

매일유업(005990)

BUY / TP 50,000원

이익 고성장 지속될 전망

Analyst 정혜승

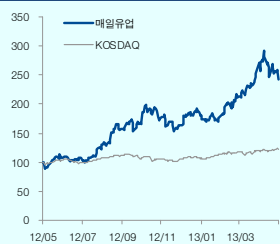
02) 3787-2461

hyeseung.chung@hmcib.com

현재주가 (5/30)	46,050원
상승여력	8.6%
시가총액	617십억원
발행주식수	13,400천주
자본금/액면가	7십억원/500원
52주 최고가/최저가	55,300원/16,800원
일평균 거래대금 (60일)	8십억원
	11.02%
외국인지분율	김정민 외 9인
주요주주	39.55%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-10.9 35.8 35.8
상대주가(%)	-13.6 25.3 16.7
당사추정 EPS	2,216원
컨센서스 EPS	2,339원
컨센서스 목표주가	53,863원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 1Q13 Review: 할인점 규제 및 시류 판촉 강화로 예상 대비 부진한 실적 발표
- 13년 연결 Sales 1조 4,061억원(+31.1% YoY), OP 403억원(+51.8% YoY) 예상
- Buy 및 목표주가 50,000원 유지: 국내/해외 이익개선에 대한 긍정적 관점 유지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	944	16	5	48	336	-79.0	54.5	0.9	8.0	1.7
2012	1,052	30	16	61	1,209	257.7	25.8	1.4	8.5	5.6
2013F	1,136	40	30	75	2,216	83.8	20.8	1.9	10.6	9.5
2014F	1,237	49	40	78	2,948	33.2	15.6	1.7	9.9	11.5
2015F	1,348	58	48	84	3,612	22.5	12.7	1.5	9.1	12.5

* 2011~2015F은 K-IFRS 별도 기준

1Q13 Review: 할인점 규제 및 시류 판촉 강화로 예상 대비 부진한 실적 발표

매일유업은 1분기 별도 매출액 2,782억원(+9.0% YoY), 영업이익 75억원(+33.4% YoY, OPM 2.7%(+0.5%p))으로 컨센서스를 25.9% 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 이는 1) 할인점 영업일 제한, 2) 시류 경쟁사 프로모션 대응 등에 따른 수익성 악화에 기인한다. 하지만 분유 매출 기저 효과(YoY)와 가격인상, 중국 수출 확대(110억원) 등으로 고수익 제품인 분유 매출액이 +51%(YoY) 증가하며 전사 매출 성장을 견인했다는 점은 긍정적이다. 한편 제로투세븐은 의류 부문이 경기 둔화 및 할인점 영업제한으로 3.8%(YoY)의 매출 감소를 보였으나, 유통(+41.5% YoY) 및 중국의 고성장(+37% YoY)으로 14.5%(YoY)의 매출 성장을 시현했다. 따라서 동사의 연결 기준 1분기 매출액은 3,342억원(+27.8% YoY), 영업이익 80억원(+59.1% YoY)으로 중국 매출 비중은 5.0%까지 확대되었다.

13년 연결 Sales 1조 4,061억원(+31.1% YoY), OP 403억원(+51.8% YoY) 예상

동사는 1) 고수익 제품 비중 확대, 2) 해외 성장(13년 중국 분유 300억원 +100% YoY 예상), 3) 부실 계열사 효율화를 통한 적자 축소 등으로 13년 연결 매출액 1조 4,061억원(+31.1%YoY), 영업이익 403억원(+51.8% YoY, OPM 2.9%)의 실적이 예상된다. 13년 연결 이익성장률이 별도(+33.2% YoY) 대비 다소 높지만, 이는 12년 제로투세븐 연결 미반영에 따른 기저효과 때문이다. 13년 제로투세븐은 중국 Mamas&Papas 런칭으로 수익성 둔화(OPM -0.6%p)가 예상되나 장기 성장동력 확보 측면에서 긍정적이다. 현 추세대로라면 13년 연결기준 중국(분유+유아동복)의 매출 기여도는 4.2%로 예상되며, 이익 기여도는 14.7%까지 확대될 전망이다.

