KIWOOM RESEARCH

VINAMILK (VNM.VN)

베트남 유제품 시장의 선두주자

VINAMILK(비나밀크)는 1967년에 설립된 베트남을 대표하는 국영 유제품 회사이다. 비나밀크는 일반 우유, 분유, 연유, 요거트, 커피, 아이스크림, 음료, 치즈에 이르는 다양한 유제품을 생산하고 있으며, 1인당 유제품 소비가 크게 증가할 것으로 전망되는 베트남 유제품 시장의 선두주자이다. 현재 베트남 전역에 13개의 공장과 10개의 농장, 22만개의 소매점포 네트워크를 보유하고 있으며, 시장점유율은 56% 이상으로 베트남 유제품 시장에서 독보적인 위치를 차지하고 있다.

경영지표

비나밀크의 2018 회계연도 2 분기 매출은 13.7 조 VND(YoY +2.7%), 영업이익은 3 조 VND(YoY +7.1%)을 기록했다. 그 중, 국내 매출은 11.8 조 VND 로 전년동기대비 3.3% 증가했지만 해외 매출은 1.9 조 VND 로 전년대비 -1.2%로 하락했다. 홍수 등 일시적 요인으로 유제품 시장이 위축됐고 주요 수출국의 정치적 불안으로 해외 매출이 감소했으나, 이는 일시적인 현상으로 판단된다. 실제로 최근 5 년 국내 매출 증가율은 평균 13.9%였으며 해외시장 매출 증가율은 26.1% 기록하여 두자릿 수 성장세를 이어가 견조한 모습을 보이고 있다. 이는 국내외 시장에서의 지속적인 유제품 수요 증가가 실적에 반영된 결과로 판단된다.

재무구조를 살펴보면, 재고자산 회전율은 6.5 배로 동종 업계의 평균인 5 배 대비 양호하여 재고 관리가 우수한 것으로 판단되고, FY18 2 분기 기준 순부채 대비 EBITDA 비율도 -0.63 으로 매우 안정적인 재무구조를 지니고 있다.

생산 능력 확대 및 시장 성장성에 따른 판매량 증가 전망

동사는 베트남뿐만 아니라 폴란드, 미국, 뉴질랜드, 캄보디아 등 전세계 40여 개국에 수출하는 등 해외사업을 활발히 진행하고 있고, 해외사업의 매출 비중은 약 15%이다. 또한, 생산 capa 확대를 위한 설비투자를 지속적으로 진행하고 있으며, 현재 베트남 내에서 농장 관리 최첨단 기술을 가진 자회사 Thong Nhat Dairy Cow Limited Company가 생산기술 혁신 프로젝트를 진행하고 있다. 프로젝트의 결과 유제품 생산에 최적화된 환경 구축과 그에 따른 생산성 및 품질 향상이 기대된다. 원재료 측면에서, 국제 분유가격 변동성 확대에도, 자체 목장을 보유하고 있기 때문에 안정적인 원가 흐름을 보인다.

이러한 생산능력 강화에 따라 동사의 실적 역시 지속적으로 개선될 전망이다. 캄보디아 공장 설립과 뉴질랜드 기업 인수 등 해외 투자 성과가 가시화된다면, 2018, 2021년에 매출은 각각 55.5조, 80조동을 달성하고, 해외 매출 비중은 25%까지 상승할 것으로 기대된다.

한편 내수 시장의 경우, 동사는 베트남 유제품 산업 성장에 수혜를 볼 것으로 판단된다. 베트남 유제품 산업은 최근 10년 간 크게 성장했으며, 향후에도 1) 젊은 인구 층의 증가세, 2)냉장시설과 전기보급 동반 증가, 3)주변국의 유제품 수요 증가세로 인해 2020년까지 CAGR 15%로 성장할 것으로 전망된다. 동사는 베트남 내에서 점유율을 5년 내로 60%까지 확대할 계획을 지니고 있어 큰 폭의 국내 매출 증가율이 기대된다. 다만 EU-베트남 FTA 발효에 따른 경쟁 심화와 시장점유율 하락은 리스크 요인으로 상존한다. 현재 유제품에 부과되는 관세는 56%에 달하는데, FTA 발효 시 5년 내로 이 관세를 완전히 철폐해야 하기 때문에 향후 유럽 업체 다수가 내수 시장에 진입할 것으로 예상된다.

