



2018년 7월 12일 | Equity Research

매일유업 (267980)

2분기 호실적 예상

2Q18 Pre: 호실적 예상

2분기 매출액 및 영업이익은 각각 3,315억원(YoY +1.9%), 215억원(YoY +16.0%)으로 추정한다. 시장 기대치를 상회하는 호실적이 예상된다.

① 국내 제조분유는 예상대로 부진할 전망이다. 다만 전년 베이스 감안시 매출 감소 폭은 QoQ 둔화될 것으로 예상한다. ② 2분기 제조분유 중국 수출액은 100억원 내외로 전망한다. 전년대비 30억원 내외 증가할 것으로 추산되는 만큼 국내 제조분유 매출 부진을 상쇄할 것으로 판단한다. ③ 우호적인 날씨 기인해 컵커피의 견조한 성장세가 기대된다. ④ 상대적으로 고마진 제품인 '컵커피' 및 '상하' 브랜드 판매 호조가 지속되고 있는 점도 믹스 개선에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다. ⑤ 치즈 원재료 가격 안정세도 손익에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

한국 제조분유 수출 업체 중장기 수혜 전망

지난 자료를 통해 언급했던 것처럼, '신제조분유유통법'을 앞두고 격변했던 중국 제조분유 시장은 현재 전환점에 위치한다. ① 재고 소진 이슈 일단락으로 중소형 업체가 난립했던 시장은 안정화를 찾아갈 것이다. 제품 경쟁력을 갖추지 못한 업체의 자연스러운 퇴출은, ② 온라인 구매 확산(2011년 3%→ 2016년 22% 파악)이란 구매 트렌드 변화에 기인해 제품력을 보유한 한국 업체에게 기회로 작용할 전망이다. ③ 2015년 중국 정부의 한 자녀 정책 폐지에 따른 출생아 수 증가도 긍정적이다. 중국 제조분유시장 구조조정 및 확장 기대감은 밸류에이션에 반영될 공산이 크다.

목표주가 기준 11만원에서 12.5만원으로 상향

① 2분기 호실적이 기대된다. ② 중국 제조분유 구조조정 수혜 기대감은 밸류에이션 확장에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대 한다. ③ 밸류에이션 조정으로 목표주가를 기준 11만원에서 12.5만원으로 상향한다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 12.8배에 불과해 여전히 매력적인 밸류에이션을 제공한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 125,000원(상향) | CP(7월 11일): 97,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	804.78		
52주 최고/최저(원)	99,700/62,300	매출액(십억원)	1,344.9 1,391.8
시가총액(십억원)	767.9	영업이익(십억원)	78.9 85.7
시가총액비중(%)	0.29	순이익(십억원)	64.3 69.8
발행주식수(천주)	7,843.6	EPS(원)	8,296 8,899
60일 평균 거래량(천주)	60.8	BPS(원)	48,222 55,922
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2		
18년 배당금(예상,원)	450		
18년 배당수익률(예상,%)	0.46		
외국인지분율(%)	11.31		
주요주주 지분율(%)			
김정완 외 11 인	57.81		
신영자산운용 외 1 인	6.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	8.8 49.2 33.2		
상대	18.5 58.1 8.6		

Stock Price	
(천원)	매일유업(좌) 상대지수(우)
106	120
96	110
86	100
76	90
66	80
56	70
56	60
56	50
56	40
17.7 17.10 18.1 18.4 18.7	

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	N/A	881.2	1,337.3	1,377.4	1,418.7
영업이익	십억원	N/A	51.2	78.3	86.2	93.0
세전이익	십억원	N/A	43.9	75.0	83.0	90.5
순이익	십억원	N/A	34.7	56.9	63.0	68.7
EPS	원	N/A	6,928	7,344	8,033	8,757
증감률	%	N/A	N/A	6.0	9.4	9.0
PER	배	N/A	9.57	13.33	12.19	11.18
PBR	배	N/A	1.75	2.25	1.92	1.65
EV/EBITDA	배	N/A	8.25	8.01	6.94	6.08
ROE	%	N/A	12.09	18.11	17.00	15.86
BPS	원	N/A	37,820	43,503	51,086	59,393
DPS	원	N/A	450	450	450	450



