

# CJ제일제당(097950)

## 쉬완스 인수, 큰 그림의 투자

### 미국 냉동피자 2위업체 쉬완스 인수

CJ제일제당이 11월 15일 이사회를 개최하고 미국 냉동식품회사 쉬완스 인수를 결정했다. 쉬완스는 2018년 예상 매출액 2.6조원, 순이익 1천억원 규모의 냉동식품 회사로, 미국 냉동피자시장 2위(점유율 18%), 냉동파이와 냉동아시안에피타이저 시장 1위(점유율 각각 47%, 42%) 회사다. 동사는 이번에 현재의 미국 식품사업과 연관성이 떨어지는 홈서비스(2017년 매출액 0.8조원, 매출액 비중 31%) 사업을 제외한 B2C, B2B 사업을 인수했으며 기존 주주(창업자가 보유한 신탁회사)의 지분을 20% 재유치해, 최종적으로 80%의 지분을 확보할 예정이다.

### 합리적인 투자 가격, 수익률은 단기보다는 장기가 좋을 것

이번에 동사가 인수하게 될 홈서비스를 제외한 쉬완스의 2018년 예상 매출액은 회사 추정치 기준으로 2.26조원, 영업이익은 1,763억원, EBITDA는 2,463억원이다. 동사의 지분 투자 금액은 1.52조원, 쉬완스의 자체 인수금액은 5,600억원 규모로 전체 기업가치(홈서비스 제외, 신탁사 보유 지분 20% 포함)는 2.47조원으로 평가되었다. 이번에 인수될 사업부의 자본총계는 1.05조원이므로 PBR로는 2.36배, 순이익은 1,380억원(영업이익 회사 제시 수치 1,763억원 기준 추정) 기준의 PER로는 18배, EBITDA 기준으로는 10배에 인수된 셈이다. 예상되는 투자 수익률은 회사가 제시한 미래 전망치 중 쉬완스 실적을 추정해 산출하면 2019년 예상 기준으로 7.1% 정도이다. 향후 2~3년간은 capex가 연간 1,300억원 수준으로 증가한다고 가정하면 동사의 투자수익률은 약 6%로 산출된다(표 3). 결론적으로 인수 금액은 경영권 프리미엄을 가정할 경우 비싸지도, 싸지도 않은 수준이며, 투자 수익률은 단기적으로는 높지 않지만 사업의 지속성이 높아 장기적으로 우상향할 가능성은 높아 보인다.

### 당장은 비비고만두 판매 채널 확장 효과 기대

회사의 쉬완스 인수 목적은 쉬완스의 영업/제조 기반을 활용해 동사 제품을 미국에 좀 더 공격적으로 판매하기 위한 것으로 보인다. 쉬완스의 주력 사업인

## 매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

### Stock Data

|                   |                 |
|-------------------|-----------------|
| KOSPI(11/15)      | 2,088           |
| 주가(11/15)         | 361,500         |
| 시가총액(십억원)         | 5,442           |
| 발행주식수(백만)         | 15              |
| 52주 최고/최저가(원)     | 416,000/312,000 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 12,520          |
| 유동주식비율/외국인지분율(%)  | 51.9/21.0       |
| 주요주주(%)           | CJ 외 8 인        |
|                   | 45.5            |
|                   | 국민연금            |
|                   | 11.9            |

### 주가상승률

|              | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|--------------|------|------|-------|
| 절대주가(%)      | 12.3 | 2.8  | (7.3) |
| KOSPI 대비(%p) | 14.9 | 17.9 | 9.8   |

