

## 매수(유지)

목표주가: 62,000원(상향)

### Stock Data

KOSDAQ(6/8)	705
주가(6/8)	43,800
시가총액(십억원)	595
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	49,400/32,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,219
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.5/10.9
주요주주(%)	김정완 외 6 인 38.3
	진암사회복지재단 9.9

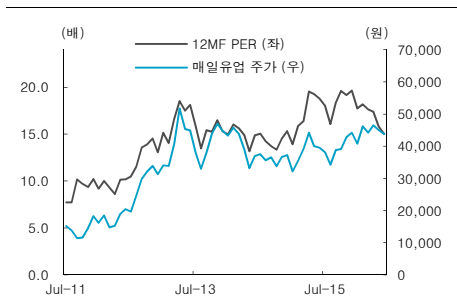
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2016F	2,781	3,204	15.2
2017F	3,723	3,760	1.0
2018F	4,258	4,657	9.4

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.3)	7.7	11.3
상대주가(%p)	(10.8)	3.7	13.2

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 음식료 China play 점검 ①

## 이리(伊利)가 전하는 매일유업의 가능성

### 중국 유제품, 분유시장 단기적으로 위축

중국 선두 유업체 이리를 통해 매일유업의 성장 가능성을 점검했다. 결론은 단기 시황은 나쁘지만 중장기 성장에는 문제가 없다는 것이다. 중국 유제품 시장은 2014년부터 원유 생산이 급증했으나 소비는 위축돼 경쟁이 매우 심화된 상태다. 분유시장은 상대적으로 탄탄했으나 최근 수개월간 ‘조제분유 배합등록제’ 우려로 경쟁이 혼탁해졌다. 제도 시행 시 브랜드 수가 제한돼 많은 브랜드를 보유한 업체들이 팔 수 없게 될 제품을 미리 팔고 있기 때문이다.

### 매일유업 중국 분유 수출은 곧 회복될 것

1분기에 패키징 리뉴얼로 급감했던 중국향 분유 수출이 5월부터 개재됐다. 미뤘던 판매까지 몰려 2분기 수출은 전년동기대비 증가할 것이다. 리뉴얼이긴 출혈 경쟁에 동참하지 않았는지 간에 수출이 감소한 것을 부정적으로 볼 필요는 없다. 이미 많은 분유 재고가 소진된 것으로 추정되고, 우호적인 인구 정책과 육아의 편의성 증대 니즈를 감안하면 중국 분유시장은 계속 고성장할 것으로 예상되기 때문이다. 동사는 제품력에 비해 수출 규모가 작아 규제에 인한 피해보다는 판매 지역 및 채널 확장의 효과를 기대해야 한다. 중국 분유 수출의 영업이익 기여도는 2015년 17%에서 2020년 21%로 올라갈 것이다.

### 고마진 제품 성장과 원유관련 손실 축소에 주목

목표주가를 62,000원으로 상향한다. 지배주주순이익을 2016년 14.8%, 2017년 12.4% 높이고 목표 PER인 global peer 평균 PER의 기준을 2016년으로 변경했다. 분유 수출 증가 외에 유기농우유, 커피음료 등 고마진 제품의 매출비중이 늘고 있고, 국내 원유 생산 감소를 감안할 때 흰우유 적자도 1분기를 저점으로 개선될 전망이다. 계열사도 구조조정으로 손실 폭이 점진적으로 줄어들 것이다. 오랜 기간 투자로 유제품 판매가 공고해져 비용을 줄일 수 있는 구간에 진입했다.

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	1,448	1,542	1,623	1,696	1,799
영업이익(십억원)	29	36	52	68	84
세전이익(십억원)	32	35	51	69	85
순이익(십억원)	24	27	41	53	66
EBITDA(십억원)	64	73	90	107	124
순차입금(십억원)	76	74	15	(28)	(71)
영업이익률(%)	2.0	2.4	3.2	4.0	4.6
ROE(%)	7.1	7.5	10.0	11.2	12.3
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EPS(원)	1,907	2,129	3,204	3,760	4,657
(EPS증가율, %)	12.0	11.6	50.5	17.4	23.8
BPS(원)	26,735	28,280	31,052	34,483	38,760
DPS(원)	125	125	125	125	125
PER(x)	19.5	20.8	13.7	11.6	9.4
PBR(x)	1.4	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(x)	9.4	9.5	7.0	5.5	4.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## Company report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 중국 유제품, 분유 시장의 역사와 성장동인 분석
- 중국의 분유시장 규제가 공급자에 미치는 영향 분석
- 국내 원유 생산과 유가공업체의 관련 재고 분석해 향후 영향 제시
- 매일유업 고수익제품의 강점 분석

### □ 핵심 가정 및 valuation

- 중국 분유 수출액 향후 5년간 연평균 22% 증가
- 중국 분유 수출 영업이익률 18% 이상 유지
- 국내 원유가격 연간 최대 상승률 2% 미만
- 제로투세븐 2016F 영업이익률 -3%

#### PER valuation

	2016F	2017F
지배주주순이익(백만원)	40,687	53,469
diluted EPS(원)	2,869	3,760
PER(배)	15.2	11.6
세계 유가공사 PER(배)	19.6	18.1
목표 PER(배)	19.6	18.1
목표 PER 적용 주가(원)	56,258	67,997
목표주가(원)		62,127

자료: 한국투자증권

### □ 민감도(시나리오) 분석

- 국내외 분유의 영업이익 기여도 60% 이상으로 가장 중요
- 커피음료와 치즈의 영업이익 기여도 20%에 근접하게 상승
- 원유가격이 1% 상승할 때, 영업이익은 2015년 기준으로 약 4% 감소 추정
- 분유 수출(중국향 매출 비중 3%, 영업이익 비중 18%) 외에 해외 통화 판매/구매 작음. 최대 원재료인 원유는 국산 사용

### □ 위험 / 기회 요인

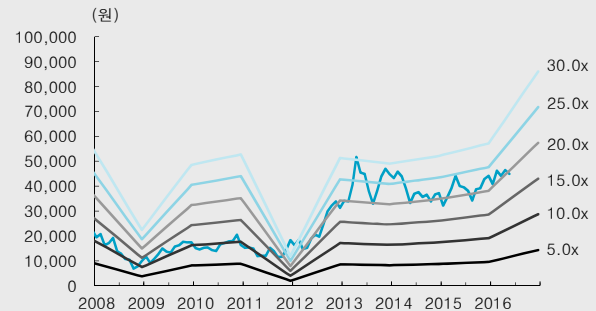
- 국내 커피유유, 발효유 시장에서 경쟁 심화로 마케팅비 증가할 위험
- 경쟁자의 공격적 마케팅으로 고수익 국내 분유의 매출액 정체 혹은 감소 위험
- Warrant 행사(현재 발행주식대비 9.6% 행사 가능) 시 차익 실현 물량 출회 가능

