

SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

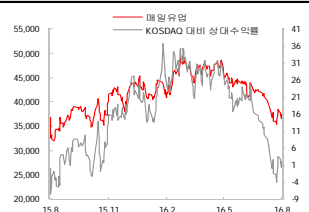
Company Data

자본금	68 억원
발행주식수	1,358 만주
자사주	86 만주
액면가	500 원
시가총액	4,977 억원
주요주주	
김정완(외7)	38.24%
진암복지법인	9.86%
외국인지분률	9.70%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/08/19)	36,650 원
KOSDAQ	693.67 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	49,400 원
52주 최저가	32,050 원
60일 평균 거래대금	22 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.8%	-12.0%
6개월	-10.6%	-19.7%
12개월	-8.3%	-4.5%

매일유업 (005990/KQ | 매수(유지) | T.P 52,000 원(하향))

본업 호조, 자회사 부진

2Q16 실적은 중국분유 수출 호조, 원가율 하락 등에 힘입어 본업은 실적 호조를 보였으나 자회사 실적 부진으로 연결실적은 컨센서스를 하회했다. 중국의 '조제분유 배합비 등록 관리법' 시행, 원유공급 과잉 등 부정적 이슈가 있으나 약재에도 불구하고 동사의 체질은 꾸준히 개선되고 있다. 음식료 업종 밸류에이션 하락으로 주가가 하락했지만 3분기 실적 개선 가능성이 높고 밸류에이션도 부담스럽지 않아 현재 주가는 매수기회라고 판단된다.

2Q16 실적, 본업 호조/자회사 부진

2Q16 연결기준 실적은 매출 4,071 억원(+8.4% yoy), 영업이익 83 억원(+132.5% yoy)을 기록해 컨센서스(매출 3,952 억원, OP 101 억원)을 다소 하회했다. 별도기준으로 보면 전년 동기대비 매출/영업이익이 3,316 억원/122 억원으로 yoy 각각 9.0%/183.7% 증가해 실적이 좋았으나 자회사 제로투세븐의 실적부진 영향으로 본업의 호실적이 크게 부각되지 못했다. 본업의 실적 호조는 커피, 치즈 등의 매출 호조 및 공정 개선을 통한 원가율 하락에 기인한다. 중국 분유 수출 또한 135 억원으로 yoy 30% 이상 성장했다.

약재에도 불구하고 회사체질 개선중

유업체를 둘러싸고 있는 여러 약재에도 불구하고 회사의 체질은 꾸준히 개선되고 있다. 먼저, 원유공급 과잉 이슈로 인한 시유 부문 적자는 마케팅 비용 절감, 유기농/저지방 등 프리미엄 제품 판매 증가로 대응하며 적자를 줄여가고 있다. 원유 공급과잉은 아직 진행중인 이슈이긴 하나 탈지분유 재고가 정점을 찍고 하락하고 있다. 또한 낙농진흥회에서 올해 원유 가격을 리터당 922 원으로 전년보다 18 원 인하하기로 결정함에 따라 시유 부문 원가부담도 완화될 전망이다. 대외적으로는 10월부터 시행되는 중국의 '조제분유 배합비 등록 관리법' 이슈가 있다. 분유 배합비 등록, 브랜드 축소(3개 브랜드당 3개 SKU만 판매 가능), 해외 분유 직구 금지 등을 주요 내용으로 하고 있어 유업체에 부정적인 이슈이다. 하지만 매일유업은 '금전명작', '유기농궁' 등의 브랜드 매출 비중이 절대적으로 높아 큰 영향은 없을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	13,644	14,479	15,422	16,504	17,537	18,099
yoy	%	27.2	6.1	6.5	7.0	6.3	3.2
영업이익	억원	347	287	364	434	512	551
yoy	%	30.5	-17.3	26.9	19.4	17.8	7.6
EBITDA	억원	689	640	727	734	910	897
세전이익	억원	340	320	350	455	536	582
순이익(지배주주)	억원	217	242	268	336	421	456
영업이익률%	%	2.5	2.0	2.4	2.6	2.9	3.0
EBITDA%	%	5.1	4.4	4.7	4.5	5.2	5.0
순이익률	%	1.7	1.7	1.7	1.9	2.3	2.4
EPS	원	1,619	1,805	2,001	2,477	3,108	3,365
PER	배	27.7	20.6	22.1	15.1	12.1	11.2
PBR	배	1.8	1.4	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	10.4	10.0	10.0	8.6	6.7	6.0
ROE	%	6.8	7.1	7.5	8.8	10.0	9.9
순차입금	억원	608	761	739	610	368	-268
부채비율	%	96.1	99.9	106.3	99.3	92.1	86.2