Analyst 심은주

02-3771-8538

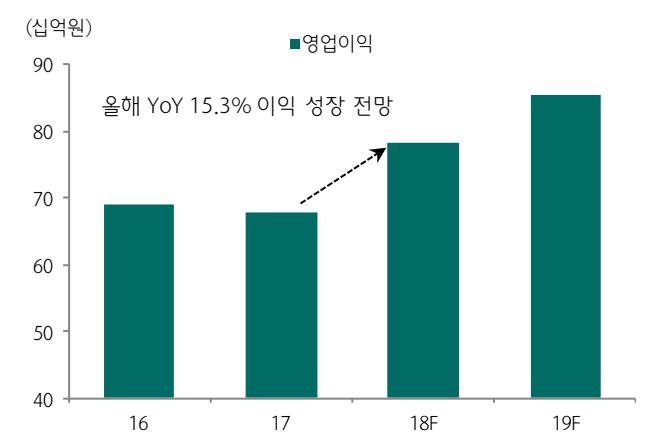
yesej01@hanafn.com

RA 윤승연

02-3771-8121

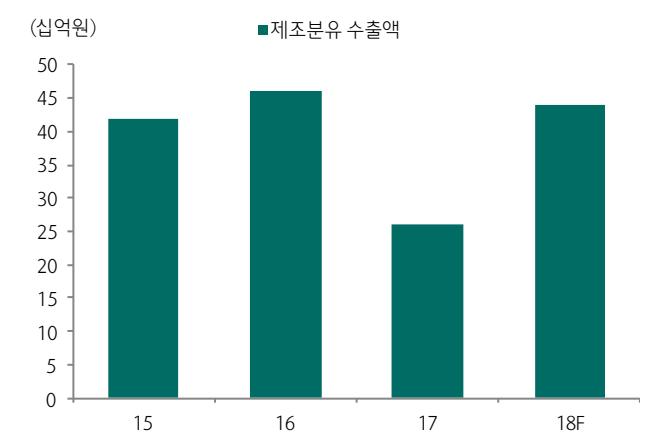
shyoon92@hanafn.com

그림 1. 올해 견조한 이익 성장 전망



자료: 하나금융투자

그림 2. 매일유업 제조분유 수출 전망



자료: 하나금융투자

표 1. 매일유업 적정주가 12.5만원 도출

(단위: 십억원)

	18F	19F	기타
매출액	1,337.3	1,377.4	
영업이익	78.3	86.2	
지배주주 EPS(원)	7,344	8,033	
Target PER		16	음식료 업종 평균
적정주가(원)		125,000	

자료: 하나금융투자

표 2. 매일유업 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F
매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	321.0	331.5	347.6	337.2	1,328.1	1,317.8	1,337.3
제조분유	38.8	35.7	39.9	38.5	36.7	36.3	43.3	45.8	183.9	152.9	162.1
백색우유	73.1	83.0	81.0	79.4	74.6	83.0	81.0	79.4	317.4	316.5	318.0
상하목장	19.0	20.3	22.0	21.0	22.8	21.9	23.8	22.7	71.5	82.3	91.1
컵커피	38.9	43.0	39.8	35.4	40.9	45.1	41.8	37.2	151.7	157.1	165.0
YoY	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	-2.0%	1.9%	2.7%	3.3%	5.9%	-0.8%	1.5%
제조분유	-1.9%	-20.1%	-15.6%	-26.5%	-5.3%	1.6%	8.4%	19.0%	3.6%	-16.9%	6.0%
백색우유	-2.0%	-3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.0%	-0.3%	0.5%
상하목장	10.0%	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	15.0%	10.8%
컵커피	6.0%	8.0%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	9.9%	3.6%	5.0%
영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	16.4	21.5	21.8	18.7	69.1	67.9	78.3
YoY	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	39.4%	16.0%	1.8%	14.8%	73.3%	-1.7%	15.3%
OPM	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	6.5%	6.3%	5.5%	5.2%	5.2%	5.9%
세전이익	8.5	193.4	20.2	10.5	15.8	20.5	20.8	18.0	68.0	232.6	75.0
YoY	-32.8%	1454.6%	20.0%	-59.7%	85.0%	-89.4%	2.7%	71.1%	72.4%	242.1%	-67.8%
지배순이익	5.7	190.0	16.0	8.8	12.2	15.2	15.4	14.2	49.5	220.5	56.9
YoY	-46.9%	2702.2%	26.4%	-54.1%	112.1%	-92.0%	-4.0%	60.7%	60.8%	345.5%	-74.2%
NPM	1.7%	58.4%	4.7%	2.7%	3.8%	4.6%	4.4%	4.2%	3.7%	16.7%	4.3%

