

매일유업 (267980)

한유정
yujung.han@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **90,000**
유지

현재주가 **78,600**
(21.05.17)

음식료업종

쉽지 않았던 1분기

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

- 음식료 업종 평균 PER의 20% 할인 적용은 유지하나 음식료 업종의 주가 반등을 감안해 Target PER을 10배에서 11배로 상향 적용. 지난 4월 2천억원 규모의 회사채 발행에 따른 이자비용 증가분을 반영해 이익 추정치 하향 조정하여 목표주가의 변동은 없음. 유업계 내 가장 적극적으로 포트폴리오 다각화를 시도 중이나 Re-rating을 위해선 신사업에 대한 성과 확인이 선제되어야 한다고 판단

기대치를 하회한 1분기

- 2021년 1분기 매일유업의 별도 기준 매출액은 3,698억원(+3% yoy, +0.2% qoq), 영업이익은 180억원(-14% yoy, -26% qoq)으로 증권 대신증권 추정 영업이익 217억원과 컨센서스 영업이익 208억원 하회. 셀렉스 판매 호조 및 외부 활동 증가에 따른 가공유, 커피음료 판매 호조가 매출 성장을 주도한 것으로 추정되나, 고마진 제품인 분유 매출 감소와 광고선전비 증가(+24% yoy)로 감익

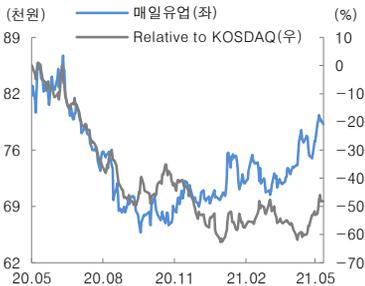
속도 내는 포트폴리오 다각화

- 2020년 합계 출산율은 0.84명으로 1970년 출생 통계 작성 최저 수준 기록. 주 소비 인구가 감소하는 가운데 온라인 식품 유통 시장 성장으로 유제품의 온라인 구매가 일상화 되며 온라인 플랫폼들을 통한 외산, PB 유제품 판매 확대 추세

- 지난 4월 2천억원 규모의 회사채 발행을 통해 해외 사업 확장 및 건강식품 사업 확장을 위한 실탄 마련. 1) 2020년 12월 글로벌 B2B 판매 기반 마련을 위해 호주 법인 설립에 이어 지난 2월 호주 코리오베이데어리그룹의 파우더 원료 공장을 115억원에 인수하였으며 2021년 추가 공장 건설에 105억원 투자를 시작으로 2023년까지 고부가가치 제품 생산을 위해 150억원, 2024년까지 B2C 시장 공략을 위한 제품 생산 라인 확대 목적으로 200억원을 투자할 계획. 2) 셀렉스 등 헬스&뉴트리션 부문 사업 강화를 위해 400억원 추가 투자 예정

KOSDAQ	962.5
시가총액	617십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	86,800원 / 65,600원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	16.60%
주요주주	김정완 외 13 인 56.27% 브이아이피자산운용 5.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	6.1	12.8	-8.4
상대수익률	9.1	8.0	-1.6	-34.1



구분	1Q20	4Q20	직전추정	잠정치	1Q21			2Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	358	369	380	370	3.3	0.2	367	367	3.4	-0.8
영업이익	21	24	22	18	-14.1	-26.2	21	22	5.8	22.9
순이익	20	13	20	16	-17.6	26.7	20	15	4.7	-5.8

자료: 매일유업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,392	1,460	1,509	1,561	1,608
영업이익	90	88	88	95	99
세전순이익	89	82	83	91	96
총당기순이익	68	59	62	68	72
자배분순이익	68	59	62	68	72
EPS	8,741	7,747	8,144	8,931	9,450
PER	9.8	9.0	9.7	8.8	8.3
BPS	52,342	57,156	64,326	72,236	80,592
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
ROE	18.0	13.7	13.0	12.7	12.0

주1: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출, 주2: 별도기준
자료: 매일유업, 대신증권 Research Center

