

# 매일유업 (005990)

## 영업이익률(OPM)이 상승하려면?

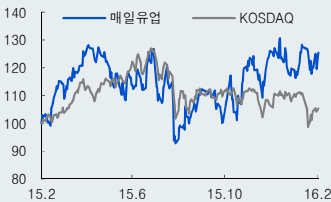
음료

Company Report  
2016.2.29

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가(원,12M)	<b>55,000</b>
현재주가(16/02/26,원)	<b>43,650</b>
상승여력	<b>26%</b>

영업이익(15F,십억원)	31
Consensus 영업이익(15F,십억원)	-
EPS 성장률(15F,%)	-2.9
MKT EPS 성장률(15F,%)	19.8
P/E(15F,x)	25.2
MKT P/E(15F,x)	11.3
KOSDAQ	649.30
시가총액(십억원)	585
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	55.0
외국인 보유비중(%)	6.9
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	32,050
52주 최고가(원)	45,450

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	27.6	21.8
상대주가	11.3	31.2	15.7



[음식료/담배]

**백운목**  
02-768-4158  
wm.baek@dwsec.com

### 영업이익률(OPM)이 상승하려면?

매일유업의 사업은 흰우유(매출 비중 23~25%), 가공유(비중 5%), 발효유(비중 7~8%), 커피음료(비중 8~10%), 치즈(비중 11%), 유기농(비중 4~5%), 중국 분유(비중 3%), 국내 분유(비중 11%), 폴바셋(비중 3%) 등으로 판매 제품수가 많다.

매일유업의 영업이익률(OPM)은 14~15년 각각 2.0%, 2.1%로 매우 낮다. 15년 매일유업의 PSR(시가총액/매출액 비율)은 0.4배에 머물고 있다. 영업이익률이 낮기 때문이다. 매일유업 주가가 한 단계 상승하려면 매출액 증가도 중요하지만 영업이익률이 높아져야 한다.

동원F&B와 오뚜기는 12~14년에 매출액 증가가 한자리수에 머물렀지만 제조원가가 하락, SKU(제품가짓수) 축소, 제품 및 영업 체질 개선 등으로 인해 영업이익률이 높아지면서 주가가 급등한 사례가 있다. 15년 동원F&B와 오뚜기의 PSR은 각각 0.8배, 2.2배로 높아졌다. 매일유업은 제2의 동원F&B나 오뚜기가 될 수 있을까?

매일유업이 영업이익률을 높이려면

1. 중국 분유(바리스타, 흰우유 포함) 수출의 지속적인 증가이다. 분유 수출은 14년 340억원에서 15년에 420억원(YoY + 23.5%), 16년에 520억원(YoY + 23.8%)으로 증가할 전망이다. 수출 분유의 마진은 10~15% 정도로 높다. 중국 분유 수출 확대를 위해서 제품의 안전성 강조와 함께 유통 채널 확대(특히, 온라인)가 지속되어야 한다. 수출이 1천억원이 넘어서면 중국 내 현지 생산/판매도 고려해야 한다.
2. 흰우유(시유)에서 안정적인 이익이 발생해야 한다. 흰우유는 원재료인 원유의 생산량 증가와 흰우유의 소비량 감소가 맞물리면서 재고 부담과 영업비용 증가로 14년 하반기 이후 적자가 지속되고 있다. ‘원유 수매 제도’와 ‘원유 물가 연동제’ 등이 지속되어도 마케팅 비용 절감, 저지방우유와 유기농우유 판매 증가 등 매일유업의 자체 노력으로 16년 하반기부터는 흰우유의 적자폭이 크게 줄어들 것으로 본다.
3. 제품에 대한 체질 개선이 필요하다. 매일유업은 국내 분유, 중국 분유, 커피음료를 제외한 흰우유, 발효유, 두유, 가공유, 치즈는 이익률이 낮거나 적자(일부 품목)이다. 2~4등 품목은 품질 향상, 히트제품 만들기, 원가 절감, 마케팅 조절, 할인을 축소, SCM(공급망 관리), SKU(제품가짓수) 축소 등과 같은 체질 개선이 필요하다.

### 영업이익률이 높아질 수 있는 잠재력 큰 기업, 목표주가 55,000원으로 상향

매일유업은 중국 분유 수출 확대, 흰우유 적자 축소, 저마진 제품의 체질 개선 노력, 할인을 축소, 폴바셋 성장 등이 이루어질 수 있어 영업이익률(OPM)이 높아질 잠재력이 크다. 매일유업의 전략도 16년에는 매출보다 수익성 향상에 초점에 맞추고 있다. 투자 의견은 매수, 목표주가는 수익예상 상황을 반영하는 55,000원(기존 52,000원)으로 상향 조정한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	1,072	1,364	1,448	1,524	1,603	1,696
영업이익 (십억원)	27	35	29	31	40	45
영업이익률 (%)	2.5	2.6	2.0	2.0	2.5	2.7
순이익 (십억원)	21	22	24	23	28	32
EPS (원)	1,593	1,619	1,805	1,752	2,083	2,398
ROE (%)	7.3	6.8	7.1	6.6	7.3	7.9
P/E (배)	19.6	27.7	20.6	25.2	21.0	18.2
P/B (배)	1.3	1.8	1.4	1.6	1.4	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

### 1. 중국 분유 수출은?

분유 수출, 15년 420억원  
16년 520억원 예상

매일유업의 분유 수출은 14년 340억원에서 15년에 420억원(YoY + 23.5%), 16년에 520억원(YoY + 23.8%)으로 증가할 전망이다. 16년에는 환율 상승과 현지 온라인 판매 증가로 수출 분유의 마진이 12~15% 정도는 될 것으로 예상된다.

14~20년 중국 분유 시장은  
판매 유통 채널 확대, 고급화,  
산아 제한 완화 효과로 3차 성장  
예상

중국 분유 시장 규모는 14년 19조원에서 15년 21조원, 16년 23조원으로 성장할 전망이다(중국국가통계국, 언론 보도). 중국 분유 시장은 1) 03~09년에 모유 수유 축소에 힘입어 1차 성장기를 보냈고, 2) 08~13년은 멜라민 파동에 의한 외국계업체의 고가격 정책으로 2차 성장기가 나타났다. 3) 14~20년에는 판매 유통 채널(온라인 등) 확대, 프리미엄(고급제품 출시) 요인, 산아 제한 완화 효과 등으로 3차 성장이 나타날 전망이다.

브랜드별 시장 점유율(중국산업연구보고서, Kotra 인용)은 Mead Johnson(미국) 12.3%, Dumex(프랑스계로 중국 명뉴가 인수) 11.7%, Wyeth(미국) 11.0%, Beingmate(중국로컬업체) 8.7% 등이다. 상위 10개 브랜드 중 수입품이 6개이며, 점유율은 50%에 달한다.

