

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

**매일유업 (267980KQ | Buy 유지 | TP 115,000 유지)****중장기적 성장동력**

3분기 영업이익은 2.7%YoY 증가할 전망입니다. 커피 음료 성수기 효과와 분유 수출 확대, 상하 브랜드 매출 증가를 통한 성장이 예상됩니다. 단기적 성장뿐 아니라, 중국향 분유 수출 확대 및 우유 적자폭 개선 등 장기적 펀더멘털 개선 포인트도 존재합니다. 중국 메트로 지표와 연동해서 주가가 움직이는 면이 있으나 업종 내 밸류에이션 매력도가 높아 추가 주가 하락은 제한적일 전망입니다. 투자의견 Buy와 목표주가 115,000원 유지합니다.

**3Q18 Preview**

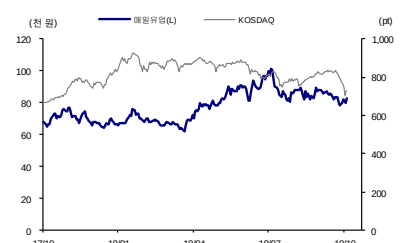
- 3분기 매출액 3,403억원(+0.6%YoY), 영업이익 220억원(+2.7%YoY)으로 추정
- 중국향 분유 수출은 사드 영향이 점차 완화되는 가운데 3분기 전년대비 71.4% 증가할 전망. 국내 조제분유 매출은 출산을 감소에 따른 판매 감소 지속은 피할 수 없지만 수출로 일부 상쇄 가능하다는 점은 긍정적
- 이른 성수기 시작과 평년보다 높은 기온영향으로 커피음료의 매출호조와 높은 마진율이 유지될 전망
- 고마진 상하제품의 고성장도 유지되면서 전체 매출 성장뿐 아니라 이익 개선에도 기여할 것으로 예상됨

**할인율이 점차 감소 중**

- 성장이 둔화된 국내 백색시유와 조제분유 시장에서 수출과 유기농제품 확대 등으로 지속적으로 성장 가능한 돌파구를 찾으려는 노력이 긍정적
- 백색시유는 B2B 거래처 확대를 통해 점진적으로 적자폭 축소가 가능할 전망. 원유가격 인상에 대한 우려가 매년 존재하지만 원유가격 산출 방식 변화에 따라 인상폭이 향후에도 크지 않을 것으로 예상됨
- 중국 조제분유 시장의 구조적 변화에 따른 수출 증가 기대감도 여전히 유효함. 수출 분유 수출이 확대되면서 국내 분유매출 하락을 상쇄시켜 나갈 전망

**투자의견 Buy, 목표주가 115,000원 유지**

- 단기적 이익 개선 흐름이 긍정적이고 중장기적 성장 모멘텀도 존재함. 동종업체 중 중국 시장에서 중장기적 성장 모멘텀이 가장 강한 업체로 판단됨. 투자의견 Buy 유지함
- 현재 주가는 Fwd12개월 PER 10.2배 수준으로 업종 내 저평가 매력도 부각

**Stock Data**

|            |                   |      |      |
|------------|-------------------|------|------|
| 주가(10/12)  | 82,600원           |      |      |
| 액면가        | 500원              |      |      |
| 시가총액       | 648십억원            |      |      |
| 52주 최고/최저가 | 101,500원/ 62,300원 |      |      |
| 주가상승률      | 1개월               | 6개월  | 12개월 |
| 절대주가(%)    | -4.2              | 10.1 | 20.4 |
| 상대주가(%)    | 8.2               | 32.7 | 9.7  |

