



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(11/14): 90,800원

시가총액: 7,122억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영한

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/14)		663.31pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	96,500원	71,800원
등락률	-5.8%	26.5%
수익률	절대	상대
1M	-3.6%	-6.8%
6M	-0.9%	6.1%
1Y	25.2%	26.8%

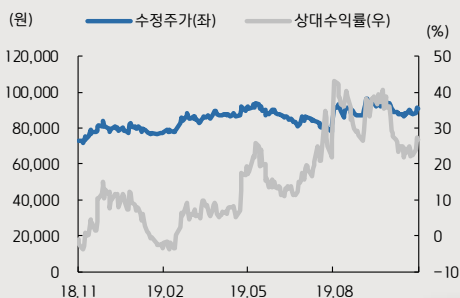
Company Data

발행주식수	7,844천주
일평균 거래량(3M)	16천주
외국인 지분율	20.9%
배당수익률(19E)	0.8%
BPS(19E)	52,288원
주요 주주	김정환 외 11 인 57.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,382.3	1,445.2	1,511.9
영업이익	74.4	86.8	100.1	114.7
EBITDA	101.4	114.7	129.1	143.8
세전이익	76.8	88.8	104.0	120.8
순이익	58.3	68.7	78.8	91.5
지배주주지분순이익	58.3	68.7	78.8	91.5
EPS(원)	7,530	8,753	10,046	11,670
증감률(%, YoY)	NA	16.2	14.8	16.2
PER(배)	10.5	10.4	9.0	7.8
PBR(배)	1.78	1.74	1.47	1.25
EV/EBITDA(배)	6.3	6.0	4.9	3.8
영업이익률(%)	5.7	6.3	6.9	7.6
ROE(%)	16.8	18.1	17.6	17.4
순차입금비율(%)	4.9	-6.8	-18.5	-28.7

Price Trend



매일유업 (267980)

Product Mix 개선과 고객 다변화 효과 기대



매일유업의 3분기 연결기준 영업이익은 177억원(-13.5% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 부정적인 날씨 환경과 셀렉스 관련 광고선전비 집행으로 인해, 전사 수익성이 시장 기대치에 미치지 못했기 때문이다. 하지만, 고수익 제품 매출 확대와 셀렉스를 통한 고객 다변화 효과를 통해, 매출과 이익의 꾸준한 성장이 기대된다.

>>> 3분기 영업이익 177억원으로 시장 컨센서스 하회

매일유업의 3분기 연결기준 영업이익은 177억원(-13.5%, YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 조제분유 매출액 감소(-30~-35억원 YoY)는 어느 정도 예견된 부분이었으나, 1) 부정적인 날씨 환경으로 인해, CVS 매출이 부진하면서, 커피음료 매출이 기대 보다 성장하지 못했고, 2) 셀렉스 관련 광고선전비 집행으로 판관비가 예상 보다 크게 증가하면서, 전사 수익성이 시장 기대치를 하회한 것으로 판단된다.

>>> Product Mix 개선과 고객 다변화 효과 기대

3분기 영업이익 레벨이 시장 기대치를 하회한 것은 분명 아쉬운 부분이다. 하지만, 부정적인 날씨 환경과 셀렉스 관련 광고 집행에 따른 부진인 점을 감안한다면 크게 실망할 필요는 없는 것으로 판단된다. 동사는 커피음료, 상하목장, 아몬드브리즈와 같은 고수익 제품의 매출 확대를 통해, Product Mix가 꾸준히 개선되고 있는 상황이다. 특히, 멸균 형태 제품의 Bulk 판매를 통해, 이커머스와 창고형 마트 채널 비중을 늘려나가면서, 소매 채널 환경 변화에 대응하고 있는 점도 긍정적이다.

더불어, 셀렉스의 성장세도 눈여겨 볼 필요가 있다. 해당 제품은 단백질 보충이 필요한 중장년층을 주요 고객으로 타겟하고 있으며, 홈쇼핑 채널을 중심으로 매출 성장세가 가파르게 나오고 있다. 동사의 기존 제품 포트폴리오는 유음료 중심이기 때문에, 중장년층 소비자에 대한 판매 비중이 낮은 편이다. 따라서, 향후 셀렉스가 시장에 잘 안착한다면, 기존 제품과의 카니발 없이 동사의 매출과 이익을 한 단계 끌어올려 줄 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 14만원 유지

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 14만원을 유지한다. 3분기 실적은 다소 아쉬운 것이 사실이나, 여전히 음식료 업종 내에서 밸류에이션 매력도가 매우 높은 상황이다. 더불어, 고수익 제품 매출 확대를 통해 유가공 시장 내에서 1위 업체로서의 입지를 굳혀 나가고 있고, 셀렉스를 통해 고객층이 다변화되고 있기 때문에, 중장기적인 매출 및 이익 성장이 가능할 것으로 기대된다.

