2)의 조건도 만족하고 있음을 증명한다.

그림 17. CJ대한통운 TES 센터 구성



자료: CJ대한통운, KUVIC 리서치 5팀

그림 18. 물류센터별 1일 평균 물량 처리량(만 box)



자료: 각 사, KUVIC 리서치 5팀

Point 3. 전 세계로 짙짙 뻗어 나가는 중

동사의 장기적인 미래를 견인하는 것은 단언 글로벌 사업부라고 할 수 있다. 동사는 지속적으로 해외 법인을 강화하여 한국을 넘어 글로벌리 M/S를 확보한 회사로서 자리매김하고자 한다. 현재 미국과 인도를 중심으로 35개국의 법인을 운영하고 해상 포워딩 사업으로 안정적 수익을 창출하고 있다. 나아가 연결 회사의 현금 창출 능력으로 적극적인 M&A를 유치하여 해외 법인의 사업 확장을 도모하고자 한다.

표 4. CJ대한통운 top 10 해외법인 지역 및 자산

해외법인	지역	자산(백만원)
CJ Logistics America, LLC	미국	478,956 (4789억)
CJ Logistics Asia Pte. Ltd.	싱가포르	444,144 (4441억)
CJ Logistics Holdings America Corporation	미국	368,788 (3687억)
CJ Darcl Logistics Limited	인도	232,619 (2326억)
CJ Logistics China Holdings Limited	중국	157,970 (1579억)
CJ Century Logistics SDN. BHD.	말레이시아	132,363 (1323억)
CJ korea express (China) Investment co., Ltd	중국	115,652 (1156억)
CJ ICM FZCO	두바이	113,085 (1130억)
CJ Logistics Hong Kong Holdings Limited	홍콩	108,186 (1081억)
CJ Logistics Middle East FZE	두바이	9,186 (981억)

주1) 자산은 22년도 말 법인의 자산 총액으로 계산.
 자료: KUVIC 리서치 5팀

동사의 글로벌 사업은 동사의 미국 법인, CJ Logistics를 제외하고 논할 수 없다. 미국 법인의 모멘텀은 크게 **1) 거대 물류센터 착공을 통한 북미 물류 경쟁력 향상과 2) 배터리 물류 사업 수주**로 정리할 수 있다.

미국 법인 모멘텀 1) 거대 물류센터 착공과 콜드체인 확보

동사는 6000억원 규모의 투자를 유치하여 26년과 27년에 시카고에 2개와 뉴저지에 1개의 첨단 물류센터를 착공할 예정이다. 이는 로스앤젤레스, 시애틀과 같은 서부 물류 허브뿐 아니라 미국 전역에 거점을 확보하여 **K-상품의 북미 진출의 안정적 교두보**가 되기 위함이다. 새로이 착공되는 물류센터는 대형 공항과 물류 시설이 인접하여 다양한 운송서비스가 가능해질 것이라는 전망이다.

특히 동사의 미국법인은 **콜드체인(냉장) 물류센터에 방점**을 찍고 있다. 올해 1월, 동사는 조지아주 게인스빌에 축공장 38개에 달하는 최첨단 냉장 물류센터를 완공했다. 업계에서는 이를 두고 CJ 푸드빌과의 연계가능성을 언급했다. 최근 CJ 푸드빌은 미국 베이커리 시장 침투율을 높이고자 게인스빌 공장 설립 계획을 발표했는데, 동일 계열사인 **동사가 콜드체인 물류 CAPA를 바탕으로 해당 물류 운송을 담당할 것**이라는 분석이다. 동사의 미국법인은 이와 같은 든든한 물류센터 적재량을 통해 식품, 제약 등 콜드체인 운송과 더불어 전반적인 물류 경쟁력을 끌어올릴 것이다.

미국 법인 모멘텀 2) 배터리 제조사 3000억 수주

최근 미국법인은 **한국 배터리 제조사의 미국 공장 준공 관련 3000억 규모의 수주**까지 받았다. 동사의 탄탄한 물류 경험을 바탕으로 ‘설비 → 소재 → 완제품 → 회수’에 이르는 배터리 시장 벨류체인 전반에 영향력을 끼친다는 포부를 밝혔다.

