



# BUY(Maintain)

목표주가: 131,000원  
주가(7/15): 84,200원

시가총액: 6,604억원

음식료/유통  
Analyst 박상준, CFA  
02) 3787-4807  
sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (7/15)		674.79pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	100,500원	71,800원
등락률	-16.2%	17.3%
수익률	절대	상대
1M	-5.0%	1.7%
6M	4.2%	6.6%
1Y	-16.2%	2.8%

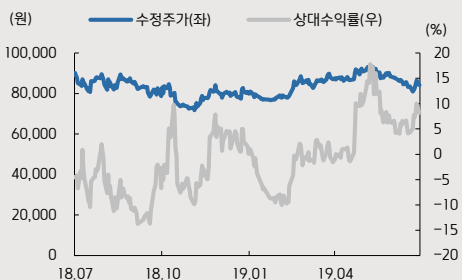
## Company Data

발행주식수	7,844천주
일평균 거래량(3M)	18천주
외국인 지분율	16.8%
배당수익률(19E)	0.8%
BPS(19E)	51,721원
주요 주주	김정완 외 11 인 57.7%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,360.0	1,398.1	1,437.8
영업이익	74.4	83.2	89.1	95.4
EBITDA	101.4	113.4	119.3	125.6
세전이익	76.8	84.2	92.1	100.5
순이익	58.3	64.2	69.8	76.2
지배주주지분순이익	58.3	64.2	69.8	76.2
EPS(원)	7,530	8,186	8,896	9,717
증감률(% YoY)	NA	8.7	8.7	9.2
PER(배)	10.5	10.3	9.5	8.7
PBR(배)	1.78	1.63	1.41	1.22
EV/EBITDA(배)	6.4	5.6	4.8	4.1
영업이익률(%)	5.7	6.1	6.4	6.6
ROE(%)	16.8	17.1	15.9	15.1
순차입금비율(%)	8.4	-5.8	-17.5	-27.2

## Price Trend



# 매일유업 (267980)

## 외형 성장과 수익성 개선이 동시에



매일유업의 2Q19 연결기준 영업이익은 209억원(+13% YoY)으로 전망된다. 커피음료 매출 호조 및 수익성 개선과 고수익성 품목 확대에 따른 Product Mix 개선 덕분이다. 동사는 커피음료를 중심으로 경쟁사와의 격차를 벌려나가고 있고, 건강/신선을 강조한 고수익성 제품의 판매 비중을 늘리면서, 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 달성하고 있는 점이 긍정적이다.

### >>> 2분기 영업이익 209억원 전망

매일유업의 2분기 연결기준 영업이익은 209억원(+13% YoY)으로 전망된다. 출생아 수 감소(-6~-7% YoY)에 따른 조제분유 매출 감소와 셀렉스 관련 비용 집행에도 불구하고, 1) 커피음료 매출 호조 및 수익성 개선, 2) 고수익성 품목 확대(커피음료/상하목장/곡물음료 등)에 따른 전사 Product Mix 개선에 힘입어, 영업이익이 전년동기 대비 증가할 것으로 기대된다(별도기준 2Q19E OP 219억원, +16% YoY). 특히, 커피음료는 작년 말 가격 인상에도 불구하고, 판매량 성장과 견조한 MS 흐름이 유지되면서, 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다.

### >>> 주요 경쟁사와의 격차 확대와 신제품 효과로 실적 성장 전망

출생아 수 감소와 중국 조제분유 수출 성장세 둔화로 유가공 업계는 전반적으로 어려움을 겪고 있는 상황이다. 하지만, 동사는 1) **커피음료를 중심으로 주요 경쟁사의 매출/수익성/MS 격차를 벌려나가고 있고, 2) 건강/신선을 강조한 고수익성 제품의 매출 비중을 확대하면서(곡물음료/상하목장)**, 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 달성하고 있는 상황이다.

