

매일유업(267980)

하회 **부합** 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

급하진 않지만 꾸준하게

성수기 겨냥한 판관비 증가로 2분기 실적 기대치 소폭 하회
 분유는 수출은 늘었지만 내수 침체 지속
 앞으로는 제품가격 인상이 중요 변수. 안정적 이익 증가 감안 시 주가 저평가

매수(유지)

목표주가: 97,000원(유지)

Facts : 성수기 겨냥한 판관비 증가로 기대치 소폭 하회

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 1.7%, 0.4% 감소해, 우리 예상과 시장 컨센서스를 소폭 하회했다. 여름 성수기를 겨냥한 판관비 증가가 차이로 보인다. 통상 이 비용은 1분기말이나 2분기 중 언제 집행되느냐에 따라 분기 이익 증감에 변수로 작용하며, 1분기가 아닌 2분기에 집중된 것으로 추산된다. 분유 중국향 수출액이 전년동기 및 전분기대비 30억원가량 증가한 110억원으로 증가한 것 이외에는 대체적인 영업의 흐름은 1분기와 유사한 것으로 추산된다. 상하 브랜드의 고성장과 국내 분유의 역성장이 계속되고, 발효유/백색시유/커피음료의 수익성은 큰 변화가 없는 것으로 추정된다.

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	89,600
시가총액(십억원)	703
발행주식수(백만)	8
52주 최고/최저가(원)	101,500/62,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,145
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.2/11.2
주요주주(%)	김정환 외 11 인 57.8
	신영자산운용 외 1 인 6.4

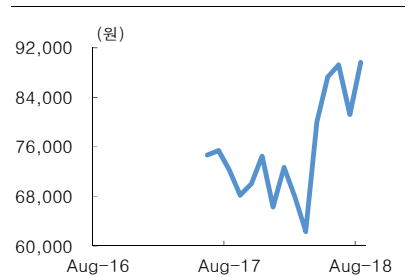
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	14.3	13.5	11.6
PBR(x)	1.8	2.1	1.8
ROE(%)	12.1	16.4	16.6
DY(%)	0.7	1.0	1.5
EV/EBITDA(x)	8.3	7.5	6.6
EPS(원)	4,652	6,656	7,715
BPS(원)	37,820	43,389	49,826

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.8)	32.2	17.0
KOSDAQ 대비(%p)	(2.9)	42.3	(4.1)

주가추이



자료: WISEFn

Pros & cons : 분유의 국내외 엇갈린 명암. 상하 선전은 지속

중국향 분유 수출액은 전년동기 70억원, 전분기 75억원보다 증가한 110억원을 기록한 것으로 추정된다. 사드로 인한 악영향에서 서서히 벗어나고 있는 듯하다. 이러한 추세라면 연간 회사 가이드라인인 400억원(전년 270억원)은 무난히 달성할 것으로 기대된다. 반면 국내 분유 매출액은 아직도 5~10% 수준으로 역성장하고 있다. 출산율에 유의미한 변화가 없는 가운데 수입산을 비롯한 시장 경쟁이 여전히 치열한 것으로 파악된다. 유기농 브랜드인 '상하'는 20% 이상의 매출액 신장을 이어가며 전체 실적 개선에 가장 크게 기여하고 있다. 경쟁은 여전히 치열하지만 커피음료는 선두 지위를 유지 중이며, 지난해 수익률이 향상된 발효유는 흑자를 유지하고 있다. 치즈는 원료가격의 상승은 둔화됐지만 경쟁이 치열해 여전히 고전 중인 것으로 파악된다.

Action : 유제품 가격 인상이 새로운 변수. 매수 유호

8월 1일부터 원유가격이 리터당 922원에서 926원으로 4원 올랐다. 이에 따라 백색시유 선두 업체인 서울우유가 우유 제품가격을 리터당 3.6% 올리기로 했다. 원유가격 상승으로 인한 동사의 연간 원가 부담 증가액은 40억~50억원 정도로 추정된다. 하지만 이외에도 최저임금 인상이나 유가 상승 등으로 포장재, 물류비 등

이경주

kjlee@truefriend.com

의 부담이 증가하기 때문에 동사를 비롯한 유가공 업체의 가격 인상 시도가 있을 수 있다. 소폭의 가격 인상은 물량 저항이 작아 수익성 개선에 도움이 될 전망이다. 앞으로 가격 인상의 성공 여부가 이익 상황에 가장 중요한 변수가 될 것이다. 그 외에는 중국향 분유 수출이 실적이나 주가 지표 변동에 중요한 변수일 것이다. 현재 주가는 2018년 예상 PER 13.5배로 업종 평균대비 여전히 낮다. 최근 수년과 같은 빠른 수익성 개선은 어렵더라도 규모에 맞는 안정적 이익 증가는 지속될 회사로 업종 평균 수준의 valuation은 가능하다고 본다.