매일유업 3Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	3Q19P	3Q18	(YoY)	2Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	349.7	333.7	4.8%	349.7	0.0%	353.6	-1.1%	357.2	-2.1%
영업이익	17.7	20.4	-13.5%	27.8	-36.5%	24.4	-27.6%	24.4	-27.6%
(OPM)	5.1%	6.1%	-1.1%p	8.0%	-2.9%p	6.9%	-1.8%p	6.8%	-1.8%p
지배주주순이익	14.8	16.7	-11.5%	21.3	-30.6%	17.9	-17.4%	18.1	-18.3%

자료: 매일유업, Fn Guide, 키움증권 리서치

매일유업 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	346.4	1,390.8	1,454.1	345.4	1,382.3	1,445.2	-0.3%	-0.6%	-0.6%
영업이익	22.0	93.8	107.4	21.7	86.8	100.1	-1.6%	-7.5%	-6.8%
(OPM)	6.4%	6.7%	7.4%	6.3%	6.3%	6.9%	-0.1%p	-0.5%p	-0.5%p
지배주주순이익	16.4	71.8	82.8	16.5	68.7	78.8	0.5%	-4.4%	-4.8%

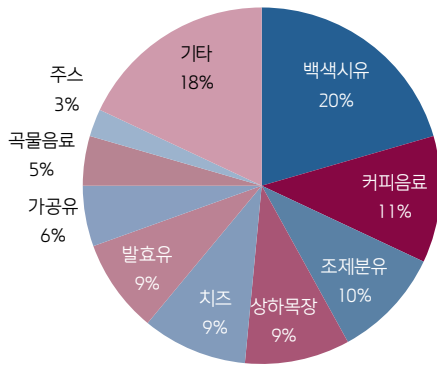
자료: 키움증권 리서치

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	321.0	319.7	333.7	326.2	337.5	349.7	349.7	345.4	1,300.6	1,382.3	1,445.2
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	5.1%	9.4%	4.8%	5.9%	-1.3%	6.3%	4.5%
별도기준	321.0	319.2	333.5	326.4	337.2	348.3	350.4	345.2	1,300.1	1,381.1	1,444.0
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	5.1%	9.1%	5.1%	5.8%	-1.3%	6.2%	4.5%
매출총이익	85.8	93.6	97.4	90.3	91.9	109.4	103.5	97.8	367.0	402.6	425.7
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.2%	31.3%	29.6%	28.3%	28.2%	29.1%	29.5%
별도기준	85.8	93.2	97.4	90.7	91.9	108.2	104.5	97.8	367.2	402.4	425.5
(GPM)	26.7%	29.2%	29.2%	27.8%	27.2%	31.1%	29.8%	28.3%	28.2%	29.1%	29.5%
판매비	69.4	75.1	76.9	71.2	72.3	81.6	85.8	76.1	292.7	315.9	325.6
(판매비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	21.4%	23.3%	24.5%	22.0%	22.5%	22.8%	22.5%
별도기준	69.4	74.2	76.3	70.0	71.2	79.4	85.4	75.1	289.9	311.0	320.8
(판매비율)	21.6%	23.3%	22.9%	21.5%	21.1%	22.8%	24.4%	21.8%	22.3%	22.5%	22.2%
영업이익	16.4	18.5	20.4	19.1	19.6	27.8	17.7	21.7	74.4	86.8	100.1
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	19.5%	50.9%	-13.5%	13.5%	9.4%	16.7%	15.4%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.8%	8.0%	5.1%	6.3%	5.7%	6.3%	6.9%
별도기준	16.4	18.9	21.2	20.7	20.7	28.9	19.2	22.7	77.2	91.4	104.8
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	26.3%	52.4%	-9.5%	9.4%	13.7%	18.3%	14.6%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	6.1%	8.3%	5.5%	6.6%	5.9%	6.6%	7.3%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	20.7	28.4	17.9	21.7	76.8	88.8	104.0
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	21.3	14.8	16.5	58.3	68.7	78.8
지배주주순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	21.3	14.8	16.5	58.3	68.7	78.8
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	32.4%	19.1%	-11.5%	42.2%	-73.5%	17.7%	14.8%

