



BUY(Maintain)

목표주가: 110,000원
주가(1/12): 70,700원

시가총액: 5,545억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

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

매일유업 (267980)

수요 회복과 판촉 완화가 동시에 나타날 것



매일유업의 4Q20 연결기준 영업이익은 210억원으로 전망된다. 코로나19 3차 확산으로 편의점 채널의 수요가 예상 보다 크게 부진하였기 때문이다. 21년에는 코로나19 영향이 완화되면서 사람들의 외부활동이 재개될 가능성이 높기 때문에, 편의점 채널을 중심으로 수요 회복이 나타나고, 2+1과 같은 할인 행사 강도가 축소되는 모습이 나타날 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSDAQ (1/12)		973.72pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	90,800원	56,600원
등락률	-22.1%	23.7%
수익률	절대	상대
1M	-0.6%	-5.5%
6M	-9.7%	-28.5%
1Y	-21.8%	-46.1%

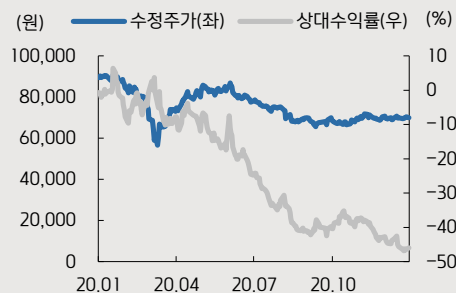
Company Data

발행주식수		7,844천주
일평균 거래량(3M)		28천주
외국인 지분율		16.0%
배당수익률(20E)		1.1%
BPS(20E)		58,607원
주요 주주	김정환 외 11 인	56.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,393.3	1,462.1	1,560.2	1,656.8
영업이익	85.3	83.5	104.1	119.2
EBITDA	118.3	117.2	141.1	156.3
세전이익	85.2	85.6	107.6	124.3
순이익	64.3	62.2	81.6	94.2
지배주주지분순이익	64.3	62.2	81.6	94.2
EPS(원)	8,202	7,926	10,400	12,008
증감률(% YoY)	8.9	-3.4	31.2	15.5
PER(배)	10.5	8.9	6.8	5.9
PBR(배)	1.67	1.21	1.04	0.89
EV/EBITDA(배)	5.5	4.3	3.1	2.4
영업이익률(%)	6.1	5.7	6.7	7.2
ROE(%)	17.1	14.4	16.4	16.3
순차입금비율(%)	-5.5	-11.9	-21.2	-30.0

Price Trend



>>> 4분기 영업이익 210억원 전망

매일유업의 4Q20 영업이익은 연결기준 210억원(+4% YoY), 별도기준 216억원(+4% YoY)으로 전망된다(시장 컨센서스 부합). 조제분유 매출 감소와 코로나 19 3차 확산 영향으로 인한 컵커피/가공유 매출 감소에도 불구하고, 백색시유/상하목장/곡물음료 중심의 이커머스 판매 호조(+10% 이상)와 셀렉스 매출 성장(+60~70억원 YoY)에 힘입어, 별도기준 매출액과 영업이익이 모두 전년동기 대비 소폭 증가할 것으로 판단된다.

>>> 편의점 채널 수요 회복과 전사 수익성 개선 기대

매일유업의 21년 매출액과 영업이익은 각각 1,560억원(+7% YoY), 1,061억원(+24% YoY)으로 전망된다(별도기준). 1) 상하목장/곡물음료 중심으로 경쟁사 대비 높은 판매량 성장세가 지속되는 가운데, 2) 외부활동 재개로 편의점 채널의 트래픽이 회복되면서 고수익 제품인 컵커피/가공유의 매출 회복과 제품 할인을 완화가 기대되고, 3) 성인영양식 셀렉스가 증장기 성장동력으로 자리잡고 있기 때문(매출: '20E 500억원 -> '21E 700억원)이다.