2018년 9월 21일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원
02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com
RA 박청하
hapham88@kiwoom.com

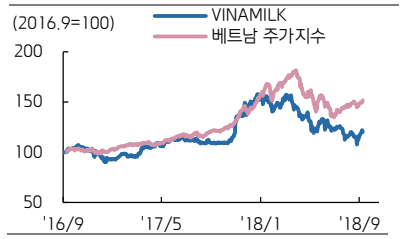
- 블룸버그 목표주가: VND 142,633
- 현재주가(9/20): VND 136,000

Stock Data

산업분류	소비자 제품/낙농
VNINDEX (9/20)	1,004.7
시가총액 (백만 VND)	236,835,355.6
유통주식수 (백만)	1,741.4
52주 최고/최저 (VND)	179,166 / 122,000
일평균 거래량 (3M)	975,739

Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	-21.8	1.9	-21.9	9.6
VNINDEX INDEX	2.1	3.6	-13.3	24.7

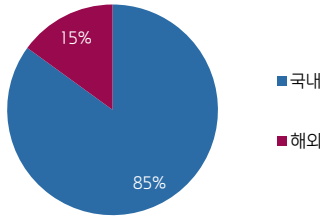


Earnings & Valuation

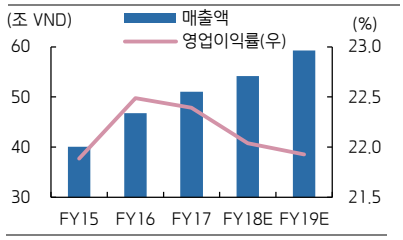
(조 VND)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	46.79	51.04	54.20	59.47
영업이익	10.52	11.43	11.94	13.00
OPM(%)	22.49	22.39	22.02	21.86
순이익	9	10	10	11
EPS(십억 VND)	4.86	5.30	5.47	6.03
증가율(%)	19.9	9.0	3.4	10.2
PER(배)	21.54	32.82	25.52	23.36
PBR(배)	8.22	12.95	9.36	8.38
ROE(%)	39.32	40.51	40.50	39.88
배당수익률(%)	3.98	0.72	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

지역별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: Vinamilk, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

향후 주가 전망

최근 5년간 평균 배당성향은 80%로, 동종업계 평균(47%)대비 높은 수준이며, 배당수익률이 올해 3.5%, 내년 3.7%일 것으로 예상했다. 9월18일 기준으로 주가는 137,900동으로 연초 대비 18.4% 하락했으나, 업황이 저조하고 대외 여건도 좋지 않아 단기적으로 주가가 부진한 결과로 판단된다. 밸류에이션 측면에서 살펴보았을 때, 2017년 PER, PBR은 37.0배, 3.8배로 비교적 높지만 2018년도 예상 PER과 PBR이 각 25.5배와 9.3배 밸류에이션 부담이 완화될 전망이다.

동사는 베트남 지수와 연계하여 투자하기에는 적합하지만, 현재로서 중단기적으로는 크게 메리트가 없는 종목으로 판단된다. 특히 현재 PER 30배 이상으로 밸류에이션이 높아진 상태이기 때문에, 당분간 큰 폭의 상승을 기대하기는 힘든 것으로 판단된다. 다만 매년 자산대비 높은 성장률을 꾸준히 유지하는 기업(ROE, ROA)이고, 잔존가치 모델 상 상승 여력도 20%로 나타나 장기적인 시점에서 주가 상승 여력은 양호하다고 판단된다.

