



## BUY(Maintain)

목표주가: 43,000원

주가(3/7): 34,900원

시가총액: 4,677억원

## 음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (3/7)		541.30pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	37,600원	13,850원
등락률	-7.18%	151.99%
수익률	절대	상대
1M	8.4%	0.5%
6M	41.9%	33.9%
1Y	114.1%	110.6%

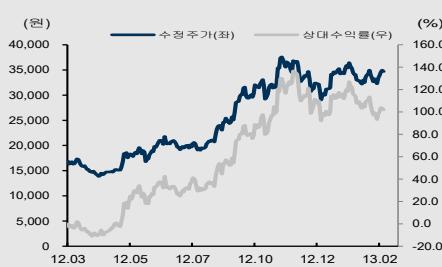
## Company Data

발행주식수	13,400천주
일평균 거래량(3M)	118천주
외국인 지분율	6.24%
배당수익률(12E)	0.40%
BPS(12E)	21,637원
주요 주제	기자와의 인터뷰

특자지표

(억원 IFRS 별도)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	9,444	10,523	11,382	12,134
보고영업이익	155	308	417	513
핵심영업이익	153	299	417	513
EBITDA	469	612	727	817
세전이익	105	225	410	509
순이익	45	162	317	394
지분법적용순이익	50	196	362	464
EPS(원)	370	1,464	2,703	3,463
증감률(%YoY)	-74.5	295.3	84.6	28.1
PER(배)	49.4	21.3	12.8	10.0
PBR(배)	0.9	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	8.1	8.9	8.0	6.8
보고영업이익률(%)	1.6	2.9	3.7	4.2
핵심영업이익률(%)	1.6	2.8	3.7	4.2
ROE(%)	1.6	5.7	10.4	11.6
순부채비율(%)	49.7	43.8	36.0	26.4

### Price Trend



## 실적리뷰

매일유업 (005990)

분유마진 회복과 수출 고성장의 쌍끌이 기대



4Q12에는 분유 매출 회복과 기저효과로 영업이익 증가 폭이 컷습니다. 분유 판가 인상에 따른 마진회복과 중국 등 수출 고성장세가 계속되며 '13년에도 이익 모멘텀 이 이어질 전망입니다. 자회사 제로투세븐도 견조한 주가흐름을 보이고 있어, 동사의 투자포인트들이 순항하고 있다는 판단입니다.

>>> 분유매출 회복으로 4Q12 높은 영업이익 증가세 시현

4Q12 실적은 매출 2,743억원(YoY 12.7%), 영업이익 79억원(YoY 71.8%)으로 영업이익이 당사 추정치를 하회했으나 전년동기 대비 큰 폭의 이익 증가를 시현했다. 점유율 회복(31%)으로 내수 분유 매출이 20% 증가했으며, 판가인상(11년11월) 기저효과, 판관비 효율화도 이익증가 요인으로 작용했다. 다만, 자회사들의 누적손실 처리에 따른 지분법투자주식 손상차손으로 순이익은 전년보다 30억원 감소한 12억원에 그쳤다.

>>> 분유 마진 회복으로 '13년에도 이익 모멘텀 이어질 전망

1월에도 분유 매출이 기저효과로 20% 성장하는 등 전체 매출은 10%의 성장세를 이어갔다. 판가를 평균 8% 인상(1월)함에 따라 분유 마진이 회복될 전망인데, 분유의 이익 기여 비중이 30~40%로 높아, 전사 이익 개선에 있어 주요 동력이 될 전망이다. 이와 함께, 수출 규모 확대와 마진 개선으로 수출의 이익기여가 높아지면서 '13년에도 이익모멘텀이 이어질 전망이다. 또, 순차입금 개선(-382억원)으로 10~13억원의 이자비용 감소가 예상된다.

