



BUY(Maintain)

목표주가: 94,000원

주가(1/25): 71,800원

시가총액: 5,463억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/25)		898.60pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	85,200원	63,300원
등락률	-15.73%	13.43%
수익률	절대	상대
1M	9.3%	-7.4%
6M	-7.5%	-31.0%
1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	7,608천주
일평균 거래량(3M)	43천주
외국인 지분율	10.00%
배당수익률(17E)	0.85%
BPS(17E)	38,454원
주요 주주	김정완 외 54.8%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,281	13,205	13,540	14,016
보고영업이익	691	698	786	826
핵심영업이익	691	698	786	826
EBITDA	947	941	1,030	1,074
세전이익	680	2,391	742	781
순이익	495	2,246	562	592
지분법적용순이익	495	2,246	562	592
EPS(원)	N/A	N/A	7,710	8,119
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	5.3
PER(배)	N/A	N/A	9.3	8.8
PBR(배)	N/A	1.9	1.6	1.4
보고영업이익률(%)	5.2	5.3	5.8	5.9
핵심영업이익률(%)	5.2	5.3	5.8	5.9
ROE(%)	N/A	N/A	18.4	16.5

Price Trend



매일유업 (267980)

우려는 기대감으로 변할 수 있다



매일유업은 견조한 실적 흐름에도 불구하고, 조제분유 업황에 대한 우려감으로 밸류에이션 레벨이 많이 내려간 상황이다. 하지만, 조제분유는 올해 우려가 기대감으로 변할 가능성이 있고, 백색시유를 중심으로 수익성 개선 기대감도 유효한 상황이다. 밸류에이션 레벨도 업종 평균 대비 여전히 낮기 때문에, 관심을 가질만한 시점이다.

>>> 조제분유, 우려가 기대감으로 변할 수 있다

매일유업은 지난 해 견조한 실적 흐름에도 불구하고, Cash cow인 조제분유 업황에 대한 우려감으로 밸류에이션 레벨이 많이 내려간 상황이다. 2017년 국내 조제분유 시장은 1) 중국 사드 이슈에 따른 수출 부진(전체 한국산 분유의 중국 수출 -41% YoY), 2) 국내 신생아 수의 급격한 감소(-12% YoY)로 인해, 주요 업체들의 매출액과 수익성이 부진하였기 때문이다.

하지만, 올해는 추가적인 악화 보다는 몇 가지 기대 요인들에 주목할 필요가 있다. 중국 수입 분유 시장이 20~30% 성장하고 있는 가운데, 1) 신조제분유법 관련 등록 절차를 완료되었고, 2) 사드 이슈 해소로 중국 분유 수출이 회복될 가능성이 있으며, 3) 온라인 채널 비중도 확대되고 있기 때문이다. 작년 기저효과와 온라인 채널 비중 확대를 감안한다면, 올해 조제분유 수출 증가는 내수분유 매출 감소를 상쇄할 것으로 기대된다(매일유업 중국 수출: 2017년 300억 추산, 2018년 450억 목표).

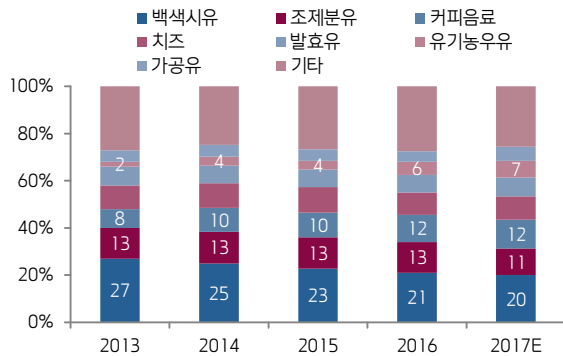
>>> 수익성 개선 기대감도 유효

동사는 올해 1) 백색시유 수익성 개선, 2) Product Mix 개선, 3) 원재료 수입 단가 안정화를 통해, 전사 영업이익률 개선을 도모할 것으로 판단된다. 백색시유는 1) 지나친 프로모션을 자제하고, 2) B2B 판매처를 확대하면서 수익성을 개선하고 있다. 또한, 부가가치가 높은 가공유, 커피음료, 유기농우유 등의 확대를 통해, 제품 믹스를 개선하고 있으며, 치즈와 유제품 원료 수입 단가는 원/달러 환율 하락에 따른 수혜가 가능하다(전체 수입액 1천억원 이상).

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원 유지

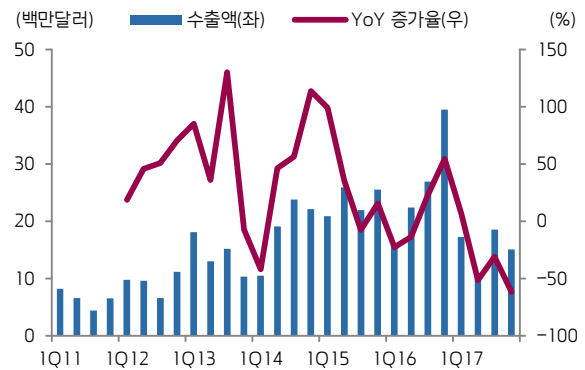
매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원을 유지한다. 조제분유 업황이 최악을 지나고 있어, 수출이 회복된다면 구조적인 PER 개선이 가능하다. 또한, 경쟁사들의 수익성이 대체로 부진하여, 산업의 경쟁강도가 올라갈 가능성이 낮기 때문에, 올해 동사의 수익성 개선 전략이 유효할 가능성이 높다. 업종 내에서 밸류에이션 레벨도 낮아서, 상대적 매력도도 높은 편이다.

