



## Buy(Maintain)

목표주가: 54,000원

주가(1/26): 41,000원

시가총액: 5,494억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (1/26)		678.85pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	45,450원	31,100원
등락률	-9.79%	31.83%
수익률	절대	상대
1W	-6.6%	-9.7%
1M	-4.0%	9.8%
1Y	23.7%	7.6%

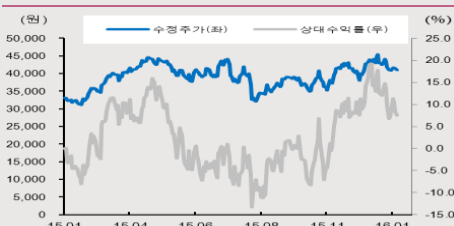
## Company Data

발행주식수	13,400천주
일평균 거래량(3M)	79천주
외국인 지분율	5.66%
배당수익률(15E)	0.30%
BPS(15E)	27,542원
주요 주주	김정완 외
	38.79%
	진양사회복지재단
	10.64%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	14,479	15,502	16,471	17,370
보고영업이익	287	317	447	570
핵심영업이익	287	317	447	570
EBITDA	640	659	803	931
세전이익	320	324	473	607
순이익	239	248	359	460
지배주주지분순이익	242	240	359	460
EPS(원)	1,805	1,792	2,678	3,432
증감률(%YoY)	11.5	-0.7	49.5	28.1
PER(배)	20.6	22.9	15.3	11.9
PBR(배)	1.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	8.9	9.8	7.5	6.2
보고영업이익률(%)	2.0	2.0	2.7	3.3
핵심영업이익률(%)	2.0	2.0	2.7	3.3
ROE(%)	6.3	6.2	8.4	9.8
순부채비율(%)	19.5	18.2	12.2	5.7

## Price Trend



## 기업분석

## 매일유업 (005990)

## 고수익성 제품 비중 확대 중



매일유업은 1) 바리스타와 상하목장 제품 비중 확대, 2) 중국 조제분유 수출 확대, 3) 원유공급과잉 추세의 완화 등을 통해, 경쟁사대비 차별화된 성과를 실현할 것으로 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 54,000원으로 상향한다.

## &gt;&gt;&gt; Product Mix 지속 개선 중

1) 바리스타와 상하목장 브랜드의 매출 비중이 확대되고, 2) 중국 조제분유 수출이 지속적으로 증가하면서, 고수익성 제품의 비중이 확대되고 있다. 첫째, 바리스타가 컵커피 시장에서 MS 1위 자리를 굳히면서, 판촉비 효율화가 기대된다. 둘째, 유기농 우유 브랜드 상하목장도 제품 고급화를 통해 경쟁사 대비 높은 단가에 판매되고 있다. 풀바셋 채널과 상하농원 테마파크 등을 활용하여, 상하목장 브랜드의 인지도가 지속적으로 상승하고 있기 때문에, 2016년에도 고성장 추세가 이어질 것으로 전망된다. 셋째, 중국 조제분유 수출은 기존 대리상 외에 Beingmate 향 특수분유 수출이 추가되면서, 수출 분유의 성장률이 올라갈 수 있을 것으로 판단된다.

