



Buy(Maintain)

목표주가: 60,000원

주가(1/6): 39,900원

시가총액: 5,418억원



음식료
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/6)	최고가	최저가
52주 주가동향	49,400원	33,200원
최고/최저가 대비	-19.23%	20.18%
등락률	절대	상대
1M	-2.7%	-12.1%
6M	-5.0%	1.2%
1Y	-12.2%	-6.3%

Company Data

발행주식수	13,579천주
일평균 거래량(3M)	51천주
외국인 지분율	9.15%
배당수익률(16E)	0.31%
BPS(16E)	30,042원
주요 주주	김정완 외 국민연금
	51.55% 6.15%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	15,422	16,474	17,503	18,495
보고영업이익	364	527	620	694
핵심영업이익	364	527	620	694
EBITDA	727	896	996	1,078
세전이익	350	497	595	673
순이익	261	342	451	510
지배주주지분순이익	268	390	491	551
EPS(원)	2,001	2,877	3,613	4,060
증감률(%YoY)	10.9	43.8	25.6	12.4
PER(배)	22.1	13.9	11.0	9.8
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.9	5.9	5.3	4.6
보고영업이익률(%)	2.4	3.2	3.5	3.8
핵심영업이익률(%)	2.4	3.2	3.5	3.8
ROE(%)	6.6	8.1	9.7	10.0
순부채비율(%)	18.1	12.0	5.6	-1.0

Price Trend



이슈 코멘트

매일유업 (005990)

중국 JV 설립 관련 Comment



매일유업이 지난 주 금요일에 중국 현지 JV 설립 계획을 공시하였다. 동사는 중국 중정목업의 자회사인 목단강정강투자유한공사와의 JV 설립을 통해, 중국 현지 유제품 생산 기반을 확보하고, 조제분유 외의 사업으로 영역 확대를 시도할 것으로 판단된다. 이번 JV 설립이 단기 실적과 주가에 미치는 영향은 제한적이나, 중장기적인 성장 잠재력 확보 측면에서는 긍정적으로 평가된다.

>>> 중국 중정목업과 JV 설립 계약 체결

지난 주 금요일에 매일유업은, 중국 중정목업(中鼎牧业)의 100% 자회사인 목단강정강투자유한공사(牡丹江鼎江投資有限公司)와 중국 현지에 JV를 설립할 계획이 있음을 공시하였다. JV 회사명은 아모르매일유업유한공사(AMOR Maeil Dairies Co., Ltd)로, JV 파트너사가 지분 60%를 투자하고, 매일유업이 지분 40%를 투자하는 형태이다. 매일유업은 총 1.2억위안(약 208억원)의 자본금을 3차례에 걸쳐 납입하여, 최종적으로 2019년 2월말에 납입 완료할 계획이다.

>>> 현지 JV를 통해 중국 유제품 시장 진출 기반 확보

이번 JV 파트너사의 모회사인 중정목업은, 중국에서 목장 관리, 젖소 사육, 우유 생산 등의 사업을 영위하고 있다(연간 우유 생산량 20만톤 이상 추산). 중정목업은 2013년 5월에 설립 되었으나, 중국 내 목장 140여개를 통합하고, 젖소사육두수를 10만두 이상으로 확대하면서, 고속 성장한 것으로 알려져 있다(중국 전체 젖소사육두수는 1500만두 수준). 매일유업은 중정목업과의 JV를 통해, 중국 현지에서 유제품 생산에 필요한 기반을 확보하고, 조제분유 외의 사업으로 영역 확대를 시도할 것으로 판단된다. 반면, 중정목업은 이번 JV를 통해, 1차 산업 중심의 비즈니스에서, 유제품 가공 사업으로의 영역 확대를 시도할 것으로 추산된다.

>>> 중장기 성장잠재력 확보를 위한 투자로 판단

매일유업의 이번 JV 설립 및 투자는 중국 시장 내 중장기 성장잠재력 확보 측면에서 긍정적으로 판단된다. 중국 유제품 시장은 소득 수준의 성장과 Cold Chain의 발달에 따라, 유제품 소비가 확대되고 고도화 될 수 있는 성장 잠재력을 가지고 있다. 동사는 중국 현지 생산 기반 확보를 통해, 조제분유 외에 다른 유제품으로 사업 영역 확대를 시도할 것으로 판단된다. 다만, 최종 납입일 기준 취득예정일자가 2019년 2월말이고, 사업의 진행 방향과 경과에 대해서는 좀 더 지켜볼 필요가 있기 때문에, 단기적인 실적과 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

