

CJ제일제당 (097950)

BTS를 들으며 Bibigo를 먹는다

미국 가공식품 업체 '쉬완스' 2조원에 인수

BTS를 들으며 Bibigo를 먹는 세상이 도래했다. CJ제일제당은 전일 미국 가공식품 업체 '쉬완스(Schwan's)' 인수를 결정했다고 공시했다. '쉬완스'의 올해 매출액 및 영업이익은 각각 2조 2,641억원, 1,763억원으로 추정된다. '쉬완스' 기업 가치는 21.8억불(약 2.4조원)로 2017년 기준 EV/Ebitda 10.1배, 2018년 예상 EV/Ebitda 9.7배 수준이다. 최근 글로벌 컨슈머 업체의 인수가 EV/Ebitda 10배~12배에서 성사된 점 감안시 합리적 수준으로 평가한다. 인수 이후 CJ제일제당은 지분 80%, 기존 최대주주(창업자)는 20%를 보유하게 된다. 인수금융 5,500억원을 조달함으로써 CJ제일제당은 재무적 부담을 1.4조원으로 최소화 시켰다.

기대 가능한 시너지는?

'쉬완스' 인수로 기대되는 시너지는 크게 세 가지이다. 첫 째, '쉬완스'는 B2C 냉동피자 및 아시아인 애플리케이션 시장 점유율 2위, 1위 업체로 강력한 제품 브랜드력을 바탕으로 미국 내 보폭을 키워나갈 예정이다. 둘 째, 미국 전역에 보유하고 있는 유통망을 바탕으로 CJ제일제당 제품 침투율을 극대화 한다는 방침이다. 미국 전역 리테일 3만점을 거래 중이며(CJ CJ는 현재 3천여개 거래) 학교나 병원 등 B2B 채널도 확보하고 있어 안정적 이익 창출이 가능(B2B는 10년 이상 장기 계약)할 전망이다. 셋 째, 전국적 자체 배달 가능 인프라(650여대 트럭, DSD 2,200여명)를 활용한 원가 개선(안정적인 원재료 소싱, 매장 관리 등)이 기대된다.

온기 반영시 내년 지배순이익 18% 개선 효과 추산

'쉬완스'의 인수금융 5,500억원에 대한 조달금리는 3% 중반 수준으로 파악된다. 연간 이자비용 약 200억원 감안하더라도 순이익 1,100억원 내외 시현 가능할 것으로 판단한다. '쉬완스' 실적이 내년 온기 반영된다고 가정할 경우, CJ제일제당의 연결 영업이익 및 지배순이익은 기존 추정치 대비 각각 16%, 18% 개선되는 효과(그림6 참고)가 있을 것으로 추산한다.

Issue Comment

BUY

| TP(12M): 440,000원 | CP(11월 15일): 361,500원

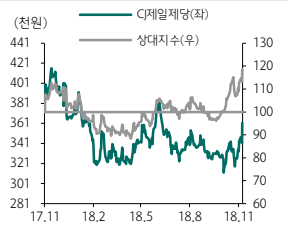
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,088.06
52주 최고/최저(원)	416,000/312,000
시가총액(십억원)	5,442.1
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	33.4
60일 평균 거래대금(십억원)	11.1
18년 배당금(예상, 원)	3,000
18년 배당수익률(예상, %)	0.83
외국인지분율(%)	20.98
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8인	45.51
국민연금	11.86
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.3 2.8 (7.3)
상대	15.3 21.1 11.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	18,348.9	20,193.8
영업이익(십억원)	839.1	963.5
순이익(십억원)	1,029.0	451.2
EPS(원)	59,649	24,430
BPS(원)	287,071	306,821

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	14,563.3	16,477.2	18,547.8	20,367.8	21,793.6
영업이익	십억원	843.6	776.6	841.3	1,003.2	1,117.0
세전이익	십억원	528.4	584.3	1,402.0	663.9	743.8
순이익	십억원	275.9	370.2	973.7	406.3	462.2
EPS	원	19,044	25,536	60,275	24,802	28,217
증감률	%	45.7	34.1	136.0	(58.9)	13.8
PER	배	18.77	14.33	6.00	14.58	12.81
PBR	배	1.48	1.53	1.34	1.24	1.14
EV/EBITDA	배	9.63	10.55	9.91	8.81	8.07
ROE	%	8.42	10.91	25.35	9.06	9.49
BPS	원	242,224	239,601	268,987	290,851	316,129
DPS	원	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 장대익
02-3771-8009
daeik@hanafn.com

