

13. 매일유업 (267980) / BUY (유지) / TP 110,000원 (유지)

3Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

매일유업의 3Q18 개별기준 매출액과 영업이익은 각각 3,362억원 (-0.6% YoY), 223억원 (+4.2% YoY)으로, 중국향 분유수출 공백 최소화, 비용효율화 및 성수기 진입에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적을 시현할 전망이다.

국내 신생아수 감소 등 국내 조제분유 시장에 대한 환경악화 흐름이 일부 지속되고 있어, 내수분유 외형축소 부담은 일부 이어질 가능성이 높다. 그러나 동종업체대비 시장지배력은 상대적으로 견고한 상황이며, 하락폭이 축소됨에 따른 부담의 완화 가능성에 무게를 둔다. 최근 온라인채널 내 조제분유 카테고리의 경쟁강도가 일부 낮아지는 등 우호적인 상황을 감안한다면 외형축소에도 영업이익에 대한 눈높이는 유지 가능하다는 판단이다.

중국 분유수출은 사드영향 및 신조제분유법 영향이 일부 완화된 것으로 판단하며, 3Q18 수출액은 120억원 수준으로 추정한다. 카테고리 특성상 브랜드력 약화가 어렵다는 점을 감안할 때 대외적 리스크 해소시 빠른 외형회복이 기대되며, 추가적으로 신조제분유법 실효 이후 시장 내 지배력 확대 가능성 또한 긍정적이다.

제품별 시장지위 및 성수기 진입시기를 감안할 때 컵커피, 가공유 및 프리미엄 유제품 (상하목장), 치즈 등 고수익 제품군에 대한 높은 수준의 이익기여도를 시현할 것으로 판단한다. 또한 백색시유의 경우 수익관리를 통한 손실축소 노력이 지속되는 등 제품 포트폴리오 개선 흐름 유지 측면을 긍정적으로 해석할 필요가 있다.

실적개선 가시화 지속, 저평가 매력도 부각

국내 및 중국관련 영업환경에 대한 우려에 따라 음식료업종대비 할인폭이 높은 상황이다. 그러나 1) 유업계 동종업체 중 가장 견고한 시장지배력 지속성을 보이고 있다는 점과 2) 중국 상황개선에 따른 수출분유 매출액 추가확대 가능성 보유 및 3) 밸류에이션 매력도를 고려한다면 저평가 매력도가 부각된다는 판단이다. 향후 강한 기초체력 지속성이 영업실적으로 확인될 경우 대외환경 악화 우려에 대한 디스카운트 해소가 충분히 가능할 것으로 예상된다.

<표1> 매일유업 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

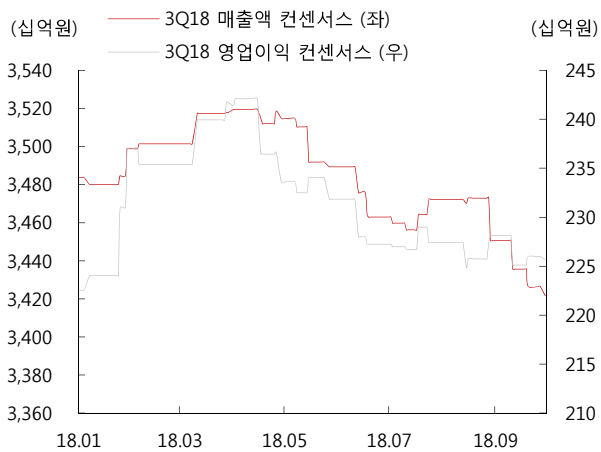
(단위: 십억원)

	3Q18E	3Q17	YoY (% , %p)	3Q18C	diff (% , %p)
매출액	336.2	338.3	(0.6)	342.7	(1.9)
영업이익	22.3	21.4	4.2	22.6	(1.3)
영업이익률 %	6.6	6.3	0.3	6.6	0.0
세전이익	22.1	20.2	9.3	22.7	(2.5)
세전이익률 %	6.6	6.0	0.6	6.6	(0.0)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정

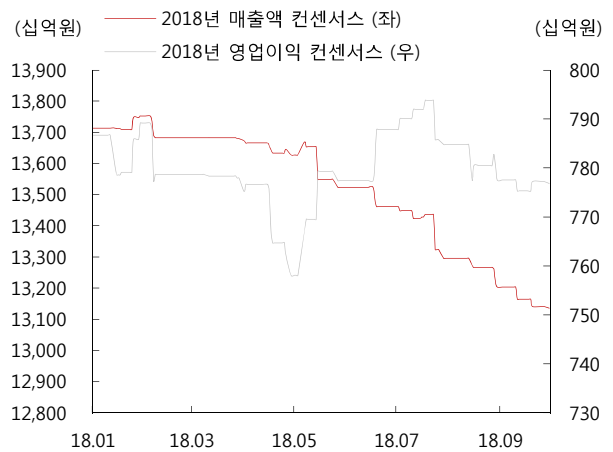
주: 컨센서스는 2018년 10월 05일 기준

<그림1> 매일유업 3Q18 영업실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림2> 매일유업 2018년 영업실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 하이투자증권

