

### 13. 매일유업 (267980) / BUY (유지) / TP 110,000원 (유지)

#### 2Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

매일유업의 2Q18 개별기준 매출액과 영업이익은 각각 3,269억원 (+0.5% YoY), 208억원 (+12.3% YoY)으로, 내수 분유매출액 하락속도 둔화 및 중국향 분유수출 공백 최소화, 비용효율화 및 성수기 진입에 따라 시장기대치에 부합할 전망이다.

국내 신생아수 감소, 국내외 업체별 경쟁강도 심화 등 국내 조제분유시장의 환경 악화 흐름이 일부 지속되고 있어, 내수분유 외형축소에 따른 부담은 일부 이어질 가능성이 높다. 그러나 동종업체대비 시장지배력은 상대적으로 견고한 상황이며, 하락폭이 축소됨에 따른 부담완화 가능성에 무게를 둔다. 중국 분유수출은 사드 영향 및 신조제분유법 영향이 일부 완화된 것으로 판단하며, 2Q18 수출액은 100억원 수준으로 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.

제품별 시장지위 및 성수기 진입시기를 감안할 때 컵커피, 가공유 및 프리미엄유 제품 (상하목장), 치즈 등 고수익 제품군의 높은 수준의 이익기여도가 지속될 전망이다. 백색시유의 수익관리를 통한 손실축소 노력에 따른 제품 포트폴리오 개선은 중장기 사업체질 강화 측면에서 긍정적이다.

#### 실적개선 가시화 지속, 저평가 매력도 부각

영업환경과 관련된 우려에 따라 음식료업종대비 할인폭이 높은 상황이나, 1) 유업 계동종업체 내 가장 견고한 시장지배력과 2) 중국 상황개선에 따른 수출분유 매출액 추가확대 가능성 및 3) 밸류에이션 매력도를 고려한다면 최근 상승한 주가상황에서도 저평가 매력도가 유지된다는 판단이다. 향후 강한 기초체력 지속성이 영업실적으로 확인될 경우 대외환경 악화 우려에 대한 디스카운트 해소가 충분히 가능할 것으로 판단한다.

〈표1〉 매일유업 개별기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C	diff (% , %p)
매출액	326.9	325.3	0.5	328.7	(0.5)
영업이익	20.8	18.5	12.3	19.6	6.2
영업이익률 %	6.4	5.7	0.7	6.0	0.4
세전이익	20.0	13.7	46.5	19.4	3.3
세전이익률 %	6.1	4.2	1.9	5.9	0.2

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 기준

〈표2〉 매일유업 개별기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	321.1	326.9	344.5	329.9	1,317.8	1,322.3	1,349.4
분유부문	39.3	38.9	39.7	43.9	37.9	39.2	41.6	44.9	161.8	163.6	167.4
시유부문	74.6	72.8	74.7	74.7	75.4	73.5	75.4	75.0	296.8	299.4	299.4
발효유부문	24.5	29.4	24.0	20.9	24.5	30.0	24.5	21.1	98.7	100.0	100.5
음료 및 기타	189.2	184.2	200.0	187.1	183.3	184.2	203.0	188.9	760.4	759.3	782.1
YoY %	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	-2.0%	0.5%	1.8%	1.0%	-0.8%	0.3%	2.0%
분유부문	-3.9%	-19.1%	-14.8%	-19.5%	-3.5%	0.7%	4.8%	2.2%	-14.9%	1.1%	2.3%
시유부문	-0.5%	-2.0%	-2.5%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	-1.5%	0.9%	0.0%
발효유부문	1.0%	4.5%	5.0%	2.0%	0.0%	2.0%	2.0%	1.0%	3.2%	1.3%	0.5%
음료 및 기타	4.4%	2.0%	3.4%	0.7%	-3.1%	0.0%	1.5%	1.0%	2.6%	-0.1%	3.0%
영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	16.4	20.8	23.9	19.7	68.0	80.8	82.6
YoY %	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	39.4%	12.3%	11.8%	21.3%	-1.7%	19.0%	2.2%
OPM %	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	6.4%	6.9%	6.0%	5.2%	6.1%	6.1%

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	408	509	616	매출액	881	1,322	1,349	1,376
현금 및 현금성자산	37	126	222	323	증가율(%)	-	50.1	2.0	2.0
단기금융자산	17	17	17	17	매출원가	602	910	914	932
매출채권	168	145	148	151	매출총이익	279	412	435	444
재고자산	102	112	115	117	판매비와관리비	228	331	353	360
비유동자산	260	216	223	229	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	220	176	183	189	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	8	8	8	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	591	624	732	844	영업이익	51	81	83	84
유동부채	233	215	215	219	증가율(%)	-	58.1	2.2	2.2
매입채무	91	82	83	86	영업이익률(%)	5.8	6.1	6.1	6.1
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	40	10	10	10	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	70	27	27	27	지분법이익(손실)	-	0	-	-
사채	50	-	-	-	기타영업외손익	-3	1	3	3
장기차입금	3	10	10	10	세전계속사업이익	44	83	81	83
부채총계	303	242	243	246	법인세비용	9	19	20	21
지배주주지분	287	382	489	598	세전계속이익률(%)	5.0	6.2	6.0	6.0
자본금	4	4	4	4	당기순이익	35	112	109	111
자본잉여금	249	249	249	249	순이익률(%)	3.9	8.5	8.1	8.0
이익잉여금	35	129	236	345	지배주주귀속 순이익	35	112	109	111
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	35	112	110	111
자본총계	287	382	489	598	지배주주귀속총포괄이익	35	112	110	111
현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	97	86	107	111	주당지표(원)				
당기순이익	35	112	109	111	EPS	6,928	14,695	14,380	14,557
유형자산감가상각비	-	-	-	-	BPS	37,786	50,157	64,312	78,644
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	7,129	14,695	14,380	14,557
지분법관련손실(이익)	-	0	-	-	DPS	450	250	250	250
투자활동 현금흐름	-58	-16	-16	-16	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-44	-30	-30	-30	PER		6.3	6.4	6.3
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR		1.8	1.4	1.2
금융상품의 증감	-17	-	-	-	PCR		6.3	6.4	6.3
재무활동 현금흐름	-49	-58	-3	-3	EV/EBITDA		7.4	6.1	4.8
단기금융부채의증감	-	20	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-50	-	-	ROE	24.2	33.4	25.1	20.4
자본의증감	14	-	-	-	EBITDA이익률	5.9	6.1	6.1	6.1
배당금지급	-	-3	-2	-2	부채비율	105.6	63.4	49.6	41.1
현금및현금성자산의증감	-9	89	96	101	순부채비율	13.6	-32.2	-44.8	-53.6
기초현금및현금성자산	46	37	126	222	매출채권회전율(x)	10.5	8.4	9.2	9.2
기말현금및현금성자산	37	126	222	323	재고자산회전율(x)	17.3	12.3	11.9	11.9

자료 : 매일유업, 하이투자증권 리서치센터