매일유업은 20년에 코로나19 확산으로 전사 수익성이 하락하였다. 동사는 조제분유 매출 감소에도 불구하고, 컵커피/상하목장/곡물음료/셀렉스 등을 중심으로 고수익성 제품을 확대하면서, 19년까지 꾸준히 매출총이익률을 상승시켜 왔다. 하지만, 20년에는 편의점 트래픽 감소로 컵커피/가공유 수요가 부진하면서(컵커피 +1%, 가공유 -2~-3%), 매출 방어와 재고 관리를 위해 판촉 활동(2+1 행사 등)을 많이 늘렸고, 전사 GPM이 전년대비 -0.2%p 하락한 것으로 추산된다. 21년은 외부활동이 재개되면서, RTD 음료 수요의 회복이 기대되기 때문에, 제품 할인이 완화된다고, 고수익 제품 확대에 따른 Product Mix 개선 효과가 정상화 될 것으로 기대된다('21E GPM +1%p / OPM +0.9%p YoY).

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원을 유지한다. 동사는 21년에 사람들의 외부활동이 재개되면서, 편의점 채널을 중심으로 수요 회복 효과를 크게 누릴 것으로 판단된다. 주가 밸류에이션 레벨도 업종 평균(13.1x)과 역사적 밴드 레벨 대비 낮은 편이기 때문에, 밸류에이션 매력도도 상대적으로 높은 것으로 판단된다('21E PER 6.8x).

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	356.3	358.2	355.3	379.7	368.9	374.5	387.5	401.0	397.3	1,393.3	1,462.1	1,560.2	1,656.8
(YoY)	9.3%	6.1%	1.6%	8.6%	3.5%	4.5%	9.0%	5.6%	7.7%	7.1%	4.9%	6.7%	6.2%
별도기준	355.8	357.9	354.8	378.5	368.3	374.2	386.9	399.8	396.7	1,391.7	1,459.5	1,557.6	1,654.2
(YoY)	9.0%	6.1%	1.9%	8.0%	3.5%	4.5%	9.1%	5.6%	7.7%	7.0%	4.9%	6.7%	6.2%
매출총이익	104.6	99.7	107.0	113.2	108.6	106.2	119.9	124.7	121.0	409.4	428.5	471.8	508.4
(GPM)	29.3%	27.8%	30.1%	29.8%	29.4%	28.4%	30.9%	31.1%	30.4%	29.4%	29.3%	30.2%	30.7%
별도기준	104.1	99.5	106.6	112.4	108.1	106.0	119.5	123.9	120.5	408.7	426.6	469.8	506.4
(GPM)	29.3%	27.8%	30.0%	29.7%	29.4%	28.3%	30.9%	31.0%	30.4%	29.4%	29.2%	30.2%	30.6%
판매비	84.4	79.3	86.7	91.4	87.6	83.8	93.9	94.6	95.4	324.1	345.1	367.7	389.2
(판매비율)	23.7%	22.1%	24.4%	24.1%	23.8%	22.4%	24.2%	23.6%	24.0%	23.3%	23.6%	23.6%	23.5%
별도기준	83.3	78.5	85.7	90.4	86.6	82.9	92.9	93.6	94.3	319.2	341.1	363.7	385.3
(판매비율)	23.4%	21.9%	24.1%	23.9%	23.5%	22.2%	24.0%	23.4%	23.8%	22.9%	23.4%	23.4%	23.3%
영업이익	20.2	20.4	20.3	21.8	21.0	22.4	26.0	30.2	25.6	85.3	83.5	104.1	119.2
(YoY)	5.8%	3.8%	-27.0%	23.6%	3.9%	10.1%	27.7%	38.3%	21.8%	14.7%	-2.1%	24.7%	14.5%
(OPM)	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	6.0%	6.7%	7.5%	6.4%	6.1%	5.7%	6.7%	7.2%
별도기준	20.8	21.0	21.0	21.9	21.6	23.1	26.6	30.3	26.2	89.5	85.5	106.1	121.2
(YoY)	0.4%	1.4%	-27.4%	14.4%	3.8%	9.8%	26.9%	38.1%	21.2%	15.9%	-4.5%	24.1%	14.2%
(OPM)	5.8%	5.9%	5.9%	5.8%	5.9%	6.2%	6.9%	7.6%	6.6%	6.4%	5.9%	6.8%	7.3%
세전이익	18.1	24.7	19.4	18.3	23.2	23.3	26.8	31.1	26.4	85.2	85.6	107.6	124.3
순이익	12.2	19.2	14.1	11.4	17.5	17.6	20.3	23.5	20.0	64.3	62.2	81.6	94.2
(지배)순이익	12.2	19.2	14.1	11.4	17.5	17.6	20.3	23.5	20.0	64.3	62.2	81.6	94.2
(YoY)	4.9%	19.0%	-33.8%	-23.0%	44.1%	-7.9%	44.3%	106.9%	14.3%	10.3%	-3.4%	31.2%	15.5%