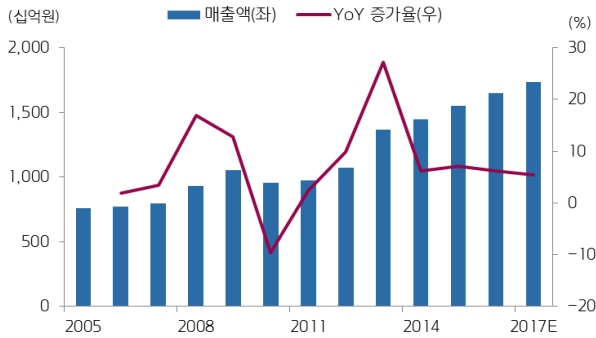
## &gt;&gt;&gt; 원유공급과잉, 추가적인 악화 제한적

이와 같은 지속적인 Product Mix 개선에도 불구하고, 유업계 전체가 원유공급과잉 상황에 놓이면서, 동사의 원가율도 상승 압력을 받아왔다. 하지만, 원유 재고 레벨이 다소 하락하고 있기 때문에, 추가적인 원가율 상승 요인은 축소되고 있다고 판단된다. 그 결과 Product Mix 개선에 의한 원가율 하락은, 2015년 하반기부터 가시화되고 있으며, 동사의 2016년 영업이익은 전년 대비 +40.8% 증가할 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 54,000원으로 상향

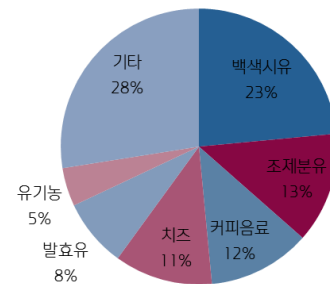
매일유업에 대해 투자의견 BUY를 제시하며, 목표주가를 54,000원으로 상향한다. 동사는 지속적인 브랜드 투자를 통해, 시장 지배력이 확대되고, 고수익성 제품의 비중이 확대되면서, 수익성 개선 가능성을 높여가고 있다. 또한, 중국 시장에서 상대적으로 높은 성공 가능성을 보유한 회사이기 때문에, 음식료업종 내에서 밸류에이션 프리미엄이 지속될 것으로 예상된다.

## 연결기준 매출 추이('07년 이후 꾸준히 성장)



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 매출 비중(별도기준)



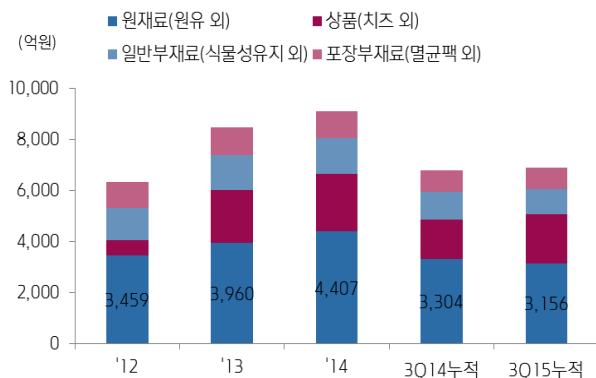
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 주요 카테고리 매출 비중, 성장성, 시장지배력 현황

주요 카테고리	조제분유	커피음료	유기농 우유	치즈
주요 브랜드	<b>업솔루트명작</b> <b>업솔루트궁</b> <b>매일금전명작</b> 	<b>바리스타</b> <b>카페라떼</b> 	<b>상하목장</b> 	<b>상하치즈</b> 
매출비중 (별도기준)	13%	12%	5%	11%
성장성	내수분유: +3% 내외 수출분유: +25% 내외	+10% 내외	+20% 내외	+5% 내외
시장지배력	내수 MS 2 위(30% 중반)	컵커피 MS 1 위 (커피음료 전체 MS 2 위)	유기농 우유 MS 1 위 (80% 중반)	내수 MS 3 위(20% 내외)

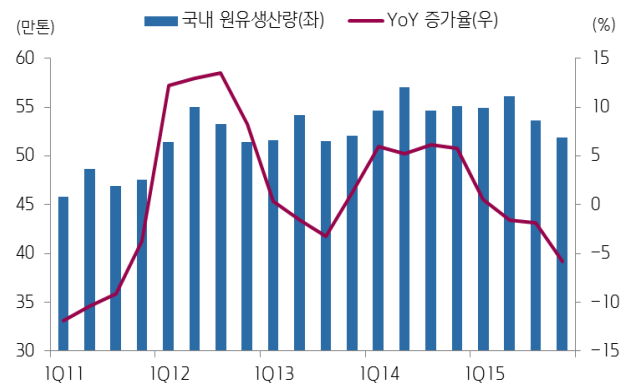
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 매일유업 원재료 매입액 구성