매일유업의 판매가격은 고급  
또는 중/고급 이상 제품군에  
속함

판매 가격대는 프리미엄 고급(300위안 이상, 점유율 9%), 중고급(200~299위안, 점유율 42%), 중급(150~199위안, 점유율 29%), 149위안 이하(점유율 20%)이다.

한국 제품의 경우, 매일유업의 '궁'은 300위안 이상으로 프리미엄 제품, '금전명작'은 200~300위안으로 중고급에 속하는 제품이다. 남양유업의 '임페리얼'과 '아임어마더'는 220~250위안, 롯데푸드의 '그랑노블'은 250~300위안 정도로 모두 중고급/고급에 해당된다.

한국 분유의 중국 수출  
15년 39% 증가  
16년 30% 증가 예상

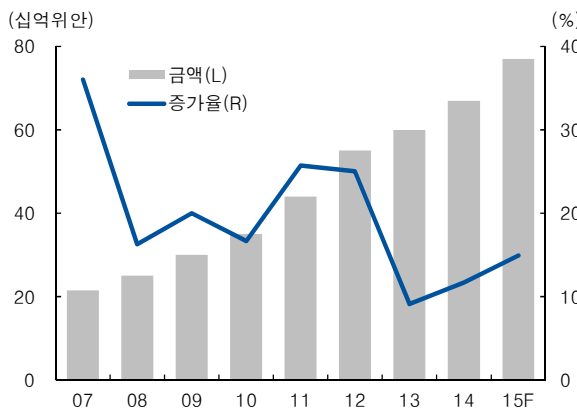
국내 분유업체의 중국 수출액은 13년 5,640만달러에서 14년 7,541만달러, 15년 10,481만달러(39% 증가)로 증가했다. 16년 전체 수출액은 30% 정도 증가 예상된다.

15년 한국 3사(매일유업, 롯데푸드, 남양유업)의 분유 수출은 각각 420억원, 400억원, 320억원으로 추정된다. 16년에는 각각 520억원, 500억원, 400억원으로 늘어날 전망이다. 한국산 분유의 시장 점유율은 1~2%에 불과하다. 중국 분유 수입국 중 네덜란드와 뉴질랜드는 상위권이며 한국은 8위이다.

안전성 강조, 제품 다양화,  
유통 채널(온라인 포함) 확대  
전략 추진

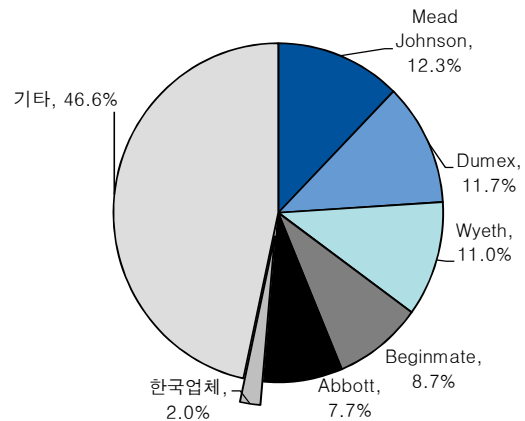
한국 분유 기업의 중국 진출은 현지 생산/판매가 아니라 직접 수출이기에 현지 유통 채널 확대가 무엇보다 중요하다. 현지 대리상(유통상)을 통한 유아용품 전문점 입점의 확대뿐 아니라 합작사(매일유업) 설립을 통한 새로운 판매 채널 개척, 온라인 채널(매일유업, 남양유업, 롯데푸드) 확대가 이루어지고 있다.

그림 1. 중국 분유 시장 규모, 3차 성장 중



자료: 언론보도, Kotra, 중국산업연구보고서, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중국 분유 시장 점유율, 외국계 강세



자료: 언론보도, Kotra, 중국산업연구보고서, KDB대우증권 리서치센터

중국 분유의 가장 큰 이슈는 유통 채널 확대

매일유업이 중국 분유 수출을 위해 추진하고 있는 전략은 유통 채널 확대이다. 매일유업의 중국 유통은 크게 4가지이다.

현재 채널 4개

- 1) 현지 대리상
- 2) 비잉메이트
- 3) 제로투세븐닷컴
- 4) 온라인 직구 채널

첫째, 현지 대리상(단일 대리상)을 통한 직수출이다. 매일유업의 수출되는 분유는 현지 단일 대리상에 의해 중국에서 유통되고 있다. 매일유업이 직접 마케팅을 하지 않고 대리상이 담당한다. 대리상이 2~3도시의 영유아용품전문점(약 4천개 이상 추정)에서 판매 중이며, 유아용품전문점(중국에 5만 여 개로 추정)은 점차 확대되고 있다. 유아용품전문점에 비해 할인점이나 대형수퍼마켓은 입점 비용이 많이 들어가 매출 비중이 매우 낮다.

매일유업은 당분간 단일 대리상 체제를 유지할 전망이다. 단일 대리상의 장점은 여러 대리상에 의해 발생할 수 있는 가격 할인이나 과당 경쟁을 막을 수 있다. 반면 단점은 유통 채널이 단조로워 매출 확대에 시간이 걸릴 수 있다는 것이다.

둘째, 비잉메이트(Beingmate)를 통한 특수 분유 판매 채널이다. 매일유업은 15년 10월에 비잉메이트(Beingmate, 중국 Local 1위, 항주 소재, 6개 공장, 30개 지사, 2200개 대리상 보유)와 특수분유를 판매하기 위해 합작사(자본금 10억원, 매일유업 40%)를 설립했다. 매일유업이 생산하고, 비잉메이트가 중국내 유통(마케팅+ 영업+ 판매)을 담당한다. 중국의 특수분유는 2,800억원 정도(시장 비중 2% 미만)로 시장규모는 작지만 성장성 있다.

셋째, 제로투세븐닷컴을 통한 온라인 판매이다. 중국내 판매가 크지 않지만 중요 유통 채널이다.

넷째, 티몰, 징둥닷컴(JD.com)을 통한 직구(온라인 직접 구매) 판매이다. 특히, 최근에 세계 4위 전자상거래업체인 중국의 징둥닷컴(JD.com)에 분유 판매(온라인 직구) 계약을 체결했다. 중국 분유의 직구 시장은 1~2조 정도로 추정된다.

유통 채널 확대 이외에도 한국산 분유의 위생 안전성 강조, 브랜드 강화, 제품 다양화, 아시아인에 맞는 소화흡수율 강조, 산모에 대한 구전 마케팅, 생산 현장 체험 등의 전략을 추진하고 있다.