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	325.3	338.3	326.5	321.0	319.7	(0.4)	(1.7)	332.1
영업이익	18.5	21.4	16.2	16.4	18.5	12.5	(0.4)	19.9
영업이익률(%)	5.7	6.3	5.0	5.1	5.8			6.0
세전이익	193.4	20.2	10.5	15.8	23.7	50.6	(87.7)	19.1
순이익	190.0	16.0	8.8	12.2	17.9	47.1	(90.6)	14.3

자료: 한국투자증권

<표 2> Peer 그룹 PER 비교

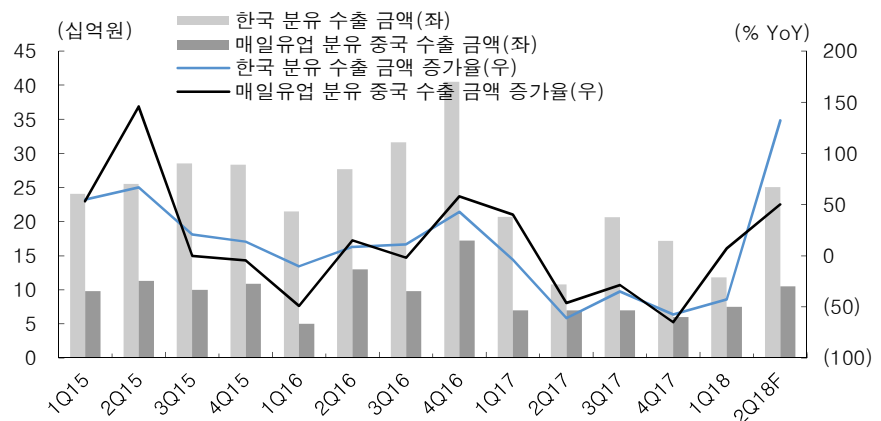
(단위: 십억원, 원, 배)

		2018F	2019F
매일유업	순이익	51.5	60.5
	diluted EPS	6,656	7,715
	PER(A)	13.5	11.6
한국 음식료	PER(B)	15.8	14.4
세계 유가공	PER(C)	19.4	16.8
	PER(B와 C 평균)	17.6	15.6
PER 프리미엄	A/B-1	(14.8%)	(19.5%)
	A/C-1	(30.5%)	(30.7%)

주: 8월 14일 종가 기준

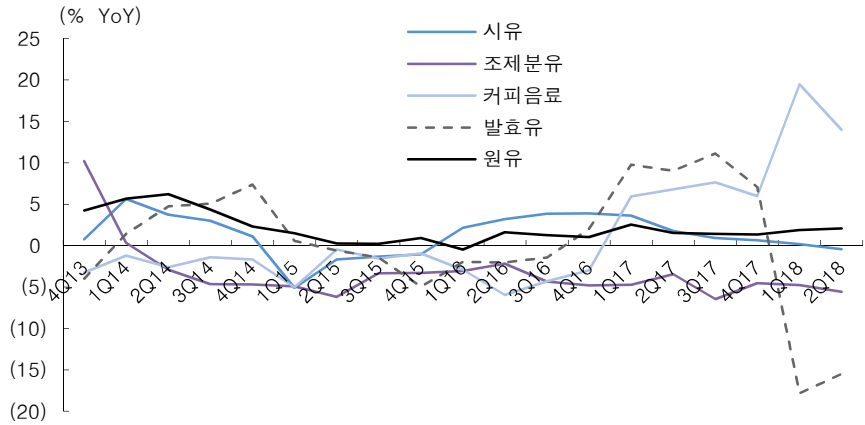
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국 분유 수출과 매일유업 분유 수출 비교



