



Buy(Maintain)

목표주가: 60,000원

주가(8/16): 37,850원

시가총액: 5,140억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/16)		698.87pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,400원	32,050원
등락률	-23.38%	18.10%
수익률	절대	상대
1M	-10.0%	-9.8%
6M	-11.2%	-19.3%
1Y	-3.4%	1.0%

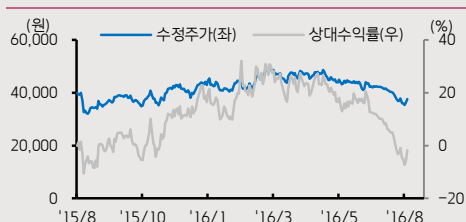
Company Data

발행주식수	13,579천주
일평균 거래량(3M)	54천주
외국인 지분율	10.37%
배당수익률(16E)	0.33%
BPS(16E)	29,930원
주요 주주	김정완 외
	진양사회복지재단
	37.91%
	10.52%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	15,422	16,488	17,504	18,523
보고영업이익	364	462	522	583
핵심영업이익	364	462	522	583
EBITDA	727	831	906	980
세전이익	350	456	520	584
순이익	261	320	394	443
지배주주지분순이익	268	374	454	503
EPS(원)	2,001	2,765	3,343	3,703
증감률(%YoY)	10.9	38.2	20.9	10.8
PER(배)	22.1	13.7	11.3	10.2
PBR(배)	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.9	6.0	5.4	4.9
보고영업이익률(%)	2.4	2.8	3.0	3.1
핵심영업이익률(%)	2.4	2.8	3.0	3.1
ROE(%)	6.6	7.6	8.6	8.8
순부채비율(%)	18.1	13.7	9.3	4.4

Price Trend



실적리뷰

매일유업 (005990)

악재는 대부분 반영되었다



매일유업의 2분기 연결기준 영업이익은 시장 기대치에 부합하지 못하였지만, 별도기준 원가율 개선으로, 본업의 수익성은 비교적 양호한 모습을 보였다. 최근 주가 조정으로, 중국 정부 규제와 자회사 실적 우려는 주가에 대부분 반영된 것으로 판단된다. 1) 국내 수익성 개선 모멘텀은 여전히 유효하고, 2) 중국 분유 수출도 회복되는 모습을 나타내고 있기 때문에, 최근 주가 조정을 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

>>> 별도기준 원가율 전년동기 대비 2.7%pt 개선

매일유업의 2분기 연결기준 영업이익은 83억, 지배주주순이익은 35억원을 기록하며, 시장 기대치를 하회하는 실적을 시현하였다. 광고선전비 증가에도 불구하고, 원가율이 크게 개선되면서, 별도기준 영업이익은 비교적 양호한 수준이었다(122억원). 하지만, 자회사 제로투세븐의 실적부진, 일회성 법인세 비용의 영향으로, 연결기준 순이익은 시장 기대치에 크게 미치지 못하였다.

고무적인 부분은 별도기준 원가율이 전년동기 대비 2.7%pt 개선된 점이다. 원가율 개선의 주요 요인은, 1) Product Mix 개선, 2) 원유공급과잉 우려 완화, 3) 중국 분유 수출의 성장에 기인한다. 유기농 우유, 커피음료, 분유 수출 확대 등이 제품 믹스 개선에 기여하고 있고, 원유 재고가 축소되면서 원유공급과잉도 다소 완화 추세이다. 또한, 중국 정부 규제 우려에도 불구하고, 2분기 분유 수출도 비교적 견조한 성장세를 시현하였다.

>>> 과도한 주가 하락은 매수 기회

중국 분유 규제와 자회사 실적 우려로 동사의 주가는 최근 조정을 많이 받았다. 하지만, 동사는 주력 2개 브랜드의 수출 비중이 95%로, 신소재분유법 영향이 상대적으로 적은 편이다. 또한, 제로투세븐의 계절적 비수기인 2분기의 적자 레벨이 어느 정도 확인 되었기 때문에, 추가적인 실적 우려는 제한적이라 판단된다. 더불어, 동사 실적 개선의 핵심인 Product Mix 개선과 원유공급과잉 완화는 현재도 진행 중이며, 하반기부터 적용되는 원유기본가격 인하도 긍정적으로 작용할 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 6만원 제시

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 제시한다. 동사는 지속적인 브랜드 투자를 통해 시장 지배력이 확대되고, 고수익성 제품의 비중이 확대되면서, 점진적인 수익성 개선이 가능할 전망이다. 또한, 중국 분유 수출 확대에 따른 성장성으로 인해, 음식료 업종 내에서 밸류에이션 프리미엄이 지속될 것으로 판단된다.