### □ 기업의 주요 특징

#### 1) Historical valuation 분석

- 외형대비 낮은 수익성에 대한 개선과 중국 수출 증가 기대로 최근 주가 배수는 업종 평균 이상

#### PER Band

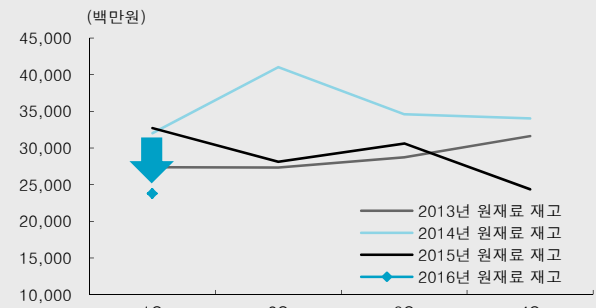


자료: 한국투자증권

#### 2) 원유 관련 손실 감소 예상

- 지난해 8월 원유가격 동결 이후 국내 원유 생산은 감소 추세
- 1분기 동사 원유유부분 영업적자율은 5~10%으로 확대됐으나 원유 재고가 크게 감소해 향후 부정적 영향은 줄어들 것으로 보임
- 올해 8월에 원유가격이 동결 또는 인하될 경우 원유유부분 적자폭 빠르게 축소될 것

#### 매일유업 1Q16 원재료 재고 급감



자료: 한국투자증권

### □ 동종 기업 비교

- 보고서 12페이지의 [그림 26]와 [그림 27] 참고

# Contents

I. 이리(伊利)가 설명하는 중국 유가공시장 .....	2
1. 중국 유가공시장의 성장과 위축	
2. 중국 분유시장도 혼탁, 그러나 개선될 것	
II. 매일유업의 성장 동력 .....	8
1. 중국 분유 수출, 이익 증가에 크게 기여	
2. 고부가 품목 비중 상승, 원유 공급과잉 부담 완화	
3. 투자회수 구간, 목표주가 62,000원으로 상향	
Appendix .....	13
기업개요 및 용어해설 .....	15

## I. 이리가 설명하는 중국 유가공시장

### 3대 음식료 China play 점검, 첫 번째로 중국 유가공산업과 매일유업 분석

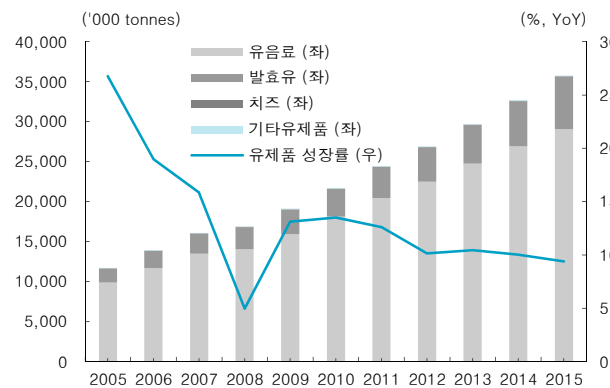
우리는 최근 중국을 방문해 유제품, 분유를 비롯한 식품시장과 유통시장을 점검했다. 또한 유가공 로컬 선두 업체인 이리(伊利) 등 현지 대표 기업과의 미팅 또는 컨퍼런스 콜을 통해 현지 사정 및 업계 동향을 파악했다. 우리는 이번 보고서를 시작으로 총 3개의 음식료 China play를 선정, 현지 기업과 비교/분석하고자 한다. 첫 번째가 중국향 분유 수출 성장 기대감이 큰 매일유업이다. 본 보고서에서는 이리와의 미팅과 현지 방문을 통해 파악한 내용을 바탕으로 중국 사업의 성공 가능성을 점검했다.

### 1. 중국 유가공시장의 성장과 위축

#### 중국 유제품시장은 인당 소비량 증가에 힘입어 성장

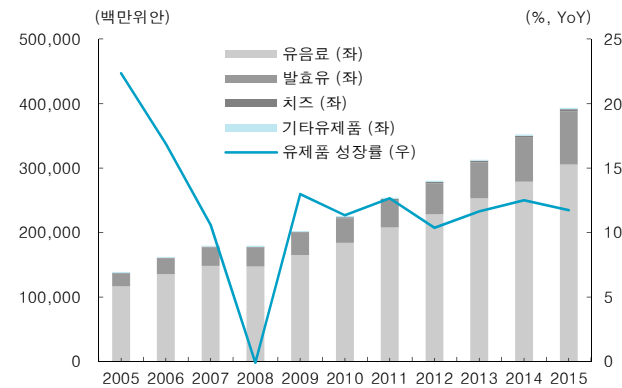
중국 유제품시장(유음료, 발효유, 치즈 합산, 분유 제외)은 2001년부터 2007년까지 물량은 연평균 23.6%, 금액(이하 중국 시장 금액 성장률은 모두 위안화 기준)은 18.9% 증가하는 고성장세를 구가했다. 소득 증가 및 건강에 대한 관심 증가로 1인당 유제품(유음료 기준) 소비량이 2001년 3.5kg에서 2007년 12.1kg로 급증한 덕분이다. 2008년 멜라민 사태로 급격한 소비 위축을 맞았으나 2009년 이후 연평균 물량 성장률이 다시 10%대를 회복했다. 2010년부터 2015년까지 물량과 금액의 연평균 성장률은 각각 10.5%, 11.8%로 과거대비 둔화됐다. 인당 유제품 소비의 절대규모가 레벨업된 영향이다.

[그림 1] 중국 유제품시장 물량 동향



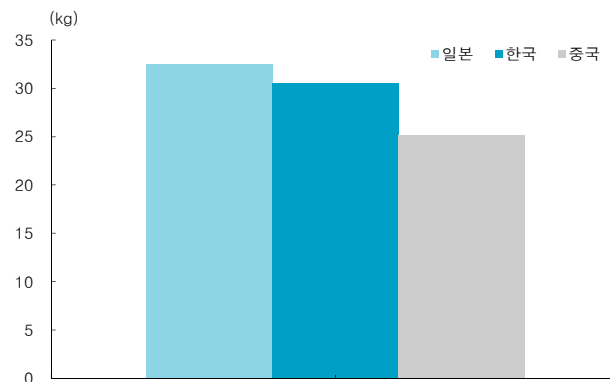
주: 유제품은 유음료, 발효유, 치즈, 기타 유제품의 합산  
자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 2] 중국 유제품시장 금액 동향



