

2017/11/15

매일유업 (267980)

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

개선속도는 아쉽지만 견고한 지배력은 확인

■ 3Q17 Review: 개선속도는 아쉽지만 견고한 지배력은 확인

3Q17 매일유업의 개별기준 매출액은 3,383억원 (-0.3% YoY), 영업이익 214억원 (-1.5% YoY, OPM 6.3%)으로, 고수익 제품군의 견조한 성장에도 불구하고, 분유부문의 외형둔화 및 판매촉진 관련 비용확대에 따라 영업이익은 시장 기대치 229억원을 소폭 하회하는 영업실적을 기록했다.

1) 국내 조제분유시장의 환경 악화흐름이 일부 지속되고 있다. 동종업체 대비 매일유업의 시장지배력은 상대적으로 견고한 상황이나, 외형축소에 따른 부담을 완화하기 위한 일부 비용집행은 불가피했던 것으로 판단한다. 단, 집행범위가 전사 마진레벨을 유지하는 수준에서 이루어졌으며, 향후 여타업체와의 안정적인 점유율 격차 확대를 이끌어 낼 수 있다는 측면에 대해 긍정적인 해석이 가능하다. 2) 중국 분유수출은 사드영향에 따른 불확실성에도 불구하고, 전분기 수준의 수출액을 시현했다. 3Q17까지의 누적 수출액을 고려할 때 연간 매출규모는 눈높이를 조정할 필요가 있으나, 제품력 및 카테고리 특성상 브랜드력이 약화되기는 어렵기 때문에 대외적 리스크 해소시 빠른 외형회복이 기대된다. 3) 성수기효과에 따라 컵커피, 가공유뿐만 아니라 프리미엄유제품 (상하목장), 치즈 등 고수익 제품군의 이익기여도가 증가했다. 백색시유의 수익관리를 통한 손실축소 노력에 따른 제품 포트폴리오 개선은 중장기 사업체질 강화 측면에서 긍정적이다.

■ 외부 불확실성에도 불구하고, 체질개선을 통한 안정적인 흐름 유지

국내외 조제분유와 관련된 대외환경 악화 우려로 최근 주가상승은 일부 제한을 보이고 있으며, 추가적으로 전년동기의 높은 4분기 베이스 부담이 단기 리스크로 작용할 가능성이 존재한다. 그러나 1) 동종업체 내 가장 견고한 시장지배력 및 이익레벨의 지속, 2) 제품믹스 개선에 따른 영업실적 변동성 축소 흐름 및 3) 최근 사드 이슈에 대한 완화 기대감 등이 반영되었다고 판단하기에는 낮은 주가레벨이다. 2018년 기준 PER 9.7X의 밸류에이션 매력도가 부각될 수 있다는 측면에서의 접근이 유효하며, 충분히 매수기회로 활용 가능하다.

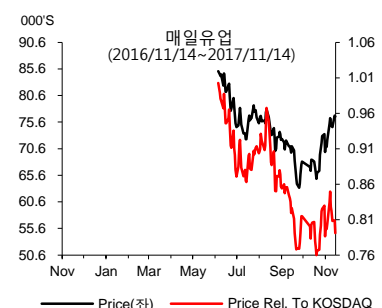
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	98,000원
종가(2017/11/14)	76,700원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	761만주
시가총액	584십억원
외국인지분율	10.5%
배당금(2016)	n/a
EPS(2017E)	7,570원
BPS(2017E)	62,645원
ROE(2017E)	12.8%
52주 주가	63,300~85,200원
60일평균거래량	39,208주
60일평균거래대금	2.8십억원

Price Trend



<표1> 매일유업 3Q17 개별기준 영업실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

	3Q17P	3Q16	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	338.3	339.4	(0.3)	339.9	(0.5)	342.1	(1.1)
영업이익	21.4	21.7	(1.5)	22.9	(6.6)	22.9	(6.7)
영업이익률 %	6.3	6.4	(0.1)	6.7	(0.4)	6.7	(0.4)
세전이익	20.2	16.9	19.8	22.7	(11.0)	22.6	(10.4)
세전이익률 %	6.0	5.0	1.0	6.7	(0.7)	6.6	(0.6)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 11월 14일 기준