또한, 출생아 수 감소율이 완화되고 있는 가운데, 작년 말에 출시한 성인영양식 셀렉스 브랜드도 성공적으로 시장에 안착하고 있다. 올해 연간 매출액 100억원 달성이 예상되는 셀렉스는 조제분유 매출 감소에 따른 수익성 하락 우려를 일부 상쇄해 줄 것으로 기대된다.

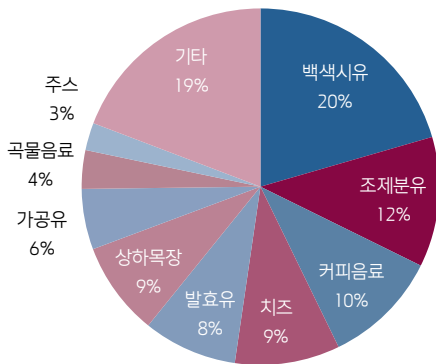
### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 13.1만원

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13.1만원을 유지한다. 동사는 주요 경쟁사와의 격차 확대와 고수익성 제품 비중 확대에 힘입어 꾸준한 이익 성장이 기대된다. 올해 예상 PER도 10배 수준으로 1등 업체라는 시장 지위 대비 매우 저평가 되어 있는 상황이다.

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

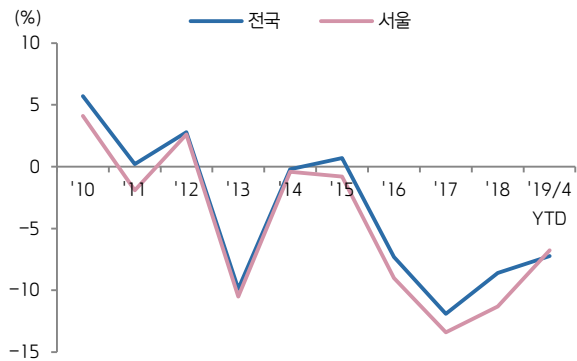
(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	321.0	319.7	333.7	326.2	337.5	332.3	349.3	340.9	1,300.6	1,360.0	1,398.1
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	5.1%	4.0%	4.7%	4.5%	-1.3%	4.6%	2.8%
별도기준	321.0	319.2	333.5	326.4	337.2	332.1	349.1	340.7	1,300.1	1,359.1	1,397.3
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	5.1%	4.1%	4.7%	4.4%	-1.3%	4.5%	2.8%
매출총이익	85.8	93.6	97.4	90.3	91.9	98.3	103.2	96.0	367.0	389.4	402.6
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.2%	29.6%	29.5%	28.1%	28.2%	28.6%	28.8%
판매비	69.4	75.1	76.9	71.2	72.3	77.4	80.7	75.7	292.7	306.1	313.5
(판매비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	21.4%	23.3%	23.1%	22.2%	22.5%	22.5%	22.4%
영업이익	16.4	18.5	20.4	19.1	19.6	20.9	22.5	20.3	74.4	83.2	89.1
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	19.5%	13.4%	9.9%	6.1%	9.4%	11.9%	7.1%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.8%	6.3%	6.4%	5.9%	5.7%	6.1%	6.4%
별도기준	16.4	18.9	21.2	20.7	20.7	21.9	23.5	21.3	77.2	87.3	93.2
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	26.3%	15.7%	10.8%	2.6%	13.7%	13.1%	6.7%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	6.1%	6.6%	6.7%	6.2%	5.9%	6.4%	6.7%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	20.7	20.9	22.4	20.1	76.8	84.2	92.1
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	15.8	17.0	15.3	58.3	64.2	69.8
지배주주순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	15.8	17.0	15.3	58.3	64.2	69.8
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	32.4%	-11.4%	1.8%	31.7%	-73.5%	10.1%	8.7%