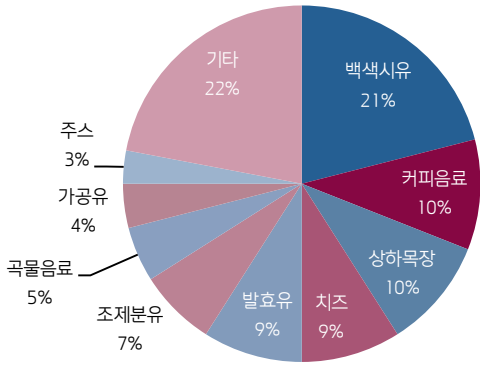
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

Peer Group Valuation (시장 컨센서스 기준)

구분		매일유업	롯데칠성	동원 F&B	빙그레	롯데푸드
1/12 증가(원)		70,700	117,500	184,000	57,100	332,500
1/12 시가총액(조원)		0.55	1.05	0.71	0.56	0.38
매출 YoY	'20E	4.5%	-6.3%	6.4%	7.4%	-2.8%
	'21E	5.3%	4.1%	6.4%	12.0%	3.4%
OP YoY	'20E	-1.0%	-11.8%	10.7%	14.6%	-4.8%
	'21E	14.3%	21.9%	6.8%	6.4%	10.3%
EPS YoY	'20E	-1.0%	적전	10.7%	20.2%	98.7%
	'21E	12.0%	흑전	11.7%	-2.7%	-50.8%
OPM	'20E	5.8%	4.2%	3.5%	5.6%	2.7%
	'21E	6.3%	4.9%	3.5%	5.3%	2.9%
PER(배)	'20E	8.6	31.3	9.9	11.4	5.0
	'21E	7.7	21.6	8.8	11.7	10.1
EV/EBITDA(배)	'20E	4.1	9.5	7.0	3.3	5.2
	'21E	3.1	8.8	6.6	3.0	4.8

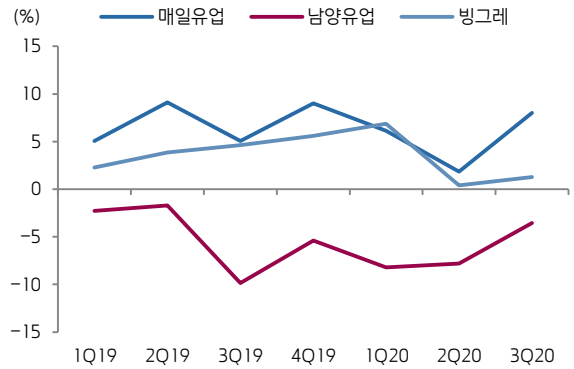
자료: Fn Guide

매일유업 별도기준 매출 MIX



자료: 매일유업, 키움증권 리서치(2020년 추정치 기준)