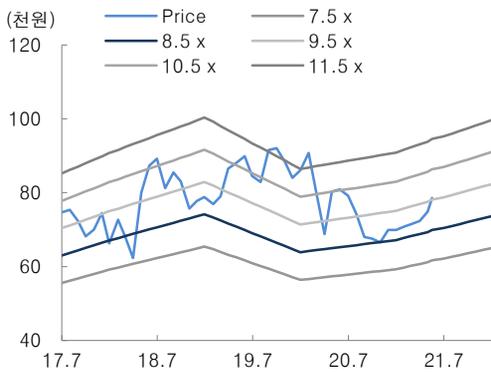
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,564	1,640	1,509	1,561	-3.5	-4.8
판매비와 관리비	362	379	357	369	-1.4	-2.6
영업이익	91	97	88	95	-3.5	-2.5
영업이익률	5.8	5.9	5.9	6.1	0.0	0.1
영업외손익	0	1	-6	-4	적자유지	적자조정
세전순이익	91	98	83	91	-9.4	-7.9
지배지분순이익	70	75	62	68	-11.4	-9.9
순이익률	4.5	4.6	4.1	4.4	-0.4	-0.2
EPS(지배지분순이익)	9,180	9,910	8,144	8,931	-11.3	-9.9

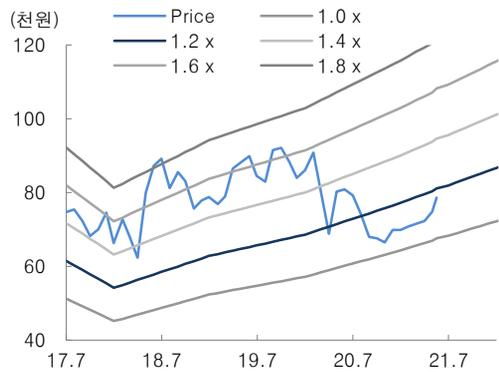
자료: 매일유업, 대신증권 Research Center

그림 1. 매일유업 PER Band Chart



주: 매일유업은 2017년 5월 1일 매일홀딩스에서 유가공사업부문을
인적분할된 신설법인
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 매일유업 PBR Band Chart



주: 매일유업은 2017년 5월 1일 매일홀딩스에서 유가공사업부문을
인적분할된 신설법인
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 1. 매일유업 별도 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	358	355	379	369	370	367	392	380	1,300	1,392	1,460	1,509	1,561
YoY (%)	6.2	1.9	8.0	3.8	3.3	3.4	3.6	3.0	-1.3	7.0	4.9	3.3	3.4
매출원가	258	248	266	260	264	256	276	268	933	983	1,033	1,064	1,097
YoY (%)	5.3	3.4	8.2	3.3	2.1	3.3	3.7	3.0	3.4	5.4	5.1	3.0	3.1
매출원가율 (%)	72.2	70.0	70.3	70.4	71.3	69.9	70.3	70.4	71.8	70.6	70.7	70.5	70.3
판매비	78	86	90	85	88	88	94	87	290	319	339	357	369
YoY (%)	10.3	7.9	5.9	1.8	12.0	2.9	3.5	3.0	-16.1	10.1	6.3	5.2	3.4
판매비율 (%)	21.9	24.1	23.9	23.0	23.8	24.0	23.9	23.0	22.3	22.9	23.2	23.7	23.6
영업이익	21	21	22	24	18	22	23	25	77	90	88	88	95
YoY (%)	1.8	-27.4	14.4	17.2	-14.1	5.8	4.0	3.3	10.1	15.9	-1.3	-0.1	7.6
영업이익률 (%)	5.9	5.9	5.8	6.6	4.9	6.0	5.8	6.6	5.9	6.4	6.0	5.9	6.1