인도 법인 인도 증시 상장 계획

동사의 인도 법인 역시 캐시카우 역할을 하고 있다. 동사는 17년 인도 수송분야 1위 기업을 인수하여 인도 자회사 CJ Darcl을 설립했다. 23년 9월 CJ Darcl은 **인도 주식시장 내 상장을 위한 예비심사를 청구했으며 내년 상반기 본격적인 IPO 준비에 돌입**한다고 보도되었다. 인도는 넓은 내수시장을 바탕으로 고금리 시대에도 7.2%의 경제성장률을 기록하는 블루오션이라는 평가를 받는다. 특히 최근 인도 정부가 제조업 육성 정책을 제시하여 이를 뒷받침할 물류 산업의 성장이 강조되었다. 이러한 시장 호황기에서 동사는 자회사의 IPO를 통해 충분한 재원을 쉽게 확보할 수 있다. **국내 물류기업의 해외법인이 현지 증시에 상장하는 것은 전례 없는 성과**로, 이를 통해 동사의 국내 1위는 물론, 글로벌리 리딩 기업으로의 도약이 가시화되었다.

미국과 인도 이외에도 베트남, 사우디까지 입지를 넓히고 있다. 동사는 24년 1월, **베트남**

국영 유통기업 사이공콕과 물류 사업 파트너십을 체결하고 호찌민 서부의 신규 물류센터를 공동 운영하기로 하였다. 또한 동사의 베트남 법인 CJ Gemadep은 현지의 물류 현장 상황에 맞춰 디지털 시스템을 최적화, 반자동화, 설비를 도입하여 창고 운영 효율성을 높였다. 올해 하반기에는 동사가 600억원을 투입하여 설계한 사우디 킹칼리드 국제공항 내 글로벌권역 풀필먼트센터(GDC)가 완공될 예정이다. 사우디GDC를 통해 일일 처리 가능 물동량 수가 1만 5천 상자까지 증가하였고, 이는 동사의 사우디 법인 CJ ICM에게 중량물 물류와 내륙 운송 등의 기회로서 조명된다.

V. 투자리스크

중국 이커머스 규제 논란

국내 이커머스 보호를 위한 중국 이커머스 업체 규제 가능성 대두

최근 알리익스프레스와 테무 등 중국 이커머스 플랫폼의 급성장으로 국내 업체들은 위기를 맞고 있다. 지난 2월 14일, 쿠팡·11번가·지마켓·SSG닷컴 등 **국내 이커머스 업체들이 모여 중국 이커머스에 대한 대응책을 논의하는 간담회**를 열었다. 현재 국내 업체들은 중국에 비해 가격경쟁력이 매우 부족한 상황이다. 그 이유는 중국 업체와 똑같은 상품을 판매하더라도 관세와 부과세, KC 인증 등 국내법에 따른 절차를 거쳐야 하기 때문에 추가적인 비용이 붙게 된다. 정부 역시 국내 이커머스 기업이 받는 위협을 잘 인지하고 있어 대책을 세우려고 간담회에 참여하기도 했다. 이 과정에서 규제와 관련된 법안이 생긴다면, 알리, 테무 등의 성장세가 꺾일 것이라는 우려가 생겨났다.

그러나 아직 정부는 대책 마련에 대한 구체적인 계획을 세우지 않았다. **국내 기업을 살리기 위한 대책이 역으로 소비자에게 피해를 줄 수 있기 때문이다.** 따라서 앞으로 정부가 이커머스 관련 법안을 준비하게 되더라도 많은 시간과 비용이 소요될 것으로 전망된다. 여전히 소비자들은 **고물가로 인해 '가성비' 소비를 선호한다는 점과 정부가 쉽게 손댈 수 없는 부분이라는 점**에서 앞으로도 알리, 테무 등의 성장세는 이어질 것으로 전망한다.

택배노조와의 갈등

동사와 택배노조와의 갈등은 벌써 4년째 이어지고 있다. 2020년 택배노조는 동사에 단체 교섭을 요구했으나, 동사는 교섭을 거부하였다. 그 이후 소송과 항소, 노조의 파업 등을 반복하며 동사에 아직 해결되지 않은 문제로 남아있다. 택배노조는 빈번한 파업 선언을 했고, 이로 인해 원활한 물량 운반이 이루어지지 않아 어려움을 겪기도 하였다.

지난 2월 16일, 동사는 이전 **강신호 대표 체제에서 신영수 단독 대표 체제로 전환**하였다. 강신호 대표가 4년 간 동사를 이끌며 수익성 개선을 중심으로 사업을 전개해왔고, 실제로 실적도 꾸준히 안정되었다. 따라서 새로 부임하는 신영수 대표는 실적 개선에 대한 고민보다는 택배노조 리스크를 해결하는데 우선순위를 둘 것으로 보인다.

