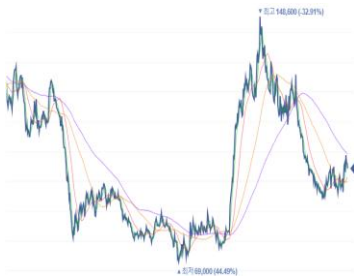


BUY

목표주가	196,900
현재주가	99,700
상승여력	97.49%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	2조 2,744억
발행주식수(주)	209,416,191
52주 최고(원)	148,600
52주 최저(원)	72,600
주요주주지분율(%)	40.19
23년 배당수익률(%)	0.39

Team 3

김경곤	김다경
김진형	유형탁
장성열	정서운
정유림	황희준

CJ대한통운 (000120 KOSPI)

- 택배사업, CL사업에서 국내 시장점유율 1위를 차지하고 있는 종합물류기업
- 우수한 시장지배력 및 기술개발을 통한 OPM 개선
- 물류 난이도 증가에 따른 1PL → 3PL & 4PL 전환 가속화
- 택배 Volume(물동량)의 꾸준한 성장
- 2024.09.19 종가 99,700원, 97.49% upside, 목표주가 196,900원 제시

Signal 1: 우수한 시장지배력 및 기술개발을 통한 OPM 개선

동사는 우수한 물류 네트워크와 시장지위 및 꾸준한 기술개발을 바탕으로 수익성을 점진적으로 개선하고 있다. 영업이익률은 20년 3.0%에서 23년 4.1%, 23년 1Q 3.5%에서 24년 1Q 3.7%로 개선되고 있다. 동사의 택배 부문 OPM은 2020년 4.7%에서 2023년에는 6.6%로 1.9% 상승하였다. 현재 동사의 택배 물량의 95% 이상이 자동화 분류 시스템을 통해 처리되며 익일 배송률 역시 2020년 80% 이하에서 2023년 90% 이상으로 증가했다. CL 부문 OPM 역시 2020년 4.5%에서 2023년 5.1%로 0.6% 증가하였다. 현재 화물의 분류, 피킹을 로봇이 수행하며 피킹/고단렉 셔틀 AGV, AMR 등이 도입되어 물류 작업이 더욱 빠르고 낮은 비용으로 처리되고 있다.

Signal 2: 물류 난이도 증가에 따른 1PL → 3PL & 4PL 전환 가속화

기존에는 자체적으로 물량을 소화했으나 사업이 성장하면서 처리해야 하는 물량이 증가하였고, 셀러들은 일반 택배배송에 더해 다양한 배송옵션에 대응해야 했다. 이에 상품기획, 마케팅 등 비즈니스의 질적 성장에 집중하기 위해 물류업무를 아웃소싱하며 3PL 및 풀필먼트(4PL) 신규 수주 계약이 꾸준히 증가하고 있다. 이는 현재 M/S 1위이자 기술력이 높은 동사에 집중되어 동사의 꾸준한 수혜가 전망된다.

Signal 3: 택배 Volume(물동량)의 꾸준한 성장

2023년 국내 연간 택배 물동량은 51억 5천만건으로 22년(42억 1천만개) 대비 22.45% 성장하며 또 다시 사상 최대치를 경신했다. 물동량 증가율은 전년 대비 '21년 7.59%, '22년 16.05%, '23년 22.45%로 증가세가 빨라지는 모습을 볼 수 있다. 또한, 反쿠팡 동맹을 결성하면서 올해 7월부터 유입되는 G마켓 월간 택배 물량은 월 140만~220만 Box이며, 2025년 시작되는 SSG닷컴 물량은 월 약 300만 Box에 달할 것으로 보인다

CONTENTS

기업개요		3
산업분석		6
기업분석		13
투자포인트		25
리스크		31
밸류에이션		36

I. 기업개요

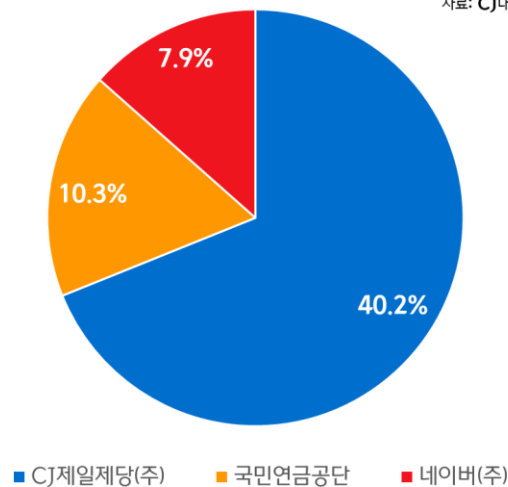
1) 기업 설명

CJ 대한통운은 1930년 11월 15일에 설립되어 현재 CL 사업부문, 택배사업부문, 글로벌사업부문, 건설사업부문을 영위하고 있다. 당사는 금호 아시아나 그룹으로부터 2008년 CJ에 인수되어 CJ대한통운이 설립되었고, CJ의 계열회사 중 하나로 주요주주 CJ 제일제당이 지분을 40.16% 보유하고 있다. 당사는 운송 분야에서 높은 인지도를 가지고 있으며, **택배사업, CL사업에서 국내 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 연결대상 종속회사로 107 개사를 보유하고 있다.**

국내 유일의 직영 조직과 4만 개의 택배 취급점, 약 2만 명의 배송기사를 확보하고 최근 물류센터 자동화 및 무인화를 적용하고 있다. 또한 **당사는 TES 물류기술 연구소를 중심으로 물류산업의 디지털 전환을 선도하고 스마트 물류 역량을 제고하고 있으며, AI/Big Data를 활용한 물류 운영 체계 혁신과 로봇을 활용한 물류센터 자동화 및 무인화 등을 통하여 물류사업의 미래성장을 주도하고 있다.**

CJ대한통운의 주요 주주

자료: CJ대한통운, 바이시그널 3조

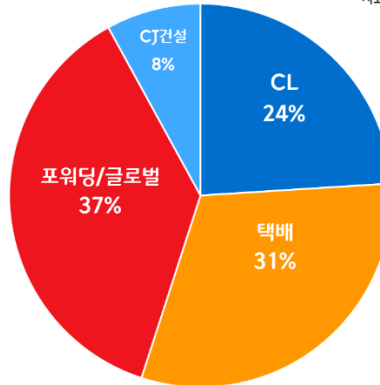


주요 주주를 살펴보면 당사는 CJ의 계열회사 중 하나로, CJ제일제당이 당사 지분의 40.2%를 보유하고 있다. 그리고 네이버가 당사 지분율의 7.85%를 보유하고 있는데, '20년 협력 강화를 위한 지분 교환의 결과이다. '20년 10월, 네이버는 자사주 209만4240주를 가지고 CJ 그룹과 6000억원 규모의 지분 교환을 단행했다. CJ대한통운 3000억원, CJ ENM 1500억원, 스튜디오드래곤 1500억원 등 자사주를 통해 CJ계열사 전반과의 협력을 가져온 것이다. 이러한 대한통운과의 협력 관계를 기반으로 네이버는 23년 11월 '도착보장'을 내놓았다.

2) 주요 사업 부문

CJ대한통운의 2Q24 매출 비중

자료: CJ대한통운, 바이시그널 3조



2)-1 택배 사업부

동사는 직영 조직과 4만개의 택배취급점, 약 2만명의 배송기사와 국내 최대 규모의 Hub/Sub터미널 및 자동화설비를 활용하여 업계 최고 수준인 일 최고 약 9백만 Box의 물량을 처리하며 다양한 배송 서비스를 제공하고 있다. 또한, 동사는 택배 시장의 성장과 시장 물량 변화에 적시에 대응할 수 있는 운영 역량을 확보하고 있다. 이는 아시아 최대 역량이며, 국토교통부 주관 스마트물류센터 1등급 인증을 획득한 곤지암 메가 허브터미널을 비롯한 6개의 Hub터미널을 운영하고 있다. 국내 택배사업자 최초의 LMD(Last Mile Delivery) 통합 배송 브랜드 '**오네(O-NE)**'를 중심으로 **익일배송, 도착보장배송, 일요배송, 당일배송, 새벽배송** 등의 다양한 배송 서비스를 소비자에게 제공하고 있다.

2)-2 CL 사업부

동사의 CL (계약물류)사업은 W&D 사업과 P&D 사업으로 이루어져 있다. W&D 사업은 CPG, 리테일, F&B, D2C, 제약, Auto 등 여러 산업군의 고객을 대상으로 국내 최대의 인프라 입지에서 AGV, 3D 소터, QPS, 스마트패키징 등의 TES 기반 스마트 물류 설비를 활용하여 입고에서 보관, 출고까지 고객 Needs에 맞춘 물류 서비스를 안정적으로 제공한다. 더불어 상온, 저온, 제약 B2B배송 네트워크를 기반으로 전국망을 구축하여 고객이 원하는 배송서비스를 제공한다.

P&D 사업은 국내 최대 항만 인프라 기반으로 물량 선점과 항만 현대화를 통한 차별화 전략으로 115개의 선석을 가지고 있어, 국내 M/S 1위 지위를 보유 중에 있다. 항만과 창고를 연계하여 국내 운송 물량 확대를 추진하고 수송자원 최적화 및 우수한 전문 인력 운영을 바탕으로 고품질 운송 서비스를 제공한다

2)-3 글로벌 사업부

동사는 해외사업, 포워딩 사업(해상 및 항공 포워딩, 국제특송)으로 구성된 글로벌 사업부문을 보유하고 있다. 미국, 인도, 베트남, 말레이시아 등 전세계에 걸쳐 35개국 108개 법인 운영을 통하여 CL(계약물류), 포워딩 등 종합 물류 서비스를 영위하고 있으며, 전략 화주 및 성장 산업군을 대상으로 사업 영역의 질적 성장을 꾀하고 있다.

2)-4 건설 사업부

동사의 건설 사업부문은 물류, 리모델링, 연구시설 등 특화산업에 집중하고 있으며, 환경 및 공공사업 부문에서 멤브레인 설비 및 분리막의 자체 특허 공법을 이용한 하수, 폐수 처리시설의 설계 시공 사업을 지속적으로 강화할 계획에 있다. 리조트 사업으로는 세계적인 수준의 코스 품질 및 고품격 서비스를 갖춘 클럽나인브릿지와 해슬리나인브릿지 골프장을 운영하고 있다.

3) 선정 이유

3)-1 CL부문 수익성 개선

CL 사업부는 2분기에 YoY +13.3%의 괄목할 만한 이익 성장을 기록했다. CL 사업부의 이익 성장치는 YoY +23% 수준으로 기업 3PL 트렌드의 본격화와 자동화 시스템 도입에 따른 원가절감효과가 긍정적 시너지를 이어가는 양상이다.

3)-2 국제 유가 하락에 따른 수혜

국제 유가가 연중 최저치를 기록하며 비용절감 효과 기대로 최근 물류, 운송 관련 주식이 강세를 보이는 가운데, 물류업계 M/S 1위인 동사에 관심이 집중되고 있다. 유가 하락은 비용절감 효과를 가져와 물류 수익성 개선에 기여한다. 또한 소비심리에 긍정적인 영향을 끼치기 때문에 이커머스 수혜, 즉 택배 물동량 증가로 이어질 가능성이 크다.

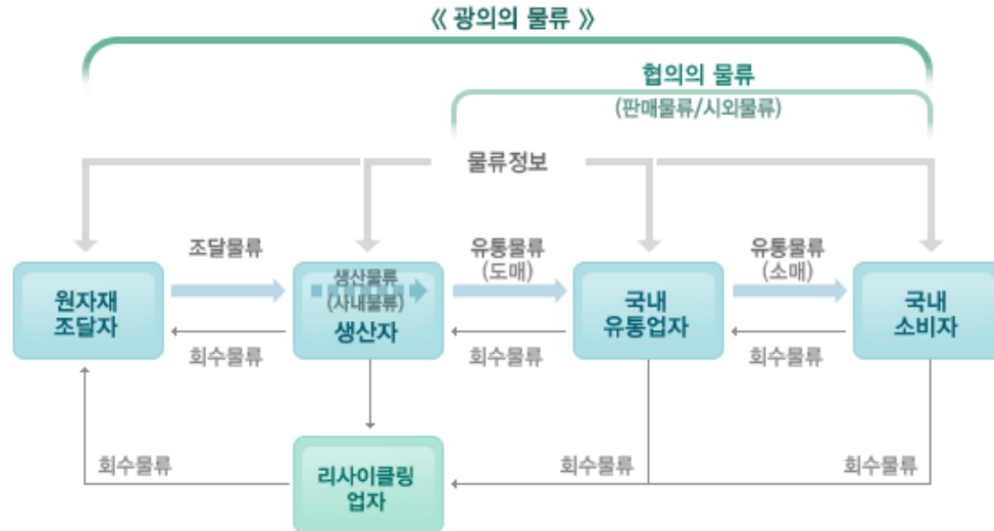
3)-3 CJ대한통운 매일 O-NE 서비스

동사는 네이버, 신세계그룹, 알리익스프레스와 함께 反쿠팡 연대를 구축하고, 배송 경쟁력까지 확보하며 내년 물류 대전의 신호탄을 쏘았다. 동사는 쿠팡의 약진을 견제하고자 주7일 배송 시스템 도입과 택배기사 주5일 근무제 도입을 골자로 하는 '매일 O-NE' 서비스를 내년부터 도입할 계획을 발표했다.

현재 대한통운을 제외하면, 365일 배송과 주5일 근무를 도입할 여력이 있는 업체가 당장 나타나기 어렵다. 물류는 물동량을 많이 처리하면서 개당 원가를 낮출 수 있는 규모의 경제를 이루는 것이 핵심인데 CJ 대한통운이 가장 우수한 경쟁력을 갖추고 있다.

II. 산업분석

1) 물류사업 개요



물류는 국내·외적으로 생산과 소비를 연결하는 물리적 경제활동으로 구체적으로 **운송·보관·하역 등** 과 이에 부가되어 가치를 창출하는 **가공(포장, 조립 등)·정보활동을 포괄한다**. 통상 화주사(*화물을 운송하고자 하는 운송서비스의 수요자)와 물류기업의 관계에 따라 분류할 수 있다.

화주기업이 자신의 물류업무를 자사의 인력, 장비, 시설 등 자기 자산을 이용하여 물류업무를 직접 수행하는 것을 **자가물류(1PL, First Party Logistics)**라고 한다. 그리고 화주기업이 자회사나 계열사 등에 위탁하여 물류업무를 수행하는 것을 **자회사물류(2PL, (Second Party Logistics)**, 화주기업이 그와 특수관계에 있지 아니한 물류기업에 물류활동의 일부 또는 전부를 위탁하는 것을 **제3자물류(3PL, Third Party Logistics)**, 그리고 물류기업이 화주기업에게 자동화시스템과 IT솔루션, 컨설팅 등 통합솔루션을 제공하는 것을 **제4자물류(4PL, Forth Party Logistics, 풀필먼트, fulfillment)**라 한다.

물류사업의 범위		
대분류	세분류	세세분류
화물 운송업	육상화물운송업	화물자동차운송사업, 화물자동차운송가맹사업, 철도사업
	해상화물운송업	외항정기화물운송사업, 외항부정기화물운송사업, 내항화물운송사업
	항공화물운송업	정기항공운송사업, 부정기항공운송사업, 상업서류송달업
	파이프라인운송업	파이프라인운송업
물류시설 운영업	창고업	일반창고업, 냉장 및 냉동 창고업, 농·수산물 창고업, 위험물품보관업, 그 밖의 창고업
	(공동집배송센터 운영업 포함)	
	물류터미널 운영업	복합물류터미널, 일반물류터미널, 해상터미널, 공항화물터미널, 화물차전용터미널, 컨테이너화물조작장(CFS), 컨테이너장차장(CV), 물류단지, 집배송단지 등 물류시설의 운영업
	화물취급업 (하역업 포함)	화물의 하역, 포장, 가공, 조립, 상표부착, 프로그램 설치, 품질검사 등 부가적인 물류업
물류 서비스업	화물주선업	국제물류주선업, 화물자동차운송주선사업
	물류장비임대업	운송장비임대업, 산업용 기계·장비 임대업, 운반용기 임대업, 화물자동차임대업, 화물선박임대업, 화물항공기임대업, 운반·적치·하역장비 임대업, 컨테이너·파렛트 등 포장용기 임대업, 선박대여업
	물류정보처리업	물류정보 데이터베이스 구축, 물류지원 소프트웨어 개발·운영, 물류 관련 전자문서 처리업
	물류컨설팅업	물류 관련 업무프로세스 개선 관련 컨설팅, 자동창고, 물류자동화 설비 등 도입 관련 컨설팅, 물류 관련 정보시스템 도입 관련 컨설팅
	해운부대사업	해운대리점업, 해운중개업, 선박관리업
	항만운송관련업	항만용역업, 물품공급업, 선박급유업, 컨테이너 수리업, 예선업
	항만운송사업	항만하역사업, 검수사업, 감정사업, 검량사

한국의 물류산업은 2023년 세계물류성과 지수에서 세계 17위를 기록하며 높은 물류 경쟁력을 보유하고 있다. 한국의 물류 시장 규모는 2022년 기준 약 183조 1,550억원으로 코로나19 시기 큰 폭으로 매출이 증가하며 시장 성장을 이끌어냈다.