자료: 대신증권 Research Center

표 2. Global Peer

회사명 코드		MAEIL 267980 KS Equity	DANONE BN FP Equity	FONTERRA FSF NZ Equity	YILI 600887 CH Equity	MENGIU DAIRY 2319 HK Equity	BRIGHT DAIRY 600597 CH Equity
주가(2021.05.17 기준) (USD)		69	70	3	6	6	3
시가총액 (USDmn)		543	47,988	4,653	37,362	22,493	3,128
매출액 (USDmn)	20A	1,242	26,968	12,900	14,056	11,031	3,659
	21F	1,375	28,701	15,143	16,861	13,502	4,252
	22F	1,430	29,564	15,167	18,678	15,241	4,670
매출액 yoy (%)	20A	3.9	-4.7	0.0	7.6	-3.6	12.0
	21F	10.7	6.4	17.4	20.0	22.4	16.2
	22F	4.0	3.0	0.2	10.8	12.9	9.8
영업이익 (USDmn)	20A	73	3,195	819	1,182	510	186
	21F	84	3,942	630	1,589	868	202
	22F	96	4,251	657	1,830	1,033	232
영업이익 yoy (%)	20A	0.3	-11.8	276.4	5.4	-28.5	4.0
	21F	14.7	23.4	-23.1	34.4	70.2	8.7
	22F	13.7	7.9	4.2	15.2	18.9	14.7
OPM (%)	20A	5.9	11.8	6.4	8.4	4.6	5.1
	21F	6.1	13.7	4.2	9.4	6.4	4.8
	22F	6.7	14.4	4.3	9.8	6.8	5.0
PER (배)	20A	9.3	18.0	8.0	37.1	43.9	32.5
	21F	9.1	17.7	12.8	27.9	27.7	30.7
	22F	8.0	16.0	11.5	23.9	23.1	26.7
PBR (배)	20A	1.2	2.2	0.9	8.7	4.7	3.2
	21F	na	2.2	0.9	7.0	3.9	3.0
	22F	na	2.1	0.9	6.2	3.4	2.8
EV/EBITDA (배)	20A	4.3	9.8	6.4	25.4	27.7	10.8
	21F	na	11.9	8.6	19.5	19.2	11.0
	22F	na	11.1	8.4	16.7	16.7	9.9
ROE (%)	20A	13.7	11.7	11.0	25.0	11.4	10.1
	21F	14.0	12.1	7.2	25.8	14.5	9.9
	22F	14.0	12.8	7.5	26.4	15.6	10.5
ROA (%)	20A	8.1	4.4	3.9	10.8	4.4	3.2
	21F	na	4.3	6.0	11.7	6.3	3.6
	22F	na	4.8	6.3	12.8	7.1	3.9
EPS (USD)	20A	6.4	3.4	0.3	0.2	0.1	0.1
	21F	7.8	4.0	0.2	0.2	0.2	0.1
	22F	8.9	4.4	0.3	0.3	0.2	0.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 동사는 인적분할로 설립된 신설회사로서 2017년 6월 재상장하였음
- 분할 전 회사인 매일유업홀딩스가 영위하던 사업 중 유가공 사업부문을 맡아 우유, 발효제품, 조제분유 등을 생산 및 판매하고 있음
- 주요 제품으로는 시유 부문에서 매일우유, 상하목장 유기농우유, 발효유 부문에서 매일바이오, 엔오, 유음료 부문에서 카페라떼 등이 있음
- 외식 사업으로 풀바셋 더 카친 살바토레 등 4개의 브랜드를 운영
- 자산 7,448억원 부채 3,047억원 자본 4,401억원
- 발행주식의 총수: 7,843,638 주 / 자기주식수: 233,402 주