또한, **1년 가까이 노조 파업이 없었다는 점, 장기간 노조와의 갈등으로 갑작스러운 파업에도 대응책이 충분하다는 점, 최근에는 노조와의 갈등이 주가에 직접적인 영향을 미치고 있지 않다는 점** 등을 토대로 봤을 때 동사에게 미치는 위험도가 적다고 판단한다.

VI. Valuation

매출 추정 논리

표 5. 매출추정

(단위:십억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	10,781	11,343	12,130	11,767	12,736	13,982
% of Growth	3.5%	5.2%	6.9%	-3.0%	7.3%	9.7%
택배사업부문	3,156	3,601	3,649	3,722	4,537	5,396
택배	-	3,409	3,441	3,471	4,141	4,852
이커머스	-	192	208	251	396	545
글로벌사업부문	4,385	4,471	5,061	4,205	4,572	4,827
포워딩매출	890	1,197	1,161	967	961	956
해외법인매출	-	3,274	3,900	3,238	3,611	3,872
미국	-	965	1,332	1,150	1,276	1,319
인도	-	541	681	707	825	901
기타	-	1,768	1,887	1,381	1,511	1,652
CL 사업부문	2,567	2,673	2,742	2,853	2,978	3,109
P&D	1,445	1,573	1,606	1,623	1,681	1,740
W&D	1,122	1,100	1,136	1,230	1,297	1,369
건설사업부문	672	597	677	985	649	649
% of Sales						
택배사업부문	29%	32%	30%	32%	36%	39%
글로벌사업부문	41%	39%	42%	36%	36%	35%
CL 사업부문	24%	24%	23%	24%	23%	22%
건설사업부문	6%	5%	6%	8%	5%	5%

1. 택배사업부문

1.1.택배

1.1.1 P 추정

21년부터 23년까지 동사는 연초에 택배단가를 10%씩 인상해왔다. 그리고 올해는 고물가에 따른 부담을 고려해 인상하지 않았고, 상반기까지는 유지할 것으로 전망한다. 이후 계획은 밝혀지지 않아 3Q24에만 최저임금 인상률만큼 인상할 것이라고 보수적으로 추정하였다. 25년은 예년처럼 인상한다고 가정하였다.

1.1.2 Q 추정

17년부터 19년의 시장상황과, 22년부터 24년의 시장상황이 유사하다고 보아, **24년 Q 증가율은 19년 국내 택배 물동량 증가율을 적용하여 추정하였다.** 17년에는 온라인쇼핑 시장의 성장으로, 22년에는 풀필먼트 서비스의 확대로 물동량이 크게 증가했다. 두 가지가 모두 개인의 택배서비스 수요를 확대시켰다는 점과 이후 물동량 추이가 거의 동일했다는 점에서 유사하다고 판단했다. 그리고 당시와 지금의 동사 점유율이 하락한 것을 반영해 점유율 하락세만큼 할인하였다.

1.2 이커머스

1.2.1 P 추정

이커머스 매출과 물동량으로 ASP를 역추산하였다.

1.2.2 Q 추정

이커머스 물동량은 알리항 물동량과 알리 이외의 물동량으로 구분하여 추정하였다. Q 증가율은 **(알리항 비중:60%)*(알리항 Q 증가율)+(알리 이외 비중:40%)*(알리 이외 Q 증가율)** 와 같은 공식으로 도출하였다.

① 알리항 Q

2회에 걸친 **알리익스프레스 MAU 추이와 동사의 물량과의 상관관계수 검증**을 통해 MAU 추이를 적용하는 것이 타당함을 증명하였다.

표 6. 알리익스프레스 23년 국내 MAU 추이

(단위:만명)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
사용자 수	290	413	550	707

자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, KUVIC 리서치 5팀

표 7. 23년 분기별 알리익스프레스향 택배 물량

(단위:만box)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
물동량	346	531	904	1,200

자료: CJ대한통운 IR자료, KUVIC 리서치 5팀

표 8. 알리익스프레스 22년 국내 MAU 추이

(단위:만명)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
사용자 수	216	220	248	277

자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, KUVIC 리서치 5팀

표 9. 22년 분기별 이커머스 물동량

(단위:만box)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
물동량	781	837	994	1,178

자료: CJ대한통운 IR자료, KUVIC 리서치 5팀

표 1과 표 2의 상관관계수는 **0.995**, 표 3과 표 4의 상관관계수는 **0.975**로 둘 다 유의미한 상관관계를 보였다. 따라서 알리익스프레스의 24년과 25년의 국내 MAU 전망의 증가율을 사용하였다.

