

CJ제일제당(097950)

쉬완스 인수 지분 하락 긍정적

쉬완스 인수 지분 80%에서 70%로 낮아져

- CJ제일제당이 미국의 냉동피자 제조사 쉬완스 인수 지분율을 종전 80%에서 70%로 낮추기로 함
- 대신 기존 주주인 Trust의 지분율이 20%에서 30%로 상향될 예정
- 이로 인해 CJ제일제당의 지분 인수 금액은 환율 변화까지 고려해서 기존 1조 5,220억원에서 1조 3,238억원으로 약 2천억원 경감될 것
- 쉬완스가 자체적으로 조달하는 인수금융 비용은 환율 변화로 종전 5,662억원에서 5,629억원으로 변경돼 CJ그룹의 총 투자 금액은 2조 882억원에서 1조 8,867억원으로 줄어들 예정

투자비 부담 줄어 수익률 개선

- 투자비 부담 감소로 인해 투자수익률이 상승하고 결론적으로 EPS 개선 효과가 좀 더 크게 나타날 전망
- 쉬완스 인수 이후에도 capex가 다소 증가할 소지가 있고, 동사가 지분 투자금액의 절반 이상을 회사채 신규 발행을 통해 조달하는 만큼, 지분을 줄였을 경우 투자 효과가 커지는 결과가 도출
- <표 2>에서 쉬완스의 capex가 연간 1,300억원으로 증가한다고 가정할 경우 투자수익률은 종전 3.3%에서 4.2%로 약 1%p 상승하며, EPS 개선 효과로 같이 종전 13.4%에서 <표 4>에서의 14.8%로 개선됨

쉬완스 capex 등 추가 투자 부담 얼마냐에 따라 최종 수익성 달라져

- 동 지분 변동 계약은 2월 25일에 체결되었고 대금 지급은 3월 1일에 진행
- 최종 인수는 미국 정부의 승인 이후인 4월에 마무리될 것으로 예상

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	14,563	16,477	18,670	20,409	22,467
증가율(%)	12.7	13.1	13.3	9.3	10.1
영업이익(십억원)	844	777	833	951	1,113
순이익(십억원)	276	370	875	378	461
EPS(원)	19,522	26,179	55,567	23,624	28,796
증가율(%)	45.7	34.1	112.3	(57.5)	21.9
EBITDA(십억원)	1,375	1,343	1,457	1,616	1,811
PER(x)	18.3	14.0	5.9	14.0	11.5
EV/EBITDA(x)	9.6	10.5	9.5	9.0	8.3
PBR(x)	1.5	1.5	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	8.4	10.9	21.1	7.4	8.5
DY(%)	0.7	0.8	1.1	1.1	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/25)	2,233
주가(2/25)	330,500
시가총액(십억원)	4,975
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저(원)	381,500/312,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,423
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/20.8
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
국민연금	12.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.5)	(2.4)	(6.4)
KOSPI 대비(%p)	(4.0)	0.3	2.6

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

김지윤

jiyoon.kim@truefriend.com

- 인수 이후의 관건은 쉬완스의 capex가 얼마나 증가할 지와 경영 정상화 또는 CJ제일제당 미국 판매 법인과의 시너지를 위한 여러 투자의 규모가 얼마일 지 임
- 투자 규모에 따라 미래의 실적 개선 효과가 달라지겠지만 인수를 위한 재무적 부담이 작지는 않아 당장은 투자 규모가 줄어든 것이 주가에는 긍정적인 듯

〈표 1〉 쉬완스 투자수익률

(단위: 십억원)

		BASE (2019F)	CAPEX 증가 시
〈영업실적: 쉬완스〉			
영업이익		195.0	165.0
인수금융이자비용	a	22.6	22.6
세전이익		172.4	142.4
순이익		134.4	111.0
CJ 제일제당 지분해당순이익	b	94.1	88.8
〈투자금액〉			
CJ 제일제당 지분투자액	c	1,323.8	
인수금융	d	562.9	
총 투자액	e=c+d	1,886.7	
〈투자수익률〉			
CJ 제일제당(변경)	b/c	7.11%	6.71%
CJ 제일제당(종전)		7.07%	5.84%
인수금융	a/d	4.02%	4.02%
	b/e	4.99%	4.71%
총 투자	(a+b)/e	6.19%	5.91%