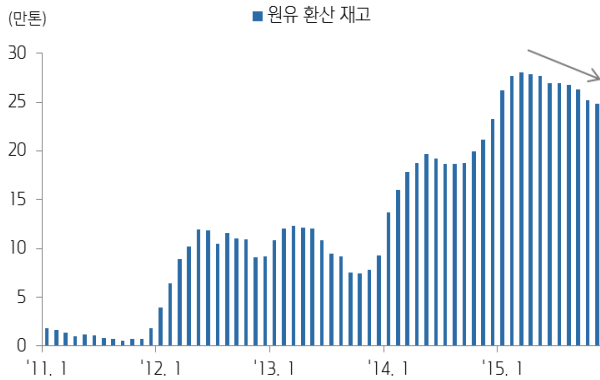
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 국내 원유 생산량 추이



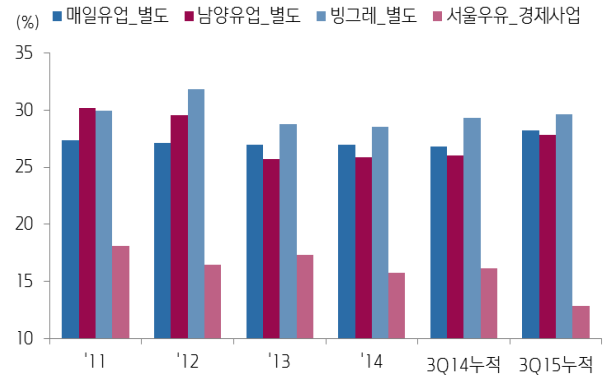
자료: 낙농진흥회, 키움증권 리서치

## 원유공급과잉 추세 다소 완화



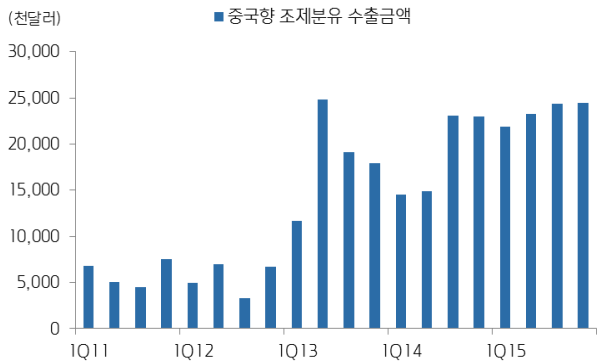
자료: 낙농진흥회, 키움증권 리서치

## 경쟁사 대비 GPM 추이 견조



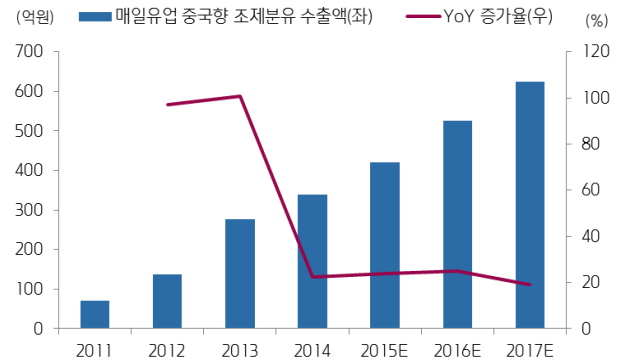
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 중국향 한국분유 수출 꾸준히 증가 중



