

13. 매일유업 (267980) / BUY (유지) / TP 98,000원 (유지)

1Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

매일유업의 1Q18 개별기준 매출액과 영업이익은 각각 3,340억원 (+1.9% YoY), 138억원 (+17.2% YoY)으로, 내수 분유매출액 하락속도 감소 및 중국향 분유수출 공백 최소화, 비용효율화에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

국내 조제분유시장의 환경 악화 흐름이 일부 지속되고 있어, 분유 외형축소에 따른 부담은 일부 이어질 가능성이 높다. 그러나 동종업체대비 시장지배력은 상대적으로 견고한 상황이며, 하락폭이 축소됨에 따른 부담완화 가능성에 무게를 둔다. 중국 분유수출은 사드영향 및 신조제분유법 영향이 일부 지속된 것으로 판단하나, 1Q18 수출액은 전년동기 수준을 유지한 것으로 추정한다. 카테고리 특성상 브랜드력 약화가 어렵다는 점을 감안할 때 대외적 리스크 해소시 빠른 외형회복이 기대되며, 추가적으로 신조제분유법 발효 이후 시장 내 지배력 확대 가능성 또한 긍정적이다.

시장지위를 감안할 때 컵커피, 가공유 및 프리미엄유제품 (상하목장), 치즈 등 고수익 제품군의 높은 수준의 이익기여도가 지속될 전망이며, 백색시유의 수익관리를 통한 손실축소 노력에 따른 제품 포트폴리오 개선은 중장기 사업체질 강화 측면에서 긍정적이다.

우려를 감안하더라도 저평가 매력도 부각

음식료업종 전반적인 조정 및 국내외 조제분유 등과 관련된 대외환경에 악화 우려로 주가하락 흐름이 지속되었으나, 1) 동종업체 내 가장 견고한 시장지배력과 2) 중국 상황개선시 매출 추가확대 가능성 및 3) 밸류에이션 매력도를 고려할 때 현 주가는 모든 우려를 감안하더라도 저평가 구간이다. 향후 강한 기초체력 지속성이 영업실적으로 확인될 경우 우려 불식에 따른 디스카운트 해소가 충분히 가능할 전망이다.

〈표1〉 매일유업 개별기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	(단위: 십억원)			
	1Q18E	1Q17	YoY (% , %p)	1Q18C diff (% , %p)
매출액	334.0	327.6	1.9	335.7 (0.5)
영업이익	13.8	11.8	17.2	14.0 (1.7)
영업이익률 %	4.1	3.6	0.5	4.2 (0.1)
세전이익	13.7	10.5	30.8	14.0 (2.4)
세전이익률 %	4.1	3.2	0.9	4.2 (0.1)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 03월 30일 기준

〈표2〉 매일유업 개별기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	334.0	333.8	347.4	333.8	1,328.1	1,317.8	1,349.1
분유부문	39.3	38.9	39.7	43.9	39.1	40.6	41.5	44.9	190.1	161.8	166.1
시유부문	74.6	72.8	74.7	74.7	75.0	73.5	75.4	75.0	301.3	296.8	299.0
발효유부문	24.5	29.4	24.0	20.9	25.0	30.0	24.5	21.3	95.7	98.7	100.7
음료 및 기타	189.2	184.2	200.0	187.1	194.9	189.7	206.0	192.7	740.9	760.4	783.2
YoY %	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	1.9%	2.6%	2.7%	2.3%	5.9%	-0.8%	2.4%
분유부문	-3.9%	-19.1%	-14.8%	-19.5%	-0.4%	4.2%	4.7%	2.2%	5.4%	-14.9%	2.7%
시유부문	-0.5%	-2.0%	-2.5%	-1.0%	0.5%	1.0%	1.0%	0.5%	-3.0%	-1.5%	0.7%
발효유부문	1.0%	4.5%	5.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-0.5%	3.2%	2.0%
음료 및 기타	4.4%	2.0%	3.4%	0.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	10.4%	2.6%	3.0%
영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	13.8	19.3	23.1	19.0	69.1	68.0	75.1
YoY %	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	17.2%	4.1%	8.0%	16.7%	73.3%	-1.7%	10.6%
OPM %	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	4.1%	5.8%	6.6%	5.7%	5.2%	5.2%	5.6%

자료: 매일유업, 하이투자증권 (매일유업 사업부문별 영업실적은 하이투자증권 예상 및 추정치)

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	331	368	419	474	매출액	881	1,349	1,377	1,404
현금 및 현금성자산	37	81	127	176	증가율(%)	-	53.1	2.1	2.0
단기금융자산	17	17	17	17	매출원가	602	915	933	951
매출채권	168	148	151	154	매출총이익	279	434	444	453
재고자산	102	115	117	119	판매비와관리비	228	359	367	374
비유동자산	260	216	223	229	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	220	176	183	189	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	8	8	8	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	591	584	642	702	영업이익	51	75	78	79
유동부채	233	215	219	222	증가율(%)	-	46.9	3.2	2.2
매입채무	91	83	86	90	영업이익률(%)	5.8	5.6	5.6	5.6
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	40	10	10	10	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	70	27	27	27	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	50	-	-	-	기타영업외손익	-3	3	3	3
장기차입금	3	10	10	10	세전계속사업이익	44	74	76	78
부채총계	303	243	246	250	법인세비용	9	18	19	19
지배주주지분	287	341	396	453	세전계속이익률(%)	5.0	5.5	5.5	5.5
자본금	4	4	4	4	당기순이익	35	55	57	58
자본잉여금	249	249	249	249	순이익률(%)	3.9	4.1	4.1	4.1
이익잉여금	35	88	143	199	지배주주귀속 순이익	35	55	57	58
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	35	55	57	58
자본총계	287	341	396	453	지배주주귀속총포괄이익	35	55	57	58

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	97	25	57	58	주당지표(원)				
당기순이익	35	55	57	58	EPS	6,928	7,249	7,484	7,651
유형자산감가상각비	-	-	-	-	BPS	37,786	44,810	52,068	59,494
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	7,129	7,249	7,484	7,651
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	450	250	250	250
투자활동 현금흐름	-58	-16	-16	-16	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-44	-30	-30	-30	PER		8.6	8.4	8.2
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR		1.4	1.2	1.1
금융상품의 증감	-17	-	-	-	PCR		8.6	8.4	8.2
재무활동 현금흐름	-49	-58	-3	-3	EV/EBITDA		5.3	4.5	3.8
단기금융부채의증감	-	20	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-50	-	-	ROE	24.2	17.6	15.4	13.7
자본의증감	14	-	-	-	EBITDA이익률	5.9	5.6	5.6	5.6
배당금지급	-	-3	-2	-2	부채비율	105.6	71.2	62.1	55.1
현금및현금성자산의증감	-9	44	46	49	순부채비율	13.6	-22.9	-31.4	-38.3
기초현금및현금성자산	46	37	81	127	매출채권회전율(x)	10.5	8.5	9.2	9.2
기말현금및현금성자산	37	81	127	176	재고자산회전율(x)	17.3	12.4	11.9	11.9

자료 : 매일유업, 하이투자증권 리서치센터