2019년 11월 21일 I Equity Research

매일유업 (267980)

믹스 개선 긍정적

3Q19 Re: 시장 기대치 소폭 하회

3분기 별도 기준 매출액 및 영업이익은 각각 3,504억원(YoY +5.1%), 192억원(YoY -9.5%)을 시현해 시장 기대치를 소폭 하회했다. 성수기를 맞이한 컵커피 등 기존 제품 매출 성장을 위한 판촉비 및 '셀렉타' 등 신제품 시장 안착을 위한 비용 투하에 기인한다. ① 국내 조제분유는 YoY 매출 감소 흐름이 지속되었다. 중국 제조분유 수출액은 약 80억원을 기록했다. ② 발표유 및 가공우유 매출액은 전년대비 높은 한 자리수 증가한 것으로 파악된다. ③ 상대적으로 고마진 제품인 상하목장 및 곡물음료도 높은 한 자리 수 매출 성장세를 시현했다. 신제품 '셀렉스'도 탑라인 성장에 긍정적 영향을 미친 것으로 판단된다.

신제품 시장 안착 긍정적

'셀렉스'는 단백질, 필수아미노산 등 영양성분을 한층 강화한 건강기능식품이다. 주 타깃은 중장년 층이다. 매일유업은 출생아수 감소에 따른 제조분유의 구조적 한계를 성인 제조분유 출시를 통해 상쇄해 나갈 계획이다. 올해는 시장 안착을 위한 광고판촉 부담으로 이익 기여가 제한적일 것으로 판단된다. 그러나 올해 시장 안착 이후 내년부터 이익 기여가 가능할 것으로 전망한다. 참고로, 우리나라 실버푸드 시장 규모는 약 14조원으로 파악된다. 지난 6년 간 연평균 14% 고성장을 시현했다. 실버푸드의 하위 개념인 성인 제조분유 시장은 태동 단계에 불과하다. 일본은 성인 제조분유가 2014년 처음 출시되었다. 현재 시장 규모는 2014년 대비 5배 성장한 것으로 파악된다.

매력적인 밸류에이션

내년 매일유업의 별도 영업이익은 ① 국내 고마진 제품의 견조한 매출 성장, ② 중국 분유 수출 기저효과, ③ 신제품 '셀렉스'의 이익 기여 본격화 기인해 YoY 15% 증가할 것으로 추정한다. ④ 현 주가는 12개월 Fwd PER 9배에 불과해 매력적인 밸류에이션을 제공한다. 저가 매수가 유효한 시점이다.

Update

BUY

I TP(12M): 125,000원 I CP(11월 20일): 87,700원

Key Data

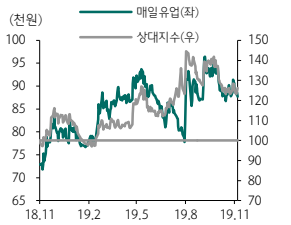
KOSDAQ 지수 (pt)	649.87
52주 최고/최저(원)	96,400/71,800
시가총액(십억원)	687.9
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	7,843.6
60일 평균 거래량(천주)	14.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
19년 배당금(예상,원)	700
19년 배당수익률(예상,%)	0.80
외국인지분율(%)	20.97
주요주주 지분율(%)	
김정완 외 11 인	57.62
브이아이피자산운용	7.96

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.6)	(4.3)	22.1
상대	(2.1)	3.4	29.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,377.5	1,431.8
영업이익(십억원)	95.2	104.0
순이익(십억원)	74.0	79.8
EPS(원)	9,438	10,167
BPS(원)	53,213	62,467