2) 경쟁사 분석

2023년 8월 기준 국내 택배사업 점유율 순위는 CJ대한통운이 1위로 33.6%를 차지하고 있다. 롯데글로벌로지스가 24.1%로 2위를 차지하고 있으며 그 뒤로 한진 택배를 비롯한 기타 기업들이 다수 분포하고 있다. CJ 대한통운이 여전히 택배사 순위 1위를 차지하고 있으나 40% 이상 차지하고 있던 과거와 달리 2023년 40%대 점유율이 무너지게 되면서 위기감을 느끼고 적극적인 대응에 나서고 있다. 이에 올해 신세계 그룹과 MOU를 체결하고 G마켓 스마일 배송 물량을 확보하는 등 국내 경쟁력을 강화하고 경쟁사인 롯데글로벌로지스의 G마켓 물량을 빼앗아오는 등 국내 택배사 간 경쟁이 심화되고 있는 상황이다.

2)-1 한진 택배

한진택배는 1992년 파발라라는 브랜드로 국내 최초의 택배 서비스를 시작했다. 그 후 1996년 택배 365일 서비스를 실시하며 점차 그 규모를 늘려갔다. 현재 11번가의 슈팅배송과 네이버의 N도착보장 서비스에서 배송을 담당하고 있으며, 쿠팡 또한 일부 쿠팡기사들이 들어갈 수 없는 지역이나 당일출고 익일배송이 불가능한 품목은 한진택배를 이용해 배송하기도 했다.

과거 한진은 CJ대한통운에 이어 국내 2위 자리를 공고히 했으나 2019년 롯데글로벌로지스 출범 이후 2023년 국내 3위로 밀려났으며 쿠팡이 자체 택배 자회사 쿠팡로지스틱스 서비스를 설립하면서 국내 물동량 자체도 줄어들었다. 최근 쿠팡과의 계약도 종료되면서 국내에서 자리를 잃고 있는 한진 택배는 지속적으로 늘어나는 해외 물량을 타겟팅한 글로벌 사업 확대전략을 펼치고 있다.

최근 한진택배는 글로벌 이커머스 물량 확대에 발맞춰 인천공항 GDC 통관장 Capa를 확대했다. 월 Capa 110만에서 220만 Box로 확대하며 연간 최대 372억원의 추가 매출을 발생시키는 인프라를 구축했다. 또한 대전 Mega-Hub 가동으로 최대 일 288만 Box 처리 가능한 Capacity를 확보했다. 이는 기존 대비 70만 Box 추가된 수치이다. 또한 해당 Hub 중심으로 간선운임, 조업료 등을 최적화하며 원가 경쟁력을 제고하고 있다. 또한 주요 이커머스사 대상 풀필먼트 센터를 구축하며 특화배송 서비스를 확대하고 있다.

2)-2 롯데 글로벌로지스

롯데글로벌로지는 1988년 화물집하 영업부문이 분리되며 처음 설립되었다. 추후 2016년 롯데그룹이 현대로지스틱스를 인수하고 사명을 롯데글로벌로지스(&롯데택배)로 변경했고, 2019년 롯데로지스틱스와 합병으로 현재의 롯데글로벌로지가 출범했다.

롯데글로벌로지는 올 상반기 역대 최고 영업이익을 기록했다. 연결기준 상반기 매출은 1조7807억원으로 지난해 하반기 매출(1조8054억)원보다 247억원가량 줄었지만, 영업이익은 지난해 하반기(329억)에 비해 178억원 증가한 507억원으로 집계됐다. **롯데글로벌로지는 상반기 매출 기준으로 국내에서 업계 2위다.** 1위인 CJ대한통운의 상반기 매출은 5조9809억원, 3위인 한진은 1조4464억원이다.

하지만 미래 성장성은 밝지 않다. 쿠팡로지스틱스가 3자물류(쿠팡이 입점 판매자의 제품을 보관·포장·배송하는 서비스) 시장에 뛰어들며 택배점유율을 빠르게 늘리고 있다. 쿠팡로지스틱스의 배송물량이 이미 롯데글로벌로지를 뛰어넘기도 했다. 업계 1위인 CJ대한통운이 쿠팡에 대응하기 위해 주7일 배송 도입에 나서면서 택배 양강구도가 더욱 굳어지고 있지만, 롯데글로벌로지는 CJ대한통운의 방식을 따라할 만큼 인프라 규모가 크지 않다.

이에 롯데글로벌로지스 역시 한진택배와 마찬가지로 글로벌사업 부문으로 시선을 돌리는 상황이다. 롯데글로벌로지의 해외 사업 매출과 비중은 지속적으로 늘고 있다. 롯데글로벌로지스 글로벌사업부의 매출은 2020년 8395억원에서 2021년 1조150억, 2022년 1조 3884억원까지 증가했다. 지난해 액수가 줄었지만, 이는 글로벌 사업에 속했던 포워딩 사업이 TLS부문으로 옮겨갔기 때문이다.

롯데글로벌로지는 내년 IPO를 앞두고 있다. 만약 내년까지 계획대로 IPO를 진행하지 못한다면, 롯데지주는 약 3,500억원을 들여 롯데글로벌로지스 주식을 되사야 한다. 이는 LLH가 2017년 롯데글로벌로지스 지분 투자에 참여하면서 특정 시점까지 IPO를 하지 못하면 유상증자 1500억원과 관련한 풋옵션을 행사한다는 조건을 내걸었기 때문이다. LLH가 풋옵션을 행사하면 연대보증을 선 1대 주주 롯데지주는 LLH의 지분을 대신 인수하는데 3500억원을 투입해야 한다. 현재 롯데글로벌로지스 매출이 CJ대한통운의 30% 수준임을 감안하면 지난해 기준 기업가치는 6~7000억원 수준이다. 롯데글로벌로지가 손해 없이 LLH의 풋옵션 행사를 모면하려면 1조 5,000억원의 가치를 인정받아야 한다. 롯데로지스틱스가 해외부문에서 동력을 찾아 단기간 내에 최대한 기업가치를 끌어올려야 하는 이유다.

2)-3 쿠팡로지스틱스

쿠팡로지스틱스는 지난 2021년 택배운송사업자 자격을 취득한 쿠팡이 설립한 기업으로 2022년 12.7%였던 쿠팡의 택배 점유율은 2023년 8월 기준 24.1%까지 상승하며 단숨에 CJ대한통운을 위협하는 모습을 보였다. 같은 기간 CJ대한통운의 점유율은 40%에서 33.6%로 하락했다.

쿠팡이 **영향력을 빠르게 확대한 배경에는 로켓그로스가 있다.** 기존의 직매입 방식과 달리 비용이 적게 들고, 소비자 입장에서는 직매입 상품 외에도 로켓배송 혜택을 누릴 수 있다는 장점이 있다. 또한 재고는 자체 보관, 판매는 마켓플레이스, 배송은 CJ대한통운 등 전문 물류 업체를 이용하던 기존 중소 규모 셀러들이 매력도 높은 로켓그로스로서 흡수되고 있다. 쿠팡의 인프라를 토대로 로켓배송이 가능해지고, 로켓그로스 상품 위주로 상단에 노출될 수 있기 때문이다. 이에 따라 창출되는 물동량을 쿠팡이 온전히 가져간다면, 택배 업계의 판도를 바꾸기에 충분하다.

이에 CJ대한통운은 주7일 배송 시스템을 도입한다. CJ대한통운은 해당 ‘매일-ONE’ 시스템을 통한 자체 풀필먼트 서비스를 강화로 주7일 배송을 위해서 굳이 주 7일 출근이 필요하지 않게 자동화할 계획이다. 하지만 직고용 체제에서 주말배송을 실현한 쿠팡과 달리 CJ대한통운은 택배기사를 대리점을 통해 간접고용하고 있다. 따라서 해당 서비스의 지속가능성 측면에서 위험부담이 있을 수 있다. 또한 추가 인력 고용 및 재배치에 따른 택배비 인상 가능성 또한 존재한다.

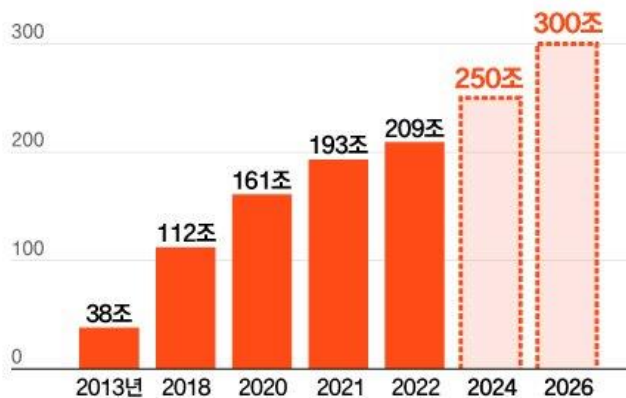
3) 산업 트렌드

3)-1 이커머스 산업 성장세

E-Commerce 중심 쇼핑시장의 지속 성장에 따라 택배산업 또한 지속적인 동반 성장이 예상되며, 주요 유통사들의 배송 서비스 경쟁 심화로 택배시장 규모는 지속 확대될 것으로 예상된다. 택배산업은 익일배송, 일요일배송, 당일배송, 새벽배송 등 배송 서비스의 차별성과 늘어나는 물량을 안정적으로 처리 가능한 인프라/물류기술 확보가 가장 중요한 경쟁우위 요소로 판단할 수 있다.

국내 이커머스 시장 성장추이

단위: 원 ※2022년 이후는 전망치



자료: 통계청, JP모건

The JoongAng

3)-2 3PL 확장

소비패턴의 온라인화와 다빈도 구매가 3PL의 확산을 이끌어 CL사업부문 성장동력이 되고 있다. 2PL의 경우 모기업의 경영상황에 따라 물동량에 영향을 받거나, 독자적 운영이 불가하다는 한계가 있는데, 3PL은 종속적이지 않다는 점에서 큰 차이가 있다. 또한 생산 및 소비시장이 옴니채널, 플랫폼, D2C 등으로 다변화되고 있고, 구매 패턴 또한 대량 소빈도에서 소량 다빈도 중심으로 확대되어 물류 난이도가 상승하고 있다. 이는 제조기업이 자체적으로 감당하기 어려운 수준이다. 또한 유류비 및 인건비 상승에 따른 물류비 부담 증가로 인하여 자동화 설비 기반의 제3자물류 위탁에 대한 수요가 증가하고 있다. 대표적인 기업으로는 CJ대한통운, 한진, 롯데글로벌로지스가 있다. 이러한 경쟁구도에서 핵심 경쟁력은 자동화 설비 기반 프로세스 최적화 역량이다. 리스크는 인플레이션 심화 및 경기둔화로 인한 소비 시장 둔화 등이 있다.

최근에는 전자상거래 발달과 부가가치물류의 개념이 중시되면서 3PL에서 더 발전해 e-logistics, 사이버물류, 4PL(fourth party logistics) 등으로 폭넓게 변화되고 있다.

3)-3 물류센터 트렌드 변화: First-Mile to Last-Mile



물류-운송 시장은 크게 조달과 유통까지의 물류(Middle Mile), 그리고 판매자 전달을 위한 물류(Last Mile)로도 나눌 수 있다. 이러한 관점에서 크게 두가지의 트렌드 변화가 생기고 있다.

첫째, 외곽창고의 대형화이다. 택배 물동량이 증가함에 따라 외곽 지역의 물류센터에서 도심 내 소비자들에게 보다 신속하고 많은 상품을 배송해야 할 과제가 주어졌다. 하루 평균 처리 물량의 증가와 창고의 운영 효율성 확보가 중요하게 여겨지고 있다. 이에 도심 외곽 지역에는 메가 허브 터미널 같은 대형 물류센터가 빠르게 생겨나고 있다. 대표적으로 쿠팡은 21년 이후 전북, 경남, 충북, 부산 지역 내 대형 물류센터 설립을 발표했다. 더하여 과거 물류센터는 인력 수급이 용이한 지역에 위치하여야 했으나, 최근 스마트 창고관리로 지역적 제한에서 자유로워지고 외곽지역으로 확장진출이 활발해지고 있다.

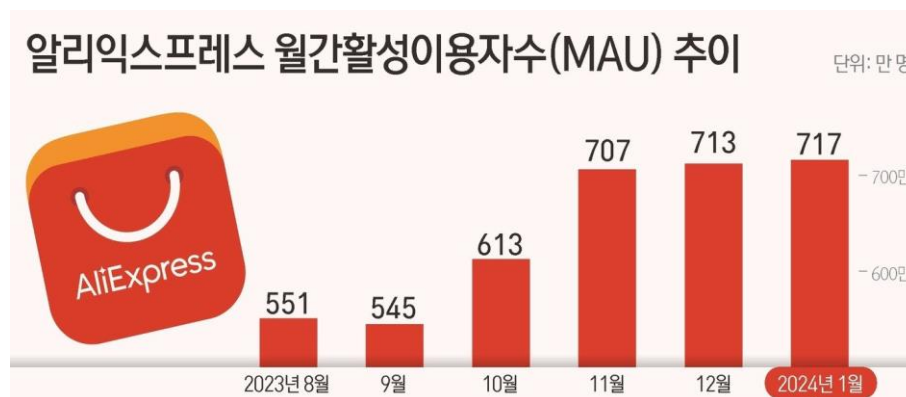
둘째, 도심형 소형 물류창고의 증가이다. 도심 외곽 지역에는 대형 물류센터가 확산되는 한편, 소비자와 가까운 도심에는 초소형 물류센터, 마이크로 풀필먼트 센터(MFC)가 등장했다. MFC는 라스트 마일을 선점하기 위해 도심 가운데에 자리를 잡고 고객의 주문에 따라 최단시간 배송이 가능하도록 설계된 작은 물류센터를 말한다. MFC를 통해 소비자와 더 가까워서 풀필먼트 서비스를 제공하며 생산성 증가와 비용절감 효과를 기대할 수 있다.

MFC 구축은 주문이 접수되면 소비자와 가장 가까운 물류창고에서 상품을 피킹해 최단 시간 내 전달하는 시스템을 구비하는 전략을 일컫는다. 통상적으로 물류창고에서는 상품 입고 → 종류별 분류 및 보관 → 소비자 주문 접수 → 상품 위치 검색 및 픽업 → 포장 → 출하/배송 순으로 배송 절차가 진행된다.

그러나 온라인 거래 확대로 물류창고에서 처리해야 할 상품이 급증하면 공간적 압박이 가중된다. 따라서, 도심 외곽의 물류 창고가 행당 수요를 모두 충당하지 못하기에, 소비자가 거주하는 도심 내 입지에 MFC를 구축하여 생산성 증가와 비용 절감을 동시에 꾀해야 한다.

MFC 구축 전략은 아마존 같은 거대 기업과의 경쟁에 맞서 소비자 주문에 신속하게 배송하는 시스템이 필요한 유통업체들에 특히 유효하다. 그동안 제3자 물류(Third Party Logistics, 3PL)에 의존했던 소규모 유통업체들에게 첨단기술이 접목된 MFC 설비는 필수 불가결한 선택이다.

3)-4 C커머스의 성장과 수혜 받는 택배 업계



C커머스(중국 이커머스)가 국내에서 입지를 넓히면서 중국 직구 물량은 늘어났다. 작년 중국 직구액 3조 2,872억 원이 전년 대비 121.2% 증가했으며, 중국으로부터 배송된 전자상거래 물품 건수(8,881만 5,000건)가 전년 대비 약 70% 늘었다. 자체 물류 시스템을 구축하지 못한 C커머스는 국내 주요 택배사와 국내 배송 위탁 계약을 맺는다. 배송 건당 수익을 올릴 수 있는 택배는 배송이 많을수록 이득이므로, C커머스의 국내 주배송을 맡은 택배사는 C커머스의 성장세가 반가운 상황이다.

CJ대한통운의 실적 개선은 알리익스프레스(알리)의 국내 진출에 수혜를 입은 결과이기도 하다. CJ대한통운은 알리와 2022년 말부터 올해 초까지 수의계약을 맺고 통관과 배송을 맡았다. 알리 배송 물량의 약 80%를 담당하며 작년 알리 물량이 포함된 CJ대한통운 택배 부문의 영업이익(2,461억 원)은 전체 영업이익(4,802억 원)의 절반 이상(51%)을 차지했다.

한때 알리익스프레스와의 재계약 여부와 관련해 부정적 이슈가 있었으나, **5월에 재입찰에 성공하며 동사가 절반 이상 전담하는 주계약으로 체결되었다.** 이에 2분기 중 물량은 YoY +70%인 2990만 박스를 기록하였다. 중국업체 신뢰 문제에도 불구하고 알리와 테무 전체 이용자수는 7월 기준 YoY 236% 증가, 결제금액도 7월 YTD 금액만으로 23년 전체 결제금액의 98%를 상회하는 기록을 세우고 있다.