VINAMILK RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	40.0%	158,961	161,397	163,833
	40.5%	163,291	165,758	168,225
	41.0%	167,704	170,203	172,701

자료: 키움증권, 2018-09-19 기준

주) 현재: 137,800동, 적정가치 최저: 15.4%, 적정가치 적정: 20.3%, 적정가치 최고: 25.3%, 적정가치 평균: 20.3% (165,786동)

VINAMILK 수익성 비율

단위: 백만 VND (12개월 결산)	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
수익					
보통주자본이익율	39.55	29.38	34.70	39.32	40.51
총자산이익률(ROA)	30.70	24.95	29.20	32.89	32.15
총자본이익률	39.10	31.00	35.28	40.15	42.50
투하자본수익률	34.69	27.38	32.40	36.98	38.92
마진					
매출총이익률	36.13	32.48	40.57	47.73	47.48
EBITDA 이익률	25.96	22.65	24.62	25.07	24.98
영업이익률	23.42	19.71	21.89	22.49	22.39
영업 이익률 증분	25.25	—	37.14	26.09	21.34
세전이익률	25.88	21.71	23.37	24.01	23.96
특별항목전이익률	21.11	17.30	19.38	20.01	20.14
매출순이익률	21.11	17.30	19.39	19.98	20.17
보통주주할당순이익 이익률	21.11	15.59	17.48	18.01	18.07
추가					
유효세율	18.43	20.30	17.06	16.67	15.95
Dvd Payout Ratio	61.23	73.16	91.37	91.87	78.67
지속가능 성장률	15.34	7.88	3.00	3.19	8.64

자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

VINAMILK 하이라이트

단위: 조 VND (12개월 결산)	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
시가총액	112.52	95.51	153.62	182.30	302.74
- 현금과 현금등가물	6.91	9.00	10.03	11.11	11.53
+ 우선주자본금&기타	0.02	0.12	0.23	0.24	0.50
+ 총부채	0.36	1.63	1.84	1.66	0.54
기업가치	105.99	88.26	145.67	173.09	292.25
Revenue, Adj	30.95	35.07	40.08	46.79	51.04
성장률% , YoY	16.5	13.3	14.3	16.8	9.1
Gross Profit, Adj	11.18	11.39	16.26	22.34	24.23
마진(%)	36.1	32.5	40.6	47.7	47.5
EBITDA, Adj	8.03	7.94	9.87	11.73	12.75
마진(%)	26.0	22.7	24.6	25.1	25.0
Net Income, Adj	6.53	5.47	7.01	8.43	9.23
마진(%)	21.1	15.6	17.5	18.0	18.1
EPS, Adj(백만 VND)	3,783.32	3,181.59	4,055.66	4,867.61	5,300.91
성장률% , YoY	12.1	-15.9	27.5	20.0	8.9
영업활동 현금흐름	6.56	5.90	8.12	8.99	10.36
자본지출	-1.49	-0.86	-1.07	-1.14	-2.67
잉여현금흐름	5.07	5.04	7.05	7.85	7.68

자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

VINAMILK 재무비율

단위: 백만 VND (12개월 결산)	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
크레디트					
EBITDA/이자비용	77,233.01	200.72	315.54	252.32	433.07
순채무/자기자본	-37.28	-37.22	-39.11	-42.17	-46.00
순채무/자본	-59.44	-59.29	-64.23	-72.93	-85.19
유동성					
현금비율	1.39	1.65	1.67	1.72	1.13
유동비율	2.63	2.85	2.79	2.89	1.99
장기부채/자기자본	1.05	1.75	1.76	1.46	1.15
장기부채/자본	1.03	1.62	1.62	1.36	1.13
장기부채/자산총계	0.81	1.34	1.34	1.11	0.79
총부채/자기자본	2.07	8.21	8.81	7.41	2.27
총부채/자본	2.02	7.59	8.10	6.90	2.22
총 부채/총 자산	1.59	6.31	6.71	5.65	1.57

자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

본 자료에 제시된 업종이나 종목의 상승여력은 당사 글로벌전략팀의 잔존가치 모델(Residual Income Model)을 활용하여 계산한 것으로 당사 투자전략팀과 기업분석팀의 지수 전망, 목표주가 산정과 다를 수 있음을 공지합니다.