### 주가추이



자료: FnGuide

### 이경주

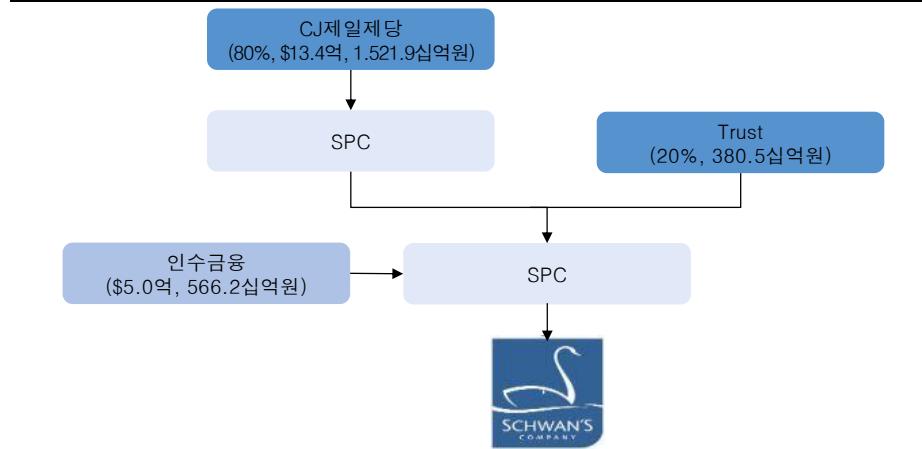
kjlee@truefriend.com

냉동피자와 냉동파이 시장 자체의 성장성은 높지 않다. 하지만 강력한 채널/영업 기반이 있어 특히 B2B향으로 비비고만두와 같은 CJ제일제당의 제품의 판매 확장이 보다 쉬워질 것이다. 한국과는 달리 B2B쪽 마진이 B2C대비 월등히 높다는 점도 채널/영업기반이 약했던 동사에게는 매력적인 투자 포인트가 되었을 것이다. 회사는 쉬완스와 기존 미국 사업을 합친 총 미국 매출액을 2018년 2.7조원에서 2022년 4.6조원으로 연평균 14.2% 증가시킬 계획이며, 영업이익률도 7.6%에서 2022년까지 8.5%로 올려 영업이익도 연평균 17.6% 증가시킬 계획이다.

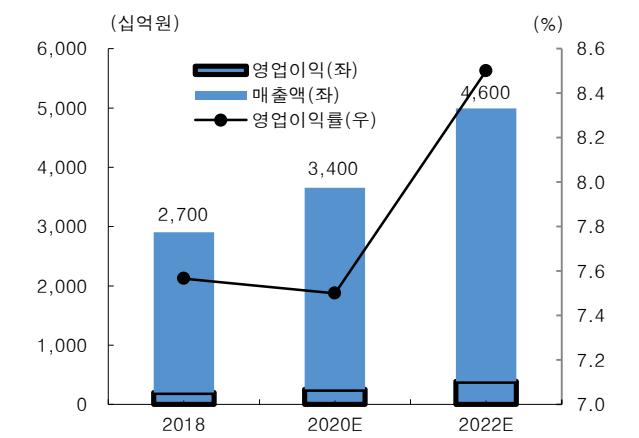
### 영업의 안정성, 가시성 향상으로 주가에는 긍정적으로 작용 예상

유관 사업체를 인수한 것이므로, 투자 금액에 특별한 이슈가 없다면 투자 평가의 공은 이제 시너지가 얼마나 발생할 것인지이다. 동사의 한식 제조 기술 경쟁력은 세계 최고이나 미국 소비자들이 얼마나 빨리 이를 받아들일 것인가가 관건으로 보인다. 결론적으로 쉬완스 인수는 주가 상승의 걸림돌을 제거했다는 측면에서 긍정적으로 평가한다. 투자 자체에 대한 평가를 내리기는 아직은 이른 시점인 것으로 보인다. 그러나 투자의 불확실성 제거, 그리고 신규 투자 부문이 식품이라는 사실을 상기할 때 미래 영업 실적의 안정성과 가시성이 높아지는 이벤트라는 평가다.

