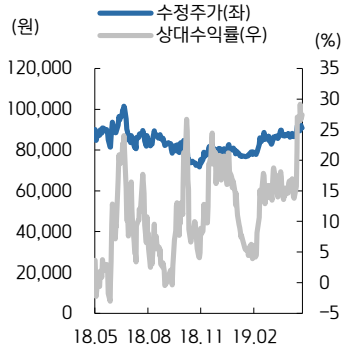
매일유업(267980) 더 이상 2등이 아니다

BUY (Maintain)

주가(5/20):91,600원/TP: 131,000원

KOSDAQ (5/20)			702.08pt
시가총액			7,185억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		101,500원	71,800원
최고/최저가대비		-9.8%	27.6%
주가수익률		절대	상대
	1M	4.6%	13.6%
	6M	27.6%	25.5%
	1Y	8.1%	33.9%
발행주식수			7,844천주
일평균 거래량(3M)			22천주
외국인 지분율			15.3%
배당수익률(2019E)			0.8%
BPS(2019E)			51,738원
주요 주주		김정완 외 11인	57.7%



◎ 커피음료와 함께 확고해지는 유가공 업계 1등 포지션

- 커피음료 성장성 둔화와 경쟁사 브랜드 인지도 하락으로 커피음료 시장 Brand Consolidation 전망
- 유가공 산업 내 최대 경쟁사인 남양유업과의 매출/수익성 격차가 지속 확대되고 있음
- 커피음료 중심으로 유가공 업종 내 1등 포지션 확고해지면서, 밸류에이션 Level Up 전망

◎ 조제분유 업황, 바닥을 지나는 중

- 서울 부동산 가격 상승세 둔화로 출산율 Bottom-Out 전망
- 중국 분유 수출 증가세 더해지면서, 조제분유 매출 감소 완화 전망. 20년부터 성장세도 가능할 것

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 13.1만원

- 유가공 업종 내 시장 지위 상승과 조제분유 시장 리스크 완화로, 중기적으로 밸류에이션 Level Up 전망

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,362.2	1,400.4	1,440.3
영업이익	74.4	83.4	89.3	95.7
EBITDA	101.4	113.6	119.5	125.8
세전이익	76.8	84.4	92.3	76.4
순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
지배주주지분순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
EPS(원)	7,530	8,203	8,916	9,745
증감률(%,YoY)	NA	8.9	8.7	9.3
PER(배)	10.5	10.7	9.9	9.0
PBR(배)	1.78	1.70	1.47	1.28
EV/EBITDA(배)	6.4	5.9	5.1	4.3
영업이익률(%)	5.7	6.1	6.4	0.0
ROE(%)	16.8	17.1	16.0	15.1
순차입금비율(%)	8.4	-5.7	-17.5	-27.2

매일유업(267980) 커피음료 중심으로 확고해지는 1등 포지션

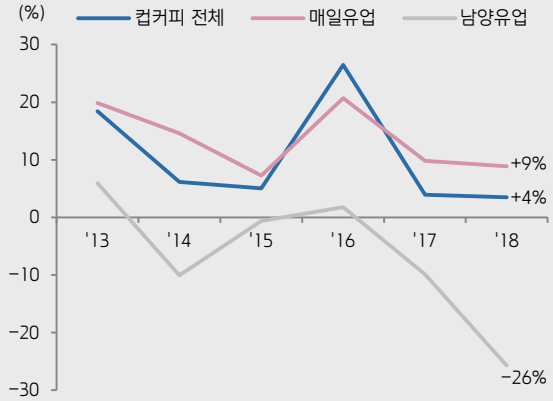
◎ 음료 판매 채널 헤게모니 변화로 커피음료 시장 구조 재편 전망

- 편의점 채널 성장세는 여전히 견조하나, 커피숍 시장이 폭발적으로 성장하면서, 커피음료 소비의 고급화가 진행되고 있음
- 이에 따라, 18년 컵커피 시장 성장률은 +4%로 둔화. 편의점 채널의 수요 성장이 일부 커피숍 시장으로 흡수되고 있기 때문
- 경쟁사 브랜드 이미지 하락과 시장 성장률 둔화에 따른 신규 업체 진입 둔화로, 1등 브랜드(바리스타)의 수익성 상승 기대

◎ 커피음료 중심으로 유가공 업계 1등 포지션 굳히는 중

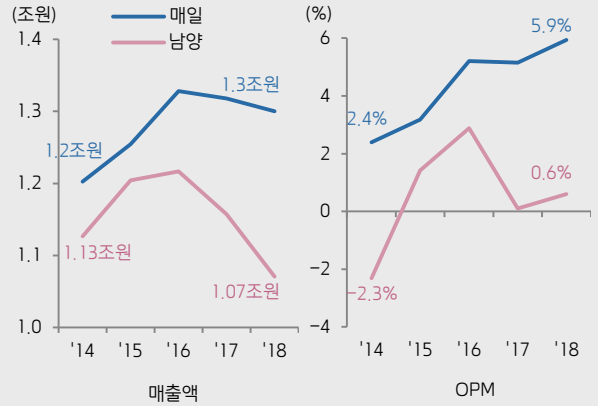
- 18년 연간 매출: 서울우유 1.67조원, 매일유업 1.3조원, 남양유업 1.07조원, 빙그레 0.86조원
- 18년 연간 OP: 매일유업 744억원, 서울우유 634억원, 빙그레 393억원, 남양유업 86억원
- 매일유업은 조제분유/커피음료/상하목장의 고수익성 제품과 활발한 신제품(곡물음료 등) 활동으로 유가공 업계 이익 1위 기록
- 특히, 주요 경쟁사인 남양유업과의 매출액 및 OPM 격차 벌어지면서, 유가공 시장 주도권 확보

