

## Issue Comment

2018. 11. 16

# CJ 제일제당 097950

## 쉬완스 인수 확정 관련 Comment

### ● 음식료

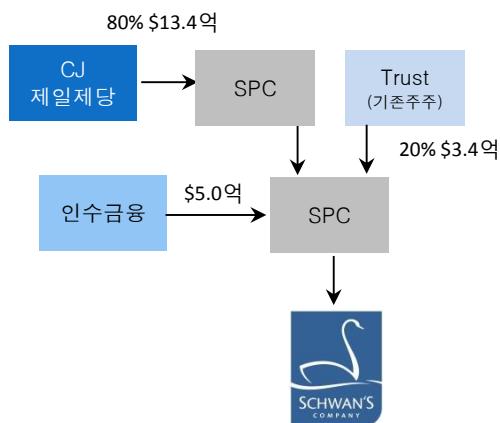
Analyst 김정욱  
02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr

CJ제일제당 쉬완스 인수 확정. 쉬완스 총 기업가치 2.4조원을 CJ제일제당 80%(1.47조원), 쉬완스 기존 주주 20%(0.374조원), 인수금융 0.55조원 구조로 인수 확정. 쉬완스는 미국 냉동식품 업체로 실적은 '18년 예상 매출 2.26조원, EBITDA 2,453억원, 자산 1.4조원, 부채비율 33%

18년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 9.7배, 19년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 8.7배 밸류에이션으로 평가. 인수 최종단계에서 홈딜리버리 사업부는 제외. 딜클로징은 1Q18 중, 연결 실적 인식은 2Q18 중으로 예상

1. 최초 언론에 보도되던 3.1조원의 기업가치와 전체 3개 사업부를 인수하는 구조에서 기존주주와의 지분 쉐어링(8:2)구조로 변경, 홈딜리버리를 제외하면서 인수금액 부담 완화(약 2.5조원에서 2.1조원으로 낮아짐)된 점 긍정적
2. 쉬완스 인수를 감안한 SOTP 밸류에이션, 적정주가 51만원 유지. 가공식품부문은 글로벌 시장 확대, M&A 이슈를 감안 글로벌 Peer 네슬레의 장기 평균 EV/EBITDA 10.9배를 활용, 네슬레의 12M Fwd EV/EBITDA 대비 30% 할인된 수준. 가공식품 외 부문은 보수적으로 30% 추가 할인한 7.6배 적용
3. 쉬완스 인수에 따른 EPS 증가율은 CJCJ 차입금 1.5조원 증가, 쉬완스 차입금 5,500억원 증가에 따른 이자비용을 감안 순이익 기준 19년 +19% 효과(연간기준) 예상
4. 자금조달 측면에서 CJ헬스케어 매각대금으로 상환한 단기 차입금 활용할 수 있으며, 가양동 10만평 규모의 부동산 활용 가능성 있다고 판단(공시시가 기준 4,400억원~시가기준 8,000억원)
5. 시너지 효과 CJ제일제당은 10년 이상 미국 사업을 영위하면서 그로서리 채널의 3,000개 매장만을 커버했지만 쉬완스는 3만개의 그로서리 매장을 커버하고 있음. 1차적으로 CJ제일제당의 입점 매장 확대를 기대. 쉬완스는 자체적인 유통 시스템을 가지고 있으며, B2C의 브랜드 파워 확보, 10년 단위 계약의 B2B 고객을 다수 확보하고 있는 점이 장점

그림1 CJ제일제당 쉬완스 인수 구조



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 CJ제일제당 쉬완스 인수 구조

(단위: 억원, 원, 천 주)		
항목	가치산정	비고
<b>영업가치 (A)</b>	124,832	19F EV/EBITDA 배수 10.9배 (네슬레 M&A 성장기 평균)
- 가공식품	54,396	19F EV/EBITDA 배수 7.6배 (가공식품 밸류에이션 *70%)
- 소재식품	11,044	19F EV/EBITDA 배수 7.6배 (가공식품 밸류에이션 *70%)
- 해외바이오	30,216	19F EV/EBITDA 배수 7.6배 (가공식품 밸류에이션 *70%)
- 생활자원	7,694	19F EV/EBITDA 배수 7.6배 (가공식품 밸류에이션 *70%)
- 쉬완스	21,481	19F EV/EBITDA 배수 10.9배 (네슬레 M&A 성장기 평균)
<b>비영업가치 (B)</b>	13,581	김포/영동포 공장 공시시가 기준 30% 할인
- 부동산 가치	4,000	지분율 40% 시가기준 30% 할인
- 삼성생명	0	쉬완스 인수 관련 보수적 가정
- 대한통운	9,581	우선주 시가총액
<b>순차입금 (C)</b>	70,000	
<b>우선주 (D)</b>	1,746	
총기업가치	66,667	
주식 수 (천주)	13,162	
적정주가	506.516	적정주가 51만원
현재주가	361,500	
상승여력	40.1%	