3)-5 국제 유가 하락에 따른 수혜

국제 유가가 연중 최저치를 기록하며 비용절감 효과 기대로 최근 물류, 운송 관련 주식이 강세를 보이는 가운데, 물류업계 M/S 1위인 동사에 관심이 집중되고 있다. 유가 하락은 비용절감 효과를 가져와 물류 수익성 개선에 기여한다. 또한 소비심리에 긍정적인 영향을 끼치기 때문에 이커머스, 택배 물동량 증가로 이어질 가능성이 크다. 단기적인 저유가 양상이 아닌 미/중국 경기 둔화로 인한 수요 감소에 따른 구조적인 요인이라는 점에 따라 유가하락은 장기화될 것으로 보인다.

9월 2주 국제 유가 동향을 관찰하게 되면, 국제 유가는 OPEC의 세계 석유 수요 전망 하향 조정 및 주요국의 경기 침체 우려 등으로 하락하는 경향을 보이고 있다. 두바이유는 전주대비 리터당 약 2.9원 하락하였으며, 23년 12월 대비 약 5.5원 하락하였다. 또한, 국제 휘발유는 전주 대비 약 3.1원 하락하였으며, 23년 12월 대비 10.9원 하락하였다. 마지막으로, 국제 경유는 전주 대비 약 3.9원 하락하였으며, 23년 12월 대비 약 17.1원 하락하였다. 이 같은 국제 유가 하락세는 동사의 비용 절감을 견인하여, 물류 수익성 개선에 일조할 것으로 관측된다.

Ⅲ. 기업분석

1) 사업부문

1)-1 CL(계약물류) 사업

CL(Contract logistics, 계약물류)사업은 육상 및 해상 등 여러 분야에서 전국 네트워크 구축을 통한 운송서비스를 제공하는 사업으로, 생산업체와 단일 혹은 복수의 제3자간에 일정기간 동안 일정 비용으로 일정 서비스를 상호 합의 하에 위탁 수행하는 3PL(Third party logistics, 제3자 물류)사업, 정부로부터 민자참여방식 부두 개발 및 부두 운영권을 부여받아 항만 터미널을 운영하는 항만하역사업, 중량물 및 원자재의 해상운송, 육상운송, P&D(Port & Delivery)사업, 부가사업으로 이루어진다.

a. 3PL (Third Party Logistics, 제3자 물류) 사업

3PL은 화주사가 원자재 조달에서부터 유통업체 및 최종 소비자에 이르기까지의 입고, 수·배송, 보관, 포장, 재고관리, IT, 항만 하역, 수출입 통관 업무 등 **물류와 관련한 모든 업무를 일정기간 전문 물류기업에 총괄 위탁하는 방식이다.** 이에 더하여 3PL 업체의 규모나 전문분야에 따라 콜드체인(냉장·냉동 보관 및 운송), 택배 분할 접수 및 택배 분할 발송, 화물의 분할·분류·재포장, 국제물류(수입, 수출)주선대행 같은 추가 서비스를 제공하기도 한다. 화주사는 3PL을 선택함으로써 본연의 업무에 집중하고, 창고 등의 설비투자비, 인건비, 부자재비를 절약할 뿐 아니라 3PL업체의 WMS(재고관리프로그램)를 활용하여 배송시간, 배송비용을 단축시키고, 쉽고 편리한 재고관리와 발주를 진행할 수 있다. 다만 현실적으로 물류의 전 과정을 모두 대행하기는 한계가 있어 이 중 2개 업무 이상을 위탁 받아 운영하면 3자 물류업체로 인정하고 있기에, 기존 물류업체와 3PL 물류를 분류하기 쉽지 않아 정확한 시장규모를 파악하는 데에 어려움이 있다.

동사는 CPG, 리테일, F&B, D2C, 제약, Auto 등 다양한 산업군의 고객을 대상으로 국내 최대·최대의 인프라 거점에서 AGV, 3D 소터, QPS, 스마트패키징 등의 TES 기반 스마트 물류 설비를 활용하여 입고에서 보관, 출고까지 고객 니즈에 맞춘 물류 서비스를 안정적으로 제공하고 있으며 상온, 저온, 제약 B2B배송 네트워크를 기반으로 전국망을 구축하여 고객맞춤형 배송 서비스를 제공하고 있다.

뿐만 아니라 동사는 CJ제일제당, CJ이엔엠 등 계열사를 비롯하여 포스코, 이마트, 금호타이어 등 다수의 대형 고정화주를 확보하고 있다. 정기적인 운임인상 등으로 안정적인 매출 성장세를 이어가고 있으며, 2023년에도 완성차, 철강 등 항만 주요 물자 물동량 증가와 신규 고객 확대 등에 힘입어 전년 대비 매출액이 증가(CL 부문 '23년 매출액 2조 8,536억원, YoY +4.0%)하였다. 3자물류 시장 육성에 관한 정부의 지원의지와 향후 성장성은 높은 것으로 판단되며, 이러한 시장환경은 높은 수준의 시장 지배력을 보유한 동사에게 더욱 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

b. P&D (Port & Delivery) 사업

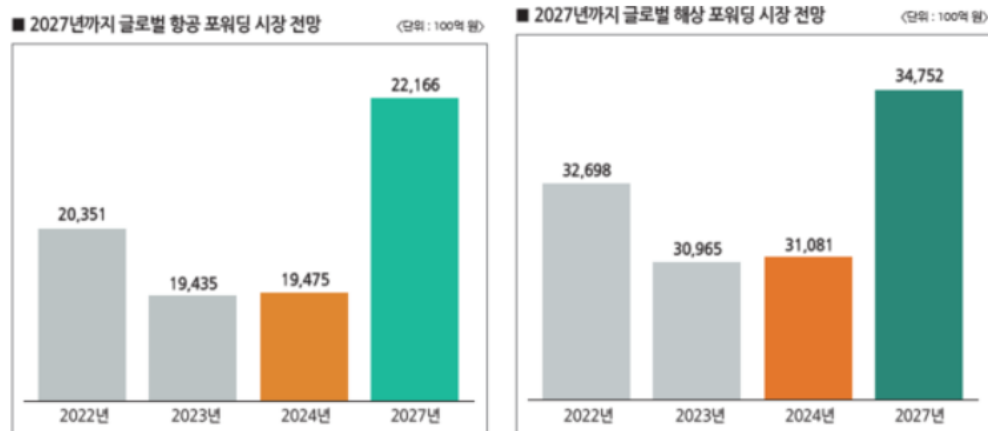
P&D는 항만을 기반으로 **항만하역사업, 운송 및 3PL사업, 해운사업 및 사업 시너지와 연계하여 VAS(Value added service) 영역에 이르기까지 다양한 물류서비스를** 제공하는 사업이다. 정부로부터 민자참여방식 부두 개발 및 부두 운영권을 부여받아 항만 터미널을 운영하는 항만하역사업과 산업재 중심 운송사업으로 구분된다.

동사는 국내 최대 항만인프라 기반으로 선석¹보유(115개) 기준 **국내 M-S 1위 지위를 확보**하고 있으며, 항만과 창고를 연계하여 국내 운송 물량 확대를 추진하고 수송자원 최적화를 바탕으로 고품질 운송 서비스를 제공하고 있다.

1)-2 글로벌 사업 : 포워딩(freight forwarding) 사업

무역 및 수출입 과정에서 운송을 위탁한 **화주를 대리해 화물의 통관, 입출고, 집화, 환적**을 거쳐 **화주가 요구하는 목적지까지 운송**하는 서비스로 선박회사, 항공사와 연결되어 서비스를 수행하기기에 항공 포워딩과 해상 포워딩으로 구분된다. **항공 포워딩**은 항공기를 이용하여 화물을 운송하고 통관 등을 수행하는 서비스를 제공하는 사업이며, **해상 포워딩**은 선박을 이용하여 고객사의 물량 특성에 따라 컨테이너 및 Bulk 화물을 운송 및 통관 등을 수행하는 사업이다.

올해 전세계 포워딩 시장 규모는 약 505조로 YoY 증가율은 0.3%에 그칠 것으로 전망되고 있다. 항공포워딩은 약 194조로 YoY 0.2%, 해상포워딩은 310조로 YoY 0.4% 증가율을 보일 것으로 보인다. 특히 **지난해 항공포워딩 시장은 194조로 전년 대비 4.5% 감소, 해상포워딩 시장은 326조로 5.4% 감소**한 것으로 예측되었다.

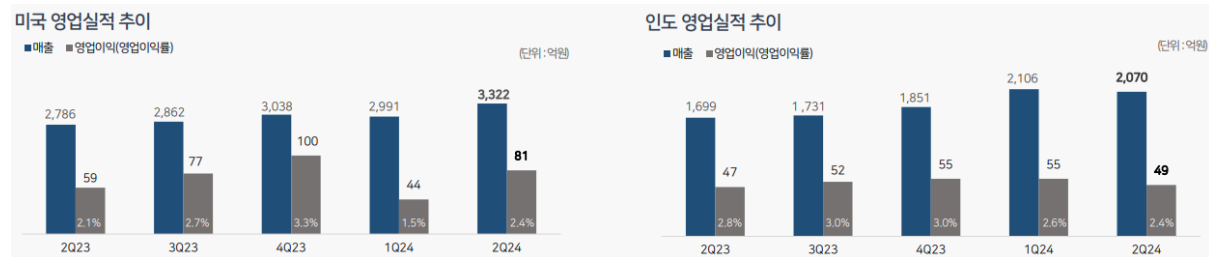


¹ 선박이 접안하여 화물의 하역 작업이 이루어질 수 있도록 구축된 구조물

포워딩 시장 부진의 배경에는 국제 운송시장에서 가장 큰 점유율을 차지하고 있는 **해운시장의 침체, 항공시장의 마이너스 성장**이 있다. 세계 경제 성장률이 2022년 3.5%에서 2023년 3.0%로 둔화되는 등 특히 신흥시장과 개발도상국의 침체가 길어지고, 이러한 침체가 특정 산업에 국한되어 있지 않고 철강, 통신, 섬유와 같은 항공 및 해상화물운송서비스 수요를 주도하는 산업이 폭넓게 분포되고 있다. 각국의 중앙은행들의 금리인하로 향후 **경기회복이 서서히 이루어짐에 따라 포워딩 시장 역시 회복**할 것으로 전망된다. 최근에는 양대 운하 통행 제한으로 SCFI(상하이 컨테이너 운임 지수)가 1,700포인트를 상회하고 있으며, 누적 평균 2,000포인트를 상회하고 있어 전년 동기 대비 100% 이상 상승한 상황이다. 해운시황 개선과 함께 포워딩 수익이 개선될 것으로 보이며 **주력 국가인 미국, 인도 부문의 실적 개선이 기대**된다. 미국은 전반적으로 육상운송이 다운턴에 진입하여 매출성장률이 한 자리수로 내려왔으나 효율화 작업에 따른 원가 혁신으로 마진이 개선되고 있다. 인도는 꾸준한 경제 성장을 바탕으로 매출 및 이익성장률이 두 자릿수를 기록하고 있다. 다만 동남아의 경우 올해 상반기 부진한 실적을 거두었는데 구조조정, 고객별 가격 합리화 등으로 수익성 개선에 주력하고 있다.

동사의 포워드글로벌 부문은 CJ Darcl, CJ Gemadept, CJ logistics America(舊DSC Logistics) 등 해외물류사와 운송주선사업으로 구성되며, 인도, 베트남, 말레이시아 등 전세계에 걸쳐 35개국 108개 법인 운영을 통해 CL(계약물류), 포워딩 등 종합물류서비스를 제공하고 있으며 다수의 해외법인 인수를 통해 지역별 대응력 제고에 기여하고 있다.

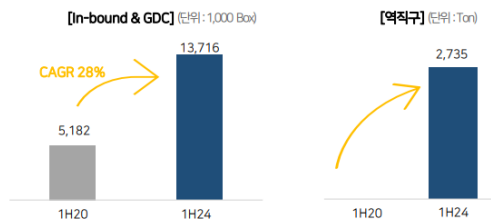
올해 초 동사는 한국해양진흥공사와 공동으로 미국에 첨단물류센터 3곳의 구축을 추진해 국내 기업의 수출입 화물 및 이커머스 판매상품을 취급, K상품의 북미시장 진출을 돕겠다는 취지를 밝혔다. 최근 미국 항만시스템 마비로 인한 하역 적재, 중동갈등 등 글로벌 공급망 리스크가 계속되면서 지속 가능한 공급망 확보의 중요성이 증대되고 있는 가운데, 이를 통해 글로벌 물류경쟁력 및 수출경쟁력을 강화한다는 전략이다.



또한, 동사는 CBE(Cross Border e-Commerce, 국가간 전자상거래, 해외 직구와 역직구를 넘어 대륙 단위로 물류 인프라를 만든 뒤 배송시간을 단축하는 물류)시장의 성장에 대응하여 초국경택배 사업에 있어 GDC(Global Distribution Center, *글로벌배송센터=고객의 주문이 예상되는 해외물품을 국내에 반입 및 보관 후 해외고객의 주문에 따라 해당 물품을 재수출하는데 필요한 시설), ICC(Inbound Customs Clearance *수입화물통관절차) 거점을 선제적으로 구축하여 국제특송 및 통관뿐만 아니라 보관, 재고관리, 포장 등의 Fulfillment 서비스를 제공하고 있다.

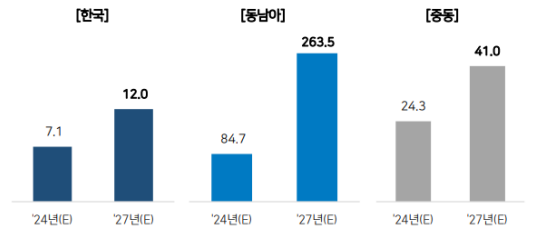
더 나아가 당사는 전략 화주 및 성장 산업군을 대상으로 사업 영역의 고효율·질적 확대를 추진하고 있다.

당사 In-bound & GDC/역직구 물동량 성장률



지역별 CBE 시장 규모 전망

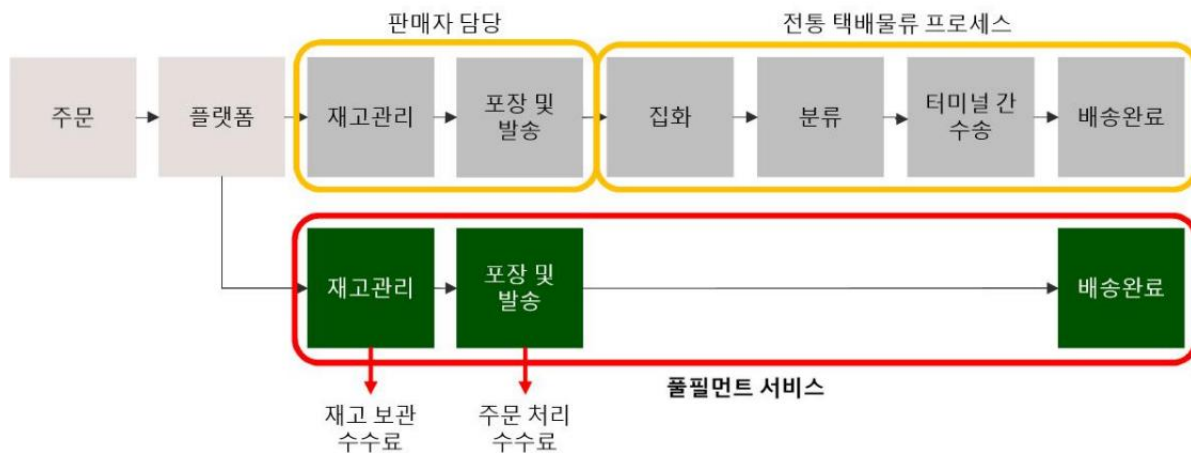
※ '19년~'23년 CAGR 적용, 한국/동남아/중동 각각 19%, 46%, 28%



2022년까지 큰 폭의 외형 성장(글로벌 부문 매출액 2020년 약 4.4조원에서 2022년 약 5.1조원)을 견인하던 국제 해운·항공화물운송운임이 시황 둔화로 하향 안정화되어 2023년에는 실적이 과거 수준으로 축소된 바 있다. 사우디아라비아 GDC 구축, 미국 대규모 물류창고 건설 등 최근 해외사업 확장 노력이 실적으로 연결되기까지는 일정 시일이 소요될 것으로 예상되며 최근 이스라엘-하마스 사태 및 기타 지정학적 사유 등으로 운임 변동성이 재차 확대되고 있어 당분간 수익 창출력은 가변적일 것으로 보인다.

