

예상보다 큰 단가 인상 폭

매수
(유지)목표가: 240,000원 ▲
상승여력: 33.3%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

단가 인상

소형 택배 기준 박스당 250원 인상

- 언론에 따르면 CJ대한통운은 B2C(기업 택배) 택배 단가 인상을 단행
- 시점은 4월부터이며, 가격은 소형 택배 기준 1,600원에서 1,850원으로 조정
- 소형 택배 물량은 80% 이상의 비중을 차지하고 있으며, 대형 물량 역시 인상 예상
- 인상은 예견되어 왔으나 인상폭은 당사의 예상 (100원 내외)를 뛰어 넘은 것으로 평가

실적 전망

1Q21 부진 이후 2Q21부터 실적 개선 본격화 예상

- 1Q20 Preview: 영업이익은 528억원으로 부진 전망
 - 간선비 증가, 분류인력 배치에 따른 비용 증가에도 단가 인상이 늦춰진 것이 주 원인
- 하지만, 단가 인상이 본격화 되는 2Q20부터 실적 개선 본격화 전망
- 2021년 및 2022년 택배 단가 전망을 기존 대비 각각 5% 상향
- 이에 따라 21년 22년 영업이익 전망치 역시 0.7%, 10.7% 상향 조정

목표주가 상향

목표주가 240,000원으로 상향 및 매수 의견 유지

- 목표주가 220,000원에서 240,000원으로 상향 조정하며 매수 의견 유지
- 목표주가는 12개월 FWD PER 19.4배 수준으로 실적 개선 속도를 감안시 달성 가능
- 단가 적용 속도에 따라 실적 추가 상향 여지 역시 존재

Key data



현재주가(21/3/24, 원)	180,000	시가총액(십억원)	4,106
영업이익(21F, 십억원)	377	발행주식수(백만주)	23
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	399	유동주식비율(%)	47.3
EPS 성장률(21F, %)	107.1	외국인 보유비중(%)	21.7
P/E(21F, x)	16.1	베타(12M) 일간수익률	0.62
MKT P/E(21F, x)	13.6	52주 최저가(원)	127,000
KOSPI	2,996.35	52주 최고가(원)	189,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.8	5.9	36.4
상대주가	8.7	-19.7	-26.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	9,220	10,415	10,781	11,515	11,920	12,900
영업이익 (십억원)	243	307	325	377	436	458
영업이익률 (%)	2.6	2.9	3.0	3.3	3.7	3.6
순이익 (십억원)	53	40	123	255	205	229
EPS (원)	2,309	1,741	5,393	11,169	8,990	10,026
ROE (%)	2.1	1.4	3.9	7.3	5.5	5.8
P/E (배)	72.3	89.0	30.7	16.1	20.0	18.0
P/B (배)	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	11,322	11,706	11,515	11,920	1.7	1.8	택배 단가 인상 일부 반영
영업이익	374	394	377	436	0.7	10.7	택배 사회적 비용/간선비
세전이익	374	254	393	317	5.2	24.5	택배 수익성 개선
순이익	242	165	255	205	5.2	24.5	
EPS (KRW)	10,612	7,222	11,169	8,990	5.2	24.5	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F	2023F
매출액	2,515	2,650	2,775	2,841	2,669	2,913	2,994	2,939	10,781	11,515	11,920	12,900
CL	640	616	661	650	641	618	674	664	2,567	2,597	2,666	2,737
택배	728	780	788	860	867	1,017	993	1,073	2,502	3,950	4,522	5,189
Global	996	1,062	1,175	1,153	1,016	1,096	1,172	1,019	3,905	4,303	4,047	4,268
건설	152	192	150	178	145	182	155	184	673	665	685	706
영업이익	58	84	93	91	52.8	96	110	118	325	377	436	458
CL	27	25	32	31	13	25	33	36	115	107	132	136
택배	35	48	30	34	15	53	56	71	147	195	233	253
Global	-7	9	22	20	20	19	18	10	44	67	64	63
건설	3	2	9	5	5	1	3	0	19	9	7	5
판관비	163	184	155	173	164	180	181	181	676	707	730	791
세전이익	17	50	68	67	21	64	222	86	202	393	317	353
순이익(지배)	16	33	42	32	13	42	144	56	123	255	205	229
영업이익률 (%)	2.3	3.2	3.3	3.2	2.0	3.3	3.7	4.0	3.0	3.3	3.7	3.5
세전순이익률 (%)	0.7	1.9	2.4	2.4	0.8	2.2	7.4	2.9	1.9	3.4	2.7	2.7
순이익률 (지배, %)	0.5	1.4	1.7	1.7	0.5	1.6	5.2	2.1	1.1	2.2	1.7	1.8
택배 물동량 성장률(%)	7.1	4.7	9.5	9.8	27.3	31.8	27.7	26.2	28.2	12.4	11.0	13.2
택배단가(원)	1,978	1,922	1,958	1,983	2,000	2,150	2,200	2,200	1,960	2,138	2,200	2,222