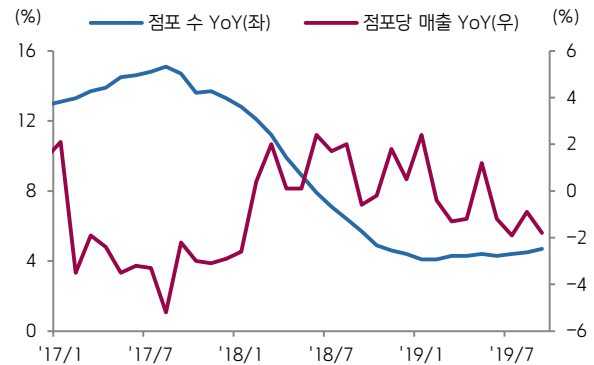
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 매출 MIX



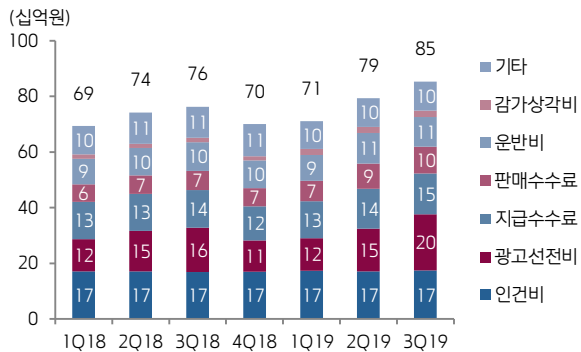
자료: 매일유업, 키움증권 리서치 추정(2019년 기준)

편의점 점포 수/점포당 매출 YoY 증가율 추이



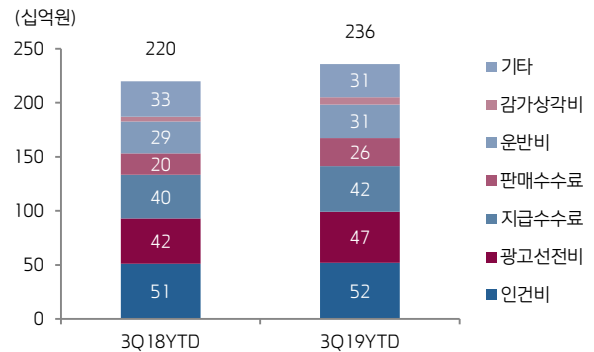
자료: 산업통상자원부

매일유업 별도기준 판관비 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 판관비 비교: 3Q18YTD vs 3Q19YTD



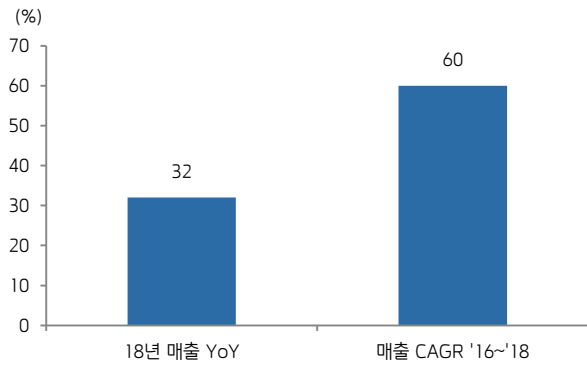
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

쿠팡 음료 판매량 순위(생수 제외): 매일유업 브랜드의 판매량 순위가 상대적으로 높은 편

순위	상품명	가격(원)
1	서울우유 1 급 A 우유, 1000ml, 2 개	4,960
2	파스퇴르 건강한 저온살균 우유 후레쉬, 2.3L, 1 개	5,880
3	매일 오리지널 멸균우유, 190ml, 24 개입	11,730
4	서울우유 1 급 A 우유, 2300ml, 1 개	4,950
5	서울우유 목장의 신선함이 살아있는 우유, 1000ml, 1 개	2,430
6	상하목장 유기농 우유, 190ml, 24 팩	18,970
7	아몬드 브리즈 오리지널, 190ml, 24 개	12,420
8	칠성사이다, 210ml, 30 개	12,900
9	매일 피크닉 사과 주스, 200ml, 24 개	5,960
10	매일유업 저지방 1% 멸균 우유, 200ml, 24 팩	11,460
11	이롬 황성주 국산콩 두유 검은콩, 190ml, 24 개	11,970
12	트레비 자몽 탄산음료, 300ml, 20 개	7,620
13	상하목장 유기농 우유, 125ml, 24 팩	17,770
14	아침에주스 오렌지주스, 950ml, 2 개	4,990
15	매일유우 오리지널, 2.3L, 1 개	4,400

