Company Note
2012. 11.15

매일유업(005990)

BUY / TP 45,000원

높은 기대를 뛰어넘는 실적

Analyst 정혜승
02) 3787-2461
hyeseung.chung@hmcib.com

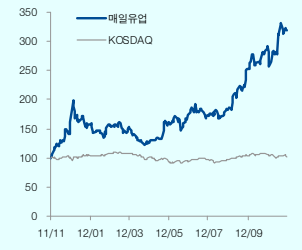
현재주가 (11/14)	36,100원
상승여력	24.7%
시가총액	484십억원
발행주식수	13,400천주
자본금/액면가	7십억원/500원
52주 최고가/최저가	37,600원/11,050원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인지분율	5.28%
주요주주	김정완외9인40.34%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.9	72.7	105.7
상대주가(%p)	20.1	65.0	99.7

당사추정 EPS	1,731원
컨센서스 EPS	1,618원
컨센서스 목표주가	36,850원

※ K-IFRS 별도 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 3Q Review- 시장 기대치를 상회하는 호실적으로 실적의 신뢰성 회복
- 매출 1조, OPM 1%p 개선의 드라마틱한 이익 성장률
- Buy 투자의견 유지 및 목표주가 45,000원으로 상향

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	910	19	22	52	1,604	17.1	10.2	0.8	6.5	8.4
2011	944	16	5	47	336	-79.0	54.5	0.9	8.1	1.7
2012F	1,046	35	23	71	1,731	414.5	20.9	1.6	8.6	8.1
2013F	1,099	48	34	77	2,530	45.8	14.3	1.5	7.7	10.8
2014F	1,153	60	45	86	3,373	33.3	10.7	1.3	6.6	12.9

** 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 별도 기준*

3Q Review- 시장 기대치를 상회하는 호실적으로 실적의 신뢰성 회복

3분기 매일유업은 별도기준 매출액 2,627억원(+14.5% YoY), 영업이익 114억원(+143.0% YoY, OPM 4.3%)으로 컨센서스를 10.6% 상회하는 호실적을 기록했다. 특히 고수익 카테고리(조제분유, 프리미엄 우유, 커피)의 물량 성장 지속으로 Product mix 개선이 가속화되는 모습이 긍정적이다. 1) 분유부문(+37% YoY)은 조제분유 디스카운트 축소에도 점유율이 31%(3Q 말)를 유지해 정상 마진을 회복했고, 2) 시유부문 역시 가격인상(+9.5%) 효과와 더불어 신제품(매일좋은우유) 및 저지방 우유 등 프리미엄 제품의 수요 증가(매출 기준 +20% YoY)로 +16.1%(YoY)의 높은 성장률을 기록했으며, 3) 음료/기타 부문의 경우 가격인상(+8%) 및 바리스타 수요 증가에 따른 커피 고성장(+15% YoY)으로 매출성장률은 +14.5%(YoY)를 기록했다. 다만 상반기 공격적 마케팅으로 매출 고성장이 예상되었던 발효유 부문(+5.6% YoY)은 기대에 미치지 못하는 모습이다. 이처럼 고수익 카테고리 위주의 실적 성장으로 연간 매출액 1조 459억원(+10.7% YoY), 영업이익 324억원(OPM 3.4%, +111.3% YoY)의 의미있는 턴어라운드가 예상된다. 높은 기대를 받고 있는 중국 분유 수출 역시 매출 비중(1.4%) 대비 높은 이익 기여(4.6%)로 매출 고성장에 따른 밸류에이션 확대 추세는 지속될 전망이다.

매출 1조, OPM 1%p 개선의 드라마틱한 이익 성장률- TP 45,000원으로 상향

매일유업에 대한 6개월 목표주가를 46,000원으로 상향하며 24.7%의 상승여력으로 Buy 투자의견을 유지한다. 목표주가는 12mth. Forward EPS(연결 기준)에 Target multiple 15.5배(업종 평균 PER 15% 할인)를 적용해 산정했다. 동사의 주가는 지난 6개월 시장수익률을 99.7%p 상회했다. 초기단계인 해외성장에 대한 기대감이 빠르게 반영되고 있어 단기 밸류에이션 부담(13년 예상 기준 PER 12.1배)은 상존한다. 하지만 동사는 1) 고수익 카테고리 위주의 Product mix 개선, 2) 적자 사업인 외식부문의 효율화 작업 등으로 수익성 확대의 가시성이 높다. OPM 1%p 개선 만으로도 13년 38%(YoY)의 이익성장률이 예상되는 만큼 동사에 대한 지속적인 관심이 필요하다는 판단이다. 더불어 12년 말 해외사업에 대한 구체적 전략(유통채널 확대 여부, 수출 카테고리 확장)이 가시화될 것으로 예상되고, 자회사 제로투세븐의 IPO 가능성 등 장기 성장성 및 펀더멘털 개선 가능성이 부각되는 시점이다.