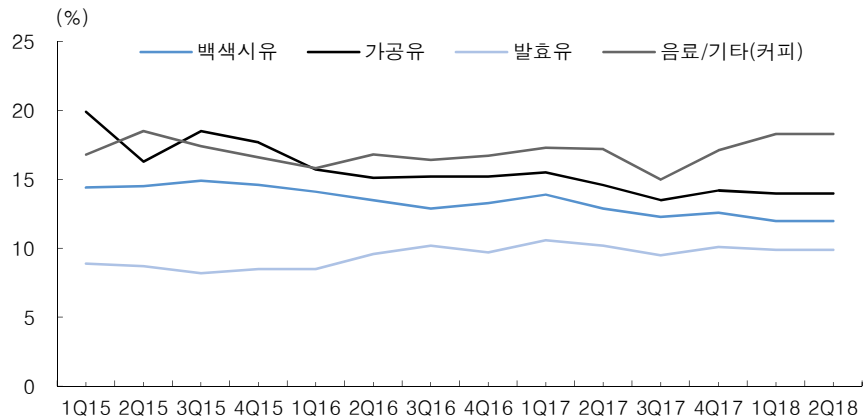
자료: KITA, 매일유업, 한국투자증권

[그림 2] 제품 가격 추이



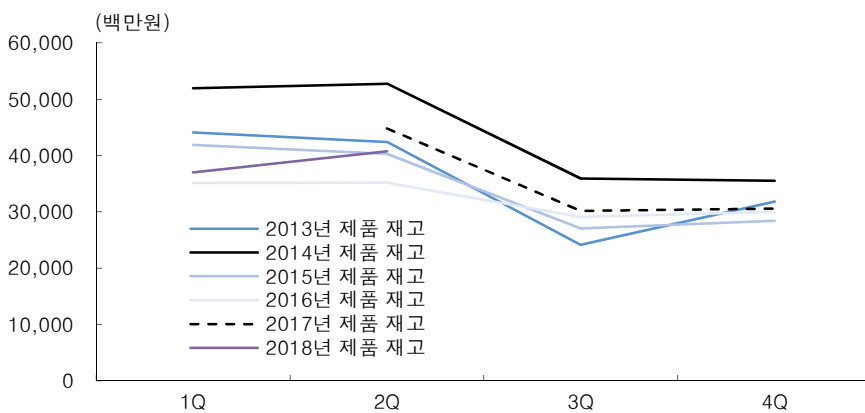
자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 3] 제품별 시장 점유율 추이



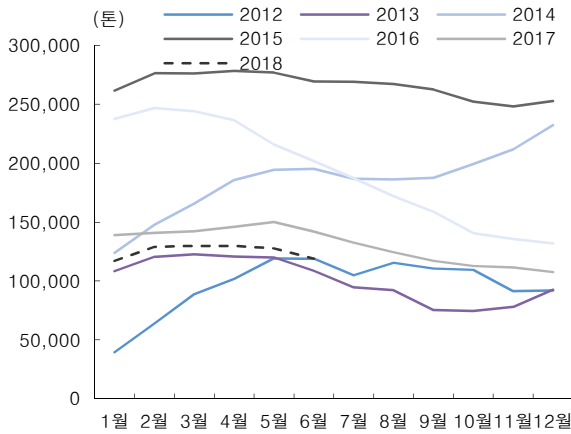
자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 4] 제품 재고 추이



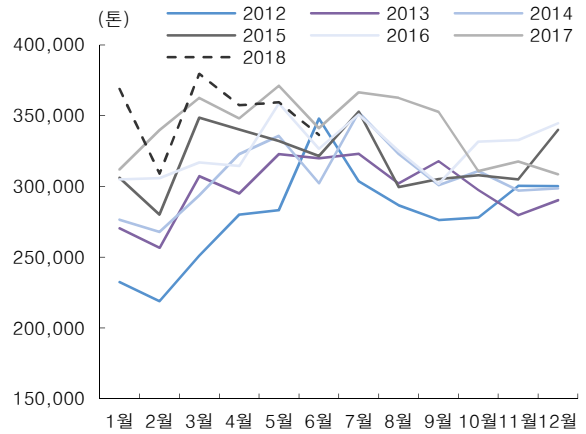
주: 1Q17 재고는 회사 분할로 확인 불가
 자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 5] 우유 재고 추이



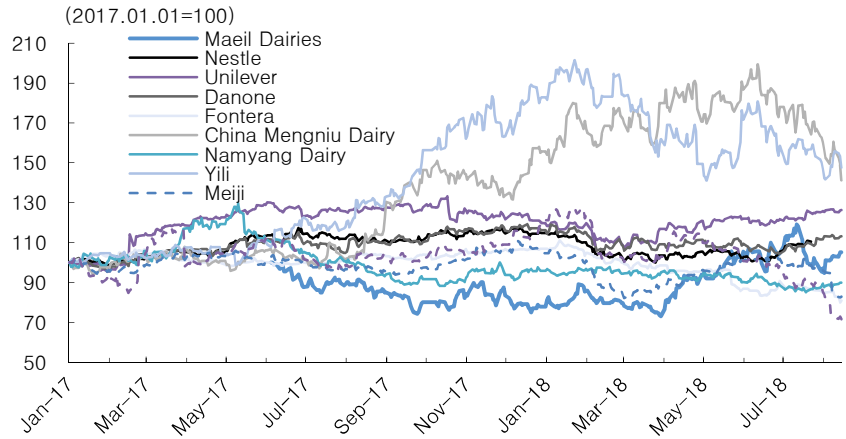
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 6] 우유 소비 추이