밸류에이션 저평가 구간 진입, 현재 주가는 매수기회

음식료 업종의 전반적인 밸류에이션 하락 및 중국의 '조제분유 배합비 등록 관리법' 이슈/원유 공급과잉 등의 악재가 겹치며 매일유업의 주가도 하락세를 보였다. 하지만 2Q 실적에서 보듯이 악재에도 불구하고 회사의 체질은 꾸준히 개선되고 있다. 올해 여름 폭염을 기록했던 날이 많았음을 감안하면 3 분기 실적도 호조가 예상된다. 최근 주가하락으로 2016년 예상 실적 기준 PER 이 15.1 배 수준까지 하락해 밸류에이션도 부담스럽지 않은 수준이다. 매일유업에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 다만 최근 음식료 업종 밸류에이션 하락을 반영해 목표주가를 56,000 원에서 52,000 원으로 소폭 하향한다.

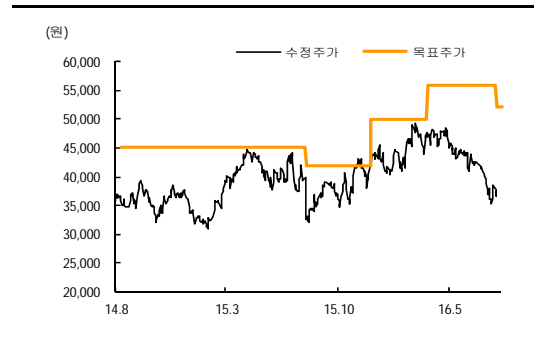
분기별 실적 추이

(단위: 억원 %)

	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	3,755	3,924	4,036	3,932	4,071	8.4	3.5	3,952	4,003	1.7
영업이익	36	139	149	88	83	132.5	-5.6	101	118	-29.7
세전이익	30	159	123	87	67	125.9	-22.9	98	123	-45.5
지배주주순이익	26	108	102	81	35	32.7	-56.6	75	99	-64.6
영업이익률	1.0	3.5	3.7	2.2	2.0	1.1	-0.2	2.6	2.9	-0.9
세전이익률	0.8	4.0	3.1	2.2	1.6	0.9	-0.6	2.5	3.1	-1.4
지배주주순이익률	0.7	2.7	2.5	2.0	0.9	0.2	-1.2	1.9	2.5	-1.6

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.18	매수	52,000원
	2016.04.07	매수	56,000원
	2015.12.22	매수	50,000원
	2015.10.05	매수	42,000원
	2015.09.08	매수	42,000원
	2015.08.19	매수	42,000원
	2015.07.07	매수	45,000원
	2015.06.04	매수	45,000원
	2015.04.14	매수	45,000원
	2014.10.22	매수	45,000원
	2014.08.29	매수	45,000원



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 18일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	5,016	5,393	6,157
현금및현금성자산	721	1,033	919	1,062	1,697
매출채권및기타채권	1,579	1,718	1,839	1,954	2,017
재고자산	1,885	1,735	1,857	1,973	2,037
비유동자산	3,323	3,625	3,745	3,796	3,531
장기금융자산	277	194	224	224	224
유형자산	2,223	2,473	2,458	2,423	2,091
무형자산	123	135	145	155	164
자산총계	7,751	8,355	8,761	9,189	9,688
유동부채	2,588	2,390	2,497	2,585	2,660
단기금융부채	635	321	285	235	235
매입채무 및 기타채무	1,494	1,509	1,615	1,716	1,771
단기충당부채	12	14	12	12	13
비유동부채	1,286	1,914	1,867	1,821	1,823
장기금융부채	1,043	1,635	1,581	1,531	1,531
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	5	5	6	6
부채총계	3,874	4,304	4,364	4,406	4,484
지배주주지분	3,465	3,644	4,007	4,410	4,848
자본금	67	67	68	68	68
자본잉여금	668	668	728	728	728
기타자본구성요소	-118	-146	-146	-146	-146
자기주식	-118	-146	-146	-146	-146
이익잉여금	2,975	3,227	3,531	3,936	4,376
비지배주주지분	412	407	390	373	356
자본총계	3,877	4,051	4,397	4,783	5,204
부채외자본총계	7,751	8,355	8,761	9,189	9,688