주: 1. 영업이익률은 미국 전체 영업이익률 적용, 법인세율 22% 가정, 2. 인수금융 이자율 4% 가정, 3. Capex 증가는 쉬완스 연간 capex 1,300억원으로 연간 감가상각비 200억~300억원 과거대비 증가 가정, 4. 영업권 상각 가정하지 않았음

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 2〉 쉬완스 투자수익률(지분인수자금 차입 가정)

(단위: 십억원)

		BASE (2019F)	CAPEX 증가 시
〈영업실적: 쉬완스〉			
영업이익		195.0	165.0
인수이자비용	a	75.5	75.5
세전이익		119.5	89.5
순이익		93.2	69.8
CJ 제일제당 지분해당순이익	b	65.3	55.9
〈투자금액〉			
CJ 제일제당 지분투자액	c	1,323.8	
인수금융	d	562.9	
총 투자액	e=c+d	1,886.7	
〈투자수익률〉			
CJ 제일제당	b/c	4.93%	4.22%
CJ 제일제당(종전)		4.57%	3.34%
인수금융	a/d	13.41%	13.41%
	b/e	3.46%	2.96%
총 투자	(a+b)/e	7.46%	6.96%

주: 1. 영업이익률은 미국 전체 영업이익률 적용, 법인세율 22% 가정, 2. 인수금융 이자율 4% 가정, 3. Capex 증가는 쉬완스 연간 capex 1,300억원으로 연간 감가상각비 200억~300억원 과거대비 증가 가정, 4. 영업권 상각 가정하지 않았음, 5. 지분인수자금차입가정에서 인수이자비용은 인수금융과 지분인수자금도 차입하는 것으로 간주

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 3〉 쉬완스 인수로 인한 EPS 개선

(단위: 십억원)

		BASE (2019F)	CAPEX 증가 시
쉬완스 지배주주순이익	a	94.1	88.8
CJ 제일제당 지배주주순이익	b	378.0	378.0
쉬완스 인수로 인한 지배주주순이익(EPS) 개선 효과	a/b	24.9%	23.5%

주: 2019F 지배주주순이익은 쉬완스 미인수시 현재 구조의 실적 예상치

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 4〉 쉬완스 인수로 인한 EPS 개선(지분인수자금 차입 가정)

(단위: 십억원)

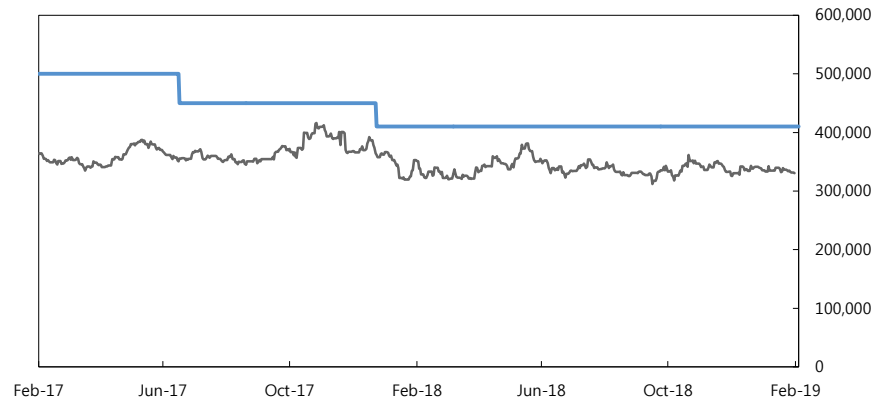
		BASE (2019F)	CAPEX 증가 시
쉬완스 지배주주순이익	a	65.3	55.9
CJ 제일제당 지배주주순이익	b	378.0	378.0
쉬완스 인수로 인한 지배주주순이익(EPS) 개선 효과	a/b	17.3%	14.8%

주: 2019F 지배주주순이익은 쉬완스 미인수시 현재 구조의 실적 예상치

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2016.03.11	매수	500,000원	-25.5	-18.7
	2017.03.11	1년경과		-28.2	-22.6
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-17.3	-7.0
	2019.01.18	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 26일 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
- 중립 : 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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 돕기 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.