**경영실적 전망**

| 결산기(12월)  | 단위    | 2016 | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액       | (십억원) | N/A  | 1,318  | 1,310 | 1,356 | 1,415 |
| 영업이익      | (십억원) | N/A  | 68     | 76    | 81    | 87    |
| 영업이익률     | (%)   | N/A  | 5.1    | 5.8   | 6.0   | 6.1   |
| 지배주주순이익   | (십억원) | N/A  | 178    | 57    | 61    | 66    |
| EPS       | (원)   | N/A  | 35,562 | 7,476 | 8,012 | 8,723 |
| 증감률       | (%)   | N/A  | N/A    | -79.0 | 7.2   | 8.9   |
| PER       | (배)   | N/A  | 1.9    | 11.0  | 10.3  | 9.5   |
| PBR       | (배)   | N/A  | 0.8    | 1.0   | 0.9   | 0.8   |
| ROE       | (%)   | N/A  | 29.2   | 8.9   | 8.8   | 8.8   |
| EV/EBITDA | (배)   | N/A  | 2.7    | 3.5   | 3.0   | 2.4   |
| 순차입금      | (십억원) | N/A  | -200   | -268  | -334  | -401  |
| 부채비율      | (%)   | N/A  | 53.0   | 45.8  | 41.8  | 37.4  |

표1. 매일유업 실적 추이 및 전망

(단위:십억원, %)

|        | 1Q17 | 2Q17  | 3Q17 | 4Q17  | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18E | 4Q18E | 2017  | 2018E |
|--------|------|-------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 판매액    | 328  | 325   | 338  | 326   | 321  | 320  | 340   | 329   | 1,318 | 1,310 |
| YoY    | 1.9  | -1.8  | -0.3 | -2.8  | -2.0 | -1.7 | 0.6   | 0.7   | -0.8  | -0.6  |
| 매출원가   | 226  | 218   | 230  | 227   | 235  | 226  | 239   | 234   | 902   | 933   |
| %      | 69.0 | 67.1  | 68.1 | 69.5  | 73.3 | 70.7 | 70.1  | 71.0  | 44.7  | 46.3  |
| GP     | 101  | 107   | 108  | 99    | 86   | 93.6 | 102   | 95    | 416   | 376   |
| %      | 31.0 | 32.9  | 31.9 | 30.5  | 26.7 | 29.3 | 29.9  | 29.0  | 31.6  | 28.7  |
| 판매비    | 90   | 88    | 87   | 83    | 69   | 75   | 80    | 76    | 348   | 300   |
| %      | 27.4 | 27.2  | 25.6 | 25.5  | 21.6 | 23.5 | 23.4  | 23.2  | 17.2  | 14.9  |
| OP     | 11.7 | 18.5  | 21.4 | 16.3  | 16.4 | 18.5 | 22.0  | 19.0  | 67.9  | 75.9  |
| OP YoY | -4.2 | 50.7  | -1.5 | -28.8 | 39.8 | -0.4 | 2.7   | 17.1  | -1.8  | 11.7  |
| OPM    | 3.6  | 5.7   | 6.3  | 5.0   | 5.1  | 5.8  | 6.5   | 5.8   | 5.2   | 5.8   |
| 세전이익   | 8.5  | 193.4 | 20.2 | 10.5  | 15.8 | 23.7 | 22.6  | 19.7  | 232.6 | 81.9  |
| 세전이익률  | 2.6  | 59.5  | 6.0  | 3.2   | 4.9  | 7.4  | 6.7   | 6.0   | 17.7  | 6.2   |
| 순이익    | 5.7  | 190.0 | 16.0 | 8.8   | 12.2 | 17.9 | 17.2  | 14.3  | 220.5 | 61.5  |
| 순이익률   | 1.7  | 58.4  | 4.7  | 2.7   | 3.8  | 5.6  | 5.1   | 4.3   | 16.7  | 4.7   |

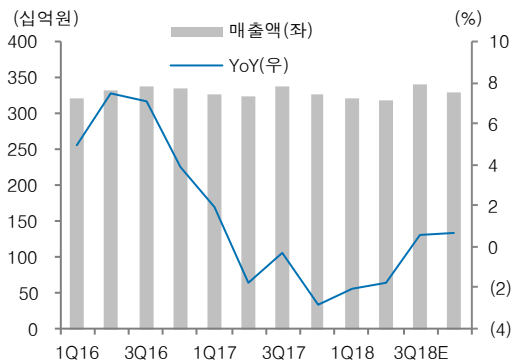
자료: 케이프투자증권 리서치본부

\* 2017년은 인적분할에 따른 중단사업처분이익 1,748억원 반영.