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

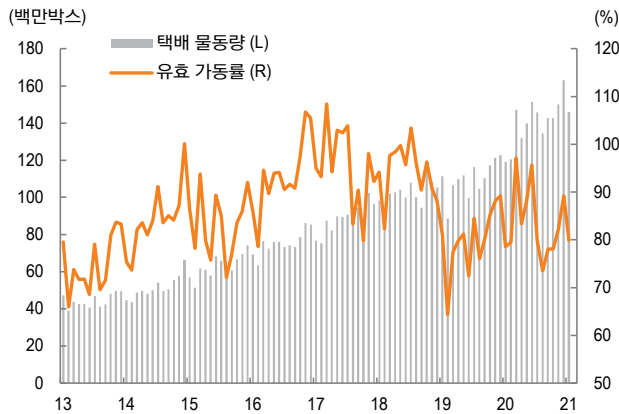
표 3. Valuation: RIM

(십억원)

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	10,781	11,515	11,920	12,900	13,959	15,076	16,131
(증감률)	3.5%	6.8%	3.5%	8.2%	8.2%	8.0%	7.0%
당기순이익 (비지배 제외)	123	255	205	229	283	321	359
(% of sales)	1.1%	2.2%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%
자본총계 (비지배 제외)	3,338	3,601	3,806	4,034	4,318	4,638	4,983
(증감률)	11.6%	7.9%	5.7%	6.0%	7.0%	7.4%	7.4%
Forecasted ROE	3.9%	7.3%	5.5%	5.8%	6.8%	7.2%	7.5%
Cost of Equity	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
ROE spread	-1.6%	1.9%	0.1%	0.4%	1.3%	1.7%	2.0%
Residual Income	-52	69	4	16	58	80	101
Terminal Value	2,639						
NPV of FCFF	555	Beta		0.7			
PV of Terminal Value	1,554	Risk Premium		6.0%			
Current Book Value	3,338	Risk Free Rate		1.5%			
Equity Value	1.01	COE		5.4%			
Shares Outstanding	5,514	Target PBR (12M FWD)		1.4			
추정주당가치 (원)	22,812	Target PER (12M FWD)		19.4			
현재주가 (원)	240,000	Target PEG (12M FWD)		0.8			

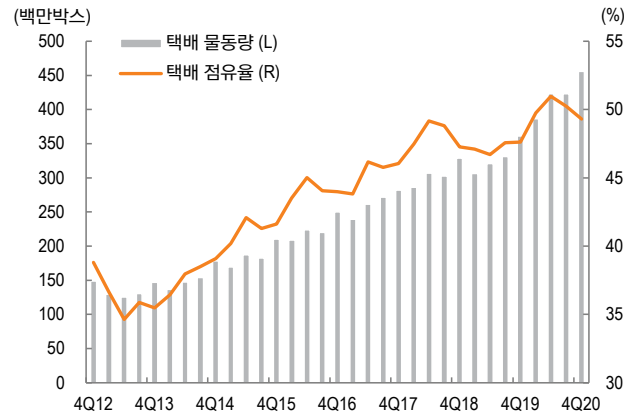
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 택배 및 가동률 추이



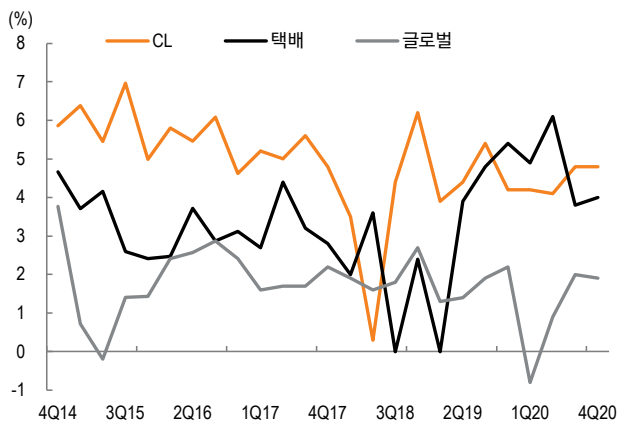
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 택배 시장 점유율 추이



