



## Buy(Maintain)

목표주가: 60,000원  
주가(11/14): 36,400원  
시가총액: 4,943억원



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

## Stock Data

KOSDAQ (11/14)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,400원	33,200원
등락률	-26.32%	9.64%
수익률	절대	상대
1M	6.4%	13.9%
6M	-25.1%	-15.1%
1Y	-2.8%	4.9%

## Company Data

발행주식수	13,579천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	8.65%
배당수익률(16E)	0.34%
BPS(16E)	29,922원
주요 주주	김정완 외 국민연금
	51.55% 6.15%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	15,422	16,474	17,503	18,496
보고영업이익	364	537	620	695
핵심영업이익	364	537	620	695
EBITDA	727	906	1,004	1,092
세전이익	350	478	599	678
순이익	261	329	454	514
지배주주지분순이익	268	373	492	553
EPS(원)	2,001	2,758	3,627	4,074
증감률(%YoY)	10.9	37.8	31.5	12.3
PER(배)	22.1	13.2	10.0	8.9
PBR(배)	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.9	5.5	4.9	4.3
보고영업이익률(%)	2.4	3.3	3.5	3.8
핵심영업이익률(%)	2.4	3.3	3.5	3.8
ROE(%)	6.6	7.8	9.8	10.0
순부채비율(%)	18.1	13.4	7.7	1.6

## Price Trend



## 실적리뷰

## 매일유업 (005990)

## 역대 최고 실적 달성



매일유업의 3분기 연결기준 영업이익은 191억원으로 시장 컨센서스를 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 특히, 별도기준 영업이익은 처음으로 200억을 돌파하였고, 영업이익률이 6.4%까지 확대되었다. 조제분유 수출 성장 뉴화에도 불구하고, 커피음료의 수익성이 크게 개선된 부분이 전사 실적을 크게 견인한 것으로 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익 191억원으로 어닝 서프라이즈 기록

매일유업의 3분기 연결기준 영업이익은 191억원으로 시장 컨센서스를 44% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 광고선전비 증가에도 불구하고, 별도기준 원가율이 전년동기 대비 1.9%p 개선되면서, 별도기준 영업이익률 6.4%라는 역대 최고 실적을 달성하였다. 중국 위안화 약세로 인해 분유 수출 액이 증가하지 못했음에도 불구하고, 별도기준 매출과 영업이익이 각각 7%, 56% 증가하였다.

한편, 자회사 제로투세븐은 실적 우려에도 불구하고, 전분기 대비 영업적자가 소폭 축소되었고(QoQ 10억 개선), 엠즈씨드는 흑자 전환한 것으로 추산된다. 이처럼 자회사의 부진이 완화되면서, 연결기준 영업이익률도 4.6%로 역대 최고 실적을 달성하였다.

## &gt;&gt;&gt; 핵심은 Product Mix 개선과 원유공급과잉 완화

동사 실적 개선의 핵심은 Product Mix 개선과 원유공급과잉 완화로 판단된다. 원유(Raw milk) 재고 부담에 따른 밀어내기 매출 비중이 축소되면서, 커피음료의 수익성이 두 자릿수 영업이익률로 크게 개선된 것으로 판단된다. 더불어, 커피음료, 유기농 우유(상하목장), 치즈 등과 같은 고수익성 제품의 비중이 늘어나고, 적자 사업인 백색시유의 매출 비중이 줄어들면서, Product Mix가 꾸준히 개선되고 있는 점이 긍정적이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 6만원 유지

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 유지한다. 동사는 지속적인 브랜드 투자를 통해 시장 지배력이 확대되고, 고수익성 제품의 비중이 확대되면서, 점진적인 수익성 개선이 가능할 전망이다. 또한, 중국 시장에서 수입 분유의 비중이 지속 확대되고 있기 때문에, 수출 확대에 대한 기대감도 여전히 유효하다고 판단된다.