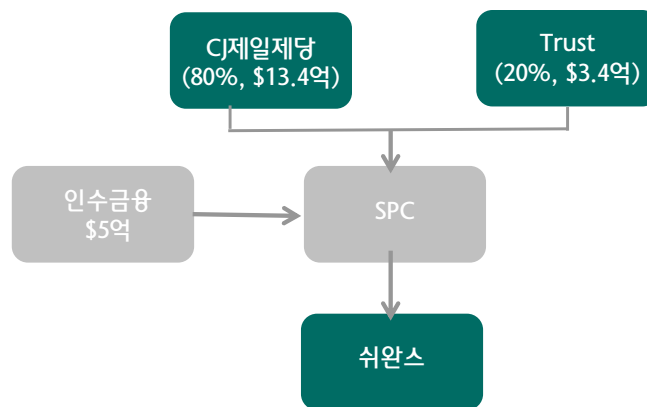
표 1. '쉬완스(Schwan's)' 회사 개요

주요 제조제품	냉동피자(50%), 파이(18%), 에피타이저(11%), 기타(23%)
매출액	2조 2,641억원
영업이익	1,763억원
OPM	7.8%
순이익	1,200~1,300억원
자산총계	1조 4,000억원
부채총계	3,000억원

기타: 18년 추정치임

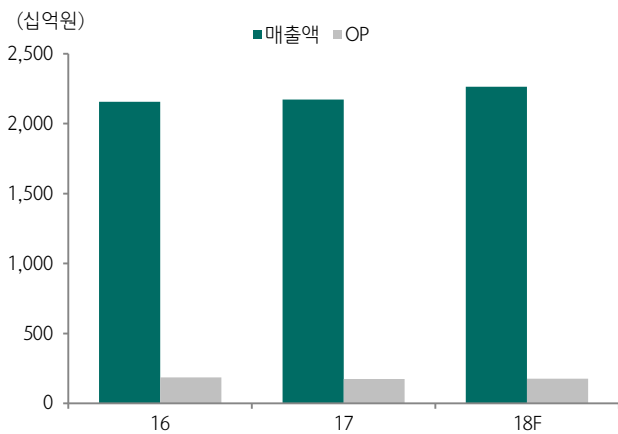
그림 1. 인수금융 활용하여 재무적 부담 최소화

C제일제당 재무적 부담 1.4조원



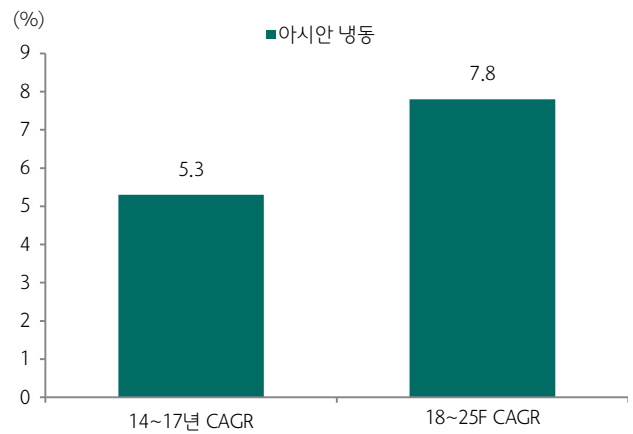
자료: 하나금융투자

그림 2. '쉬완스' 실적 현황



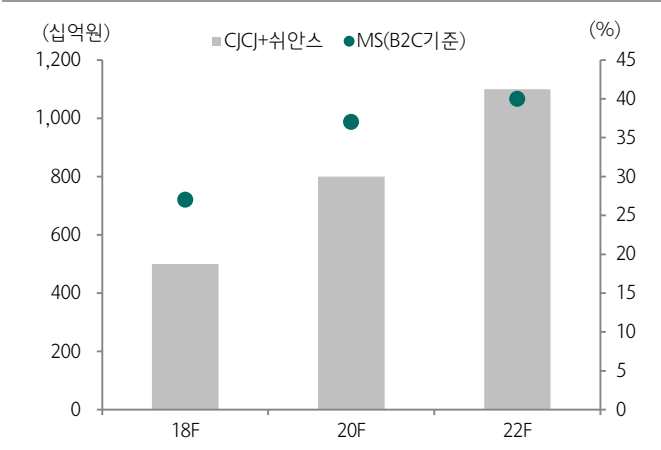
자료: 하나금융투자

그림 3. 미국 시장 아시안 냉동푸드 견조한 성장 전망



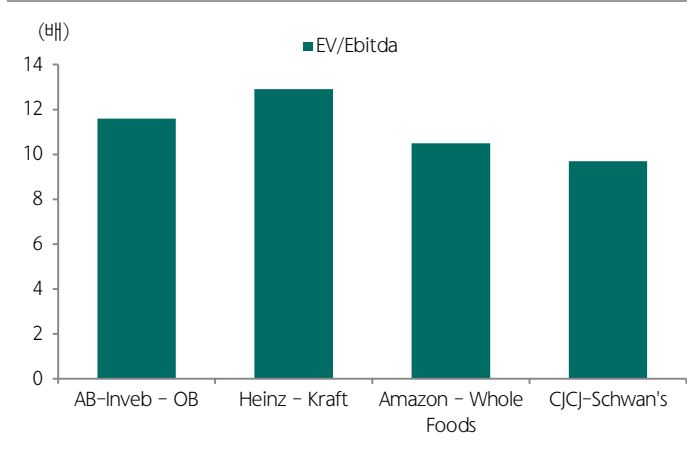
자료: 하나금융투자

그림 4. CJJ-쉬완스 2022년 매출 타겟 1.1조원



자료: 하나금융투자

그림 5. 글로벌 컨슈머 업체 인수합병 멀티플 현황

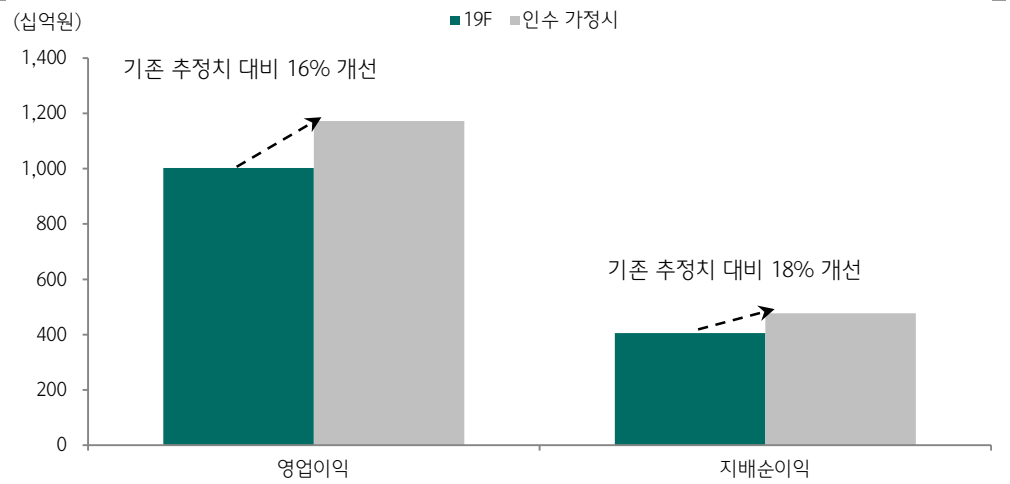


자료: 하나금융투자

그림 6. 인수시 기존 추정치 대비 지배순이익 18% 개선 효과 추산

주요 가정

- ① '쉬완스' 19F OP 1,700억원
NP 1,100억원
- ② 'CJJ' 추가 차입 7천억원 가정



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

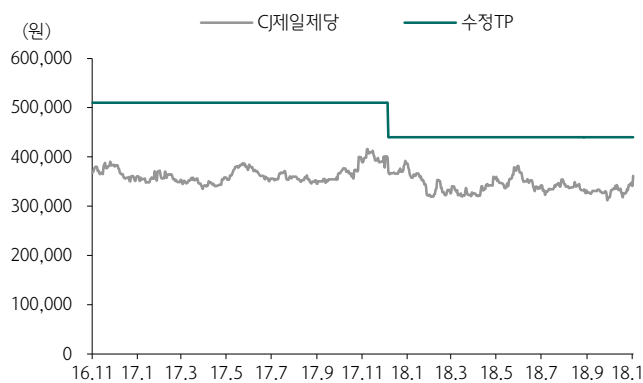
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	14,563.3	16,477.2	18,547.8	20,367.8	21,793.6	
매출원가	11,275.2	12,922.5	14,646.2	16,065.1	17,167.8	
매출총이익	3,288.1	3,554.7	3,901.6	4,302.7	4,625.8	
판매비	2,444.5	2,778.1	3,060.4	3,299.6	3,508.8	
영업이익	843.6	776.6	841.3	1,003.2	1,117.0	
금융손익	(212.1)	66.8	(50.9)	(50.6)	(50.3)	
중속/관계기업손익	1.0	(4.6)	103.7	(25.7)	(73.1)	
기타영업외손익	(104.1)	(254.4)	507.9	(262.9)	(249.8)	
세전이익	528.4	584.3	1,402.0	663.9	743.8	
법인세	174.8	171.5	375.4	212.4	218.5	
