

매일유업(005990/KQ)

이익 정상화 시기 진입

매수(유지)

T.P 56,000 원(상향)

Analyst

감승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

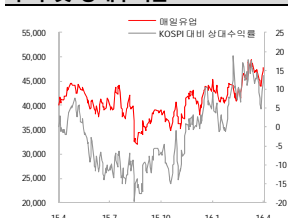
Company Data

자본금	67 억원
발행주식수	1,358 만주
자사주	85 만주
액면가	500 원
시가총액	6,396 억원
주요주주	
김정완(외6)	38.50%
진암복지법인	9.86%
외국인지분률	10.80%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/04/06)	47,100 원
KOSDAQ	695.7 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	49,400 원
52주 최저가	32,050 원
60일 평균 거래대금	40 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	-0.5%
6개월	20.8%	20.0%
12개월	16.2%	9.9%

1Q16 연결 실적은 기저효과 및 주력제품 판매호조에 힘입어 영업이익의 큰 폭 성장이 예상된다. 2016 년은 효율적 비용 집행을 통한 이익 정상화가 화두이며, 분유/치즈/커피 등 고마진 제품의 매출 성장, 커피원두 등 원재료비 하락, 비용집행 효율화를 통해 영업이익이 YoY 22.1% 성장할 것으로 예상된다. 중국 신분유제조법 시행 관련 이슈가 주가에 노이즈로 작용하고 있으나 이익 개선세가 확연한 만큼 현 주가는 매수타이밍이라 판단된다.

1Q16, 영업이익 YoY 큰 폭 성장 예상

1Q16 연결기준 실적은 매출 3,875 억원(+4.6% yoy), 영업이익은 97 억원(+142.7% yoy)으로 전년 동기대비 큰 폭 성장할 것으로 예상된다. 원유공급 과잉으로 인한 마케팅 비용 증가로 1Q15 영업이익이 40 억원으로 저조했으며, 전년도 기저효과, 분유/치즈/커피음료 등 주요 제품 판매호조가 1Q16 이익 성장을 견인할 전망이다. 다만 원유공급 과잉으로 수익성이 악화된 시유부문은 매출이 소폭 감소할 것으로 예상되며, 브랜드 리뉴얼 영향으로 중국 분유 수출액도 YoY 소폭 감소할 것으로 전망된다.

2016 년 화두는 이익 정상화

2015 년 상반기는 원유공급 과잉 및 이로 인한 마케팅 비용 증가로 영업이익 감소가 불가피했으나 올해는 무리한 매출 성장보다 이익률 개선을 목표로 하고 있다. 15 년 상반기 이익 감소의 대부분은 광고비 증가에 기인하고 있으며, 광고비/판매비 통제를 통해서 전년 수준의 이익 회복이 가능할 전망이다. 매일유업이 강세를 보이고 있는 유기농 우유, 분유, 치즈, 커피음료 등 고마진 제품의 매출 성장도 이익 개선에 크게 기여할 것으로 전망되며, 커피원두 등 원재료 가격이 하락하고 있는 점도 긍정적이다. 원가하락, 비용통제 효과에 힘입어 2016 년 영업이익은 441 억원으로 전년대비 21.1% 성장할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 상향