>>> 중국 분유 등 수출 고성장세 이어질 전망

중국 분유 수출은 '12년 140억원으로 전년비 두 배 성장했는데, '13년에는 현지 분유시장 성장(연간 15~16%)과 상위 브랜드 '궁' 수출 시작(2월), 병원 마케팅 강화로 250억원의 매출이 예상된다. 중국 내 고가 분유시장이 7,000~8,000억원으로 추정되는데, 여기서 동사는 3~4년 내에 1,000억원의 매출을 목표로 하고 있다. 중동과 베트남에서도 분유 판매가 호조를 보이고 있으며, 분유 외에 가공유도 중국에 신규 출시함에 따라 동사의 해외 매출 규모는 '13년에 474억원(YoY 67%)으로 확대될 전망이다.

>>> 제로투세븐 상장 후 주가 호조, 투자포인트 순항 중

제로투세븐은 상장(2월19일) 이후 주가가 공모가 대비 66% 상승했다.'12년에 견조한 매출 성장세(본사 18%, 중국 25%)를 보이며, 아가방을 제치고 업계 선두에 올라섰으며 제품영역 확장, 브랜드 다변화, 중국 수출 확대를 통해 향후에도 견조한 성장세를 예상한다. 분유마진 회복에 의한 이익 모멘텀과 중국 분유 등 수출 고성장세, 제로투세븐 가치 부각 등 투자포인트가 순항 중이라고 판단, 목표주가 43,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

## 4Q12 실적 Review(IFRS별도)

(단위: 억 원, %, %p)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12			차이 (% , %p)		YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제 발표치	당사 추정	Consensus	당사 추정	Consensus		
매출액	2,432	2,552	2,553	2,676	2,743	2,714	2,709	1.0	1.2	12.7	2.5
영업이익	46	55	51	114	79	87	87	-9.5	-9.3	71.8	-30.8
세전이익	40	55	37	110	24	78	83	-69.5	-71.5	-41.0	-78.5
순이익	42	37	34	78	12	60	64	-80.2	-81.3	-71.5	-84.8
영업이익률(%)	1.9	2.1	2.0	4.3	2.9	3.2	3.2	-0.3	-0.3	1.0	-1.4
세전이익률(%)	1.6	2.1	1.5	4.1	0.9	2.9	3.1	-2.0	-2.2	-0.8	-3.2
순이익률(%)	1.7	1.5	1.3	2.9	0.4	2.2	2.4	-1.8	-1.9	-1.3	-2.5

자료: 매일유업, 키움증권

## 실적 추정치 변경(IFRS별도 기준)

(단위: 억 원, %, %p)

	2011	변경전		변경후		변경률(% , %p)		YoY(% , %p)	
		2012E	2013E	2012	2013E	2012	2013E	2012	2013E
매출액	9,444	10,495	11,341	10,523	11,382	0.3	0.4	11.4	8.2
영업이익	153	307	429	299	417	-2.7	-2.7	95.1	39.7
세전이익	105	279	415	225	410	-19.3	-1.3	114.6	81.8
순이익	45	210	321	162	317	-23.0	-1.3	259.1	96.1
영업이익률(%)	1.6	2.9	3.8	2.8	3.7	-0.1	-0.1	1.2	0.8
세전이익률(%)	1.1	2.7	3.7	2.1	3.6	-0.5	-0.1	1.0	1.5
순이익률(%)	0.5	2.0	2.8	1.5	2.8	-0.5	0.0	1.1	1.2