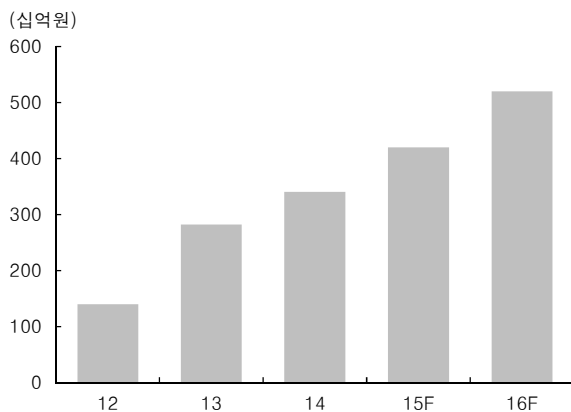
현지 생산/판매는 수출이 1천억원 이상에서는 가능

매일유업의 중국 분유 수출이 증가하면서 주식 시장 참여자들은 현재 생산/판매의 가능성에 대해 궁금해하고 있다. 하지만, 수출액이 1천억원까지는 현재의 직수출 형태가 유지될 전망이다. 1천억원 넘어서면 중국 현지 생산이 추진될 가능성은 있다.

분유뿐 아니라 바리스타, 흰우유의 수출도 기대

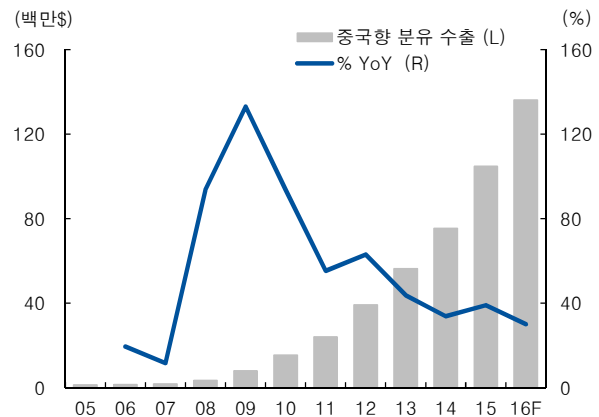
분유뿐 아니라 바리스타(커피음료), 흰우유 등에 대해서 지속적인 수출 노력이 이루어질 전망이다. 특히 바리스타에 대한 기대는 크다. 15년 매출액이 21억원 정도(50% 증가)이지만, 수익성은 10% 이상이다. 16년에는 30억원 이상의 매출을 기대한다. 흰우유의 수출은 시간이 걸릴 전망이다.

그림 3. 매일유업의 중국 분유 수출, 16년 520억원 예상



자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국내 분유의 중국향 수출(연간), 16년 30% 성장



자료: 관세청, KDB대우증권 리서치센터

원유 구매 제도와 원유 가격  
물가 연동제

원유 구매 제도로 수요 이상  
구매하고 있음

## 2. 흰우유(시유)의 '비정상적 정상화'는 언제 가능한가?

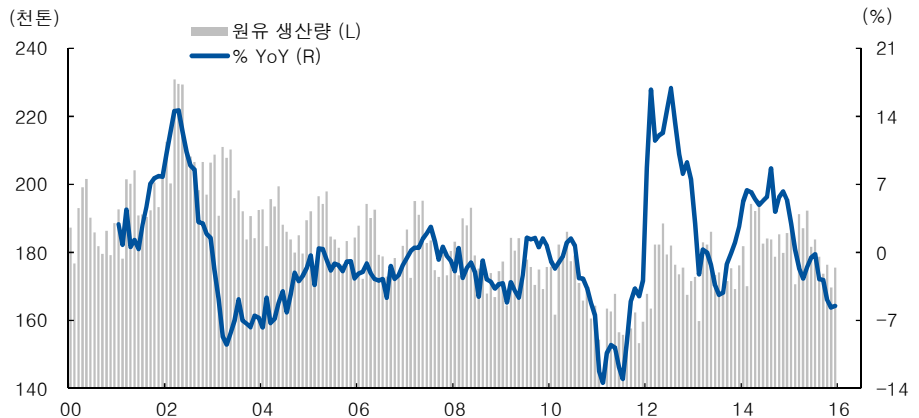
흰우유(시유)는 '원유 구매 제도'와 '원유 가격 물가 연동제'라는 구조적(제도적)인 환경 아래에 놓여 있다. 이로 인해 영업이익률이 낮은 제품이다. 원유(흰우유의 원재료)의 생산과 흰우유의 수요(소비)가 균형을 맞출 때 흰우유에서의 영업이익률은 1~3%를 기록했던 것으로 추정된다. 수급 균형이 무너지고 원유의 생산이 과잉을 보이면 흰우유에서는 적자가 발생한다.

14년 하반기 이후 원유 생산량이 흰우유 소비량을 크게 초과하여 원유 공급 과잉 상태가 지속되고 있다. 하지만, 원유 구매 제도로 생산된 원유 대부분을 구매해야 하는 흰우유업체는 과잉 구매로 원재료인 원유가 남아도는 상황이다. 남은 원유는 탈지분유(흰우유를 말려 보관, 유통기간 최대 2년 정도)로 만들어 재고로 보관한다. 탈지분유 재고는 15년말 1.9만톤까지 급증하여 적정 재고 7천톤보다 과도하게 많다.

탈지분유 1kg을 만드는데 들어가는 원유는 약 10kg로 추정된다. 원유 10kg의 가격은 1만원 이상이다. 하지만 과다 재고로 인해 탈지분유 1kg은 3~4천원 정도에 팔리고 있다. 안 팔리면 재고로 가지고 있어야 하므로 재고에 따른 손실(보관비, 가공비 등)은 모두 흰우유회사가 떠 안고 있다.

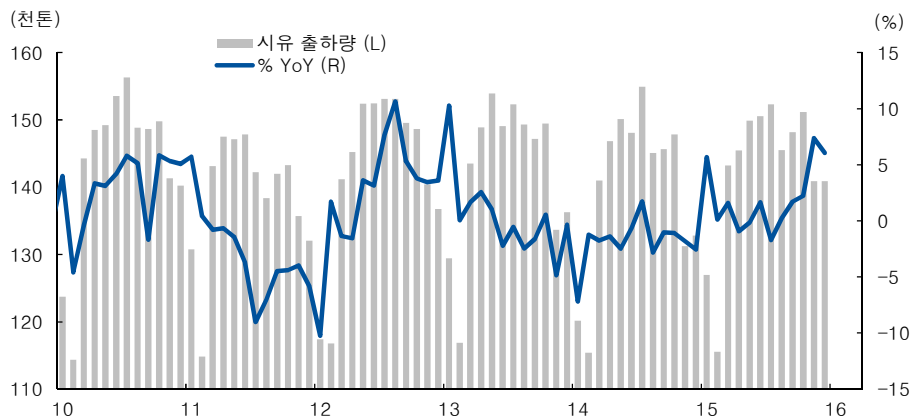
흰우유는 아동 인구 감소 및 대체재 발달로 인해 구조적으로 소비량이 정체하거나 줄어드는 품목이다. 흰우유의 소비량이 정체 또는 감소하는 상황에서 흰우유업체는 원유 초과 구매를 할 수 밖에 없어 재고 부담감이 커지고 있다.