계속사업이익	353.5	412.8	1,026.6	451.4	525.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	353.5	412.8	1,026.6	451.4	525.3	
비배주주지분 순이익	77.6	42.6	52.9	45.1	63.0	
지배주주순이익	275.9	370.2	973.7	406.3	462.2	
지배주주지분포괄이익	306.9	14.5	800.7	352.1	409.7	
NOPAT	564.5	548.6	616.0	682.1	788.8	
EBITDA	1,374.9	1,342.5	1,467.8	1,687.8	1,814.7	
성장성(%)						
매출액증가율	12.7	13.1	12.6	9.8	7.0	
NOPAT증가율	8.0	(2.8)	12.3	10.7	15.6	
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	9.3	15.0	7.5	
영업이익증가율	12.3	(7.9)	8.3	19.2	11.3	
(지배주주)순이익증가율	45.7	34.2	163.0	(58.3)	13.8	
EPS증가율	45.7	34.1	136.0	(58.9)	13.8	
수익성(%)						
매출총이익률	22.6	21.6	21.0	21.1	21.2	
EBITDA이익률	9.4	8.1	7.9	8.3	8.3	
영업이익률	5.8	4.7	4.5	4.9	5.1	
계속사업이익률	2.4	2.5	5.5	2.2	2.4	
투자지표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
주당지표(원)						
EPS	19,044	25,536	60,275	24,802	28,217	
BPS	242,224	239,601	268,987	290,851	316,129	
CFPS	90,425	90,821	78,801	85,027	90,680	
EBITDAPS	94,899	92,619	90,860	103,033	110,779	
SPS	1,005,184	1,136,731	1,148,137	1,243,333	1,330,367	
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	
주가지표(배)						
PER	18.8	14.3	6.0	14.6	12.8	
PBR	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1	
PCFR	4.0	4.0	4.6	4.3	4.0	
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.9	8.8	8.1	
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	
재무비율(%)						
ROE	8.4	10.9	25.4	9.1	9.5	
ROA	1.9	2.3	5.5	2.2	2.4	
ROIC	5.2	4.5	4.7	4.9	5.4	
부채비율	160.1	174.6	155.9	152.1	146.2	