Stock Price



Financial Data

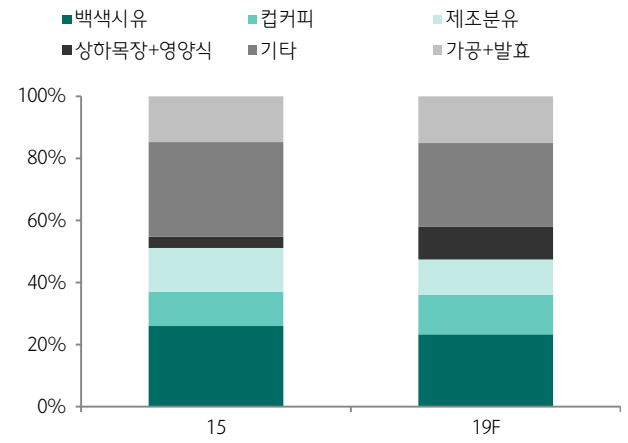
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	881.2	1,300.1	1,376.9	1,420.3	1,477.1
영업이익	십억원	51.2	77.2	86.9	100.0	108.4
세전이익	십억원	43.9	79.6	88.2	100.9	111.3
순이익	십억원	34.7	61.1	67.2	76.9	85.0
EPS	원	6,928	7,893	8,563	9,802	10,837
증감률	%	N/A	13.9	8.5	14.5	10.6
PER	배	9.57	9.98	10.24	8.95	8.09
PBR	배	1.75	1.77	1.67	1.42	1.22
EV/EBITDA	배	8.25	6.22	5.62	4.52	3.72
ROE	%	12.09	19.19	17.65	17.20	16.27
BPS	원	37,820	44,622	52,485	61,588	71,725
DPS	원	450	700	700	700	700

Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 권중하
02-3771-3126
shkon1215@hanafn.com

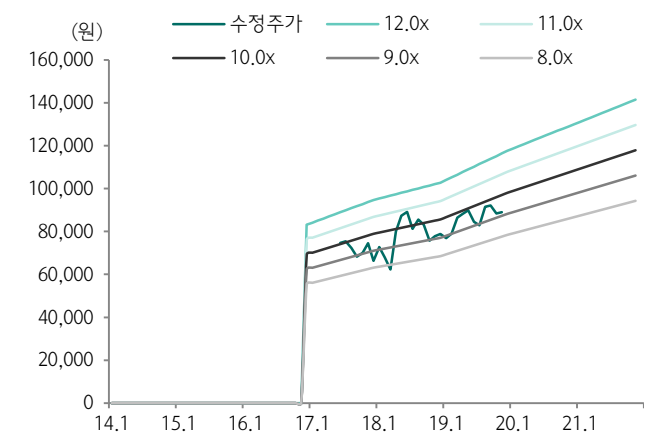
하나금융투자

그림 1. 믹스 개선 긍정적



자료: 하나금융투자

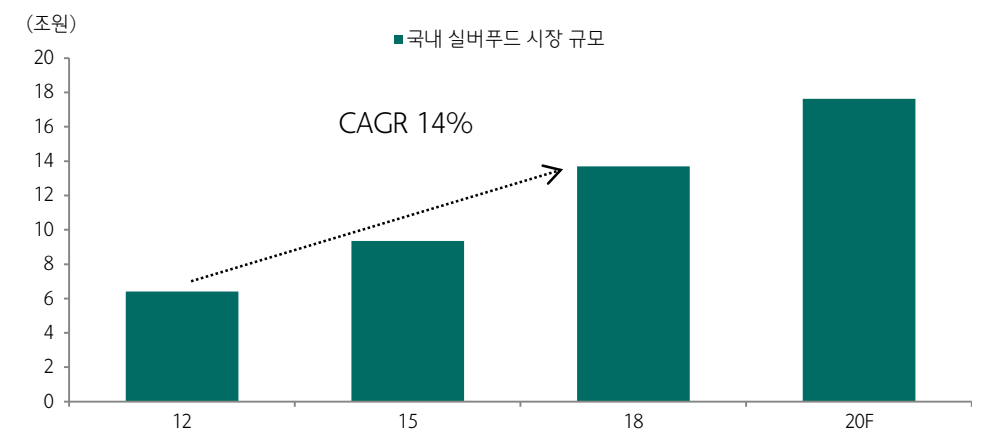
그림 2. 12개월 Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