매일유업 별도기준 매출 MIX



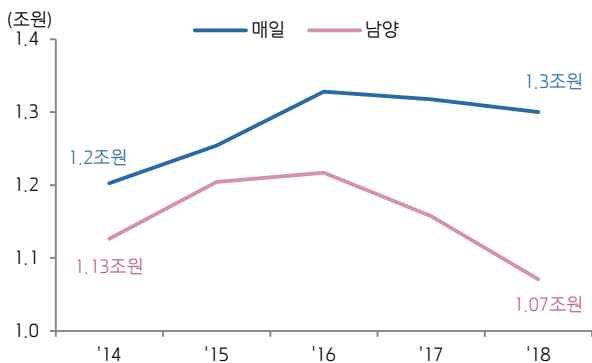
자료: 매일유업, 키움증권 리서치(2018년 기준)

출생아 수 YoY 증가율 추이



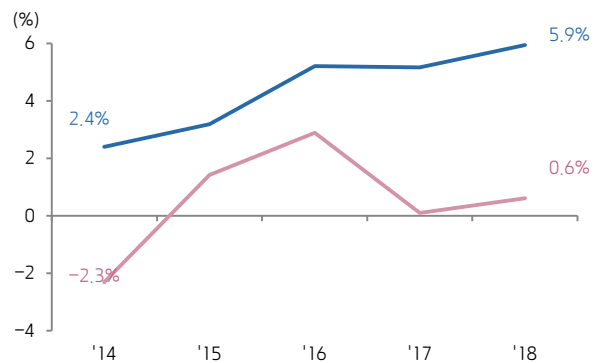
자료: 통계청, 키움증권 리서치

별도기준 매출액 비교: 매일 vs 남양



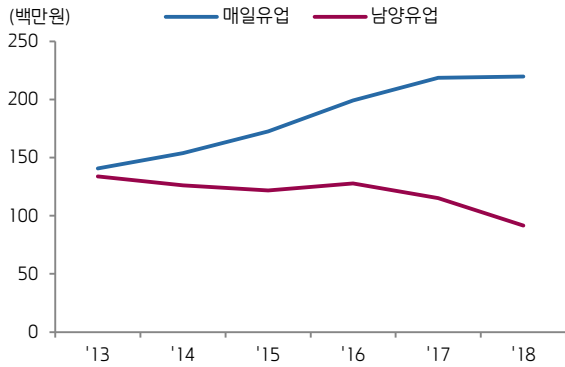
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

별도기준 OPM 비교: 매일 vs 남양



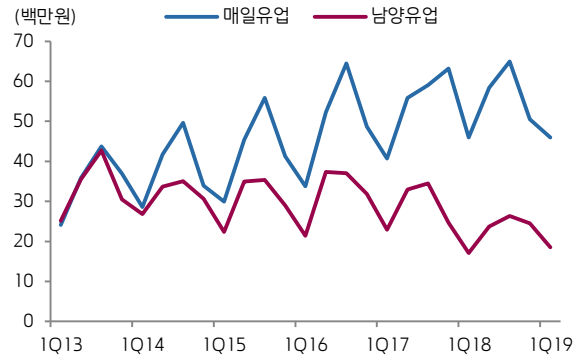
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

연도별 RTD 커피음료 소매점 매출액: 매일 vs 남양



자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

분기별 RTD 커피음료 소매점 매출액: 매일 vs 남양



자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

매일유업의 주요 브랜드 포트폴리오(커피음료/곡물음료/상하목장)



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

Peer Group Valuation (단위: 십억원, 배)