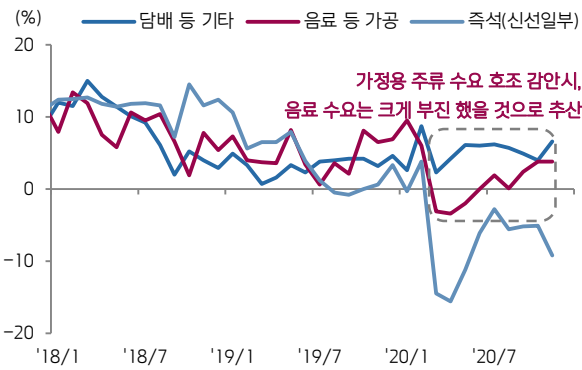
주요 유가공 3社 매출 성장률 추이 비교



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

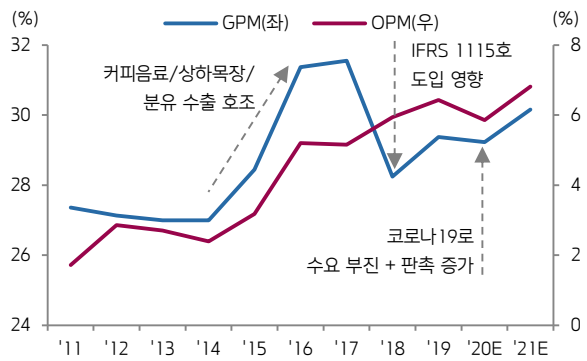
주: 1) 매일유업/남양유업은 별도기준. 빙그레는 우유/유음료 부문 기준임.

편의점 주요 상품군별 매출 YoY 증가율 추이



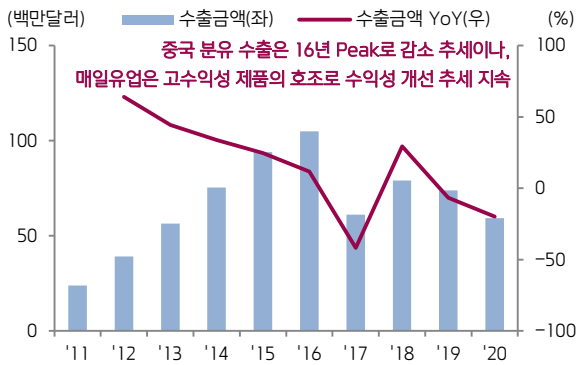
자료: 산업통상자원부

매일유업 별도기준 수익성 추이 및 전망



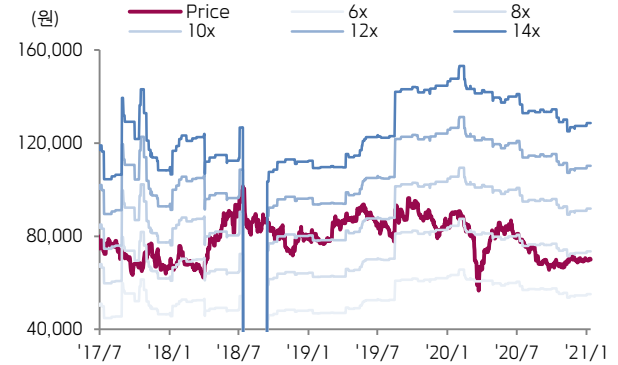
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

