

매일유업(267980)

기업가치 한 단계 도약 완성

2분기 실적 컨센서스 부합 예상

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 0.4%, 9.3% 증가해 컨센서스에 부합할 전망이다. 1분기에 비해 이익 증가율이 다소 둔화된 이유는 성수기를 겨냥한 마케팅비가 증가했기 때문으로, 전체적인 실적 흐름은 1분기와 유사할 것이다. 유기농 브랜드인 '상하(2017년 매출액 비중 7%)'가 20%대, 지난해 3분기에 주요 제품의 가격을 올린 커피우유의 매출액 증가율이 6~9% 수준을 기록할 전망이다. 반면 국내 분유 매출액은 출산율 악화가 지속돼 여전히 9~10% 감소하고 치즈도 성장이 없을 것으로 보인다. 중국 분유 수출액은 1분기에는 70억~80억원 정도로 전년동기와 유사했지만 2분기에는 100억원을 상회해 40% 이상 증가할 것으로 예상된다.

첫번째 도약은 주력사업 체질 개선으로

2014년까지 2%에 머물렀던 영업이익률이 고수익인 국내 분유의 매출액 감소에도 불구하고 최근 분기에 5~6%까지 개선된 이유는 주력 사업의 체질이 개선된 데 기인한다. 부가가치가 높은 상하 브랜드의 비중이 높아진 것도 있지만, 경쟁이 심한 커피우유시장에서도 브랜드력을 강화시키며 가격 인상에 잇따라 성공했고, 발효유에서는 대용량 요거트시장 확장에 성공해 이익의 규모를 늘렸다. 또 고수익 상품 라인을 추가하고, 원유가격 상승 부담이 컸던 환우유도 지속적인 재고 관리 등으로 어려운 환경 속에서도 적자폭을 최소화했다. 이러한 주력사업의 체질 개선으로 동사는 경쟁사대비 높은 수익성을 달성했고, 실적의 변동성도 줄었다.

두번째 도약은 유기농, 분유 수출의 고성장 안착으로

우리의 목표주가 97,000원은 2018년과 2019년 예상 EPS에 음식료업종 평균 PER의 85%를 적용한 수준인데, 최근 동사의 이익 증가 추세를 감안할 때 충분히 달성 가능하다고 판단된다. 이후 주가의 추가 상승은 전체 영업이익의 10% 이상을 차지하는 상하 브랜드의 성장, 그리고 중국향 분유 수출의 개선이 될 것이다. 유기농시장에서의 경쟁을 방어해야하며, 중국시장에서는 브랜드를 더 적극적으로

매수(유지)

목표주가: 97,000원(유지)

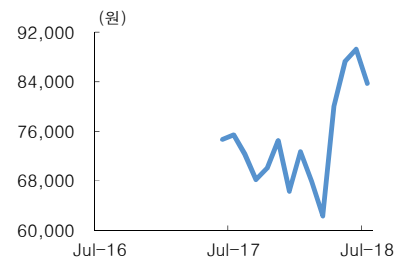
Stock Data

KOSPI(7/24)	2,280
주가(7/24)	83,700
시가총액(십억원)	657
발행주식수(백만)	8
52주 최고/최저(원)	101,500/62,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,062
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.2/11.5
주요주주(%)	김정환 외 11 인 57.8
	신영자산운용 외 1 인 6.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.6)	16.3	6.2
KOSDAQ 대비(%p)	(2.3)	31.1	(6.2)

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	881	51	35	4,652	NM	67	14.3	8.3	1.8	12.1	0.7
2018F	1,328	80	52	6,656	43.1	97	12.6	7.1	NM	0.0	1.1
2019F	1,374	91	60	7,715	15.9	109	10.8	6.1	NM	0.0	1.6
2020F	1,452	99	66	8,463	9.7	118	9.9	5.5	NM	0.0	1.8

주: 순이익은 자본법적용 순이익

이경주

kjlee@truefriend.com

알리는 전략이 필요할 듯하다. 분유는 제품의 특성상 매우 장기적인 마케팅 전략이 필요하며, 특히 중국은 올해부터 조제분유배합등록제가 시행돼 업체별 점유율 변화가 커질 것이므로 동사의 적극적인 시장 지위 확대 전략이 필요하다는 판단이다. 이러한 경쟁력을 갖춘 고수익부문의 성장성 확대를 지켜볼 때이다. 이외 단기적으로는 원유가격 상승을 반영해 강한 브랜드의 가격 인상이 이루어지는지 여부가 실적 조정 변수가 될 듯하다.