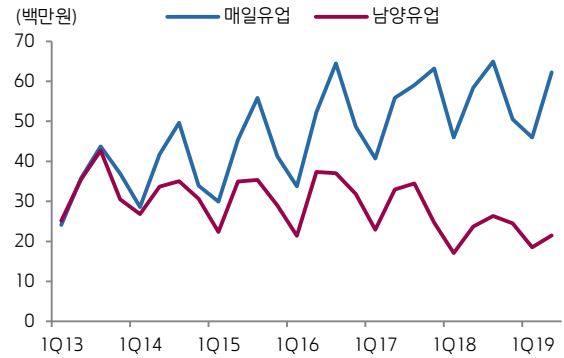
자료: 쿠팡(2019. 11. 14 조회 기준)

아몬드브리즈 매출 성장률 추이



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

분기별 RTD 커피음료 소매점 매출액: 매일 vs 남양



자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,382.3	1,445.2	1,511.9
매출원가	933.5	979.7	1,019.4	1,061.5
매출총이익	367.0	402.6	425.7	450.5
판매비	292.7	315.9	325.6	335.7
영업이익	74.4	86.8	100.1	114.7
EBITDA	101.4	114.7	129.1	143.8
영업외손익	2.4	2.0	3.8	6.0
이자수익	2.2	3.2	4.2	5.3
이자비용	3.2	3.1	2.4	1.2
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	1.7	1.8	1.7
법인세차감전이익	76.8	88.8	104.0	120.8
법인세비용	18.4	20.1	25.2	29.2
계속사업손익	58.3	68.7	78.8	91.5
당기순이익	58.3	68.7	78.8	91.5
지배주주순이익	58.3	68.7	78.8	91.5
증감율 및 수익성 (%)				
매출액 증감율	NA	6.3	4.6	4.6
영업이익 증감율	NA	16.7	15.3	14.6
EBITDA 증감율	NA	13.1	12.6	11.4
지배주주순이익 증감율	NA	17.8	14.7	16.1
EPS 증감율	NA	16.2	14.8	16.2
매출총이익율(%)	28.2	29.1	29.5	29.8
영업이익률(%)	5.7	6.3	6.9	7.6
EBITDA Margin(%)	7.8	8.3	8.9	9.5
지배주주순이익률(%)	4.5	5.0	5.5	6.1