표 10. 알리익스프레스 연도별 MAU 추이 및 전망

(단위:만명)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
월간 사용자	171	216	332	504	720	1,000
% of Growth	-	26.3%	53.7%	51.8%	42.9%	38.9%

자료: 모바일인덱스, KUVIC 리서치 5팀

② 알리 이외 Q

직구 플랫폼 이외에도 동사의 주요 고객기업에는 네이버가 있다. 동사와 네이버는 22년 12월부터 '네이버 도착보장' 서비스를 운영하며 최근에는 풀필먼트센터 2곳을 신규 가동하기도 하였다. **네이버 도착보장 서비스의 약 90%를 동사가 담당하고 있는 것으로 추정된다.** 네이버 커머스의 매출 추세(35.7%)가 곧 네이버 도착보장 물동량이고, 이것이 곧 이커머스 Q와 연관된다고 판단하였다.

1.2 글로벌사업부문

1.2.1 포워딩

1.2.1.1 해상 포워딩

동사는 포워딩사업 중 해상 부문에서 강세를 보이고 있다. 그러나 코로나19로 인한 업계 호황이 점차 안정화되고 지속적인 감소세를 보일 것으로 판단된다. TEU단위의 컨테이너 화물을 취급하는 글로벌 운임지수인 SCFI를 사용하여 추정하였다. 추정공식은 다음과 같다.

$$\text{[(전년 해상물동량)* (글로벌 해상물동량 증감률 평균)* (SCFI 2개년 평균)]}$$

1.2.1.2 항공 포워딩

항공 포워딩 시장이 지속적인 감소추세인 것을 반영하여, **시장 CAGR -4%**를 적용하였다.

1.2.2 해외법인

1.2.2.1 미국법인

미국법인 추정공식은 다음과 같다.

$$\text{[① 미국 내 물류량* ② 3PL m/s * ③ 미국법인 CJ logistics m/s* ④ 미국 물류 asp]}$$

① 미국 내 물류량

미국 내 물류량은 물류시장 성장을 따라간다고 가정한다. 미국 물류시장은 2024년 1조 2900만 달러에서 **2029년 1조 5700억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. (CAGR 4%)**

② 3PL m/s

동사의 미국법인은 물류사업 중에서도 3PL 부문에 주력한다. 미국 3PL 시장은 2024년 2380억 달러에서 **2029년 2810억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. (CAGR 3%)** 이를 바탕으로 3PL market 규모에서 Logistics market 규모를 나눠 m/s를 구하였다.

③ 미국법인 CJ logistics m/s

3PL 산업 특성상 보유 창고의 적재량이 곧 동사의 CAPA이자 경쟁력이다. 따라서 **(동사의 보유 창고의 적재량/ 상위 10개 3PL 기업 보유 창고 적재량)**으로 m/s 도출하였다.

④ 미국 물류 ASP

물류산업 특성상 마진이 낮고, 경쟁사와 대체가 쉬워 가격 조정을 하기 어렵다. 따라서 **미국 3PL 1위 기업인 DHL supply chain의 P**를 따라 시장 가격이 형성된다고 가정하였다.

1.2.2.2 인도법인

인도법인 추정 공식은 다음과 같다.

$$\text{[① 인도 도로 화물 운송 시장 규모* ② 인도법인 CJ Darcl m/s]}$$

① 인도 도로 화물 운송 시장 규모

동사의 인도법인은 CL 건을 트럭을 사용하여 국내에 운송하는 사업을 영위하고 있다. 인도 도로 화물 운송 시장은 2024년에 1150억 달러에서 **2029년 1790억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. (CAGR 9%)**

② 인도법인 CJ Darcl m/s

동사의 인도법인 m/s는 21년과 22년의 매출로 역산하여 도출하였다. 철강 등 새로운 물류 수주 전망과 인도법인 IPO를 앞두고 있으나, 지속적인 경기 불황을 고려해 보수적으로 추정하였다.

1.2.2.3 기타법인

동사는 동남아시아, 중동아시아, 북미 지역 등 34개국에 해외법인을 두었다. 해당 부문은 이커머스 시장의 성장에 따른 Q 동반 성장을 기대할 수 있다. 따라서 이커머스 시장 성장을 반영하여 추정하였다.