주요 제품별 매출 비중 추이



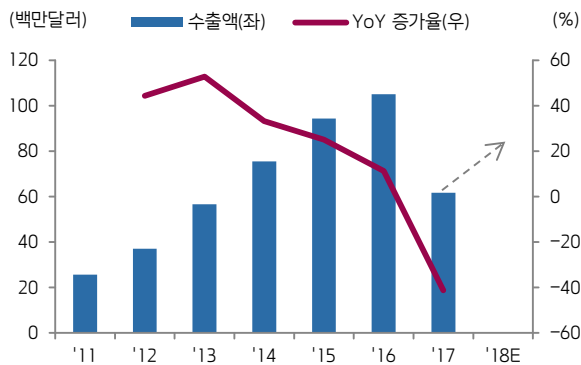
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

분기별 중국향 분유 수출액 추이



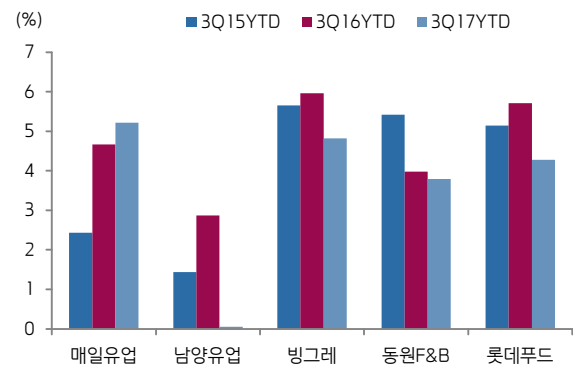
자료: 관세청(출항일 기준)

연도별 중국향 분유 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

주요 기업 영업이익률 비교(별도기준)



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	327.6	325.3	338.3	329.2	333.1	334.6	346.6	339.6	1,328.1	1,320.5	1,354.0
(YoY)	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.0%	1.7%	2.9%	2.5%	3.2%	5.9%	-0.6%	2.5%
매출총이익	101.5	106.9	108.0	101.7	103.7	112.7	111.8	106.1	416.7	418.2	434.3
(GPM)	31.0%	32.9%	31.9%	30.9%	31.1%	33.7%	32.2%	31.2%	31.4%	31.7%	32.1%
판매비	89.7	88.4	86.6	83.7	88.6	92.6	88.2	86.2	347.5	348.4	355.7
(판매비율)	27.4%	27.2%	25.6%	25.4%	26.6%	27.7%	25.5%	25.4%	26.2%	26.4%	26.3%
영업이익	11.8	18.5	21.4	18.1	15.2	20.1	23.5	19.9	69.1	69.8	78.6
(YoY)	-4.2%	51.5%	-1.5%	-20.9%	28.8%	8.4%	9.9%	9.7%	73.3%	1.0%	12.7%
(OPM)	3.6%	5.7%	6.3%	5.5%	4.6%	6.0%	6.8%	5.8%	5.2%	5.3%	5.8%
세전이익	8.5	193.4	20.2	17.0	14.1	19.0	22.4	18.7	68.0	239.1	74.2
당기순이익	5.7	190.0	16.0	12.9	10.7	14.4	17.0	14.2	49.5	224.6	56.2
(YoY)	-46.9%	2702.1%	26.4%	-33.1%	85.9%	-92.4%	6.1%	10.4%	60.8%	353.7%	-75.0%

자료: 매일유업, 키움증권 리서치

Compliance Notice

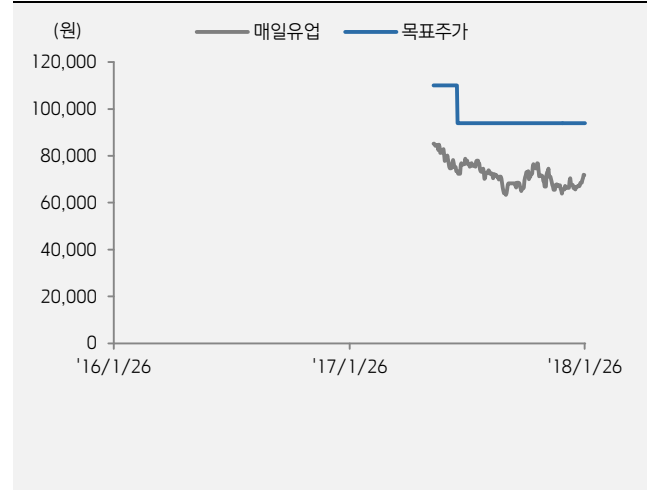
- 당사는 1월 25일 현재 '매일유업 (267980)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
매일유업 (267980)	2017-06-05	BUY (Initiate)	110,000원	6개월	-27.69	-22.55
	2017-07-12	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-19.05	-16.17
	2017-08-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-23.42	-16.17
	2017-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.68	-16.17
	2018-01-26	BUY (Maintain)	94,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%