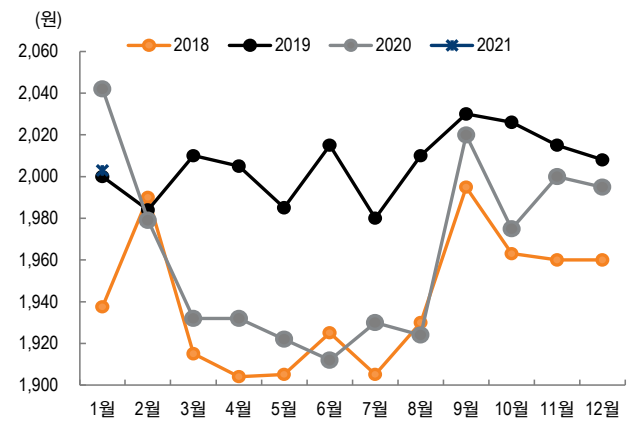
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 부문별 영업이익률 추이



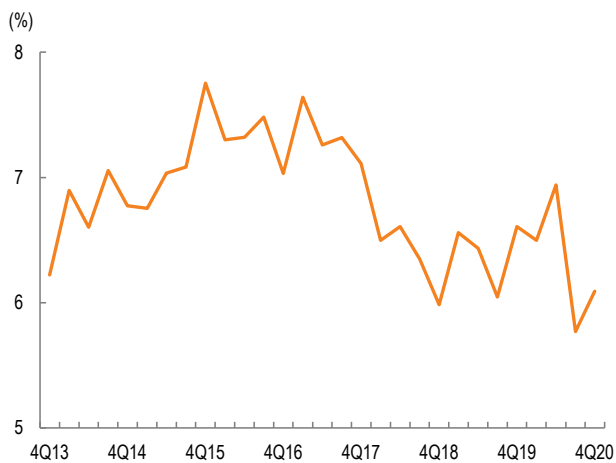
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 월별 택배 단가 추이



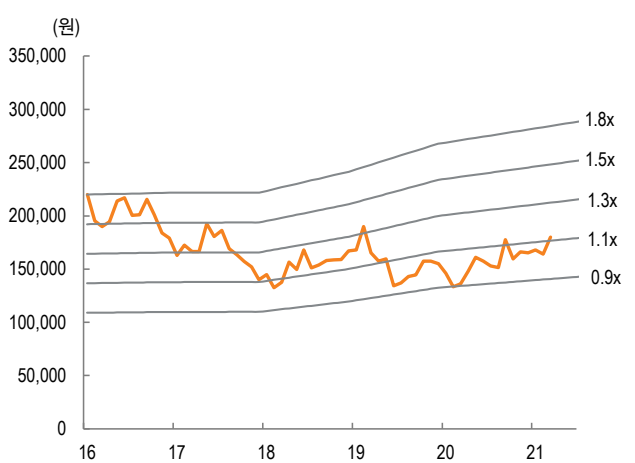
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 판관비율 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. PBR 밴드 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 해외 M&A사 매출액 및 매출총이익

구분	국가	편입일	지분율	매출액(억원)		매출총이익(억원)	
				4Q19	4Q20	4Q19	4Q20
Rokin	중국	15.09	71.4%	2,112	2,004	227	297
Speedex	중국	16.11	50.0%	1033	1,163	40	29
Century	말련	16.10	30.9%	300	299	47	50
Darcl	인도	17.08	50.0%	1,014	1,302	97	97
ICM	UAE	17.07	51.0%	485	586	77	59
Gemadep	베트남	18.02	50.9%	362	353	45	38
CJLA	미국	18.08	90.0%	2,100	2,204	155	150
합계			-	7,406	7,911	688	720

