



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(1/8): 85,000원

시가총액: 6,667억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

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

Stock Data

KOSDAQ (1/8)		640.94pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	96,400원	76,700원	
등락률	-11.8%	10.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	3.5%	1.5%
	6M	4.9%	9.5%
	1Y	9.7%	14.4%

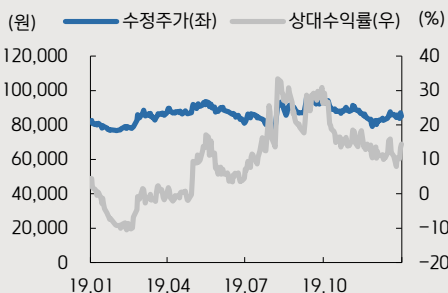
Company Data

발행주식수		7,844천주
일평균 거래량(3M)		15천주
외국인 지분율		19.7%
배당수익률(19E)		0.8%
BPS(19E)		52,433원
주요 주주	김정환 외 11 인	57.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,389.3	1,474.7	1,544.2
영업이익	74.4	88.2	102.8	115.0
EBITDA	101.4	116.2	131.7	144.1
세전이익	76.8	90.3	106.6	121.0
순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
지배주주지분순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
EPS(원)	7,530	8,897	10,299	11,697
증감률(% YoY)	NA	18.2	15.7	13.6
PER(배)	10.5	9.6	8.3	7.3
PBR(배)	1.78	1.62	1.37	1.16
EV/EBITDA(배)	6.3	5.6	4.4	3.5
영업이익률(%)	5.7	6.3	7.0	7.4
ROE(%)	16.8	18.4	18.0	17.3
순차입금비율(%)	4.9	-6.9	-18.2	-28.3

Price Trend



매일유업 (267980)

분유 매출 부진을 뛰어넘는 성장성



매일유업의 4Q19 연결기준 영업이익은 231억원(+21% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회할 것으로 추산된다. 예상 보다 우호적인 날씨 환경, MS 상승, 이커머스 채널 및 셀렉스 판매 호조 덕분이다. 유음료와 셀렉스 판매 호조로 인해, 조제분유 매출 부진을 뛰어넘는 매출과 이익 성장이 나오고 있다. 과거의 고정관념에서 벗어나, 기존 시선과 다른 관점으로 매일유업을 바라볼 필요가 있다.

>>> 4분기 영업이익 231억원으로 시장 컨센서스 상회 전망

매일유업의 4Q19 연결기준 영업이익은 231억원(+21%, YoY)으로 시장 컨센서스를 상회할 것으로 추산된다. **예상 보다 우호적인 날씨 환경과 MS 상승으로 인해, 커피음료/아몬드브리즈 등과 같은 편의점 유음료 제품들의 매출액이 당사 기대치를 상회할 것으로 추산되며, 이커머스 채널(상하목장/아몬드브리즈)과 셀렉스 판매 호조('19E 매출 200억 중반)도 지속되고 있다.** 이로 인해, 전사 매출액은 전년동기 +8% 정도 성장할 것으로 추산된다.

수익성도 QoQ/YoY로 모두 개선될 것으로 추산된다. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과와 효율적인 광고판촉비 집행으로 인해, 전사 영업이익률이 상승할 것으로 판단된다.

>>> 분유 매출 부진을 뛰어넘는 성장성

시장에는 아직도 동사의 주가와 중국향 분유 수출 실적이 동행한다는 고정관념이 남아 있는 상황이나, 주가에 대한 해당 지표의 설명력은 많이 약해진 상황이다. 동사는 중국향 분유 수출 정체와 신생아 수 감소에 따른 조제분유 매출 감소에도 불구하고, 작년 매출 성장률이 +7% 수준으로 추산된다. **전사 매출 성장률 기여도** 측면에서, **조제분유가 -0.5%p** 정도 기여하고 있음에도 불구하고, **커피음료/상하목장/아몬드브리즈/셀렉스 등의 판매 호조로 인해, 조제분유 외의 카테고리 7%p 이상 꾸준히 기여하고 있기** 때문이다. 따라서, 분유 매출 부진을 감내하고도, 전사 이익이 꾸준히 증가할 수 있다.