1)-3 택배 사업 : 풀필먼트를 통한 이커머스 시장 공략

풀필먼트는 셀러에게 일정 수수료를 받고 재고 관리부터 이후 물류 프로세스를 모두 대행해주는 서비스를 말한다. 셀러입장에서는 물류 인프라 구축부담이 감소하는 효과, 집화와 분류과정을 생략해 배송시간을 단축하면서 E커머스 시장 내에서 경쟁력이 증가하는 효과를 누릴 수 있다. 또한 택배사업장에서는 고객사로부터 재고관리를 대행해주고 받는 수수료와 포장 및 발송을 해주면서 생기는 수수료 이익이 발생하고, 고객사를 자사 플랫폼에 Lock-in시키는 효과가 있다.





※ '융합형 e-풀필먼트'란?

주문 배송을 위하여 상품을 다른 공간으로 이동하지 않고, 상품 선별/포장/배송준비 까지 one-stop 처리되는 CJ대한통운만의 물류 솔루션입니다.

동사는 특화 서비스인 E풀필먼트를 통해 식품, 생활용품, 화장품, 주얼리, 가전 등 각 산업에 맞는 풀필먼트 서비스를 제공하고 있다. 소형 및 대형 화주를 대상으로 12시까지 주문 시 당일 출고되며 수도권외의 경우 당일배송 및 새벽배송, 식품의 경우에는 종류에 따라 상온, 냉장, 냉동 물류서비스를 제공하고 있다. 피킹(*고객이 주문한 제품을 창고에서 찾아내는 작업), 검수, 포장 등의 프로세스 전과정이 자동화되어 있으며 고객별 모니터링 시스템을 제공하여 출고실적, 재고현황, 배송현황 등을 실시간으로 확인하는 서비스를 제공하고 있다.

동사는 **곤지암메가허브터미널 등 대형 물류 인프라를 통해 물동량 기준 40% 이상의 점유율**을 유지하고 있어 10% 이상의 점유율을 보이고 있는 롯데글로벌로지스, 한진에 비해 현격한 차이로 앞서 있다. 엔데믹 전환 등으로 산업 내 물량 성장 속도가 둔화되었으나, 동사는 업계 선두 시장지위와 특화서비스 제공 등에 기반한 택배운임 인상으로 이에 대응하고 있으며 2023년에는 중국 이커머스사 직구 고객 물량 및 풀필먼트서비스 수요 증대에 힘입어 매출액 증가 기조를 이어갔다.

쿠팡 등 유통회사의 택배사업 진출과 자체배송 비중 확대, 경쟁사 CAPA 증설 등으로 인한 택배 산업 내 경쟁 심화 가능성 증가에도 2020년 10월 네이버와의 전략적 제휴 이후 물동량이 1Q21 394만에서 1Q24에는 1,464만 박스로 증가하는 등 이커머스 사업(풀필먼트) 확장 노력이 결실을 보이고 있다. 최근에는 1Q24 물동량이 YoY 93% 증가하여 276만 박스를 기록하는 등 글로벌 이커머스 플랫폼 발 택배 물량 유입 등으로 신규 성장동력을 지속적으로 확보하고 있다. 택배 부문 매출액은 1Q23 9,108억원에서 1Q24년 9,370억원으로 증가하였다.

올해 1월 온라인쇼핑 거래액이 20.3조원으로 전년 대비 12.1% 증가했는데, 이는 2023년 연간 성장률 8.4%를 상회하는 수준으로 이커머스 성장세가 지속되는 가운데 최근 **알리익스프레스 한국 시장 진출로 직구 물량** 또한 가파르게 증가 중으로 1Q23에는 350만에 그쳤던 박스물량이 4Q23에는 1,200만개로 증가하였다. 자체 통관 시설을 갖춘 동사의 인천 ICC는 월평균 180만건을 통관할 수 있으며, 민간 특송센터 가운데 가장 높은 처리능력을 보유하고 있어 **이커머스향 풀필먼트 물량 및 직구 물량 확대에 ASP 유지 및 개선이 가능할 것으로 보인다.**

2) 실적분석

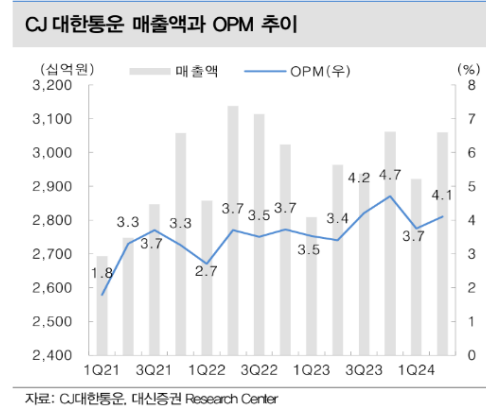
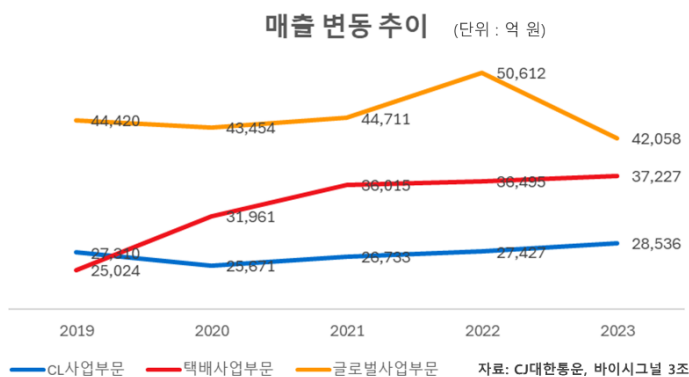
(기준일: 2024년 06월 30일)

(단위 : 억원)

사업부문	매출유형, 품목 등	매출액 (제115기 반기)	비율(%)
CL사업부문	항만하역, 창고운영 및 운송	14,339	24.0
택배사업부문	택배, 이커머스 물류	18,797	31.4
글로벌사업부문	항공/해상 포워딩, 국제특송 및 프로젝트 물류	22,001	36.8
건설사업부문	종합건설, 리조트	4,669	7.8
합 계		59,806	100.0

동사 매출은 건설부문을 제외한 CL과 택배, 글로벌 사업 부문에서 골고루 발생하고 있다. 특히 글로벌 사업 부문에서 36.8%로 가장 높은 비중을 차지하고 택배 사업이 그 뒤를 잇는 31.4%, 마지막으로 CL이 24% 비중을 차지하고 있다. 매출 비중이 높은 세 영역간 연관성이 있는 만큼 당사에게 모두 중요한 사업 영역으로 볼 수 있다.

2)-1 매출액



최근 5개년 매출액 및 영업이익률 추이를 살펴보면, 매출액은 각 사업부문별 이슈에 따라 편차가 있으나, 영업이익은 우상향 추세이다. 영업부문별 매출액 드라이버는 다음과 같다. **CL 사업부문**은 지속적인 신규 수주 확대로 '20년도 이후 꾸준히 증가하고 있으며, **택배사업부문**은 팬데믹 이후 이커머스 성장으로 '20~21년도 사이 매출액이 급증하고 22년부터는 소폭 성장세를 보인다. **글로벌 사업부문**은 글로벌 포워딩 운임 및 수요와 같은 외부 요인에 따라 변동성이 크다. 정리하면 매출액은 외부 요인에 따라 변동성이 있으나 점진적으로 성장 중이며, 동사의 역량으로 개선 가능한 영업이익에서

증가세를 보이며 수익성을 다지고 있다. 한편 2023년 전사 매출은 소폭 감소세를 나타냈는데, 매출액 11조 7,679억원으로 전년대비 3,628억원 감소했다.

ROE 또한 '19년 1.4에서 '23년 6.0까지 단순 수치상으로 4배 이상 상승하는 등 동사의 수익성이 지속적으로 개선되고 있음을 보여준다.

a. 매출 증가 : CL, 건설

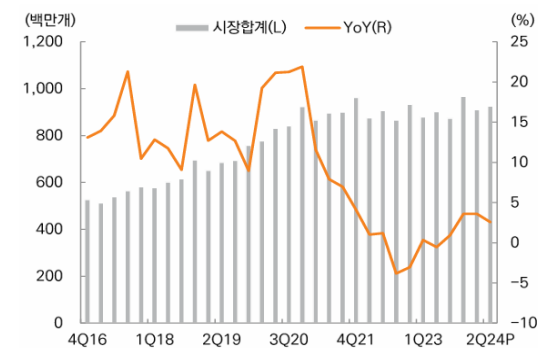
CL 부문에서는 3PL 신규 수주 확대와 물동량 증가로 매출이 증가하였으며, 영업이익 개선에도 기여했다. 주요 거점을 통합하고 하역 작업 등에 자동화 설비를 확대하며 생산성을 개선하여, 원가 절감 효과로 이익 증가가 있었다. CL부문은 경기둔화 우려에도 사상 최고 수준의 마진 OPM 5%기록하였고, 3Q23 CL 부문의 매출 대비 운송비, 하역비 비중은 1Q23 대비 3% 하락하는 개선세를 보이며 동사의 안정적인 캐시카우로 평가되고 있다.

b. 매출 감소 : 택배, 글로벌

글로벌 사업은 포워딩 운임 하락 영향으로 매출이 감소하였으며, 전체적인 감소를 가져왔다. 택배 부문에서 매출은 YoY 3%가량 감소했으나, e-Commerce 서비스 확대 및 배송 경쟁력 기반 신규 고객 확대로 커머스 중심 물량 성장과 운영효율 개선으로 이익이 증가하였다.

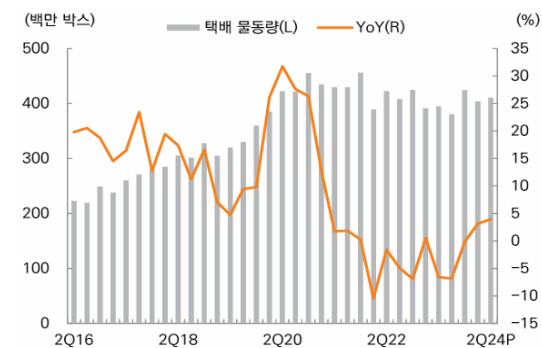
[택배 : 물동량 부진 탈출 & 신규 수주 확대]

그림 3. 택배 시장 물동량 및 성장률



주: 시장 합계는 쿠팡 제외 물량
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 동사 택배 물동량 및 증가율



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

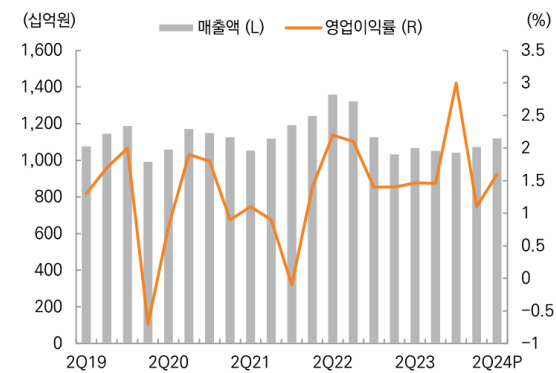
23년은 업계 전반적으로 택배 물량이 부진했고, 동사 택배 물동량은 업계 추이를 따라가는 형태이다. 매출은 23년 4분기에, 물량은 1분기에 턴어라운드를 기록하여 YoY +로 돌아섰다. 24년 2분기에는

신세계와의 전략적 협업이 발표되면서 추가 모멘텀을 얻었다. CJ와 신세계가 전사 물류협력을 추진한 것인데, 동사가 G마켓과 SSG닷컴의 물류를 위탁 운영 및 배송까지 전담하는 계약을 맺은 것이다. G마켓 스마일 배송 물량은 월 250만 건, SSG닷컴 새벽배송·쓱배송 물량은 월간 200만 건 수준으로, 연간 수치는 약 5,000~5,500만 건으로 추정된다. 이는 2023년 동사의 택배 처리량 약 16억건 대비 3.4%에 해당한다.

국내 사업자뿐만 아니라, 알리익스프레스를 필두로 한 C커머스 사업자와의 대규모 물량 전담계약을 통해 안정적인 수익 창출원을 확대해 나가고 있다.

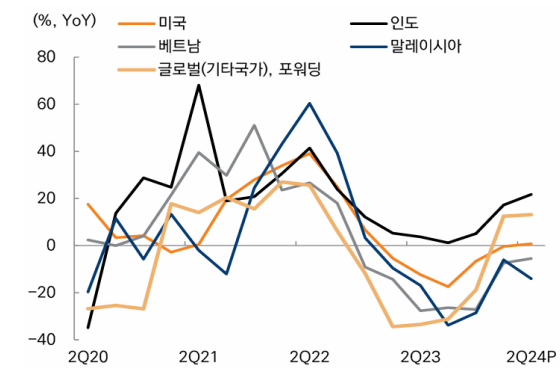
[글로벌]

그림 8. 동사 글로벌 부문 매출액 및 영업이익률 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 동사 글로벌 부문 지역별 매출 증가율 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 사업은 동사 매출 중 비중이 가장 높으며, 외부환경의 영향을 크게 받는다는 특징이 있다. 동사의 글로벌 사업은 해상운임 약세 및 글로벌 경기 둔화 영향에 따라 포워딩 사업 부진으로 '23년도 약세를 보였다. '24년에 들어서 포워딩 실적은 소폭 회복하였으나 동남아 법인 실적 부진이 약세를 이었다.

(미국, 일본) 동사는 한국기업의 수출입 화물을 취급하기 위한 물류시설을 미국에 구축하고 있으며, 배터리 사업을 위주로 성장하고 있다. 한국 기업의 북미진출이 활발해지며 CL분야 국내 점유율 1위인 동사의 역량을 활용할 수 있는 기회로 여겨진다. 특히 북미 중심의 배터리 공급망 현지화에 따라 주요 배터리 제조사들이 현지에 대규모 투자에 나서 관련 물류 시장이 성장하고 있으며, 배터리 보관 이슈로 특화된 물류시스템이 필요한 분야이다. 동사는 '23년도에 3,000억원 이상의 단일 프로젝트 물류를 수주한 바 있다.

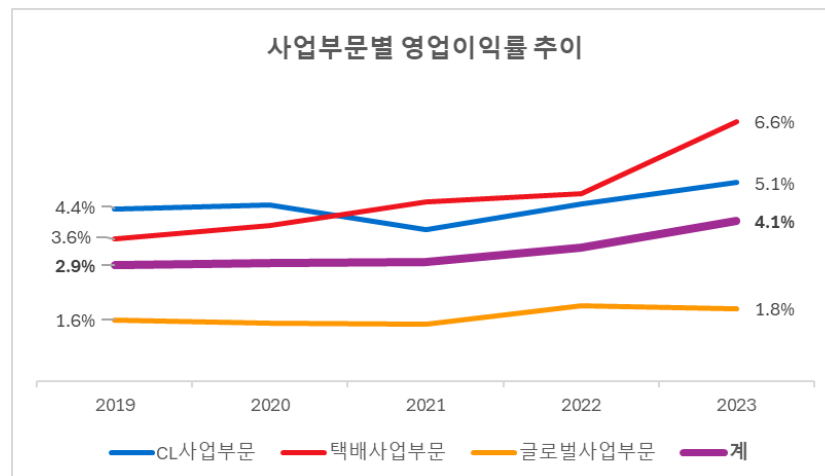
이 외에도 동사는 미국과 일본의 주요 물류기업들과 함께 수출통관, 포워딩, 현지 배송을 원스톱으로 연결하는 역직구 물류 네트워크를 구축했다. '23년 역직구 규모는 1.6조원 대였으며, 이 중 미국이

2,281억원, 일본이 2,267억원, 동남아시아가 908억원에 달한다. 협약에 따라 미국의 경우, CJ대한통운이 항공 포워딩을 통해 상품을 미국 로스앤젤레스공항, 뉴욕 JFK공항 등으로 운송하면 라스트마일 배송망을 갖춘 FedEx 등 복수의 현지 대표 물류사가 배송을 담당한다. 일본에서는 CJ대한통운과 배송계약을 체결한 택배사가 도쿄 나리타공항 등에 도착한 역직구 상품을 최종 고객에게 전달한다.

(동남아시아) 동사는 생산기지 이동, 교역 확대에 따라 아시아로 이동하는 물류 거점을 선점하고자 투자해왔다. 적극적인 투자를 통해 인도에서는 CJ다슬이 24년 상장하였고, 영향력을 확대하고 있다. 하지만 인도 외 동남아시아 지역에서는 지속적인 마이너스 성장세가 나타나고 있다. 말레이시아에서는 21년부터 철수설이 이어지고 있다. 동사는 22년 말레이시아에 1,000억원 규모의 투자 계획을 발표하였고, 현지 인력 교육과 동사의 첨단물류시스템 TES를 현지화하는 과정을 거쳤으나 현재 매출 성장은 없다. 베트남 법인에 대해서는 인력 구조조정을 통해 수익성 개선에 나선 상황이다.

2)-2 수익성 : 영업이익, 당기순이익

'23년 당기순이익은 2,429억원으로 전년 대비 461억원(23%) 증가했다. 매출액 크기를 비교해보면 글로벌>택배>CL 순으로 규모가 크다. 다만 영업이익에서는 수익성이 높은 택배와 CL 사업의 지분이 확대되어, 택배사업이 51.2%, CL 사업보문이 30%를 차지하며 글로벌 사업의 비중은 16.1% 수준이다.