순부채비율	93.3	103.7	85.7	84.8	76.4	
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.0	4.8	5.4	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
유동자산	4,880.7	4,963.5	5,702.0	5,835.9	6,420.3	
금융자산	1,053.4	835.4	1,055.6	733.9	961.5	
현금성자산	644.4	590.9	780.3	431.6	638.0	
매출채권 등	2,200.6	2,445.2	2,752.5	3,022.6	3,234.1	
재고자산	1,280.2	1,303.5	1,467.3	1,611.3	1,724.1	
기타유동자산	346.5	379.4	426.6	468.1	500.6	
비유동자산	10,885.5	11,904.7	12,535.2	13,136.7	13,278.2	
투자자산	816.6	454.1	511.2	561.4	600.7	
금융자산	622.1	289.1	325.4	357.3	382.4	
유형자산	7,280.5	8,179.4	8,845.4	9,483.7	9,667.6	
무형자산	2,333.8	2,758.1	2,665.5	2,578.5	2,496.9	
기타비유동자산	454.6	513.1	513.1	513.1	513.0	
자산총계	15,766.2	16,868.1	18,237.2	18,972.5	19,698.5	
유동부채	4,699.2	5,496.9	5,769.5	6,003.0	6,175.1	
금융부채	2,611.7	2,887.0	2,844.3	2,800.8	2,755.9	
매입채무 등	1,938.7	2,298.9	2,587.8	2,841.7	3,040.6	
기타유동부채	148.8	311.0	337.4	360.5	378.6	
비유동부채	5,006.5	5,227.4	5,341.7	5,442.2	5,520.9	
금융부채	4,094.2	4,317.5	4,317.5	4,317.5	4,317.5	
기타비유동부채	912.3	909.9	1,024.2	1,124.7	1,203.4	
부채총계	9,705.8	10,724.3	11,111.2	11,445.2	11,696.1	
지배주주지분	3,409.4	3,375.0	4,306.2	4,664.3	5,078.4	
자본금	72.4	72.5	72.5	72.5	72.5	
자본잉여금	924.5	929.9	929.9	929.9	929.9	
자본조정	(301.9)	(320.9)	(320.9)	(320.9)	(320.9)	
기타포괄이익누계액	147.8	(210.1)	(210.1)	(210.1)	(210.1)	
이익잉여금	2,566.5	2,903.4	3,834.6	4,192.8	4,606.9	
비지배주주지분	2,651.1	2,768.9	2,819.8	2,863.0	2,924.0	