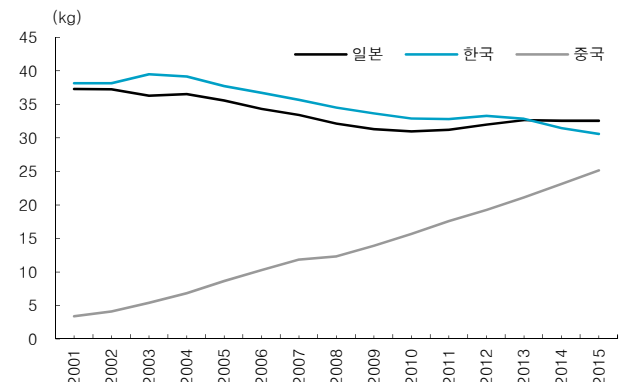
주: 유제품은 유음료, 발효유, 치즈, 기타 유제품의 합산  
자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 3] 중국, 한국, 일본 인당 유제품 섭취량 (2015년 기준)



주: 유음료와 발효유를 합산  
자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 4] 중국, 한국, 일본 인당 유제품 섭취량 변화



주: 유음료와 발효유를 합산  
자료: 업계 자료, 한국투자증권

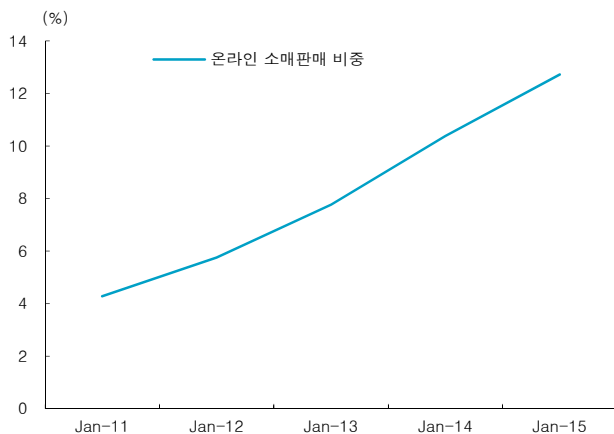
### 2014년부터는 공급과잉 심화, 소비 침체 겹쳐 시장 위축

유로모니터에 따르면 2015년 중국 유제품시장의 물량 성장률은 9%로 2000년 이후 처음으로 10% 미만으로 떨어졌다. 반면 이리는 자체적으로 2015년 중국 유제품시장의 물량 성장률을 4%, 금액 성장률을 2%로 과거대비 더 크게 낮아진 것으로 추산했다. 이리는 유제품의 판매가격이 떨어지고 있는 현상을 공급과잉으로 설명했다. 2011년과 2012년 원유(raw milk)가격이 상승하자 젖소 사육두수가 늘어나 2014년부터 원유 생산량이 크게 증가하고 있다는 것이다. 거기에는 반부패 정책, 가처분소득 증가 둔화 우려 등으로 소비 심리가 위축되며 유제품 수요도 둔화됐다. 업계는 늘어난 원유를 처리하기 위해 가격 할인을 비롯해 프로모션을 강화하고 있다.

### 2016년 큰 회복을 기대하기는 어려울 듯

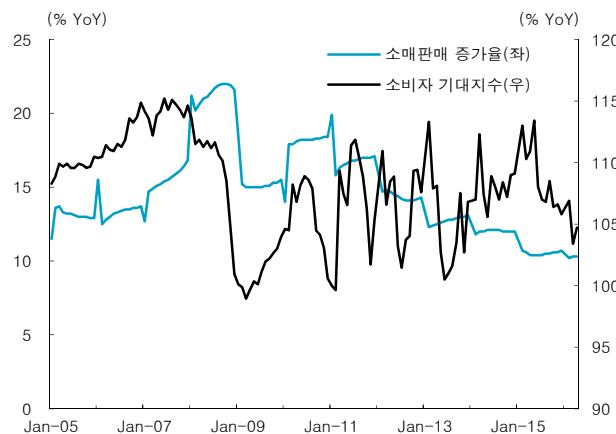
당분간 이러한 저성장이 이어질 전망이다. 이리도 올해 중국 유제품시장의 실제 성장률을 물량이나 금액 모두 전년과 비슷한 2~5% 정도로 예측했다. 우리는 중국 북경의 식품 유통채널(소평몰, 재래시장, 할인점)과 유통업체를 방문했는데, 고객 수가 과거보다 줄었고, 특히 전자상거래의 확산으로 할인점 등의 판매가 부진함을 느낄 수 있었다. 북경 소재 유통업체인 쟁커룽(Beijing Jingkelong Co Ltd, 814 HK)은 소비경기가 위축돼 gift card를 사용한 매출 비중이 과거 30%에서 10%로 줄었다고 밝혔다. 유제품 중 흰우유는 유통기한이 짧아 온라인 구매 활성화의 수혜가 제한적이며, 일반 유통점 방문이 줄어들면 충동구매 성격이 있는 유제품이나 식품의 소비에도 부정적 영향을 미칠 수밖에 없다.

[그림 5] 중국 소매 판매 중 온라인 비중 추이



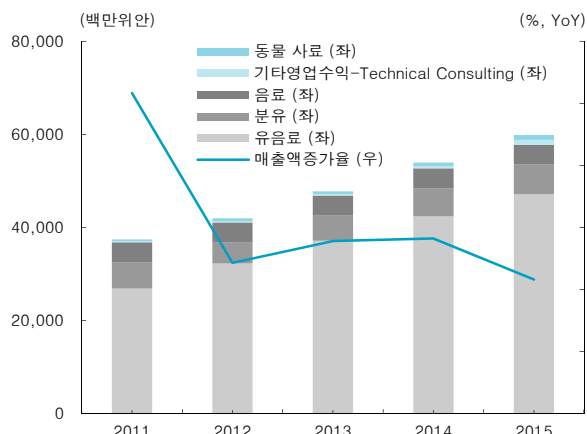
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 중국 소매 판매 증가와 소비자대지수



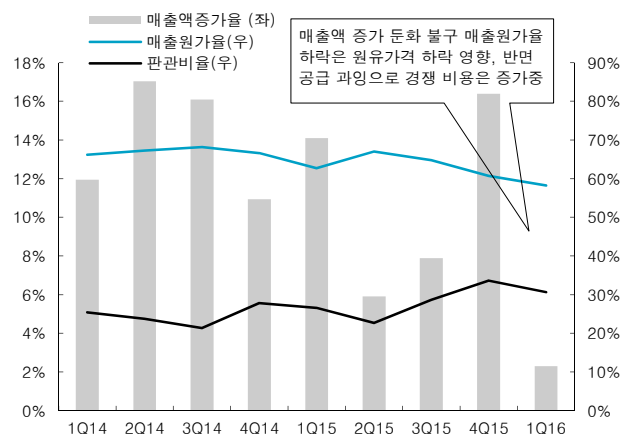
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 7] 이리 매출액 동향



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 이리 분기 매출액 동향



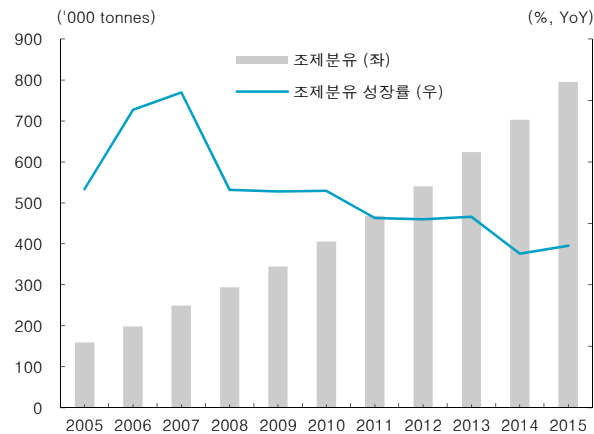
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 2. 중국 분유시장도 혼탁, 그러나 개선될 것

중국 분유시장은 물량과 금액  
모두 고성장했으나...