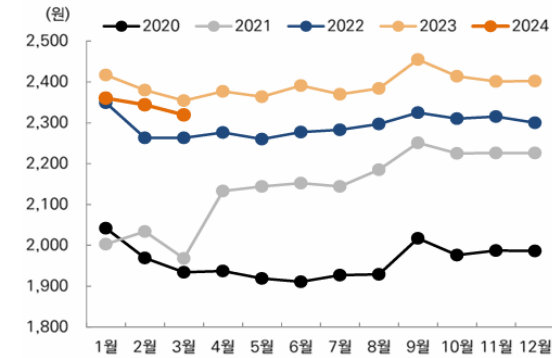


CL 부문은 영업이익률이 지난 '21년 3.9%에서 '23년 5.1%까지 상승했다. 수익성 개선 요인은 주요 거점을 통합하고 하역 작업 등에 자동화 설비를 확대하며 생산성을 개선하여, 원가 절감 효과를 얻은 것이다. 이에 따라 23년도에 CL 부문은 경기둔화 우려에도 사상 최고 수준의 마진 OPM 5%를 기록하였다.

택배 부문은 동사의 영업이익 비중이 가장 높은 분야이며, 상승율도 컸다. 동사는 실적발표 현장에서 "택배와 이커머스 사업부문의 마진 개선에는 '20년부터 3년동안 개발, 투입한 주요

신기술과 늘어난 연구 인력이 주요하게 작용했다”고 언급하였다. 택배 ASP 의 증가도 꾸준히 이어졌다. 20 년도 이후 택배 단가는 지속적으로 상승 추세를 보이며 동사의 수익성을 부양했다.

그림 2. 월별 택배 단가 추이

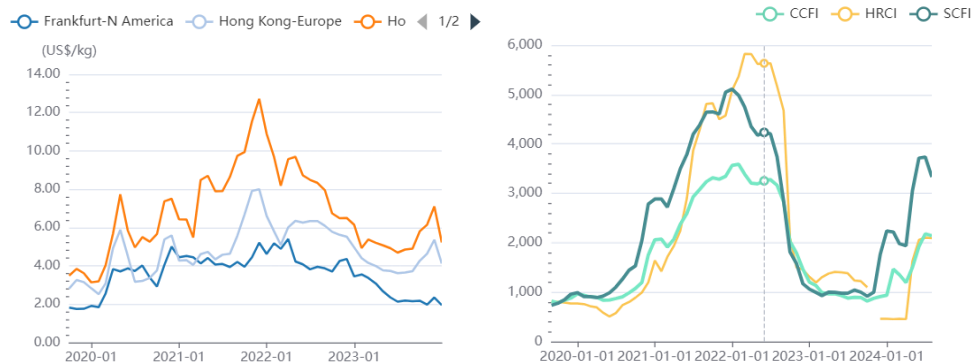


자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 부문에서 내는 영업이익은 기존에도 타 사업부의 절반 수준이었으며, 성장세 또한 지지부진하다. 글로벌 부문의 영업이익은 해상, 항공운임과 같은 외부요인의 영향을 받는데, 이들은 3 년 간 우상향 추세를 보였던 택배 ASP 와 달리 '22 년 이후 부진하였다. 글로벌 항공운임은 22 년 1 월 이후, 해상운임은 같은 해 6 월 이후 급락세를 보였다.

이 같은 리스크에 대해 동사는 첨단 기술로 수익성을 개선한 국내 경험을 글로벌 사업에 녹여내기 위해 노력하고 있다고 밝혔다. 실제로 미국 법인에서는 선제적 기술 투입에 힘입어 수익성을 끌어올리고 있는 것으로 파악된다. 동사 미국 법인은 1Q23 기준 매출 2,991 억 원, 영업이익 44 억원을 기록하였고, YoY 비교 시 매출은 5.6% 증가한 사이에 영업이익이 22.2% 증가하며 글로벌 환경에서도 수익성을 강화할 수 있다는 단초를 보여주었다.

(좌)항공운임지수 (우)해상운임지수



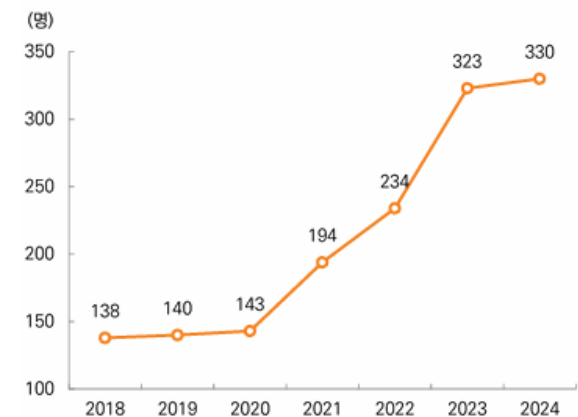
출처: Aircrgo News, Shanghai Shipping Exchange

3) 최근 이슈 및 투자 사업

3)-1 TES(Technology, Engineering, System & Solution)

과거 물류업은 물량을 따오기 위해 가격을 낮추면서 경쟁했다면, 현재는 기술 중심의 고품질 서비스를 제공하면서 고수익을 얻는 사업으로 바뀌고 있다. 당사는 2020년부터 기술 투자를 본격적으로 시작하였고 지속적인 연구개발 노력에 따라 TES 연구소 인력은 2020년 140명에서 2024년 330명으로 증가했다.

그림 11. 동사 TES 사업부 연도별 인력 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

동사는 TES 물류기술 연구소를 중심으로 물류산업의 디지털 전환을 시도하고, 스마트 물류 역량을 제고하고 있다. 고강도의 인력 노동을 대체하기 위한 하차 자동화 로봇 팔과 컨베이어 벨트부터 빨판 형태로 박스를 흡입해서 필요한 곳에 놓는 디팔레타이징 자동화 공정까지 전반의 물류 공정에서 최신 기술을 적극 활용하고 있다. 자동화의 또 다른 이점은 지속적인 데이터 축적에 있다. 상자의 체적, 중량 및 상하차의 요일 패턴 등을 파악하고 예측하는 AI 데이터 분석을 통해 공정을 효율화하는 동시에 물류비를 절감한다.

상자 크기 최적화를 통한 적재율 제고 및 원터치 포장, 박스테이프 형태의 송장으로 테이프 사용량을 절감하고 생산성을 높이는 스마트/친환경 포장은 이미 현장에 도입하기 시작했다. 고속도로 운항을 다루고 돌발 상황과 악천후 대응 시스템을 갖춘 간선운송 자율주행은 미들 마일 영역에서 빠른 속도로 전개될 것으로 기대된다.

3)-2 글로벌 사모펀드사와 MOU

글로벌 사모펀드 기업 어피니티에쿼티파트너스와 전략적 업무협약(MOU)를 체결했다. 이번 협약 체결에 따라 동사는 향후 어피니티의 포트폴리오사(지분투자기업) 필요 발생 시 물류 컨설팅 기반의 인프라 및 운영 프로세스 효율화를 추진할 예정이다. 또한, 어피니티의 신규 지분투자 과정에서 필요시 해당 기업의 물류 체계 비효율을 발굴하고, 운영 프로세스를 개선하기 위한 컨설팅 기회도 모색할 예정이다. 어피니티에쿼티파트너스는 서울, 싱가포르, 베이징, 홍콩, 시드니 등에 거점을 두고 투자하는 글로벌 사모펀드로, 현재 버거킹, 락앤락, 서브원, 요기요 등 다양한 산업군별 국내 주요 기업들을 포트폴리오사로 두고 있다. 이에 따라, 어피니티의 다양한 포트폴리오사와 향후 투자 예정 기업들을 대상으로 물류 수주 기회를 확보할 수 있는 것이라는 기대감이 증가하고 있다.

3)-3 더 운반

‘더 운반’은 차주와 화주를 직접 잇는 미들마일 운송 플랫폼이다. 기존 화주→주선사→운송사→차주로 이어지던 계약 과정을 화주→차주로 간소화함으로써 화주의 평균 운임을 약 5~15% 낮추는 효과를 냈다. 거래 과정에서 물류 정보를 독점해 오던 주선사 등을 소거, 중개수수료를 없애고 투명성을 확보하였다. 이와 함께 AI알고리즘에 기반한 최적운임 산출, 최적 운송경로 및 복화 알고리즘 등의 초격차 기술 서비스를 바탕으로 차주 편의성도 높이고 있다. 이러한 노력에 힘입어 ‘더 운반’은 작년 7월 정식 론칭 이후 1년 만에 화주고객사 3000곳, 차주 4만 명을 확보하는 성과를 냈다.

IV. 투자포인트

1) 우수한 시장지배력 및 기술개발을 통한 OPM 개선

동사는 우수한 물류네트워크와 시장지위 및 꾸준한 기술개발을 바탕으로 영업수익성을 점진적으로 개선시켜 나가고 있다. **영업이익률은 20년 3.0%에서 23년 4.1%, 23년 1Q 3.5%에서 24년 1Q 3.7%로 개선되고 있다.**

구 분	2020	2021	2022	2023	2023.1Q	2024.1Q
영업이익						
CL	1,151	1,035	1,241	1,443	350	413
택배	1,267	1,644	1,743	2,461	490	535
글로벌	641	645	969	774	143	116
건설	194	115	165	124	7	30
계	3,253	3,439	4,118	4,802	990	1,094
영업이익률						
CL	4.5	3.9	4.5	5.1	5.2	5.9
택배	4.0	4.6	4.8	6.6	5.4	5.7

기술 투자의 효과는 동사의 마진 개선에서 확인할 수 있다. 동사의 **택배 부문** OPM은 2020년 4.7%에서 2023년에는 6.6%로 1.9% 상승하였다. 현재 동사의 택배 물량의 95% 이상이 **자동화 분류 시스템(휠소터 등)**을 통해 처리되며 익일 배송률 역시 2020년 80% 이하에서 2023년 90% 이상으로 증가했다. **CL** 부문의 OPM역시 2020년 4.5%에서 2023년에는 5.1%로 0.6% 증가하였다. 현재 **화물의 분류, 피킹을 로봇이 수행하며 피킹/고단렉 셔틀 AGV, AMR 등이 도입되어** 물류 작업이 더욱 빠르고 낮은 비용으로 처리되고 있다.

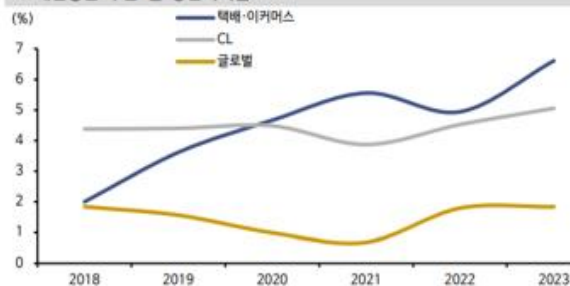
고단렉 셔틀 AGV



휠소터

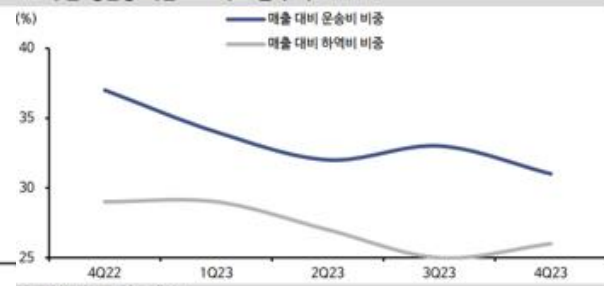


CJ대한통운 부문 별 영업이익률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

CL 부문 생산성 혁신 프로젝트 결과 지표



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2020년 기술 개발 시작 후 성과로 직결되는 성과를 보인 동사는 현재 여러 신기술을 개발, 현장에 적용해 수익성 개선을 이어나갈 뿐 아니라 차별화된 서비스로 경쟁 택배사들과의 격차를 벌리고자 한다. 기술개발 현황은 다음과 같다.

-하차 자동화 : 로봇팔과 컨베이어 벨트를 활용해 고강도의 인력 노동을 대체할 예정이다.

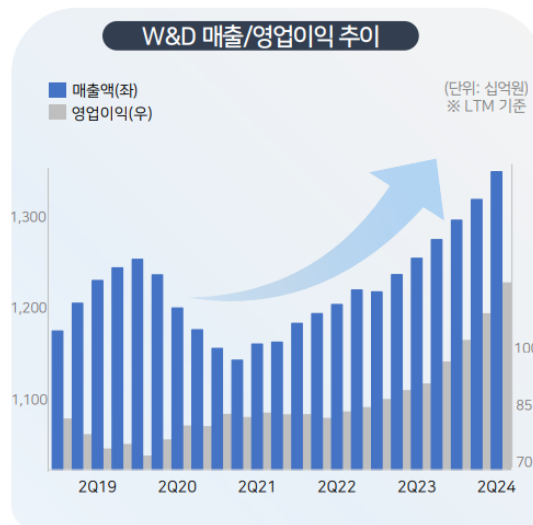
-디팔레타이징 자동화 : 카메라가 박스의 어느 부위를 흡입해야 안정적으로 들 수 있는지 파악해박스를 흡입해 필요한 곳에 놓는다.

-AI 데이터 분석 : 자동화 로봇을 사용해 데이터를 획득하고, AI 데이터 분석을 통해 공정을 효율화할 수 있다. 예를 들어 상자의 체적, 중량 및 상/하차의 요일 패턴 등을 파악하고 예측한다. 이를 토대로 딱 필요한 수의 간선 차만 배치하면서 물류비를 절감한다.

-스마트/친환경 포장 : 이미 현장에 도입한 기술로, 상자에 넣어야 할 물품에 가장 적합한 상자 크기를 결정해 상자의 크기를 최적화하면서 적제율을 높인다. 또한, 원터치 포장, 박스 테이프 형태의 송장으로 포장 생산성을 높이고 테이프 사용량을 절감한다.

-간선운송 자율주행 : 고속도로 운항 및 돌발 상황과 악천후 대응 시스템을 개발하고 있다.

2) 물류 난이도 증가에 따른 1PL → 3PL & 4PL 전환 가속화



매년 20만건 이상의 통신판매사업자가 등록, 작년에는 상반기에만 13만건 이상이 등록되는 등 이커머스 시장의 사업자가 지속적으로 증가하고 있다. 시장성장은 한정돼 있는 반면 플레이어(셀러)가 증가하면서 경쟁은 점점 치열해지고 있는데, 셀러는 소비자를 공략하기 위해 상품을 접하는 채널, 상품의 종류(SKU), 상품이 전달되는 배송방식을 다양화 및 확대하고 있어 물류업무의 난이도가 더욱

높아지고 있다. 셀러는 공격적으로 소비자를 공략하기 셀러는 쿠팡, 11번가, G마켓 등 오픈마켓을 비롯해 대형마트, 편의점 등 오프라인 유통까지 온·오프라인을 넘나드는 채널은 물론 라이브 커머스, 크라우드 펀딩, 정기구독, 선물하기 등 다양한 판매방식을 시도하고 있다. **입점된 채널과 판매방식이 다양하다는 것은 그만큼 다양한 납품시간, 형태로 물류가 처리되어야 한다는 것을 의미한다.** 셀러가 취급하는 **상품의 종류 역시 많아지면서 온도, 습도, 조도 등 상품의 품질을 유지하기 위해 필요한 보관 환경 역시 다양해지고 있다.** 제품 세부 카테고리에 따라 상온, 정온, 냉장 등 물류센터 보관환경이 모두 다른 화장품부터 반품률이 높아 철저한 검수·검품 작업을 요하는 의류, 온도관리가 매우 주요한 식품 및 주류까지, 이에 더해 상온-냉장, 냉장-냉동, 상온-냉장-냉동 등 이종물류서비스에 대한 니즈까지 생겨나고 있다.