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	370.6	375.5	392.4	403.6	393.2	407.1	419.6	428.9	1,542.2	1,648.8	1,750.4
(YoY)	6.2%	6.2%	6.2%	7.4%	6.1%	8.4%	6.9%	6.3%	6.5%	6.9%	6.2%
별도기준	306.0	308.1	316.9	323.4	321.4	331.2	335.9	346.0	1,254.4	1,334.5	1,404.5
(YoY)	5.0%	3.8%	2.8%	5.8%	5.0%	7.5%	6.0%	7.0%	4.3%	6.4%	5.2%
매출총이익	114.5	126.5	137.2	133.3	130.8	144.1	148.9	144.4	511.5	568.2	606.3
(GPM)	30.9%	33.7%	35.0%	33.0%	33.3%	35.4%	35.5%	33.7%	33.2%	34.5%	34.6%
별도기준	78.2	88.3	96.5	93.8	91.9	104.0	106.8	103.6	356.9	406.4	433.6
(GPM)	25.6%	28.7%	30.4%	29.0%	28.6%	31.4%	31.8%	29.9%	28.4%	30.4%	30.9%
판매비	110.5	122.9	123.3	118.3	122.0	135.8	134.7	129.6	475.1	522.0	554.1
(판매비율)	29.8%	32.7%	31.4%	29.3%	31.0%	33.4%	32.1%	30.2%	30.8%	31.7%	31.7%
별도기준	73.9	84.0	82.5	76.6	79.7	91.8	89.1	85.2	317.0	345.7	367.3
(판매비율)	24.1%	27.3%	26.0%	23.7%	24.8%	27.7%	26.5%	24.6%	25.3%	25.9%	26.2%
영업이익	4.0	3.6	13.9	14.9	8.8	8.3	14.2	14.9	36.4	46.2	52.2
(YoY)	-53.4%	-46.0%	69.2%	182.7%	120.3%	132.4%	2.5%	-0.5%	26.9%	26.9%	13.0%
(OPM)	1.1%	1.0%	3.5%	3.7%	2.2%	2.0%	3.4%	3.5%	2.4%	2.8%	3.0%
별도기준	4.3	4.3	14.0	17.3	12.3	12.2	17.8	18.3	39.9	60.6	66.3
(YoY)	-39.2%	-45.9%	59.7%	250.2%	183.9%	182.7%	27.3%	6.2%	38.5%	52.0%	9.3%
(OPM)	1.4%	1.4%	4.4%	5.3%	3.8%	3.7%	5.3%	5.3%	3.2%	4.5%	4.7%
세전이익	3.8	3.0	15.9	12.3	8.7	6.7	14.8	15.4	35.0	45.6	52.0
당기순이익	3.7	2.0	11.7	8.6	7.2	2.0	11.2	11.6	26.1	32.0	39.4
지배주주순이익	3.2	2.6	10.8	10.2	8.1	3.5	12.7	13.2	26.8	37.4	45.4
(YoY)	-48.0%	-50.4%	51.2%	82.5%	152.4%	34.0%	17.4%	29.2%	10.9%	39.6%	21.2%