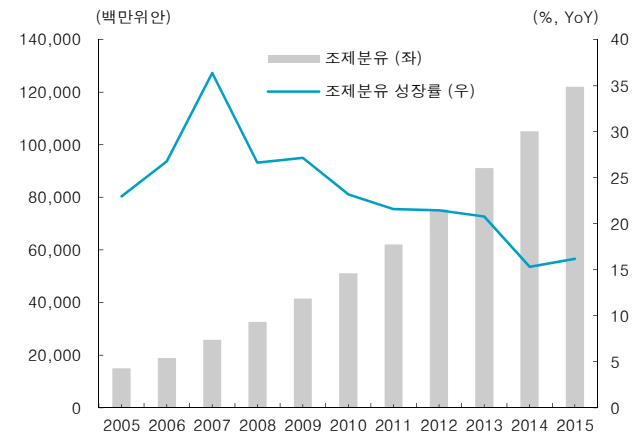
중국 분유시장은 최근까지도 일반적인 유제품에 비해 높은 성장을 구가해 2000년 초부터 지금까지 연평균 10%대 후반의 물량 성장률이 이어지고 있다. 품질 선호 현상이 강화되며 고급 분유의 비중이 상승하며 금액 기준으로는 2005년 이후 연평균 20% 이상 성장했다(2001~2007년 연평균 물량/금액 성장률 17.0%/21.9%, 2010~2015년 연평균 물량/금액 성장률 14.4%/19.0%). 과거 10년간 신생아수의 연평균 증가율이 0.3%에 불과했던 것을 감안하면 이처럼 10년 이상 지속된 분유시장의 고성장은 인구 증가보다는 도시화, 산업화 진전에 따른 수요 확대, 고가 분유 선호에 따른 가격 상승에 힘입은 것으로 봐야 한다.

[그림 9] 중국 분유시장 추이(물량 기준)



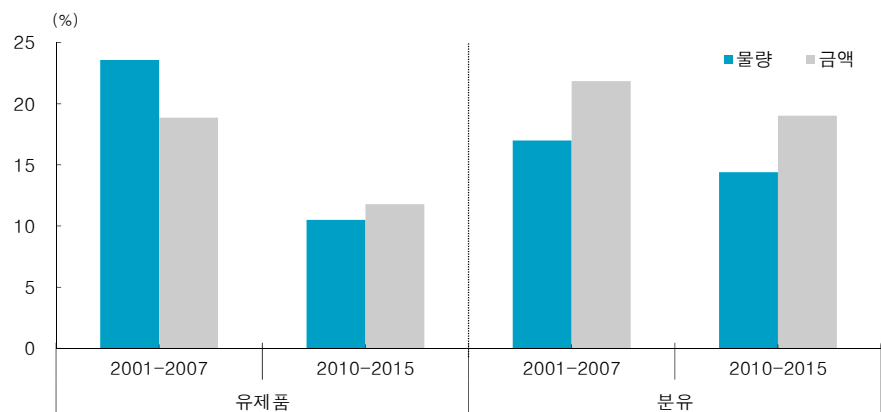
자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 10] 중국 분유시장 추이(금액 기준)



자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 11] 중국 유제품과 분유의 CAGR 비교



자료: 업계 자료, 한국투자증권

단기적으로는 규제 우려에  
따른 재고 물량 출회로  
경쟁 심화

분유시장도 소비경기 침체 여파에서 완전히 자유롭지는 못했다. 특히 지난해 4월 제조사 당 3개의 브랜드만을 허용하는 조제분유 배합등록제 시행이 예고되면서 시장이 혼란스러워졌다. 이 제도는 1) 중국에 판매되는 모든 조제분유제품은 성분을 등록하고 공개해야 하고, 2) 배합방법 당 한 종류의 제품만 생산 가능하며, 3) 기업 당 최대 3개의 브랜드, 브랜드 별로 3단계의 제품, 따라서 기업 당 총 9가지 제품만 출시해야 한다는 게 골자다. 이 제도가 2016년 상반기에 시행될 것으로 관측되면서 많은 브랜드를 보유한 업체는 제도 시행 후 팔지 못할 것으로 예상되는 제품들을 미리 팔기 시작했다. 소비심리가 위축되는 가운데 공급 물량이 많아지면서 가격 할인 등 경쟁이 심화됐다.

〈표 1〉 중국 유제품기업 규제

시기	정책 시행 과정	내용 및 영향
13년	1월 유제품 수출입 관리 강화	- 해외 생산업체 등록제 실시, 미등록 업체 제품 수입 금지
	3월 식품 라벨 규범화	- 영유아 조제분유, 보조식, 유제품, 주류, 육류가공품, 곡물 가공품, 식용유 등 식품 라벨을 중점적으로 점검 - 중문 라벨을 부착하지 않은 수입 식품 판매를 금지
14년	5월 생산허가증 심사 강화	- 2015년 8월 말 기준 102개 기업이 분유 생산 허가증을 받았음
	5월 원유수입등록제 도입	- 70도 살균 처리에 최소 15일 유통 가능한 제품'만 수입 가능 - 한국의 생산 방식(일반적으로 130도 이상에서 1~2초간 초고온 살균, 유통기한 약 10일) 간의 차이로 인하여 수출 정지 - 2015년 6월부터 수출 재개
	4월 식품안전법 개정	- 영유아 조제분유는 국무원 식품약품감독관리부처에 등록, 등록 시 조제 방법에 대한 연구보고서 및 조제분유의 과학성과 안전성에 대한 증빙 자료도 제출 - OEM 방식 금지 및 조제 방식 1개당 브랜드 1개로 규제
15년	7월 식품 라벨 표시 시행	- 수입 분유는 최소 포장에도 중문 라벨을 부착 - 미부착 혹은 부착한 중문 라벨이 불합격일 경우 반품 또는 소각
	9월 '영유아 조제분유 등록관리방법(신청안)'을 WTO에 제출	- 국산 분유, 수입 분유 모두 당국이 등록제를 통해 관리, 감독
16년	3월 전자상거래 판매 수입 세수 정책	- 조제분유를 포함 1142개 상품에 대해, 기존에 면세 혹은 10% 미만 부과되던 세금을 11.9%의 부가세를 부과하는 전자상거래 수입 세금을 새로이 규정함
18년	1월 영유아 조제분유 배합등록 의무화	- 배합방법 당 한 종류의 제품만 생산 - 제조사 당 분유 브랜드 수 3개로 제한하며 한 브랜드당 3단계 제품 생산 가능 - 중국 재정부가 2018년 1월까지 의무화 할 것이라고 발표 (2016년 4월 14일)