자본총계	6,060.5	6,143.9	7,126.0	7,527.3	8,002.4	
순금융부채	5,652.4	6,369.1	6,106.2	6,384.4	6,111.9	
현금흐름표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	800.1	1,180.8	808.9	1,102.4	1,205.9	
당기순이익	353.5	412.8	1,026.6	451.4	525.3	
조정	805.2	791.8	(128.9)	729.0	741.7	
감가상각비	531.3	566.0	626.5	684.7	697.8	
외환거래손익	0.0	0.0	(136.1)	(136.1)	(136.1)	
지분법손익	(1.0)	18.6	0.0	0.0	0.0	
기타	274.9	207.2	(619.3)	180.4	180.0	
영업활동 현금흐름	(358.6)	(23.8)	(88.8)	(78.0)	(61.1)	
투자활동 현금흐름	(1,408.9)	(1,463.9)	(1,123.5)	(1,149.9)	(698.1)	
투자자산감소(증가)	(77.0)	362.4	(59.1)	(52.2)	(41.3)	
유형자산감소(증가)	(806.8)	(1,423.7)	(1,200.0)	(1,236.0)	(800.0)	
기타	(525.1)	(402.6)	135.6	138.3	143.2	
재무활동 현금흐름	725.9	265.4	(296.0)	(301.2)	(301.3)	
금융부채증가(감소)	926.8	498.6	(42.6)	(43.5)	(44.9)	
자본증가(감소)	1.7	5.6	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(148.5)	(188.3)	(210.9)	(209.6)	(208.3)	
배당지급	(54.1)	(50.5)	(42.5)	(48.1)	(48.1)	
현금의 증감	114.6	(53.5)	189.4	(348.7)	206.4	
Unlevered CFO	1,310.1	1,316.5	1,273.0	1,392.9	1,485.5	
Free Cash Flow	(45.3)	(269.5)	(391.1)	(133.6)	405.9	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

C제일제당



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.12.20	BUY	440,000		
16.11.21	BUY	510,000	-28.50%	-18.43%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 15일 현재 해당 회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 11월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.