자료: 매일유업, 키움증권,

## 분기별 실적추정(IFRS별도)

(단위: 억 원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012
매출액	1,948	2,261	2,430	2,455	9,095	2,380	2,295	2,337	2,432	9,444	2,552	2,553	2,676	2,743	10,523
분유	326	313	352	360	1,351	346	211	222	239	1,018	269	280	305	331	1,185
시유	650	682	708	680	2,720	654	720	682	621	2,678	745	795	792	708	3,039
발효유	248	297	280	255	1,079	254	260	248	233	995	249	286	262	255	1,052
음료 및 기타	724	969	1,091	1,160	3,945	1,125	1,103	1,185	1,339	4,753	1,289	1,192	1,317	1,449	5,247
매출총이익	533	638	680	649	2,501	654	651	651	629	2,584	674	730	752	700	2,856
영업이익	83	49	81	-9	191	60	1	50	46	153	55	51	114	79	299
세전이익	84	50	82	9	226	53	-37	49	40	105	55	37	110	24	225
순이익	66	72	63	-6	194	24	-56	36	42	45	37	34	78	12	162
증감율(%YoY)															
매출액	-3.0	4.2	15.8	18.9	9.0	22.1	1.5	-3.8	-0.9	3.8	7.2	11.2	14.5	12.7	11.4
분유	-28.1	-32.3	0.2	-13.6	-19.7	6.2	-32.5	-37.0	-33.6	-24.6	-22.3	32.6	37.5	38.5	16.4
시유	3.5	-4.7	-1.3	5.9	0.6	0.6	5.6	-3.6	-8.7	-1.6	13.9	10.3	16.1	13.9	13.5
발효유	10.7	10.8	1.2	6.5	7.1	2.6	-12.4	-11.3	-8.6	-7.8	-2.0	10.0	5.6	9.5	5.7
음료 및 기타	2.9	33.5	44.7	51.2	33.7	55.4	13.8	8.6	15.4	20.5	14.6	8.1	11.1	8.2	10.4
매출총이익	-4.2	6.4	13.2	17.1	8.2	22.5	2.0	-4.3	-3.1	3.3	3.1	12.2	15.5	11.3	10.5
영업이익	-7.5	-39.7	1.3	-151.6	-29.0	-28.3	-98.2	-38.6	흑전	-19.8	-8.8	5,604.5	129.2	71.8	94.6
세전이익	150.1	-41.4	-2.4	-9.4	5.6	-36.5	적전	-40.7	339.8	-53.4	2.2	흑전	125.1	-41.0	114.0
순이익	194.9	9.8	-0.2	-119.4	5.7	-64.0	적전	-42.6	흑전	-76.8	58.3	흑전	117.8	-71.5	257.7
수익성(%)															
매출총이익률	27.4	28.2	28.0	26.4	27.5	27.5	28.4	27.9	25.8	27.4	26.4	28.6	28.1	25.5	27.1
영업이익률	4.3	2.2	3.3	-0.4	2.1	2.5	0.0	2.1	1.9	1.6	2.1	2.0	4.3	2.9	2.8
세전이익률	4.3	2.2	3.4	0.4	2.5	2.2	-1.6	2.1	1.6	1.1	2.1	1.5	4.1	0.9	2.1
순이익률	3.4	3.2	2.6	-0.3	2.1	1.0	-2.5	1.5	1.7	0.5	1.5	1.3	2.9	0.4	1.5

자료: 매일유업, 키움증권

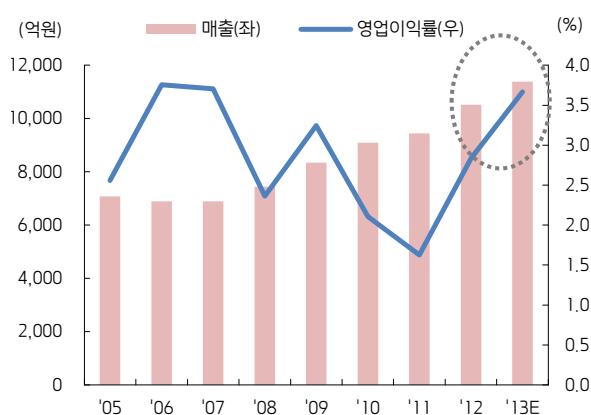
주

1) 영업이익=조정영업이익=매출총이익-판관비

2) 2010년 실적은 K-IFRS기준으로 조정된 수치임.

