

매일유업 (267980)

한유정 이나연
yjhan@daishin.com nayeonlee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **100,000**
유지

현재주가 **79,200**
(18.12.20)
음식료업종

리레이팅 근거 충분

투자의견 매수(BUY), 목표주가 100,000원 유지

- 목표주가 100,000원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산정
- 2021~2027년 순이익 CAGR 0.4%로 보수적으로 가정하더라도 전일 증가 대비 26%의 상승여력 존재
- Target Multiple로는 2019년 EPS 7,503원 기준 PER 13.3배 수준으로 음식료 업종 평균 15.3배 대비 -13.1% 수준, 음식료 업종 내 차선호주 관점 유지

본격적 리레이팅 기대

- 2018년 4분기 별도 매출액은 3,271억원(+0.2% yoy, -1.9% qoq), 영업이익은 202억원(+24.1% yoy, -4.8% qoq)으로 종전 추정 영업이익 199억원 부합, 컨센서스 영업이익 190억원 상회 전망
- 매일유업의 4분기 호실적이 기대되는 이유는 1) 2018년 8월 원유 가격 리터당 4원 인상에도 B2B 매출 호조로 백색시유 적자 폭은 전년 동기, 전분기 대비 축소, 2) 조제분유 수출액은 130억원으로 2017년 사드 이슈로 인한 중국향 수출 타격으로부터 온전히 회복, 3) 조제분유 내수 매출액은 '엡솔루트 산양분유' 등의 신제품 출시 효과로 역성장 폭 둔화가 전망되기 때문
- 2019년 리레이팅을 기대해볼 수 있는 이유는 1) 백색시유 분기 흑자 전환, 2) 2018년 1분기를 시작으로 점진적 회복세를 보였던 조제분유 수출 금액의 경우 2018년 3분기 부로 온전히 회복, 2018년 4분기부터는 성장 궤도에 진입해 2019년 연간 유의미한 성장 흐름 기대, 3) 조제분유 내수 매출의 경우 구조적 어려움에도 제품 Mix 변화로 역성장 폭이 과거 대비 큰 폭으로 축소될 것으로 예상되기 때문

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	668.13
시가총액	621십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	101,500원 / 62,300원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	13.64%
주요주주	김정완 외 11 인 57.74% 신영자산운용 6.20%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	-5.3	-8.8	21.3
상대수익률	14.1	16.4	14.7	37.1



(단위: 십억원, %)

구분	4Q17	3Q18	4Q18(F)			1Q19				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	326	334	326	327	0.2	-1.9	328	326	1.5	-0.3
영업이익	16	21	20	20	24.1	-4.8	19	19	18.7	-3.4
순이익	9	17	12	12	39.0	-29.5	13	13	11.0	9.9

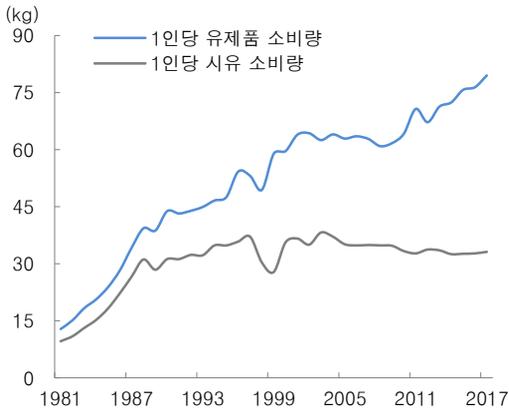
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	881	1,301	1,315	1,349
영업이익	51	77	84	89
세전순이익	44	77	77	82
총당기순이익	35	60	59	61
지배지분순이익	35	60	59	61
EPS	6,932	7,773	7,503	7,802
PER	9.6	10.2	10.6	10.2
BPS	37,786	43,905	50,955	58,254
PBR	1.8	1.8	1.6	1.4
ROE	24.2	19.1	15.8	14.3