<표2> 매일유업 개별기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	321.0	319.2	336.2	328.2	1,317.8	1,304.6	1,321.9
분유부문	39.3	38.9	39.7	43.9	37.6	40.0	41.4	45.0	161.8	164.0	166.0
시유부문	74.6	72.8	74.7	74.7	75.4	73.5	75.4	75.0	296.8	299.4	299.4
발효유부문	24.5	29.4	24.0	20.9	24.5	30.0	24.5	21.1	98.7	100.0	100.5
음료 및 기타	189.2	184.2	200.0	187.1	183.5	175.6	195.0	187.1	760.4	741.2	756.0
YoY %	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	-2.0%	-1.9%	-0.6%	0.5%	-0.8%	-1.0%	1.3%
분유부문	-3.9%	-19.1%	-14.8%	-19.5%	-4.3%	2.7%	4.3%	2.6%	-14.9%	1.3%	1.2%
시유부문	-0.5%	-2.0%	-2.5%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	-1.5%	0.9%	0.0%
발효유부문	1.0%	4.5%	5.0%	2.0%	0.0%	2.0%	2.0%	1.0%	3.2%	1.3%	0.5%
음료 및 기타	4.4%	2.0%	3.4%	0.7%	-3.0%	-4.6%	-2.5%	0.0%	2.6%	-2.5%	2.0%
영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	16.4	18.9	22.3	19.6	68.0	77.2	80.1
YoY %	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	39.4%	2.2%	4.2%	20.6%	-1.7%	13.7%	3.7%
OPM %	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	5.9%	6.6%	6.0%	5.2%	5.9%	6.1%

자료: 매일유업, 하이투자증권 (매일유업 사업부문별 영업실적은 하이투자증권 예상 및 추정치)

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	331	374	424	483
현금 및 현금성자산	37	96	142	196
단기금융자산	17	17	17	17
매출채권	168	144	145	148
재고자산	102	111	112	115
비유동자산	260	216	223	229
유형자산	220	176	183	189
무형자산	8	8	8	8
자산총계	591	590	647	711
유동부채	233	215	212	215
매입채무	91	82	80	83
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	40	10	10	10
비유동부채	70	27	27	27
사채	50	-	-	-
장기차입금	3	10	10	10
부채총계	303	242	239	243
지배주주지분	287	348	408	469
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	249	249	249	249
이익잉여금	35	95	155	215
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	287	348	408	469

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	881	1,305	1,322	1,348
증가율(%)	-	48.1	1.3	2.0
매출원가	602	910	896	913
매출총이익	279	394	426	435
판매비와관리비	228	317	346	353
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	51	77	80	82
증가율(%)	-	51.0	3.7	2.2
영업이익률(%)	5.8	5.9	6.1	6.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-3	2	3	3
세전계속사업이익	44	81	78	80
법인세비용	9	19	17	18
세전계속이익률(%)	5.0	6.2	5.9	5.9
당기순이익	35	63	61	63
순이익률(%)	3.9	4.8	4.6	4.6
지배주주귀속 순이익	35	63	61	63
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	35	63	61	63
지배주주귀속총포괄이익	35	63	61	63

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	97	73	56	62
당기순이익	35	63	61	63
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	59	46	53
기초현금및현금성자산	46	37	96	143
기말현금및현금성자산	37	96	143	196

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	6,928	8,083	7,805	7,977
BPS	37,786	44,425	52,004	59,755
CFPS	7,129	8,083	7,805	7,977
DPS	450	250	250	250
Valuation(배)				
PER		9.7	10.1	9.8
PBR		1.8	1.5	1.3
PCR		9.7	10.1	9.8
EV/EBITDA		6.8	5.9	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.2	19.7	16.2	14.3
EBITDA 이익률	5.9	5.9	6.1	6.1
부채비율	105.6	69.4	58.7	51.7
순부채비율	13.6	-26.8	-34.3	-41.2
매출채권회전율(x)	10.5	8.4	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	17.3	12.3	11.8	11.9

자료: 매일유업, 하이투자증권 리서치센터