그림 5. 원유 생산량 증가세, 15년 4월 이후 하락세



자료: 낙농진흥회, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 흰우유(시유) 소비는 적극적인 마케팅으로 일시 회복, 하지만 장기로는 증가 어려움



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

재고 비용과 우유 촉진  
마케팅으로 매일유업의  
흰우유는 적자

원유가 남아돌면 재고로 가지고 있어야 하기에 원유 과잉을 해소하기 위한 방법은 우유 소비를 촉진 시키는 방법밖에 없다. 흰우유업체(매일유업, 서울우유 등)는 우유 소비 촉진을 위해 우유 가격 할인, 판매 장려금 지급, 마케팅 등으로 영업비용이 증가하여 흰우유에서 적자를 내고 있다.

원유 가격 물가 연동제로  
공급/생산/재고가 많아도  
원유가격은 떨어지지 않음

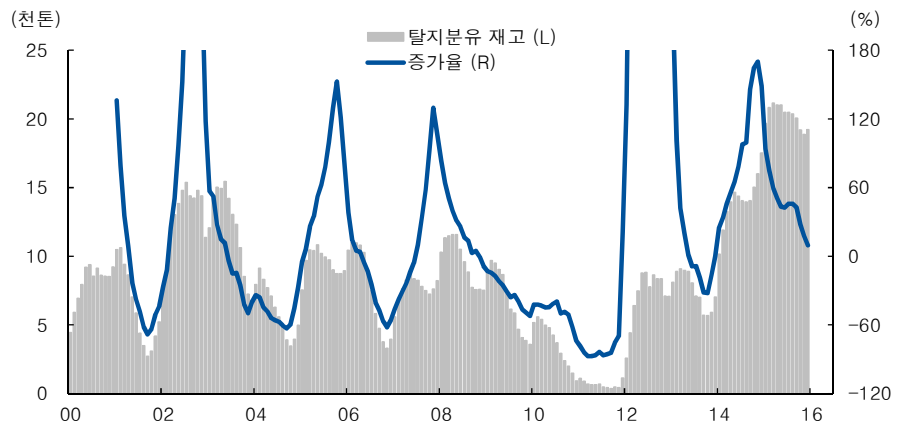
‘원유 가격 물가 연동제’도 흰우유업체에게 부담이다. 원유 가격 물가 연동제는 전체 소비자물가 상승 반영 → 원유 구매 가격 상승 → 유제품(흰우유) 가격 인상되는 구조이다. 원유 가격 물가 연동제로 원유의 공급 과잉에도 불구하고 원유의 구매 가격은 하락하기는 어렵다. 구매 가격 하락이 어려우면 흰우유업체의 원가는 떨어지지 않는다. 15년 하반기에 들어서 젓소 도축이 진행되면서 원유 생산량이 감소하고 있다. 하지만 감소 속도는 매우 느리다. 탈지분유 재고도 15년 3월을 정점으로 조금씩 감소하고 있지만 여전히 많은 수준이다.

16년 하반기부터 원유 생산 축소 시도의 효과, 탈지분유 재고 축소, 가공유/발효유/커피우유료의 성장으로 인한 원유 소비량 증가 등으로 원유 수급은 점차 균형을 찾을 전망이다. 하지만, 흰우유는 소비가 정체 또는 감소하고 있어 원유 구매 제도 개선이나 원유 가격 물가 연동제의 변경과 같은 근본적인 변화가 필요하다.

자체 비용 절감 노력으로  
흰우유에서 적자는 16년  
하반기부터 감소할 전망

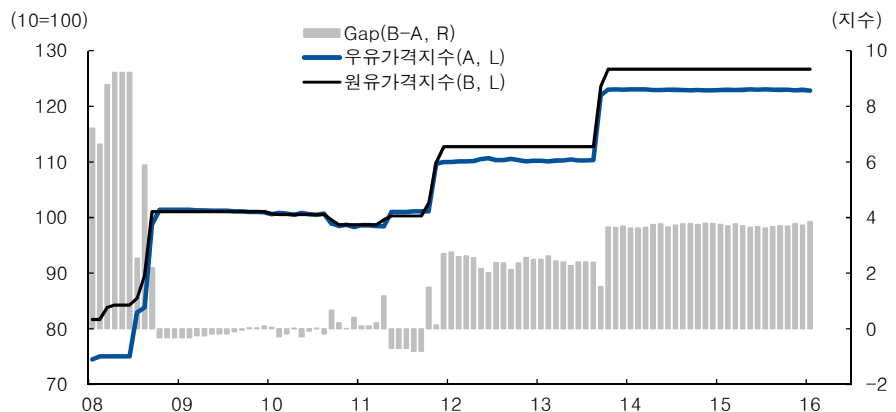
매일유업은 15년 원유 공급 과잉에 따른 탈지분유 재고 증가, 우유 소비 촉진을 위한 마케팅 비용 증가 등으로 흰우유에서 적자를 낸 것으로 추정된다. 원유 공급 과잉이 계속되어도, 흰우유에서의 마케팅 비용 절감, 저지방우유와 유기농우유 판매 증가 등 매일유업의 자체 노력으로 16년 하반기부터는 적자폭이 크게 줄어들 것으로 본다.

그림 7. 탈지분유 재고는 소폭 감소 중이지만 여전히 과다



자료: 낙농진흥회, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 원유 가격 13년말 상승 후 14~16년 동결, 원래는 공급 과잉이기에 하락해야 정상



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

### 3. 폴바셋의 성장은?

16년은 매장 수 확대보다 내부  
역량 강화에 초점

폴바셋(커피 브랜드이며 회사명은 엠즈씨드)이 매일유업의 가치를 높일 수 있을까? 하는 질문이 많다.

폴바셋은 고급 커피를 지향하여 14년 37개 매장에서 15년 68개 매장으로 증가했다. 모두 직접 운영하는 직영점이다. 매출액도 14년 274억원(추정)에서 15년에 480억원으로 증가했다.

영업이익률은 14년에 3~4%를 낸 것으로 보이지만, 15년에는 메르스 여파, 프로모션 확대, 멤버십 페지 여파에 영향 받아 손익분기점(BEP) 정도로 추정된다.