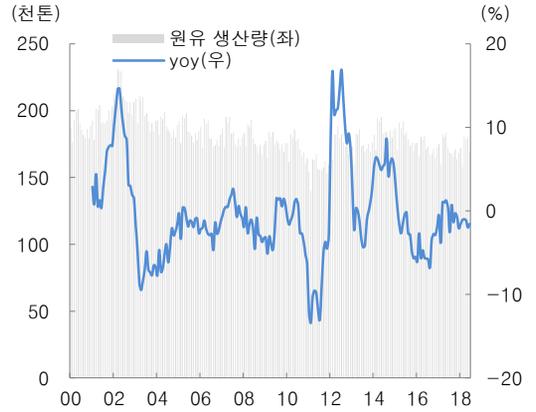
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 매일유업, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 1인당 연간 유제품, 우유 소비량



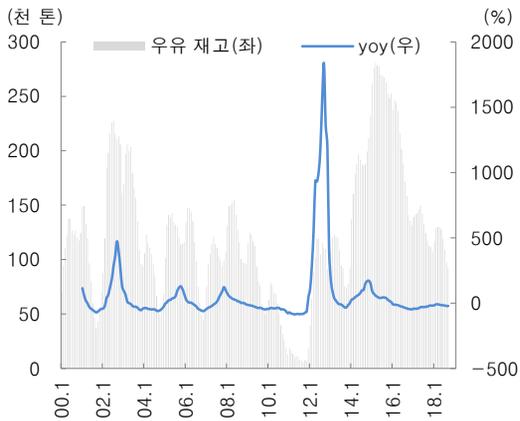
자료: 낙농진흥회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 연간 원유 생산량



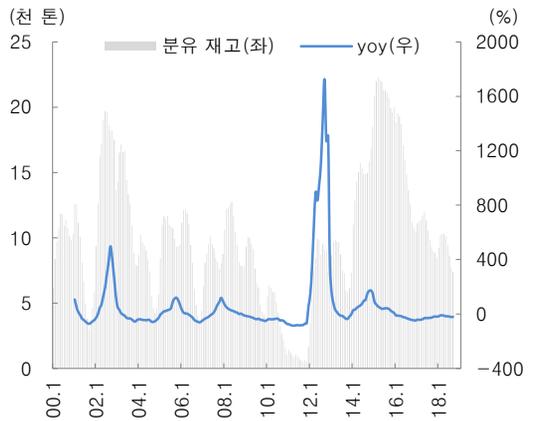
자료: 낙농진흥회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 우유 재고



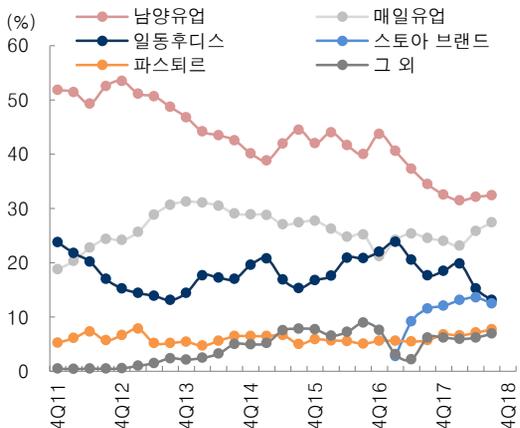
자료: 낙농진흥회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 월별 국내 분유 재고 추이



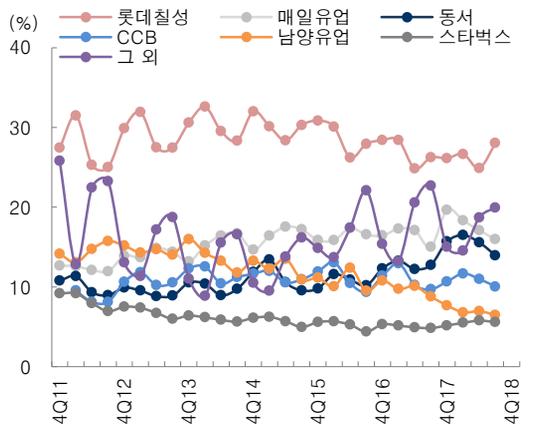
자료: 낙농진흥회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 국내 조제분유 소매점 시장 점유율



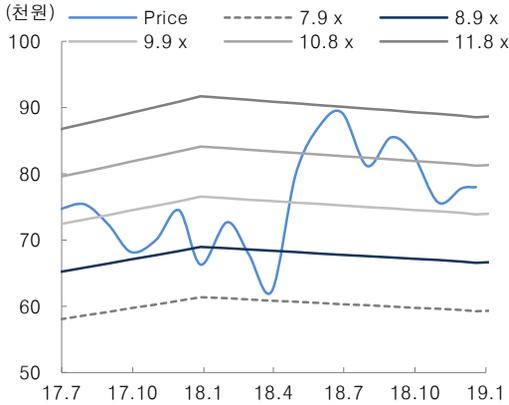
자료: FS 식품산업통계정보, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 국내 커피음료 소매점 시장 점유율