Buy 및 목표주가 50,000원 유지: 국내/해외 이익개선에 대한 긍정적 관점 유지

동사의 주가는 최근 1개월 10.9% 하락하며 시장수익률을 13.6%p 하회했다. 이는 단기 주가 급등에 따른 밸류에이션 부담 및 1분기 실적 둔화 우려 등에 따른 것으로 분석된다. 현 주가 기준 13년 예상 PER은 18.9배(연결 기준)로 여전히 밸류에이션 부담은 상존하며, 분기 실적 실망감에 따른 추가 조정 가능성도 배제할 수 없다. 하지만 수익구조 개선 및 해외 이익기여 확대를 통해 3년 연평균 25.0%로 예상되는 이익 성장세 및 해외 모멘텀을 감안할 때 장기 투자 매력은 여전하다는 판단이다.

〈표1〉 2013년 1분기 매일유업 실적 Review(IFRS 별도기준)

(십억원)	1Q13	YoY		QoQ		당사 전망치		Consensus	
		1Q12	% chg.	4Q12	% chg.	1Q13	Diff.	1Q13	Diff.
매출액	278.2	255.2	9.0%	274.3	1.5%	282.3	-1.4%	276.1	0.8%
영업이익	7.5	5.6	33.4%	7.7	-3.2%	10.2	-26.6%	10.1	-25.9%
당기순이익	6.6	3.7	74.9%	1.2	451.0%	7.5	-12.8%	7.2	-8.9%
영업이익률	2.7%	2.2%		2.8%		3.6%		3.7%	
순이익	2.4%	1.5%		0.4%		2.7%		2.6%	

자료: 매일유업, FnGuide, HMC투자증권

〈표2〉 매일유업 수익추정 변경(IFRS 별도기준)

(십억원)	FY13 New	FY13 Old	Chg (%)	FY14 New	FY14 Old	Chg (%)
매출액	1,135.8	1,151.6	-1.4	1,237.2	1,260.4	-1.8
영업이익	39.8	40.6	-2.0	49.3	52.4	-5.9
당기순이익	29.7	29.6	0.3	39.5	41.2	-4.0
자배주주식순이익연결	32.6	32.9	-0.8	45.5	47.2	-3.7

자료: 매일유업, HMC투자증권

〈표3〉 매일유업 수익추정의 기본 가정 및 분기실적 전망(별도)

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
부문별매출											
분유	26.9	28.0	30.5	34.9	40.7	32.8	33.6	23.3	116.8	130.3	134.9
시유	74.5	79.5	79.2	75.7	71.8	88.3	86.3	82.6	308.8	329.0	362.2
발효유	24.9	28.6	26.2	24.0	24.0	31.3	28.7	26.2	103.7	110.1	122.7
치즈	22.0	23.0	25.0	25.0	28.0	23.7	25.8	25.8	95.0	103.2	107.8
음료 및 기타	106.9	96.2	106.7	114.7	113.9	105.8	117.4	126.2	427.9	463.2	509.6
합계	255.2	255.3	267.6	274.3	278.2	281.8	291.8	284.0	1,052.3	1,135.8	1,237.2
YoY											
분유	-22.3%	32.6%	37.5%	45.7%	51.0%	17.1%	10.4%	-33.3%	14.7%	11.6%	3.5%
시유	13.9%	10.3%	16.1%	3.5%	-3.7%	11.1%	9.1%	9.1%	10.8%	6.5%	10.1%
발효유	-2.0%	10.0%	5.6%	3.0%	-3.7%	9.3%	9.3%	9.3%	4.2%	6.2%	11.4%
치즈	-18.5%	-4.2%	4.2%	4.2%	27.3%	3.0%	3.0%	3.0%	-4.0%	8.6%	4.5%
음료 및 기타	25.0%	11.5%	12.9%	16.0%	6.5%	10.0%	10.0%	10.0%	17.2%	8.2%	10.0%
합계	7.2%	11.2%	14.5%	12.7%	9.0%	10.4%	9.0%	3.5%	11.4%	7.9%	8.9%
COST											
원유원료	1,054	1,040	934	1,141	1,051	1,051	1,051	1,051	1,042	1,051	1,051
YoY	14.9%	14.9%	-3.0%	8.3%	-0.3%	1.1%	12.6%	-7.9%	8.6%	0.9%	0.0%
치즈수입가격(₩/kg)	5,551	5,365	5,132	4,938	5,062	5,076	4,914	4,846	5,247	4,976	4,877
YoY	11.7%	9.1%	-1.9%	-12.3%	-8.8%	-5.4%	-4.2%	-1.9%	1.2%	-5.2%	-2.0%
원/달러 환율(평균)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,086	1,090	1,085	1,070	1,127	1,083	1,062
YoY	1.0%	6.3%	4.4%	-4.7%	-4.0%	-5.4%	-4.2%	-1.9%	1.7%	-4.1%	-2.0%
Earnings											
매출액	255.2	255.3	267.6	274.3	278.2	281.8	291.8	284.0	1,052.3	1,135.8	1,237.2
영업이익	5.6	5.1	11.4	7.7	7.5	9.6	13.3	9.4	29.9	39.8	49.3
순이익	3.7	3.4	7.8	1.2	6.6	7.1	9.6	6.4	16.2	29.7	39.5
YoY											
매출액	7.2%	11.2%	14.5%	12.7%	9.0%	10.4%	9.0%	3.5%	11.4%	7.9%	8.9%
영업이익	-6.3%	5615.1%	143.0%	40.9%	33.4%	87.9%	16.4%	21.5%	83.8%	33.2%	24.1%
순이익	53.9%	-159.3%	117.8%	-71.5%	74.9%	109.5%	22.7%	440.7%	257.7%	83.8%	33.2%
Margin(%)											
영업이익률	2.2%	2.0%	4.3%	2.8%	2.7%	3.4%	4.5%	3.3%	2.8%	3.5%	4.0%
세전이익	2.1%	1.5%	4.1%	0.9%	3.1%	3.3%	4.3%	3.0%	2.1%	3.4%	4.2%
순이익률	1.5%	1.3%	2.9%	0.4%	2.4%	2.5%	3.3%	2.3%	1.5%	2.6%	3.2%