올해도 주력 제품들의 매출 성장세가 지속될 전망이다. **커피음료**는 꾸준히 MS가 확대되고 있고, 고단가 제품인 **상하목장**은 이커머스 채널을 중심으로 외형이 커지고 있다. **아몬드브리즈**는 유니크한 제품 특성을 바탕으로 편의점과 이커머스 채널에서 고성장이 지속되고 있으며, 고단가 분유류 제품인 **셀렉스**는 홈쇼핑 채널을 중심으로 중장년층 소비자를 확보해 나가고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 14만원 유지

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 14만원을 유지한다. 동사는 MS 확대, Product Mix 개선, 이커머스 채널 확장을 통해, 중장기적인 실적 개선이 지속될 전망이다. **올해 예상 PER도 8배 수준으로 Peer Group 대비 현저한 저평가 상황이다. 동사에 대한 적극적인 비중 확대 전략을 추천한다.**

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	337.5	349.7	349.7	352.4	358.0	363.1	379.6	374.0	1,300.6	1,389.3	1,474.7	1,544.2
(YoY)	5.1%	9.4%	4.8%	8.1%	6.1%	3.8%	8.5%	6.1%	-1.3%	6.8%	6.1%	4.7%
별도기준	337.2	348.3	350.4	352.2	357.8	361.6	380.3	373.8	1,300.1	1,388.1	1,473.5	1,543.0
(YoY)	5.1%	9.1%	5.1%	7.9%	6.1%	3.8%	8.5%	6.1%	-1.3%	6.8%	6.1%	4.7%
매출총이익	91.9	109.4	103.5	101.1	100.1	114.8	115.8	109.7	367.0	405.9	440.3	468.1
(GPM)	27.2%	31.3%	29.6%	28.7%	28.0%	31.6%	30.5%	29.3%	28.2%	29.2%	29.9%	30.3%
별도기준	91.9	108.2	104.5	101.1	100.1	113.6	116.5	109.7	367.2	405.7	439.8	467.6
(GPM)	27.2%	31.1%	29.8%	28.7%	28.0%	31.4%	30.6%	29.3%	28.2%	29.2%	29.8%	30.3%
판매비	72.3	81.6	85.8	77.9	77.8	86.6	89.6	83.6	292.7	317.7	337.6	353.1
(판매비율)	21.4%	23.3%	24.5%	22.1%	21.7%	23.9%	23.6%	22.3%	22.5%	22.9%	22.9%	22.9%
별도기준	71.2	79.4	85.4	76.7	76.6	84.4	89.1	82.4	289.9	312.6	332.5	348.0
(판매비율)	21.1%	22.8%	24.4%	21.8%	21.4%	23.3%	23.4%	22.0%	22.3%	22.5%	22.6%	22.6%
영업이익	19.6	27.8	17.7	23.1	22.3	28.2	26.1	26.1	74.4	88.2	102.8	115.0
(YoY)	19.5%	50.9%	-13.5%	21.3%	14.0%	1.2%	48.0%	12.8%	9.4%	18.7%	16.5%	11.9%
(OPM)	5.8%	8.0%	5.1%	6.6%	6.2%	7.8%	6.9%	7.0%	5.7%	6.4%	7.0%	7.5%
별도기준	20.7	28.9	19.2	24.3	23.5	29.2	27.3	27.3	77.2	93.1	107.3	119.6
(YoY)	26.3%	52.4%	-9.5%	17.5%	13.2%	1.2%	42.7%	12.2%	13.7%	20.5%	15.3%	11.4%
(OPM)	6.1%	8.3%	5.5%	6.9%	6.6%	8.1%	7.2%	7.3%	5.9%	6.7%	7.3%	7.7%
세전이익	20.7	28.4	17.9	23.2	23.3	29.1	27.1	27.1	76.8	90.3	106.6	121.0
당기순이익	16.1	21.3	14.8	17.6	17.7	22.1	20.5	20.5	58.3	69.8	80.8	91.7
지배주주순이익	16.1	21.3	14.8	17.6	17.7	22.1	20.5	20.5	58.3	69.8	80.8	91.7
(YoY)	32.4%	19.1%	-11.5%	51.9%	9.7%	3.7%	38.9%	16.4%	-73.5%	19.6%	15.7%	13.6%

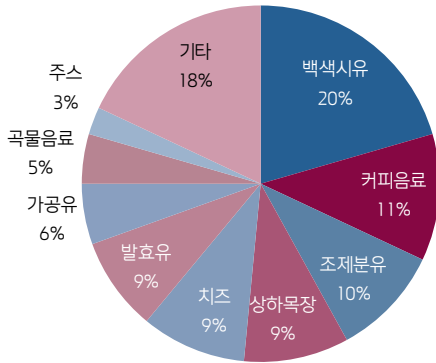
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