커피음료 소매점 매출 성장률: 컵커피/매일/남양



자료: 식품산업통계정보
주: 1) 2018년 수치는 3Q18 누계 기준 수치임

매출액/OPM 추이 비교: 매일유업 vs 남양유업



자료: Fn Guide(별도기준)

매일유업(267980) 조제분유 업황, 바닥을 지나는 중

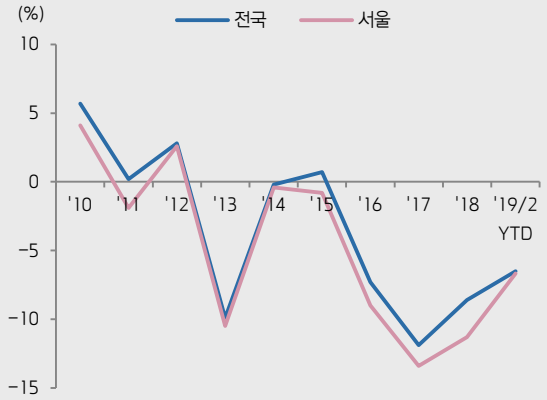
◎ 국내 출생아 수 감소 추세 완화 전망

- 부동산 가격의 가파른 상승으로 20~30대 실질 구매력이 하락하면서, 2015~18년 급격한 출생아 수 감소 경험
- 정부의 부동산 가격 안정화 정책으로 작년 하반기부터 부동산 가격 상승세 일단락
- 출산을 미뤄왔던 이연 수요와 20~30대 실질 구매력 회복으로 인해, 19년 출생아 수 감소세 완화, 20년 반등 가능성 상존

◎ 중국 수출 증가 더해지면서, 20년부터 조제분유 매출 성장 기대

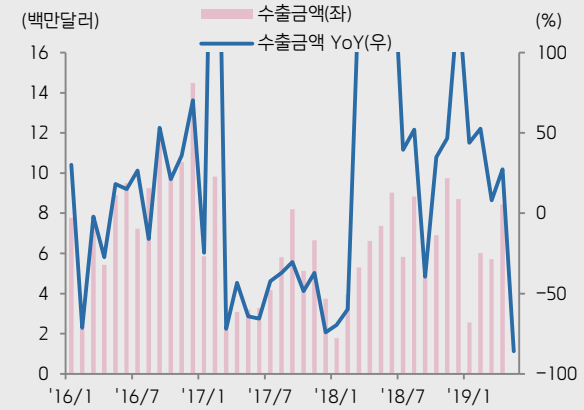
- 18년 매일유업 조제분유 매출액 1,400~1,500억원 수준. 여기서 중국 수출 비중은 약 30~33% 추산
- 중국 조제분유 수출의 완만한 성장세 감안한다면, 20년부터는 조제분유 전체 매출이 성장으로 추세 전환할 가능성 있음

출생아 수 YoY 증가율 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

중국 조제분유 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치센터(수리일 기준)

매일유업(267980) 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**	**333.5**	**349.8**	**341.4**	**1,300.6**	**1,362.2**	**1,400.4**
(YoY)	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.1%	5.1%	4.3%	4.8%	4.7%	-1.3%	4.7%	2.8%
별도기준	321.0	319.2	333.5	326.4	337.2	333.3	349.6	341.2	1,300.1	1,361.3	1,399.6
(YoY)	-2.0%	-1.9%	-1.4%	0.0%	5.1%	4.4%	4.8%	4.5%	-1.3%	4.7%	2.8%
매출총이익	**85.8**	**93.6**	**97.4**	**90.3**	**91.9**	**98.3**	**103.4**	**96.2**	**367.0**	**389.7**	**403.1**
(GPM)	26.7%	29.3%	29.2%	27.7%	27.2%	29.5%	29.6%	28.2%	28.2%	28.6%	28.8%
판관비	**69.4**	**75.1**	**76.9**	**71.2**	**72.3**	**77.5**	**80.8**	**75.8**	**292.7**	**306.3**	**313.7**
(판관비율)	21.6%	23.5%	23.1%	21.8%	21.4%	23.2%	23.1%	22.2%	22.5%	22.5%	22.4%
영업이익	**16.4**	**18.5**	**20.4**	**19.1**	**19.6**	**20.8**	**22.6**	**20.4**	**74.4**	**83.4**	**89.3**
(YoY)	39.4%	-0.4%	-4.5%	17.4%	19.5%	12.6%	10.7%	7.0%	9.4%	12.2%	7.1%
(OPM)	5.1%	5.8%	6.1%	5.9%	5.8%	6.2%	6.5%	6.0%	5.7%	6.1%	6.4%
별도기준	16.4	18.9	21.2	20.7	20.7	21.8	23.6	21.4	77.2	87.5	93.4
(YoY)	39.4%	2.2%	-1.0%	27.5%	26.2%	15.0%	11.5%	3.3%	13.7%	13.3%	6.8%
(OPM)	5.1%	5.9%	6.4%	6.3%	6.1%	6.5%	6.8%	6.3%	5.9%	6.4%	6.7%
세전이익	15.8	23.7	17.8	19.4	20.7	20.7	22.6	20.4	76.8	84.4	92.3
당기순이익	12.2	17.9	16.7	11.6	16.1	15.7	17.1	15.4	58.3	64.3	69.9
지배주주순이익	**12.2**	**17.9**	**16.7**	**11.6**	**16.1**	**15.7**	**17.1**	**15.4**	**58.3**	**64.3**	**69.9**
(YoY)	112.1%	-90.6%	4.3%	31.3%	32.4%	-12.2%	2.3%	33.2%	-73.5%	10.3%	8.7%