1.3 CL사업부문

1.3.1 P&D

P&D 매출은 부산항의 컨테이너 입출항 물량과 연동하여 성장한다고 가정하였다. 부산항의 경우 국내 컨테이너 입출항 전체 물량 중 75%를 차지하고 있다. **부산항 컨테이너 입출항 물량과 P&D 매출은 0.907의 상관계수로** 유의미한 상관관계를 갖는다고 판단하였다. 코로나로 인해 운임지수의 비정상적인 폭등이 발생한 20년과 21년은 산정에서 제외하였다.

표 11. 2017-2023 부산항 컨테이너 입출항 및 P&D 매출

(단위:천TEU,십억원)	2017	2018	2019	2022	2023
부산항 컨테이너 입출항	20,493	21,663	21,992	22,078	23,151
P&D 매출	1,513	1,570	1,620	1,606	1,623

자료: 해양수산부, KUVIC 리서치 5팀

1.3.2 W&D

W&D는 제3자 물류(3PL)의 서비스 중 하나로 창고 보관 및 유통 관련 사업이다. W&D 사업부 관련한 가시적인 계획이 존재하지 않고 수주 관련 구체적인 정보를 제시하지 않아 추정의 한계가 존재했다. 따라서 본 **사업부의 매출은 3PL 시장규모 전망에 따라간다고** 가정하였다.

3PL 시장은 2023년 1조 2200억 달러에서 **2028년 1조 5900억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. (CAGR 5.48%)**

1.4 건설사업부문

24년과 25년은 동사에 현재 계획되어있는 유의미한 건설 수주가 없다. 또한 2024년 건설 경기에 대한 전망이 현재 좋지 않다. 23년에 신규 수주가 유난히 많았던 점을 고려해 유사하게 발생했던 **20년부터 22년까지 3개년 평균치인 6490억으로** 가정하였다.

표 12. 5개년 건설사업부문 매출 및 비중

(단위: 십억원,%)	2019	2020	2021	2022	2023
매출	739	672	597	677	985
% of Sales	7.1%	6.2%	5.3%	5.6%	8.4%

자료: 해양수산부, KUVIC 리서치 5팀

비용 추정 논리

표 13. 비용추정

(단위:십억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	10,781	11,343	12,130	11,767	12,736	13,982
% of Growth	3.5%	5.2%	6.9%	-3.0%	8.2%	9.8%
매출원가	9,779	10,272	10,944	10,468	11,311	12,215
매출원가율	90.71%	90.56%	90.22%	88.96%	88.81%	87.36%
매출총이익	1,002	1,071	1,186	1,299	1,425	1,767
판매비와 관리비	676	726	774	818	784	827
영업이익	325	346	412	481	641	941
OPM(%)	3.01%	3.03%	3.40%	4.09%	5.03%	6.73%
법인세비용차감전순이익(손실)	202	239	285	325	509	806
법인세비용	60	81	89	83	118	192
지배주주순이익(손실)	131	145	180	223	391	614
비지배주주순이익(손실)	11	13	16	19	30	48
당기순이익(손실)	142	158	196	242	391	614

자료: KUVIC 리서치 5팀

1. 매출원가

매출원가에 해당하는 계정 과목들은 대부분 매출에 연동하여 추정하였다. 감가상각비는 동사의 내용연수와 감가상각법을 고려하여 별도 추정한 뒤 매출원가와 판매비 비중을 구해 계산하였다. 매출원가는 93.4%, 판매비와 관리비는 6.6%로 구성되어 있고 무형자산상각비는 매출원가 46.9%, 판매비와 관리비 53.1%의 비중으로 구성되어 있다.

2. 판매비와 관리비, 영업외손익

급여, 퇴직급여, 복리후생비는 직원 수 추이를 고려하여 추정하였다. 그 외 계정들은 감가상각비를 제외하고 매출액 대비 비중의 3개년 평균 수준이 유지된다고 가정하였다. 영업외손익은 3개년 평균치로 유지된다고 가정하고, 과세표준 구간별 법인세율을 적용하여 최종 당기순이익을 도출하였다.