매일유업 중국 JV에 관한 사항

회사명	아모르매일유업유한공사(AMOR Maeil Dairies Co., Ltd)
대표이사	손국강(Sun Guoqiang, 孙国强)
지분율	목단강정강투자유한공사(牡丹江鼎江投資有限公司) 60%, 매일유업 40%
자본금	520 억원(매일유업 208 억원(1.2 억위안) 투자) 매일유업 납입 플랜: 1차 4 천만 위안, 2차 2 천만 위안, 3차 6 천만 위안
취득예정일자	2019. 2. 28(최종 납입일 기준)
주요사업	유가공제품 생산, 판매/유제품 수입 판매
취득목적	중국 유제품시장에 진출하여 중국 사업 영역 확대에 교두보를 마련하고 해외수출을 도모함

자료: 금융감독원 전자공시시스템

매일유업 중국 JV 파트너의 모회사에 관한 사항

회사명	중정목업(Zhong Ding United Dairy Farming Co., Ltd, 中鼎联合牧业股份有限公司) (목단강정강투자유한공사(牡丹江鼎江投資有限公司)의 지분 100% 보유)
회사개요	중국 내 140 여개 목장 통합. 중국 내 젖소사육두수 10 만두 이상 1H16 우유 생산량 101,433 톤
주요 사업	목장 관리, 젖소 사육, 우유 생산
설립일	2013. 5
신설반 상장일	2015. 12. 10
실질지배주주	손국강(Sun Guoqiang, 孙国强) 1977년생. 2002~2013년까지 Mengniu Dairy에서 근무

자료: 중정목업, 중국 신삼반(新三板, NEEQ: National Equities Exchange and Quotations)

중정목업(중국 JV 파트너의 모회사) 재무현황

(단위: 백만위안)	'14	'15	1H15	2H15	1H16
매출액	149.6	463.6	173.5	290.1	509.0
(YoY)		210%			193%
영업이익	8.0	38.9	33.4	5.5	72.2
(OPM)	5.3%	8.4%	19.2%	1.9%	14.2%
지배주주순이익	41.3	-91.6	44.4	-136.0	10.7
자산총계	571.0	2,097.7			2,751.6
부채총계	449.1	1,561.4			1,984.2
자본총계	121.9	536.3			767.4
지배주주지분	117.6	530.1			710.0

자료: 중국 신삼반(新三板, NEEQ: National Equities Exchange and Quotations)

주: 1) 금융비용은 영업외손익으로 처리

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,474	17,503	18,495
매출원가	9,866	10,307	10,745	11,373	11,962
매출총이익	4,614	5,115	5,729	6,130	6,533
판매비및일반관리비	4,327	4,751	5,202	5,510	5,839
영업이익(보고)	287	364	527	620	694
영업이익(핵심)	287	364	527	620	694
영업외손익	33	-14	-30	-25	-21
이자수익	30	30	32	34	36
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	31	29	29	29	29
이자비용	49	52	48	44	40
외환손실	16	23	23	23	23
관계기업지분법손익	36	4	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-15	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	4	0	0	0
기타	16	0	-20	-21	-22
법인세차감전이익	320	350	497	595	673
법인세비용	81	89	156	144	163
유효법인세율 (%)	25.2%	25.4%	31.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	239	261	342	451	510
지배주주지분순이익(억원)	242	268	390	491	551
EBITDA	640	727	896	996	1,078
현금순이익(Cash Earnings)	593	624	711	827	894
수정당기순이익	250	262	342	451	510
증감율(%), YoY					
매출액	6.1	6.5	6.8	6.2	5.7
영업이익(보고)	-17.3	26.9	44.9	17.6	12.0
영업이익(핵심)	-17.3	26.9	44.9	17.6	12.0
EBITDA	-7.1	13.6	23.3	11.1	8.2
지배주주지분 당기순이익	11.5	10.9	45.3	25.9	12.4
EPS	11.5	10.9	43.8	25.6	12.4
수정순이익	2.1	4.8	30.6	31.9	13.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,926	5,119	5,302
현금및현금성자산	721	1,033	975	922	868
유동금융자산	196	184	197	209	221
매출채권및유동채권	1,580	1,721	1,838	1,953	2,064
재고자산	1,885	1,735	1,854	1,969	2,081
기타유동비금융자산	46	57	61	65	69
비유동자산	3,323	3,625	3,750	3,876	4,003
장기매출채권및기타비유동채권	271	384	411	436	461
투자자산	555	468	482	495	507
유형자산	2,223	2,473	2,564	2,657	2,750
무형자산	123	135	125	115	106
기타비유동자산	152	164	169	174	179
자산총계	7,751	8,355	8,676	8,995	9,306
유동부채	2,588	2,390	2,535	2,675	2,789
매입채무및기타유동채무	1,844	1,947	2,080	2,210	2,335
단기차입금	307	249	249	249	249
유동성장기차입금	322	67	70	70	50
기타유동부채	114	128	137	146	156
비유동부채	1,286	1,914	1,703	1,448	1,150
장기매입채무및비유동채무	27	27	29	31	32
사채및장기차입금	1,043	1,635	1,385	1,085	735
기타비유동부채	216	252	290	333	383
부채총계	3,874	4,304	4,239	4,123	3,939
자본금	67	67	68	68	68
주식발행초과금	17	17	76	76	76
이익잉여금	2,975	3,227	3,602	4,078	4,615
기타자본	406	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	3,465	3,644	4,079	4,555	5,092
비지배주주지분자본총계	412	407	358	317	275
자본총계	3,877	4,051	4,437	4,872	5,366
순차입금	755	734	531	273	-55
총차입금	1,673	1,951	1,704	1,404	1,034