구분	제품 종류	적정온도
기초(전정)	토너, 알로에 및 수당젤, 마스크	7~10°C
	화이트닝, 레티놀, 비타민 제형	10~13°C
	플루이드, 로션, 크림 제형	12~15°C
오일(색조/클렌저)	각종 오일류, 클렌저, 밤, 색조	15~20°C

소비자경험이 중요한 요소로 안착하며 **포장방식 역시 복잡해지고 있다.** 당일배송, 익일배송, 새벽배송, 도착보장 등 다양한 빠른배송서비스 역시 당연시되면서 업무의 타임라인을 효율적으로 구성하는 것 역시 필수 요소가 되었다. 이처럼 **고객의 니즈는 더욱 다양화되고 물류작업의 난이도는 더욱 어려워지고 있다.**

(항목별 물류서비스 니즈현황)



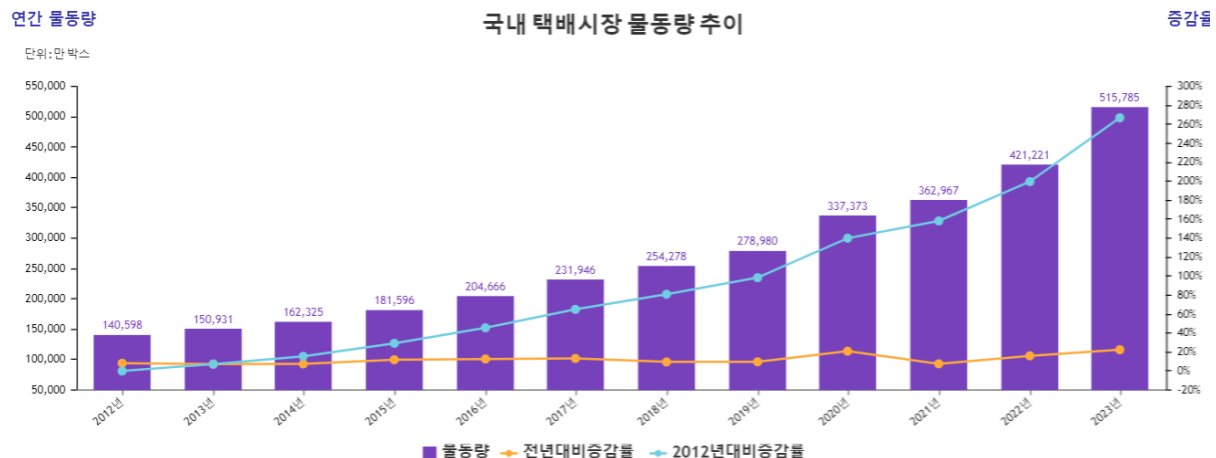
기존에는 자체적으로 물량을 소화했으나 사업이 성장하면서 처리해야 하는 물량이 증가하고 일반 택배배송에 더해 다양한 배송옵션에 대응해야 하는 셀러들은 상품기획, 마케팅 등 비즈니스의 질적성

장에 집중하기 위해 물류업무를 아웃소싱하며 3PL 및 풀필먼트(4PL) 신규 수주 계약이 꾸준히 증가하고 있는 것이다. 이는 현재 M/S 1위이자 기술력이 높은 동사에게 집중되어 동사의 수혜가 꾸준할 것으로 전망된다.

3) 택배 Volume(물동량)의 꾸준한 성장

3)-1 국내 택배 물동량의 꾸준한 증가

2023년 국내 연간 택배물동량은 51억5천만건으로 22년(42억1천만개) 대비 22.45% 성장하며 또다시 사상 최대치를 경신했다. 물동량 증가율은 전년 대비 21년 7.59%, 22년 16.05%, 23년 22.45%로 증가세가 가속화하는 모습을 볼 수 있다. 대한민국 국민 1인당 택배 건수는 80건이 넘어섰으며 이를 가구당으로 환산 시 연간 200건 이상의 택배물량이 발생 중인 상황으로 세계적으로도 가장 높은 수치이다.



최근 4년간 택배 물동량 및 1인당 택배 이용횟수 현황

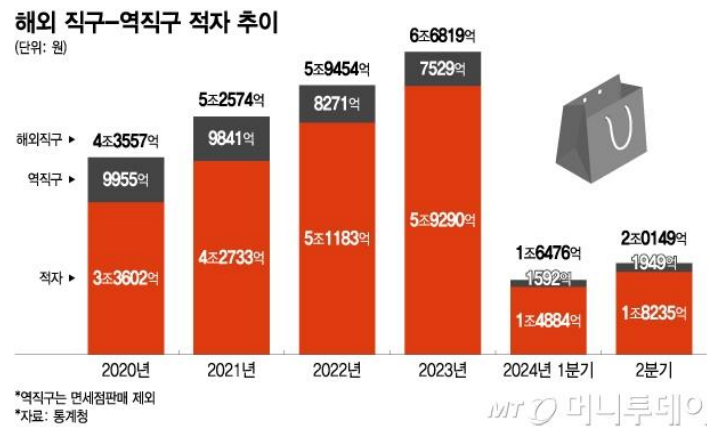
(단위 : 천개)

구분	2020	2021	2022	2023
1월	245,330	291,111	303,403	369,947
2월	242,554	260,592	291,383	346,264
3월	289,383	315,373	344,429	391,919
4월	262,725	303,306	332,541	376,390
5월	272,711	293,547	344,274	409,556
6월	294,951	300,869	338,545	409,096
7월	287,254	310,787	339,664	405,156
8월	261,681	288,653	357,138	409,333
9월	292,500	301,139	344,454	
10월	290,742	299,389	354,200	
11월	304,200	332,668	383,853	
12월	329,700	332,240	389,159	
합계	3,373,730	3,629,674	4,123,043	3,117,662
주민등록인구(명)	51,829,023	51,638,809	51,439,038	
1인당 이용횟수(건)	65.1	70.3	80.2	

3)-2 반쿠팡 동맹 결성에 따른 신세계 그룹과의 물류부문의 협력

동사는 후술할 쿠팡과의 경쟁 심화로 인해 신세계 그룹과 반쿠팡 동맹을 결성하며 물류부문에서의 협력을 이어나가고 있다. 지난 6월 신세계그룹과 CJ그룹이 전방위 동맹을 맺으며 동사가 G마켓과 SSG닷컴 등 신세계 온라인 쇼핑 사업의 물류 부문을 도맡게 되었다. 7월부터 G마켓 물량이 유입되기 시작하였는데, G마켓의 월간 택배 물량은 월 140만Box~220만Box이며, 2025년 시작되는 SSG닷컴 물량은 월 약 300만Box에 달할 것으로 보인다.

3)-3 C커머스 물량 증가 및 알리익스프레스와의 협력



한국 전자상거래 시장에서 2023년 중국 플랫폼을 통한 구매액은 전년 대비 121.2% 증가한 3조3천억원으로 미국 플랫폼을 거친 구매액(1조9천억원)을 크게 웃돈다. 미국은 관련 통계가 작성된 2014년 이후 한국의 최대 전자상거래 구매국 자리를 유지해오다 지난해 처음으로 중국에 밀렸다.

중국 플랫폼의 한국 시장 잠식도 빨라지는 모습이다. 국내에서 활동하는 전자상거래 플랫폼을 분석한 결과 월간 사용자 수(MAU)를 기준으로 1위 쿠팡, 2위 알리익스프레스, 3위 11번가, 4위 테무, 5위 G마켓이었다. 하지만 지난해 1월만 해도 이 순위는 1위 쿠팡, 2위 11번가, 3위 지마켓, 4위 티몬, 5위 알리익스프레스였다. 1~4위가 모두 한국 기업이었던 상황에서 1년 반도 안 돼 중국 기업이 2위와 4위에 오른 것이다.

MAU 순위	2024년 1월	2024년 5월	2024년 8월
1위	쿠팡	쿠팡(3112만명)	쿠팡(3183만명)
2위	11번가	알리(830만명)	알리(904만명)
3위	G마켓	11번가(800만명)	11번가
4위	티몬	테무(797만명)	테무
5위	알리	G마켓	G마켓

특히 알리 익스프레스의 월간 사용자 수는 쿠팡에 이은 2위로 전달 대비 7.2% 증가했다. 알리의 지난해 7월 사용자 수는 476만명으로 1년여 만에 430만명 늘어난 셈이다. 알리는 중국 직구뿐 아니라 국내 제조사 상품을 파는 K-에비뉴를 운영 중이다. 최근 9개월간 입점 국내 판매자는 월 평균 148%씩 늘었다. 알리익스프레스는 해외직구와 케이베뉴에서 한발 더 나아가 이달(9월) 중 해외 직접판매(역직구) 사업도 시작한다. 지난 4년간 알리바바를 매개로 해외에서 발생한 한국 상품 매출은 34조3천 억원에 달한다. 지난해 기준 알리바바이커머스 플랫폼에서 한국 제품을 구매한 중국 소비자는 약 1억명으로 추산된다. 알리바바는 이미 라자다(동남아)와 타오바오(중국)를 통해 한국 제조기업들의 상품을 해외에 판매하고 있는데, 이 사업에 본격적으로 뛰어들어 알리가 가진 전세계 180여개 국가에서의 알리의 네트워크를 통해 한국 중소기업의 해외판로 개척을 도운다는 것이다. 최근 해외에서 인기가 높은 K-뷰티, K-패션, K-푸드 등의 관련 상품을 장착해 글로벌 시장 공략을 가속하고 이를 기반으로 국내 이커머스 시장에서 더 탄탄한 입지를 구축한다는 전략이다.

국내에서 중국 이커머스 업체, 특히 알리의 영향력이 빠르게 확대되고 있는 상황에서 동사는 지난 2022년부터 알리익스프레스의 주배송을 맡아왔다. 알리익스프레스의 한국택배 물량을 다자계약 형태로 동사가 80%를, 나머지를 한진, 롯데글로벌로지스, 우체국 소포가 나눠 맡는 방식이었다. 동사의 2023년 전체 해외직구 물량은 약 8000만건으로 이 중 약 40%가 알리에서 나왔다. 해외직구가 증가하면서 택배 사업에서 e커머스 사업매출이 차지하는 비중은 커져왔다. 동사의 1Q24 택배·e커머스 사업 매출은 2.9%, 영업이익은 8.5% 증가하였다.

올해 5월에는 이러한 기존 계약이 만료됨에 따라 알리익스프레스는 경쟁입찰을 통해 동사를 포함 이들 택배사와의 계약을 이어갔다. 일각에서는 알리익스프레스가 택배 단가협상을 유리하게 끌고 가기 위해 경쟁입찰방식을 택했다는 분석이 나왔는데, 동사 IR에 따르면 알리 익스프레스와의 계약에 있어 단가 인하 압박은 전혀 없었고, 알리 내 동사의 비중 역시 전년도 대비 증가할 수는 있어도 줄어들지는 않을 예정이다. 올해 들어 물동량 증가세가 큰 태무와 경쟁하는 알리인 만큼 동사가 협상우위에 있다는 것이다. 그러나, 국내 e커머스사에서도 택배사를 하나만 쓰는 경우가 많지 않고, 알리의 취급 물품이 다양화하면서 물량 배분 다변화는 불가피할 것이라는 분석이 대다수이다. 동사가 여전히 알리 물량의 상당 부분을 가져갈 것이지만, 물량 분산은 불가피하다는 것이다.

그럼에도 알리익스프레스의 국내시장진출은 M/S 1위인 동사에게 유리하게 흘러가고 있다. 알리는 3~5년 내 목표가 한국 온라인 쇼핑 플랫폼 고객의 절반(현재 국내 이커머스 이용자수는 약 3천 400만명으로 추산) 이상이 알리익스프레스를 이용하도록 하는 것이라며 국내 물류센터 확보 계획을 밝혔는데, 물류센터를 독자적으로 구축하기보다 한국의 파트너사와 함께 진행하려 한다고 밝히며 후보지를 물색 중에 있는데 알리의 국내배송 주계약사인 동사가 유리하다는 관측이 나온다.

V. 리스크

1) 이커머스의 새로운 강자, 쿠팡의 택배 시장 진입과 급성장

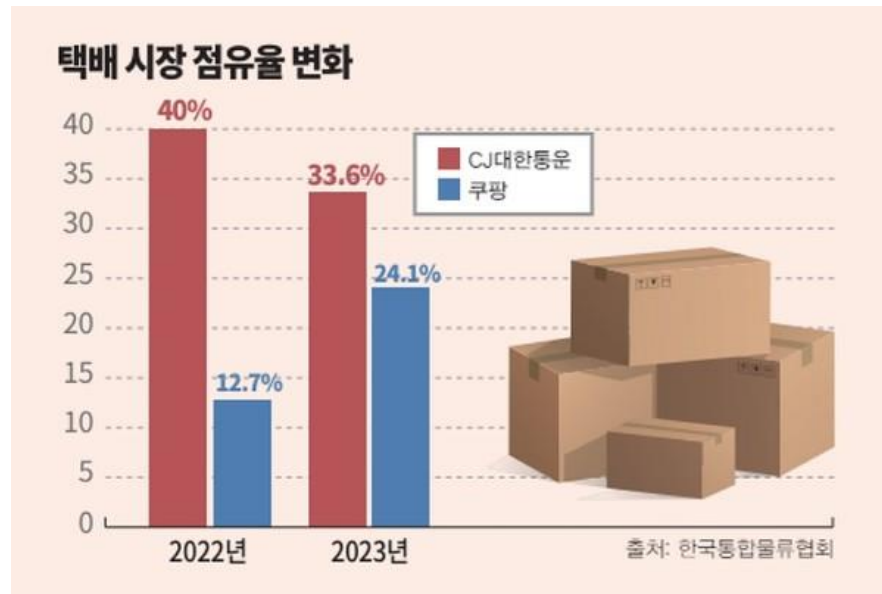
쿠팡, 컬리와 같은 이커머스를 기반으로 성장한 기업들이 속속 택배 면허를 취득하고 택배 시장에 본격적으로 진입하고 있다. 컬리는 신선이나 새벽배송 등 콜드체인 상품을 위주로 배송을 진행하기 때문에 단기간에 택배업계에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보이나 **쿠팡의 위협은 벌써 가시화되고 있다.**

쿠팡은 1천만 종류의 상품을 직접 매입하여 로켓배송으로 배송을 해왔기 때문에 택배업계에 큰 영향을 미치지 않았다. 그러나 2021년 쿠팡로지스틱서비스(CLS)를 통해 택배운송사업자 자격을 취득한 후 자사 직매입 상품의 로켓배송을 넘어 3PL과 풀필먼트 서비스로의 변신을 선언하면서 택배 시장의 새로운 강자로 떠올랐다. 한국통합물류협회에 따르면 **2022년 12.7%였던 쿠팡의 택배 점유율은 지난해 8월 기준 24.1%까지 상승했다.** 같은 기간 동사의 점유율은 40.0%에서 33.6%로 하락했다.

쿠팡이 빠르게 택배업계에서 영향력을 빠르게 확대할 수 있었던 데에는 풀필먼트 서비스인 ‘로켓그로스’가 큰 역할을 하고 있다. 로켓그로스는 쿠팡이 풀필먼트센터에 상품을 위탁하여 매입하는 방식으로 판매자의 재고를 위탁 보관하다가, 주문이 접수되면 판매자를 대신하여 피킹과 패킹, 배송까지 일괄적으로 책임지는 서비스로, 그 과정에서 발생하는 각종 수수료를 수익으로 취하는 비즈니스모델이다. 로켓그로스는 쿠팡 입장에서는 기존의 직매입 방식과 달리 비용이 적게 들고, 소비자 입장에서는 직매입 상품 외에도 로켓배송 혜택을 누릴 수 있다는 장점을 가지고 있다. 또한, 소량, 상품 1개도 입고가 가능해 **대량으로 상품을 입고시킬 필요가 없어 중소상공인친화적인 만큼 중소상공인과의 원원으로 거친 매출성장세를** 보이고 있다 이에 따라 쿠팡은 로켓그로스를 지난해 3월 선보인 후 빠르게 입점 셀러들의 가입을 늘려 재고, 판매, 배송에서 모두 전문 물류 업체를 이용하던 기존 중소 규모 셀러들을 흡수하였다. 로켓그로스 배지가 달린 상품들이 쿠팡에서 최우선으로 고객에게 검색이 되는 점도 판매자들에게 로켓그로스 이용을 유인하는 요소로 작용하고 있다. **이에 따라 로켓그로스 서비스를 이용하기 시작한 판매자 수는 2Q24에 YoY 150%, QoQ 25% 상승하였다.**

한편 물류인프라 측면에서의 쿠팡의 입지 역시 더 견고해질 것으로 보인다. 2021년만해도 동사가 약 97만평의 물류센터 부지를 보유하며 약 70만평 규모의 쿠팡보다 앞서고 있었으나, 쿠팡이 **물류인프라 구축에 약 7조원 가까이**를 투자함에 따라 **2023년 기준으로 어느새 100만평을** 넘어섰다. 쿠팡의 물류인프라는 향후 1~2년내 최소 130만평 이상으로 규모가 확대될 것으로 관측되고 있다. 고용 인력 또한 쿠팡 물류센터에 근무하는 인원은 약 4만 5천명, 배송 인력은 1만 5천명 수준으로, 국내 기업 중 3위에 해당하는 엄청난 규모를 보이고 있다. 현재 쿠팡은 그동안 외부 택배업체에 위탁하던 배송 물량을 대부분 내부로 회수하고 있어, 일부 택배사들이 물동량 이탈로 인해 직접적 타격을 받은 상태이다.

쿠팡이 물류 인프라와 서비스 확장을 통해 빠르게 시장 점유율을 확대하고 있는 가운데, 당사는 **신세계 그룹과 네이버와의 협력을 강화**하며 이에 대응하고 있다. G마켓 풀필먼트센터, 쓱닷컴 물류센터 등을 통해 신세계그룹의 물류 기능을 이관 받아 계약물류 매출을 증대시키고, 규모의 경제를 실현하고 있다. 또한, 네이버 스마트스토어 셀러들의 상품을 위탁 보관하는 등 네이버와의 협력을 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 이를 통해 당사는 시장 변화에 능동적으로 대응하며, 쿠팡의 압박 속에서도 사업 지위를 공고히 하기 위한 전략적 노력을 지속하고 있다.