Valuation Method

동사의 Valuation에 Historical PER Method와 Historical PBR Method를 모두 적용해본 후 Historical PER Method로 TP를 결정하였다. 동사의 국내 Peer로는 **한진, 롯데글로벌로지스** 등을 볼 수 있다. 그러나 Peer 기업으로 선정하기에는 사업부문별 비중, 점유율 등에서 큰 차이가 있다. 글로벌 Peer로는 **야마토운수, Fedex, DHL** 정도가 있다. 글로벌 택배 기업들은 주로 글로벌 매출 비중이 높기 때문에 이 역시 동사의 매출구조와 차이가 있어 Peer로 적용할 수 없다. 또한, 과거보다 현재 동사의 기업 상황이 훨씬 좋음에도 주가가 더 낮은 것에 대해 **Historical PER의 적용이 합리적이라고 판단**하였다.

19년에는 **‘이커머스 시장 개화’와 동사의 ‘풀필먼트 서비스 준비’가 수익성 개선에 대한 기대감**을 주었다. 이커머스 소형 물량과 풀필먼트 서비스가 가져오는 마진 개선 여력이 충분하기 때문이다. 19년에는 이러한 기대감만 존재했다면 지금은 **‘해외 직구 시장의 성장’**과 더불어 **‘이커머스’와 ‘풀필먼트’가 동사의 주력 사업포인트가 되었다.**

동사는 19년부터 꾸준히 풀필먼트 센터를 신규 가동하고 설비를 강화하면서 CAPA를 늘려왔다. 23년 중반에는 신규 풀필먼트 센터 2곳을 가동하기 시작했고 현재는 쿠팡과의 경

쟁에서 우위를 차지할 수 있을 만큼의 경쟁력을 가지고 있다. 이커머스 매출 역시 알리, 네이버 등 대형 고객사와의 계약으로 엄청난 물량 성장세를 보이고 있다.

19년의 멀티플은 미래 성장에 대한 기대감을 당시로 끌고 온 것이기 때문에 21년 이익 컨센스에 24x Multiple을 준 것이라고 판단하였다. 19년보다 지금의 기대감은 더 클 것으로 보이나, 현재 기대감이 높은 사업부문은 택배와 글로벌 사업부문으로 CL, 건설 사업부문은 높은 멀티플을 받을 만큼의 수익성을 보이고 있지 않다. 또한 19년에 비하여 동사의 M/S가 하락하였기에 이 부분을 고려하여 19년부터 23년까지의 동사의 M/S 하락분인 28.8%만큼의 할인율을 적용하였다. 따라서 택배와 글로벌 사업부문의 비중 및 M/S 감소율에 기반하여 24년 Target PER은 12.2x로 산출한다. 현재 한진(7.4x), Fedex(14.2x), DHL(13.2x)의 PER을 고려해봤을 때, 산출한 멀티플이 합리적이라고 판단했다.

표 14. 피어 기업 PER 비교

(단위:배)	한진	아마존홀딩스	Fedex	DHL
PER	7.4	14.7	14.2	13.2

자료: Investing, KUVIC 리서치 5팀

택배시장에 대한 관심이 전반적으로 올라가고 택배 업계 내부에서 치열한 경쟁이 전개됐던 시기가 바로 19년이다. 전자상거래 시장 급성장, 정부의 택배, 배송 대행업에 대한 법안 마련, 새벽배송 시장 개화 등이 있었다. 이후 22년과 23년의 택배 시장은 **코로나 기저효과가 소멸되면서 물동량이 안정화되고 시장에서 크게 관심을 받지 못했다.**

24년은 19년과 같이 택배시장에 대한 관심이 다시 올라갈 것으로 전망한다. 앞서 언급한 ‘이커머스’와 ‘풀필먼트’ 등의 투자포인트와 함께 정부의 기업 밸류업 프로그램의 수혜까지 기대를 받고 있다. 더불어 동사의 주주환원, 수익성 개선의 여력이 충분하다는 점까지 고려했을 때 24년 Target PBR은 19년 PBR 평균인 1.03x로 산출한다.

결과적으로 **2024E EPS 15,810원에 Target PER 12.2x를 적용한 목표주가 193,200원, 상승 여력 54.8%의 투자 의견 Buy**를 제시한다.

표 15. Valuation – Historical Per Valuation Method (2024E)

2024E 지배주주순이익 (단위: 원)	360,654,148,419
유통주식수	22,812,344
2024E EPS (단위: 원)	15,810
PER	7.8
Target Multiple	12.2
현재주가	124,800
목표주가	193,200
상승여력	54.8%

자료: KUVIC 리서치 5팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.