

CJ제일제당

BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	490,000원	현재주가(11/15)	361,500원	Up/Downside	+35.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 11. 16

M&A성공! 호재 만발하는 지금 매수

News

미국 대형 식품업체 쉬완즈 2조원에 인수(공정공시, 언론보도): 전체 Deal 규모는 21,8억\$이다. 인수금액이 5억\$, 기존주주 재투자 3.4억\$, CJ제일제당 투자 13.4억\$수준이며 F투자자는 없다. 적자사업부이면서 경쟁열위에 있는 홈서비스 사업은 인수 대상에서 제외됐다(18E 매출 8천억, OP -4%). 18년 홈서비스 실적 제외시 예상 매출은 2.26조원, EBITDA마진은 10.9% 수준이다. 자산총계 1.44조원, 자본총계 1.08조원으로 부채비율은 33%에 불과하다. 전체 기업가치 21.8억\$은(약 2.4조원) 19년 예상 EBITDA기준 EV/EBITDA 8.7배 수준이며 미국 식품 M&A 시장 평균 EV/EBITDA 배수는 10배~12배라고 한다.

Comment

한식의 세계화를 위한 추진체 마련. 美 냉동식품 시장에서 강한 시너지 기대: 한마디로 싸게 잘 인수했다. 쉬완즈는 미국 전역에 걸친 식품 생산 및 유통 인프라를 갖추고 있다. 강력한 R&D 역량을 구축한 CJ제일제당과 미국내 넓은 영업망 및 제조설비를 갖추고 있는 쉬완즈의 결합은 CJ그룹의 한국 식문화 세계화 전략의 단단한 발판이 될 것이다. M&A이후 고정장하는 미국내 아시아인 푸드 부문에서의 빠른 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 인수 대금 13.4억\$은 (약 1.5조) 헬스케어 매각 대금으로 상당 부분 충당이 가능하며 쉬완즈의 안정적인 수익성을 감안시 인수금액 5,500억원에 대한 이자부담은 크지 않을 것이다(조달 금리 3%중반). 쉬완즈는 미국 전역에 3만개 수준의 그로서리 채널과 샘스클럽 중심의 클럽채널에서 1.1조원 수준의 B2C매출을 기록하고 있으며 식당/학교/편의점/식자재 기업을 통한 0.6조원의 B2B 매출도 기록하고 있다(17년 기준). CJ제일제당은 현재 3천개 수준의 그로서리 채널과 코스트코 중심의 클럽채널을 통해 4천억 수준의 매출을 기록했다. 쉬완즈의 유통망을 통한 CJ의 냉동제품 판매 확대는 향후 강력한 시너지 효과를 창출할 가능성이 높다.

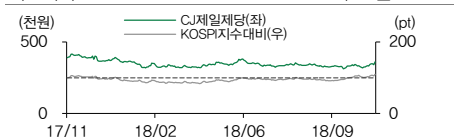
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	14,563	16,477	18,165	19,195	20,663
(증가율)	12.7	13.1	10.2	5.7	7.6
영업이익	844	777	846	963	1,061
(증가율)	12.3	-7.9	8.9	13.8	10.2
지배주주순이익	276	370	869	369	439
EPS	20,708	27,803	58,316	24,631	29,318
PER (H/L)	20.7/16.2	15.0/12.0	6.2	14.7	12.3
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.8/1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (H/L)	10.3/9.4	11.1/10.2	9.4	8.3	7.6
영업이익률	5.8	4.7	4.7	5.0	5.1
ROE	8.4	10.9	22.9	8.5	9.3

Stock Data

52주 최저/최고	312,000/416,000원
KOSDAQ /KOSPI	681/2,088pt
시가총액	54,421억원
60일-평균거래량	33,374
외국인지분율	21.0%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	CJ 외 8인 45.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	12.3	4.9	-7.3
상대기준	15.3	13.5	11.8

Action

M&A성공, 견고한 실적, 평균 대비 낮은 Valuation 등 주가 상승 모멘텀 풍부: 경영권 프리미엄까지 감안한 쉬완즈의 인수가격은 우리가 예상한 “무리하지 않은 수준”이 아니라 “대체로 저렴했다”. 동사의 주가에 단기적으로 좀 더 긍정적으로 반영될 여지가 있다. 제약사업의 경우 불확실한 신약 개발에 대규모 장기간의 투자가 필요했다는 점에서 합리적인 매각이었다. 이에 헬스케어 매각 대금을 이용한 쉬완즈 인수는 주력 사업 중심의 핵심역량 강화라는 점에서도 장기적으로 주주가치에 긍정적이다. 동사의 사업구조와 궁합이 맞지 않는 홈서비스 부문을 제외하고 미국 메인스트림 시장에서의 확실한 교두보를 확보했다는 점도 기업가치에 상당히 긍정적이다. 특히 F의 참여없이 자체적으로 투자 자금을 충당한다는 측면도 기존 CJ제일제당 소액 주주가치에는 고무적이다. 쉬완즈에 대한 초기 3년 투자 규모가 늘어날 수 있고, CJ제일제당의 재무구조가 다소 악화될 수 있겠지만 주주가치 상승에 큰 걸림돌은 아니다.