## 매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>370.6</b>	<b>375.5</b>	<b>392.4</b>	<b>403.6</b>	<b>393.2</b>	<b>407.1</b>	<b>416.9</b>	<b>429.7</b>	<b>1,542.2</b>	<b>1,646.9</b>	<b>1,749.8</b>
(YoY)	6.2%	6.2%	6.2%	7.4%	6.1%	8.4%	6.2%	6.5%	6.5%	6.8%	6.2%
<b>별도기준</b>	<b>306.0</b>	<b>308.1</b>	<b>316.9</b>	<b>323.4</b>	<b>321.4</b>	<b>331.2</b>	<b>339.4</b>	<b>346.9</b>	<b>1,254.4</b>	<b>1,338.9</b>	<b>1,419.6</b>
(YoY)	5.0%	3.8%	2.8%	5.8%	5.0%	7.5%	7.1%	7.3%	4.3%	6.7%	6.0%
<b>매출총이익</b>	<b>114.5</b>	<b>126.5</b>	<b>137.2</b>	<b>133.3</b>	<b>130.8</b>	<b>144.1</b>	<b>150.4</b>	<b>147.7</b>	<b>511.5</b>	<b>572.9</b>	<b>612.8</b>
(GPM)	30.9%	33.7%	35.0%	33.0%	33.3%	35.4%	36.1%	34.4%	33.2%	34.8%	35.0%
<b>별도기준</b>	<b>78.2</b>	<b>88.3</b>	<b>96.5</b>	<b>93.8</b>	<b>91.9</b>	<b>104.0</b>	<b>109.8</b>	<b>104.3</b>	<b>356.9</b>	<b>410.1</b>	<b>442.1</b>
(GPM)	25.6%	28.7%	30.4%	29.0%	28.6%	31.4%	32.3%	30.1%	28.4%	30.6%	31.1%
<b>판관비</b>	<b>110.5</b>	<b>122.9</b>	<b>123.3</b>	<b>118.3</b>	<b>122.0</b>	<b>135.8</b>	<b>131.3</b>	<b>130.1</b>	<b>475.1</b>	<b>519.2</b>	<b>550.8</b>
(판관비율)	29.8%	32.7%	31.4%	29.3%	31.0%	33.4%	31.5%	30.3%	30.8%	31.5%	31.5%
<b>별도기준</b>	<b>73.9</b>	<b>84.0</b>	<b>82.5</b>	<b>76.6</b>	<b>79.7</b>	<b>91.8</b>	<b>88.0</b>	<b>84.3</b>	<b>317.0</b>	<b>343.8</b>	<b>370.4</b>
(판관비율)	24.1%	27.3%	26.0%	23.7%	24.8%	27.7%	25.9%	24.3%	25.3%	25.7%	26.1%
<b>영업이익</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>13.9</b>	<b>14.9</b>	<b>8.8</b>	<b>8.3</b>	<b>19.1</b>	<b>17.5</b>	<b>36.4</b>	<b>53.7</b>	<b>62.0</b>
(YoY)	-53.4%	-46.0%	69.2%	182.7%	120.3%	132.4%	37.6%	17.3%	26.9%	47.6%	15.4%
(OPM)	1.1%	1.0%	3.5%	3.7%	2.2%	2.0%	4.6%	4.1%	2.4%	3.3%	3.5%
<b>별도기준</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>14.0</b>	<b>17.3</b>	<b>12.3</b>	<b>12.2</b>	<b>21.7</b>	<b>20.0</b>	<b>39.9</b>	<b>66.3</b>	<b>71.7</b>
(YoY)	-39.2%	-45.9%	59.7%	250.2%	183.9%	182.7%	55.7%	15.8%	38.5%	66.1%	8.2%
(OPM)	1.4%	1.4%	4.4%	5.3%	3.8%	3.7%	6.4%	5.8%	3.2%	4.9%	5.1%
세전이익	3.8	3.0	15.9	12.3	8.7	6.7	14.4	18.0	35.0	47.8	59.9
당기순이익	3.7	2.0	11.7	8.6	7.2	2.0	10.1	13.6	26.1	32.9	45.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>	<b>8.1</b>	<b>3.5</b>	<b>11.2</b>	<b>14.5</b>	<b>26.8</b>	<b>37.3</b>	<b>49.2</b>
(YoY)	-48.0%	-50.4%	51.2%	82.5%	152.4%	34.1%	4.3%	42.1%	10.9%	39.2%	31.8%