매일유업(267980) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,300.6	1,362.2	1,400.4	1,440.3
매출원가	933.5	972.4	997.4	1,023.3
매출총이익	367.0	389.7	403.1	417.0
판관비	292.7	306.3	313.7	321.3
영업이익	74.4	83.4	89.3	95.7
EBITDA	101.4	113.6	119.5	125.8
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
법인세차감전이익	76.8	84.4	92.3	100.8
법인세비용	18.4	20.0	22.3	24.4
계속사업순손익	58.3	64.3	69.9	76.4
당기순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
지배주주순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
증감율 및 수익성 (%)				
매출액 증감율	NA	4.7	2.8	2.8
영업이익 증감율	NA	12.1	7.1	7.2
EBITDA 증감율	NA	12.0	5.2	5.3
지배주주순이익 증감율	NA	10.3	8.7	9.3
EPS 증감율	NA	8.9	8.7	9.3
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

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	348.2	388.7	422.1	462.1
현금 및 현금성자산	64.1	94.6	120.2	152.2
단기금융자산	1.7	1.7	1.7	1.7
매출채권 및 기타채권	153.4	160.3	164.8	169.4
재고자산	111.3	114.5	117.7	121.0
기타유동자산	19.4	19.3	19.4	19.5
비유동자산	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
자산총계	615.7	656.1	689.3	729.2
유동부채	184.1	198.8	200.9	169.8
매입채무 및 기타채무	148.8	152.2	154.3	156.5
단기금융부채	22.2	33.5	33.5	0.3
기타유동부채	13.1	13.1	13.1	13.0
비유동부채	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
부채총계	268.8	250.2	219.1	188.0
지배지분	347.0	405.8	470.3	541.2
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	148.5	213.0	283.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	347.0	405.8	470.3	541.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	60.6	87.8	94.5	100.7
당기순이익	58.3	64.3	69.9	76.4
비현금항목의 가감	42.5	49.5	49.8	49.6
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	19.4	19.7	19.5
영업활동자산부채증감	-21.7	-6.7	-5.6	-5.9
매출채권및기타채권의감소	10.7	-6.9	-4.5	-4.7
재고자산의감소	-9.2	-3.2	-3.2	-3.4
매입채무및기타채무의증가	-17.5	3.4	2.1	2.2
기타	-5.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-18.5	-19.3	-19.6	-19.4
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-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
현금 및 현금성자산의 순증가	27.3	30.5	25.7	32.0
기초현금 및 현금성자산	36.8	64.1	94.6	120.3
기말현금 및 현금성자산	64.1	94.6	120.3	152.3

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)				
EPS	7,530	8,203	8,916	9,745
BPS	44,235	51,738	59,954	68,999
CFPS	13,018	14,509	15,259	16,069
DPS	700	700	700	700
주가배수(배)				
PER	10.5	10.7	9.9	9.0
PER(최고)	13.6	11.1		
PER(최저)	8.2	9.3		
PBR	1.78	1.70	1.47	1.28
PBR(최고)	2.32	1.76		
PBR(최저)	1.40	1.48		
PSR	0.47	0.51	0.49	0.48
PCFR	6.1	6.1	5.8	5.5
EV/EBITDA	6.4	5.9	5.1	4.3
주요비율(%)				
배당성향(%,보통주,현금)	9.4	8.5	7.8	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	16.0	15.1
ROIC	14.9	16.6	17.4	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	-5.7	-17.5	-27.2
이자보상배율,현금)	23.2	33.8	66.5	434.6
총차입금	94.9	73.0	39.8	6.5
순차입금	29.1	-23.3	-82.2	-147.4
NOPLAT	101.4	113.6	119.5	125.8
FCF	32.9	57.1	62.2	66.8

키움증권