쉬완즈에 대한 성공적인 M&A와는 별도로 동사의 분기 실적도 견고한 개선을 지속할 가능성이 높다. 동사의 주가는 쉬완즈의 가세를 감안하지 않은 19년 예상 실적 기준으로 P/E 14.7배 수준에서 거래중이며 중장기적 글로벌 확장 가능성을 감안시 업종 평균대비(17배 추정) 낮을 이유가 없다. 중장기적으로 대표적인 아시아 컨슈머 주식으로 성장할 가능성이 높다는 점에서 지속적인 매수 대응을 추천한다.

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,881	4,963	5,512	5,830	6,138
현금및현금성자산	644	591	919	971	967
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,462	2,624	2,827
재고자산	1,280	1,304	1,475	1,543	1,652
비유동자산	10,886	11,905	12,079	12,529	13,096
유형자산	7,281	8,179	8,452	8,995	9,648
무형자산	2,334	2,758	2,659	2,567	2,481
투자자산	817	454	454	454	454
자산총계	15,766	16,868	17,591	18,360	19,234
유동부채	4,699	5,497	5,269	5,666	6,091
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,532	2,869	3,254
단기차입금및단기차대	1,801	1,914	1,614	1,664	1,694
유동성장기부채	773	915	765	775	785
비유동부채	5,007	5,227	5,227	5,227	5,227
사채및장기차입금	4,054	4,262	4,262	4,262	4,262
부채총계	9,706	10,724	10,496	10,894	11,318
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	930	930	930
이익잉여금	2,567	2,903	3,724	4,045	4,436
비지배주주지분	2,651	2,769	2,889	2,940	3,000
자본총계	6,060	6,144	7,094	7,466	7,916

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	800	1,181	1,848	1,436	1,544
당기순이익	354	413	989	420	499
현금유출이없는비용및수익	957	904	1,221	1,072	1,177
유형및무형자산상각비	531	566	657	742	818
영업관련자산부채변동	-359	-24	17	100	52
매출채권및기타채권의감소	-175	-273	-17	-162	-203
재고자산의감소	-171	8	-171	-68	-110
매입채무및기타채무의증가	75	401	233	337	384
투자활동현금흐름	-1,409	-1,464	-831	-1,197	-1,339
CAPEX	-845	-1,450	-831	-1,193	-1,385
투자자산의순증	-77	362	0	0	0
재무활동현금흐름	726	265	-688	-187	-209
사채및차입금의 증가	927	499	-450	60	40
자본금및자본잉여금의증가	2	6	9	0	0
배당금지급	-54	-50	-43	-48	-48
기타현금흐름	-3	-36	0	0	0
현금의증가	115	-54	328	52	-4
기초현금	530	644	591	919	971
기말현금	644	591	919	971	967

자료: CJ 제일제당, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,563	16,477	18,165	19,195	20,663
매출원가	11,275	12,922	14,223	15,011	16,138
매출총이익	3,288	3,555	3,942	4,185	4,525
판매비	2,444	2,778	3,096	3,222	3,464
영업이익	844	777	846	963	1,061
EBITDA	1,375	1,343	1,503	1,705	1,879
영업외손익	-315	-192	523	-388	-378
금융손익	-212	67	-216	-231	-234
투자손익	1	-5	0	0	0
기타영업외손익	-104	-254	739	-157	-144
세전이익	528	584	1,369	575	683
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	354	413	989	420	499
지배주주지분순이익	276	370	869	369	439
비지배주주지분순이익	78	43	121	50	60
총포괄이익	384	-52	989	420	499
증감률(%YoY)					
매출액	12.7	13.1	10.2	5.7	7.6
영업이익	12.3	-7.9	8.9	13.8	10.2
EPS	46.5	34.3	109.7	-57.8	19.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	20,708	27,803	58,316	24,631	29,318
BPS	235,302	232,686	256,697	276,301	300,146
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiple(배)					
P/E	17.3	13.2	6.2	14.7	12.3
P/B	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.4	8.3	7.6
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.7	5.0	5.1
EBITDA마진	9.4	8.1	8.3	8.9	9.1
순이익률	2.4	2.5	5.4	2.2	2.4
ROE	8.4	10.9	22.9	8.5	9.3
ROA	2.4	2.5	5.7	2.3	2.7
ROIC	5.2	4.5	4.8	5.4	5.7
안정성및기타					
부채비율(%)	160.1	174.6	148.0	145.9	143.0
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.1	4.8	5.3
배당성향(배)	9.1	9.3	4.5	10.5	8.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

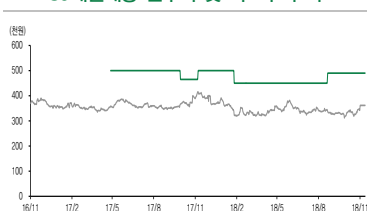
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ제일제당 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/05/11	Buy	500,000	-27.7 -22.6				
17/10/13	Buy	465,000	-18.7 -10.8				
17/11/21	Buy	500,000	-24.5 -17.5				
18/02/09	Buy	450,000	-24.6 -15.2				
18/09/04	Buy	490,000	-				

주: *표는 답당자 변경