자료: 매일유업, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,474	17,503	18,496
매출원가	9,866	10,307	10,745	11,373	11,963
매출총이익	4,614	5,115	5,729	6,130	6,533
판매비및일반관리비	4,327	4,751	5,192	5,510	5,838
영업이익(보고)	287	364	537	620	695
영업이익(핵심)	287	364	537	620	695
영업외손익	33	-14	-60	-21	-17
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	-49	-18	-18
법인세차감전이익	320	350	478	599	678
법인세비용	81	89	149	145	164
유효법인세율 (%)	25.2%	25.4%	31.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	239	261	329	454	514
지배주주지분순이익(억원)	242	268	373	492	553
EBITDA	640	727	906	1,004	1,092
현금순이익(Cash Earnings)	593	624	698	837	910
수정당기순이익	250	262	329	454	514
증감율(%), YoY					
매출액	6.1	6.5	6.8	6.2	5.7
영업이익(보고)	-17.3	26.9	47.6	15.4	12.0
영업이익(핵심)	-17.3	26.9	47.6	15.4	12.0
EBITDA	-7.1	13.6	24.6	10.8	8.7
지배주주지분 당기순이익	11.5	10.9	39.2	31.9	12.3
EPS	11.5	10.9	37.8	31.5	12.3
수정순이익	2.1	4.8	25.7	38.0	13.2

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,863	5,015	5,163
현금및현금성자산	721	1,033	913	818	728
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	3,800	3,970	4,136
장기매출채권및기타비유동채권	271	384	411	436	461
투자자산	555	468	482	495	507
유형자산	2,223	2,473	2,614	2,750	2,883
무형자산	123	135	125	115	106
기타비유동자산	152	164	169	174	179
자산총계	7,751	8,355	8,663	8,985	9,299
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	3,586	4,064	4,602
기타자본	406	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	3,465	3,644	4,063	4,541	5,079
비지배주주지분자본총계	412	407	361	321	281
자본총계	3,877	4,051	4,424	4,862	5,360
순차입금	755	734	594	376	84
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	576	718	796
당기순이익	239	261	329	454	514
감가상각비	344	352	359	374	388
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	-531	-540	-550
투자자산의 처분	-2	67	-26	-25	-24
유형자산의 처분	14	24	0	0	0
유형자산의 취득	-406	-528	-500	-510	-520
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	-120	-94	-90
기초현금및현금성자산	650	721	1,033	913	818
기말현금및현금성자산	721	1,033	913	818	728
Gross Cash Flow	560	607	698	837	910
Op Free Cash Flow	-161	130	117	225	289

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

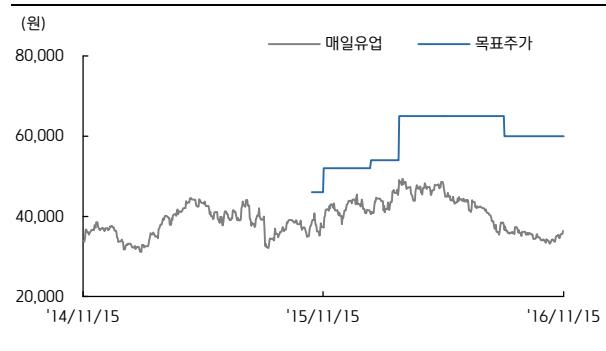
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,805	2,001	2,758	3,627	4,074
BPS	25,855	27,192	29,922	33,442	37,406
주당EBITDA	4,775	5,426	6,693	7,392	8,039
CFPS	4,423	4,656	5,155	6,167	6,704
DPS	125	125	125	125	125
주가배수(배)					
PER	20.6	22.1	13.2	10.0	8.9
PBR	1.4	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.9	8.9	5.5	4.9	4.3
PCFR	8.4	9.5	7.1	5.9	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	2.4	3.3	3.5	3.8
영업이익률(핵심)	2.0	2.4	3.3	3.5	3.8
EBITDA margin	4.4	4.7	5.5	5.7	5.9
순이익률	1.7	1.7	2.0	2.6	2.8
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	7.8	9.8	10.0
투하자본이익률(ROIC)	5.4	6.4	8.2	9.8	10.5
안정성(%)					
부채비율	99.9	106.3	95.8	84.8	73.5
순차입금비율	19.5	18.1	13.4	7.7	1.6
이자보상배율(배)	5.8	6.9	11.3	14.3	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 11월 14일 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 간섭없이 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

### 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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%