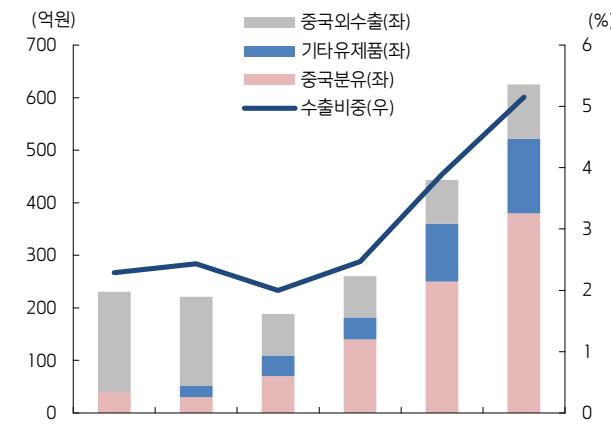
3) 4Q12와 2012년 사업부문별 매출은 당사 추정치임

## '13년에도 이익 개선 모멘텀 이어질 전망



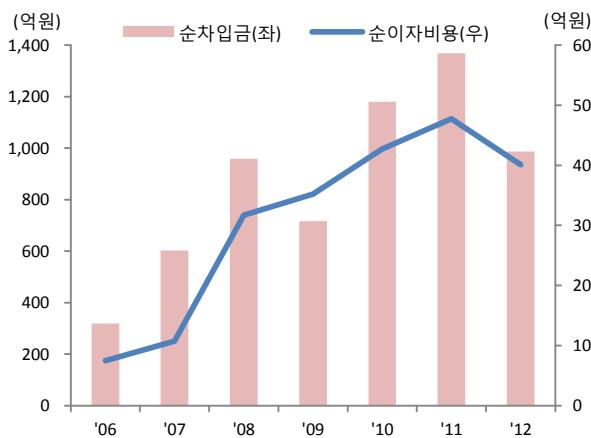
자료: 매일유업, 키움증권

## 중국 분유 등 수출 고성장 이어질 전망



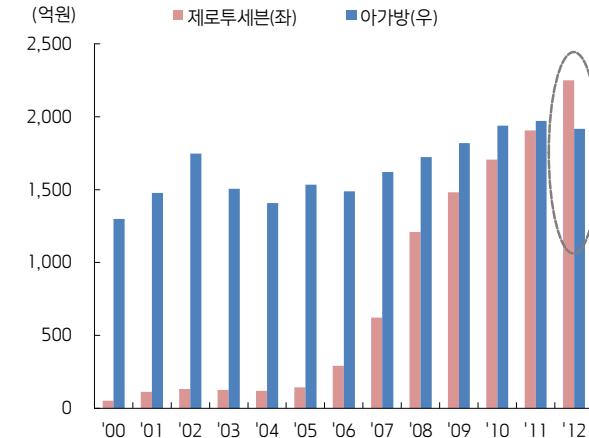
자료: 매일유업, 키움증권

## 실적 개선으로 순차입금 감소, 이자비용 개선될 전망



자료: 매일유업

## 제로투세븐 '12년 매출 18% 성장하며 업계 1위로 부상



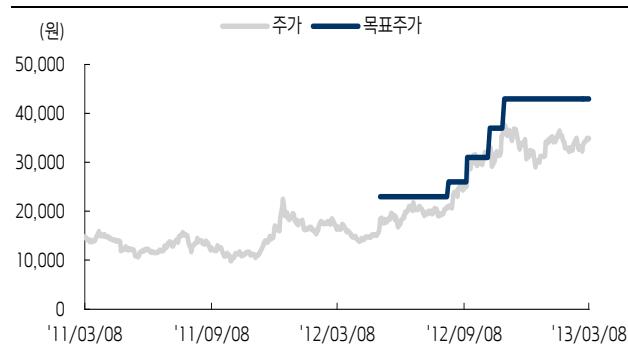
자료: 제로투세븐

- 당사는 3월 7일 현재 '매일유업' 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)	2012/05/09	Buy(Initiate)	23,000원
	2012/06/01	Buy(Maintain)	23,000원
	2012/06/04	Buy(Maintain)	23,000원
	2012/07/17	Buy(Maintain)	23,000원
	2012/08/16	Buy(Maintain)	26,000원
	2012/09/12	Buy(Maintain)	31,000원
	2012/10/15	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/05	Buy(Maintain)	43,000원
	2012/11/15	Buy(Maintain)	43,000원
	2013/01/07	Buy(Maintain)	43,000원
	2013/03/08	Buy(Maintain)	43,000원

### 목표주가 추이



### 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