Peer Group Valuation

구분		매일유업	롯데칠성	동원 F&B	빙그레	롯데푸드
1/8 증가(원)		85,000	132,500	219,500	54,700	395,000
1/8 시가총액(조원)		0.67	1.06	0.85	0.54	0.45
매출 YoY	'19E	6.1%	6.1%	7.7%	3.1%	3.0%
	'20E	4.7%	3.6%	8.0%	3.3%	4.0%
OP YoY	'19E	25.7%	45.1%	14.3%	11.4%	13.2%
	'20E	9.3%	13.5%	11.9%	12.6%	5.8%
EPS YoY	'19E	24.4%	적전	17.2%	8.6%	-11.1%
	'20E	11.8%	흑전	14.0%	10.5%	12.2%
OPM	'19E	6.8%	5.0%	3.3%	5.0%	4.1%
	'20E	7.1%	5.4%	3.4%	5.4%	4.2%
PER(배)	'19E	9.4	N/A	12.8	15.2	12.2
	'20E	8.4	18.3	11.2	13.7	10.9
EV/EBITDA(배)	'19E	5.4	8.9	8.3	4.3	6.3
	'20E	4.5	8.3	7.6	3.7	5.8

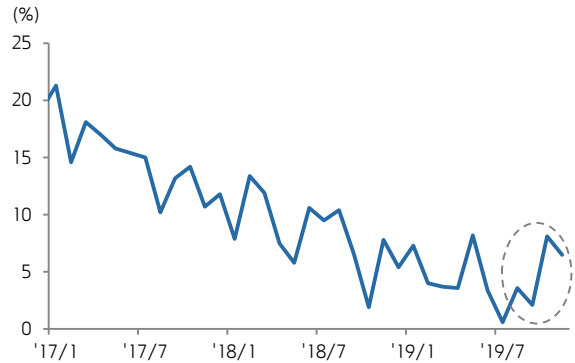
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치(시장 컨센서스 기준)

매일유업 별도기준 매출 MIX



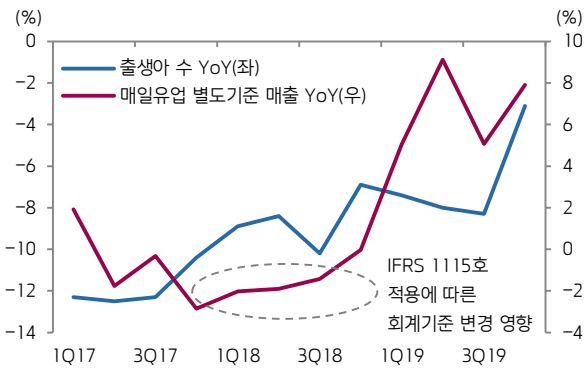
자료: 매일유업, 키움증권 리서치 추정(2019년 기준)