자료: KOTRA, 한국투자증권 정리

#### 영유아 조제분유 배합등록 관리규정 시행 늦춰지면 단기 호재

관건은 이 제도가 언제 시행되느냐 하는 것인데, 지난 4월 14일 중국 재정부 관세공사(関税司)는 “해외 전자상거래판매 수입세수 정책에 대한 통지”를 발표하면서 조제분유 배합등록제가 2018년도 1월 시행될 예정이라고 밝혔다. 관할부처인 식약총국이 아직 정확한 시행 시기를 발표하지 않았으나, 재정부의 발표대로 2018년부터 시행된다면 유예기간이 매우 길어져 피해 규모가 클 것으로 예상됐던 업체를 중심으로 호재로 평가할 수 있다. 실제로 이 발표 후 호주의 분유업체 Bellamy's Australia Ltd의 주가가 7.15% 상승하기도 했다. 아직 연내 시행될 것이라는 관측도 많아 지켜볼 일이다.

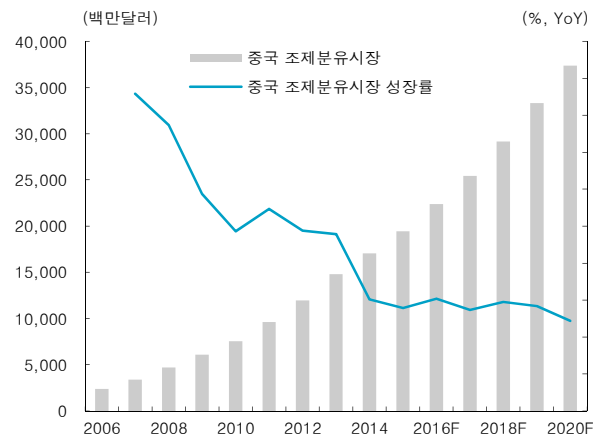
#### 규제는 산업집중도 강화 목적, 제품력 있는 업체에게는 오히려 기회

이 제도가 시행되면 수십~수백 개의 브랜드를 사용하는 대형 업체나 배합 방법의 차별 없이 여러 브랜드를 소유한 업체들의 판매 위축은 불가피할 것이다. 반면 매일유업과 같이 현재 매출 규모가 작고 브랜드 수가 3개 미만(현재 2개)인 업체에게는 오히려 시장 지위를 높이는 기회가 될 수도 있다. 최근까지 이 제도가 올해 상반기 내에 시행될 것이라는 관측이 많았으므로 이를 우려한 재고 출회는 상당부분 진전된 것으로 봐야 한다. 우리는 연말까지 중국 분유시장의 성장률이 점진적으로 확대될 것으로 예상한다.

#### 중국 분유시장 2020년까지 연평균 14% 성장

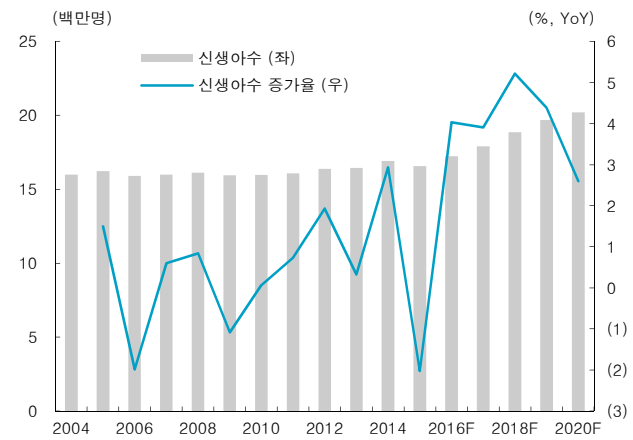
우리는 중국 분유시장이 2020년까지 과거 5년 평균보다 약간 낮은 연평균 14.0% 성장할 것으로 전망한다. 이리는 두 자녀 정책에 대해서는 회의적 시각을 드러냈다. 규제 완화에도 불구하고 경기 위축으로 단기적으로는 신생아 수가 크게 늘기 어렵다는 의견이다. 하지만 빠른 도시화로 편의성이 강한 분유 수요가 계속 늘어날 것이며 장기적으로는 전면적인 출산장려정책이 시행될 가능성도 있다. 물량 기준으로는 연평균 11.0% 성장은 가능하다. 다만 중국의 분유가격이 이미 소득수준 대비 높고 경기가 둔화되고 있는 점을 감안할 때 분유가격 상승률은 과거 연평균 4~6%에서 2.7% 정도로 둔화될 전망이다.

[그림 12] 중국 조제분유시장 전망



자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 13] 중국 신생아 수 전망

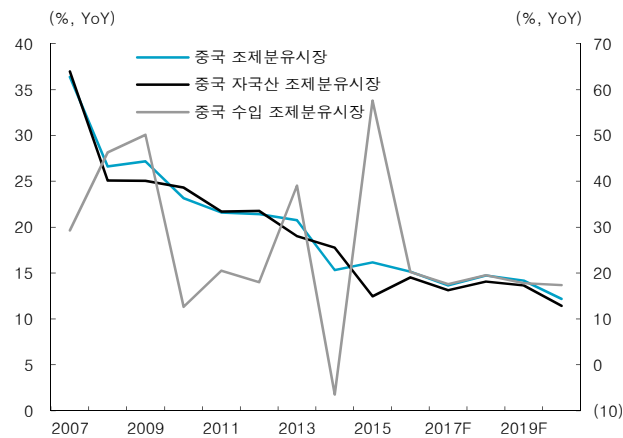


자료: 중국 통계청, 한국투자증권

## 수입 제품 선호 현상 여전

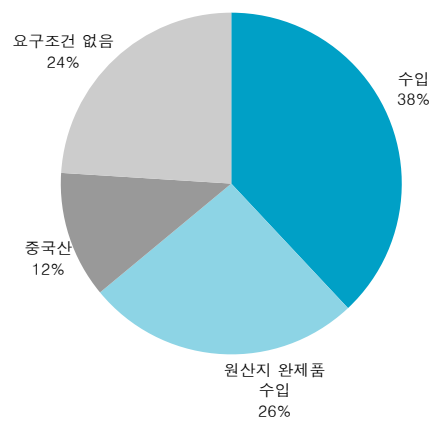
지난해 중국의 분유 수입은 전년대비 54.6% 급증했다. 증가율로만 보면 2009년 이후 가장 높다. 2008년 멜라민 분유 파동 이후에도 2010년 성조숙증 분유, 2011년 피혁 분유 등과 같은 품질안전사고가 빈발해 수입 제품이나 원유를 수입한 제품에 대한 소비자의 높은 선호도가 여전한 것으로 보인다. 특히 한국산 분유는 한국 식품에 대한 높은 선호도가 또 다른 기회요인이며, 하반기 매일유업의 특수분유 론칭 계획처럼 카테고리 확장 여력도 크다고 판단된다.