〈표 1〉 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	Consensus	차이
매출액	326.7	325.3	0.4	321.0	1.8	332.1	(1.6)
매출총이익	99.7	106.9	(6.8)	85.8	16.1		
판매비	79.4	88.4	(10.2)	69.4	14.4		
영업이익	20.3	18.5	9.3	16.4	23.5	19.9	2.1
세전이익	18.5	193.4	(90.4)	15.8	17.7	19.1	(2.6)
당기순이익	14.5	190.0	(92.4)	12.2	19.0	14.3	1.3
매출원가율	69.5	67.1		73.3			
판매비율	24.3	27.2		21.6			
영업이익률	6.2	5.7		5.1		6.0	
세전이익률	5.7	59.4		4.9		5.7	
순이익률	4.4	58.4		3.8		4.3	

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 PER valuation

(단위: 배, 원)

	2018F	2019F
한국 음식료 PER	16.5	15.3
할인율	15%	15%
목표 PER	14.0	13.0
목표주가	93,351	100,599

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 Peer 그룹 PER 비교

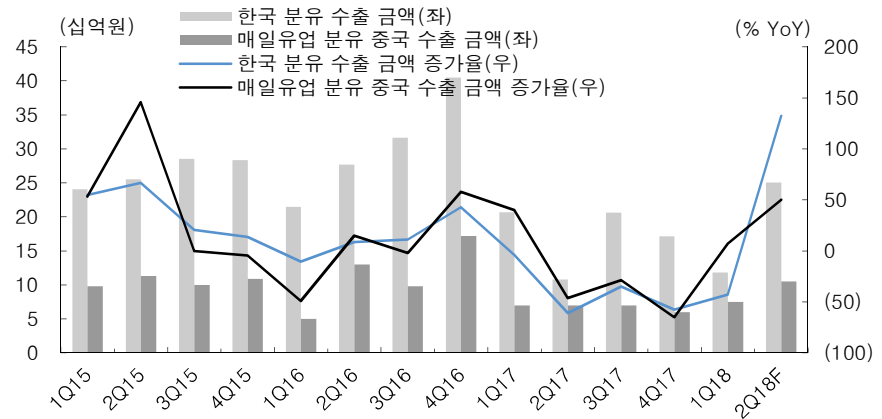
(단위: 십억원, 원, 배)

		2018F	2019F
매일유업	순이익	51.5	60.5
	diluted EPS	6,656	7,715
	PER(A)	12.6	10.8
한국 음식료	PER(B)	16.5	15.3
세계 유가공	PER(C)	21.4	18.3
	PER(B 와 C 평균)	19.0	16.8
PER 프리미엄	A/B-1	(23.8%)	(29.3%)
	A/C-1	(41.3%)	(40.7%)

주: 7월 24일 종가 기준

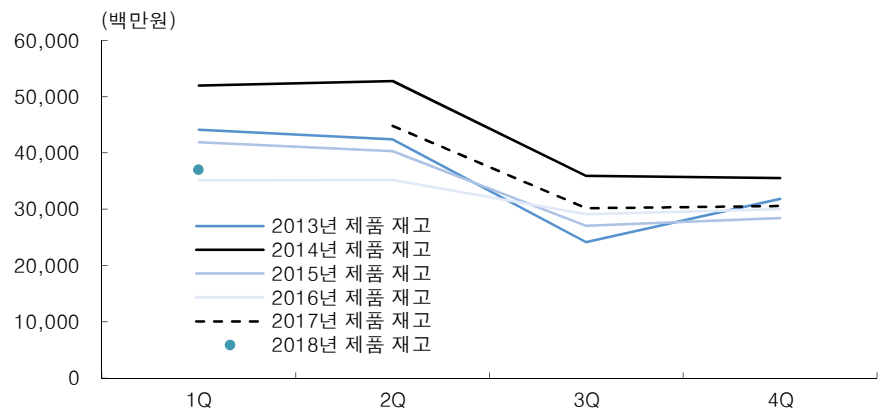
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국 분유 수출과 매일유업 분유 수출 비교

