



## BUY(Reinitiate)

목표주가: 880,000원

주가(6/2): 719,000원

시가총액: 5,618억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (6/2)		1,985.11pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	864,000원	696,000원
등락률	-16.78%	3.30%
수익률	절대	상대
1W	-0.7%	-1.0%
1M	-5.5%	-4.4%
1Y	-0.7%	4.0%

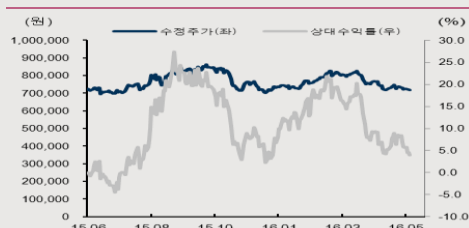
## Company Data

발행주식수	887천주
일평균 거래량(3M)	1천주
외국인 지분율	32.32%
배당수익률(16E)	0.14%
BPS(16E)	986,498원
주요 주주	홍원식 외 53.85%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	12,150	12,525	12,835	13,164
보고영업이익	201	296	336	381
핵심영업이익	201	296	336	381
EBITDA	611	659	692	737
세전이익	380	346	387	434
순이익	267	264	293	329
지배주주지분순이익	267	264	293	329
EPS(원)	30,064	29,773	33,057	37,060
증감률(%YoY)	16,125.1	-1.0	11.0	12.1
PER(배)	24.5	24.1	21.8	19.4
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.5	5.6	5.1	4.4
보고영업이익률(%)	1.7	2.4	2.6	2.9
핵심영업이익률(%)	1.7	2.4	2.6	2.9
ROE(%)	3.2	3.1	3.3	3.6
순부채비율(%)	-21.4	-23.5	-25.2	-26.9

## Price Trend



## 기업분석

## 남양유업 (003920)

## 저평가 된 영업가치



남양유업은 작년 2분기에 2년 만에 매출이 성장세로 회복하면서, 서서히 영업 정상화가 지속되고 있다. 원가율이 과거 수준으로 서서히 회복하고 있고, 비용 통제를 통해 수익성을 개선하고 있다. 동사가 보유하고 있는 현금성 자산을 감안한다면, 영업가치는 비교적 저평가 된 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 영업 정상화 지속 중

동사는 작년에 흑자전환을 한 이후에, 영업 정상화가 서서히 진행되고 있다. 원가율이 과거 수준으로 서서히 돌아가고 있고, 판매비 통제를 통해, 영업실적을 관리하는 모습이 눈에 띈다.

작년에 초코에몽 신제품과 발효유가 호조를 보였고, 중국 분유 수출이 350억 원 수준을 기록하며, 전자 수익성 개선에 큰 도움을 주었다. 올해 1분기는, 원가율은 소폭 악화되었지만, 판매비 통제를 통해, 영업이익이 전년동기 대비 28억원 개선되었다.

## &gt;&gt;&gt; 수출 회복과 커피믹스 사업이 관건

중장기적인 기업 가치 회복을 위해서는, 수출 회복과 커피믹스 사업의 적자 축소가 요구될 것으로 판단된다. 동사의 1분기 조제분유 수출은, 일시적인 제품 리뉴얼 이슈로 전년동기 대비 역성장 하였다. 2분기부터는 주력제품 위주의 수출 전략으로 선회하면서, 중국향 조제분유 수출 회복을 시도할 전망이다.

커피믹스 사업은 지난 해 비용 통제를 영업적자를 축소하였고, 올해는 수출 시장 개척을 통해 외형 회복을 꾀할 전망이다. 내수 커피믹스 시장은 역성장하고 있기 때문에, 수출의 증가 없이는 매출 성장이 쉽지 않은 상황이다.