[그림 14] 중국 자국산, 수입 분유 전망



자료: 중국 통계청, 한국투자증권

[그림 15] 중국 소비자가 선호하는 분유의 조건



자료: 중국산업신식망(中国产业信息网), 한국투자증권



[그림 16] 중국 분유 원산지에 따라 차별적인 가격



주: 최상단은 독일 적수임 제품으로 최고가(305위안/900g), 다음은 원유를 수입(213위안/900g), 그 다음은 자국내 원유 사용(176위안/900g) 추정  
자료: 중국 영유아 전문매장, 한국투자증권

[그림 17] 중국 로컬(이리)업체의 다양한 분유 종류



주: 1, 2, 3단계 모두 같은 브랜드이나 1단계에는 원유적수임 표시가 없음.  
브랜드 관리가 상대적으로 허술  
자료: 중국 할인점, 한국투자증권

[그림 18] 중국 로컬(이리)업체의 유음료시장 장악



자료: 중국 할인점, 한국투자증권

[그림 19] 중국 로컬(이리) 발효유의 인기



주: 상온으로 유통되는 발효유 신제품으로 많은 매대 차지  
자료: 중국 할인점, 한국투자증권

## II. 매일유업의 성장 동력

### 1. 중국 분유 수출, 이익 증가에 크게 기여

중국 분유 수출  
5월부터 본격적으로 회복

1분기 별도법인의 영업이익은 전년동기대비 183.9%나 급증했으나, 최근 동사의 주가 흐름은 좋지 못했다. 계열사 실적이 다소 부진하기도 했지만, 가장 기대가 큰 중국 분유 수출액이 전년동기 98억원에서 50억원 정도로 급감했기 때문이다. 지난해 중국 분유 수출액은 420억원으로 연결 매출액의 2.7%에 불과했으나 카테고리의 특성상 수익성이 우수해 영업이익 기여도는 17.7%에 달했다. 수출이 감소한 것은 분유 겉면의 성분 표시를 변경해달라는 중국 정부의 요청에 따른 리뉴얼 때문이다. 기존 제품의 유통 재고를 소진시켜야 해 수출은 지난 2월 이후 급감했다가 5월부터 재개된 것으로 보인다. 다행히 동사 제품에 대한 수요는 꾸준히 늘고 있는데다 유통상들의 안전재고 확보 수요로 5, 6월 판매는 기존 월간 판매를 상회할 전망이다. 지난해 2분기 중국 분유 수출액은 113억원 정도로 추정되는데 올해 2분기에는 2달간의 영업만으로도 130억원을 달성해 전년동기 수준을 뛰어넘을 것으로 예상된다.

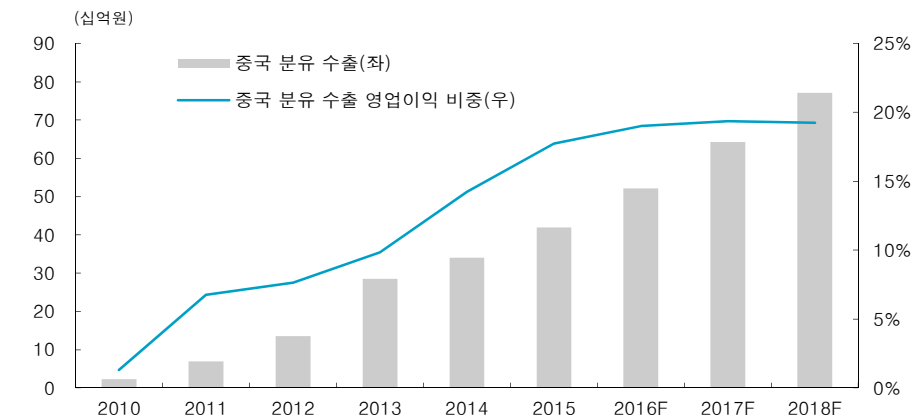
시장의 성장성, 규제 완화 시 중국 분유 수출  
고성장 예상

올해 중국 분유 수출액은 전년대비 24.3% 증가한 522억원으로 회사 가이던스(520억원)에 부합하고 2017년 629억원(+23.2% YoY), 2020년 1,167억원으로 연평균 22% 성장할 것으로 예상된다. 중국 분유시장은 분유로의 수요 대체, 고가품 비중 상승 등으로 2020년까지 위안화 기준으로 연평균 14.0% 성장할 것이다. 동사가 시장보다 빠르게 성장하는 이유는 3가지다. 첫째, 중국 정부의 규제 완화로 상대적 수혜가 클 것으로 예상된다. 현재 중국 분유업체의 가장 큰 화두는 조제분유 배합등록제 시행인데, 이 제도는 동사와 같이 제품력이 있고 브랜드 수가 작은(현재 2개, 2015년 점유율 0.19% 추정)인 회사에는 부정적 영향이 제한적이다.

특수 분유 론칭과 온라인 판매  
활성화 기대할 만

둘째, 중국 유아식 3위 업체인 비잉메이트와의 합작으로 하반기에 특수분유를 론칭해 신규 수요처를 확보할 것으로 예상된다. 매일유업의 특수분유를 비잉메이트의 마케팅, 영업력을 활용해 중국에 판매하는 방식이다. 셋째, 동사는 올해 온라인 판매 플랫폼을 확충, 재정비할 계획인데 한국산 식품에 대한 선호도가 높아 온라인 판매 증가를 기대해 볼만하다. 분유는 유통기한이 긴 제품이라 중국에서도 온라인 구매 비중이 10% 이상이며 증가 속도도 빠르다. 중국 분유 수출은 기타 사업부보다 수익성이 월등히 좋아 이익 증가 효과가 매우 크다. 2020년에는 분유 수출에서 발생하는 영업이익이 200억원을 훌쩍 뛰어넘을 것으로 예상된다. 연결 영업이익 기여도는 2015년 17.7%에서 2016년 18.2%, 그리고 2020년에는 21.0%로 상승할 것이다.

