

음식료

장지혜

02)739-5848

jihye.jang@heungkuksec.co.kr

(267980)

매일유업

BUY(유지)

분유 호조, 다음 성장동력 유효

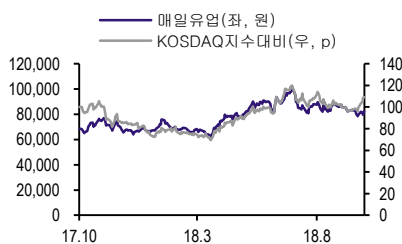
목표주가	100,000원(유지)
현재주가(10/12)	82,600원
상승여력	21.1%
시가총액	648십억원
발행주식수	7,844천주
52주 최고가 / 최저가	101,500 / 62,300원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	13.0%
주요주주	
매일홀딩스(주) 외 11인	57.8%
신영자산운용 외 1인	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.2	-18.6	10.1	20.4
상대수익률(KOSDAQ)	7.3	-7.9	27.1	10.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	0	881	1,298	1,368
영업이익	0	51	75	83
EBITDA	0	67	93	121
지배주주순이익	0	35	61	61
EPS	0	4,642	7,940	7,720
순차입금	0	50	36	17
PER	n/a	14.3	10.4	10.7
PBR	n/a	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	n/a	8.3	7.4	5.5
배당수익률	n/a	0.7	0.6	0.7
ROE	n/a	n/a	19.0	15.9
컨센서스 영업이익	0	51	77	84
컨센서스 EPS	0	4,642	7,830	8,159

주가추이



매일유업은 유가공업체 중에서 분유 수출에서 가장 강점을 보이며 국내의 한계를 극복해나가고 있습니다. 이외에도 컵커피, 상하목장 등 주요 품목의 성장이 전체 기업 실적을 견인하고 있어 긍정적입니다.

3분기 실적 컨센서스 부합 전망

매일유업의 3분기 연결기준 매출액은 3397억원(YoY +0.4%), 영업이익은 217억원(YoY +1.5%, OPM 6.4%)으로 시장 기대치를 부합할 전망이다. 실적은 중국향 분유 수출금액 회복과 컵커피 시장 성장, 음료부문 성수기 도입에 따른 외형성장이 기대된다. 돈보적인 제품 경쟁력을 보유하며 컵커피, 상하목장에서 지속적인 외형 성장과 수익성 개선이 나타나고 있다.

분유: 중국 회복과 국내 신제품 출시

국내 분유는 출생아 수 감소와 수입분유의 성장으로 매출 감소가 이어지고 있으나, 중국 수출 분유가 회복하면서 전체 분유 실적 성장을 견인하고 있다. 중국 분유 수출 금액은 3분기 120~130억원을 달성했을 것으로 전망하며 전사 마진 상승에 기여하고 있다.

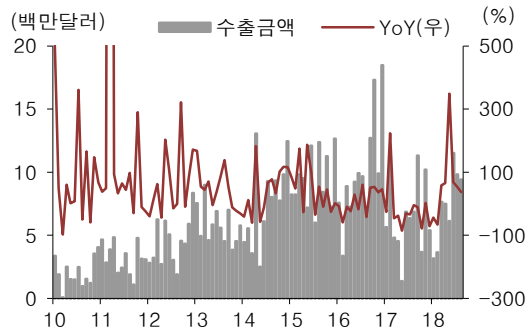
컵커피, 상하목장 새로운 성장동력

분유 외에 동사의 실적을 견인하고 있는 고수익, 고성장 카테고리는 크게 2가지가 있다. 유기능 브랜드 상하목장(매출비중 7~8%)과 컵커피(매출비중 17~19%)이다. 상하목장은 지속해서 SKU를 늘려가며 외형성장을 하고 있다. 컵커피는 편의점향 매출이 70%이상으로 45%의 M/S를 매일유업이 차지하고 있다. 경쟁 심화로 이익률은 둔화되었으나 외형 성장이 기대된다. 향후 컵커피는 중국에서의 매출 확대가 기대되는 품목으로 국내에서 입증된 제품력을 바탕으로 중국 시장 지배력을 높여갈 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 10만원 유지

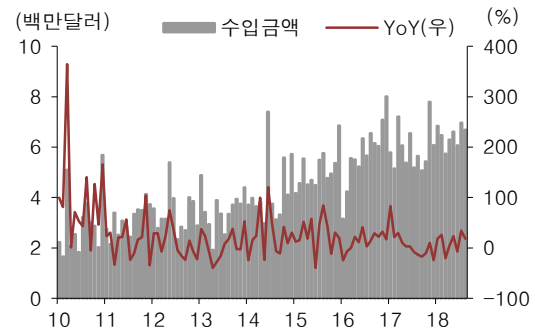
목표주가는 12개월 EPS대비 12배를 적용해 산출했다. 현재주는 Fwd PER 기준 8배로 음식료 업체 평균배수(14배) 대비 할인율 받고 있다. 분유에 대한 의존도가 높았던 과거 대비 컵커피, 상하목장 등의 카테고리 비중 확대에 따른 이익분산이 나타나고 있는 상황에서 과도한 할인율이라 판단하며 저평가 매력에 따른 관심이 필요한 상황이라고 판단한다.