편의점 음료 등 가공식품 매출 YoY 증가율 추이



자료: 산업통상자원부

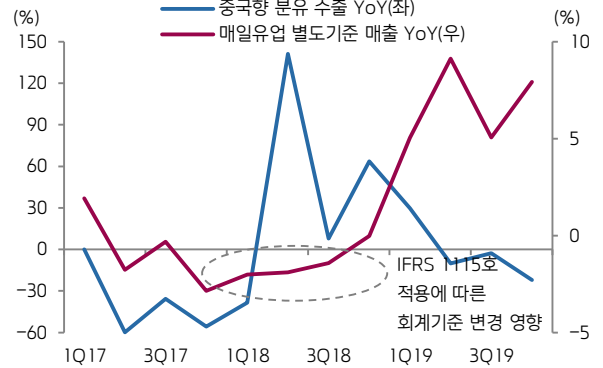
출생아 수 YoY vs 매일유업 별도기준 매출 YoY



자료: 통계청, 매일유업, 키움증권 리서치

주: 1) 4Q19 출생아수 YoY 증감률은 2019년 10월 기준임

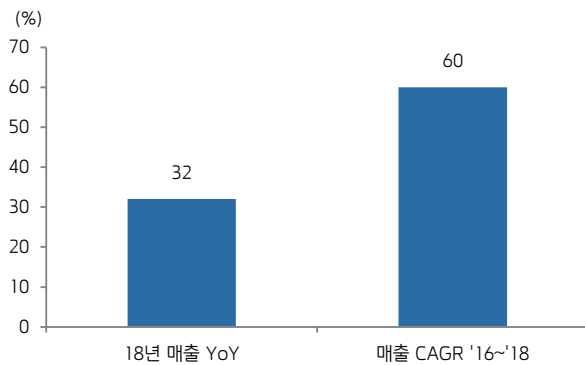
중국향 분유 수출 YoY vs 매일유업 별도기준 매출 YoY



자료: 한국무역통계진흥원, 매일유업, 키움증권 리서치

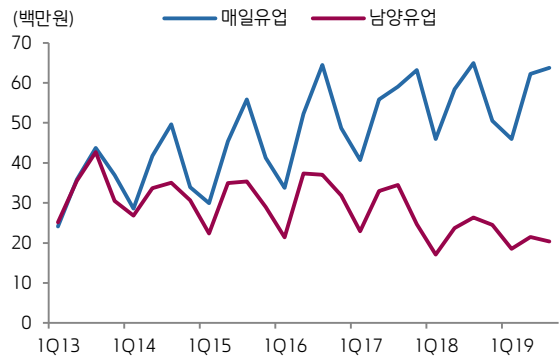
주: 1) 수출액 YoY 증감률은 수리일 기준임

아몬드브리즈 매출 성장률 추이



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

분기별 RTD 커피음료 소매점 매출액: 매일 vs 남양



자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

우유류 단가 비교: 매일우유 vs 상하목장



이마트몰

[매일] 우유 오리지널 후레쉬팩 900ML*2

4,280 원

(100ml당:238원)

자료: 이마트몰



이마트몰

[매일유업]상하목장 슬로우 밀크 180ml*3

2,090 원

(100ml당:388원)

분유류 단가 비교: 앱솔루트 유기농 공 vs 셀렉스



이마트몰

매일유업

매일분유 앱솔루트 공 3단계 800g 3캔

87,000 원

(100g당:3,625원)

자료: 이마트몰



이마트몰

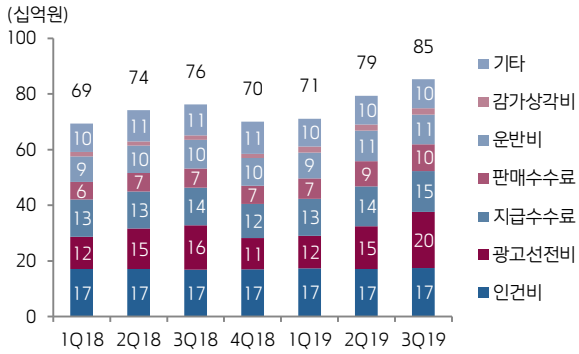
매일유업

농축유청단백가루 셀렉스 매일 코어 프로틴 (3대 핵심 단백질) 진한 우유맛 288g 2캔

54,000 원

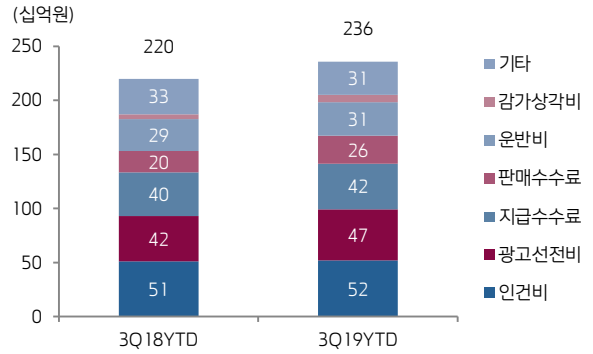
(100g당:9,375원)

매일유업 별도기준 판관비 추이



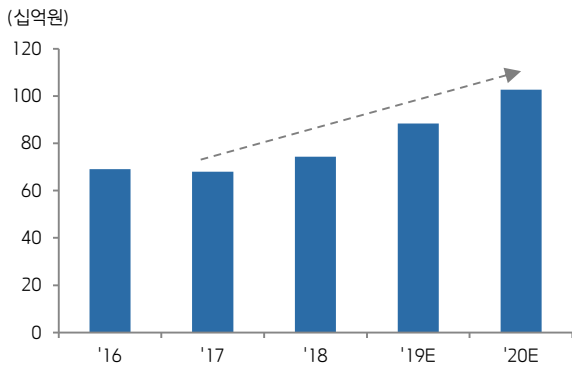
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 판관비 비교: 3Q18YTD vs 3Q19YTD