[그림 20] 중국 분유 수출 영업이익 기여 전망



자료: 매일유업, 한국투자증권

## 바리스타 수출 증가 긍정적, 살균유도 미래 성장 동인

분유 외에 커피음료나 흰우유(살균유) 수출도 계속 증가할 전망이다. 수출을 시작한지 몇 년 안 되는 바리스타는 최근 중국 내 판매가 빠르게 늘고 있다. 지난해 매출액은 20억원으로 전년 대비 60% 증가했고, 올해 1분기에도 전년 동기 대비 50% 성장했다. 절대 금액은 작지만 프리미엄급으로 판매돼 물류비 등을 감안하더라도 영업이익률은 연결 평균치의 2배 이상으로 예상된다. 이외 지난해 6월에 중국 정부로부터 판매 허가를 받은 살균유(75도 이상에서 10분 내외 살균하는 HTST-high temperature shot time-방식으로 생산)는 아직 매출 규모가 미미하지만, 적절한 유통업체를 찾을 경우 판매가 크게 늘어날 수 있는 품목이다. 중국의 우유시장은 아직 높은 한자릿수 대의 성장을 지속하고 있다. 특히 한국산 흰우유는 품질의 안정성 측면에서 중국 소비자에게 어필할 가능성이 높고 지리적으로 근접해 물류비가 상대적으로 낮아 수입산 중에서는 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 또한 한국업체로서는 잉여 원유를 줄일 수 있는 기회이기 때문에 수출 본격화 시 기업가치 상승에 보탬이 될 전망이다.

## 2. 고부가 품목 비중 상승, 원유 공급 과잉 부담 완화

### 고마진 품목의 성장 계속될 것

1분기 별도법인의 영업이익률은 사상 최고치에 근접한 3.8%를 기록했는데, 이는 주로 마진이 상대적으로 높은 커피음료, 상하유기농우유, 국내 분유 등의 매출 비중이 상승하고, 원두커피와 치즈원료 등의 재료비는 하락했기 때문이다. 생산공장에서의 원가절감 노력도 더해져 원가율이 전년 동기 대비 3.0%포인트나 하락했다. 이러한 트렌드는 2분기에도 이어질 전망이다. 바리스타 extension 등 계속되는 신제품 론칭으로 판관비가 줄어들 가능성은 낮으나 원가율 개선만으로도 영업이익률이 의미 있게 상승할 것으로 예상된다. 커피음료는 2분기까지 기저 효과가 있는데다 시장 선두 지위는 더욱 공고해지고 있다. 유기농우유의 경우 동사의 점유율이 90% 이상으로 절대적이며 초기 투자비가 많아 당분간 시장 성장 수혜를 온전히 누릴 전망이다. 국내 분유의 경우 영업 강화로 지위가 전년 대비 상승하고 있어 고무적이다.

〈표 2〉 1분기 실적

(단위: 십억원, %)

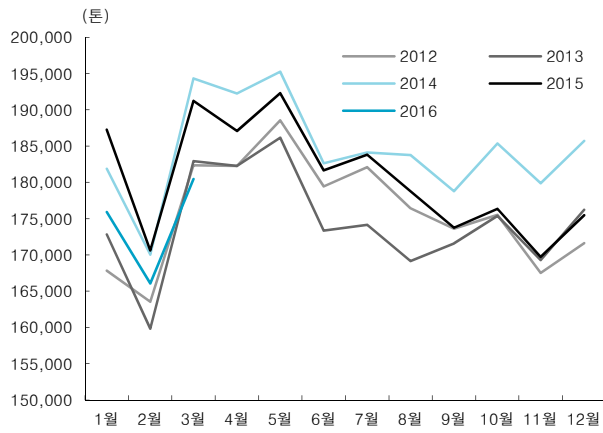
	1Q16	1Q15	YoY	4Q15	QoQ	Consensus	차이
매출액	393.2	370.6	6.1	403.6	(2.6)	389.8	0.9
매출총이익	130.8	114.5	14.2	133.3	(1.9)		
판관비	122.0	110.5	10.4	118.3	3.1		
영업이익	8.8	4.0	120.3	14.9	(41.1)	9.7	(9.4)
세전이익	8.7	3.8	128.8	12.3	(29.5)	9.7	(10.3)
당기순이익	7.2	3.7	95.5	8.7	(16.3)	6.8	6.8
지배주주순이익	8.1	3.2	152.4	10.2	(21.1)	7.2	11.9
매출원가율	66.7	69.1		67.0			
판관비율	31.0	29.8		29.3			
영업이익률	2.2	1.1		3.7		2.5	
세전이익률	2.2	1.0		3.1		2.5	
순이익률	1.8	1.0		2.1		1.7	
지배주주순이익률	2.0	0.9		2.5		1.8	

자료: 매일유업, 한국투자증권

### 흰우유 손실은 축소될 수 밖에 없다

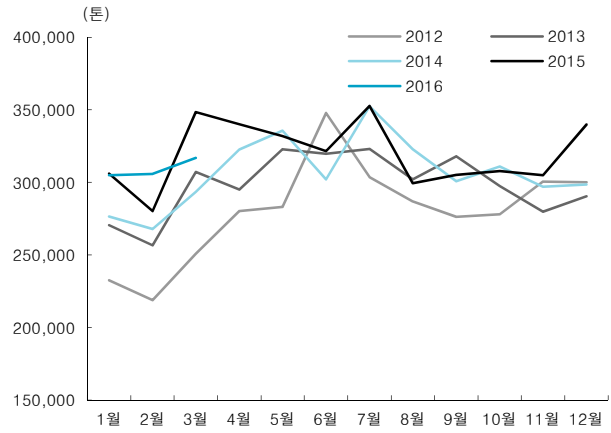
더 긍정적인 것은 흰우유부문의 영업적자가 1분기를 바닥으로 개선될 것이라는 점이다. 지난해 8월 원유가격 동결 이후 국내 원유 생산량은 계속 줄어들고 있다. 소비에 큰 변화가 없는 상황에서 생산 감소는 재고 감소로 이어지고 있다. [그림 23]에서와 같이 실제 국내 원유 재고는 역사적으로 높은 수준이기는 하나 2015년보다는 줄어들었다. 이와 연동해 매일유업의 흰우유부문 수익성은 차츰 개선될 것이다. 1분기 원재료, 부재료, 그리고 제품 재고는 모두 전년 동기 대비 감소했다. 재고는 2013년보다도 적어 소비 위축에 따른 자연스러운 감소 이상으로 축소됐다. 이것이 앞으로 흰우유 적자폭이 줄 것으로 보는 이유다. 올해 8월에 원유가격이 다시 조정될 수 있는데, 곡물가격 안정으로 낙농가의 원유생산비가 감소한 상황이므로 혹여 원유가격이 인하된다면, 동사와 같은 유가공업체의 실적은 크게 개선될 것이다.

