

매일유업 (267980)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(유지)
증가(2018/11/19)	73,100 원

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	784만주
시가총액	573십억원
외국인지분율	13.3%
52주 주가	62,300~101,500원
60일평균거래량	28,948주
60일평균거래대금	2.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.6	-13.4	-13.7	2.0
상대수익률	-7.4	-4.3	5.5	11.5



FY	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	881	1,296	1,311	1,337
영업이익(십억원)	51	76	79	81
순이익(십억원)	35	63	61	62
EPS(원)	6,928	8,070	7,731	7,901
BPS(원)	37,786	44,409	51,914	59,589
PER(배)		9.1	9.5	9.3
PBR(배)		1.6	1.4	1.2
ROE(%)	24.2	19.7	16.1	14.2
배당수익률(%)		0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)		6.6	5.8	5.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신
(2122-9211)
ks.lee@hi-ib.com

2019년 P, Q 성장카드 유효

2018년 기존제품의 시장지배력 확대 → 2019년 P, Q 성장카드 유효

2019년 매일유업은 2018년 기존제품의 시장지배력에 주력했던 흐름과 달리 P, Q 측면에서의 성장카드가 유효한 상황이다.

국내 신생아수 감소 등 국내 조제분유 시장과 관련된 환경악화 흐름에 따른 부담이 지속되며, 마진레벨을 감안한 전사이익 하락관련 우려 또한 잔존한다. 그러나 2017년까지 심화되었던 온라인채널 내 조제분유 카테고리 경쟁강도가 2018년 이후 낮아지는 등 우호적인 상황이 이익훼손 우려를 잠식시킨다. 물량감소에도 불구하고, 판관비 절감을 통한 수익개선이 가능한 상황이다. 추가로 2017~18년에 경쟁사의 제품가격 인상 및 프리미엄 신제품 출시에도 불구하고 매일유업의 동종업체대비 시장지배력이 상대적으로 견고했음을 고려할 때 2019년 이후 가격 및 제품라인 확대 전략시 영업실적 개선 가능성은 유효하다.

중국 분유수출은 사드영향 및 신조제분유법 영향이 완화된 것으로 판단하며, 수출액은 2018년 407억원 (+36.2% YoY), 2019년 438억원 (+8.0% YoY)으로 전망한다. 동종업체대비 높은 회복속도를 감안한다면 신조제분유법 실효 이후의 중국시장 내 지배력 확대 가능성 또한 긍정적이다. 최근 확대하고 있는 중국 내 컵커피시장 진출의 경우에도 시장성장 및 고마진의 제품수익성을 고려할 때 시장안착 이후 영업실적 기여에 대해 긍정적으로 판단한다.

2018년 백색시유의 경우 수익관리를 통한 손실축소가 이루어졌으나, 8월 원유가 인상 이후 경쟁업체들의 연쇄적인 가격인상에도 매일유업은 아직 계획이 전무하다. 현재는 타 사업부문에서의 수익개선을 통한 백색시유 적자의 일부 상쇄가 가능한 상황이며, 향후 가격인상이 이루어질 경우 수익개선 가능성이 높다. 시장지위가 견조한 가공유, 프리미엄 유제품 등에서의 신제품 출시 또한 blended ASP를 증가시키는 요인으로 작용할 전망이다.

영업실적 개선가능성 염두, 저평가 매력도 동시 부각

2018년 매일유업의 외형성장은 여타 음식료업체대비 제한적인 수준에 그친 바 있다. 매출액이 출생아수 감소 등 대외변수에 민감한 구조임을 감안할 때 단기 내 높은 개선여력에 대한 가정은 부담스럽다. 그러나 외형정체 및 경쟁심화에도 불구하고 영업이익이 견조한 수준을 유지한다는 점에 주목할 필요가 있다. 추가적으로 2018년이 대내외적으로 국내 유제품시장에 어려운 환경임에도 불구하고, 여타업체와 달리 가격인상 및 신제품출시 전략을 아직 보이지 않고 있다는 점을 고려한다면 2019년 이와 관련된 기대감을 갖기에도 충분한 여건으로, 디스카운트 해소 및 밸류에이션 매력도 부각이 예상된다.