밸류에이션 기간을 2016 년으로 변경함에 따라 목표주가를 56,000 원으로 상향한다. 최근 중국 정부의 '영유아 조제분유 배합등록 관리규정' 시행 관련 이슈로 주가가 일시 조정을 받았으나 큰 리스크 요인은 아니라고 판단되며, 1Q 분유수출 감소분도 2Q 에 회복될 것으로 예상된다. 자회사 폴바셋도 매장수 확대 및 제품 카테고리 확대를 통해 성장을 지속하고 있다. 무엇보다 올해 상반기 이익 개선세가 확연할 것으로 예상되는 만큼 현재 주가 수준은 매수타이밍이라고 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	13,644	14,479	15,422	16,379	17,537	18,099
yoy	%	27.2	6.1	6.5	6.2	7.1	3.2
영업이익	억원	347	287	364	441	506	551
yoy	%	30.5	-17.3	26.9	21.1	14.8	8.8
EBITDA	억원	689	640	727	742	821	826
세전이익	억원	340	320	350	451	516	565
순이익(지배주주)	억원	217	242	268	349	399	436
영업이익률%	%	2.5	2.0	2.4	2.7	2.9	3.0
EBITDA%	%	5.1	4.4	4.7	4.5	4.7	4.6
순이익률	%	1.7	1.7	1.7	2.1	2.2	2.4
EPS	원	1,619	1,805	2,001	2,577	2,944	3,217
PER	배	27.7	20.6	22.1	18.5	16.2	14.8
PBR	배	1.8	1.4	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	10.4	10.0	10.0	10.6	9.4	8.6
ROE	%	6.8	7.1	7.5	9.2	9.8	9.8
순차입금	억원	608	761	739	727	584	22
부채비율	%	96.1	99.9	106.3	101.1	95.6	90.6

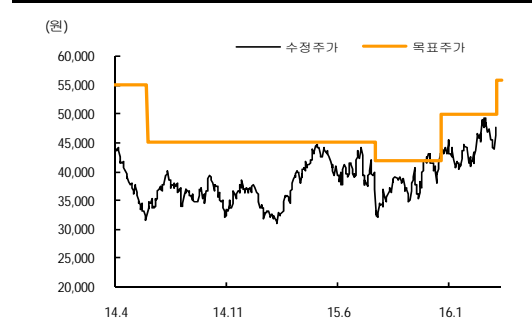
분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,706	3,755	3,924	4,036	3,875	4.6	-4.0	3,922	-1.2
영업이익	40	36	139	149	97	142.7	-35.1	85	13.9
세전이익	38	30	159	123	98	158.2	-20.4	87	12.9
지배주주순이익	32	26	108	102	69	116.9	-32.1	64	9.0
영업이익률	1.1	1.0	3.5	3.7	2.5	14	-1.2	2.2	0.3
세전이익률	1.0	0.8	4.0	3.1	2.5	1.5	-0.5	2.2	0.3
지배주주순이익률	0.9	0.7	2.7	2.5	1.8	0.9	-0.7	1.6	0.2

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2014.06.09	매수	45,000원
	2014.04.07	매수	55,200원



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 3자에게 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 4월 7일 기준)

매수	95.89%	중립	4.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,860	5,167	5,856
현금및현금성자산	721	1,033	944	987	1,549
매출채권및기타채권	1,579	1,718	1,825	1,954	2,017
재고자산	1,885	1,735	1,843	1,973	2,037
비유동자산	3,323	3,625	3,821	3,930	3,711
장기금융자산	277	194	194	194	194
유형자산	2,223	2,473	2,584	2,633	2,373
무형자산	123	135	146	157	166
자산총계	7,751	8,355	8,681	9,096	9,567
유동부채	2,588	2,390	2,468	2,573	2,649
단기금융부채	635	321	271	221	221
매입채무 및 기타채무	1,494	1,509	1,603	1,716	1,771
단기충당부채	12	14	14	15	15
비유동부채	1,286	1,914	1,895	1,873	1,900
장기금융부채	1,043	1,635	1,585	1,535	1,535
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	5	5	6	6
부채총계	3,874	4,304	4,363	4,447	4,548
지배주주지분	3,465	3,644	3,916	4,253	4,628
자본금	67	67	67	67	67
자본잉여금	668	668	668	668	668
기타자본구성요소	-118	-146	-146	-146	-146
자기주식	-118	-146	-146	-146	-146
이익잉여금	2,975	3,227	3,544	3,927	4,347
비지배주주지분	412	407	402	396	391
자본총계	3,877	4,051	4,317	4,649	5,019
부채외자본총계	7,751	8,355	8,681	9,096	9,567

