

매일유업 (267980)



BUY(Maintain)

주가(4/15) 87,000원

목표주가 123,000원 (상향)

작년 9월 부동산 정부 정책 이후, 국내 부동산 시세가 안정화 되고 있다. 이로 인해, 20~30대의 실질 구매력이 점차 개선될 것으로 기대되며, 출산율과 조제분유 수요도 점차 반등할 것으로 기대된다. 또한, 커피음료의 성장성이 정체 되면서 1등 브랜드 '바리스타'의 마진 확대 가능성이 커진 점도 동사의 실적 추정치 상향 가능성을 지지하는 요인이다.

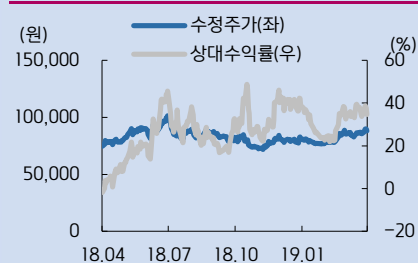
Stock Data

KOSDAQ (4/15)		766.75pt
시가총액		6,824억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	101,500원	71,800원
최고/최저가 대비 등락	-14.3%	21.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	1.9% -0.6%
	6M	9.2% 2.3%
	1Y	16.8% 35.8%

Company Data

발행주식수	7,844천주
일평균 거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	15.4%
배당수익률(19.E)	0.8%
BP (19.E)	51,304원
주요 주주	김정완 외 11 인 57.7%

Price Trend



희미해지는 저평가 이유

>>> 1분기 영업이익 177억원 전망

매일유업의 1분기 연결기준 영업이익은 177억원(+8% YoY)으로 전망된다(별도기준 OP 187억원 전망). 매출 성장률 둔화에도 불구하고, 1) 커피음료 판가 인상에 따른 수익성 개선, 2) 전사 비용 효율화에 힘입어 이익이 증가할 것으로 기대된다(별도기준 OP: 1Q18 164억원 - > 1Q19E 187억원).

>>> 희미해지는 저평가 이유

작년 9월 정부의 부동산 정책 발표 이후, 국내 아파트 시세는 안정화되고 있는 상황이다. 부동산 가격 안정화는 20~30대의 실질 구매력을 개선 시키는 효과가 있기 때문에, **출산율 반등에 따른 조제분유 실적 개선**이 기대된다. 또한, 커피음료는 편의점 출점 정체로 예년 대비 성장성이 둔화되고 있고, 동사 브랜드인 '바리스타'의 인지도는 경쟁사 대비 더욱 확고해지고 있다. 동사 커피음료의 연간 매출규모(1300~1400억원 수준)와 MS 레벨(40% 이상)을 감안한다면, **커피음료의 수익성 레벨이 급격히 확대될 가능성**이 존재한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 123,000원

매일유업에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 123,000원으로 상향한다(Target PER 상향). 동사는 출산율 반등과 커피음료 수익성 상승으로 실적 추정치가 상향될 가능성이 있다. 이와 같은 수익성 상승은 동사의 밸류에이션 디스카운트 요인 축소 측면에서도 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,315.2	1,334.6	1,354.8
영업이익	74.4	79.3	83.0	86.8
EBITDA	101.4	107.5	111.1	114.9
세전이익	76.8	80.4	85.9	91.8
순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
지배주주지분순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
EPS(원)	7,530	7,769	8,305	8,875
증감률(%YoY)	NA	3.2	6.9	6.9
PER(배)	10.5	11.3	10.6	9.9
PBR(배)	1.78	1.72	1.49	1.31
EV/EBITDA(배)	6.4	6.2	5.5	4.7
영업이익률(%)	5.7	6.0	6.2	0.0
ROE(%)	16.8	16.3	15.1	14.1
순차입금비용(%)	8.4	-6.6	-18.1	-27.5