그림 97 분유 수출금액 추이



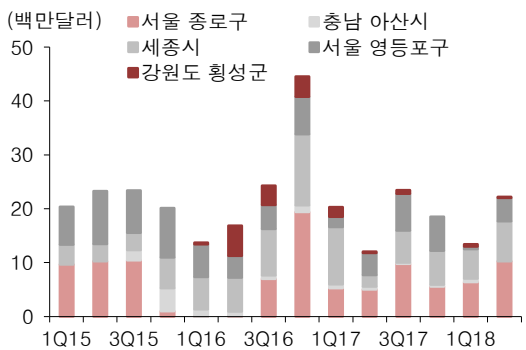
자료: 관세청, 홍콩증권 리서치센터

그림 98 분유 수입금액 추이



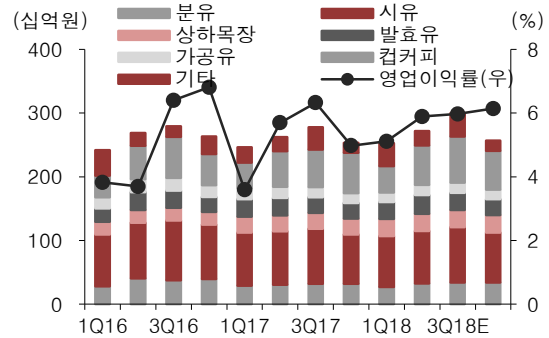
자료: 관세청, 홍콩증권 리서치센터

그림 99 지역별 분기 수출금액 추이



자료: 관세청, 홍콩증권 리서치센터

그림 100 지역별 분기 수출금액 추이



자료: 관세청, 홍콩증권 리서치센터

표 38 매일유업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	321.0	319.7	339.7	318.6	1,328.1	1,317.8	1,299.0	1,367.7
YoY	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	-2.0%	-1.7%	0.4%	-2.4%	5.5%	-0.8%	-1.4%	5.3%
1. 유가공부문	246.3	262.0	277.9	253.1	252.9	276.0	298.0	268.0	1,053.0	1,039.3	1,094.8	1,153.2
YoY	1.8%	-2.5%	-0.5%	-3.8%	2.7%	5.3%	7.2%	5.9%	2.2%	-1.3%	5.3%	5.3%
2. 음료 및 기타	81.3	63.3	60.4	73.4	68.1	43.7	41.7	50.6	275.1	278.5	204.1	214.5
YoY	2.3%	1.3%	0.4%	0.6%	-16.3%	-31.0%	-31.0%	-31.0%	20.7%	1.2%	-26.7%	5.1%
영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	16.4	18.5	21.7	18.2	69.1	68.0	74.7	82.9
YoY	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	39.4%	-0.5%	1.5%	11.7%	73.3%	-1.7%	10.0%	10.9%
영업이익률	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	5.8%	6.4%	5.7%	5.2%	5.2%	5.8%	6.1%

주: 2017년은 분할 이전 매일유업 별도기준 참고하여 추정

자료: 매일유업, 홍콩증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	0.0	881.2	1,298.4	1,367.7	1,444.7
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	47.4	5.3	5.6
영업이익	0.0	51.2	75.2	82.9	89.0
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	47.1	10.2	7.3
EBITDA	0.0	67.1	92.6	121.2	131.9
영업외손익	0.0	(7.3)	4.1	(4.0)	(4.0)
순이자수익	0.0	(1.3)	(1.2)	(1.2)	(1.1)
외화관련손익	0.0	(0.9)	0.6	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	0.0	43.9	79.3	78.9	85.0
당기순이익	0.0	34.7	60.7	60.6	65.2
지배기업당기순이익	0.0	34.7	60.7	60.6	65.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	74.8	(0.3)	7.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	17.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	20.3
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	25.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	23.4
영업이익률(%)	n/a	5.8	5.8	6.1	6.2
EBITDA마진(%)	n/a	7.6	7.1	8.9	9.1
순이익률(%)	n/a	3.9	4.7	4.4	4.5
NOPLAT	0.0	40.5	57.6	63.6	68.3
(+) Dep	0.0	16.0	17.4	38.3	42.9
(-) 운전자본투자	0.0	87.6	31.3	3.8	7.8
(-) Capex	0.0	43.6	45.6	67.7	71.5
OpFCF	0.0	(74.7)	(2.0)	30.5	32.0