[그림 1] 인수 구조 및 지배 구조

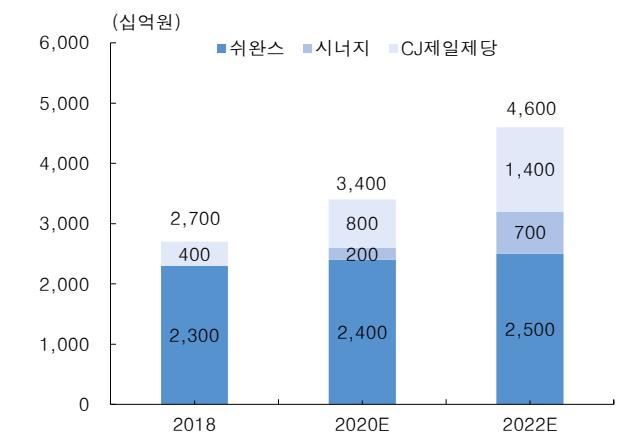


[그림 2] 쉬완스 인수 후 미국 사업 실적 전망



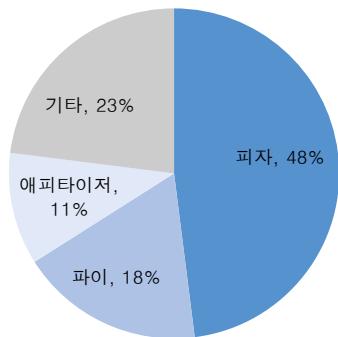
자료: CJ제일제당

[그림 3] 회사별 미국 사업 실적 전망



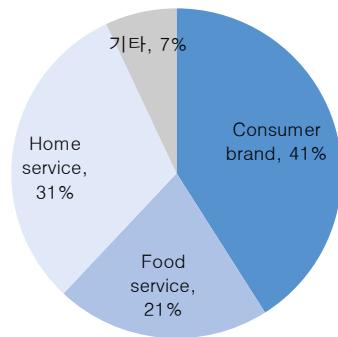
자료: CJ제일제당

[그림 4] 쉬완스 2017년 연간 품목별 매출비중



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 5] 쉬완스 2017년 연간 사업부별 매출비중



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

&lt;표 1&gt; 시너지: 제품/영업력 비교우위 활용

| 유통현황 | CJ 제일제당<br>만두/면/쫄          | 쉬완스<br>피자/파이  | CJ 제일제당 + 쉬완스  |
|------|----------------------------|---|--|
| B2C  | Grocery<br>Club            | 3 천점<br>Costco 중심   | 3 만점<br>Sam's 중심<br>전체 grocery 입점<br>양사 차별적 교섭력 활용 클럽채널 대응 강화  |
| B2B  | 식당<br>학교<br>C-Store<br>유통사 | Chinese chain 중심<br>일부<br>Western 식당 중심<br>K-12, College<br>세븐일레븐 서클-K<br>Sysco, US Foods | CJ 제일제당 제품력 기반 레스토랑 채널 확대<br>기존 피자 중심에서 메뉴제안형 사업모델로 진화하며 college 경로 확대<br>C-store 내 asian 제품 입점<br>제품 포트폴리오 강화로 대형 식자재 유통 거래선과의 직접 영업 확대 |

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 쉬완스 인수 후 미국 실적 전망

(단위: 십억원)

|       | 2018F | 2020F | 2022F | CAGR<br>(18~20F) | CAGR<br>(20~22F) | CAGR<br>(18~22F) |
|-------|-------|-------|-------|------------------|------------------|------------------|
| 매출액   | 2,700 | 3,400 | 4,600 | 12.2%            | 16.3%            | 14.2%            |
| 영업이익  | 204   | 255   | 391   | 11.7%            | 23.8%            | 17.6%            |
| 영업이익률 | 7.6%  | 7.5%  | 8.5%  |                  |                  |                  |