기타: 2017년 5월 1일 분할됨, 분할 전 수치는 별도 기준 수치로 재구성함

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	N/A	881.2	1,337.3	1,377.4	1,418.7
매출원가	N/A	602.3	922.0	946.9	973.9
매출총이익	N/A	278.9	415.3	430.5	444.8
판관비	N/A	227.7	337.0	344.4	351.8
영업이익	N/A	51.2	78.3	86.2	93.0
금융순익	N/A	(4.6)	(0.3)	0.6	1.5
종속/관계기업순익	N/A	0.0	(3.0)	(3.8)	(4.0)
기타영업외순익	N/A	(2.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	N/A	43.9	75.0	83.0	90.5
법인세	N/A	9.1	18.1	20.0	21.8
계속사업이익	N/A	34.7	56.9	63.0	68.7
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	34.7	56.9	63.0	68.7
비자매주주지분 순이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	N/A	34.7	56.9	63.0	68.7
지배주주지분포괄이익	N/A	34.9	56.9	63.0	68.7
NOPAT	N/A	40.5	59.4	65.4	70.6
EBITDA	N/A	67.1	97.1	107.6	117.1
성장률(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	51.8	3.0	3.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	46.7	10.1	8.0
EBITDA증가율	N/A	N/A	44.7	10.8	8.8
영업이익증가율	N/A	N/A	52.9	10.1	7.9
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	64.0	10.7	9.0
EPS증가율	N/A	N/A	6.0	9.4	9.0
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	31.7	31.1	31.3	31.4
EBITDA이익률	N/A	7.6	7.3	7.8	8.3
영업이익률	N/A	5.8	5.9	6.3	6.6
계속사업이익률	N/A	3.9	4.3	4.6	4.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	N/A	6,928	7,344	8,033	8,757
BPS	N/A	37,820	43,503	51,086	59,393
CFPS	N/A	13,063	12,141	13,235	14,421
EBITDAPS	N/A	13,386	12,528	13,719	14,931
SPS	N/A	175,688	172,622	175,610	180,878
DPS	N/A	450	450	450	450
주가지표(배)					
PER	N/A	9.6	13.3	12.2	11.2
PBR	N/A	1.8	2.3	1.9	1.6
PCFR	N/A	5.1	8.1	7.4	6.8
EV/EBITDA	N/A	8.3	8.0	6.9	6.1
PSR	N/A	0.4	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	N/A	12.1	18.1	17.0	15.9
ROA	N/A	5.9	9.1	9.2	9.1
ROIC	N/A	11.7	16.9	17.6	17.6
부채비율	N/A	105.6	91.4	79.3	69.6
순부채비율	N/A	17.3	2.7	(5.2)	(12.1)
이자보상배율(배)	N/A	19.8	33.7	36.7	39.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