한국의 중국 조제분유 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

매일유업 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,300.6	1,393.3	1,462.1	1,560.2	1,656.8
매출원가	933.5	983.8	1,033.6	1,088.4	1,148.4
매출총이익	367.0	409.4	428.5	471.8	508.4
판매비	292.7	324.1	345.1	367.7	389.2
영업이익	74.4	85.3	83.5	104.1	119.2
EBITDA	101.4	118.3	117.2	141.1	156.3
영업외손익	2.4	-0.1	2.1	3.5	5.1
이자수익	2.2	2.3	2.2	3.1	4.7
이자비용	3.2	2.8	1.6	1.2	1.2
외환관련이익	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	0.8	1.9	2.0	2.0
법인세차감전이익	76.8	85.2	85.6	107.6	124.3
법인세비용	18.4	20.8	23.4	26.0	30.1
계속사업손익	58.3	64.3	62.2	81.6	94.2
당기순이익	58.3	64.3	62.2	81.6	94.2
지배주주순이익	58.3	64.3	62.2	81.6	94.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	7.1	4.9	6.7	6.2
영업이익 증감율	NA	14.7	-2.1	24.7	14.5
EBITDA 증감율	NA	16.7	-0.9	20.4	10.8
지배주주순이익 증감율	NA	10.3	-3.3	31.2	15.4
EPS 증감율	NA	8.9	-3.4	31.2	15.5
매출총이익율(%)	28.2	29.4	29.3	30.2	30.7
영업이익률(%)	5.7	6.1	5.7	6.7	7.2
EBITDA Margin(%)	7.8	8.5	8.0	9.0	9.4
지배주주순이익률(%)	4.5	4.6	4.3	5.2	5.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	61.5	91.4	71.0	80.2	89.1
당기순이익	58.3	64.3	62.2	81.6	94.2
비현금항목의 가감	42.5	53.5	35.3	38.5	38.7
유형자산감가상각비	25.3	31.1	31.8	35.0	35.2
무형자산감가상각비	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	20.5	1.6	1.6	1.6
영업활동자산부채증감	-20.8	-7.8	-3.0	-13.9	-13.7
매출채권및기타채권의감소	10.7	-4.2	-3.7	-11.1	-10.9
재고자산의감소	-9.2	-5.0	-3.1	-8.0	-7.9
매입채무및기타채무의증가	-17.5	1.4	3.6	5.2	5.1
기타	-4.8	0.0	0.2	0.0	0.0
기타현금흐름	-18.5	-18.6	-23.5	-26.0	-30.1
투자활동 현금흐름	-26.3	-40.4	-47.1	-32.1	-30.6
유형자산의 취득	-27.7	-36.4	-50.0	-36.0	-36.0
유형자산의 처분	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	-1.1	-2.0	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	2.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-13.7	-9.2	0.0	0.0	0.0
기타	23.9	2.8	4.9	5.9	7.4
재무활동 현금흐름	-7.7	-30.5	-46.9	-25.9	-11.0
차입금의 증가(감소)	-4.6	-20.5	-35.3	-15.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.4	-5.5	-6.3	-6.1	-6.1
기타	-7.6	-3.7	-5.3	-4.8	-4.9
기타현금흐름	-0.2	-0.2	20.4	21.5	26.0
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	20.3	-2.6	43.5	73.6
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	84.3	81.8	125.3
기말현금 및 현금성자산	64.1	84.3	81.8	125.3	198.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	348.2	391.9	396.1	458.8	551.1
현금 및 현금성자산	64.1	84.3	81.7	125.3	198.8
단기금융자산	13.7	23.0	23.0	23.0	23.0
매출채권 및 기타채권	153.4	161.5	165.2	176.3	187.2
재고자산	111.3	116.3	119.4	127.4	135.3
기타유동자산	5.7	6.8	6.8	6.8	6.8
비유동자산	267.6	283.3	303.7	306.8	307.7
투자자산	7.4	4.6	4.6	4.6	4.6
유형자산	226.7	228.8	247.0	248.0	248.8
무형자산	8.2	8.2	8.3	8.4	8.4
기타비유동자산	25.3	41.7	43.8	45.8	45.9
자산총계	615.7	675.2	699.8	765.7	858.8
유동부채	184.1	214.7	198.0	203.2	208.3
매입채무 및 기타채무	148.8	157.0	160.6	165.8	170.9
단기금융부채	21.9	41.6	21.3	21.3	21.3
기타유동부채	13.4	16.1	16.1	16.1	16.1
비유동부채	84.7	56.9	42.1	27.3	27.3
장기금융부채	72.7	43.4	28.6	13.8	13.8
기타비유동부채	12.0	13.5	13.5	13.5	13.5
부채총계	268.8	271.6	240.1	230.4	235.5
지배지분	347.0	403.6	459.7	535.2	623.3
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	256.8	256.8	256.8	256.8	256.8
기타자본	-0.3	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
기타포괄손익누계액	-3.2	-4.5	-4.5	-4.6	-4.6
이익잉여금	89.7	148.5	204.6	280.1	368.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	403.6	459.7	535.2	623.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)				
EPS	7,530	7,926	10,400	12,008
BPS	44,235	58,607	68,229	79,460
CFPS	13,018	12,425	15,312	16,944
DPS	700	800	800	800
주가배수(배)				
PER	10.5	8.9	6.8	5.9
PER(최고)	13.6	11.6		
PER(최저)	8.2	7.1		
PBR	1.78	1.21	1.04	0.89
PBR(최고)	2.32	1.57		
PBR(최저)	1.40	0.96		
PSR	0.47	0.38	0.36	0.33
PCFR	6.1	5.7	4.6	4.2
EV/EBITDA	6.3	4.3	3.1	2.4
주요비율(%)				
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.4	9.8	7.5	6.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.1	1.1	1.1
ROA	9.5	9.0	11.1	11.6
ROE	16.8	14.4	16.4	16.3
ROIC	15.4	15.1	18.7	20.6
매출채권회전율	17.0	8.9	9.1	9.1
재고자산회전율	23.4	12.4	12.6	12.6
부채비율	77.5	52.2	43.1	37.8
순차입금비율	4.8	-11.9	-21.2	-30.0
이자보상배율	23.2	51.0	90.4	103.6
총차입금	94.6	49.9	35.1	35.1
순차입금	16.8	-54.8	-113.2	-186.7
NOPLAT	101.4	117.2	141.1	156.3
FCF	33.8	39.3	64.0	75.8

