

매일유업(005990)

매수(유지) / TP: 62,000원(유지)

주가(11/25, 원)	41,350
시가총액(십억원)	561
발행주식수(백만)	14
52 주 최고/최저가(원)	49,400/33,200
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,094
유동주식비율(%)	40.8
외국인지분율(%)	8.8
주요주주(%)	김정완 외 11 인
	국민연금
	6.1

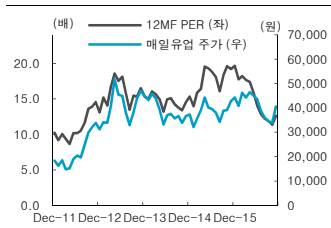
	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	1,448	29	24	1,907	12.0	64	19.5	9.4	1.4	7.1	0.3
2015A	1,542	36	27	2,129	11.6	73	20.8	9.5	1.6	7.5	0.3
2016F	1,646	50	39	3,094	45.3	88	13.4	6.8	1.3	9.6	0.4
2017F	1,725	64	50	3,569	15.4	103	11.6	5.5	1.2	10.6	0.6
2018F	1,835	81	64	4,536	27.1	121	9.1	4.3	1.1	12.1	0.8

유가공사업의 가치 레벨업 지속

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.5	(7.7)	(2.9)
상대주가(%)	27.6	(8.4)	(1.2)

12MF PER 추이



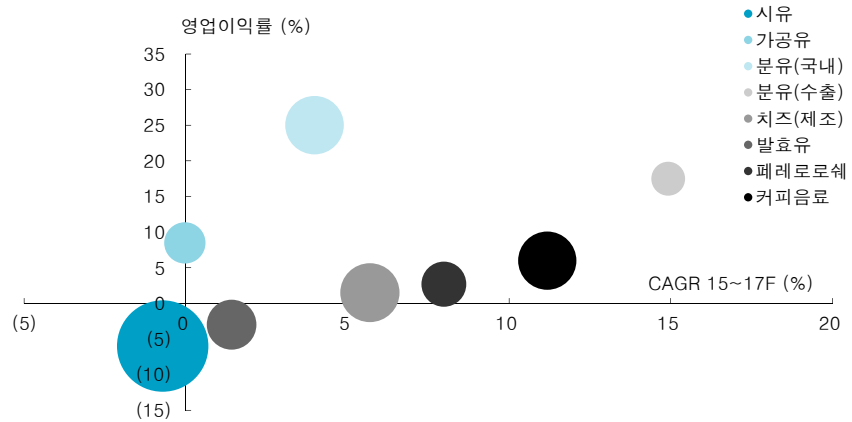
유가공의 이익률 향상 지속: 유가공사업이 주력인 별도법인의 3분기 영업이익률은 6.4%로 전년동기 대비 2.0%p, 전분기 대비 2.7%p 개선됐다. 실적이 개선된 것은 고수익부문인 유기농제품의 고성장세가 유지됐고, 평년 대비 더운 기온과 신제품에 대한 반응 호조로 커피음료의 매출액이 크게 증가했으며, 재료비 부담이 경감됐기 때문이다. 앞으로도 3분기와 같은 기상 호조가 있을지 예측하기 어려우나, 동사의 영업이익률은 계속 향상될 것으로 예상된다. 유기농사업은 진입장벽이 높고, 커피음료는 오랜 투자와 제품력 개선으로 치열해진 경쟁 속에서도 브랜드력이 더 강화되고 있다. 또한 원유가격 인하로 국내 원유 재고가 줄어들면서 원유 관련 손실도 크게 축소될 전망이다.

중국 분유 수출도 회복될 것: 3분기까지 부진했던 중국 분유 수출도 성장률이 회복될 것이다. 올해 중국 분유 수출액은 468억원으로 전년대비 11.4% 증가에 그칠 것으로 보이는데, 이는 중국 분유시장의 단기적인 공급과잉 때문이다. 중국 분유시장은 수요 측면에서 연간 20%에 가까운 고성장을 유지하고 있지만, 올해 조제분유배합등록제 시행을 우려한 저가 덤핑 물량 출회로 시장이 크게 혼탁해졌다. 이 제도가 상반기에 실행될 것이라는 관측이 돌면서 연초부터 시행 이후 팔지 못하게 될 브랜드들이 대거 시장에 출회했다. 결국 이 제도는 지난 10월에 시행됐는데 유예기간이 2년이지만 이미 상당수의 브랜드들이 소진된 상황이라 앞으로 동사의 중국 수출은 개선될 것으로 예상된다. 내년 중국 분유 수출은 570억원으로 전년 대비 21.8% 증가해 경쟁사보다 높은 성장세를 보일 것이다. 동사는 현재 4개의 브랜드가 있으나 대부분의 매출이 2개 브랜드에 집중돼 있어 새로운 제도 시행으로 인한 부작용이 업계에서 가장 작을 전망이다.