HYUNDAI MOTOR GROUP HMC 투자증권

〈표1〉 2012년 3분기 매일유업 실적 Review(IFRS 별도기준)

(십억원)	3Q12P	YoY		QoQ		당사 전망치		Consensus	
		3Q11	% chg.	2Q12	% chg.	3Q12	Diff.	3Q12	Diff.
매출액	267.6	233.7	14.5%	255.3	4.8%	260.1	2.9%	267.6	0.0%
영업이익(기존 IFRS 기준)	12.1	6.1	99.9%	4.8	150.1%	9.6	26.4%	11.0	10.2%
영업이익(GP-SG&A)	11.4	4.7	143.0%	5.1	121.8%	10.7	6.8%	10.3	10.6%
당기순이익	7.9	3.6	119.5%	3.4	133.7%	6.3	24.8%	7.7	2.6%
영업이익률(기존 IFRS 기준)	4.5%	2.6%		1.9%		3.7%		4.1%	
영업이익률(GP-SG&A)	4.3%	2.0%		2.0%		4.1%		3.8%	
순이익	3.0%	1.5%		1.3%		2.4%		2.9%	

주. 3분기 회계기준: 기타수익, 기타비용을 영업이익 하단으로 옮겨 종전 K-GAAP 기준 영업이익(GP-SG&A)이 IFRS 발표 영업이익으로 변경됨
자료: 매일유업, FnGuide, HMC투자증권

〈표2〉 매일유업 수익추정 변경

(십억원)	FY12 New	FY12 Old	Chg (%)	FY13 New	FY13 Old	Chg (%)
매출액	1,045.9	1,036.8	0.9	1,098.5	1,089.0	0.9
영업이익	32.4	31.8	2.0	44.8	42.6	5.2
당기순이익	23.2	20.1	15.6	33.9	28.6	18.3
당기순이익(지분법손익반영기준시)	27.6	24.5	12.8	40.2	34.9	15.0