자료: 매일유업, HMC투자증권

〈표4〉 매일유업 부문별 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

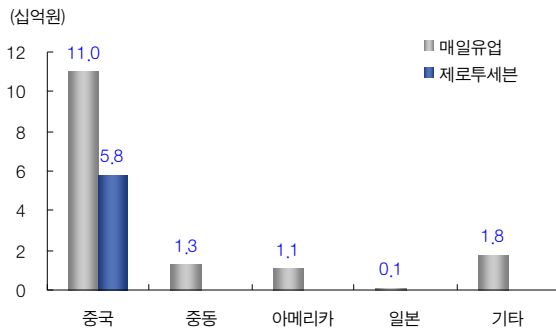
	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	334.2	346.6	361.3	364.1	1,072.3	1,406.1	1,528.9	1,663.2
본사	278.2	281.8	291.8	284.0	1,052.3	1,135.8	1,237.2	1,348.3
제로투세븐	62.8	70.0	75.0	84.0	247.2	291.7	315.0	340.2
기타 및 조정	-6.8	-5.3	-5.5	-3.8	20.0	-21.4	-23.3	-25.3
매출액(YoY)	27.8%				9.9%	31.1%	8.7%	8.8%
본사	9.0%				11.4%	7.9%	8.9%	9.0%
제로투세븐	14.5%				20.5%	18.0%	8.0%	8.0%
영업이익	8.0	9.7	12.2	10.3	26.6	40.3	53.5	66.4
본사	7.5	9.6	13.3	9.4	29.9	39.8	49.3	58.3
제로투세븐	1.3	2.1	4.0	5.2	12.2	12.5	14.2	17.0
기타 및 조정	-0.7	-2.0	-5.0	-4.3	-15.5	-12.0	-10.0	-8.9
영업이익(YoY)	59.1%				90.5%	51.8%	32.7%	24.1%
본사	33.4%				83.8%	33.2%	24.1%	18.1%
제로투세븐	26.8%				-2.9%	2.7%	13.0%	20.0%
영업이익률	2.4%	2.8%	3.4%	2.8%	2.5%	2.9%	3.5%	4.0%
본사	2.7%	3.4%	4.5%	3.3%	2.8%	3.5%	4.0%	4.3%
제로투세븐	2.0%	3.0%	5.3%	6.2%	4.9%	4.3%	4.5%	5.0%
순이익	6.2	7.2	10.2	11.8	20.6	35.4	51.1	61.5
본사	6.6	7.1	9.6	6.4	16.2	29.7	39.5	48.4
제로투세븐	1.1	1.8	2.9	3.1	8.5	8.8	12.6	13.6
기타 및 조정	-1.4	-1.6	-2.3	2.3	-4.1	-3.0	-1.0	-0.6
순이익률	1.9%	2.1%	2.8%	3.3%	1.9%	2.5%	3.3%	3.7%
본사	2.4%	2.5%	3.3%	2.3%	1.5%	2.6%	3.2%	3.6%
제로투세븐	1.7%	2.5%	3.8%	3.7%	3.4%	3.0%	4.0%	4.0%
지배주주귀속순이익	5.7	6.6	9.3	11.0	21.3	32.6	45.5	55.2