2) 완전히 해소되지 않은 노조 리스크

4년 가까이 지속된 택배 노조와의 갈등은 아직 완전히 해결되지 않은 상태다. CJ대한통운은 2024년 상반기, 전국 택배 노동 조합과의 단체교섭 거부가 부당하다는 항소심(2심) 판결을 받았다. 서울고등법원 행정 6-3부는 CJ대한통운이 중앙노동위원회 위원장을 상대로 제기한 소송에서 1심과 동일하게 원고 패소 판결을 내렸다. CJ대한통운은 단체 교섭 거부가 부당노동행위라는 재심 판정을 취소해달라고 요구했지만, 법원은 이를 받아들이지 않았다.

노조와의 갈등은 2020년 3월에 시작되었다. CJ대한통운이 특수고용직인 택배기사들로 구성된 택배 노조의 단체교섭 요구를 거부하자, 노조는 이에 불복해 노동위원회에 구제 신청을 했다. 갈등의 근본적인 원인은 CJ대한통운의 고용 방식에 있다. 경쟁사인 쿠팡은 직고용 체제로 주말배송을 운영하는 반면, CJ대한통운은 택배기사를 대리점을 통해 간접 고용하고 있다. 이로 인해 직접 근로 계약이 없는 상황에서 원청의 실질적 지배력과 책임에 대해 양측의 입장이 충돌해 왔다. 이러한 갈등은 현재 대법원의 최종 판결을 앞두고 있으며, 법적 분쟁이 장기화되면서 완전히 해결되지 않고 있다.

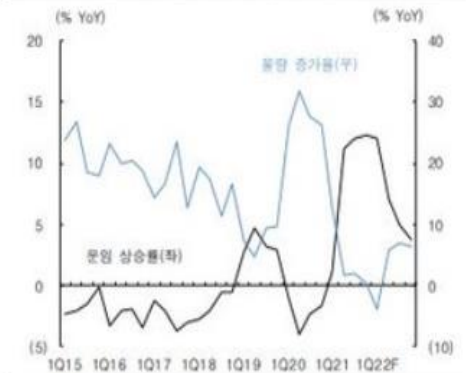
이러한 노조 리스크는 실제로 CJ대한통운의 경영 실적에도 영향을 미친 바 있다. 2022년에는 노조의 반복된 파업과 갈등으로 인해 **택배 운임이 상승했음에도 불구하고, 물량 증가율이 둔화되는 모습을 보이며 운임 상승의 긍정적 효과가 제한되었다**. 이는 노조 리스크가 회사의 전반적인 경영 실적에 부담을 줄 수 있다는 점을 시사하며, 시장에서는 이러한 리스크를 완전히 무시할 수 없는 요소로 평가하고 있다.

[그림 1] 1분기 파업 피해를 감안해도 올해 성장세는 지속



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

[그림 2] 택배운임과 물량이 함께 개선되지 못하는 상황



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

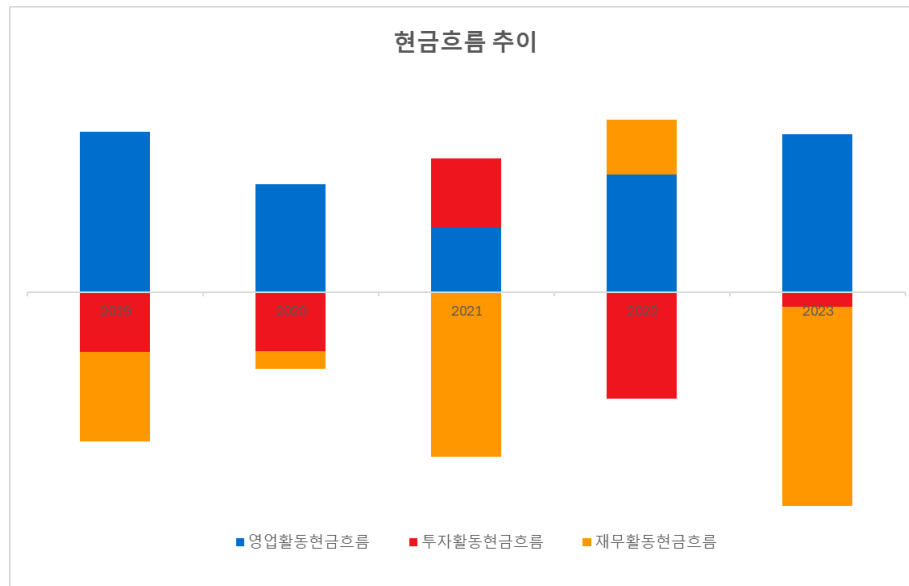
다만, 최근 동사가 주 5일 근무제와 주 7일 배송 서비스를 도입하며 노조와의 합의를 이루어 가고 있어, 관련 리스크 해소에 대한 기대감이 커지고 있다. 동사는 내년부터 도입 예정인 ‘매일 O-NE’ 서비스와 관련해 주 7일 배송을 위해 소득 감소 없는 주 5일 근무를 약속하며 회사, 대리점, 택배기사, 전국택배 노동조합 간 상호 협의를 이끌어냈다. 물론, 주 7일 배송과 주 5일 근무를 위해 추가 인력 고용 및 재배치가 필수적인 만큼, 향후 택배비 인상 등의 우려로 지속가능성 측면에서 부담이 존재한다. 그러나 오랜 대립 끝에 양측이 협력의 전환점을 맞이하며, 앞으로의 관계 개선 가능성도 엿보이고 있다.

3) CAPEX 투자와 재무 리스크

동사는 물류 사업의 경쟁력 강화를 위해 풀필먼트 사업 확장, 자동화 설비 도입, 물류센터 고도화 등 대규모 CAPEX 투자를 지속하고 있다. **2019년부터 2023년 말까지 투자한 총 CAPEX 규모는 1.6조 원에 달하며, 향후에도 소형 택배 상품 분류를 전담하는 멀티 포인트(MP) 설비와 장성복합 물류 터미널에 대한 추가 투자가 예정되어 있다.**

물류산업에서 CAPEX 투자는 자동화와 효율성 증대를 통해 운영 비용을 절감하고 서비스 품질을 높이는 데 중요한 역할을 한다. 그러나 자본 집행에 따른 부채비율 상승과 유동성 압박도 초래할 수 있다. 실제로 동사의 **부채비율은 2Q24 139.9%로, 23년 말보다 8.5%p 상승했으며, 총 차입금은 동기간 1조 8,486억원에서 2조 1,705억원으로 17.4% 늘었다. 특히, 단기 차입금은 2023년 말 3,659억원**

에서 올해 2분기 7,377억원으로 약 2배나 치솟았다. 이러한 재무 지표는 CAPEX 투자와 신종 자본 증권 상환 계획 등이 맞물리면서 단기적인 재무 건전성에 부담을 줄 수 있음을 보여준다.



그럼에도 불구하고, 당사는 **영업활동현금흐름이 최근 3년간 상승세를 보이고 있으며**, 리스부채 증가(연결기준 리스부채 '19년 약 1조원 → '23년 12월 말 약 1.5조원)에도 **부채비율이 지속적으로 120~140% 사이의 비교적 안정적인 수치를 기록하며 양호한 재무안정성을 유지하고 있다**. 고정자산 투자와 신종 자본 증권 상환(약 2,000억원) 계획에 따라 차입금이 소폭 증가할 수 있으나, 보유 자산의 담보 가치와 미사용 여신한도, CJ 그룹의 높은 신인도를 통한 자본시장 접근성을 고려할 때, 재무 부담은 관리 가능한 수준으로 판단된다. 종합적으로, 현재의 재무적 리스크는 존재하지만, 당사의 안정적인 현금흐름과 재무 대응 능력을 감안할 때 우려할 정도는 아니며, 지속적인 관리가 가능할 것으로 보인다.

요약 재무상태표

(단위: 억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2Q24	증감
자산총계	91,100	96,435	89,939	96,933	93,576	95,301	+1,725
유동자산	23,222	25,385	23,482	29,565	24,883	27,450	+2,567
현금자산, 단기금융자산	2,588	4,425	3,009	9,248	4,308	5,018	+710
비유동 자산	67,878	71,050	66,457	67,368	68,693	67,851	-842
유형자산	35,190	34,962	33,121	33,642	33,279	32,998	-281
무형자산	16,733	16,367	11,920	11,974	11,850	12,119	+269
부채총계	54,548	56,036	49,776	56,590	53,145	55,574	+2,429
차입금	20,918	22,263	17,485	23,379	18,486	21,705	+3,219
리스부채	10,202	10,165	10,653	12,660	13,692	13,342	-350
자본총계	36,552	40,399	40,163	40,343	40,431	39,727	-704
부채비율	148.2%	138.7%	123.9%	140.3%	131.4%	139.9%	+8.5%p

차입금의 내역

당반기말

(단위 : 천원)

			유동 차입금	비유동 차입금	차입금 합계
차입금명칭	단기차입금		737,713,083	0	
	장기 차입금		180,774,302	313,223,416	
	사채	총장부금액	280,000,000	660,000,000	
		사채할인발행차금	(230,596)	(985,664)	
차입금명칭 합계			1,198,256,789	972,237,752	2,170,494,541

전기말

(단위 : 천원)

			유동 차입금	비유동 차입금	차입금 합계
차입금명칭	단기차입금		365,968,798	0	
	장기 차입금		207,660,438	218,206,030	
	사채	총장부금액	118,380,200	940,000,000	
		사채할인발행차금	(32,821)	(1,573,371)	
차입금명칭 합계			691,976,615	1,156,632,659	1,848,609,274

자료: 2Q24 CJ대한통운 반기보고서

VI. 밸류에이션

1) EPS 추정

동사의 '24년도 말 EPS는 '24년 1 분기와 2 분기 실적의 전년대비 증감율을 반영하여 하반기 실적을 추정하여 구하였으며, 이외에도 실적에 영향을 미칠만한 요소를 고려하였다.

1)-1 택배 사업

동사의 택배 물량 예상치는 기존 물량에 '24년도 상반기 성장률을 곱하여 구하였다. 여기에 한국시장 진입 초기 단계로 성장률이 급변하고 있는 알리 익스프레스 물량을 구분하여 계산하였으며, 전사적 차원의 협업을 진행하고 있는 신세계 계열의 이커머스 물량 또한 추정하였으나 '25년도에 반영될 예정으로 '24년 추정 주가에는 반영하지 않았다. 이에 따른 '24년도 예상 택배 물동량은 17.2억 Box이다.

a. 알리 익스프레스

알리 물량의 80%를 담당하는 것에서 절반이상을 담당하는 것으로 계약이 변경된 것을 고려하고, 알리 물량 자체의 확대를 반영했을 때, 월평균 물량은 450만 Box로 추정된다. 이에 따라 24년도 하반기 알리 물동량은 2,250만 Box, 25년 추정치는 5400만 Box이다. 이는 알리 익스프레스 물량 확대를 보수적으로 추산한 것으로, 현재 알리에서 추진하고 있는 K-Venue가 성공적으로 안착한다면, 위 제시한 물량에서 4/3 수준으로 확대할 수 있다.

b. 알리 외 기존물량

동사의 택배 물동량은 상반기 물동량의 전년 대비 증가폭인 3.6%를 반영하여 계산하였다. 23년도 알리 익스프레스 물량 3,000만 Box를 제외한 물동량은 16.2억 Box로, 이에 기반해 추정한 24년도 하반기 물량은 총 16.9억 Box이다.

c. 신세계 신규물량

동사와 신세계의 전략적 제휴로 대규모의 신규물량 유입이 예정되어 있다. 두 기업 간 협력은 2025년부터 매출에 반영될 예정으로, 신세계 온라인 커머스인 G마켓, SSG닷컴 물량이 확보될 예정이다. 각각의 물량을 살펴보면, G마켓 스마일배송의 월 250만, 연간 3,000만 박스 수준이며, SSG닷컴의 쓱배송과 새벽배송 물량은 월 200만건, 연간 2,400만 박스, 현재 기준으로 총 5,400만 박스이다.

이들의 3개년 성장률 평균치는 6.6%이며, 최근 성장률은 다소 둔화되어 20% 할인하였다. 이에 기반한 25년도 예상치는 **5,600만 Box**이다. 이는 비교적 보수적인 접근인데, 신세계와 동사의 협업으로 구매전환율 향상 모멘텀 또한 기대되기 때문이다. 네이버에서 24년 4월부터 시험적으로 매일오네 (당일/일요배송)를 도입한 이후, 오전 평균 주문건이 45%, 일요배송 주문건은 40% 이상 상승했다. 신세계와 매일오네의 결합으로 물류시스템 결합 및 배송 속도 향상으로 배송의 질이 높아진다면 네이버와 유사한 **구매 전환율 향상에 따라 추가 물동량이 기대된다**. 위와 종합하면, 택배 물동량 추정치는 25년도에 18.6억 Box이다.

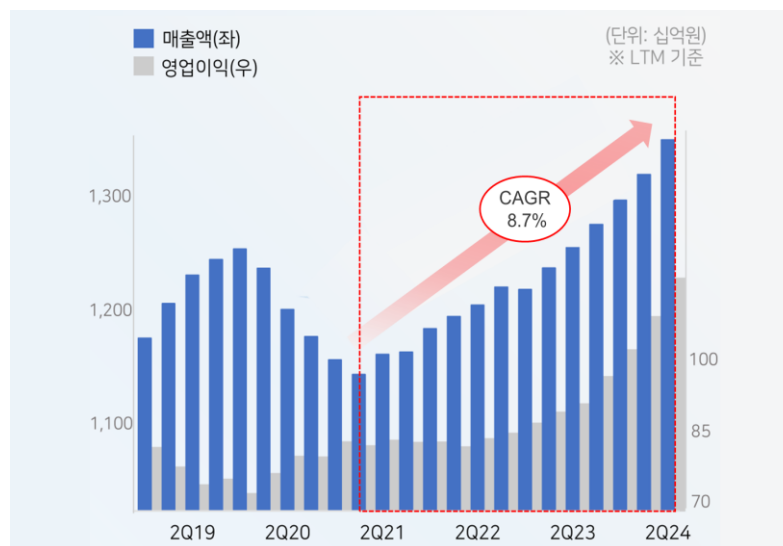
d. ASP

택배 물동량은 증가 추세인 것과 반대로, **단가는 1.3% 하락할 전망이다**. 택배 부가서비스 과금 시점도 예상보다 지연되면서 택배 단가가 제한적이지만 하락하고 있다. 이어 **소형 화물 비중 증가에 따른 구조적 택배 단가 하락**도 예상되는 상황이다. 이를 반영한 24년, 25년의 택배사업 매출액은 3.9조 원, 4.1조 원이다.

1)-2 CL 사업

a. W&D

W&D 매출액, 영업이익 추이



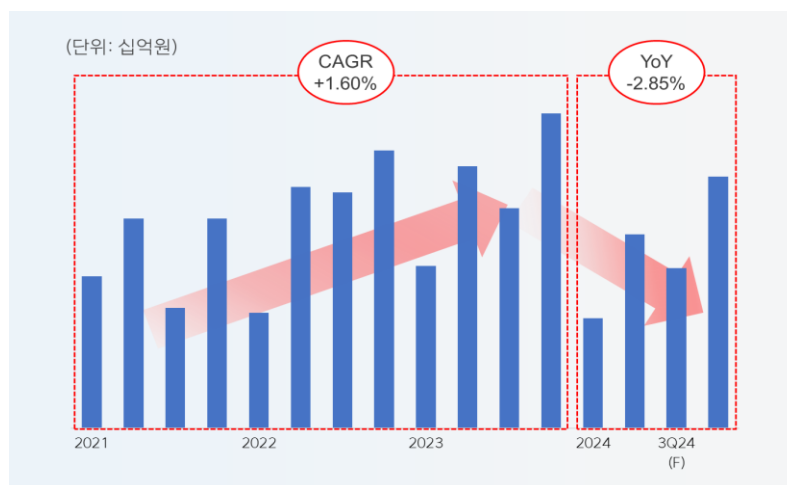
자료: CJ대한통운, 바이시그널 3조

물류 난이도가 상승하며 3PL이 성장하였고, 동사의 W&D 부문도 성장세를 이어가고 있다. 소비자의 구매 패턴이 소규모 다빈도 구매로 변화하며 물류 서비스 요구 수준이 상승하였고, 제조기업들이 지속적으로 3PL에 유입되는 추세이다. 이러한 시장 성장에 더하여 동사는 TES 기술에 기반한 경쟁력을 가지고 있다. 이에 따라 W&D 사업은 21년을 기점으로 일정한 규모의 외형성장을 보이고 있다.

