



Buy(Maintain)

목표주가: 60,000원

주가(3/3): 39,850원

시가총액: 5,423억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (3/3)		600.73pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,400원	33,200원
등락률	-19.33%	20.03%
수익률	절대	상대
1M	-9.2%	-7.9%
6M	6.8%	20.4%
1Y	-13.0%	-3.1%

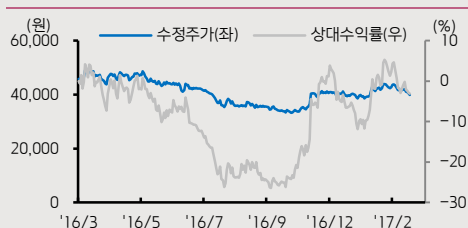
Company Data

발행주식수	13,608천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	10.39%
배당수익률(16E)	0.63%
BPS(16E)	30,110원
주요 주주	김정완 외
	국민연금
	51.55%
	6.15%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	15,422	16,347	17,175	18,099
보고영업이익	364	526	625	678
핵심영업이익	364	526	625	678
EBITDA	727	895	1,002	1,061
세전이익	350	484	611	667
순이익	261	337	463	506
지배주주지분순이익	268	399	523	560
EPS(원)	2,001	2,945	3,852	4,127
증감률(%YoY)	10.9	47.2	30.8	7.1
PER(배)	22.1	13.5	10.3	9.7
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.9	5.7	5.0	4.5
보고영업이익률(%)	2.4	3.2	3.6	3.7
핵심영업이익률(%)	2.4	3.2	3.6	3.7
ROE(%)	6.6	7.9	10.0	9.9
순부채비율(%)	18.1	11.7	4.9	-1.4

Price Trend



실적리뷰

매일유업 (005990)

시장의 우려에 실적으로 답하다



매일유업의 연결기준 4분기 영업이익은 164억원으로 시장 기대치를 소폭 상회하였다. 특히, 매일유업 별도기준 영업이익이 200억 초반 수준을 기록하며, 시장 기대치를 크게 상회한 것으로 판단된다. 자회사 제로투세븐의 적자 심화는 다소 우려스러운 부분이나, 핵심 사업의 수익성 개선세가 가파른 점은 긍정적이다.

>>> 4분기 영업이익 164억으로 시장 기대치 소폭 상회

매일유업의 연결기준 4분기 영업이익은 164억원으로 시장 기대치를 소폭 상회하였다. 특히, 자회사 제로투세븐의 4분기 영업적자가 -57억 수준이었음을 감안한다면, 별도기준 영업이익은 전분기와 비슷한 200억 초반 수준으로 추산된다. 매출 성장률은 수익성 중심의 경영 기조로 다소 둔화되었으나, 원가율과 판매비율이 전체적으로 개선되면서, 별도기준 영업이익률은 6% 중반 수준을 기록한 것으로 판단된다. 중국 분유 수출액은 규제 우려 등에도 불구하고 160억원 수준을 기록한 것으로 추산되며, 2016년 전체 수출도 2015년 대비 9~10% 정도 성장한 것으로 추산된다.

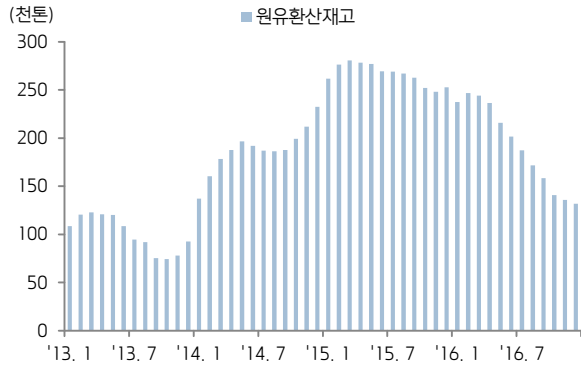
>>> 본업의 수익성 개선세 지속 전망

4분기 연결기준 영업이익은 시장 기대치를 소폭 상회하였으나, 별도기준 영업이익은 시장 기대치를 크게 상회한 것으로 판단된다. 전체적으로 원유공급과잉이 완화되고, 동사의 Product Mix가 개선되면서, 수익성이 기대치를 상회하였기 때문이다. 원유공급과잉 완화로 커피음료 등의 프로모션이 축소되었고, 제품 믹스 측면에서는 적자 품목인 백색시유의 매출 비중이 축소되는 대신에, 수익성이 높은 유기농우유와 커피음료 등의 매출 비중 확대가 지속되고 있다. 또한, 규제 우려 등에도 불구하고, 중국 조제분유 수출액이 1Q16을 저점으로 회복되고 있는 점도 긍정적이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 6만원 유지