자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

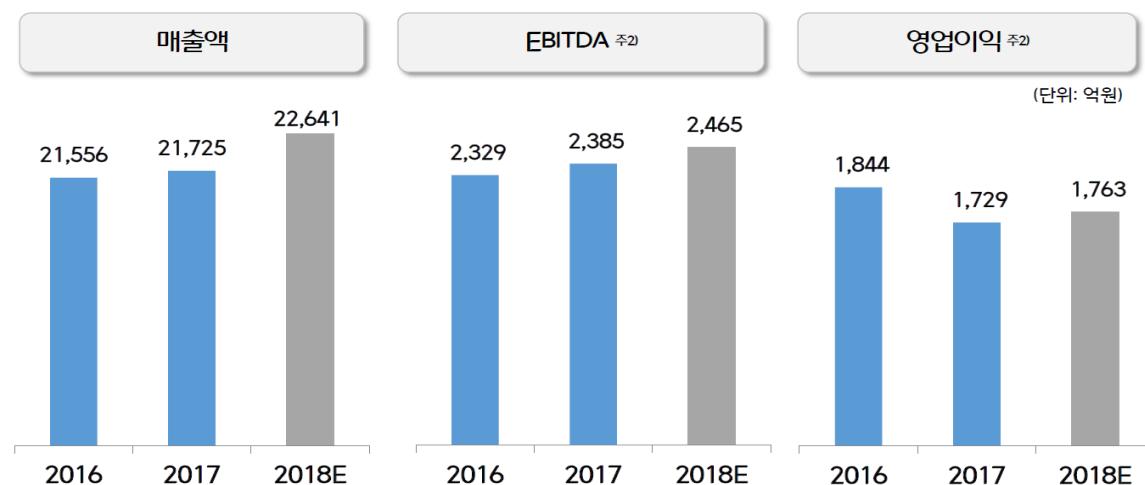
그림3 대통제외 기준 쉬완스 인수에 따른 EPS growth 계산(쉬완스 19년은 18년 수준 유지. 차입금 CJCJ 1.5조, 쉬완스 0.55조 가정)

	2018		2019		2018		2019		(단위: 억 원)	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	18년	19년
가공식품	38,034	3,613	41,838	3,975	가공식품	38,034	3,613	41,838	21%	22%
소재식품	18,545	649	18,916	662	소재식품	18,545	649	18,916		
해외 바이오	27,744	2,410	29,515	2,889	해외 바이오	27,744	2,410	28,515		
사료	22,953	459	25,248	505	사료	22,953	459	25,248		
					쉬완스	22,600	1,763	19,860		
<b>영업이익</b>	<b>7,131</b>	<b>5,138</b>	<b>8,031</b>	<b>6,038</b>	<b>영업이익</b>	<b>8,894</b>	<b>6,436</b>	<b>9,970</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>
가공식품	3,613	3,613	3,975	3,975	가공식품	3,613	3,613	3,975		
소재식품	649	649	662	662	소재식품	649	300	662		
해외바이오	2,410	2,410	2,889	2,889	해외바이오	2,410	300	2,889		
사료	459	459	505	505	사료	459	459	505		
					쉬완스	1,763	1,763	1,939		
<b>세전이익</b>	<b>5,138</b>	<b>3,863</b>	<b>6,038</b>	<b>4,540</b>	<b>기준 세전이익</b>	<b>5,138</b>	<b>6,436</b>	<b>6,038</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>
					쉬완스 이자비용	165	165			
					CJCJ 이자비용	300	300			
<b>순이익</b>	<b>3,863</b>	<b>3,863</b>	<b>4,540</b>	<b>4,540</b>	<b>신규 세전이익</b>	<b>6,436</b>	<b>7,512</b>	<b>7,512</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>
					순이익	4,580	5,356	5,356	19%	18%

\*법인세율 국내 24.2%, 미국 21% 가정

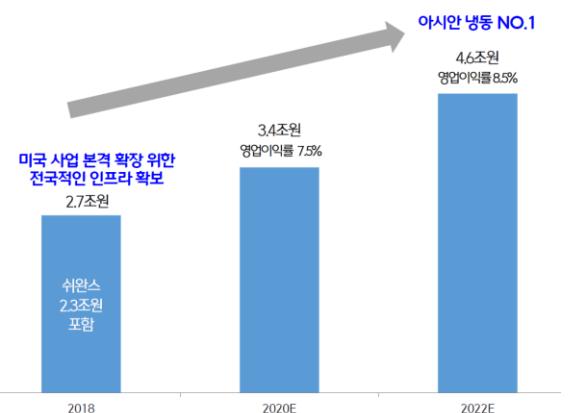
자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 쉬완스 최근 3개년 매출액, EBITDA 영업이익 추이( '17년, '18년은 자연재해복구비용등 일회성 항목 반영된 조정수치)