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 물류 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
대한민국 CJ대한통운	4,106	11,587	12,300	394	453	157	196	5.0	5.7	24.8	20.1	1.2	1.1	9.8	9.1
현대글로벌비스	7,031	18,554	19,617	873	933	636	690	11.9	11.7	10.9	10.1	1.3	1.2	6.2	5.9
한진	647	2,361	2,535	126	145	180	45	16.2	3.7	3.6	14.4	0.5	0.5	9.3	8.3
일본 아마토홀딩스	12,123	17,467	17,838	866	953	471	521	8.1	8.8	24.6	21.8	1.9	1.8	7.7	7.1
일본통운	8,269	21,328	22,181	743	814	555	558	9.2	9.0	14.5	14.4	1.3	1.2	7.8	7.2
미쓰비시물류	3,058	2,241	2,393	104	127	396	133	12.9	4.2	7.5	22.1	0.9	0.9	14.3	12.8
긴테쓰 익스프레스	2,002	5,908	6,059	303	290	176	168	13.8	12.2	11.3	11.8	1.4	1.3	5.2	5.4
산큐	3,377	5,602	5,824	359	379	243	252	10.7	10.2	12.7	12.1	1.3	1.2	6.7	6.4
가미구미	2,901	2,849	3,006	250	262	187	196	5.3	5.4	14.2	13.4	0.7	0.7	6.4	6.2
세이노 홀딩스	3,337	6,189	6,514	250	304	168	207	3.8	4.7	18.2	14.3	0.7	0.7	5.9	5.1
히타치 물류	4,237	6,631	6,953	363	378	234	205	10.5	11.3	15.5	16.8	2.1	1.9	8.6	8.8
후쿠아마통운	2,641	2,987	3,100	208	226	146	158	5.4	5.7	15.9	14.6	0.8	0.8	8.5	7.9
중국 사면 상위	2,313	56,070	63,809	368	437	224	291	8.9	9.8	10.8	9.0	1.0	0.9	11.8	10.3
홍콩 시노트란스	4,780	14,838	15,392	377	409	433	478	8.6	8.9	6.7	6.3	0.6	0.5	8.6	8.1
케리 로지스틱스 네트워크	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
싱가폴 싱가포르 포스트	1,300	1,156	1,212	79	96	55	73	4.7	6.1	25.4	18.5	1.1	1.1	11.9	10.2
베트남 게마덱트	492	137	148	29	37	23	29	7.6	10.2	21.3	17.1	1.6	1.6	10.9	9.5
말레이시아 POS 말레이시아	193	710	736	(8)	(7)	16	(0)	(0.4)	(0.9)	11.9	-	0.6	0.6	5.5	430.0
TASCO Bhd	197	229	239	18	19	10	12	8.2	9.9	19.9	16.0	1.6	1.4	8.8	8.0
인도 컨테이너 코퍼레이션 오브 인	5,325	970	1,190	166	207	116	169	7.3	9.4	42.5	32.3	2.6	2.4	26.6	19.2
아시아 평균	3,596	9,359	10,055	309	340	233	231	8.3	7.7	16.4	15.8	1.2	1.2	9.5	30.8
미국 UPS	157,434	98,885	102,512	10,827	11,661	8,882	9,619	216.8	100.3	18.0	16.7	24.5	12.9	12.7	11.9
페덱스	80,834	92,658	97,199	6,746	7,832	5,348	5,859	22.5	20.3	15.1	13.6	3.2	2.7	8.7	7.9
독일 도이체 포스트	74,140	94,548	97,506	7,590	8,034	4,806	5,095	23.0	21.8	15.4	14.5	3.4	3.1	7.3	7.0
호주 큐브 로지스틱스 홀딩스	4,851	1,693	1,817	158	178	119	137	4.0	4.5	41.7	36.1	1.7	1.6	23.3	21.4
세계 평균	16,765	20,243	21,308	1,356	1,486	1,025	1,091	18.4	12.7	17.5	16.6	2.4	1.8	10.1	27.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,781	11,515	11,920	12,900
매출원가	9,780	10,432	10,754	11,651
매출총이익	1,001	1,083	1,166	1,249
판매비와관리비	676	707	730	791
조정영업이익	325	377	436	458
영업이익	325	377	436	458
비영업손익	-123	16	-119	-105
금융손익	-108	-43	-34	-27
관계기업등 투자손익	7	137	-68	-80
세전계속사업손익	202	393	317	353
계속사업법인세비용	60	116	94	104
계속사업이익	143	277	223	249
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	143	277	223	249
지배주주	123	255	205	229
비지배주주	20	22	18	20
총포괄이익	93	277	223	249
지배주주	88	175	141	157
비지배주주	5	102	82	92
EBITDA	807	910	907	886
FCF	260	480	453	170
EBITDA 마진율 (%)	7.5	7.9	7.6	6.9
영업이익률 (%)	3.0	3.3	3.7	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.1	2.2	1.7	1.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,539	2,613	2,768	2,957
현금 및 현금성자산	388	387	382	385
매출채권 및 기타채권	1,533	1,585	1,700	1,832
재고자산	25	26	28	30
기타유동자산	593	615	658	710
비유동자산	7,105	6,819	6,605	6,684
관계기업투자등	78	81	87	93
유형자산	3,496	3,489	3,390	3,547
무형자산	1,637	1,461	1,339	1,254
자산총계	9,643	9,431	9,373	9,641
유동부채	2,808	2,601	2,605	2,693
매입채무 및 기타채무	1,339	1,385	1,485	1,601
단기금융부채	1,066	799	673	666
기타유동부채	403	417	447	426
비유동부채	2,796	2,505	2,220	2,152
장기금융부채	2,206	1,906	1,606	1,490
기타비유동부채	590	599	614	662
부채총계	5,604	5,107	4,825	4,845
지배주주지분	3,338	3,600	3,805	4,034
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,328	2,328	2,328	2,328
이익잉여금	718	973	1,178	1,407
비지배주주지분	702	724	742	762
자본총계	4,040	4,324	4,547	4,796