자료: 매일유업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,488	17,504	18,523
매출원가	9,866	10,307	10,805	11,441	12,069
매출총이익	4,614	5,115	5,682	6,063	6,454
판매비및일반관리비	4,327	4,751	5,220	5,541	5,871
영업이익(보고)	287	364	462	522	583
영업이익(핵심)	287	364	462	522	583
영업외손익	33	-14	-6	-2	1
이자수익	30	30	36	36	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	0	0	0
법인세차감전이익	320	350	456	520	584
법인세비용	81	89	136	126	141
유효법인세율 (%)	25.2%	25.4%	29.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	239	261	320	394	443
지배주주지분순이익(억원)	242	268	374	454	503
EBITDA	640	727	831	906	980
현금순이익(Cash Earnings)	593	624	689	778	840
수정당기순이익	250	262	320	394	443
증감율(% YoY)					
매출액	6.1	6.5	6.9	6.2	5.8
영업이익(보고)	-17.3	26.9	26.9	13.0	11.7
영업이익(핵심)	-17.3	26.9	26.9	13.0	11.7
EBITDA	-7.1	13.6	14.3	9.0	8.2
지배주주지분 당기순이익	11.5	10.9	39.6	21.2	10.8
EPS	11.5	10.9	38.2	20.9	10.8
수정순이익	2.1	4.8	22.3	23.1	12.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,855	4,946	5,026
현금및현금성자산	721	1,033	902	749	585
유동금융자산	196	184	197	209	222
매출채권및유동채권	1,580	1,721	1,840	1,953	2,067
채고자산	1,885	1,735	1,855	1,970	2,084
기타유동비금융자산	46	57	61	65	69
비유동자산	3,323	3,625	3,801	3,970	4,137
장기매출채권및기타비유동채권	271	384	411	436	462
투자자산	555	468	482	495	508
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	8,656	8,917	9,164
유동부채	2,588	2,390	2,537	2,675	2,793
매입채무및기타유동채무	1,844	1,947	2,081	2,210	2,338
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
장기매입채무및기타유동채무	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	4,241	4,123	3,943
자본금	67	67	68	68	68
주식발행초과금	17	17	76	76	76
이익잉여금	2,975	3,227	3,587	4,027	4,514
기타자본	406	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	3,465	3,644	4,064	4,503	4,991
비지배주주지분자본총계	412	407	351	290	229
자본총계	3,877	4,051	4,415	4,793	5,220
순차입금	755	734	605	445	227
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	566	660	722
당기순이익	239	261	320	394	443
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	-123	-118	-118
기타	-46	-35	5	5	5
투자활동현금흐름	-441	-540	-531	-540	-550
투자자산의 처분	-2	67	-26	-25	-25
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	-131	-153	-164
기초현금및현금성자산	650	721	1,033	902	749
기말현금및현금성자산	721	1,033	902	749	585
Gross Cash Flow	560	607	689	778	840
Op Free Cash Flow	-161	130	70	152	201

투자지표

(단위: 원, 배, %)

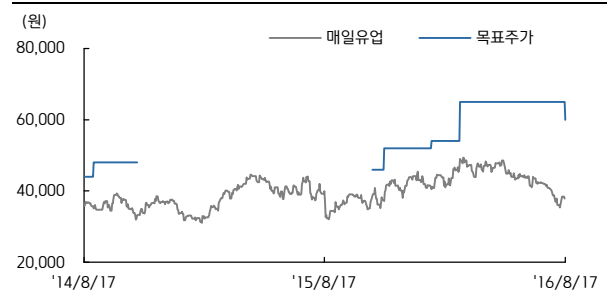
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,805	2,001	2,765	3,343	3,703
BPS	25,855	27,192	29,930	33,165	36,757
주당EBITDA	4,775	5,426	6,137	6,669	7,216
CFPS	4,423	4,656	5,089	5,726	6,184
DPS	125	125	125	125	125
주가배수(배)					
PER	20.6	22.1	13.7	11.3	10.2
PBR	1.4	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.9	8.9	6.0	5.4	4.9
PCFR	8.4	9.5	7.4	6.6	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	2.4	2.8	3.0	3.1
영업이익률(핵심)	2.0	2.4	2.8	3.0	3.1
EBITDA margin	4.4	4.7	5.0	5.2	5.3
순이익률	1.7	1.7	1.9	2.3	2.4
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	7.6	8.6	8.8
투자자본이익률(ROIC)	5.4	6.4	7.2	8.3	8.8
안정성(%)					
부채비율	99.9	106.3	96.0	86.0	75.5
순차입금비율	19.5	18.1	13.7	9.3	4.4
이자보상배율(배)	5.8	6.9	9.7	12.0	14.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.3	9.3	9.2	9.2
채고자산회전율	8.1	8.5	9.2	9.2	9.1
매입채무회전율	7.9	8.1	8.2	8.2	8.1

- 당사는 8월 16일 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
매일유업 (005990)	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
	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

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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%