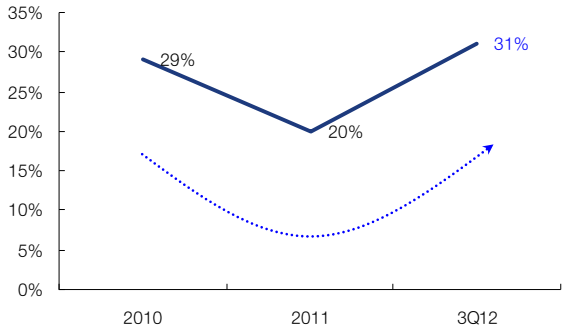
자료: 매일유업, HMC투자증권

〈표3〉 매일유업 수익추정의 기본 가정 및 분기실적 전망

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F
부문별매출											
분유	34.6	21.1	22.2	23.9	26.9	28.0	30.5	38.0	101.8	123.4	136.9
시유	65.4	72.0	68.2	73.1	74.5	79.5	79.2	76.1	278.7	309.2	321.6
발효유	25.4	26.0	24.8	23.3	24.9	28.6	26.2	25.1	99.5	104.9	108.0
치즈	27.0	24.0	24.0	24.0	22.0	23.0	25.0	24.7	99.0	94.7	97.6
음료 및 기타	85.5	86.3	94.5	98.9	106.9	96.2	106.7	103.9	365.3	413.7	434.4
합계	238.0	229.5	233.7	243.2	255.2	255.3	267.6	267.8	944.4	1,045.9	1,098.5
YoY											
분유	6.2%	-32.5%	-37.0%	-33.6%	-22.3%	32.6%	37.5%	59.0%	-24.6%	21.2%	10.9%
시유	0.6%	5.6%	-3.6%	7.5%	13.9%	10.3%	16.1%	4.0%	2.5%	10.9%	4.0%
발효유	2.6%	-12.4%	-11.3%	-8.6%	-2.0%	10.0%	5.6%	8.0%	-7.8%	5.4%	3.0%
치즈	4.4%	-5.9%	-11.1%	-11.1%	-18.5%	-4.2%	4.2%	3.0%	-6.0%	-4.3%	3.0%
음료 및 기타	18.1%	20.9%	15.1%	11.1%	25.0%	11.5%	12.9%	5.0%	16.0%	13.3%	5.0%
합계	7.8%	1.5%	-3.8%	-0.9%	7.2%	11.2%	14.5%	10.1%	1.0%	10.7%	5.0%
COST											
원유(원/리터)	918	905	962	1,054	1,054	1,040	979	1,040	960	1,028	1,040
YoY	1.8%	0.9%	15.8%	11.7%	14.9%	14.9%	1.7%	-1.3%	7.4%	7.1%	1.1%
치즈수입가격(원/Kg)	4,971	4,918	5,232	5,629	5,551	5,365	5,118	5,167	5,186	5,300	5,070
YoY	14.2%	-3.9%	1.6%	12.4%	11.7%	9.1%	-2.2%	-8.2%	5.7%	2.2%	-4.3%
원/달러 환율(평균)	1,120	1,083	1,085	1,144	1,131	1,152	1,130	1,129	1,108	1,136	1,101
YoY	-2.1%	-7.0%	-8.3%	1.0%	1.0%	6.3%	4.1%	-1.3%	-4.3%	2.4%	-3.2%
Earnings											
매출액	238.0	229.5	233.7	243.2	255.2	255.3	267.6	267.8	944.4	1,045.9	1,098.5
영업이익	6.0	0.1	4.7	4.6	5.5	5.1	11.4	10.5	15.3	32.4	44.8
순이익	2.4	-5.7	3.6	4.2	3.7	3.4	7.9	8.2	4.5	23.2	33.9
YoY											
매출액	22.1%	1.5%	-3.8%	-0.9%	7.2%	11.2%	14.5%	10.1%	3.8%	10.7%	5.0%
영업이익	-24.0%	-98.0%	-35.3%	흑전	-8.8%	5615.1%	143.0%	128.0%	-19.8%	111.3%	38.0%
순이익	-71.2%	적전	-37.5%	2354.9%	53.9%	흑전	118.8%	96.9%	-79.0%	414.5%	45.8%
Margin(%)											
영업이익률	2.5%	0.0%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%	4.3%	3.9%	1.6%	3.1%	4.1%
세전이익	2.2%	-1.6%	2.1%	1.6%	2.1%	1.5%	4.1%	3.9%	1.1%	2.9%	4.1%
순이익률	1.0%	-2.5%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	2.9%	3.1%	0.5%	2.2%	3.1%