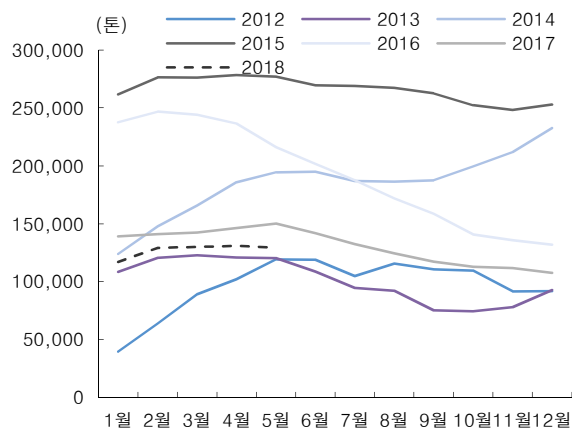


자료: KITA, 매일유업, 한국투자증권

[그림 2] 제품 재고 추이

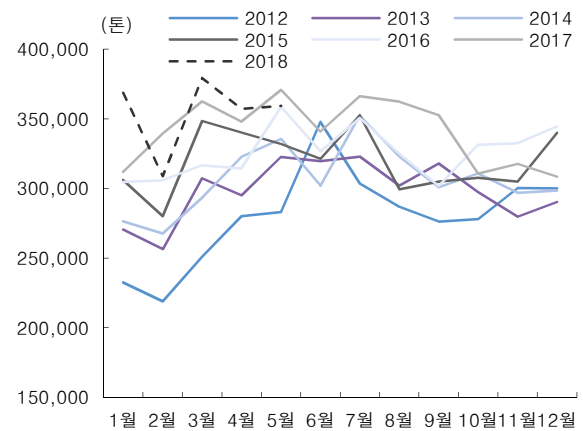
주: 1Q17 재고는 회사 분할로 확인 불가
자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 3] 우유 재고 추이



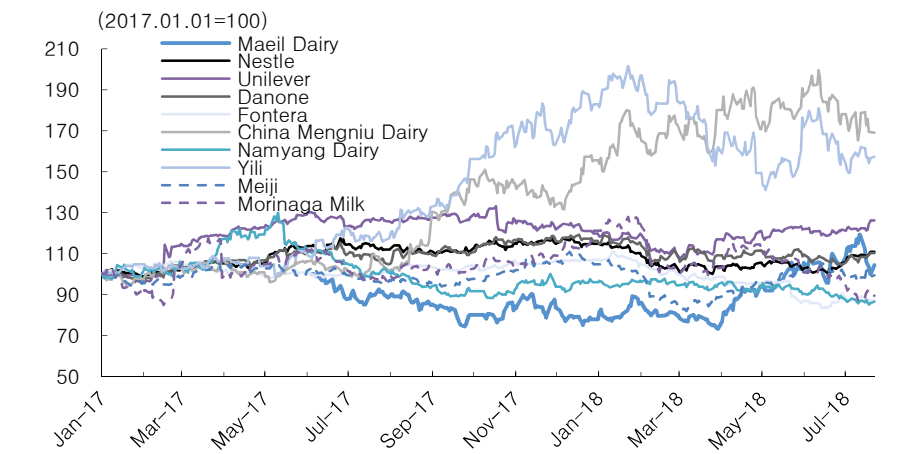
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 4] 우유 소비 추이



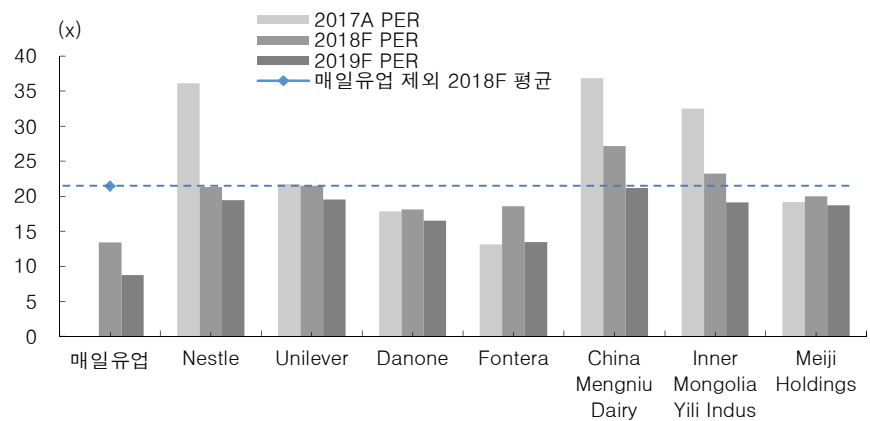
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 5] Global peer 주가 동향