종목명	매일유업	CJ 제일제당	오뚜기	농심	롯데칠성
종목코드	267980	097950	007310	004370	005300
종가(7/15, 원)	84,200	286,000	667,000	240,000	154,000
시가총액(7/15, 조원)	0.66	4.31	2.40	1.46	1.23
매출액					
'18	1,301	18,670	2,247	2,236	2,346
'19E	1,360	22,299	2,370	2,326	2,542
'20E	1,398	23,966	2,449	2,403	2,618
영업이익					
'18	74	833	152	89	85
'19E	83	889	195	88	128
'20E	89	1,067	207	94	147
OPM					
'18	5.7%	4.5%	6.8%	4.0%	3.6%
'19E	6.1%	4.0%	8.2%	3.8%	5.0%
'20E	6.4%	4.5%	8.4%	3.9%	5.6%
순이익					
'18	58	875	160	84	-48
'19E	64	268	150	84	65
'20E	70	370	171	89	85
PER					
'18	10.5	6.1	15.8	18.4	N/A
'19E	10.3	17.2	16.0	17.4	20.7
'20E	9.5	12.5	14.1	16.5	15.9
PBR					
'18	1.78	1.13	2.16	0.82	1.00
'19E	1.63	0.94	1.81	0.75	1.06
'20E	1.41	0.88	1.63	0.73	1.01
ROE					
'18	16.8%	20.7%	13.9%	4.5%	-3.8%
'19E	17.1%	5.6%	11.9%	4.4%	1.0%
'20E	15.9%	7.3%	12.2%	4.5%	6.5%

자료: 키움증권 리서치 추정

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,300.6	1,360.0	1,398.1	1,437.8
매출원가	933.5	970.6	995.5	1,021.3
매출총이익	367.0	389.4	402.6	416.5
판매비	292.7	306.1	313.5	321.1
<b>영업이익</b>	74.4	83.2	89.1	95.4
<b>EBITDA</b>	101.4	113.4	119.3	125.6
영업외손익	2.4	1.0	2.9	5.1
이자수익	2.2	3.2	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
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	0.1	-0.1	0.0
<b>법인세차감전이익</b>	76.8	84.2	92.1	100.5
법인세비용	18.4	20.0	22.3	24.3
계속사업손익	58.3	64.2	69.8	76.2
<b>당기순이익</b>	58.3	64.2	69.8	76.2
<b>지배주주순이익</b>	58.3	64.2	69.8	76.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>				
매출액 증감율	NA	4.6	2.8	2.8
영업이익 증감율	NA	11.8	7.1	7.1
EBITDA 증감율	NA	11.8	5.2	5.3
지배주주순이익 증감율	NA	10.1	8.7	9.2
EPS 증감율	NA	8.7	8.7	9.2
매출총이익율(%)	28.2	28.6	28.8	29.0
영업이익률(%)	5.7	6.1	6.4	6.6
EBITDA Margin(%)	7.8	8.3	8.5	8.7
지배주주순이익률(%)	4.5	4.7	5.0	5.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	60.6	88.0	94.3	100.5
당기순이익	58.3	64.2	69.8	76.2
비현금항목의 가감	42.5	49.4	49.7	49.5
유형자산감가상각비	25.3	28.1	28.1	28.1
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.0	2.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	19.3	19.6	19.4
영업활동자산부채증감	-21.7	-6.4	-5.6	-5.8
매출채권및기타채권의감소	10.7	-6.6	-4.5	-4.7
재고자산의감소	-9.2	-3.0	-3.2	-3.3
매입채무및기타채무의증가	-17.5	3.2	2.1	2.2
기타	-5.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-18.5	-19.2	-19.6	-19.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-25.4	-30.0	-30.0	-30.0
유형자산의 취득	-27.7	-28.0	-28.0	-28.0
유형자산의 처분	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	-2.0	-2.0	-2.0
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-7.7	-27.4	-38.7	-38.7
차입금의 증가(감소)	-4.6	-21.9	-33.2	-33.2
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.9	0.0	0.0	0.0
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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	27.3	30.7	25.6	31.8
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	94.8	120.3
기말현금 및 현금성자산	64.1	94.8	120.3	152.1