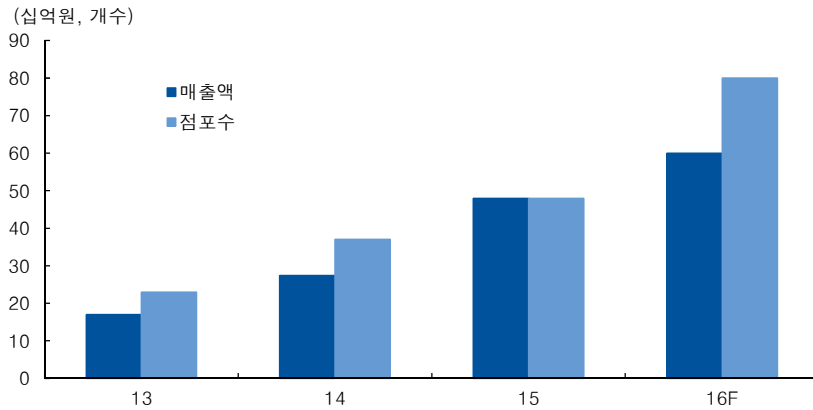
16년에는 매장수 80개, 매출액 650억원, 영업이익률 1~2%를 예상한다. 매장수의 확대는 현재와 같은 직영으로는 한계가 있다. 매장수가 급증하려면 프랜차이즈(가맹)로 전환해야 하는데 아직까지는 프랜차이즈 계획은 없다. 투자 금액이 큰 로드샵(Road Shop)보다는 상대적으로 비용이 적은 인샵(In Shop) 형태로 출점할 전망이다.

커피 이외 사업으로 확대 예상

폴바셋은 16년에는 내부 역량 강화에 초점을 둘 전망이다. 매장당 매출액이 7억원 정도여서 매장당 10억원까지는 끌어 올려야 한다. 폴바셋은 다른 커피 브랜드보다 커피 비중이 높아 향후 커피 이외에 베이커리 등 구색갖춤 제품을 선보이려고 한다. 객단가를 높이기 위해서 커피 이외 다른 품목의 추가가 필요하다. 또한 고객 집중 시간대 이외에 고객 확대 방안도 마련중이다. 최근 성장성이 큰 커피원두유통사업(주로 B2B)에도 확대할 계획이다.

폴바셋의 위협요인은 저가 커피의 등장이다. 백다방(2천원대)에 이어 세븐일레븐의 세븐카페(1천원대), CJ푸드빌의 그랑 드 카페(2천원대) 등이 등장하면서 저가 커피 시장이 커지고 있기 때문이다.

그림 9. 폴바셋의 매장수와 매출액 전망



자료: 매일유업, 언론보도, KDB대우증권 리서치센터

흰우유, 상하목장 브랜드, 가공유, 치즈, 발효유, 페레로 등에서 체질 개선 노력 필요

치즈는, B2C향 자연 치즈 성장으로 이익률 크게 개선 전망

#### 4. 제품 체질 개선은 이루어지기 어려운가?

제품에 대한 체질 개선이 반드시 필요하다. 매일유업은 시장점유율 1위인 국내 분유, 중국 분유, 커피 음료, 상하목장 브랜드를 제외한 점유율 2~4위 품목인 흰우유, 발효유, 두유, 가공유, 치즈는 이익률이 낮거나 적자(일부 품목)이다. 2~4등 품목은 품질 향상, 히트제품 만들기, 원가 절감 노력, 마케팅 조절, 할인율(D/C) 축소, SCM(공급망 관리), 제품수(SKU) 축소 등과 같은 체질 개선이 필요하다.

16년에는 흰우유, 상하목장 브랜드, 가공유, 치즈, 발효유, 페레로 등에서 수익 향상의 노력이 시도될 전망이다. 흰우유(매일ESL, 저지방우유, 유기농우유 등)는 매출보다는 수익 위주의 정책을 펼 전망이다. 매출이 가장 큰 매일ESL우유에 대해서는 판매가 감소하더라도 할인율을 축소할 전망이다. 반면, 단가가 높은 저지방우유, 유기농우유, 소화가 잘되는 우유 등에 집중할 계획이다. 16년에도 원유 공급 과잉이 지속되지만, 수익성 위주 전략으로 적자는 큰 폭으로 감소할 전망이다.

상하목장 브랜드(매출비중 4~5% 추정, 유기농우유, 유기농발효유, 유기농믹스 등)는 기존 브랜드보다 매출 성장이 크고 판매단가가 높아 수익성(OPM 4~5%로 추정)이 높다. 장기적으로 브랜드 가치를 높일 수 있는 분야다.

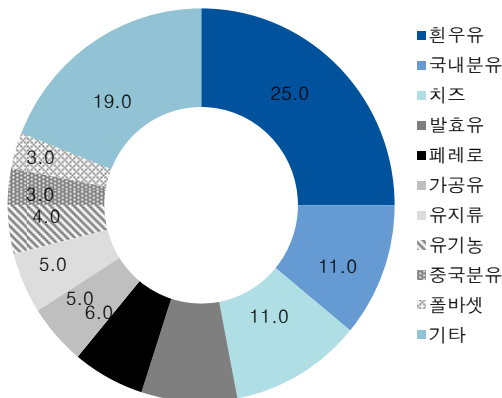
가공유(매출비중, 5%, OPM 5% 이상 추정)는 신제품 출시(3~5월)로 이익 향상이 가능하고, 발효유(매출비중 7~8%, 적자 품목, 매일 대용량 바이오, 쿼트, 엔요, 퓨어 등)는 대용량 바이오에 대한 집중적인 마케팅으로 이익이 좋지 못했다. 16년에는 신제품을 출시하고 기존 제품에 대해서 마케팅을 줄여 체질 개선을 꾀할 전망이다.

치즈 분야는 16년에 기대가 큰 부문이다. 치즈는 B2C와 B2B로 나눌 수 있는데, B2C가 중요하다. B2C 치즈에서 성장하는 분야는 자연 치즈(모짜렐라, 까망베르 등)이다. 치즈 시장은 총 3천억 시장인데, 이중 자연치즈 시장은 500억원 정도이다. 자연치즈는 시장은 작지만 최근 20% 이상 성장하고 있다. 매일유업은 자연치즈에 집중하여 매출액을 키울 계획이다. B2B는 피자 가게, 레스토랑에 납품하는 품목인데, 가격 유지를 통해 적자 축소를 시도할 전망이다.

수입 초콜릿인 페레로(매출 비중 6%)는 수입 제품과의 경쟁이 치열해지면서 수익성이 하락했는데, 다시 수익성 위주로 제품과 채널을 운영할 계획이다. 두유와 FS(연유, 버터, 유지, 음료 베이스 등)는 수익성 개선 노력이 필요한 품목이다.