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	321.0	319.7	333.7	326.2	322.1	324.0	338.6	330.5	1,300.6	1,315.2	1,334.6
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	0.3%	1.3%	1.5%	1.3%	-1.3%	1.1%	1.5%
별도기준	321.0	319.2	333.5	326.4	321.9	323.8	338.4	330.3	1,300.1	1,314.4	1,333.8
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	0.3%	1.4%	1.5%	1.2%	-1.3%	1.1%	1.5%
조제분유	35.3	35.6	33.5	40.0	34.1	34.6	33.0	39.0	144.4	140.7	142.5
(YoY)	-5.4%	5.4%	5.8%	5.8%	-3.4%	-2.6%	-1.7%	-2.5%	2.7%	-2.6%	1.3%
중국 외	27.3	24.1	22.5	28.5	25.1	22.1	21.0	26.5	102.4	94.7	91.9
(YoY)	-10.0%	-10.0%	-9.5%	-9.0%	-8.0%	-8.0%	-7.0%	-7.0%	-9.6%	-7.5%	-3.0%
중국	8.0	11.5	11.0	11.5	9.0	12.5	12.0	12.5	42.0	46.0	50.6
(YoY)	14.3%	64.3%	61.8%	76.9%	12.5%	8.7%	9.1%	8.7%	53.8%	9.5%	10.1%
조제분유 외	285.7	283.6	300.0	286.3	287.8	289.1	305.5	291.3	1,155.7	1,173.7	1,191.3
(YoY)	-1.6%	-2.7%	-2.2%	-0.8%	0.7%	2.0%	1.8%	1.7%	-1.8%	1.6%	1.5%
매출총이익	85.8	93.6	97.4	90.3	88.7	96.0	99.4	92.3	367.0	376.4	385.6
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.5%	29.6%	29.4%	27.9%	28.2%	28.6%	28.9%
판매비	69.4	75.1	76.9	71.2	70.9	76.1	78.2	71.8	292.7	297.1	302.7
(판매비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	22.0%	23.5%	23.1%	21.7%	22.5%	22.6%	22.7%
영업이익	16.4	18.5	20.4	19.1	17.7	19.9	21.2	20.5	74.4	79.3	83.0
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	8.1%	7.7%	3.8%	7.5%	9.4%	6.7%	4.6%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.5%	6.1%	6.3%	6.2%	5.7%	6.0%	6.2%
별도기준	16.4	18.9	21.2	20.7	18.7	20.9	22.2	21.5	77.2	83.3	87.0
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	14.2%	10.2%	4.8%	3.8%	13.7%	7.9%	4.4%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	5.8%	6.4%	6.6%	6.5%	5.9%	6.3%	6.5%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	18.0	20.1	21.5	20.8	76.8	80.4	85.9
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	13.6	15.3	16.3	15.7	58.3	60.9	65.1
자배주순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	13.6	15.3	16.3	15.7	58.3	60.9	65.1
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	12.2%	-14.6%	-2.6%	35.8%	-73.5%	4.5%	6.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

매일유업 목표주가 변경 내역

EPS(원)	8,171	'19E EPS * 25% + '20E EPS * 75%
Targer PER(배)	15.0	통상 음식료 업종 PER 15 배 부여
목표주가(원)	123,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,315.2	1,334.6	1,354.8
매출원가	933.5	938.8	949.0	959.6
매출총이익	367.0	376.4	385.6	395.2
판매비	292.7	297.1	302.7	308.4
영업이익	74.4	79.3	83.0	86.8
EBITDA	101.4	107.5	111.1	114.9
영업외손익	2.4	1.1	3.0	5.0
이자수익	2.2	3.3	4.1	5.1
이자비용	3.2	2.5	1.3	0.2
외환관련이익	2.0	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.1	1.7	1.7	1.7
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	0.1	0.0	-0.1
법인세차감전이익	76.8	80.4	85.9	91.8
법인세비용	18.4	19.5	20.8	22.2
계속사업손손익	58.3	60.9	65.1	69.6
당기순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
지배주주순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
증감률 및 수익성 (%)				
매출액 증감률	NA	1.1	1.5	1.5
영업이익 증감률	NA	6.6	4.7	4.6
EBITDA 증감률	NA	6.0	3.3	3.4
지배주주순이익 증감률	NA	4.5	6.9	6.9
EPS 증감률	NA	3.2	6.9	6.9
매출총이익률(%)	28.2	28.6	28.9	29.2
영업이익률(%)	5.7	6.0	6.2	6.4
EBITDA Margin(%)	7.8	8.2	8.3	8.5
지배주주순이익률(%)	4.5	4.6	4.9	5.1