동사의 23년도 W&D 매출액은 1조 2,310억원에 달한다. 여기에 '21-24년(F) CAGR 8.6%를 반영하여, 24-25년도의 매출액 추정치를 각각 1조 3,368억원, 1조 4,518억원으로 산출하였다.

b. P&D

P&D 매출액 추이



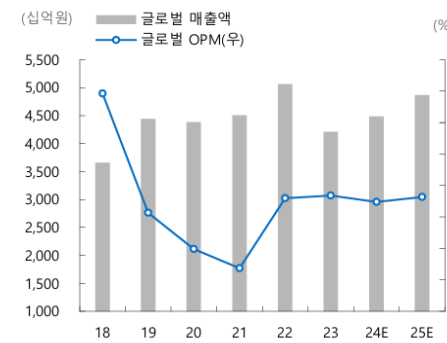
자료: CJ대한통운, 바이시그널 3조

P&D 부문은 24년 들어 매출액이 전년 동기 대비 3% 감소했다. 요인은 항만 물동량 감소, 완성차 선적물량 감소 등에 따른 것이었다. 동사는 수익구조 개선을 위해 저 수익성 화주에 대한 디마케팅을 진행하고 있어, 매출 추이는 단기적으로 부진할 것으로 보인다. 이에 따라 24년도에는 1,2분기에 이어진 매출 감소세가 이어질 것으로 추정하였고, 25년도에는 앞서 택배, W&D 추정과 동일하게 21년도 이후 성장률을 반영하였다. 이에 따라 **24, 25년도의 매출 추정치는 각각 1.57조원, 1.6조원이다.**

1)-3 글로벌 사업

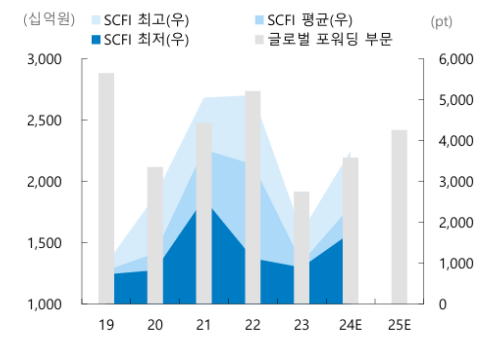
a. 글로벌 부문 매출액 개요

그림5. CJ대한통운 글로벌 매출액 및 OPM 추이



자료: CJ대한통운, IM증권 리서치본부

그림6. CJ대한통운 글로벌 포워딩 매출액 및 SCFI 추이

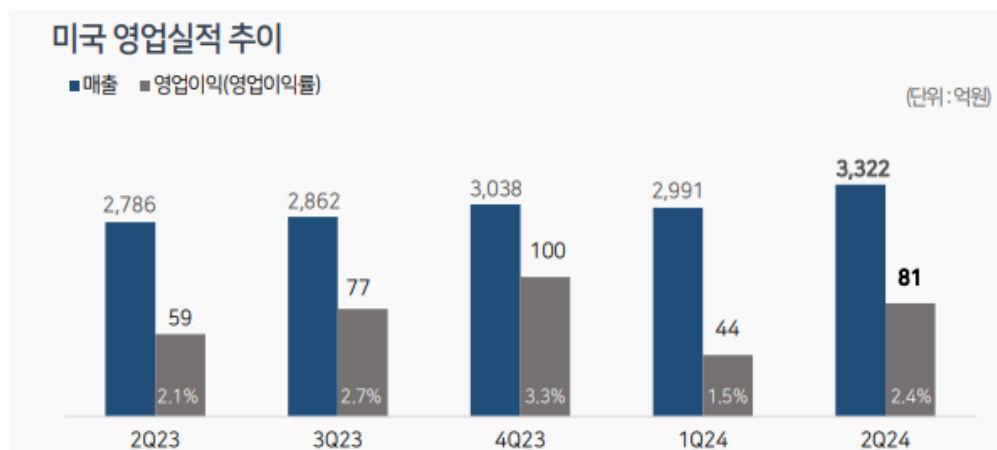


자료: CJ대한통운, IM증권 리서치본부

자료: IM증권 리서치본부, 바이시그널 3조

글로벌 부문 매출액은 24년도 2분기 기준, 1조 1,240억원으로서 전년 대비 약 5.0% 증가하였다. **동사의 글로벌 부문 매출액 추정에 있어, 각각의 권역을 미국, 인도, 동남아 그 외 지역 등 총 세 지역으로 나누어 추산하였다.** 전반적으로, 24년도 2분기 기준, 미국과 인도 법인의 실적이 큰 호조를 보였고, 베트남 등 동남아 법인의 실적은 다소 부진했다. 우선, 미국과 인도 법인의 미래 매출액 추정에 있어, 과거 23년도 1분기부터 24년도 2분기까지의 CAGR을 측정했고 이에 동사의 사업 현황에 따른 추가 스프레드를 고려했다.

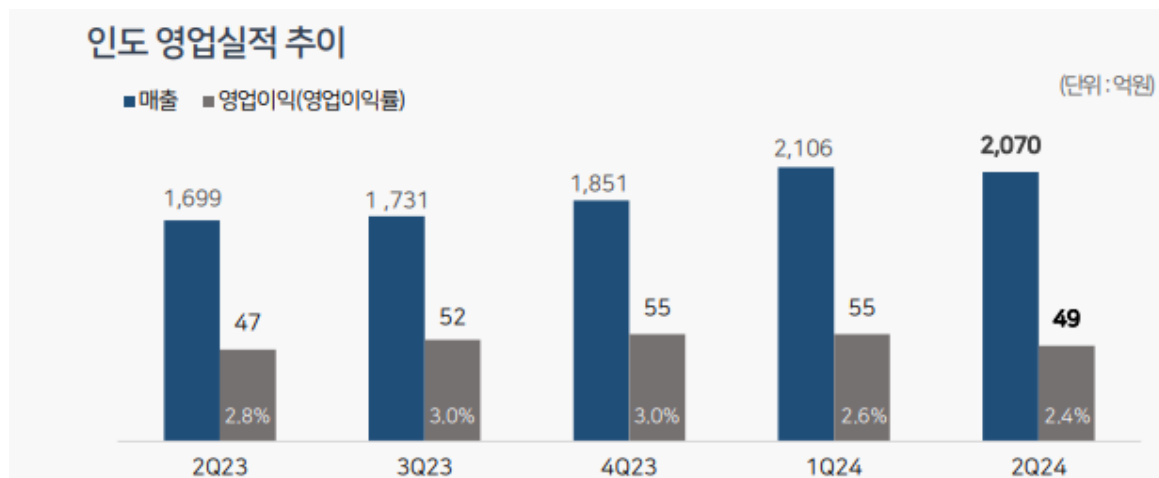
b. 미국 법인 매출



자료: CJ대한통운, 바이시그널 3조

미국 법인의 경우, W&D CPG 등 물량이 증대되며, 포워딩 연계 매출이 추후 확대될 것이라 전망된다. 또한, 당사는 미국 뉴센추리 지역에 냉장, 냉동 제품의 물류에 특화된 2만 7000제곱 미터의 콜드체인 물류센터를 건립 중이며, 해당 센터를 25년도 3분기부터 운영하겠다고 공시했다. 해당 센터가 본격 가동되면 미국 전역의 85% 지역에 2일내 배송이 가능해지기 때문에, **미국 법인의 수익성이 크게 증대될 것으로 판단된다.** 따라서, 미국 법인의 추후 수익성 증대를 고려하여, 미국 법인의 과거 23년도 1분기부터 24년도 2분기까지의 CAGR 성장률인 2.70%에 가장 높은 증가폭을 보였던 24년도 1분기부터 24년도 2분기까지 성장률인 11.07%를 가산한 값의 중간값인 6.88%를 미국 법인 매출액의 미래 성장률로 추정했고, 이를 미래 매출액 추정에 반영하였다. 해당 추정에 입각하여, **미국법인의 24년도 예상 매출액은 약 1조 3,229억이며, 25년도 예상 매출액은 약 1조 4,987억이다.**

c. 인도 법인 매출



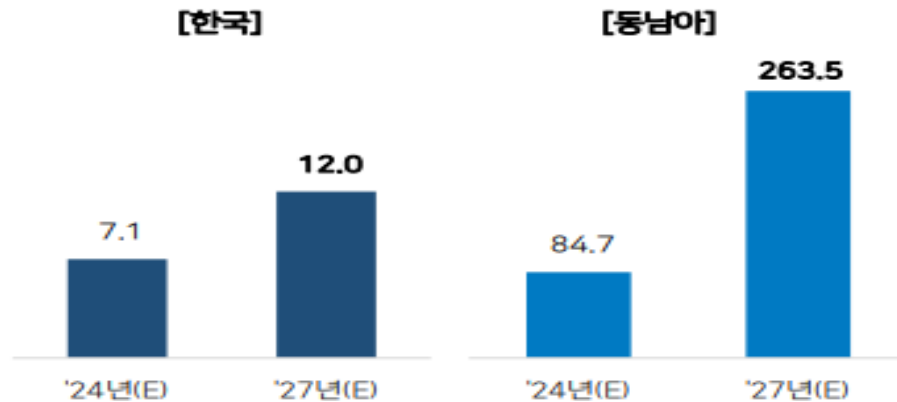
자료: CJ대한통운, 바이스그널 3조

인도 법인의 경우, 수송 및 철송 신규 고객을 수주하며 물량이 성장하고 있고, 실제로 23년도 1분기부터 24년도 2분기까지 매 분기 CAGR 약 2.34%씩 성장하였다. 다만, 미국 법인과 같이 공격적인 CAPEX 지출이 다소 부족하고, 급격한 성장 요인이 아직 가시화되지 않았다는 점을 고려하여, 가장 높은 증가폭을 보였던 23년도 4분기부터 24년도 1분기까지의 증가폭 CAGR 약 13.78%의 20%만을 과거 분기 CAGR에 가산하였다. 해당 추정에 입각하여, 인도 법인 매출액의 미래 성장률을 약 2.55%로 추정하고 이를 미래 매출액 추정에 반영하였다. **이에 따라, 인도 법인의 24년도 예상 매출액은 약 8,519억이며 25년도 예상 매출액은 약 9,564억이다.**

d. 동남아 등 그 외 지역 매출

지역별 CBE 시장 규모 전망

※ '19년~'23년 CAGR 적용, 한국/동남아/중동 각각 19%, 46%, 28%



자료: CJ대한통운, 바이시그널 3조

베트남 등 동남아 법인의 경우, 24년도 2분기까지 다소 부진한 실적을 보이며 미국과 인도 법인에 비해 다소 뒤쳐지는 매 1분기부터 24년도 2분기까지 매 분기 성장률 CAGR 약 0.35%를 미래 매출액 추정에 그대로 반영했다. 해당 추정에 따라, 동남아 등 그 외 지역 법인의 24년도 예상 매출액은 약 2조 3,268억원, 25년도 예상 매출액은 약 2조 3,763억원으로 추산된다. 그러나, 동남아 자회사의 구조조정 효과에 따라 하반기 실적이 개선될 가능성이 있으며, 결정적으로 동남아 지역에서 CBE 시장이 확대되며 장기적으로 매출이 상승할 유인이 크다. 그러나, 현재까지는 해당 전망의 효과가 확실하지 않으며, 다소 불투명한 측면이 있기에, 보수적인 접근으로 기존 성장률을 적용하였다.

1)-4 건설사업

건설 부문의 경우, 금리 인하 기대로 인해 업황이 개선될 흐름이 클 것으로 관측되며, 동사 자체적으로도 신규 착공 공사의 원가율 개선으로 수익성이 소폭 상승할 것으로 예견된다.

다만, 타 부문 대비하여 그 성장세가 크지 않기에 최근 3개년의 매출액 CAGR 약 18.14%를 건설 부문의 미래 매출액 추정에 그대로 반영하였다. 해당 추정에 입각하여, 24년도 건설 부문 예상 매출액 1조 1,646억원이며 25년도 예상 매출액은 1조 3,759억원이다.

동사 실적 전망치 및 EPS (단위: 백만원)

	2022	2023	2024E	2025E
매출액	12,130,712	11,767,893	12,535,509	13,423,773
영업이익	411,786	480,234	532,359	590,142
당기순이익	196,821	242,876	290,823	311,431
유통주식수			19,945,129	19,945,129
EPS			14,581	15,614

자료: 바이시그널 3조

위 실적 전망치를 '24년도 유통주식수로 나누어 구한 동사의 24년도 말 EPS는 14,581이다.

2) Peer Group 선정**2)-1 선정 논리**

동사가 영위하고 있는 사업 중 택배, CL, 글로벌 사업 세 가지를 중점으로 영위하고 있는 기업을 선정하고자 하였다. 물류 사업의 특성 상 105지사의 글로벌 거점을 두고 영업하는 점, 국내외 화주를 모두 상대하기 위해 글로벌 경쟁력을 갖추고 있다는 점을 반영하여 동사의 경쟁자를 국내로 한정하지 않았다.

국내 경쟁사로는 유사한 규모의 물류기업 중 현대글로벌리스, 한진, 롯데글로벌로지스가 있다. 다만 현대글로벌리스는 현대차의 물류계열사로서 1PL 사업 및 자동차 물류에 특화되어 있다는 점을 고려하여 제외하였으며, 롯데글로벌로지스는 비상장기업으로 PER 산정이 불가하다는 점에 근거하여 제외하였다.

동사의 해외 Peer로는 미국의 UPS와 아시아의 Yamato를 꼽았다. 미국과 아시아는 동사가 현재 집중적으로 Play하고 있는 시장으로, 두 국가에서 성공적으로 안착 시 유사한 Driver를 가질 수 있을 것이라고 판단하였다. 우선, UPS는 미국시장에서 M/S 1위를 차지하는 기업으로 동사와 유사한 위치에 있으며, 미국 국내 및 글로벌 물류와 물류 컨설팅 사업을 영위하고 있다. UPS는 국제 화물에 특화된 회사로서, 동사와 유사하게 택배 및 CL, 글로벌 사업에 초점을 두고 있기에 Peer로 선정했다.

다음으로, Yamato는 일본의 대표적인 물류 기업 중 하나로서, 자국 내 높은 M/S를 점유하고 있다. 전체 사업 비중의 87.1%를 택배 사업이 차지할 만큼, 택배 서비스 분야에서 큰 사업상 강점을 갖고

있으며 그 외 CL과 국제 비즈니스 등의 사업도 함께 전개하고 있다. 동사와 유사하게 CL, 글로벌 사업 등에 초점을 두고 있기에 마찬가지로 Peer로서 채택했다. 결과적으로, **Peer로 선정된 두 회사는 모두 국내외 화주를 대상으로 한, 글로벌 사업을 영위한다는 측면에서 동사와 큰 사업상 유사성을 가진다고 판단할 수 있다.**

UPS Revenue Segment	2023Y	2022Y	2021Y
Revenue (미국 국내 운송)	\$ 59,958,000,000	\$ 64,209,000,000	\$ 60,317,000,000
Revenue (국제 운송)	\$ 17,831,000,000	\$ 19,698,000,000	\$ 19,541,000,000
Revenue (복합 물류)	\$ 13,169,000,000	\$ 16,431,000,000	\$ 17,429,000,000
Total Revenue	\$ 90,958,000,000	\$ 100,338,000,000	\$ 97,287,000,000

자료: UPS, 바이시그널 3조

Yamato Revenue Segment	2023Y 2분기		2024Y 2분기	
Revenue (특송 사업)	¥	364,872,000,000	¥	353,206,000,000
Revenue (계약 물류)	¥	25,311,000,000	¥	19,347,000,000
Revenue (국제 사업)	¥	18,253,000,000	¥	21,919,000,000
Revenue (모빌리티 사업)	¥	4,884,000,000	¥	5,007,000,000
Revenue (기타 사업)	¥	6,890,000,000	¥	6,151,000,000
Total Revenue	¥	420,212,000,000	¥	405,632,000,000

자료: Yamato, 바이시그널 3조

2)-2 Target P/E 선정

한진, UPS, Yamato 등 Peer 그룹의 Target P/E를 계산한 결과, **약 13.5(배수)의 PER**이 도출되었다. 이는 Peer 그룹으로 선정한 한진, UPS, Yamato의 물류 관련 매출액에 가중치를 두어 세 기업의 PER을 가중 평균하여 산출한 값이다. Peer 그룹의 국가별 PER 편차가 커서 시장 점유율이나 매출액 규모를 그대로 반영하면 Target P/E가 왜곡될 수 있다. 따라서 물류 관련 매출액을 주요 가중치로 설정하여 최종 Target P/E를 도출하였다.

2)-3 목표주가

Peer 그룹의 관련 매출액 비중에 따른 Target P/E

2024	매출액	관련매출 비중	가중치	PER	PER * 가중치	
CJ대한통운	12,536	100%	0.27	9	2.3	Target P/E
한진	2,961	100%	0.27	11	2.9	13.5
UPS	126,824	85%	0.23	16.9	3.8	목표주가
Yamato	16,408	89%	0.24	18.7	4.5	196,900

자료: 바이시그널 3조

추정 EPS와 산정한 Target P/E를 바탕으로 목표주가는 $14,581 \times 13.5 = 196,900$ (원, 100원 미만 절사)이고, 이는 2024년 9월 19일 종가 기준 99,700원에서 약 97.49%의 Upside가 있다고 판단한다. 이에 최종 의견 BUY를 제시한다.