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	291	675	593	650	687
당기순이익(손실)	239	261	321	406	441
비현금성항목등	436	460	418	504	457
유형자산감가상각비	344	352	289	385	332
무형자산감가상각비	9	11	11	14	15
기타	46	11	2	-20	-20
운전자본감소(증가)	-285	48	-40	-130	-70
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-112	-144	-49	-115	-63
재고자산감소(증가)	-189	151	0	-116	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-77	24	29	101	55
기타	93	17	-21	0	1
법인세납부	-99	-94	-106	-130	-141
투자활동현금흐름	-424	-522	-596	-338	16
금융자산감소(증가)	-68	71	-190	0	0
유형자산감소(증가)	-392	-504	-399	-350	0
무형자산감소(증가)	-37	-24	-24	-24	-24
기타	73	-64	18	36	40
재무활동현금흐름	200	151	-111	-170	-67
단기금융부채증가(감소)	-325	-611	-49	-50	0
장기금융부채증가(감소)	581	817	-52	-50	0
자본의증가(감소)	-41	0	60	0	0
배당금의 지급	-16	-16	-32	-16	-16
기타	1	-39	-55	-54	-51
현금의 증가(감소)	71	311	-113	142	636
기초현금	650	721	1,033	919	1,062
기말현금	721	1,033	919	1,062	1,697
FCF	-124	113	18	282	670

자료 : 매일유업 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,504	17,537	18,099
매출원가	9,866	10,307	11,137	12,189	12,575
매출총이익	4,614	5,115	5,367	5,348	5,524
매출총이익률 (%)	31.9	33.2	32.5	30.5	30.5
판매비와관리비	4,327	4,751	4,933	4,837	4,974
영업이익	287	364	434	512	551
영업이익률 (%)	2.0	2.4	2.6	2.9	3.0
비영업손익	33	-14	20	24	31
순금융비용	19	22	22	18	11
외환관련손익	14	5	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	36	4	16	16	16
세전계속사업이익	320	350	455	536	582
세전계속사업이익률 (%)	2.2	2.3	2.8	3.1	3.2
계속사업법인세	81	89	134	130	141
계속사업이익	239	261	321	406	441
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	239	261	321	406	441
순이익률 (%)	1.7	1.7	1.9	2.3	2.4
지배주주	242	268	336	421	456
지배주주귀속 순이익률(%)	1.67	1.74	2.03	2.4	2.52
비지배주주	-2	-7	-15	-15	-15
총포괄이익	204	217	317	402	437
지배주주	205	223	334	419	454
비지배주주	-1	-5	-17	-17	-17
EBITDA	640	727	734	910	897

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.1	6.5	7.0	6.3	3.2
영업이익	-17.3	26.9	19.4	17.8	7.6
세전계속사업이익	-5.9	9.2	30.1	17.8	8.6
EBITDA	-7.1	13.6	0.9	24.1	-1.4
EPS(계속사업)	11.5	10.9	23.8	25.5	8.3
수익성 (%)					
ROE	7.1	7.5	8.8	10.0	9.9
ROA	3.2	3.2	3.8	4.5	4.7
EBITDA마진	4.4	4.7	4.5	5.2	5.0
안정성 (%)					
유동비율	171.1	197.9	200.9	208.6	231.4
부채비율	99.9	106.3	99.3	92.1	86.2
순차입금/자기자본	19.6	18.2	13.9	7.7	-5.2
EBITDA/이자비용(배)	12.9	13.9	13.0	16.9	17.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,805	2,001	2,477	3,108	3,365
BPS	25,855	27,192	29,507	32,477	35,704
CFPS	4,440	4,712	4,686	6,049	5,924
주당 현금배당금	125	125	125	125	125
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	22.3	19.9	15.9	14.7
PER(최저)	17.5	15.5	14.3	11.4	10.5
PBR(최고)	1.9	1.6	1.7	1.5	1.4
PBR(최저)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0
PCR	8.4	9.4	8.0	6.2	6.3
EV/EBITDA(최고)	12.3	10.1	10.7	8.3	7.7
EV/EBITDA(최저)	8.8	7.6	8.2	6.4	5.7