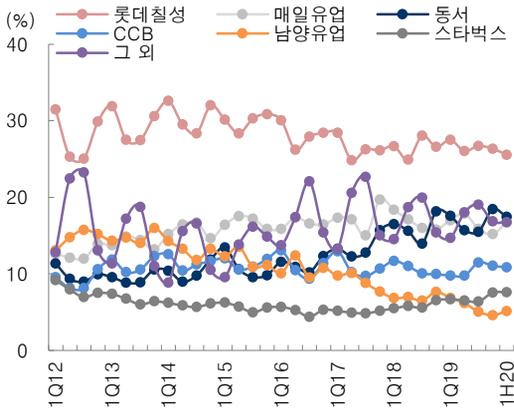
주가 변동요인

- 내수 우유, 발효유, 분유, 커피음료 점유율
- 중국향 조제분유 수출 증가
- 내수 조제분유 역성장 폭 둔화 정도

주: 자산 규모는 2020년 12월 기준
 자료: 대신증권 Research Center

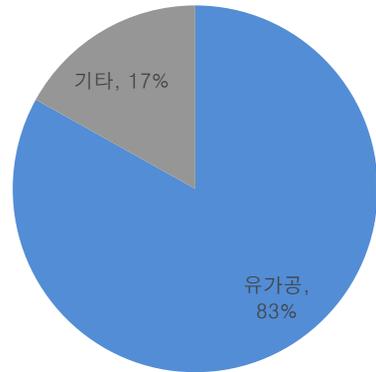
2. Earnings Driver

커피음료 분기별 시장점유율



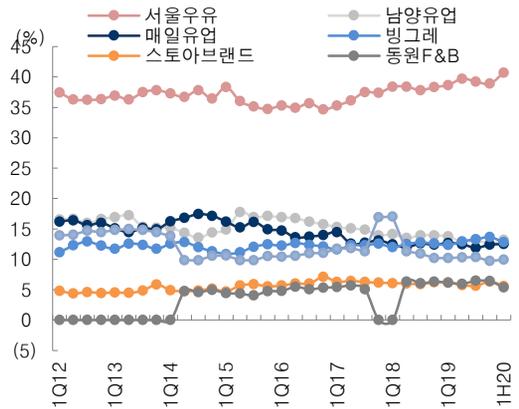
자료: FS 식품산업통계, 대신증권 Research Center

매출 비중 추이



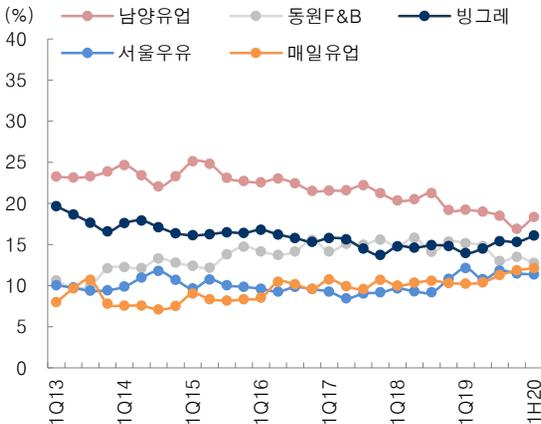
주: 2020년 매출액 기준
 주2: 유가공에는 백색시유, 가공유, 발효유, 상하목장, 커피음료, 치즈, 분유 포함
 자료: 대신증권 Research Center

우유 분기별 시장점유율



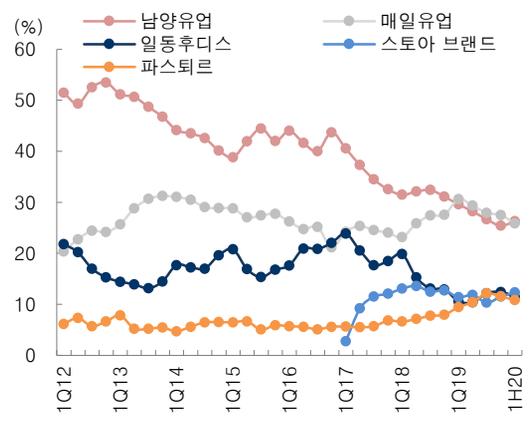
자료: FS 식품산업통계, 대신증권 Research Center

발효유 분기별 시장점유율



자료: FS 식품산업통계, 대신증권 Research Center

분유 분기별 시장점유율



자료: FS 식품산업통계, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,392	1,460	1,509	1,561	1,608
매출원가	983	1,033	1,064	1,097	1,130
매출총이익	409	428	445	464	478
판매비와관리비	319	339	357	369	378
영업이익	90	88	88	95	99
영업외수익	6.4	6.0	5.9	6.1	6.2
EBITDA	122	124	88	95	99
영업외손익	0	-7	-6	-4	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	6	6	5	5
외환관련이익	2	3	2	2	2
금융비용	-4	-6	-9	-8	-7
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-6	-3	-2	-2
법인세비용차감전순이익	89	82	83	91	96
법인세비용	-21	-23	-21	-23	-24
계속사업손익	68	59	62	68	72
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	59	62	68	72
당기순이익	4.9	4.0	4.1	4.4	4.5
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	68	59	62	68	72
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	67	60	63	69	73
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	67	60	63	69	73