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	572	830	703	670
당기순이익	143	277	223	249
비현금수익비용가감	677	680	585	558
유형자산감가상각비	427	358	349	343
무형자산상각비	55	176	122	85
기타	195	146	114	130
영업활동으로인한자산및부채의변동	-103	-1	-6	-32
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-88	-49	-106	-123
재고자산 감소(증가)	2	-1	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	31	67	78
법인세납부	-48	-116	-94	-104
투자활동으로 인한 현금흐름	-316	-249	-260	-512
유형자산처분(취득)	-193	-350	-250	-500
무형자산감소(증가)	-24	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	101	-10	-12
기타투자활동	-64	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-94	-599	-454	-148
장단기금융부채의 증가(감소)	134	-566	-426	-123
자본의 증가(감소)	100	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-326	-33	-28	-25
현금의 증가	167	0	-5	3
기초현금	221	388	387	382
기말현금	388	387	382	385

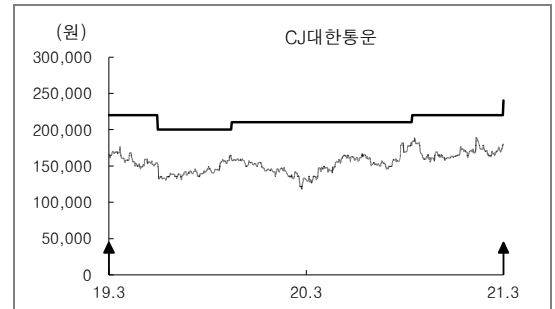
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	30.7	16.1	20.0	18.0
P/CF (x)	4.6	4.3	5.1	5.1
P/B (x)	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	9.0	7.7	7.3	7.3
EPS (원)	5,393	11,169	8,990	10,026
CFPS (원)	35,919	41,937	35,427	35,378
BPS (원)	158,656	170,157	179,147	189,173
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.5	6.8	3.5	8.2
EBITDA증가율 (%)	9.2	12.8	-0.3	-2.3
조정영업이익증가율 (%)	5.9	16.0	15.6	5.0
EPS증가율 (%)	209.8	107.1	-19.5	11.5
매출채권 회전율 (회)	7.7	8.0	7.8	7.9
재고자산 회전율 (회)	447.5	447.0	439.2	442.0
매입채무 회전율 (회)	11.1	11.4	11.2	11.3
ROA (%)	1.5	2.9	2.4	2.6
ROE (%)	3.9	7.3	5.5	5.8
ROIC (%)	3.4	4.0	4.7	5.0
부채비율 (%)	138.7	118.1	106.1	101.0
유동비율 (%)	90.4	100.4	106.2	109.8
순차입금/자기자본 (%)	68.3	50.6	38.7	33.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	5.5	7.3	8.6

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ대한통운 (000120)				
2021.03.25	매수	240,000	-	-
2020.10.07	매수	220,000	-23.34	-13.86
2019.11.08	매수	210,000	-28.18	-13.33
2019.06.24	매수	200,000	-28.81	-17.50
2019.02.10	매수	220,000	-24.40	-13.41



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.