지난 6년 간 연평균 14% 성장

그림 3. 우리나라 실버푸드 시장 추이



자료: 하나금융투자

표 1. 매일유업 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	18	19F	20F
매출액	321.0	319.2	333.5	326.9	337.5	348.3	350.4	340.7	1,300.1	1,376.9	1,420.3
제조분유	36.7	37.4	41.6	42.5	36.0	35.3	37.1	40.6	158.2	149.0	158.1
백색우유	74.6	83.0	81.0	79.4	74.6	84.7	81.8	80.2	318.0	321.2	327.7
상하목장	23.9	25.5	26.0	24.9	27.4	28.0	27.6	26.4	100.2	109.4	120.4
컵커피	40.9	45.1	41.8	37.2	44.2	49.2	43.0	39.0	165.0	175.4	187.7
YoY	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.1%	5.1%	9.1%	5.1%	4.2%	-1.3%	5.9%	3.2%
제조분유	-5.3%	4.8%	4.3%	10.4%	-2.1%	-5.5%	-10.9%	-4.4%	3.5%	-5.8%	6.1%
백색우유	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	1.0%	1.0%	0.5%	1.0%	2.0%
상하목장	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	15.0%	10.0%	6.0%	6.0%	9.0%	9.2%	10.0%
컵커피	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.0%	9.0%	3.0%	5.0%	5.0%	6.3%	7.0%
영업이익	16.4	18.9	21.2	17.8	20.7	28.9	19.2	18.2	77.2	86.9	100.0
YoY	39.4%	2.2%	-1.0%	9.8%	26.3%	52.4%	-9.5%	1.9%	13.7%	16.9%	15.0%
OPM	5.1%	5.9%	6.4%	5.5%	6.1%	8.3%	5.5%	5.3%	5.9%	6.3%	7.0%
세전이익	15.8	24.2	18.6	18.3	21.8	29.4	19.3	17.6	79.6	88.2	100.9
YoY	85.0%	-87.5%	-8.3%	73.9%	38.5%	21.5%	4.2%	-3.4%	-65.8%	14.9%	14.4%
지배순이익	12.2	18.3	17.4	10.4	17.2	22.2	16.3	11.5	61.1	67.2	76.9
YoY	112.1%	-90.3%	8.8%	18.1%	41.5%	21.3%	-6.6%	10.0%	-72.3%	15.1%	14.5%
NPM	3.8%	5.7%	5.2%	3.2%	5.1%	6.4%	4.6%	3.4%	4.7%	4.9%	5.4%

기타: 카테고리별 매출액은 하나금융투자 추정치임
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**881.2**	**1,300.1**	**1,376.9**	**1,420.3**	**1,477.1**
매출원가	602.3	932.9	987.0	1,007.8	1,046.7
매출총이익	278.9	367.2	389.9	412.5	430.4
판관비	227.7	289.9	302.9	312.5	322.0
영업이익	**51.2**	**77.2**	**86.9**	**100.0**	**108.4**
금융손익	(4.6)	3.6	0.8	3.4	5.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.5	(2.5)	(3.0)
기타영업외손익	(2.7)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**43.9**	**79.6**	**88.2**	**100.9**	**111.3**
법인세	9.1	18.4	21.0	24.0	26.3
계속사업이익	34.7	61.1	67.2	76.9	85.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**34.7**	**61.1**	**67.2**	**76.9**	**85.0**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**34.7**	**61.1**	**67.2**	**76.9**	**85.0**
지배주주지분포괄이익	34.9	57.8	67.2	76.9	85.0
NOPAT	40.5	59.4	66.2	76.2	82.8
EBITDA	67.1	104.3	114.1	127.5	136.5
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	47.5	5.9	3.2	4.0
NOPAT증가율	N/A	46.7	11.4	15.1	8.7
EBITDA증가율	N/A	55.4	9.4	11.7	7.1
영업이익증가율	N/A	50.8	12.6	15.1	8.4
(지배주주)순익증가율	N/A	76.1	10.0	14.4	10.5
EPS증가율	N/A	13.9	8.5	14.5	10.6
수익성(%)					
매출총이익률	31.7	28.2	28.3	29.0	29.1
EBITDA이익률	7.6	8.0	8.3	9.0	9.2
영업이익률	5.8	5.9	6.3	7.0	7.3
계속사업이익률	3.9	4.7	4.9	5.4	5.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**331.2**	**348.3**	**442.6**	**516.2**	**576.6**
금융자산	53.9	64.1	141.6	205.7	253.7
현금성자산	36.8	62.4	139.8	203.9	251.8
매출채권 등	168.3	155.3	164.5	169.7	176.5
재고자산	102.1	111.3	117.8	121.6	126.4
기타유동자산	6.9	17.6	18.7	19.2	20.0
비유동자산	**259.8**	**268.5**	**245.5**	**248.7**	**253.0**
투자자산	9.9	8.4	8.9	9.2	9.5
금융자산	9.9	7.4	7.8	8.1	8.4
유형자산	219.9	226.7	229.9	234.0	239.0
무형자산	8.1	8.1	6.7	5.5	4.5
기타비유동자산	21.9	25.3	(0.0)	0.0	0.0
자산총계	**591.0**	**616.8**	**688.1**	**764.9**	**829.7**
유동부채	**233.0**	**182.4**	**191.3**	**196.3**	**181.0**
금융부채	43.4	22.2	22.2	22.2	0.3
매입채무 등	176.8	147.5	156.2	161.1	167.5
기타유동부채	12.8	12.7	12.9	13.0	13.2
비유동부채	**70.5**	**84.7**	**85.4**	**85.8**	**86.3**
금융부채	60.3	72.7	72.7	72.7	72.7
기타비유동부채	10.2	12.0	12.7	13.1	13.6
부채총계	**303.5**	**267.1**	**276.7**	**282.1**	**267.3**
지배주주지분	**287.5**	**349.7**	**411.4**	**482.8**	**562.3**
자본금	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	249.0	256.8	256.8	256.8	256.8
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	0.2	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
이익잉여금	34.7	92.5	154.1	225.5	305.1
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**287.5**	**349.7**	**411.4**	**482.8**	**562.3**
순금융부채	49.7	30.8	(46.7)	(110.8)	(180.7)