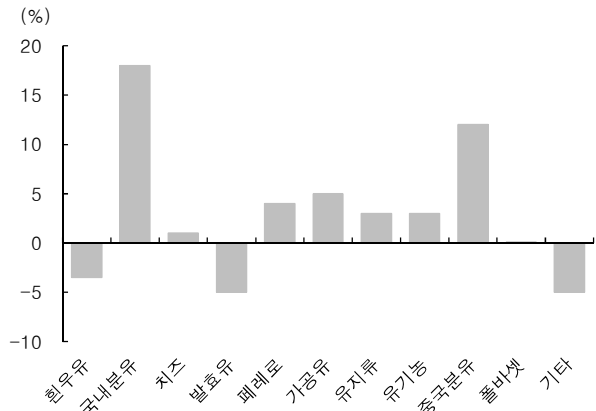
흰우유, 가공유, 발효유, 치즈, 두유 등에서 제품의 체질 개선 없이 국내 분유, 중국 분유, 커피음료만으로 영업이익률을 음식료 평균 수준으로 높이기에는 한계가 있다.

그림 10. 매일유업의 사업부문별 매출 비중



자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 매일유업의 사업부문별 15년 영업이익률 예상



자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터 예상

동원F&B, 오뚜기는 제품의  
체질 개선으로 영업이익률  
상승→ 주가 급등으로 이어짐

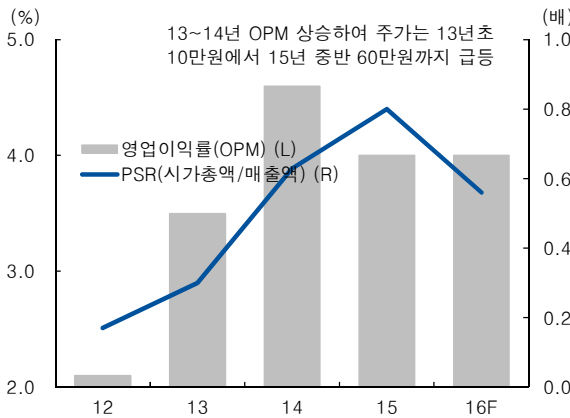
체질 개선으로 영업이익률이 높아지면서 주가 재평가를 받은 회사는 동원F&B나 오뚜기다. 동원 F&B와 오뚜기는 12~15년에 매출액 증가가 한자리수에 머물렀지만 제조원가 하락, SKU(제품가짓 수) 축소, 제품 경쟁력 향상, 영업 체질 개선 등으로 인해 영업이익률이 높아지면서 주가가 급등했다.

동원F&B의 12년 영업이익률은 2.1%에서 14년에 4.6%로 상승했다. 이로 인해 주가는 13년초 10만 원에서 15년 중반에는 60만원까지 상승했다. PSR(시가총액/매출액)은 12년 0.2배에서 15년에는 0.8 배로 높아졌다.

오뚜기도 13년 영업이익률은 6.1%에서 15년에 7.5%로 상승했다. 주가는 13년초 20만원에서 15년 말에는 130만원까지 상승했다. PSR(시가총액/매출액)은 13년 0.8배에서 15년에는 2.2배로 높아졌다.

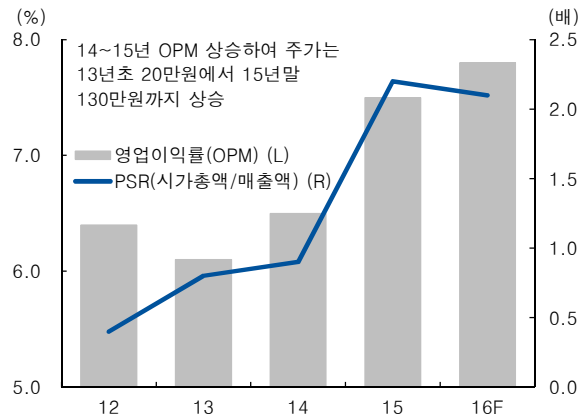
매일유업의 영업이익률(OPM)은 14~15년 각각 2.0%, 2.1%로 매우 낮다. 15년 매일유업의 PSR(시가총액/매출액 비율)은 0.4배에 머물고 있다. 영업이익률이 낮기 때문이다. 매일유업 주가가 한 단계 상승하려면 매출액 증가도 중요하지만 영업이익률이 높아져야 한다. 매일유업은 제2의 동원F&B나 오뚜기가 될 수 있을까?

그림 12. 동원F&B의 PSR(시가총액/매출액)과 영업이익률



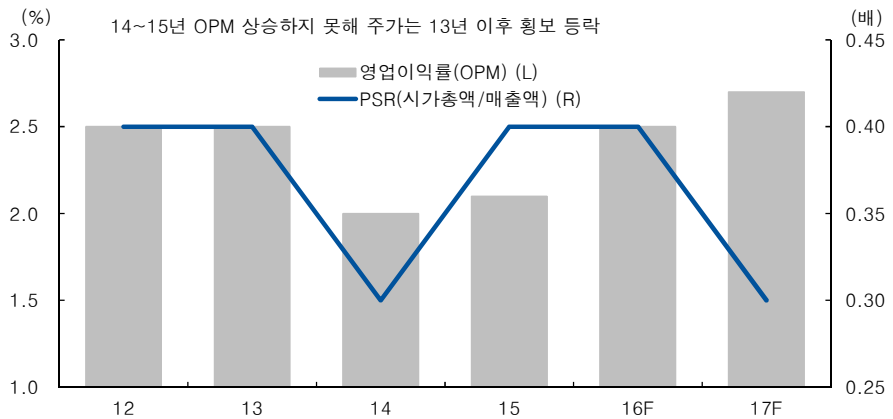
자료: 동원F&B, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 오뚜기의 PSR(시가총액/매출액)과 영업이익률



자료: 오뚜기, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 매일유업의 PSR(시가총액/매출액)과 영업이익률



자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

- 리스크는
- 1) 커피음료에서의 마케팅 비용 증가
  - 2) 국내분유에서의 마케팅 비용 증가

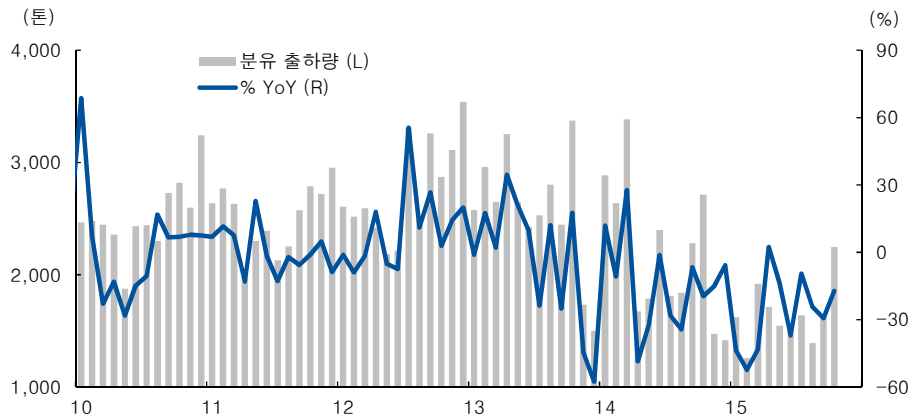
### 5. 고려해야 할 리스크는?