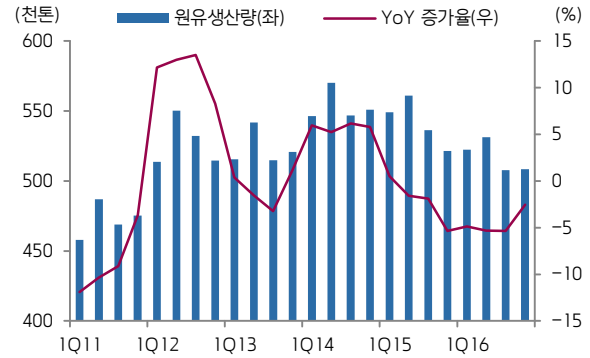
매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 유지한다. 원유공급과잉 완화 및 Product Mix 개선에 따른 본업의 수익성 개선세가 지속될 것으로 판단된다. 또한, 다가오는 5월에 있을 인적분할을 통해, 적자 계열사에 따른 유가공 사업회사의 밸류에이션 디스카운트 요인이 해소될 수 있는 점도 긍정적인 요소로 판단된다.

원유환산재고 추이



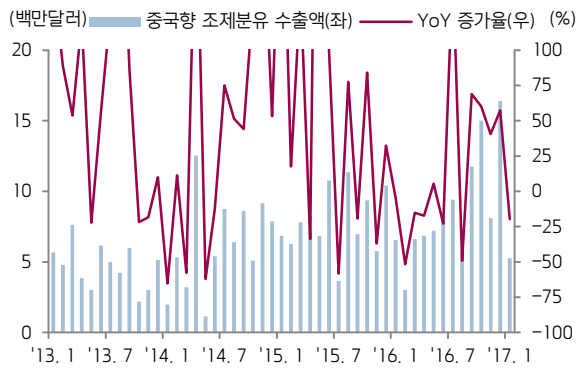
자료: 낙농진흥회

국내 원유생산량 추이



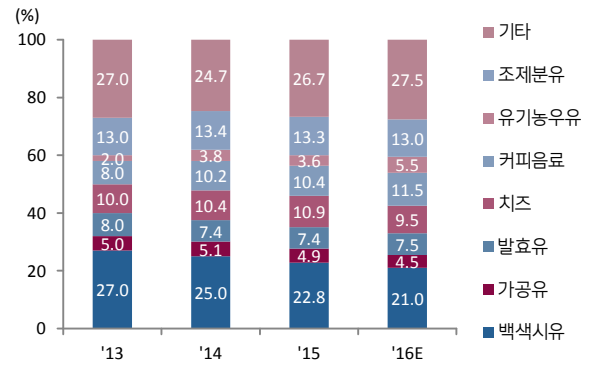
자료: 낙농진흥회

중국향 조제분유 수출액 추이



자료: 관세청

매일유업 매출 비중 추이(별도기준)



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

기업분할 일정

구분	일자
이사회결의일	2016. 11. 22
매매거래정지 예정기간	2017. 4. 28 ~ 2017. 6. 4
분할기일	2017. 5. 1
신주의 상장예정일	2017. 6. 5