주1. 제로투세븐 2013년부터 연결대상으로 편입(연결 YoY 기저효과 발생)

주2. 2012년 2~4분기 연결실적 부재로 YoY Growth 산출 불가

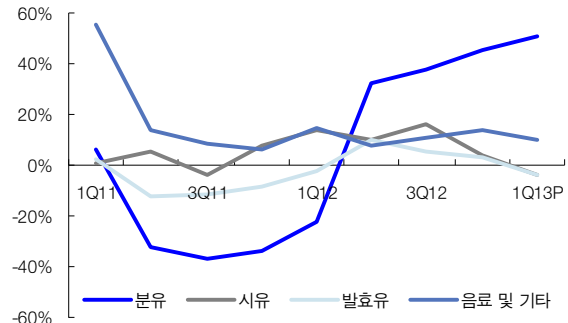
자료: 매일유업, HMC투자증권

〈그림1〉 1분기 지역별 매출 동향



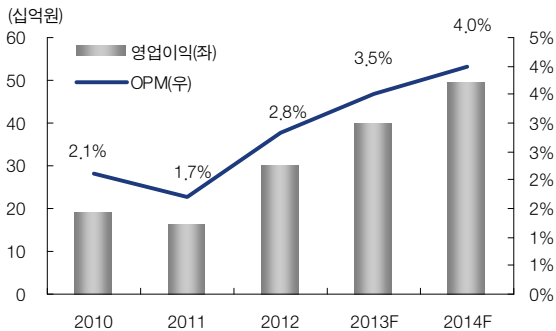
자료: 매일유업, HMC투자증권

〈그림2〉 부문별 매출 추이(YoY)



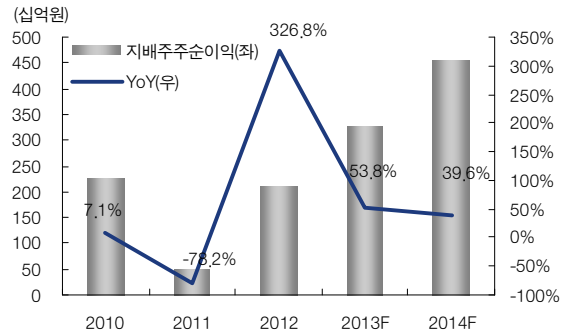
자료: 매일유업, HMC투자증권

〈그림3〉 연간 수익성 개선 추이 및 전망



자료: 매일유업, HMC투자증권

〈그림4〉 연결 지배주주순이익 고성장 지속 전망



자료: 매일유업, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	944	1,052	1,136	1,237	1,348
증가율 (%)	3.8	11.4	7.9	8.9	9.0
매출원가	686	767	823	888	958
매출원가율 (%)	72.6	72.9	72.5	71.8	71.1
매출총이익	258	286	313	349	390
매출이익률 (%)	27.4	27.1	27.5	28.2	28.9
증가율 (%)	4.2	10.5	9.5	11.6	11.7
판매관리비	242	256	273	300	332
판매비율(%)	25.6	24.3	24.0	24.2	24.6
EBITDA	48	61	75	78	84
EBITDA 이익률 (%)	5.1	5.7	6.6	6.3	6.2
증가율 (%)	-7.4	26.6	23.3	4.7	7.0
영업이익	16	30	40	49	58
영업이익률 (%)	1.7	2.8	3.5	4.0	4.3
증가율 (%)	-15.2	84.6	33.1	23.9	18.3
영업외손익	-6	-7	-1	3	6
금융수익	3	3	3	4	5
금융비용	8	7	6	6	6
기타영업외손익	-1	-3	2	5	6
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	11	23	39	52	64
세전계속사업이익률 (%)	1.1	2.1	3.5	4.2	4.7
증가율 (%)	-57.8	114.3	74.2	33.2	22.4
법인세비용	6	6	10	13	16
계속사업이익	5	16	30	40	48
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	16	30	40	48
당기순이익률 (%)	0.5	1.5	2.6	3.2	3.6
증가율 (%)	-79.1	260.0	83.3	33.0	22.5
지배주주지분 순이익	5	16	30	40	48
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	2	0	0	0
총포괄이익	2	18	30	40	48