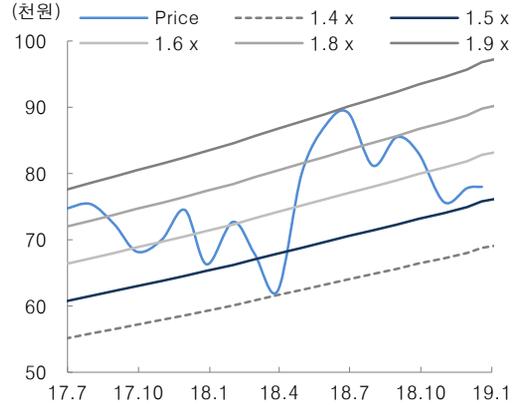
자료: FS 식품산업통계정보, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 매일유업 PER 밴드



자료: 매일유업, Valuewise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 매일유업 PBR 밴드



자료: 매일유업, Valuewise, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 매일유업 분기/연간 실적 추정(별도)

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,211	3,192	3,335	3,271	3,260	3,223	3,365	3,304	13,178	13,008	13,152	13,487
YoY (%)	-2.0	-1.9	-1.4	0.2	1.5	1.0	0.9	1.0	-0.8	-1.3	1.1	2.5
매출원가	2,352	2,260	2,361	2,313	2,364	2,259	2,359	2,313	9,019	9,286	9,295	9,513
YoY (%)	4.0	3.5	2.5	1.9	0.5	0.0	-0.1	0.0	-1.0	3.0	0.1	2.3
매출원가율 (%)	73.3	70.8	70.8	70.7	72.5	70.1	70.1	70.0	68.4	71.4	70.7	70.5
판매비	694	742	763	756	701	757	782	773	3,457	2,955	3,014	3,083
YoY (%)	-21.1	-15.7	-11.9	-9.1	1.0	2.0	2.6	2.3	-0.5	-14.5	2.0	2.3
판매비율 (%)	21.6	23.3	22.9	23.1	21.5	23.5	23.2	23.4	26.2	22.7	22.9	22.9
영업이익	164	189	211	202	195	206	224	218	680	767	843	891
YoY (%)	39.3	2.2	-1.2	24.1	18.5	8.8	6.2	7.9	-1.7	12.8	9.9	5.7
영업이익률 (%)	5.1	5.9	6.3	6.2	6.0	6.4	6.7	6.6	5.2	5.9	6.4	6.6
순이익	122	183	174	123	135	144	158	152	347	602	588	612
YoY (%)	113.7	-90.4	8.8	39.0	11.0	-21.7	-9.6	24.0	0.0	73.2	-2.3	4.0
순이익률 (%)	3.8	5.7	5.2	3.8	4.1	4.5	4.7	4.6	3.9	4.6	4.5	4.5

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	60	59	61	62	63	63	63	64	64	64
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	344	400	457	480	504	529	555	583	612	643
추정ROE	19.1	15.8	14.3	12.9	12.4	11.9	11.4	10.9	10.4	9.9
III 필요수익률 ^(주3)	6.3									
무위험이자율 ^(주4)	4.0									
시장위험프리미엄 ^(주5)	5.0									
베타	0.45									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	12.8	9.5	8.0	6.7	6.2	5.7	5.1	4.6	4.1	3.7
V 필요수익	18	22	25	29	30	32	33	35	37	38
VI 잔여이익(I-V)	42	37	36	33	33	32	30	29	27	25
현가계수	1.00	0.94	0.89	0.83	0.78	0.74	0.69	0.65	0.62	0.58
잔여이익의 현가	42	35	32	28	26	23	21	19	17	15
VII 잔여이익의 합계	257									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	235									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	287									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	780									
총주식수(천주)	7,844									
XI 적정주당가치(원)	99,449									
현재가치(원)	79,200									
Potential (%)	25.6%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