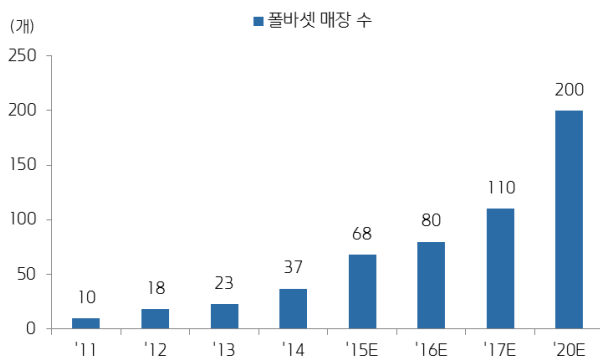
자료: 관세청, 키움증권 리서치

## 매일유업 중국향 조제분유 수출 추이 및 전망



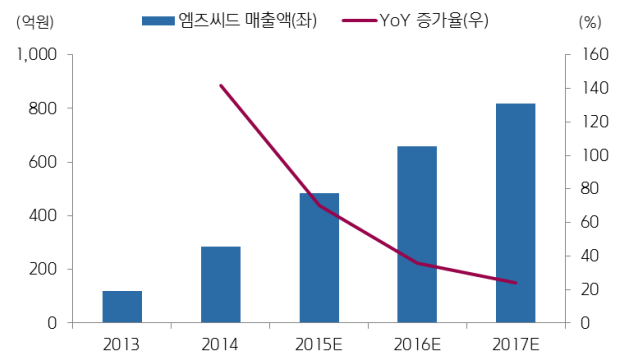
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 폴바셋 매장 2020년까지 200개 목표