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	15	62	58	62	63
당기순이익	5	16	30	40	48
유형자산 상각비	32	31	35	29	25
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-30	1	-6	-6	-10
기타	10	14	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-39	-26	-47	-45	-46
투자자산의 감소(증가)	-18	-1	-12	-10	-11
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-20	-35	-34	-33
기타	5	-6	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	31	-23	-20	-2	-2
차입금의 증가(감소)	7	2	5	10	0
사채의증가(감소)	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	3	0	0	0
배당금	-2	-2	-2	-2	-2
기타	-24	-27	-23	-10	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	7	12	-9	15	16
기초현금	12	19	31	23	38
기말현금	19	31	23	38	54

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	260	282	291	330	376
현금성자산	19	31	23	38	54
단기투자자산	9	11	12	13	14
매출채권	111	123	126	138	153
재고자산	117	109	122	133	145
기타유동자산	5	7	8	9	9
비유동자산	335	328	339	354	374
유형자산	220	213	213	218	226
무형자산	4	5	5	5	5
투자자산	77	78	90	100	111
기타비유동자산	33	31	31	31	31
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	595	610	630	685	750
유동부채	222	210	195	200	216
단기차입금	83	53	30	30	30
매입채무	85	92	95	104	113
유동성장기부채	2	4	4	-7	-7
기타유동부채	52	62	67	73	79
비유동부채	98	102	109	121	123
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	30	30	35	45	45
장기금융부채 (리스포함)	0	2	2	2	2
기타비유동부채	19	21	22	24	26
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	320	312	304	321	339
자본주주지분	275	298	326	364	411
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	59	59	59	59
자본조정 등	-12	-9	-9	-9	-9
기타포괄이익누계액	-4	1	1	1	1
이익잉여금	228	240	268	306	353
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	275	298	326	364	411

(단위: 원배,%)

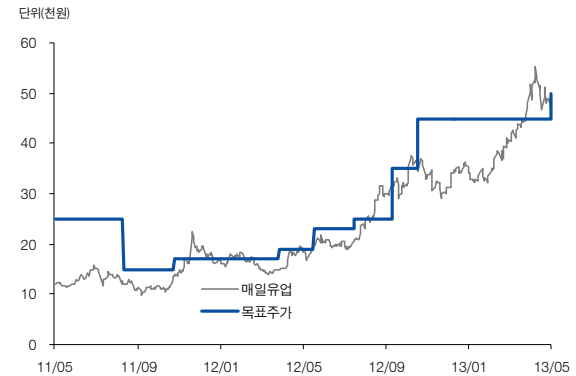
주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	336	1,209	2,216	2,948	3,612
EPS(지배순이익 기준)	336	1,209	2,216	2,948	3,612
BPS(자본총계 기준)	20,269	21,821	23,925	26,761	30,269
BPS(지배자본 기준)	20,269	21,821	23,925	26,761	30,269
DPS	125	125	125	125	125
PER(당기순이익 기준)	54.5	25.8	20.8	15.6	12.7
PER(지배순이익 기준)	54.5	25.8	20.8	15.6	12.7
PBR(자본총계 기준)	0.9	1.4	1.9	1.7	1.5
PBR(지배자본 기준)	0.9	1.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	8.0	8.5	10.6	9.9	9.1
배당수익률	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-79.0	257.7	83.8	33.2	22.5
EPS(지배순이익 기준)	-79.0	257.7	83.8	33.2	22.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	5.6	9.5	11.5	12.5
ROE(지배순이익 기준)	1.7	5.6	9.5	11.5	12.5
ROA	0.8	2.7	4.8	6.0	6.8
안정성 (%)					
부채비율	116.2	104.8	93.4	88.2	82.5
순차입금비율	49.8	32.2	26.3	19.0	12.7
이자보상배율	2.2	4.2	6.6	8.8	10.4

* K-IFRS 별도 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/09/09	BUY	15,000	13/04/09	BUY	50,000
11/11/23	BUY	17,000	13/05/31	BUY	50,000
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			
13/01/15	BUY	45,000			
13/03/08	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.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 HMC투자증권의 업종투자 의견은 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 종목투자 의견은 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 조사항목은 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.