표 2. Global Peer

		NESTLE	YILI	BRIGHT DAIRY & FOOD	MENGNU DAIRY	DANONE	FONTERRA
		NESN SW	600887 CH	600597 CH	2319 HK	BN FP	FSF NZ
주가		82	3	1	3	72	3
시가총액 (십억원, USDmn)		252,617	19,669	1,411	11,918	49,133	4,905
매출액	17A	91,557	10,007	3,193	8,912	27,878	13,737
(십억원, USDmn)	18F	92,020	11,499	3,132	9,999	28,062	14,509
	19F	95,624	12,949	3,370	11,125	28,852	14,545
매출액 yoy	17A	0.4	10.4	5.5	10.0	14.8	18.8
(%)	18F	0.5	14.9	-1.9	12.2	0.7	5.6
	19F	3.9	12.6	7.6	11.3	2.8	0.3
영업이익	17A	10,273	1,051	200	470	4,218	774
(십억원, USDmn)	18F	15,305	1,021	171	561	4,094	180
	19F	16,382	1,200	191	703	4,426	680
영업이익 yoy	17A	-23.1	35.6	4.9	-663.5	30.4	-15.9
(%)	18F	49.0	-2.8	-14.2	19.3	-3.0	-76.7
	19F	7.0	17.5	11.3	25.3	8.1	277.4
OPM (%)	17A	11.2	10.5	6.3	5.3	15.1	5.6
	18F	16.6	8.9	5.5	5.6	14.6	1.2
	19F	17.1	9.3	5.7	6.3	15.3	4.7
PER (배)	17A	36.1	32.5	30.3	36.8	17.8	13.2
	18F	21.2	21.1	16.1	26.6	17.7	N/A
	19F	19.5	18.6	14.9	20.8	16.3	14.9
PBR (배)	17A	4.2	7.8	3.5	3.4	3.1	1.4
	18F	4.1	4.9	1.7	3.2	2.5	1.3
	19F	4.0	4.4	1.6	2.9	2.3	1.1
EV/EBITDA (배)	17A	14.5	21.5	10.3	15.2	13.1	10.6
	18F	14.9	14.6	6.2	14.6	12.4	10.6
	19F	14.0	12.7	5.8	12.2	11.7	8.9
ROE (%)	17A	11.4	24.9	11.9	9.4	17.8	10.5
	18F	19.6	23.3	10.4	12.7	14.4	-3.3
	19F	21.3	24.2	10.9	14.2	15.1	7.6
ROA (%)	17A	5.5	13.6	3.8	3.8	5.6	4.2
	18F	8.2	12.4	4.3	5.5	4.6	-1.2
	19F	8.4	13.4	4.6	6.7	5.4	5.5
EPS (USD)	17A	4.2	0.1	0.1	0.1	4.2	0.3
	18F	3.9	0.2	0.1	0.1	4.1	0.1
	19F	4.2	0.2	0.1	0.1	4.4	0.2

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 동사는 인적분할로 설립된 산설회사로서 2017년 6월 재상장하였음
- 분할 전 회사인 매일유업홀딩스가 영위하던 사업 중 유가공 사업부문을 맡아 우유, 발효제품, 조제분유 등을 생산 및 판매하고 있음
- 주요 제품으로는 시유 부문에서 매일우유, 상하목장 유기농우유, 발효유 부문에서 매일바이오, 연요, 유음료 부문에서 카페라떼 등이 있음
- 외식 사업으로 플라넷, 더 키친 살바토레 등 4개의 브랜드를 운영하고 있음
- 자산 6,524억원, 부채 3,130억원, 자본 3,394억원
- 발행주식의 총수: 7,843,638주 / 자기주식수: 3,037주

주가 변동요인

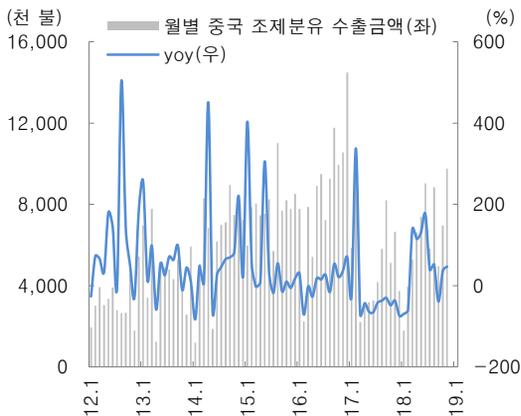
- 중국향 조제분유 수출 증가
- 내수 조제분유 역성장 폭 둔화 정도
- 중국 신설 법인을 통한 커피 음료 시장 진출 속도