자료: 매일유업, 키움증권 리서치

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	393.2	407.1	416.9	417.6	416.7	425.5	436.9	438.4	1,542.2	1,634.7	1,717.5	1,809.9
(YoY)	6.1%	8.4%	6.2%	3.5%	6.0%	4.5%	4.8%	5.0%	6.5%	6.0%	5.1%	5.4%
별도기준	321.4	331.2	339.4	326.6	342.5	345.6	355.2	341.8	1,254.4	1,318.6	1,385.2	1,452.0
(YoY)	5.0%	7.5%	7.1%	1.0%	6.5%	4.4%	4.7%	4.7%	4.3%	5.1%	5.0%	4.8%
제로투세븐	64.9	54.5	50.6	59.8	58.4	54.5	50.6	59.8	270.6	229.8	223.3	230.0
기타 및 연결조정	6.8	21.5	26.8	31.2	15.8	25.4	31.1	36.8	17.1	86.3	109.1	127.9
매출총이익	130.8	144.1	150.4	144.5	141.0	153.0	158.1	150.6	511.5	569.7	602.8	637.9
(GPM)	33.3%	35.4%	36.1%	34.6%	33.8%	36.0%	36.2%	34.4%	33.2%	34.9%	35.1%	35.2%
별도기준	91.9	104.0	109.8	98.4	102.2	111.3	115.7	102.4	356.9	404.1	431.7	456.4
(GPM)	28.6%	31.4%	32.3%	30.1%	29.9%	32.2%	32.6%	29.9%	28.4%	30.6%	31.2%	31.4%
판매비	122.0	135.8	131.3	128.1	130.9	140.1	136.6	132.7	475.1	517.1	540.2	570.2
(판매비율)	31.0%	33.4%	31.5%	30.7%	31.4%	32.9%	31.3%	30.3%	30.8%	31.6%	31.5%	31.5%
별도기준	79.7	91.8	88.0	76.8	86.3	96.0	92.3	80.8	317.0	336.3	355.4	376.6
(판매비율)	24.8%	27.7%	25.9%	23.5%	25.2%	27.8%	26.0%	23.6%	25.3%	25.5%	25.7%	25.9%
영업이익	8.8	8.3	19.1	16.4	10.2	12.9	21.5	17.9	36.4	52.6	62.5	67.8
(YoY)	120.3%	132.4%	37.6%	9.6%	15.8%	56.0%	12.7%	9.2%	26.9%	44.5%	19.0%	8.3%
(OPM)	2.2%	2.0%	4.6%	3.9%	2.4%	3.0%	4.9%	4.1%	2.4%	3.2%	3.6%	3.7%
별도기준	12.3	12.2	21.7	21.5	15.9	15.3	23.5	21.6	39.9	67.8	76.3	79.8
(YoY)	183.9%	182.7%	55.7%	24.6%	29.7%	25.4%	8.0%	0.2%	38.5%	69.9%	12.6%	4.5%
(OPM)	3.8%	3.7%	6.4%	6.6%	4.7%	4.4%	6.6%	6.3%	3.2%	5.1%	5.5%	5.5%
제로투세븐	-1.5	-3.0	-2.0	-5.7	-4.9	-1.9	-1.4	-3.8	-0.4	-12.2	-12.1	-11.2
기타 및 연결조정	-2.0	-0.9	-0.6	0.5	-0.9	-0.5	-0.5	0.1	-3.1	-3.0	-1.7	-0.8
세전이익	8.7	6.7	14.4	18.6	9.8	12.6	21.3	17.5	35.0	48.4	61.1	66.7
당기순이익	7.2	2.0	10.1	14.3	7.4	9.5	16.1	13.2	26.1	33.7	46.3	50.6
지배주주순이익	8.1	3.5	11.2	17.1	10.1	10.6	16.8	14.9	26.8	39.9	52.3	56.0
(YoY)	152.4%	34.1%	3.3%	68.4%	24.9%	199.5%	49.7%	-12.9%	10.9%	48.7%	31.2%	7.1%

자료: 매일유업, 키움증권 리서치

주: 1) 화색으로 표시된 4Q16, 2016년 수치는 당사 추정치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,347	17,175	18,099
매출원가	9,866	10,307	10,650	11,147	11,720
매출총이익	4,614	5,115	5,697	6,028	6,379
판매비및일반관리비	4,327	4,751	5,171	5,402	5,702
영업이익(보고)	287	364	526	625	678
영업이익(핵심)	287	364	526	625	678
영업외손익	33	-14	-42	-15	-10
이자수익	30	30	30	32	34
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	-30	-9	-9
법인세차감전이익	320	350	484	611	667
법인세비용	81	89	147	148	161
유효법인세율 (%)	25.2%	25.4%	30.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	239	261	337	463	506
지배주주지분순이익(억원)	242	268	399	523	560
EBITDA	640	727	895	1,002	1,061
현금순이익(Cash Earnings)	593	624	706	839	889
수정당기순이익	250	262	337	463	506
증감율(% YoY)					
매출액	6.1	6.5	6.0	5.1	5.4
영업이익(보고)	-17.3	26.9	44.5	19.0	8.3
영업이익(핵심)	-17.3	26.9	44.5	19.0	8.3
EBITDA	-7.1	13.6	23.1	12.0	5.9
지배주주지분 당기순이익	11.5	10.9	48.7	31.2	7.1
EPS	11.5	10.9	47.2	30.8	7.1
수정순이익	2.1	4.8	28.6	37.5	9.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,908	5,077	5,233
현금및현금성자산	721	1,033	988	959	893
유동금융자산	196	184	195	205	216
매출채권및유동채권	1,580	1,721	1,824	1,916	2,019
채고자산	1,885	1,735	1,839	1,933	2,036
기타유동비금융자산	46	57	61	64	67
비유동자산	3,323	3,625	3,745	3,864	3,989
장기매출채권및기타비유동채권	271	384	408	428	451
투자자산	555	468	480	491	502
유형자산	2,223	2,473	2,564	2,657	2,750
무형자산	123	135	125	115	106
기타비유동자산	152	164	169	174	179
자산총계	7,751	8,355	8,653	8,941	9,222
유동부채	2,588	2,390	2,518	2,631	2,736
매입채무및기타유동채무	1,844	1,947	2,064	2,168	2,285
단기차입금	307	249	249	249	249
유동성장기차입금	322	67	70	70	50
기타유동부채	114	128	136	144	153
비유동부채	1,286	1,914	1,703	1,447	1,149
장기매입채무및기타비유동채무	27	27	29	30	32
사채및장기차입금	1,043	1,635	1,385	1,085	735
기타비유동부채	216	252	289	332	382
부채총계	3,874	4,304	4,221	4,078	3,885
자본금	67	67	68	68	68
주식발행초과금	17	17	76	76	76
이익잉여금	2,975	3,227	3,612	4,105	4,636
기타자본	406	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	3,465	3,644	4,088	4,582	5,113
비지배주주지분자본총계	412	407	343	281	224
자본총계	3,877	4,051	4,432	4,863	5,337
순차입금	755	734	520	240	-76
총차입금	1,673	1,951	1,704	1,404	1,034