첫째, 커피음료(매출 비중 10~12%, 바리스타, 카페라떼 등)에서의 이익률 하락 가능성이 있다. 경쟁사의 신제품 출시와 편의점, 백다방, CJ푸드빌의 저가 커피 판매 증가로 경쟁이 치열하면서 마케팅 비용이 증가할 수 있다.

둘째, 국내 분유(매출 비중 약 11%)의 이익률(OPM 15~20%로 추정) 하락 가능성이 있다. 국내 분유 시장 규모는 총 4,200억원 정도이다. 시장점유율은 매일유업 29%, 남양유업 31%, 롯데푸드 15% 정도로 추정된다. 국내 시장(소비 또는 출하량)은 신생아 수 감소로 매년 감소하고 있다. 시장 규모가 감소하기에 점유율이 중요하다. 점유율 향상을 위해 병원이나 산후 조리원 등에 마케팅 활동이 강화되면, 비용 증가로 이어져 이익률이 하락할 가능성이 있다.

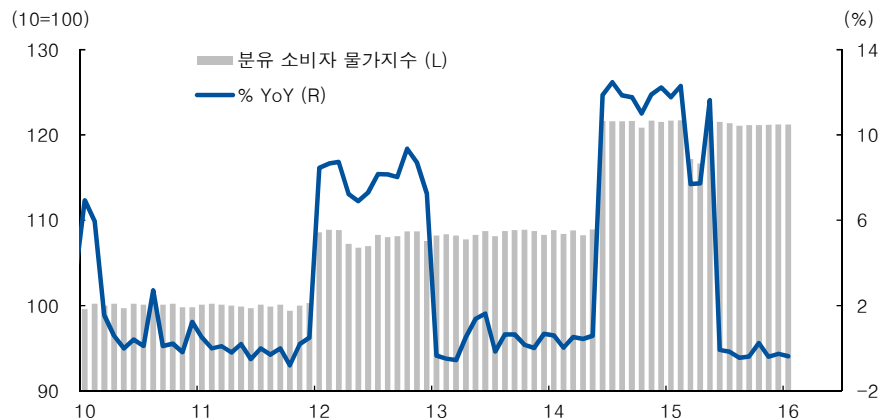
또 이마트 등 유통업체들이 분유에 대해 최저가 가격 정책을 펴고 있는 것도 장기로는 부정적이다. 단기로는 유통업체의 마진이 희생되지만, 장기간 지속되면 제조업체의 마진까지 위협받게 될 수 있다.

그림 15. 국내 분유의 출하량, 13년 이후 감소세



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 국내 분유 가격, 14년 하반기 가격 인상 후 정체



자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

### 6. 16년 실적 개선되는 이유는?

15년 연간 실적은 원우유의 적재에도 불구하고 다른 부문 개선으로 영업이익 증가

매일유업의 15년 연간 연결 실적은 매출액 5.2% 증가, 영업이익 9.0% 증가를 예상(아직 실적 미발표, 3월 중순 공시 예상)한다. 원유 공급 과잉으로 원우유(매출비중 23~25%로 가장 큰 사업부)에서 적자가 났음에도 불구하고, 수출 분유 호조, 국내 분유 호조, 치즈 부문 개선, 상하목장 브랜드에서 개선되었기 때문이다. 1~2Q에 원우유 소비 촉진과 커피음료 매출 확대를 위해 마케팅을 많이 했으나, 3~4Q에는 마케팅(할인율 D/C 축소, 광고/판매수수료 축소 등)을 통제하였다.

매일유업의 4Q 연결 실적은 매출액 2.5%, 영업이익 83.5% 증가할 전망이다. 상하목장 유기농 브랜드, 국내 제조 치즈, 국내/해외 조제분유, 가공유 등에서 매출과 이익 증가가 나타날 전망이다. 3Q부터 축소되기 시작한 광고/판매비는 4Q에도 통제된 것으로 보여 비용 효율화가 4Q에도 지속된 것으로 본다. 원유를 제외한 나머지 원가는 하락 안정세를 보였다. 다만, 비중이 가장 큰 원우유는 원유 공급 과잉이 지속되면서 적자를 보일 전망이다.

16년 경영목표: 매출보다 수익 위주 전략, 매출액 5.2%, 영업이익 27.3% 증가, 수출 분유, 국내 치즈, 상하목장 브랜드, 폴바셋에서 실적 개선 기대

16년에는 매출액 5.2% 증가, 영업이익 27.3% 증가를 예상한다. 매출액 증가는 수출 분유, 국내 치즈, 상하목장 브랜드, 폴바셋에서 나타날 전망이다. 영업이익 증가는 원우유, 수출 분유, 국내 치즈, 폴바셋, 페레로 등에서 나타날 전망이다. 마케팅 등 영업비용이 중요한데, 전략이 매출보다는 수익 위주기에 영업비용은 통제될 전망이다.

표 1. 매일유업의 2015년 4Q 실적 예상

(십억원,%)

	4Q14	3Q15	4Q15F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	375.7	392.4	385.1	398.9	2.5	-1.9
영업이익	5.3	13.9	9.8	9.2	85.3	-29.5
세전이익	8.4	15.9	9.6	8.8	14.3	-39.7
순이익	5.6	10.8	6.9	6.2	22.9	-36.3
영업이익률	1.4	3.5	2.5	2.3	-	-
순이익률	1.5	2.7	1.8	1.6	-	-

자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 매일유업의 분기별 수익예상

(십억원,%)

	15				16F				15	16F	17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	370.6	375.5	392.4	385.1	389.5	395.1	414.7	403.5	1523.6	1602.9	1695.9
영업이익	4.0	3.6	13.9	9.8	7.8	7.0	13.3	11.6	31.2	39.8	45.2
세전이익	3.8	3.0	15.9	9.6	8.1	6.7	13.1	11.2	32.2	39.1	44.6
순이익	3.2	2.6	10.8	6.9	5.5	5.1	9.3	8.0	23.5	27.9	32.1
영업이익률	1.1	1.0	3.5	2.5	2.0	1.8	3.2	2.9	2.1	2.5	2.7
순이익률	0.9	0.7	2.7	1.8	1.4	1.3	2.2	2.0	1.5	1.7	1.9
매출액증가율	6.2	6.2	6.2	2.5	5.1	5.2	5.7	4.8	5.2	5.2	5.8
영업이익증가율	-53.4	-46.0	69.2	85.3	95.2	97.1	-4.3	18.9	9.0	27.3	13.7
세전이익증가율	-57.3	-45.0	69.3	14.3	114.1	127.8	-17.6	17.1	0.5	21.6	14.0
순이익증가율	-48.0	-50.6	51.2	22.9	73.0	94.6	-14.2	16.7	-2.9	18.9	15.1