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	291	675	489	554	619
당기순이익(손실)	239	261	342	391	428
비현금성항목등	436	460	401	430	397
유형자산감가상각비	344	352	289	301	260
무형자산감가상각비	9	11	13	14	15
기타	46	11	-13	-13	-13
운전자본감소(증가)	-285	48	-144	-142	-70
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-112	-144	-107	-129	-63
재고자산감소(증가)	-189	151	-108	-130	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-77	24	94	113	55
기타	93	17	-24	4	1
법인세납부	-99	-94	-109	-125	-137
투자활동현금흐름	-424	-522	-390	-342	9
금융자산감소(증가)	-68	71	0	0	0
유형자산감소(증가)	-392	-504	-400	-350	0
무형자산감소(증가)	-37	-24	-24	-24	-24
기타	73	-64	35	32	33
재무활동현금흐름	200	151	-188	-169	-67
단기금융부채증가(감소)	-325	-611	-50	-50	0
장기금융부채증가(감소)	581	817	-50	-50	0
자본의증가(감소)	-41	0	0	0	0
배당금의 지급	-16	-16	-16	-16	-16
기타	1	-39	-56	-54	-51
현금의 증가(감소)	71	311	-89	43	562
기초현금	650	721	1,033	944	987
기말현금	721	1,033	944	987	1,549
FCF	-124	113	67	183	599

자료 : 매일유업 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,379	17,537	18,099
매출원가	9,866	10,307	11,392	12,193	12,575
매출총이익	4,614	5,115	4,987	5,344	5,524
매출총이익률 (%)	31.9	33.2	30.5	30.5	30.5
판매비와관리비	4,327	4,751	4,546	4,838	4,974
영업이익	287	364	441	506	551
영업이익률 (%)	2.0	2.4	2.7	2.9	3.0
비영업손익	33	-14	10	10	14
순금융비용	19	22	22	21	17
외환관련손익	14	5	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	36	4	13	13	13
세전계속사업이익	320	350	451	516	565
세전계속사업이익률 (%)	2.2	2.3	2.8	2.9	3.1
계속사업법인세	81	89	109	125	137
계속사업이익	239	261	342	391	428
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	239	261	342	391	428
순이익률 (%)	1.7	1.7	2.1	2.2	2.4
지배주주	242	268	349	399	436
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.67	1.74	2.13	2.27	2.41
비지배주주	-2	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	204	217	298	348	385
지배주주	205	223	304	353	390
비지배주주	-1	-5	-5	-5	-5
EBITDA	640	727	742	821	826

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.1	6.5	6.2	7.1	3.2
영업이익	-17.3	26.9	21.1	14.8	8.8
세전계속사업이익	-5.9	9.2	28.9	14.6	9.4
EBITDA	-7.1	13.6	2.1	10.7	0.5
EPS(계속사업)	11.5	10.9	28.8	14.3	9.3
수익성 (%)					
ROE	7.1	7.5	9.2	9.8	9.8
ROA	3.2	3.2	4.0	4.4	4.6
EBITDA마진	4.4	4.7	4.5	4.7	4.6
안정성 (%)					
유동비율	171.1	197.9	196.9	200.8	221.1
부채비율	99.9	106.3	101.1	95.6	90.6
순차입금/자기자본	19.6	18.2	16.8	12.6	0.5
EBITDA/이자비용(배)	12.9	13.9	13.2	15.3	16.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,805	2,001	2,577	2,944	3,217
BPS	25,855	27,192	28,837	31,322	34,080
CFPS	4,440	4,712	4,804	5,272	5,247
주당 현금배당금	125	125	125	125	125
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	22.3	19.2	16.8	15.4
PER(최저)	17.5	15.5	15.7	13.8	12.6
PBR(최고)	1.9	1.6	1.7	1.6	1.5
PBR(최저)	1.2	1.1	1.4	1.3	1.2
PCR	8.4	9.4	9.9	9.1	9.1
EV/EBITDA(최고)	12.3	10.1	10.8	9.5	8.8
EV/EBITDA(최저)	8.8	7.6	9.2	8.1	7.4