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	348.2	382.6	410.3	442.3
현금 및 현금성자산	64.1	98.0	121.7	149.7
단기금융자산	1.7	1.7	1.7	1.7
매출채권 및 기타채권	153.4	154.7	157.0	159.4
재고자산	111.3	110.5	112.2	113.8
기타유동자산	19.4	19.4	19.4	19.4
비유동자산	267.6	267.4	267.3	267.2
투자자산	7.4	7.4	7.4	7.4
유형자산	226.7	226.6	226.4	226.3
무형자산	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동자산	25.3	25.2	25.3	25.3
자산총계	615.7	650.1	677.6	709.5
유동부채	184.1	196.2	197.3	165.1
매입채무 및 기타채무	148.8	149.6	150.7	151.8
단기금융부채	22.2	33.5	33.5	0.3
기타유동부채	13.1	13.1	13.1	13.0
비유동부채	84.7	51.5	18.2	18.2
장기금융부채	72.7	39.5	6.2	6.2
기타비유동부채	12.0	12.0	12.0	12.0
부채총계	268.8	247.7	215.5	183.4
지배지분	347.0	402.4	462.1	526.2
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	256.8	256.8	256.8
기타자본	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타포괄손익누계액	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	89.7	145.1	204.8	268.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	402.4	462.1	526.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	60.6	89.3	90.4	94.7
당기순이익	58.3	60.9	65.1	69.6
비현금항목의 가감	42.5	46.7	46.1	45.5
유형자산감가상각비	25.3	28.1	28.1	28.1
무형자산감가상각비	1.8	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	18.6	18.0	17.4
영업활동자산부채증감	-21.7	0.2	-2.9	-3.0
매출채권및기타채권의감소	10.7	-1.3	-2.3	-2.4
재고자산의감소	-9.2	0.8	-1.6	-1.7
매입채무및기타채무의증가	-17.5	0.8	1.1	1.1
기타	-5.7	-0.1	-0.1	0.0
기타현금흐름	-18.5	-18.5	-17.9	-17.4
투자활동 현금흐름	-25.4	-28.0	-28.0	-28.0
유형자산의 취득	-27.7	-28.0	-28.0	-28.0
유형자산의 처분	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-1.7	0.0	0.0	0.0
기타	12.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-7.7	-27.4	-38.7	-38.7
차입금의 증가(감소)	-4.6	-21.9	-33.2	-33.2
자본금, 자본잉여금	7.9	0.0	0.0	0.0
증가(감소)				
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.4	-5.5	-5.5	-5.5
기타	-7.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	33.9	23.7	28.0
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	98.0	121.7
기말현금 및 현금성자산	64.1	98.0	121.7	149.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)				
EPS	7,530	7,769	8,305	8,875
BPS	44,235	51,304	58,909	67,084
CFPS	13,018	13,727	14,188	14,674
DPS	700	700	700	700
주가배수(배)				
PER	10.5	11.3	10.6	9.9
PER(최고)	13.6	11.7		
PER(최저)	8.2	9.8		
PBR	1.78	1.72	1.49	1.31
PBR(최고)	2.32	1.77		
PBR(최저)	1.40	1.49		
PSR	0.47	0.52	0.52	0.51
PCFR	6.1	6.4	6.2	6.0
EV/EBITDA	6.4	6.2	5.5	4.7
주요비율(%)				
배당성향(% ,보통주, 현금)	9.4	9.0	8.4	7.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	9.5	9.6	9.8	10.0
ROE	16.8	16.3	15.1	14.1
ROIC	14.9	15.8	16.5	17.1
매출채권회전율	17.0	8.5	8.6	8.6
재고자산회전율	23.4	11.9	12.0	12.0
부채비율	77.5	61.5	46.6	34.8
순차입금비율	8.4	-6.6	-18.1	-27.5
이자보상배율, 현금)	23.2	32.1	61.7	394.1
총차입금	94.9	73.0	39.8	6.5
순차입금	29.1	-26.7	-83.6	-144.9
NOPLAT	101.4	107.5	111.1	114.9
FCF	32.9	60.5	60.2	62.9