지주회사 전환 후 사업회사 가치 더 상승: 매일유업은 내년 5월에 유가공사업과 투자자산을 분리해 지주회사 체제로 전환하기로 했다. 지주사로 전환된 이후 사업회사의 가치가 더 크게 부각될 것이다. 상대적으로 실적이 부진했던 의류 종속법인으로 인해 유가공사업의 실적 개선이 부각되지 못했기 때문에, 분리는 시장가치 상승에 긍정적으로 작용할 것이다. 지주회사의 배당과 사업 확장을 위한 자원 확보 차원에서 사업회사의 배당도 증가할 것이다. 과거 지주회사 전환 사례에 따르면 분할 후 오너 일가가 보유한 사업회사의 지분을 지주회사로 현물출자하는 과정에서 사업회사의 가치가 더 크게 부각될 확률이 높아 분할 뒤 사업회사를 매집하는 전략을 권고한다.

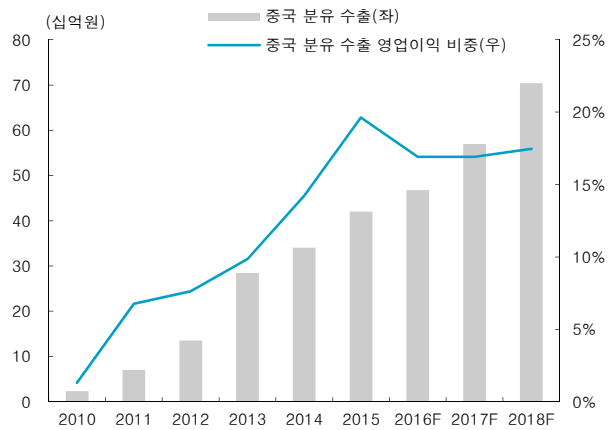
이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com

[그림 48] 부문별 매출액과 영업이익률



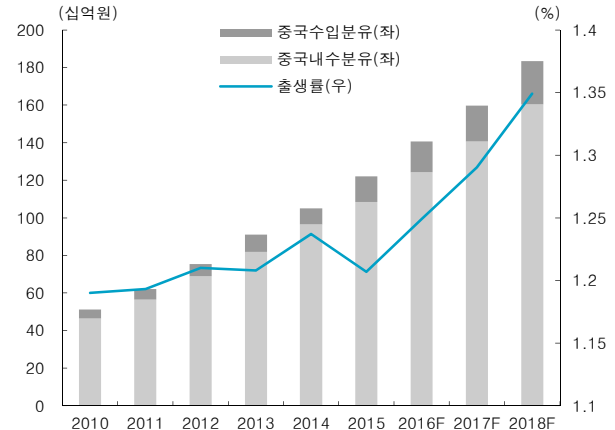
자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 49] 중국향 분유 수출액과 영업이익 비중

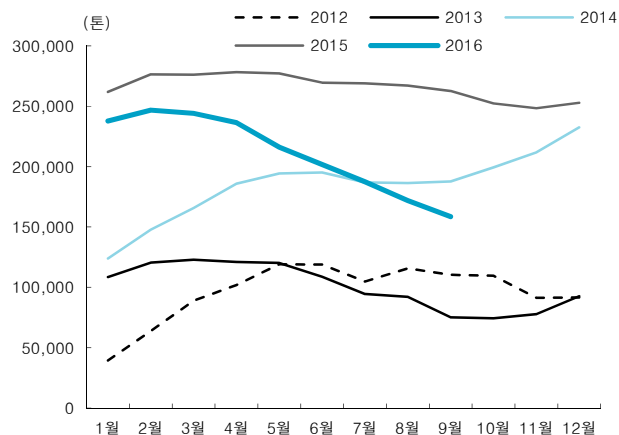


자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 50] 중국 출생률과 분유시장 성장

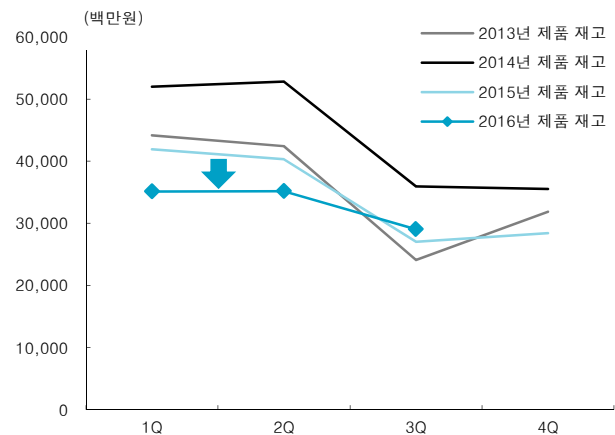
주: 출생률은 총 인구대비 신생아 수 비율
자료: 중국 통계청, 언론 보도, 한국투자증권