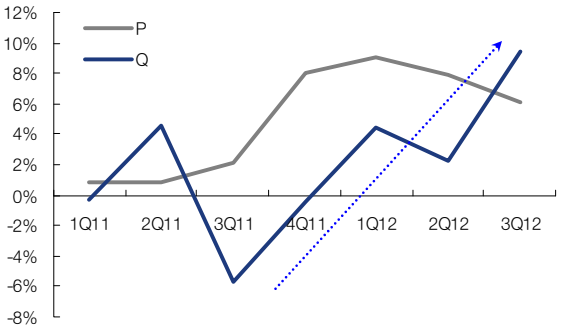
자료: 매일유업, HMC투자증권

〈그림1〉 조제분유 점유율 추이



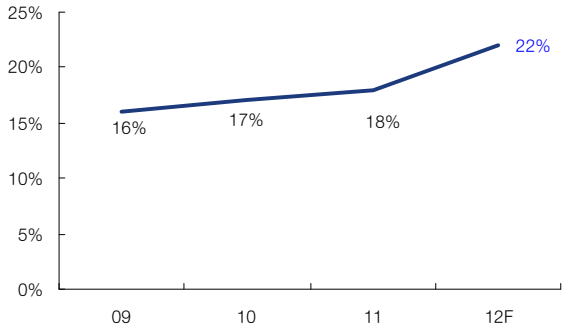
자료 : 매일유업, HMC투자증권

〈그림2〉 시유부문 프리미엄 제품이 견인하는 물량성장



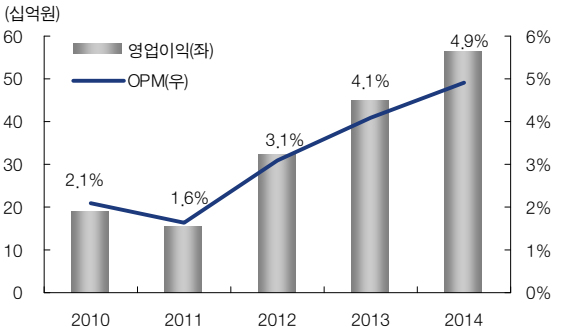
자료 : 매일유업, HMC투자증권

〈그림3〉 전사 프리미엄 제품 비중 추이 및 전망



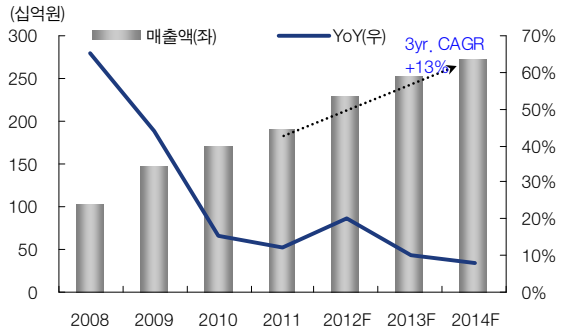
자료 : 매일유업, HMC투자증권

〈그림4〉 수익성 개선의 높은 가시성



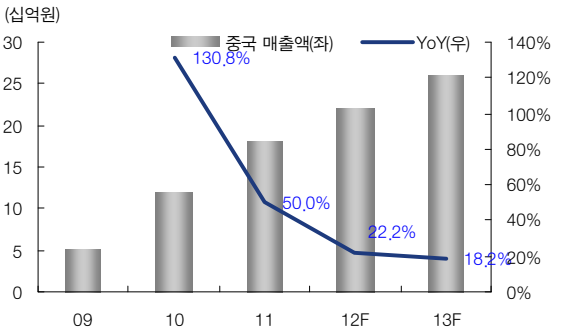
자료 : 매일유업, HMC투자증권

〈그림5〉 제로투세븐 고성장(12년 +20%) 지속될 전망



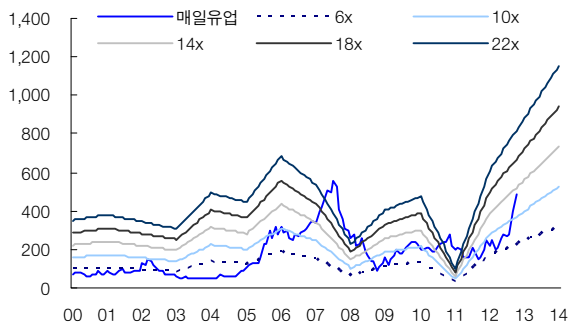
자료 : 매일유업, HMC투자증권

〈그림6〉 영도칠무역유한공사 매출 고성장 지속 전망



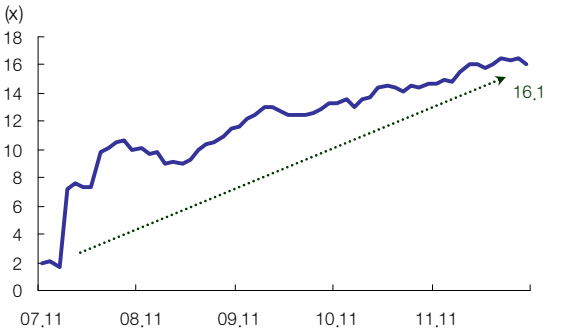
자료 : 매일유업, HMC투자증권

〈그림7〉 매일유업 Historical PER Band



자료 : HMC투자증권

〈그림8〉 Global 유가공 Peers PER Trend



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	910	944	1,046	1,099	1,153
증가율 (%)	9.0	3.8	10.7	5.0	4.9
매출원가	661	686	752	780	817
매출원가율 (%)	72.7	72.6	71.9	71.0	70.8
매출총이익	248	258	294	318	336
매출이익률 (%)	27.3	27.4	28.1	29.0	29.2
증가율 (%)	7.3	4.2	13.9	8.2	5.6
판매관리비	229	243	262	274	280
조정영업이익 (GP-SG&A)	19	15	32	45	57
조정영업이익률 (%)	2.1	1.6	3.1	4.1	4.9
증가율 (%)	-29.5	-19.9	111.8	38.3	26.1
기타영업손익	0	0	3	4	4
EBITDA	52	47	71	77	86
EBITDA 이익률 (%)	5.7	5.0	6.8	7.0	7.4
증가율 (%)	-5.7	-8.9	51.3	8.9	10.9
영업이익	19	16	35	48	60
영업이익률 (%)	2.1	1.6	3.4	4.4	5.2
증가율 (%)	-29.5	-18.8	127.7	37.1	24.8
금융손익	-4	-5	-5	-4	-1
기타영업외손익	6	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	4	0	0	0	0
세전계속사업이익	25	11	31	45	60
세전계속사업이익률 (%)	2.7	1.1	2.9	4.1	5.2
증가율 (%)	16.4	-57.8	192.4	45.6	33.3
법인세비용	3	6	7	11	14
계속사업이익	22	5	23	34	45
당기순이익	22	5	23	34	45
당기순이익률 (%)	2.4	0.5	2.2	3.1	3.9
증가율 (%)	16.8	-79.1	415.6	46.1	33.3
지배주주지분 순이익	22	5	23	34	45
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	0	0	0
총포괄이익	0	2	23	34	45