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	8,741	7,747	8,144	8,931	9,450
PER	9.8	9.0	9.7	8.8	8.3
BPS	52,342	57,156	64,326	72,236	80,592
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	15,611	15,788	11,258	12,114	12,682
EV/EBITDA	5.3	4.4	7.0	6.6	6.3
SPS	177,430	186,194	192,423	198,999	204,969
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
CFPS	17,097	17,146	13,151	14,045	14,718
DPS	800	800	800	850	850

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	7.0	4.9	3.3	3.4	3.0
영업이익 증감률	15.9	-1.3	-0.1	7.6	4.7
순이익 증감률	11.9	-13.9	5.1	9.7	5.8
수익성					
ROIC	16.3	14.1	13.0	12.6	12.0
ROA	13.8	12.4	10.0	9.1	8.9
ROE	18.0	13.7	13.0	12.7	12.0
안정성					
부채비율	65.3	67.8	100.6	90.3	81.5
순차입금비율	-5.9	-0.6	1.0	1.3	1.1
이자보상비율	32.1	37.2	13.2	14.2	14.8

자료: 매일유업 대산증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	391	444	651	665	682
현금및현금성자산	83	66	258	256	256
매출채권 및 기타채권	162	174	182	192	203
재고자산	116	145	150	155	160
기타유동자산	30	59	61	63	64
비유동자산	288	308	361	413	465
유형자산	229	250	298	346	394
관계기업투자지급	4	9	15	21	26
기타비유동자산	54	48	47	46	45
자산총계	679	752	1,012	1,078	1,147
유동부채	211	215	218	221	225
매입채무 및 기타채무	157	164	166	169	172
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	35	30	31	32	33
기타유동부채	19	21	20	20	20
비유동부채	57	89	290	290	291
차입금	30	70	270	270	270
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	19	20	20	21
부채총계	268	304	507	511	515
자본부분	411	448	505	567	632
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	257	257	257	257	257
이익잉여금	155	208	264	326	391
기타자본변동	-6	-21	-21	-21	-21
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	411	448	505	567	632
순차입금	-24	-3	5	8	7

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	99	64	60	64	69
당기순이익	68	59	62	68	72
비현금성목의기감	66	76	41	42	44
감가상각비	33	35	0	0	0
외환손익	1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	38	42	43	44
자산부채의증감	-16	-44	-18	-19	-18
기타현금흐름	-19	-27	-25	-27	-29
투자활동 현금흐름	-45	-87	-55	-53	-53
투자자산	-3	-21	-6	-6	-6
유형자산	-36	-51	-50	-48	-48
기타	-6	-15	0	1	1
재무활동 현금흐름	-33	8	191	-9	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	70	200	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-6	-6	-6	-6
기타	-28	-56	-3	-3	-3
현금의증감	21	-17	192	-3	0
기초 현금	62	83	66	258	256
기말 현금	83	66	258	256	256
NOPLAT	69	64	66	71	75
FCF	64	44	16	23	27

[Compliance Notice]

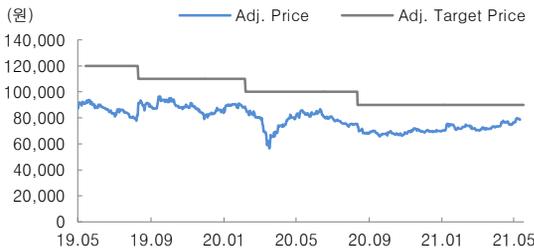
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한유정)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

매일유업(267980) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.05.18	20.11.29	20.09.23	20.08.18	20.11.29	20.07.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	100,000
과다율(평균%)		(22.32)	(23.62)	(23.08)	(22.32)	(21.98)
과다율(최대/최소%)		(16.44)	(18.56)	(18.56)	(16.44)	(13.20)
제시일자	20.06.01	20.04.11	20.02.12	19.12.02	19.08.25	19.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)	(21.49)	(22.91)	(25.60)	(19.56)	(18.22)	(16.62)
과다율(최대/최소%)	(13.20)	(13.80)	(13.80)	(12.36)	(12.36)	(15.18)
제시일자	19.08.16	19.08.12	19.08.05	19.07.28	19.07.22	19.07.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
과다율(평균%)		(28.45)	(28.17)	(27.71)	(27.32)	(27.05)
과다율(최대/최소%)	(100.00)	(21.92)	(21.92)	(21.92)	(21.92)	(21.92)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210515)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상