## &gt;&gt;&gt; 영업가치는 비교적 저평가 된 상황

남양유업에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 88만 원을 제시한다(2017년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 8배 적용). 동사가 보유한 현금성 자산을 감안한다면, 영업가치가 상대적으로 저평가 되어 있는 것으로 판단된다. 지난 해, 영업이익이 흑자전환 하면서, 본업이 서서히 본 궤도에 오르기 시작하였다. 올해는, 신제품 출시, 마케팅 활동 등이 정상화 되면서, 저평가 된 영업가치가 서서히 주목 받을 수 있을 것으로 기대된다.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	11,517	12,150	12,525	12,835	13,164
매출원가	8,583	8,740	8,945	9,115	9,296
매출총이익	2,934	3,410	3,580	3,720	3,868
판매비및일반관리비	3,195	3,209	3,284	3,384	3,487
영업이익(보고)	-261	201	296	336	381
영업이익(핵심)	-261	201	296	336	381
영업외손익	265	179	50	51	52
이자수익	60	51	44	46	47
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	14	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	4	2	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	226	5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-25	111	5	5	5
법인세차감전이익	4	380	346	387	434
법인세비용	3	114	82	94	105
유효법인세율 (%)	61.6%	29.9%	23.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	2	267	264	293	329
지배주주지분순이익(억원)	2	267	264	293	329
EBITDA	150	611	659	692	737
현금순이익(Cash Earnings)	413	676	627	649	684
수정당기순이익	-85	263	264	293	329
증감율(% YoY)					
매출액	-6.4	5.5	3.1	2.5	2.6
영업이익(보고)	N/A	N/A	47.2	13.3	13.6
영업이익(핵심)	N/A	N/A	47.2	13.3	13.6
EBITDA	60.7	306.1	8.0	4.9	6.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	16,125.1	-1.0	11.0	12.1
EPS	N/A	16,125.1	-1.0	11.0	12.1
수정순이익	N/A	N/A	0.4	11.0	12.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-152	794	554	589	621
당기순이익	2	267	264	293	329
감가상각비	409	407	361	354	354
무형자산상각비	2	2	2	2	2
외환손익	-1	-4	0	0	0
자산처분손익	222	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-458	-80	-73	-60	-63
기타	-327	198	0	0	0
투자활동현금흐름	131	-842	-348	-398	-408
투자자산의 처분	260	-594	-74	-61	-65
유형자산의 처분	167	4	0	0	0
유형자산의 취득	-302	-257	-300	-350	-350
무형자산의 처분	2	-2	0	0	0
기타	4	7	26	13	7
재무활동현금흐름	-9	7	-5	-6	-6
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-9	-9	-9	-9	-9
기타	0	15	3	3	2
현금및현금성자산의순증가	-30	-40	201	185	206
기초현금및현금성자산	616	586	546	747	932
기말현금및현금성자산	586	546	747	932	1,138
Gross Cash Flow	307	874	627	649	684
Op Free Cash Flow	-448	212	217	201	231

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,032	5,090	5,431	5,732	6,061
현금및현금성자산	586	546	747	932	1,138
유동금융자산	1,135	1,268	1,308	1,340	1,374
매출채권및유동채권	1,452	1,630	1,680	1,722	1,766
재고자산	1,858	1,645	1,696	1,738	1,783
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,600	4,852	4,803	4,817	4,841
장기매출채권및기타비유동채권	172	182	188	193	198
투자자산	905	1,367	1,402	1,430	1,461
유형자산	3,347	3,177	3,116	3,112	3,109
무형자산	73	73	71	69	67
기타비유동자산	104	53	27	13	7
자산총계	9,632	9,941	10,234	10,549	10,902
유동부채	1,081	1,133	1,164	1,189	1,217
매입채무및기타유동채무	1,057	1,071	1,104	1,131	1,160
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	62	60	58	57
비유동부채	312	317	323	328	333
장기매입채무및비유동채무	92	94	97	100	102
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	219	223	226	229	231
부채총계	1,393	1,450	1,487	1,518	1,550
자본금	44	44	44	44	44
주식발행초과금	13	13	13	13	13
이익잉여금	8,410	8,661	8,917	9,201	9,521
기타자본	-227	-227	-227	-227	-227
지배주주지분자본총계	8,239	8,491	8,747	9,031	9,351
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	8,239	8,491	8,747	9,031	9,351
순차입금	-1,722	-1,815	-2,055	-2,272	-2,513
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

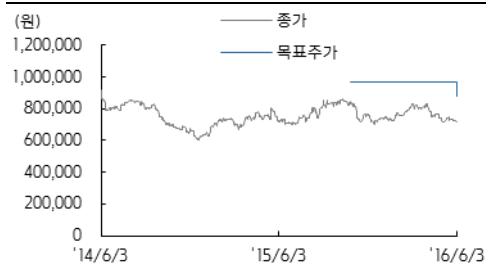
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	185	30,064	29,773	33,057	37,060
BPS	929,253	957,691	986,498	1,018,588	1,054,681
주당EBITDA	16,959	68,869	74,369	78,042	83,118
CFPS	46,533	76,229	70,713	73,209	77,154
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	3,448.5	24.5	24.1	21.8	19.4
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	21.9	6.5	5.6	5.1	4.4
PCFR	13.7	9.7	10.2	9.8	9.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-2.3	1.7	2.4	2.6	2.9
영업이익률(핵심)	-2.3	1.7	2.4	2.6	2.9
EBITDA margin	1.3	5.0	5.3	5.4	5.6
순이익률	0.0	2.2	2.1	2.3	2.5
자기자본이익률(ROE)	0.0	3.2	3.1	3.3	3.6
투자자본이익률(ROIC)	-1.8	2.5	4.1	4.6	5.2
안정성(%)					
부채비율	16.9	17.1	17.0	16.8	16.6
순차입금비율	-20.9	-21.4	-23.5	-25.2	-26.9
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.9	7.6	7.5	7.5
재고자산회전율	6.7	6.9	7.5	7.5	7.5
매입채무회전율	10.2	11.4	11.5	11.5	11.5

- 당사는 6월 2일 현재 '남양유업 (003920)' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
남양유업	2015/11/05	Outperform(Initiate)	970,000원
(003920)	2016/06/03	BUY(Reinitiate)	880,000원

## 목표주가 추이(4.5X8)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용 기준(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 (2015/4/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%