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	221	260	258	286	323
현금성자산	12	19	6	22	45
단기투자자산	2	9	9	10	10
매출채권	110	111	122	128	135
재고자산	91	117	115	121	127
기타유동자산	6	5	5	5	6
비유동자산	314	335	341	353	369
유형자산	214	220	217	220	227
무형자산	0	4	4	4	4
투자자산	59	77	87	96	106
기타비유동자산	41	33	34	33	34
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	535	595	599	640	692
유동부채	232	222	192	194	192
단기차입금	43	83	35	30	30
매입채무	73	85	88	92	97
유동성장기부채	65	2	12	12	2
기타유동부채	50	52	57	60	63
비유동부채	35	98	110	116	127
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	23	30	40	45	55
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	19	21	22	23
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	267	320	302	310	319
지배주주지분	268	275	297	329	373
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56	56
자본조정 등	-10	-12	-12	-12	-12
기타포괄이익누계액	-2	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	217	228	250	282	326
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	268	275	297	329	373

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	20	15	58	59	66
당기순이익	22	5	23	34	45
유형자산 상각비	32	32	36	29	25
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-33	-27	0	-4	-4
기타	0	7	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-35	-39	-43	-41	-42
투자자산의 감소(증가)	23	-18	-10	-9	-10
유형자산의 감소	4	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-38	-28	-32	-32	-32
기타	-24	5	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-3	31	-30	-2	-2
차입금의 증가(감소)	-11	7	10	5	10
사채의증가(감소)	-40	50	0	0	0
자본의 증가	-2	0	0	0	0
배당금	-2	-2	-2	-2	-2
기타	52	-24	-38	-5	-10
기타현금흐름	8	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-10	7	-14	16	23
기초현금	22	12	19	6	22
기말현금	12	19	6	22	45

(단위: 원,배,%)

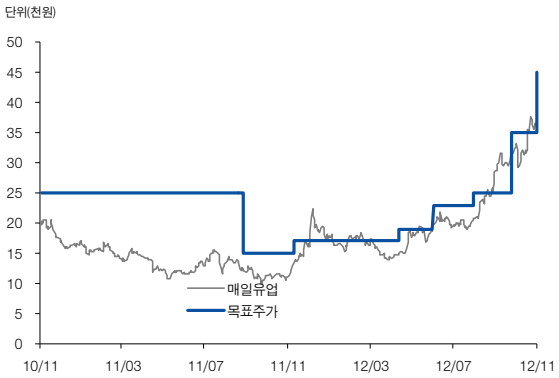
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	1,604	336	1,731	2,530	3,373
EPS(지배순이익 기준)	1,604	336	1,731	2,530	3,373
BPS(자본총계 기준)	19,955	20,269	21,896	24,321	27,575
BPS(지배지분 기준)	19,955	20,269	21,896	24,321	27,575
DPS	125	125	125	125	125
PER(당기순이익 기준)	10.2	54.5	20.9	14.3	10.7
PER(지배순이익 기준)	10.2	54.5	20.9	14.3	10.7
PBR(자본총계 기준)	0.8	0.9	1.6	1.5	1.3
PBR(지배지분 기준)	0.8	0.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(Reported)	6.5	8.1	8.6	7.7	6.6
배당수익률	0.8	0.7	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	17.1	-79.0	414.5	45.8	33.3
EPS(지배순이익 기준)	17.1	-79.0	414.5	45.8	33.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.4	1.7	8.1	10.8	12.9
ROE(지배순이익 기준)	8.4	1.7	8.1	10.8	12.9
ROA	4.2	0.8	3.9	5.5	6.8
안정성 (%)					
부채비율	99.7	116.2	101.6	94.2	85.5
순차입금비율	43.7	49.8	41.0	31.9	21.9
이자보상배율	3.1	2.1	4.7	7.1	8.9

** 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 별도 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
10/11/22	BUY	25,000			
11/09/09	BUY	15,000			
11/11/23	BUY	17,000			
11/12/22	HOLD	17,000			
12/04/25	BUY	19,000			
12/06/15	BUY	23,000			
12/07/18	BUY	23,000			
12/08/14	BUY	25,000			
12/10/09	BUY	35,000			
12/10/29	BUY	35,000			
12/11/15	BUY	45,000			

▶ 최근 2년간 매일유업 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.