전년동기 영업실적은 분할전 매일유업 개별기준 수치를 적용함

<표2> 매일유업 개별기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	321.4	331.2	339.4	336.1	327.6	325.3	338.3	331.9	1,328.1	1,323.1	1,353.9
분유부문	40.9	48.1	46.6	54.5	41.5	39.5	39.8	45.4	190.1	166.2	172.2
시유부문	75.0	74.3	76.6	75.4	74.6	72.8	74.7	75.0	301.3	297.2	297.2
발효유부문	24.2	28.2	22.8	20.4	24.5	29.4	24.0	21.1	95.7	99.0	100.9
음료 및 기타	181.3	180.6	193.4	185.7	187.0	183.6	199.8	190.3	740.9	760.8	783.6
YoY %	5.0%	8.9%	7.1%	2.6%	1.9%	-1.8%	-0.3%	-1.2%	5.9%	-0.4%	2.3%
분유부문	-6.9%	16.8%	-3.1%	15.6%	1.4%	-18.0%	-14.4%	-16.6%	5.4%	-12.6%	3.6%
시유부문	-1.5%	-7.7%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	-2.0%	-2.5%	-0.5%	-3.0%	-1.4%	0.0%
발효유부문	-5.0%	5.6%	-1.5%	-1.5%	1.0%	4.5%	5.0%	3.0%	-0.5%	3.4%	2.0%
음료 및 기타	13.0%	13.0%	15.2%	1.3%	3.2%	1.7%	3.3%	2.5%	10.4%	2.7%	3.0%
영업이익	12.3	12.2	21.7	22.9	11.8	18.5	21.4	19.8	69.1	71.5	74.4
YoY %	183.9%	182.7%	55.7%	32.4%	-4.2%	51.5%	-1.5%	-13.3%	73.3%	3.5%	4.1%
OPM %	3.8%	3.7%	6.4%	6.8%	3.6%	5.7%	6.3%	6.0%	5.2%	5.4%	5.5%

자료: 매일유업, 하이투자증권

주: 매일유업 사업부문별 영업실적은 하이투자증권 추정치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)		
	2017E	2018E	2019E
유동자산	364	416	472
현금 및 현금성자산	63	109	159
단기금융자산	38	38	38
매출채권	146	149	152
재고자산	112	115	117
비유동자산	330	335	337
유형자산	165	170	172
무형자산	9	9	9
자산총계	695	751	809
유동부채	207	210	213
매입채무	91	95	98
단기차입금	-	-	-
유동성장기부채	3	3	3
비유동부채	38	38	38
사채	-	-	-
장기차입금	10	10	10
부채총계	245	248	251
지배주주지분	450	503	558
자본금	4	4	4
자본잉여금	68	68	68
이익잉여금	420	475	533
기타자본항목	-21	-21	-21
비지배주주지분	-	-	-
자본총계	450	503	558

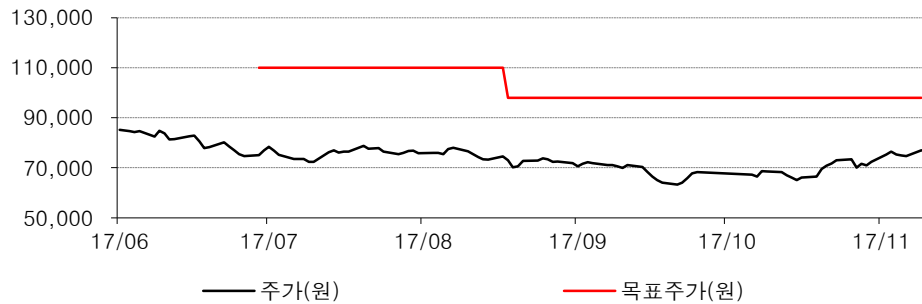
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)		
	2017E	2018E	2019E
매출액	1,323	1,354	1,382
증가율(%)	-0.4	2.3	2.0
매출원가	900	918	936
매출총이익	424	436	446
판매비와관리비	352	362	368
연구개발비	-	-	-
기타영업수익	-	-	-
기타영업비용	-	-	-
영업이익	72	74	78
증가율(%)	3.5	4.1	4.6
영업이익률(%)	5.4	5.5	5.6
이자수익	-	-	-
이자비용	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-
기타영업외손익	2	3	3
세전계속사업이익	69	73	76
법인세비용	14	16	17
세전계속이익률(%)	5.2	5.4	5.5
당기순이익	54	57	59
순이익률(%)	4.1	4.2	4.3
지배주주귀속 순이익	54	57	59
기타포괄이익	-2	-2	-2
총포괄이익	52	54	57
지배주주귀속총포괄이익	52	54	57

현금흐름표	(단위:십억원)		
	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	55	51	54
당기순이익	54	57	59
유형자산감가상각비	-	-	-
무형자산상각비	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-
투자활동 현금흐름	-25	-25	-25
유형자산의 처분(취득)	-30	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	-	-	-
금융상품의 증감	-	-	-
재무활동 현금흐름	-109	-2	-2
단기금융부채의증감	20	-	-
장기금융부채의증감	-80	-	-
자본의증감	-3	-	-
배당금지급	-3	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-18	45	51
기초현금및현금성자산	82	63	109
기말현금및현금성자산	63	109	159

주요투자지표	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)			
EPS	7,570	7,908	8,279
BPS	62,645	69,969	77,663
CFPS	7,570	7,908	8,279
DPS	250	250	250
Valuation(배)			
PER	10.1	9.7	9.3
PBR	1.2	1.1	1.0
PCR	10.1	9.7	9.3
EV/EBITDA	6.9	6.0	5.1
Key Financial Ratio(%)			
ROE	12.8	11.9	11.2
EBITDA 이익률	5.4	5.5	5.6
부채비율	54.3	49.3	45.0
순부채비율	-19.6	-26.6	-33.0
매출채권회전율(x)	8.7	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	11.8	11.9	11.9

자료 : 매일유업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(매일유업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-06-05	Buy	110,000	6개월	-26.5%	-22.9%
2017-07-03	Buy	110,000	1년	-31.1%	-28.4%
2017-08-22	Buy	98,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:이경신\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-