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	348.2	388.4	421.6	461.5
현금 및 현금성자산	64.1	94.8	120.2	152.1
단기금융자산	1.7	1.7	1.7	1.7
매출채권 및 기타채권	153.4	160.0	164.5	169.1
재고자산	111.3	114.3	117.5	120.8
기타유동자산	19.4	19.3	19.4	19.5
<b>비유동자산</b>	267.6	267.4	267.2	267.1
투자자산	7.4	7.4	7.4	7.4
유형자산	226.7	226.6	226.4	226.3
무형자산	8.2	8.1	8.1	8.1
기타비유동자산	25.3	25.3	25.3	25.3
<b>자산총계</b>	615.7	655.8	688.8	728.6
<b>유동부채</b>	184.1	198.7	200.7	169.7
매입채무 및 기타채무	148.8	152.1	154.2	156.3
단기금융부채	22.2	33.5	33.5	0.3
기타유동부채	13.1	13.1	13.0	13.1
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	268.8	250.1	219.0	187.9
<b>지배지분</b>	347.0	405.7	470.0	540.7
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	148.4	212.7	283.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	347.0	405.7	470.0	540.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	7,530	8,186	8,896	9,717
BPS	44,235	51,721	59,918	68,935
CFPS	13,018	14,486	15,232	16,033
DPS	700	700	700	700
<b>주가배수(배)</b>				
PER	10.5	10.3	9.5	8.7
PER(최고)	13.6	11.6		
PER(최저)	8.2	9.3		
PBR	1.78	1.63	1.41	1.22
PBR(최고)	2.32	1.83		
PBR(최저)	1.40	1.48		
PSR	0.47	0.49	0.47	0.46
PCFR	6.1	5.8	5.5	5.3
EV/EBITDA	6.4	5.6	4.8	4.1
<b>주요비율(%)</b>				
배당성향(% ,보통주,현금)	9.4	8.5	7.9	7.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	9.5	10.1	10.4	10.8
ROE	16.8	17.1	15.9	15.1
ROIC	14.9	16.5	17.3	18.3
매출채권회전율	17.0	8.7	8.6	8.6
재고자산회전율	23.4	12.1	12.1	12.1
부채비율	77.5	61.7	46.6	34.7
순차입금비율	8.4	-5.8	-17.5	-27.2
이자보상배율	23.2	33.7	66.3	433.3
<b>총차입금</b>	94.9	73.0	39.8	6.5
순차입금	29.1	-23.4	-82.2	-147.3
NOPLAT	101.4	113.4	119.3	125.6
FCF	32.9	57.3	62.1	66.6

Compliance Notice

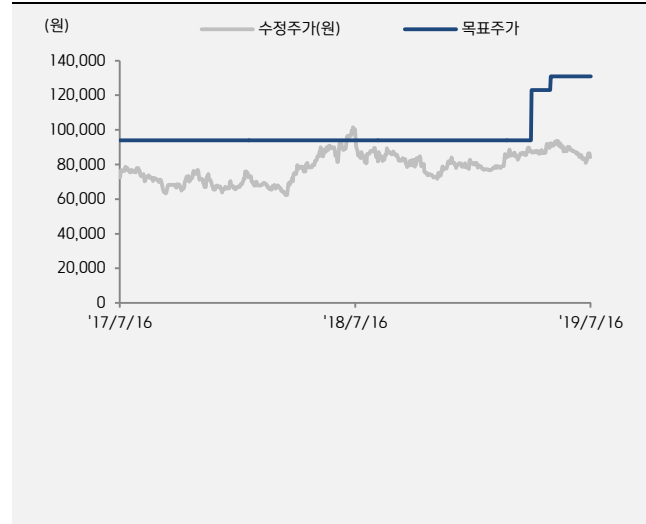
- 당사는 7월 15일 현재 '매일유업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-24.01	-12.34
	2018-05-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-16.35	7.98
	2018-11-05	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-21.44	-20.74
	2018-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-14.71	-4.47
	2019-04-16	BUY (Maintain)	123,000원	6개월	-28.24	-24.96
	2019-05-16	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-30.49	-30.08
	2019-05-21	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-32.84	-28.47
	2019-07-16	BUY (Maintain)	131,000원	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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%