주: 자산 규모는 2018년 9월 기준

자료: 매일유업, 대신증권 Research&Strategy본부

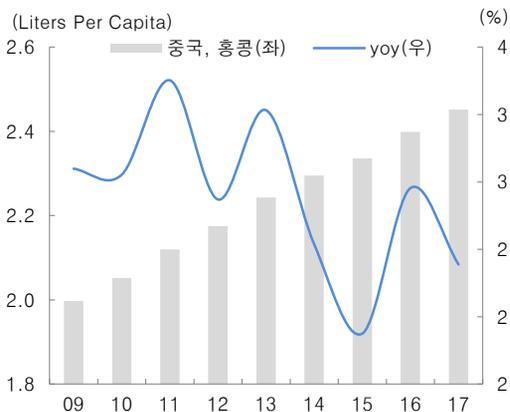
2. Earnings Driver

그림 9. 중국향 조제분유 전체 수출 금액



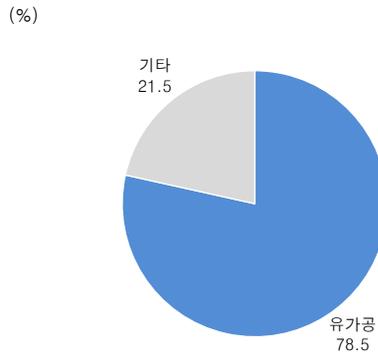
자료: 매일유업, 관세청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 중국 커피 음료 시장 규모



자료: 매일유업, Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

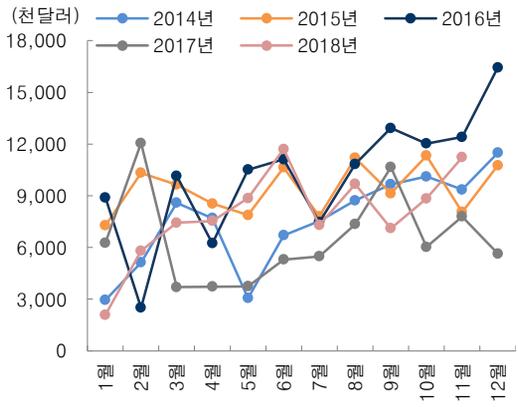
매출 비중 추이



주: 2018년 매출액 추정치 기준

주2: 유가공에는 백색시유, 가공우유, 발효유, 상하목장, 커피음료, 치즈, 분유 포함
자료: 매일유업, Dart, 대신증권 Research&Strategy본부

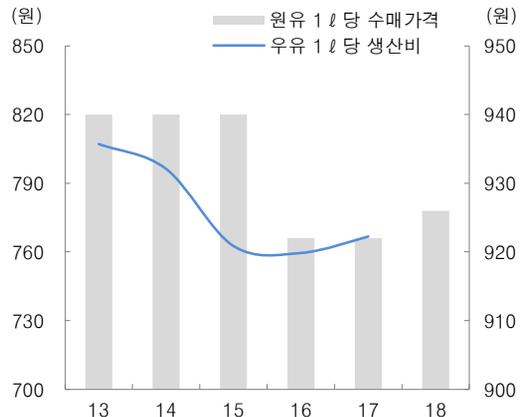
그림 10. 매일유업 조제분유 매출액 추이



주: 수리일 기준

자료: 매일유업, 관세청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 1ℓ 당 우유 생산비 및 원유 구매 가격 추이



자료: 매일유업, 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)			
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	881	1,301	1,315	1,349
매출원가	602	929	930	951
매출총이익	279	372	386	397
판매비와관리비	228	296	301	308
영업이익	51	77	84	89
영업이익률	5.8	5.9	6.4	6.6
EBITDA	67	99	107	112
영업외손익	-7	0	-7	-8
관계기업손익	0	0	0	0
금융수익	3	10	3	3
외환관련이익	1	1	1	2
금융비용	-7	-7	-7	-7
외환관련손실	0	0	0	0
기타	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	44	77	77	82
법인세비용	-9	-17	-19	-20
계속사업순이익	35	60	59	61
중단사업순이익	0	0	0	0
당기순이익	35	60	59	61
당기순이익률	3.9	4.6	4.5	4.5
비재배지분순이익	0	0	0	0
지배지분순이익	35	60	59	61
매도가능금융자산평가	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
포괄순이익	35	60	59	61
비재배지분포괄이익	0	0	0	0
지배지분포괄이익	35	60	59	61