자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 매일유업의 2016~2017년 수익예상 변경

(십억원,%)

구분	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	1,617	1,704	1,603	1,696	-0.9	-0.5	-원우유 적자 축소 반영
영업이익	36	42	40	45	11.7	7.7	-치즈 부문 이익 상승
세전이익	35	41	39	45	11.8	8.8	-영업비용 축소 반영
순이익	26	29	28	32	9.4	10.8	
영업이익률	2.2	2.5	2.5	2.7	-	-	
순이익률	1.6	1.7	1.7	1.9	-	-	

자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

매일유업  
영업이익률(OPM)이 상승하려면?

## 매일유업 (005990)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>1,448</b>	<b>1,524</b>	<b>1,603</b>	<b>1,696</b>
매출원가	987	1,014	1,066	1,125
매출총이익	461	510	537	571
판매비와관리비	433	478	497	525
조정영업이익	29	31	40	45
영업이익	29	31	40	45
비영업손익	3	1	-1	0
금융손익	-2	-2	0	-1
관계기업등 투자손익	1	1	0	0
세전계속사업손익	32	32	39	45
계속사업법인세비용	8	8	11	11
계속사업이익	24	24	29	33
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	24	24	29	33
지배주주	24	23	28	32
비지배주주	0	1	1	1
<b>총포괄이익</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
지배주주	21	23	25	30
비지배주주	0	2	3	4
EBITDA	64	66	75	84
FCF	-13	53	19	29
EBITDA 마진율 (%)	4.4	4.3	4.7	5.0
영업이익률 (%)	2.0	2.0	2.5	2.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.7	1.5	1.7	1.9

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>27</b>	<b>91</b>	<b>57</b>	<b>64</b>
당기순이익	24	24	29	33
비현금수익비용가감	56	71	46	51
유형자산감가상각비	34	34	35	39
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	21	37	11	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	8	-6	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	18	-8	-10
재고자산 감소(증가)	-21	-10	-9	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	0	5	6
법인세납부	-10	-11	-11	-11
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-44</b>	<b>-45</b>	<b>-41</b>	<b>-38</b>
유형자산처분(취득)	-39	-37	-38	-35
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-1	-2	-3
기타투자활동	6	-7	-1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	27	34	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	-2	-2
기타재무활동	-2	-17	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>7</b>	<b>64</b>	<b>15</b>	<b>24</b>
기초현금	65	72	136	151
기말현금	72	136	151	175

자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>443</b>	<b>515</b>	<b>548</b>	<b>595</b>
현금 및 현금성자산	72	136	151	175
매출채권 및 기타채권	158	162	170	179
재고자산	189	192	202	213
기타유동자산	24	25	25	28
<b>비유동자산</b>	<b>332</b>	<b>322</b>	<b>327</b>	<b>325</b>
관계기업투자등	7	7	7	8
유형자산	222	206	209	205
무형자산	12	13	13	13
<b>자산총계</b>	<b>775</b>	<b>837</b>	<b>875</b>	<b>920</b>
<b>유동부채</b>	<b>259</b>	<b>248</b>	<b>258</b>	<b>270</b>
매입채무 및 기타채무	149	153	160	170
단기금융부채	63	48	48	48
기타유동부채	47	47	50	52
<b>비유동부채</b>	<b>129</b>	<b>178</b>	<b>179</b>	<b>181</b>
장기금융부채	104	153	153	153
기타비유동부채	25	25	26	28
<b>부채총계</b>	<b>387</b>	<b>427</b>	<b>437</b>	<b>451</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>347</b>	<b>367</b>	<b>393</b>	<b>424</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	297	319	346	376
<b>비지배주주지분</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>45</b>
<b>자본총계</b>	<b>388</b>	<b>410</b>	<b>437</b>	<b>469</b>

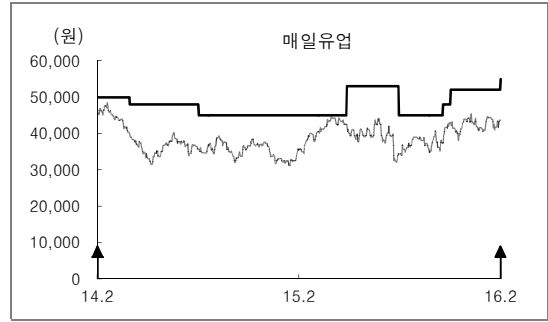
### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	20.6	25.2	21.0	18.2
P/CF (x)	6.2	6.2	7.8	6.9
P/B (x)	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	9.6	10.4	8.8	7.6
EPS (원)	1,805	1,752	2,083	2,398
CFPS (원)	5,975	7,102	5,573	6,284
BPS (원)	26,735	28,371	30,336	32,616
DPS (원)	125	125	125	125
배당성향 (%)	6.6	6.4	5.5	4.7
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	6.2	5.2	5.2	5.8
EBITDA증가율 (%)	-7.2	3.1	13.6	12.0
조정영업이익증가율 (%)	-17.1	6.9	29.0	12.5
EPS증가율 (%)	11.5	-2.9	18.9	15.1
매출채권 회전을 (회)	9.7	9.8	10.0	10.0
재고자산 회전을 (회)	8.1	8.0	8.1	8.2
매입채무 회전을 (회)	10.1	10.9	11.0	11.0
ROA (%)	3.2	3.0	3.3	3.7
ROE (%)	7.1	6.6	7.3	7.9
ROIC (%)	5.3	5.6	6.8	7.8
부채비율 (%)	99.9	104.0	100.1	96.2
유동비율 (%)	171.1	207.4	212.3	220.2
순차입금/자기자본 (%)	19.6	11.0	6.8	0.9
조정영업이익/금융비용 (x)	5.8	5.8	7.0	8.0

매일유업  
영업이익률(OPM)이 상승하려면?

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
매일유업(005990)	2016.02.28	매수	55,000원
	2015.11.30	매수	52,000원
	2015.11.16	매수	48,000원
	2015.08.28	매수	45,000원
	2015.05.26	매수	53,000원
	2014.08.31	매수	45,000원
	2014.04.28	매수	48,000원
	2014.02.12	매수	50,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상  
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상  
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상  
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승  
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준  
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
71.08%	11.76%	17.16%	0.00%

\* 2015년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.