주: 실적 전망치는 CJ제일제당 제시 수치

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 3〉 쉬원스 투자 수익률

(단위: 십억원)

|                    | BASE<br>(2019F) | capex 증가 |
|--------------------|-----------------|----------|
| <b>〈영업실적: 쉬원스〉</b> |                 |          |
| 영업이익               | 195.0           | 165.0    |
| 인수금융이자비용           | a               | 22.6     |
| 세전이익               |                 | 172.4    |
| 순이익                |                 | 134.4    |
| CJ 제일제당 지분해당순이익    | b               | 107.5    |
| <b>〈투자금액〉</b>      |                 |          |
| CJ 제일제당 지분투자액      | c               | 1,522    |
| 인수금융               | d               | 566      |
| 총 투자액              | e=c+d           | 2,088    |
| <b>〈투자수익률〉</b>     |                 |          |
| CJ 제일제당            | b/c             | 7.1%     |
| 인수금융               | a/d             | 4.0%     |
|                    | b/e             | 5.2%     |
| 총 투자               | (a+b)/e         | 6.2%     |
|                    |                 | 5.3%     |

주: 1. Base 미국 영업이익은 CJ제일제당 제시 2018F와 2020F의 평균, 법인세율 24% 가정, 2. 인수금융 이자율 4% 가정, 3. capex 증가는 쉬원스 연간 capex 1,300억원으로 연간 감가상각비 200~300억원 과거대비 증가 가정, 4. 영업권 상각 가정하지 않았음

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 종합 식품 기업임. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었음. 주요 사업으로는 설탕, 밀가루, 조미료, 가공식품 등을 생산·판매하는 식품사업, 동물사료, 의약품, 아미노산 등을 생산·판매하는 생명공학사업, 국내/국제물류 및 택배, 건설사업 등을 영위하는 물류사업이 있음. 2015년 기준 식품, 생명공학, 물류 사업부문의 매출액 비율은 각각 32%, 31%, 37%임(부분간 내부 매출액 제외, 연결 기준).

## 재무상태표

(단위: 십억원)

|            | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산       | 4,881  | 4,963  | 6,020  | 6,323  | 6,789  |
| 현금성자산      | 644    | 591    | 1,094  | 865    | 913    |
| 매출채권및기타채권  | 2,201  | 2,445  | 2,736  | 3,017  | 3,339  |
| 재고자산       | 1,280  | 1,304  | 1,441  | 1,589  | 1,758  |
| 비유동자산      | 10,886 | 11,905 | 12,969 | 13,564 | 14,194 |
| 투자자산       | 817    | 454    | 594    | 728    | 828    |
| 유형자산       | 7,281  | 8,179  | 9,071  | 9,334  | 9,557  |
| 무형자산       | 2,334  | 2,758  | 2,736  | 2,876  | 3,116  |
| 자산총계       | 15,766 | 16,868 | 18,989 | 19,887 | 20,984 |
| 유동부채       | 4,699  | 5,497  | 5,659  | 5,819  | 6,010  |
| 매입채무및기타채무  | 1,939  | 2,299  | 2,371  | 2,514  | 2,671  |
| 단기차입금및단기사채 | 1,801  | 1,914  | 2,014  | 2,064  | 2,114  |
| 유동성장기부채    | 773    | 915    | 905    | 895    | 885    |
| 비유동부채      | 5,007  | 5,227  | 5,490  | 5,794  | 6,162  |
| 사채         | 2,899  | 3,312  | 3,362  | 3,512  | 3,712  |
| 장기차입금및금융부채 | 1,195  | 1,006  | 1,122  | 1,172  | 1,222  |
| 부채총계       | 9,706  | 10,724 | 11,150 | 11,613 | 12,172 |
| 지배주주지분     | 3,409  | 3,375  | 5,029  | 5,411  | 5,883  |
| 자본금        | 72     | 73     | 82     | 82     | 82     |
| 자본잉여금      | 924    | 930    | 1,656  | 1,656  | 1,656  |
| 기타자본       | (302)  | (321)  | (321)  | (321)  | (321)  |
| 이익잉여금      | 2,567  | 2,903  | 3,821  | 4,203  | 4,675  |
| 비지배주주지분    | 2,651  | 2,769  | 2,810  | 2,864  | 2,929  |
| 자본총계       | 6,060  | 6,144  | 7,839  | 8,275  | 8,811  |