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] Global peer와의 비교



주: 7월 24일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

매일유업은 우유, 분유, 치즈 등 유제품과 과즙음료를 생산 판매하는 식품 업체로 1969년 농어촌개발공사가 설립한 한국 낙농기공(株)가 기업의 전신임. 1980년에 사명을 지금의 매일유업(株)로 변경하였다. 영업부문은 유가공부문, 유아동의류 및 용품, 외식업을 비롯한 기타부문으로 이루어져있음. 계열사로는 제로투세븐(株), 크리스탈제이드코리아(株), 엠즈푸드시스템(株) 등이 있으며 2017년 6월 지주사와 사업회사로 분할 하였음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	331	366	385	406
현금성자산	37	49	51	54
매출채권및기타채권	168	173	179	189
재고자산	102	116	124	131
비유동자산	260	292	321	355
투자자산	10	11	11	12
유형자산	220	245	273	303
무형자산	8	12	13	13
자산총계	591	658	706	761
유동부채	233	254	259	269
매입채무및기타채무	177	199	206	218
단기차입금및단기사채	0	0	0	0
유동성장기부채	40	38	35	32
비유동부채	70	65	57	46
사채	50	45	39	33
장기차입금및금융부채	10	8	6	1
부채총계	303	318	315	315
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	249	257	257	257
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	35	79	130	184
자본총계	287	340	391	445
조정자본총계	287	0	0	0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	97	69	72	82
당기순이익	35	52	60	66
유형자산감가상각비	15	16	17	18
무형자산상각비	1	2	2	2
자산부채변동	36	(1)	(7)	(5)
기타	10	0	0	1
투자활동현금흐름	(58)	(48)	(49)	(52)
유형자산투자	(44)	(42)	(45)	(48)
유형자산매각	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(1)	(0)	(1)
무형자산순증	(1)	(6)	(2)	(2)
기타	0	1	(2)	(1)
재무활동현금흐름	(49)	(8)	(21)	(26)
자본의증가	14	8	0	0
차입금의순증	(63)	(9)	(11)	(15)
배당금지급	0	(3)	(7)	(10)
기타	0	(4)	(3)	(1)
기타현금흐름	(1)	0	0	0
현금의증가	(9)	12	2	3

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

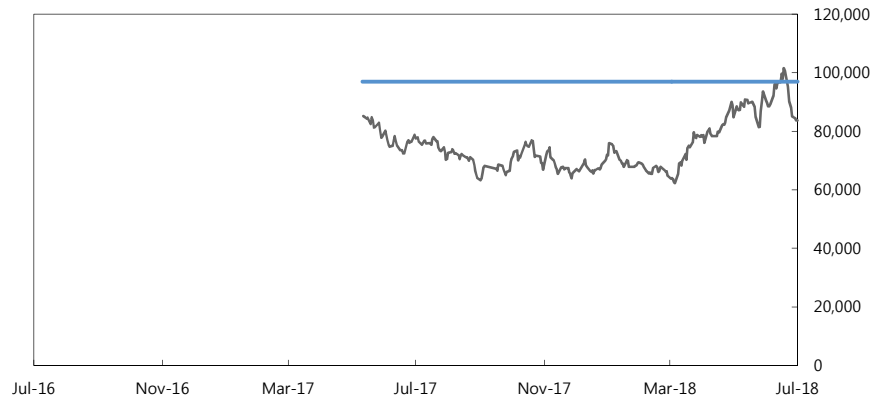
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	881	1,328	1,374	1,452
매출원가	602	926	946	1,001
매출총이익	279	402	428	451
판매관리비	228	322	337	352
영업이익	51	80	91	99
금융수익	3	3	3	3
이자수익	1	2	2	2
금융비용	7	7	6	6
이자비용	3	2	2	2
기타영업외손익	(3)	(9)	(9)	(10)
관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	44	67	79	86
법인세비용	9	15	18	20
당기순이익	35	52	60	66
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	35	52	61	67
EBITDA	67	97	109	118
조정당기순이익	35	52	60	66

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	4,652	6,656	7,715	8,463
BPS	37,820	0	0	0
DPS	450	900	1,300	1,500
성장성(%, YoY)				
매출증가율	0.0	50.7	3.5	5.7
영업이익증가율	NM	55.4	14.5	8.5
순이익증가율	NM	48.3	17.4	9.7
EPS증가율	NM	43.1	15.9	9.7
EBITDA증가율	NM	44.3	13.0	8.1
수익성(%)				
영업이익률	5.8	6.0	6.6	6.8
순이익률	3.9	3.9	4.4	4.6
EBITDA Margin	7.6	7.3	8.0	8.2
ROA	5.9	8.3	8.9	9.0
ROE	12.1	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.7	1.1	1.6	1.8
배당성향	9.8	13.7	16.8	17.7
안정성				
순차입금(십억원)	50	27	12	(6)
차입금/자본총계비율(%)	36.1	27.9	21.5	15.5
Valuation(X)				
PER	14.3	12.6	10.8	9.9
PBR	1.8	NM	NM	NM
EV/EBITDA	8.3	7.1	6.1	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
매일유업(267980)	2017.06.04	매수	97,000원	-25.0	-7.2
	2018.06.04	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 25일 현재 매일유업 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 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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 높이 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.