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	275	655	599	744	783
당기순이익	239	261	337	463	506
감가상각비	344	352	359	367	375
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	-107	-95	-106
기타	-46	-35	5	5	5
투자활동현금흐름	-441	-540	-478	-484	-496
투자자산의 처분	-2	67	-23	-20	-23
유형자산의 처분	14	24	0	0	0
유형자산의 취득	-406	-528	-450	-459	-468
무형자산의 처분	-37	-24	0	0	0
기타	-10	-79	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	233	190	-165	-289	-352
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	-32	-32
기타	-7	0	37	43	50
현금및현금성자산의순증가	71	311	-44	-29	-65
기초현금및현금성자산	650	721	1,033	988	959
기말현금및현금성자산	721	1,033	988	959	893
Gross Cash Flow	560	607	706	839	889
Op Free Cash Flow	-161	130	178	296	323

투자지표

(단위: 원, 배, %)

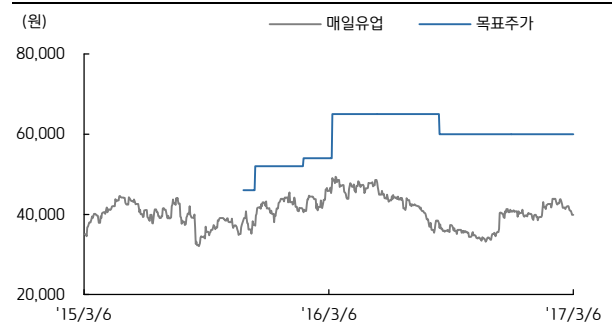
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,805	2,001	2,945	3,852	4,127
BPS	25,855	27,192	30,110	33,745	37,651
주당EBITDA	4,775	5,426	6,608	7,378	7,814
CFPS	4,423	4,656	5,211	6,181	6,549
DPS	125	125	250	250	250
주가배수(배)					
PER	20.6	22.1	13.5	10.3	9.7
PBR	1.4	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.9	8.9	5.7	5.0	4.5
PCFR	8.4	9.5	7.6	6.4	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	2.4	3.2	3.6	3.7
영업이익률(핵심)	2.0	2.4	3.2	3.6	3.7
EBITDA margin	4.4	4.7	5.5	5.8	5.9
순이익률	1.7	1.7	2.1	2.7	2.8
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	7.9	10.0	9.9
투자자본이익률(ROIC)	5.4	6.4	8.1	10.1	10.6
안정성(%)					
부채비율	99.9	106.3	95.3	83.9	72.8
순차입금비율	19.5	18.1	11.7	4.9	-1.4
이자보상배율(배)	5.8	6.9	11.0	14.4	16.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.3	9.2	9.2	9.2
채고자산회전율	8.1	8.5	9.1	9.1	9.1
매입채무회전율	7.9	8.1	8.2	8.1	8.1

- 당사는 3월 3일 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 간섭 없이 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
	2016/11/15	BUY(Maintain)	60,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	60,000원
	2017/01/09	BUY(Maintain)	60,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	60,000원
	2017/03/06	BUY(Maintain)	60,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%