[그림 51] 한국 원유 재고 월별 동향



자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 52] 매일유업 분기 원유 재고 추이



자료: 매일유업, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	443	473	533	555	600
현금성자산	72	103	143	147	171
매출채권및기타채권	158	172	181	190	202
재고자산	189	174	183	191	198
비유동자산	332	362	390	409	425
투자자산	35	26	38	40	42
유형자산	222	247	257	270	277
무형자산	12	14	14	15	16
자산총계	775	836	923	964	1,025
유동부채	259	239	245	250	265
매입채무및기타채무	184	195	209	219	233
단기차입금및단기사채	31	25	20	15	15
유동성장기부채	32	7	2	0	0
비유동부채	129	191	188	181	169
사채	85	130	125	119	113
장기차입금및금융부채	20	34	34	30	23
부채총계	387	430	434	430	434
지배주주지분	346	364	451	498	557
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	67	67	116	116	116
기타자본	(12)	(15)	(15)	(15)	(15)
이익잉여금	297	323	360	406	465
비지배주주지분	41	41	38	36	34
자본총계	388	405	490	534	590

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	27	65	68	78	93
당기순이익	24	26	37	48	61
유형자산감가상각비	34	35	37	38	39
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(29)	5	(6)	(9)	(7)
기타	(3)	(2)	(1)	0	(1)
투자활동현금흐름	(44)	(54)	(63)	(57)	(53)
유형자산투자	(41)	(53)	(50)	(53)	(48)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	0	8	(11)	(1)	(2)
무형자산순증	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
기타	0	(9)	(2)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	23	19	35	(18)	(16)
자본의증가	3	0	50	0	0
차입금의순증	26	21	(15)	(16)	(13)
배당금지급	(2)	(2)	(2)	(2)	(4)
기타	(4)	0	2	0	1
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	7	31	40	3	24

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,448	1,542	1,646	1,725	1,835
매출원가	987	1,031	1,082	1,145	1,214
매출총이익	461	512	564	579	622
판매관리비	433	475	514	515	541
영업이익	29	36	50	64	81
금융수익	5	5	6	6	7
이자수익	3	3	4	5	5
금융비용	6	6	7	6	6
이자비용	5	5	5	5	5
기타영업외손익	3	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	1	0	0	0	1
세전계속사업이익	32	35	49	65	82
법인세비용	8	9	13	16	21
연결당기순이익	24	26	37	48	61
지배주주지분순이익	24	27	39	50	64
기타포괄이익	(4)	(4)	0	0	0
총포괄이익	20	22	37	48	61
지배주주지분포괄이익	21	22	39	50	64
EBITDA	64	73	88	103	121

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,907	2,129	3,094	3,569	4,536
BPS	26,735	28,280	31,299	34,427	38,372
DPS	125	125	160	250	350
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.1	6.5	6.7	4.8	6.4
영업이익증가율	(17.3)	26.9	36.8	28.5	26.0
순이익증가율	11.5	10.9	46.5	27.5	27.1
EPS 증가율	12.0	11.6	45.3	15.4	27.1
EBITDA 증가율	(7.1)	13.6	21.2	17.3	16.8
수익성(%)					
영업이익률	2.0	2.4	3.0	3.7	4.4
순이익률	1.7	1.7	2.4	2.9	3.5
EBITDA Margin	4.4	4.7	5.4	6.0	6.6
ROA	3.2	3.2	4.2	5.1	6.2
ROE	7.1	7.5	9.6	10.6	12.1
배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8
배당성향	6.5	5.9	5.7	7.0	7.7
안정성					
순차입금(십억원)	76	74	18	(19)	(57)
차입금/자본총계비율(%)	43.3	48.3	36.9	27.8	23.0
Valuation(X)					
PER	19.5	20.8	13.4	11.6	9.1
PBR	1.4	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.4	9.5	6.8	5.5	4.3

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 11월 28일 현재 대상, 농심, 롯데칠성, 매일유업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데칠성 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.