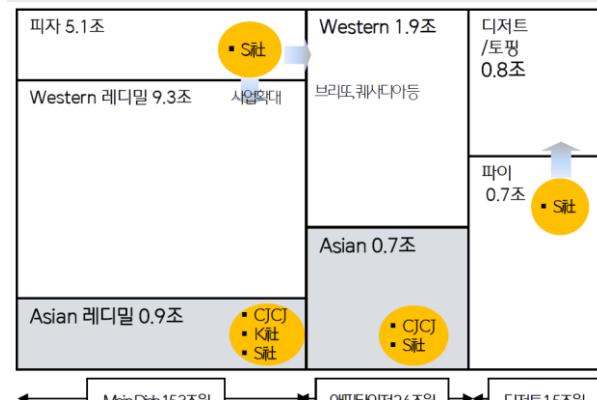
자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 CJ제일제당+쉬완스 매출액 전망



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 미국냉동식품시장규모[B2C]



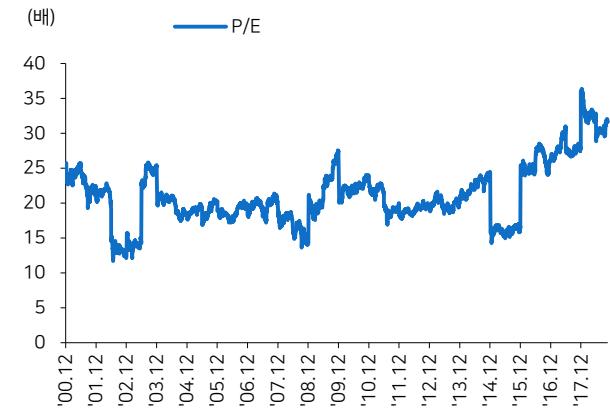
자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 네슬레 시가총액 추이



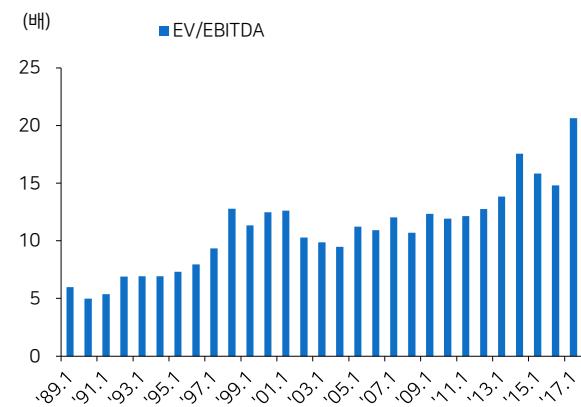
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 네슬레 PER 밸류에이션 추이



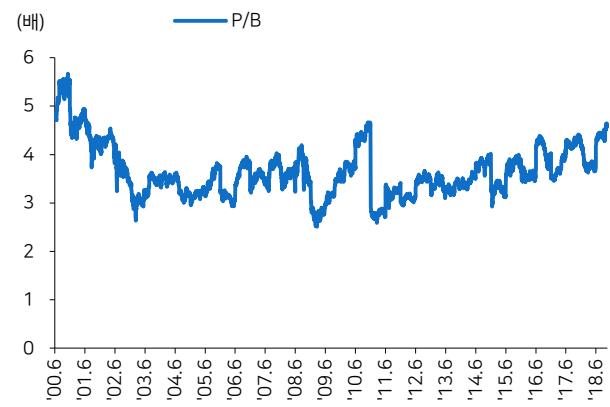
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 네슬레 EV/EBITDA 밸류에이션 추이



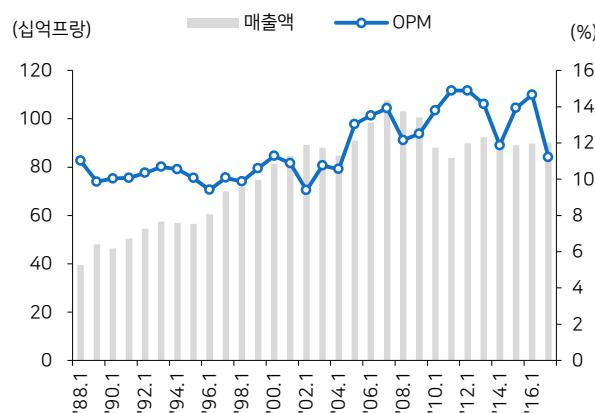
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 네슬레 PBR 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 네슬레 실적 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 네슬레 M&A 히스토리



자료: Nestle, 메리츠종금증권 리서치센터

## Compliance Notice

---

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.