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)			
	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,932	7,773	7,503	7,802
PER	9.6	10.2	10.6	10.2
BPS	37,786	43,905	50,955	58,254
PBR	1.8	1.8	1.6	1.4
EBITDAPS	13,386	12,816	13,626	14,240
EV/EBITDA	8.1	6.4	5.7	5.2
SPS	175,688	167,906	167,676	171,945
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5
CFPS	13,063	13,765	13,636	14,176
DPS	450	450	500	500

재무비율	(단위: 원, 배, %)			
	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성				
매출액 증가율		47.6	1.1	2.5
영업이익 증가율		49.9	9.9	5.7
순이익 증가율		73.2	-2.3	4.0
수익성				
ROIC	20.5	14.5	14.5	14.3
ROA	17.3	12.2	12.2	11.8
ROE	24.2	19.1	15.8	14.3
안정성				
부채비율	105.6	92.7	80.9	72.1
순차입금비율	13.6	5.3	-3.5	-9.7
이자보상배율	19.8	24.9	26.5	27.2

자료: 매일유업, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)			
	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	331	363	400	439
현금및현금성자산	37	59	92	124
매출채권 및 기타채권	168	176	178	182
재고자산	102	104	105	108
기타유동자산	24	24	25	25
비유동자산	260	301	323	347
유형자산	220	260	282	306
관계기업투자금	0	0	0	0
기타비유동자산	40	41	41	41
자산총계	591	664	723	786
유동부채	233	247	249	253
매입채무 및 기타채무	177	190	191	194
차입금	0	0	0	0
유동성채무	40	40	41	42
기타유동부채	16	17	17	17
비유동부채	70	72	74	76
차입금	53	54	55	56
전환증권	0	0	0	0
기타비유동부채	17	18	19	20
부채총계	303	319	323	329
자배지분	287	344	400	457
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	249	249	249	249
이익잉여금	35	92	147	204
기타지분변동	0	0	0	0
비재배지분	0	0	0	0
자본총계	287	344	400	457
순차입금	39	18	-14	-44

현금흐름표	(단위: 십억원)			
	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	97	109	102	102
당기순이익	35	60	59	61
비현금항목의 가감	31	46	48	50
감가상각비	16	23	23	23
외환손익	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0
기타	14	23	25	26
자산부채의 증감	36	21	15	13
기타현금흐름	-4	-19	-20	-22
투자활동 현금흐름	-58	-100	-85	-87
투자자산	2	0	0	0
유형자산	-43	-87	-72	-74
기타	-16	-14	-13	-13
재무활동 현금흐름	-49	-3	-3	-3
단기차입금	-20	0	0	0
사채	0	1	1	1
장기차입금	0	0	0	0
유상증자	14	0	0	0
현금배당	0	-3	-4	-4
기타	-43	-1	-1	0
현금의 증감	-9	22	33	32
기초 현금	46	37	59	92
기말 현금	37	59	92	124
NOPLAT	41	60	64	67
FCF	12	27	30	31

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 부부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한유정)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

매일유업(267980) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181217)										
						<table border="1" style="width: 100%;"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중립)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>85.0%</td> <td>14.0%</td> <td>1.0%</td> </tr> </tbody> </table>			구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)	비율	85.0%	14.0%	1.0%
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)													
비율	85.0%	14.0%	1.0%													
<p>산업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상 						<p>기업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상 										
제시일자	18.12.21	18.12.10	18.11.19	18.10.30	18.10.11											
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy											
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000											
과리율(평균.%)		(22.07)	(22.54)	(22.38)	(18.45)											
과리율(최대/최소.%)		(15.30)	(15.30)	(15.30)	(15.30)											
제시일자																
투자의견																
목표주가																
과리율(평균.%)																
과리율(최대/최소.%)																
제시일자																
투자의견																
목표주가																
과리율(평균.%)																
과리율(최대/최소.%)																