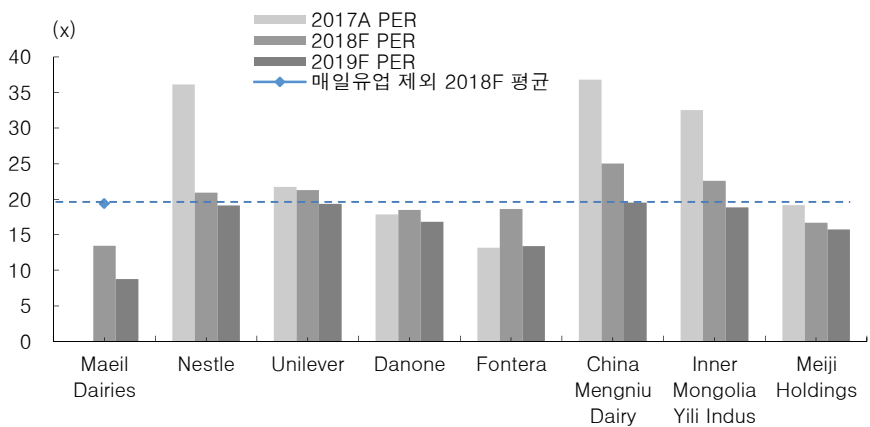
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 7] Global peer 주가 동향



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] Global peer와의 비교



주: 8월 14일 증가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

매일유업은 우유, 분유, 치즈 등 유제품과 과즙음료를 생산 판매하는 식품 업체로 1969년 농어촌개발공사가 설립한 한국 낙농기공(주)가 기업의 전신임. 1980년에 사명을 지금의 매일유업(주)로 변경하였음. 영업부문은 유가공부문, 유아동의류 및 용품, 외식업을 비롯한 기타부문으로 이루어져있음. 계열사로는 제로투세븐(주), 크리스탈제이드코리아(주), 엠즈푸드시스템(주) 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	340	391	445

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	97	68	72	82
당기순이익	35	52	60	66
유형자산감가상각비	15	16	17	18
무형자산상각비	1	2	2	2
자산부채변동	36	(1)	(7)	(5)
기타	10	(1)	0	1
투자활동현금흐름	(58)	(48)	(49)	(52)
유형자산투자	(44)	(42)	(45)	(48)
유형자산매각	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(1)	(0)	(0)
무형자산순증	(1)	(6)	(2)	(2)
기타	0	1	(2)	(2)
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)

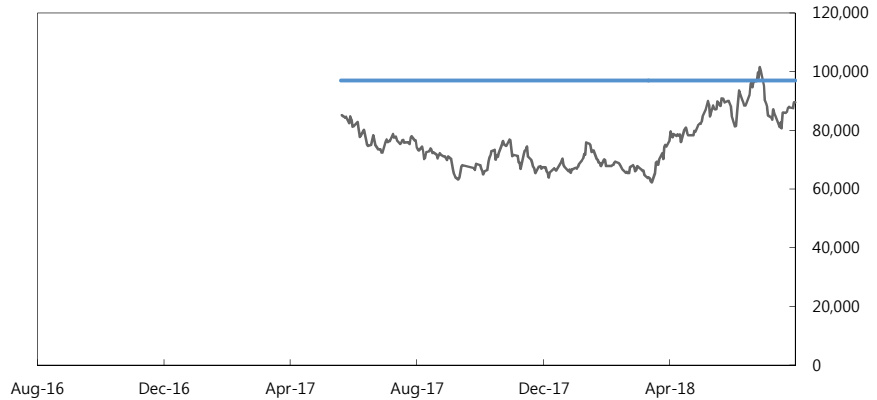
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	881	1,328	1,374	1,452
매출원가	602	926	946	1,001
매출총이익	279	402	428	451
판매관리비	228	322	337	352
영업이익	51	80	91	99
금융수익	3	3	3	3
이자수익	1	2	2	2
금융비용	7	7	6	6
이자비용	3	2	2	2
기타영업외손익	(3)	(9)	(9)	(10)
관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	44	67	79	86
법인세비용	9	15	18	20
당기순이익	35	52	60	66
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	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	43,389	49,826	56,810
DPS	450	900	1,300	1,500
성장성(%, YoY)				
매출증가율	NM	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	16.4	16.6	15.9
배당수익률	0.7	1.0	1.5	1.7
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	13.5	11.6	10.6
PBR	1.8	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.3	7.5	6.6	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 8월 15일 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 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.