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	6,928	7,893	8,563	9,802	10,837
BPS	37,820	44,622	52,485	61,588	71,725
CFPS	13,077	13,389	14,615	15,941	17,016
EBITDAPS	13,386	13,463	14,552	16,260	17,398
SPS	175,688	167,818	175,540	181,078	188,321
DPS	450	700	700	700	700
주가지표(배)					
PER	9.6	10.0	10.2	8.9	8.1
PBR	1.8	1.8	1.7	1.4	1.2
PCFR	5.1	5.9	6.0	5.5	5.2
EV/EBITDA	8.3	6.2	5.6	4.5	3.7
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	12.1	19.2	17.6	17.2	16.3
ROA	5.9	10.1	10.3	10.6	10.7
ROIC	11.7	16.0	17.1	19.9	21.2
부채비율	105.6	76.4	67.2	58.4	47.5
순부채비율	17.3	8.8	(11.4)	(23.0)	(32.1)
이자보상배율(배)	19.8	24.1	28.4	32.6	40.0

현금흐름표

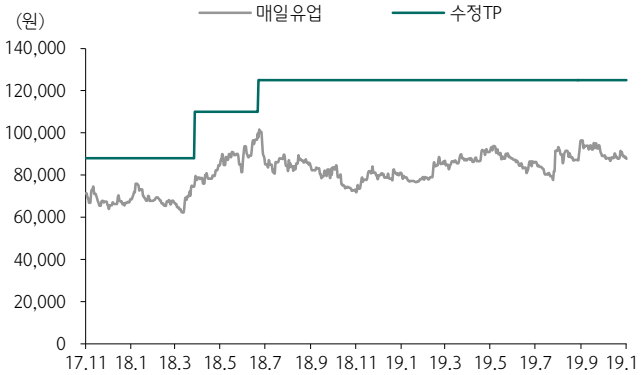
(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**97.5**	**59.9**	**87.2**	**100.4**	**107.7**
당기순이익	34.7	61.1	67.2	76.9	85.0
조정	26.5	24.1	27.2	27.6	28.0
감가상각비	16.0	27.1	27.2	27.5	28.0
외환거래손익	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.0	(3.3)	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	36.3	(25.3)	(7.2)	(4.1)	(5.3)
투자활동 현금흐름	**(57.5)**	**(26.3)**	**(4.3)**	**(30.8)**	**(32.4)**
투자자산감소(증가)	(9.9)	1.5	(0.5)	(0.3)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(43.4)	(27.2)	(29.0)	(30.5)	(32.0)
기타	(4.2)	(0.6)	25.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**(48.6)**	**(7.7)**	**(5.5)**	**(5.5)**	**(27.4)**
금융부채증가(감소)	103.6	(8.8)	0.0	0.0	(21.9)
자본증가(감소)	252.8	7.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(405.0)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(3.4)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
현금의 증감	**(9.3)**	**25.7**	**77.4**	**64.1**	**47.9**
Unlevered CFO	65.6	103.7	114.6	125.0	133.5
Free Cash Flow	53.9	32.2	58.2	69.9	75.7

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

매일유업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.12	BUY	125,000		
18.4.17	BUY	110,000	-21.94%	-9.36%
18.1.28	BUY	88,000	-22.21%	-14.20%
17.8.28	BUY	110,000	-36.80%	-30.09%

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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 11월 21일 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.