자료: 언론보도, 엠즈씨드, 키움증권 리서치

## 엠즈씨드 매출 추이 및 전망



자료: 엠즈씨드, 키움증권 리서치

## 매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>370.6</b>	<b>375.5</b>	<b>392.4</b>	<b>411.6</b>	<b>394.9</b>	<b>402.9</b>	<b>419.0</b>	<b>430.4</b>	<b>1,447.9</b>	<b>1,550.2</b>	<b>1,647.1</b>
(YoY)	6.2%	6.2%	6.2%	9.6%	6.5%	7.3%	6.8%	4.5%	6.1%	7.1%	6.3%
<b>별도기준</b>	<b>306.0</b>	<b>308.1</b>	<b>316.9</b>	<b>328.5</b>	<b>324.3</b>	<b>328.5</b>	<b>335.4</b>	<b>341.9</b>	<b>1,202.6</b>	<b>1,259.6</b>	<b>1,330.0</b>
(YoY)	5.0%	3.8%	2.8%	7.4%	6.0%	6.6%	5.8%	4.1%	5.7%	4.7%	5.6%
<b>매출총이익</b>	<b>114.5</b>	<b>126.5</b>	<b>137.2</b>	<b>139.9</b>	<b>130.3</b>	<b>139.2</b>	<b>149.6</b>	<b>146.6</b>	<b>461.4</b>	<b>518.2</b>	<b>565.7</b>
(GPM)	30.9%	33.7%	35.0%	34.0%	33.0%	34.6%	35.7%	34.1%	31.9%	33.4%	34.3%
<b>판매비</b>	<b>110.5</b>	<b>122.9</b>	<b>123.3</b>	<b>129.6</b>	<b>121.7</b>	<b>130.6</b>	<b>133.2</b>	<b>135.5</b>	<b>432.7</b>	<b>486.4</b>	<b>521.0</b>
(판매비율)	29.8%	32.7%	31.4%	31.5%	30.8%	32.4%	31.8%	31.5%	29.9%	31.4%	31.6%
<b>영업이익</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>13.9</b>	<b>10.3</b>	<b>8.6</b>	<b>8.7</b>	<b>16.4</b>	<b>11.0</b>	<b>28.7</b>	<b>31.7</b>	<b>44.7</b>
(YoY)	-53.4%	-46.0%	69.2%	94.5%	115.1%	143.1%	18.0%	7.4%	-17.3%	10.6%	40.9%
(OPM)	1.1%	1.0%	3.5%	2.5%	2.2%	2.2%	3.9%	2.6%	2.0%	2.0%	2.7%
<b>별도기준</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>14.0</b>	<b>9.8</b>	<b>8.6</b>	<b>9.1</b>	<b>16.7</b>	<b>10.1</b>	<b>28.8</b>	<b>32.4</b>	<b>44.5</b>
(YoY)	-39.2%	-45.9%	59.7%	98.1%	98.7%	111.3%	19.6%	2.9%	-6.4%	12.5%	37.4%
(OPM)	1.4%	1.4%	4.4%	3.0%	2.7%	2.8%	5.0%	2.9%	2.4%	2.6%	3.3%
세전이익	3.8	3.0	15.9	9.8	9.2	9.3	17.1	11.7	32.0	32.4	47.3
당기순이익	3.7	2.0	11.7	7.4	7.0	7.1	13.0	8.9	23.9	24.8	35.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>10.8</b>	<b>7.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.1</b>	<b>13.0</b>	<b>8.9</b>	<b>24.2</b>	<b>24.0</b>	<b>35.9</b>
(YoY)	-48.0%	-50.4%	51.9%	32.3%	118.1%	168.3%	19.8%	19.8%	11.5%	-0.7%	49.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	13,644	14,479	15,502	16,471	17,370
매출원가	9,322	9,866	10,320	10,814	11,346
매출총이익	4,322	4,614	5,182	5,657	6,024
판매비및일반관리비	3,975	4,327	4,864	5,210	5,454
영업이익(보고)	347	287	317	447	570
영업이익(핵심)	347	287	317	447	570
영업외손익	-7	33	7	27	36
이자수익	39	30	30	31	33
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	29	31	36	36	36
이자비용	65	49	53	42	35
외환손실	27	16	22	22	22
관계기업지분법손익	14	36	4	0	0
투자및기타자산처분손익	-21	-15	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	1	-4	0	0
기타	24	16	22	23	24
법인세차감전이익	340	320	324	473	607
법인세비용	110	81	76	115	147
유효법인세율 (%)	32.5%	25.2%	23.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	230	239	248	359	460
지배주주지분순이익(억원)	217	242	240	359	460
EBITDA	689	640	659	803	931
현금순이익(Cash Earnings)	572	593	590	715	820
수정당기순이익	245	250	256	359	460
증감율(% YoY)					
매출액	27.2	6.1	7.1	6.3	5.5
영업이익(보고)	30.5	-17.3	10.6	40.9	27.6
영업이익(핵심)	30.5	-17.3	10.6	40.9	27.6
EBITDA	17.6	-7.1	3.0	21.8	15.9
지배주주지분 당기순이익	1.7	11.5	-0.7	49.5	28.1
EPS	1.7	11.5	-0.7	49.5	28.1
수정순이익	18.7	2.1	2.4	40.2	28.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,052	4,428	4,688	4,938	5,176
현금및현금성자산	650	721	720	721	729
유동금융자산	154	196	210	223	235
매출채권및유동채권	1,506	1,580	1,692	1,798	1,896
채고자산	1,700	1,885	2,018	2,145	2,262
기타유동비금융자산	42	46	49	52	55
비유동자산	3,191	3,323	3,460	3,527	3,637
장기매출채권및기타비유동채권	263	271	290	308	325
투자자산	592	555	578	597	614
유형자산	2,129	2,223	2,319	2,351	2,429
무형자산	101	123	114	106	98
기타비유동자산	106	152	158	164	171
자산총계	7,242	7,751	8,148	8,464	8,813
유동부채	2,595	2,588	2,711	2,838	2,880
매입채무및기타유동채무	1,829	1,844	1,975	2,098	2,213
단기차입금	85	307	307	307	307
유동성장기차입금	569	322	327	327	251
기타유동부채	112	114	102	105	109
비유동부채	954	1,286	1,327	1,174	1,036
장기매입채무및기타유동채무	30	27	29	31	33
사채및장기차입금	755	1,043	1,043	853	683
기타비유동부채	169	216	255	290	320
부채총계	3,549	3,874	4,039	4,011	3,916
자본금	67	67	67	67	67
주식발행초과금	17	17	17	17	17
이익잉여금	2,749	2,975	3,201	3,545	3,991
기타자본	487	406	406	406	406
지배주주지분자본총계	3,320	3,465	3,691	4,035	4,481
비지배주주지분자본총계	374	412	419	417	416
자본총계	3,694	3,877	4,109	4,453	4,897
순차입금	605	755	748	544	278
총차입금	1,409	1,673	1,678	1,488	1,242