## 손익계산서

(단위: 십억원)

|            | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액        | 14,563 | 16,477 | 18,241 | 20,112 | 22,259 |
| 매출원가       | 11,275 | 12,922 | 14,637 | 16,056 | 17,755 |
| 매출총이익      | 3,288  | 3,555  | 3,604  | 4,056  | 4,504  |
| 판매관리비      | 2,444  | 2,778  | 2,763  | 3,026  | 3,302  |
| 영업이익       | 844    | 777    | 841    | 1,030  | 1,202  |
| 금융수익       | 213    | 536    | 253    | 157    | 154    |
| 이자수익       | 18     | 19     | 23     | 27     | 24     |
| 금융비용       | 425    | 469    | 460    | 425    | 435    |
| 이자비용       | 179    | 204    | 220    | 265    | 275    |
| 기타영업외손익    | (104)  | (254)  | 748    | (80)   | (89)   |
| 관계기업관련손익   | 1      | (5)    | (5)    | (5)    | (5)    |
| 세전계속사업이익   | 528    | 584    | 1,377  | 676    | 827    |
| 법인세비용      | 175    | 172    | 365    | 179    | 223    |
| 연결당기순이익    | 354    | 413    | 1,012  | 497    | 604    |
| 지배주주지분순이익  | 276    | 370    | 971    | 443    | 540    |
| 기타포괄이익     | 30     | (465)  | 0      | 0      | 0      |
| 총포괄이익      | 384    | (52)   | 1,012  | 497    | 604    |
| 지배주주지분포괄이익 | 307    | 14     | 971    | 443    | 540    |
| EBITDA     | 1,375  | 1,343  | 1,469  | 1,697  | 1,894  |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2016A   | 2017A   | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름  | 800     | 1,181   | 1,340   | 960     | 1,077   |
| 당기순이익     | 354     | 413     | 1,012   | 497     | 604     |
| 유형자산감가상각비 | 437     | 467     | 521     | 556     | 571     |
| 무형자산상각비   | 95      | 99      | 106     | 111     | 121     |
| 자산부채변동    | (359)   | (24)    | (354)   | (272)   | (298)   |
| 기타        | 273     | 226     | 55      | 68      | 79      |
| 투자활동현금흐름  | (1,409) | (1,464) | (1,734) | (1,315) | (1,188) |
| 유형자산투자    | (845)   | (1,450) | (1,440) | (846)   | (821)   |
| 유형자산매각    | 39      | 27      | 27      | 27      | 27      |
| 투자자산순증    | (62)    | 408     | (144)   | (139)   | (105)   |
| 무형자산순증    | (61)    | (79)    | (84)    | (251)   | (361)   |
| 기타        | (480)   | (370)   | (93)    | (106)   | 72      |
| 재무활동현금흐름  | 726     | 265     | 897     | 125     | 158     |
| 자본의증가     | 192     | 15      | 736     | 0       | 0       |
| 차입금의순증    | 802     | 510     | 256     | 240     | 290     |
| 배당금지급     | (54)    | (50)    | (43)    | (53)    | (61)    |
| 기타        | (214)   | (210)   | (52)    | (62)    | (71)    |
| 기타현금흐름    | (3)     | (36)    | 0       | 0       | 0       |
| 현금의증가     | 115     | (54)    | 504     | (230)   | 48      |