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

매일유업 연결기준 영업이익 추이 및 전망



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

매일유업 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,389.3	1,474.7	1,544.2
매출원가	933.5	983.4	1,034.3	1,076.0
매출총이익	367.0	405.9	440.3	468.1
판관비	292.7	317.7	337.6	353.1
영업이익	74.4	88.2	102.8	115.0
EBITDA	101.4	116.2	131.7	144.1
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	90.3	106.6	121.0
법인세비용	18.4	20.5	25.8	29.3
계속사업순손익	58.3	69.8	80.8	91.7
당기순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
지배주주순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
증감율 및 수익성 (%)				
매출액 증감율	NA	6.8	6.1	4.7
영업이익 증감율	NA	18.5	16.6	11.9
EBITDA 증감율	NA	14.6	13.3	9.4
지배주주순이익 증감율	NA	19.7	15.8	13.5
EPS 증감율	NA	18.2	15.7	13.6
매출총이익율(%)	28.2	29.2	29.9	30.3
영업이익률(%)	5.7	6.3	7.0	7.4
EBITDA Margin(%)	7.8	8.4	8.9	9.3
지배주주순이익률(%)	4.5	5.0	5.5	5.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	60.6	90.4	95.3	105.1
당기순이익	58.3	69.8	80.8	91.7
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	-10.7	-12.5	-10.2
매출채권및기타채권의감소	10.7	-10.1	-10.0	-8.2
재고자산의감소	-9.2	-5.5	-7.2	-5.8
매입채무및기타채무의증가	-17.5	4.8	4.7	3.8
기타	-5.7	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-18.5	-1.0	-6.3	-9.7
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	-1.8	1.4	2.8
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	43.5	36.8	40.5
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	107.6	144.4
기말현금 및 현금성자산	64.1	107.6	144.4	184.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	348.2	407.1	461.2	515.6
현금 및 현금성자산	64.1	107.5	144.4	184.8
단기금융자산	13.7	13.7	13.7	13.7
매출채권 및 기타채권	153.4	163.5	173.5	181.7
재고자산	111.3	116.8	123.9	129.8
기타유동자산	5.7	5.6	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	702.4	759.3	816.3
유동부채	184.1	192.7	207.3	207.7
매입채무 및 기타채무	148.8	153.7	158.4	162.1
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	291.2	272.7	243.4
지배지분	347.0	411.3	486.6	572.9
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	154.0	229.3	315.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	411.3	486.6	572.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)				
EPS	7,530	8,897	10,299	11,697
BPS	44,235	52,433	62,035	73,035
CFPS	13,018	13,012	14,538	15,947
DPS	700	700	700	700
주가배수(배)				
PER	10.5	9.6	8.3	7.3
PER(최고)	13.6	10.9		
PER(최저)	8.2	8.6		
PBR	1.78	1.62	1.37	1.16
PBR(최고)	2.32	1.86		
PBR(최저)	1.40	1.46		
PSR	0.47	0.48	0.45	0.43
PCFR	6.1	6.5	5.8	5.3
EV/EBITDA	6.3	5.6	4.4	3.5
주요비율(%)				
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.4	7.9	6.8	6.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	9.5	10.6	11.1	11.6
ROE	16.8	18.4	18.0	17.3
ROIC	15.3	17.5	18.7	20.3
매출채권회전율	17.0	8.8	8.8	8.7
재고자산회전율	23.4	12.2	12.3	12.2
부채비율	77.5	70.8	56.0	42.5
순차입금비율	4.9	-6.9	-18.2	-28.3
이자보상배율	23.2	28.1	43.6	93.4
총차입금	94.9	93.0	69.7	36.5
순차입금	17.0	-28.2	-88.5	-162.1
NOPLAT	101.4	116.2	131.7	144.1
FCF	32.9	50.6	64.4	76.1

Compliance Notice

- 당사는 1월 8일 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

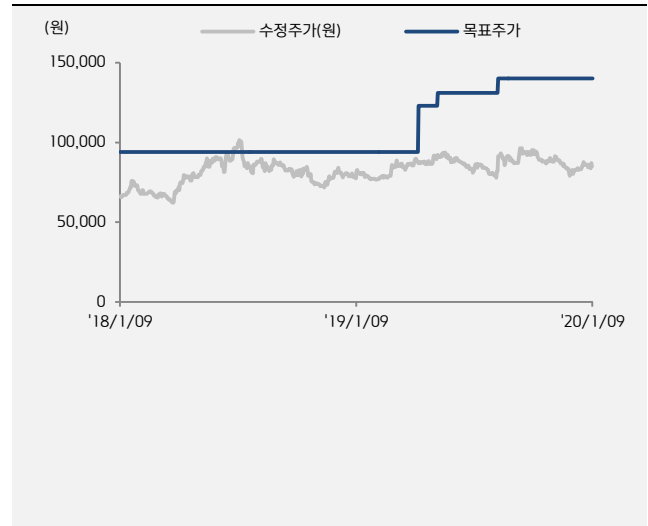
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	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	-34.23	-28.47
	2019-08-16	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-34.70	-31.14
	2019-10-16	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-35.31	-31.14
	2019-11-15	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-36.89	-31.14
	2020-01-09	BUY (Maintain)	140,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%