Compliance Notice

- 당사는 1월 12일 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

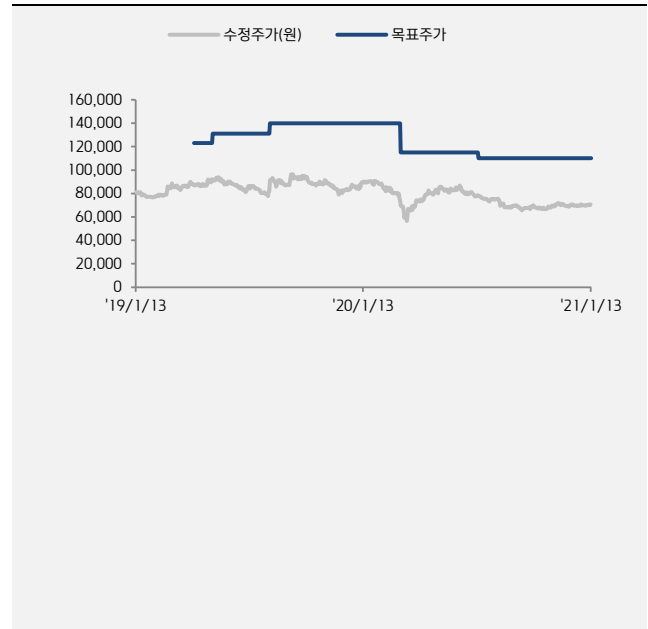
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	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
	2019-10-15	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	-36.87	-31.14
	2020-01-13	BUY (Maintain)	140,000원	6개월	-36.78	-31.14
	2020-03-13	BUY (Maintain)	115,000원	6개월	-42.21	-35.65
	2020-04-09	BUY (Maintain)	115,000원	6개월	-32.45	-24.52
	2020-07-16	BUY (Maintain)	110,000원	6개월	-35.47	-29.09
	2020-10-20	BUY (Maintain)	110,000원	6개월	-36.09	-29.09
	2020-11-17	BUY (Maintain)	110,000원	6개월	-36.16	-29.09
	2021-01-13	BUY (Maintain)	110,000원	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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%