표 1. 매일유업 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
개별 매출액	321.0	319.2	333.5	322.1	324.6	322.9	337.8	325.7	1,317.8	1,295.8	1,311.0
분유부문	37.6	39.4	41.4	44.3	37.4	39.4	41.7	44.2	161.8	162.7	162.8
국내	30.0	28.4	30.2	33.4	29.1	27.7	29.4	32.7	132.0	122.0	119.0
중국	7.6	11.0	11.2	10.9	8.3	11.7	12.3	11.5	29.8	40.7	43.8
시유부문	75.4	73.5	76.2	75.0	75.4	73.5	76.2	75.0	296.8	300.1	300.1
발효유부문	24.5	30.0	25.4	21.3	24.6	30.2	25.5	21.4	98.7	101.2	101.7
음료 및 기타	183.5	176.2	190.6	181.4	187.2	179.8	194.4	185.1	760.4	731.8	746.4
YoY %	-2.0%	-1.9%	-1.4%	-1.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.1%	-0.8%	-1.7%	1.2%
분유부문	-4.3%	1.1%	4.3%	1.0%	-0.5%	0.1%	0.9%	-0.3%	-14.9%	0.5%	0.1%
국내	-9.0%	-9.5%	-7.0%	-5.0%	-3.0%	-2.5%	-2.5%	-2.0%	-9.1%	-7.6%	-2.5%
중국	20.0%	45.0%	55.0%	25.0%	9.5%	7.0%	10.0%	5.0%	-33.6%	36.2%	7.8%
시유부문	1.0%	1.0%	2.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.5%	1.1%	0.0%
발효유부문	0.0%	2.0%	6.0%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	3.2%	2.5%	0.5%
음료 및 기타	-3.0%	-4.3%	-4.7%	-3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	-3.8%	2.0%
개별 영업이익	16.4	18.9	21.2	19.2	16.9	19.6	23.1	19.8	68.0	75.7	79.3
YoY %	39.4%	2.2%	-1.0%	18.1%	3.2%	3.3%	9.0%	2.9%	-1.7%	11.4%	4.8%
OPM %	5.1%	5.9%	6.4%	6.0%	5.2%	6.1%	6.8%	6.1%	5.2%	5.8%	6.1%

자료: 매일유업, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	331	372	420	478
현금 및 현금성자산	37	76	118	168
단기금융자산	17	17	17	17
매출채권	168	170	172	175
재고자산	102	103	107	112
비유동자산	260	219	225	230
유형자산	220	179	185	191
무형자산	8	8	8	8
자산총계	591	591	645	709
유동부채	233	216	211	214
매입채무	91	83	78	82
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	40	10	10	10
비유동부채	70	27	27	27
사채	50	-	-	-
장기차입금	3	10	10	10
부채총계	303	243	238	241
자배주주지분	287	348	407	467
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	249	249	249	249
이익잉여금	35	95	154	214
기타자본항목	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	287	348	407	467

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	881	1,296	1,311	1,337
증가율(%)	-	47.1	1.2	2.0
매출원가	602	915	888	906
매출총이익	279	380	423	431
판매비와관리비	228	305	343	350
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	51	76	79	81
증가율(%)	-	48.0	4.8	2.2
영업이익률(%)	5.8	5.8	6.1	6.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-3	0	3	3
세전계속사업이익	44	77	78	79
법인세비용	9	15	17	17
세전계속이익률(%)	5.0	6.0	5.9	5.9
당기순이익	35	63	61	62
순이익률(%)	3.9	4.8	4.6	4.6
지배주주귀속 순이익	35	63	61	62
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	35	63	61	62
지배주주귀속총포괄이익	35	63	61	62

현금흐름표

(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	97	56	51	58
당기순이익	35	63	61	62
유형자산감가상각비	-	-	-	-
무형자산상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-58	-16	-16	-16
유형자산의 처분(취득)	-44	-30	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-17	-	-	-
재무활동 현금흐름	-49	-57	-3	-3
단기금융부채의증감	-	20	-	-
장기금융부채의증감	-	-50	-	-
자본의증감	14	0	-	-
배당금지급	-	-3	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-9	39	42	50
기초현금및현금성자산	46	37	76	118
기말현금및현금성자산	37	76	118	168

주요투자지표

	2017E	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	6,928	8,070	7,731	7,901
BPS	37,786	44,409	51,914	59,589
CFPS	7,129	8,070	7,731	7,901
DPS	450	250	250	250
Valuation(배)				
PER		9.1	9.5	9.3
PBR		1.6	1.4	1.2
PCR		9.1	9.5	9.3
EV/EBITDA		6.6	5.8	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.2	19.7	16.1	14.2
EBITDA 이익률	5.9	5.8	6.1	6.1
부채비율	105.6	69.7	58.4	51.6
순부채비율	13.6	-21.0	-28.2	-35.3
매출채권회전율(x)	10.5	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	17.3	12.6	12.5	12.3

자료 : 매일유업, 하이투자증권 리서치센터