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	348.2	405.5	456.4	510.4
현금 및 현금성자산	64.1	107.3	145.6	186.1
단기금융자산	13.7	13.7	13.7	13.7
매출채권 및 기타채권	153.4	162.6	170.0	177.9
재고자산	111.3	116.2	121.4	127.1
기타유동자산	5.7	5.7	5.7	5.6
비유동자산	267.6	295.4	298.1	300.7
투자자산	7.4	7.4	7.4	7.4
유형자산	226.7	233.3	233.9	234.5
무형자산	8.2	8.1	8.1	8.1
기타비유동자산	25.3	46.6	48.7	50.7
자산총계	615.7	700.8	754.5	811.1
유동부채	184.1	192.3	205.6	206.0
매입채무 및 기타채무	148.8	153.3	156.7	160.4
단기금융부채	22.2	25.9	35.9	32.6
기타유동부채	13.1	13.1	13.0	13.0
비유동부채	84.7	98.5	65.4	35.7
장기금융부채	72.7	86.5	53.4	23.7
기타비유동부채	12.0	12.0	12.0	12.0
부채총계	268.8	290.8	271.1	241.6
지배지분	347.0	410.1	483.4	569.5
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	152.8	226.1	312.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	410.1	483.4	569.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	60.6	90.7	97.2	105.4
당기순이익	58.3	68.7	78.8	91.5
비현금항목의 가감	42.5	32.3	33.3	33.3
유형자산감가상각비	25.3	26.4	27.4	27.5
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.0	2.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	3.9	3.9	3.8
영업활동자산부채증감	-21.7	-9.7	-9.2	-9.8
매출채권및기타채권의감소	10.7	-9.2	-7.4	-7.9
재고자산의감소	-9.2	-4.9	-5.3	-5.6
매입채무및기타채무의증가	-17.5	4.5	3.4	3.6
기타	-5.7	-0.1	0.1	0.1
기타현금흐름	-18.5	-0.6	-5.7	-9.6
투자활동 현금흐름	-25.4	-31.8	-25.8	-24.7
유형자산의 취득	-27.7	-33.0	-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)	-13.7	0.0	0.0	0.0
기타	24.8	3.2	4.2	5.3
재무활동 현금흐름	-7.7	-13.3	-34.0	-42.8
차입금의 증가(감소)	-4.6	-1.9	-23.3	-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	-5.9	-5.2	-4.1
기타현금흐름	-0.2	-2.4	0.9	2.6
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	43.2	38.4	40.5
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	107.3	145.6
기말현금 및 현금성자산	64.1	107.3	145.6	186.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)				
EPS	7,530	8,753	10,046	11,670
BPS	44,235	52,288	61,635	72,605
CFPS	13,018	12,868	14,285	15,920
DPS	700	700	700	700
주가배수(배)				
PER	10.5	10.4	9.0	7.8
PER(최고)	13.6	11.1		
PER(최저)	8.2	8.7		
PBR	1.78	1.74	1.47	1.25
PBR(최고)	2.32	1.86		
PBR(최저)	1.40	1.46		
PSR	0.47	0.52	0.49	0.47
PCFR	6.1	7.1	6.4	5.7
EV/EBITDA	6.3	6.0	4.9	3.8
주요비율(%)				
배당성향(% ,보통주,현금)	9.4	8.0	7.0	6.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	9.5	10.4	10.8	11.7
ROE	16.8	18.1	17.6	17.4
ROIC	15.3	17.2	18.3	20.4
매출채권회전율	17.0	8.7	8.7	8.7
재고자산회전율	23.4	12.2	12.2	12.2
부채비율	77.5	70.9	56.1	42.4
순차입금비율	4.9	-6.8	-18.5	-28.7
이자보상배율	23.2	27.6	42.5	93.1
총차입금	94.9	93.0	69.7	36.5
순차입금	17.0	-28.0	-89.6	-163.4
NOPLAT	101.4	114.7	129.1	143.8
FCF	32.9	50.5	65.7	76.3

Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 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.

고지사항

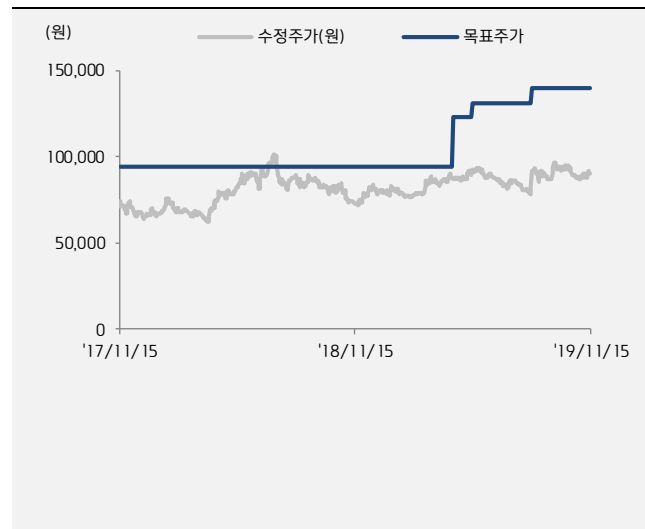
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
매일유업 (267980)	2017-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.6	-16.1
	2018-01-26	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-24.0	-12.3
	2018-05-16	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-16.3	7.9
	2018-11-05	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-21.4	-20.7
	2018-11-15	BUY (Maintain)	94,000원	6개월	-14.7	-4.4
	2019-04-16	BUY (Maintain)	123,000원	6개월	-28.2	-24.9
	2019-05-16	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-30.4	-30.0
	2019-05-21	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-32.8	-28.4
	2019-07-16	BUY (Maintain)	131,000원	6개월	-34.2	-28.4
	2019-08-16	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-34.6	-31.1
	2019-10-16	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-35.3	-31.1
	2019-11-15	BUY (Maintain)	140,000원	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%