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	275	655	589	708	779
당기순이익	239	261	342	451	510
감가상각비	344	352	359	367	375
무형자산상각비	9	11	10	10	9
외환손익	-8	1	-5	-5	-5
자산처분손익	27	21	0	0	0
지분법손익	-6	-4	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-285	48	-122	-119	-114
기타	-46	-35	5	5	5
투자활동현금흐름	-441	-540	-481	-489	-498
투자자산의 처분	-2	67	-26	-25	-24
유형자산의 처분	14	24	0	0	0
유형자산의 취득	-406	-528	-450	-459	-468
무형자산의 처분	-37	-24	0	0	0
기타	-10	-79	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	233	190	-165	-273	-336
단기차입금의 증가	-325	-611	0	0	0
장기차입금의 증가	581	817	-247	-300	-370
자본의 증가	0	0	60	0	0
배당금지급	-16	-16	-16	-16	-16
기타	-7	0	38	43	50
현금및현금성자산의순증가	71	311	-57	-54	-54
기초현금및현금성자산	650	721	1,033	975	922
기말현금및현금성자산	721	1,033	975	922	868
Gross Cash Flow	560	607	711	827	894
Op Free Cash Flow	-161	130	159	268	327

투자지표

(단위: 원, 배, %)

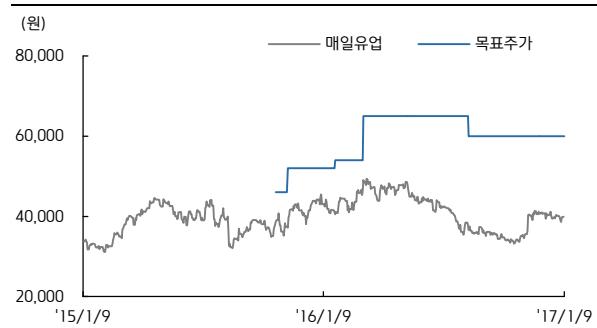
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,805	2,001	2,877	3,613	4,060
BPS	25,855	27,192	30,042	33,547	37,497
주당EBITDA	4,775	5,426	6,619	7,336	7,938
CFPS	4,423	4,656	5,250	6,092	6,583
DPS	125	125	125	125	125
주가배수(배)					
PER	20.6	22.1	13.9	11.0	9.8
PBR	1.4	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.9	8.9	5.9	5.3	4.6
PCFR	8.4	9.5	7.6	6.5	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	2.4	3.2	3.5	3.8
영업이익률(핵심)	2.0	2.4	3.2	3.5	3.8
EBITDA margin	4.4	4.7	5.4	5.7	5.8
순이익률	1.7	1.7	2.1	2.6	2.8
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	8.1	9.7	10.0
투하자본이익률(ROIC)	5.4	6.4	8.0	10.0	10.7
안정성(%)					
부채비율	99.9	106.3	95.5	84.6	73.4
순차입금비율	19.5	18.1	12.0	5.6	-1.0
이자보상배율(배)	5.8	6.9	11.1	14.2	17.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.3	9.3	9.2	9.2
재고자산회전율	8.1	8.5	9.2	9.2	9.1
매입채무회전율	7.9	8.1	8.2	8.2	8.1

- 당사는 1월 6일 현재 '매일유업 (005990)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
매일유업 (005990)	2014/09/01	BUY(Maintain)	48,000원
담당자변경	2014/11/06	BUY(Maintain)	48,000원
	2015/11/05	BUY(Reinitiate)	46,000원
	2015/11/17	BUY(Maintain)	52,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	52,000원
	2016/01/27	BUY(Maintain)	54,000원
	2016/03/10	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/04/05	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/05/17	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/08/17	BUY(Maintain)	60,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	60,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	60,000원
	2017/01/09	BUY(Maintain)	60,000원

목표주가 추이(4.5X8)



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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%