\* 분할 전 과거 실적은 별도 기준임

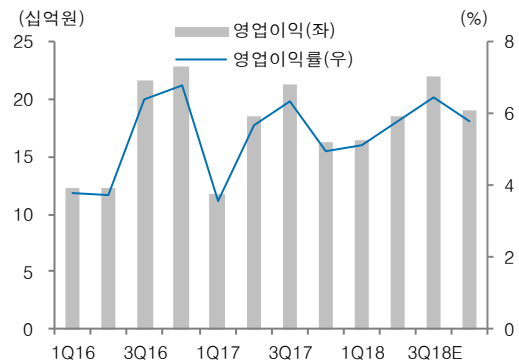
\* 1Q18 실적부터 IFRS15 기준이 적용됨

그림1. 매출액 추이 및 전망



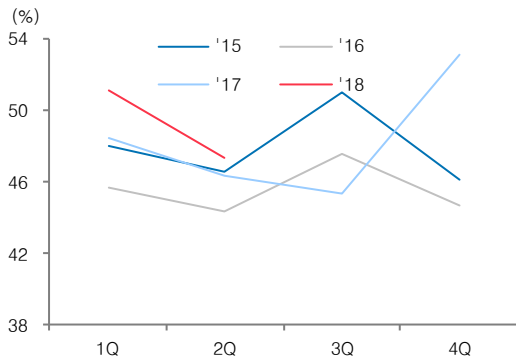
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



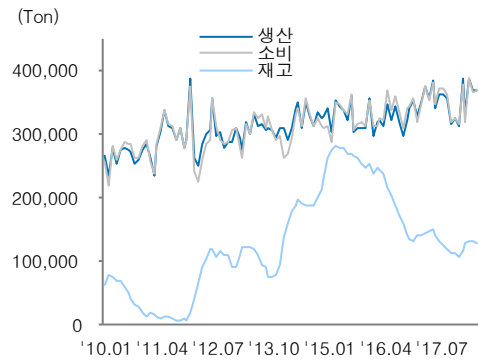
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 매일유업 컵커피 분기별 점유율(컵커피=100%)



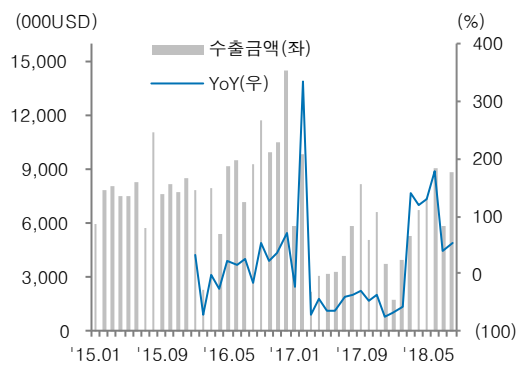
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 월별 원유 수급



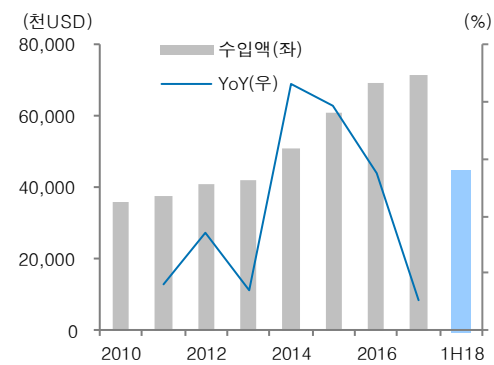
자료: 낙농진흥회, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 국내 분유업체들 중국향 분유 수출액