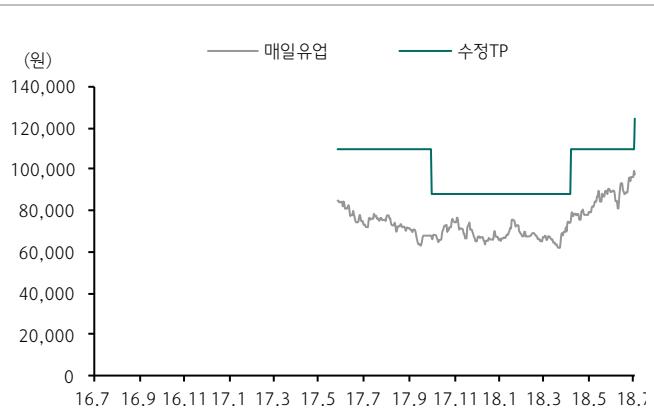
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	N/A	331.2	381.7	420.2	464.7
금융자산	N/A	53.9	96.4	126.3	162.0
현금성자산	N/A	36.8	78.7	108.1	143.2
매출채권 등	N/A	168.3	173.3	178.5	183.9
재고자산	N/A	102.1	105.2	108.3	111.6
기타유동자산	N/A	6.9	6.8	7.1	7.2
비유동자산	N/A	259.8	270.9	298.0	324.8
투자자산	N/A	9.9	15.0	15.5	15.9
금융자산	N/A	9.9	15.0	15.5	15.9
유형자산	N/A	219.9	247.8	275.3	302.4
무형자산	N/A	8.1	7.2	6.4	5.7
기타비유동자산	N/A	21.9	0.9	0.8	0.8
자산총계	N/A	591.0	652.6	718.2	789.5
유동부채	N/A	233.0	240.8	246.5	252.4
금융부채	N/A	43.4	45.2	45.4	45.5
매입채무 등	N/A	176.8	182.1	187.6	193.2
기타유동부채	N/A	12.8	13.5	13.5	13.7
비유동부채	N/A	70.5	70.9	71.2	71.5
금융부채	N/A	60.3	60.3	60.3	60.3
기타비유동부채	N/A	10.2	10.6	10.9	11.2
부채총계	N/A	303.5	311.7	317.7	323.9
지배주주지분	N/A	287.5	341.0	400.4	465.6
자본금	N/A	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	N/A	249.0	249.0	249.0	249.0
자본조정	N/A	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	N/A	34.7	88.2	147.7	212.9
비자매주주지분	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	287.5	341.0	400.4	465.6
순금융부채	N/A	49.7	9.1	(20.7)	(56.2)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	N/A	97.5	73.9	81.8	90.0
당기순이익	N/A	34.7	56.9	63.0	68.7
조정	N/A	26.5	18.8	21.5	24.0
감가상각비	N/A	16.0	18.7	21.4	24.1
외환거래손익	N/A	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	10.0	0.1	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	N/A	36.3	(1.8)	(2.7)	(2.7)
투자활동 현금흐름	N/A	(57.5)	(30.3)	(49.0)	(51.5)
투자자산감소(증가)	N/A	(9.9)	(5.1)	(0.5)	(0.5)
유형자산감소(증가)	N/A	(43.4)	(45.8)	(48.1)	(50.5)
기타	N/A	(4.2)	20.6	(0.4)	(0.5)
재무활동 현금흐름	N/A	(48.6)	(1.6)	(3.4)	(3.4)
금융부채증가(감소)	N/A	(25.4)	1.8	0.2	0.2
자본증가(감소)	N/A	249.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	(272.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
배당지급	N/A	0.0	(3.4)	(3.5)	(3.5)
현금의 증감	N/A	(9.3)	41.9	29.3	35.2
Unlevered CFO	N/A	65.5	94.1	103.8	113.1
Free Cash Flow	N/A	53.9	28.1	33.7	39.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

매일유업



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.7.12	BUY	125,000		
18.4.17	BUY	110,000	-21.94%	-9.36%
17.10.11	BUY	88,000	-21.49%	-12.61%
17.6.5	BUY		-	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.3%	5.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 07월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.