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	0.0	331.2	387.2	415.4	452.3
현금성자산	0.0	53.9	95.1	113.4	132.8
매출채권	0.0	168.2	167.0	172.6	182.7
재고자산	0.0	102.1	116.9	120.8	127.8
비유동자산	0.0	259.8	286.5	321.7	356.2
투자자산	0.0	31.8	35.5	36.9	38.4
유형자산	0.0	219.9	240.6	271.6	302.0
무형자산	0.0	8.1	10.4	13.2	15.8
자산총계	0.0	591.0	673.7	737.1	808.4
유동부채	0.0	233.0	206.0	212.1	221.8
매입채무	0.0	151.0	132.4	136.8	144.8
유동성이자부채	0.0	43.4	32.9	32.9	32.9
비유동부채	0.0	70.5	114.9	115.6	116.3
비유동이자부채	0.0	60.3	97.9	97.9	97.9
부채총계	0.0	303.5	320.9	327.7	338.1
자본금	0.0	3.8	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	0.0	249.0	256.9	256.9	256.9
이익잉여금	0.0	34.7	92.0	148.7	209.6
자본조정	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자기주식	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
자본총계	0.0	287.5	352.8	409.4	470.3
투하자본	0.0	337.2	387.4	425.7	467.2
순차입금	0.0	49.7	35.7	17.4	(2.0)
ROA	n/a	n/a	9.6	8.6	8.4
ROE	n/a	n/a	19.0	15.9	14.8
ROIC	n/a	n/a	15.9	15.6	15.3

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	0	4,642	7,940	7,720	8,316
BPS	0	37,786	44,976	52,197	59,963
DPS	0	450	500	550	600
Multiples(x,%)					
PER	n/a	14.3	10.4	10.7	9.9
PBR	n/a	1.8	1.8	1.6	1.4
EV/ EBITDA	n/a	8.3	7.4	5.5	4.9
배당수익률	n/a	0.7	0.6	0.7	0.7
PCR	n/a	7.6	11.7	6.5	6.0
PSR	n/a	0.6	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	105.6	91.0	80.0	71.9
Net debt/Equity	n/a	17.3	10.1	4.2	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	74.1	38.5	14.4	n/a
유동비율	n/a	142.1	187.9	195.8	203.9
이자보상배율	n/a	38.7	62.8	71.5	84.0
이자비용/매출액	n/a	0.3	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	n/a	79.7	74.8	73.9	73.2
현금+투자자산(%)	n/a	20.3	25.2	26.1	26.8
자본구조					
차입금(%)	n/a	26.5	27.0	24.2	21.8
자기자본(%)	n/a	73.5	73.0	75.8	78.2

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	0.0	97.5	63.0	95.7	101.1
당기순이익	0.0	34.7	60.7	60.6	65.2
자산상각비	0.0	16.0	17.4	38.3	42.9
운전자본증감	0.0	36.3	19.7	(3.8)	(7.8)
매출채권감소(증가)	0.0	4.6	3.1	(5.6)	(10.1)
재고자산감소(증가)	0.0	17.0	8.3	(3.9)	(7.1)
매입채무증가(감소)	0.0	(2.7)	7.7	4.4	8.0
투자현금	0.0	(57.5)	(46.3)	(74.0)	(77.9)
단기투자자산감소	0.0	(14.9)	5.4	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	0.0	(43.6)	(45.6)	(67.7)	(71.5)
유무형자산감소	0.0	(1.1)	(3.6)	(4.4)	(4.4)
재무현금	0.0	(48.6)	28.4	(3.9)	(4.3)
차입금증가	0.0	(62.6)	23.9	0.0	0.0
자본증가	0.0	14.2	4.5	(3.9)	(4.3)
배당금지급	0.0	0.0	3.4	3.9	4.3
현금 증감	0.0	(9.3)	45.7	17.8	18.9
총현금흐름(Gross CF)	0.0	65.5	54.2	99.5	108.9
(-) 운전자본증가(감소)	0.0	87.6	31.3	3.8	7.8
(-) 설비투자	0.0	43.6	45.6	67.7	71.5
(+) 자산매각	0.0	(1.1)	(3.6)	(4.4)	(4.4)
Free Cash Flow	0.0	(66.8)	(26.3)	23.6	25.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	0.0	(66.8)	(26.4)	23.6	25.2