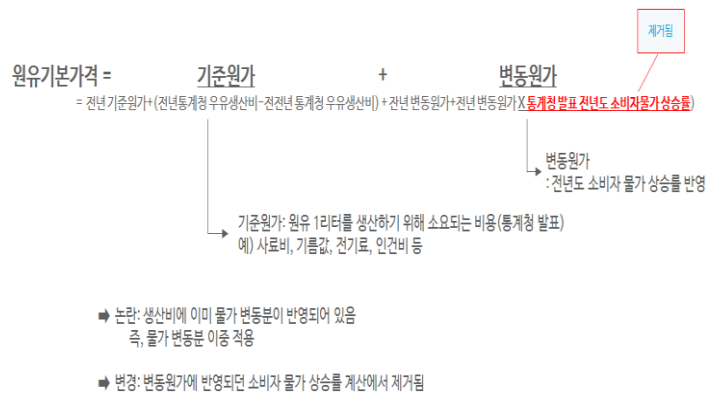
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 월별 원유 수급



자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 원유가격 연동제 변경 내용 정리



자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 재무상태표

| (십억원)       | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 600   | 650   | 716   | 779   |
| 현금및현금성자산    | 307   | 359   | 414   | 464   |
| 매출채권 및 기타채권 | 146   | 145   | 151   | 157   |
| 재고자산        | 110   | 109   | 113   | 118   |
| 비유동자산       | 334   | 321   | 312   | 305   |
| 투자자산        | 21    | 21    | 22    | 23    |
| 유형자산        | 234   | 222   | 213   | 207   |
| 무형자산        | 8     | 7     | 6     | 5     |
| 자산총계        | 934   | 971   | 1,028 | 1,084 |
| 유동부채        | 252   | 235   | 234   | 228   |
| 매입채무 및 기타채무 | 157   | 156   | 162   | 169   |
| 단기차입금       | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 유동성장기부채     | 71    | 56    | 49    | 35    |
| 비유동부채       | 72    | 70    | 68    | 67    |
| 사채 및 장기차입금  | 52    | 50    | 48    | 46    |
| 부채총계        | 324   | 305   | 303   | 295   |
| 지배기업소유자본    | 576   | 631   | 690   | 755   |
| 자본금         | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 자본잉여금       | 73    | 73    | 73    | 73    |
| 이익잉여금       | 538   | 593   | 652   | 716   |
| 기타자본        | -41   | -41   | -41   | -41   |
| 비지배지분       | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 자본총계        | 611   | 666   | 725   | 789   |
| 총차입금        | 139   | 122   | 113   | 97    |
| 순차입금        | -200  | -268  | -334  | -401  |

## 포괄손익계산서

| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 1,318 | 1,310 | 1,356 | 1,415 |
| 증가율(%)         | N/A   | -0.6  | 3.5   | 4.4   |
| 매출원가           | 902   | 933   | 964   | 1,004 |
| 매출총이익          | 416   | 376   | 391   | 411   |
| 매출총이익률(%)      | 31.6  | 28.7  | 28.9  | 29.0  |
| 판매비와 관리비       | 348   | 301   | 311   | 324   |
| 영업이익           | 68    | 76    | 81    | 87    |
| 영업이익률(%)       | 5.1   | 5.8   | 6.0   | 6.1   |
| EBITDA         | 125   | 129   | 130   | 134   |
| EBITDA M%      | 9.5   | 9.8   | 9.6   | 9.5   |
| 영업외손익          | 176   | 3     | 4     | 5     |
| 지분법관련손익        | 175   | 0     | 0     | 0     |
| 금융손익           | 4     | 4     | 5     | 6     |
| 기타영업외손익        | -2    | -1    | -1    | -1    |
| 세전이익           | 244   | 79    | 85    | 92    |
| 법인세비용          | 66    | 22    | 24    | 25    |
| 당기순이익          | 178   | 57    | 61    | 66    |
| 지배주주순이익        | 178   | 57    | 61    | 66    |
| 지배주주순이익률(%)    | 13.5  | 4.3   | 4.5   | 4.7   |
| 비지배주주순이익       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 178   | 57    | 61    | 66    |
| EPS 증가율(%, 지배) | N/A   | -79.0 | 7.2   | 8.9   |
| 이자손익           | 2     | 6     | 7     | 9     |
| 총외화관련손익        | 1     | 1     | 1     | 1     |