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	409	275	445	590	705
당기순이익	230	239	248	359	460
감가상각비	335	344	333	348	353
무형자산상각비	7	9	9	8	8
외환손익	6	-8	-14	-14	-14
자산처분손익	47	27	6	0	0
지분법손익	-17	-6	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-252	-411	-148	-125	-115
기타	53	80	14	14	14
투자활동현금흐름	-227	-441	-475	-418	-466
투자자산의 처분	108	-2	-33	-32	-29
유형자산의 처분	6	14	0	0	0
유형자산의 취득	-305	-406	-430	-380	-430
무형자산의 처분	-35	-37	0	0	0
기타	-1	-10	-12	-6	-7
재무활동현금흐름	92	233	29	-171	-231
단기차입금의 증가	-652	-325	0	0	0
장기차입금의 증가	492	581	5	-190	-246
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-16	-16	-16	-16	-16
기타	267	-7	40	34	31
현금및현금성자산의순증가	317	71	-2	1	8
기초현금및현금성자산	334	650	721	720	721
기말현금및현금성자산	650	721	721	721	729
Gross Cash Flow	660	686	592	715	820
Op Free Cash Flow	-15	-286	7	190	247

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

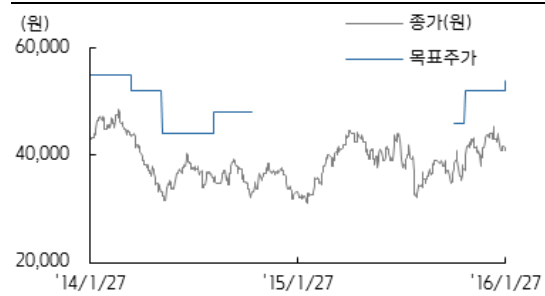
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	1,619	1,805	1,792	2,678	3,432
BPS	24,775	25,855	27,542	30,114	33,440
주당EBITDA	5,141	4,775	4,921	5,992	6,944
CFPS	4,268	4,423	4,406	5,335	6,121
DPS	125	125	125	125	125
주가배수(배)					
PER	27.7	20.6	22.9	15.3	11.9
PBR	1.8	1.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.1	8.9	9.8	7.5	6.2
PCFR	10.5	8.4	9.3	7.7	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.5	2.0	2.0	2.7	3.3
영업이익률(핵심)	2.5	2.0	2.0	2.7	3.3
EBITDA margin	5.0	4.4	4.3	4.9	5.4
순이익률	1.7	1.7	1.6	2.2	2.6
자기자본이익률(ROE)	6.8	6.3	6.2	8.4	9.8
투자자본이익률(ROIC)	6.5	5.4	5.7	7.6	9.4
안정성(%)					
부채비율	96.1	99.9	98.3	90.1	80.0
순차입금비율	16.4	19.5	18.2	12.2	5.7
이자보상배율(배)	5.4	5.8	6.0	10.7	16.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.7	9.4	9.5	9.4	9.4
채고자산회전율	9.6	8.1	7.9	7.9	7.9
매입채무회전율	8.4	7.9	8.1	8.1	8.1

- 당사는 1월 26일 현재 '매일유업 (005990)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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
매일유업 (005990)	2013/10/04	BUY(Maintain)	55,000원
	2013/11/12	BUY(Maintain)	55,000원
	2013/11/14	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/01/13	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/04/09	Outperform(Downgrade)	52,000원
	2014/06/02	BUY(Upgrade)	44,000원
	2014/09/01	BUY(Maintain)	48,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	48,000원
담당자변경	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

## 목표주가 추이(4.5X8)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%