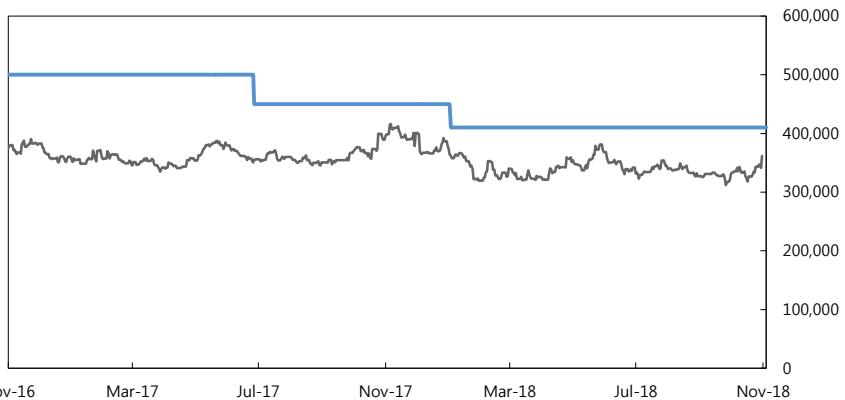
## 주요투자지표

|               | 2016A   | 2017A   | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |         |         |         |         |         |
| EPS           | 19,522  | 26,179  | 61,650  | 27,679  | 33,728  |
| BPS           | 242,224 | 239,601 | 313,110 | 336,423 | 365,251 |
| DPS           | 2,500   | 3,000   | 3,300   | 3,800   | 4,200   |
| 성장성(%), YoY   |         |         |         |         |         |
| 매출증가율         | 12.7    | 13.1    | 10.7    | 10.3    | 10.7    |
| 영업이익증가율       | 12.3    | (7.9)   | 8.3     | 22.4    | 16.7    |
| 순이익증가율        | 45.8    | 34.2    | 162.3   | (54.4)  | 21.8    |
| EPS증가율        | 45.7    | 34.1    | 135.5   | (55.1)  | 21.9    |
| EBITDA증가율     | 11.3    | (2.4)   | 9.4     | 15.6    | 11.6    |
| 수익성(%)        |         |         |         |         |         |
| 영업이익률         | 5.8     | 4.7     | 4.6     | 5.1     | 5.4     |
| 순이익률          | 1.9     | 2.2     | 5.3     | 2.2     | 2.4     |
| EBITDA Margin | 9.4     | 8.1     | 8.1     | 8.4     | 8.5     |
| ROA           | 2.4     | 2.5     | 5.6     | 2.6     | 3.0     |
| ROE           | 8.4     | 10.9    | 23.1    | 8.5     | 9.6     |
| 배당수익률         | 0.7     | 0.8     | 0.9     | 1.1     | 1.2     |
| 배당성향          | 12.8    | 11.5    | 5.5     | 13.8    | 12.5    |
| 안정성           |         |         |         |         |         |
| 순차입금(십억원)     | 5,652   | 6,369   | 5,944   | 6,335   | 6,685   |
| 차입금/자본총계비율(%) | 110.6   | 117.3   | 93.5    | 91.2    | 88.7    |
| Valuation(X)  |         |         |         |         |         |
| PER           | 18.3    | 14.0    | 5.9     | 13.1    | 10.7    |
| PBR           | 1.5     | 1.5     | 1.2     | 1.1     | 1.0     |
| EV/EBITDA     | 9.6     | 10.5    | 9.7     | 8.7     | 8.0     |

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)        | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 괴리를     |             |
|-----------------|------------|------|----------|---------|-------------|
|                 |            |      |          | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| CJ제일제당 (097950) | 2015.12.10 | 매수   | 500,000원 | -24.6   | -15.5       |
|                 | 2016.12.10 | 1년경과 |          | -28.1   | -22.6       |
|                 | 2017.07.12 | 매수   | 450,000원 | -17.7   | -7.6        |
|                 | 2018.01.18 | 매수   | 410,000원 | -       | -           |



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 16일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

| 매수    | 중립    | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 77.8% | 22.2% | 0%       |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.