## 현금흐름표

| (십억원)            | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름        | 102   | 109   | 107   | 109   |
| 영업에서 창출된 현금흐름    | 166   | 125   | 124   | 126   |
| 이자 수취            | 6     | 9     | 10    | 12    |
| 이자 지급            | -4    | -3    | -3    | -3    |
| 배당금 수입           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 법인세부담액           | -66   | -22   | -24   | -25   |
| 투자활동 현금흐름        | 165   | -39   | -41   | -41   |
| 유동자산의 감소(증가)     | 8     | 0     | -1    | -1    |
| 투자자산의 감소(증가)     | 180   | 0     | -1    | -1    |
| 유형자산 감소(증가)      | -40   | -40   | -40   | -40   |
| 무형자산 감소(증가)      | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동 현금흐름        | -62   | -19   | -11   | -18   |
| 사채및차입금증가(감소)     | -59   | -17   | -9    | -16   |
| 자본금및자본잉여금 증감     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 지급           | -3    | -2    | -2    | -2    |
| 외환환산으로 인한 현금변동   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 연결범위변동으로 인한 현금증감 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금증감             | 205   | 51    | 55    | 50    |
| 기초현금             | 103   | 307   | 359   | 414   |
| 기말현금             | 307   | 359   | 414   | 464   |
| FCF              | 62    | 69    | 67    | 69    |

## 주요지표

|              | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|
| 총발행주식수(천주)   | 7,608  | 7,608  | 7,608  | 7,608   |
| 시가총액(십억원)    | 504    | 684    | 684    | 684     |
| 주가(원)        | 66,300 | 82,600 | 82,600 | 82,600  |
| EPS(원)       | 35,562 | 7,476  | 8,012  | 8,723   |
| BPS(원)       | 78,496 | 85,722 | 93,485 | 101,958 |
| DPS(원)       | 250    | 250    | 250    | 250     |
| PER(X)       | 1.9    | 11.0   | 10.3   | 9.5     |
| PBR(X)       | 0.8    | 1.0    | 0.9    | 0.8     |
| EV/EBITDA(X) | 2.7    | 3.5    | 3.0    | 2.4     |
| ROE(%)       | 29.2   | 8.9    | 8.8    | 8.8     |
| ROA(%)       | 19.1   | 6.0    | 6.1    | 6.3     |
| ROIC(%)      | N/A    | 16.8   | 18.3   | 20.2    |
| 배당수익률(%)     | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.3     |
| 부채비율(%)      | 53.0   | 45.8   | 41.8   | 37.4    |
| 순차입금/자기자본(%) | -32.7  | -40.3  | -46.1  | -50.8   |
| 유동비율(%)      | 238.6  | 276.1  | 305.2  | 341.2   |
| 이자보상배율(X)    | 16.0   | 23.1   | 27.3   | 32.8    |
| 총자산회전율       | 1.4    | 1.4    | 1.4    | 1.3     |
| 매출채권 회전율     | 9.0    | 9.0    | 9.2    | 9.2     |
| 재고자산 회전율     | 12.0   | 12.0   | 12.2   | 12.3    |
| 매입채무 회전율     | 5.7    | 6.0    | 6.1    | 6.1     |

자료: 케이프투자증권 리서치본부