[그림 21] 국내 원유 생산: 2015년 3분기부터 전년동기대비 감소 중



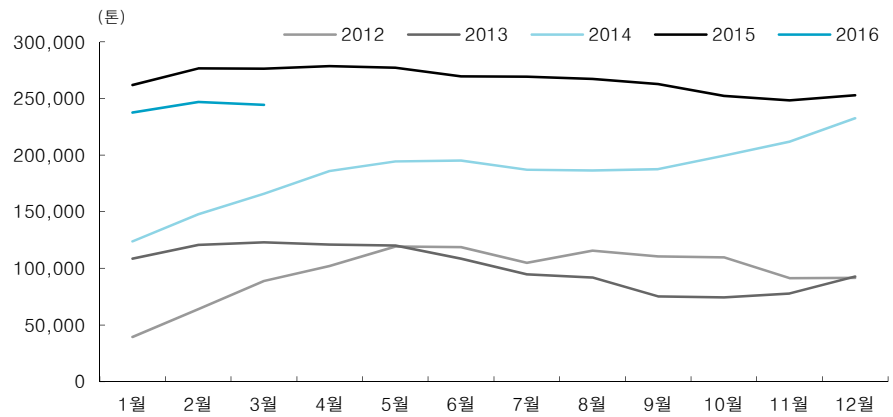
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 22] 국내 우유 소비



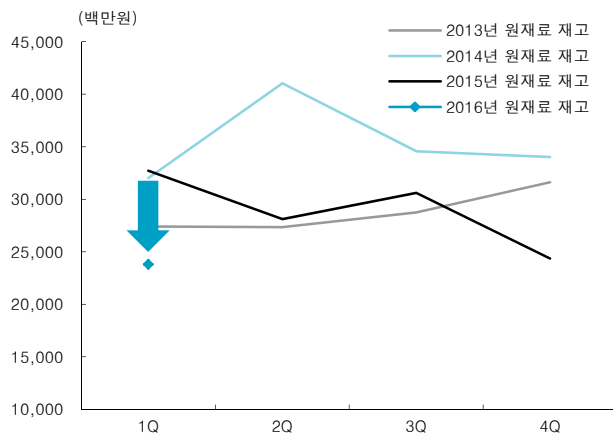
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 23] 국내 원유 재고: 2016년부터 전년동기대비 감소 중



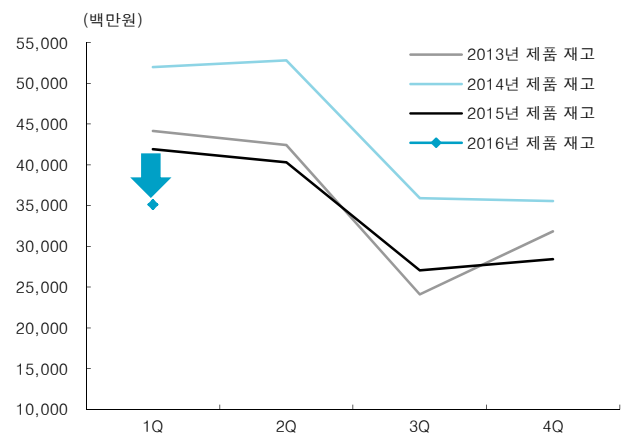
자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

[그림 24] 매일유업 원재료 재고



자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 25] 매일유업 제품 재고



자료: 매일유업, 한국투자증권

### 계열사도 구조조정으로 실적 악화 가능성 낮아

1분기 실적 부진의 이유가 됐던 계열사도 구조조정을 본격화할 것이다. 폴바셋의 경우 수익성이 저조한 점포로 판단되면 구조조정을 염두에 두고 수익성 관리에 나설 것으로 보인다. 수익성이 높은 원두 유통에도 뛰어들어 시너지를 확대할 것이며, 제로투세븐은 저가 실속형 제품 출시와 브랜드 리셋 작업으로 판매를 늘릴 계획이다.

### 3. 투자 회수 구간, 목표주가 62,000원으로 상향

#### 목표주가 62,000 원으로 상향

목표주가를 52,000원에서 62,000원으로 상향한다. 고마진 제품의 판매가 예상보다 좋아 지배주주순이익을 2016년 14.8%, 2017년 12.4% 높이고 목표 PER인 global peer 평균 PER의 기준을 2016년으로 변경했기 때문이다. 동사의 diluted EPS 성장률은 product mix 개선, 원가부담 완화에 힘입은 영업이익률 향상으로 향후 2년간 40.5% 증가할 것이다. 반면 global peer의 동기간 EPS CAGR은 평균 16.6%에 그칠 전망이다. 브랜드력이 상대적으로 약하나 이익 성장이 빨라 저평가될 이유는 없다. 오랜 업력을 통해 내수에서 1.5조원의 매출액을 달성해, 이제부터는 투자비를 줄여도 매출액이 유지 또는 성장하는 회수기에 접어들었다고 판단된다. 섹터 내 중소형주 중 최선호주로 추천한다.

#### Warrant 행사에 따른 물량 부담은 위험 요인

안정적 포트폴리오를 갖춰 사업적인 위험이 작은 반면 주식 측면에서는 2013년에 발행한 warrant가 부담 요인이다. 발행된 warrant 중 179천주(종전 발행주식총수대비 1.33%)가 3월에 행사됐고, 나머지 warrant(1,310천주, 종전 발행주식총수대비 9.64%)는 만기인 2018년 6월 전에 행사될 가능성이 있다. 행사금액은 주당 33,593원이다. 이는 분명한 overhang이지만 이미 충분히 알려진 사실로 새로운 악재는 아니다. 물량이 출회돼 주가가 단기적으로 조정을 받는다면 적극적인 매수 관점에서 접근하길 권고한다.

〈표 3〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2016F			2017F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	1,629	1,623	-0.4%	1,733	1,696	-2.1%
영업이익	48	52	8.3%	63	68	8.3%
지배주주순이익	35	41	14.8%	48	53	12.4%

자료: 한국투자증권

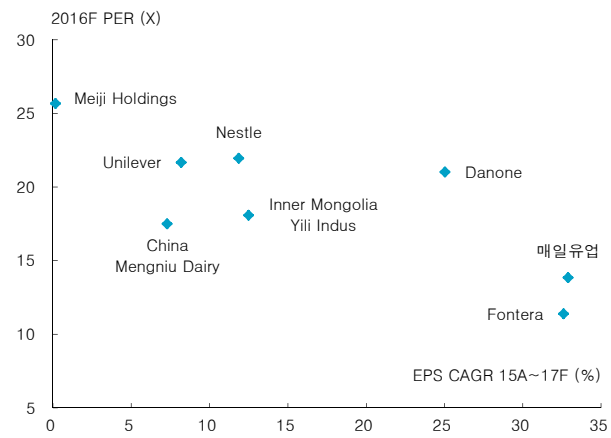
〈표 4〉 Valuation

(단위: 백만원, 원, 배, %)

	2016F	2017F	비고
지배주주순이익(백만원)	40,687	53,469	15~17F CAGR 41.2%
diluted EPS(원)	2,869	3,760	15~17F CAGR 40.5%
PER(배)	15.2	11.6	
세계 유가공사 PER(배)	19.6	18.1	15~17F EPS CAGR 16.6%
목표 PER(배)	19.6	18.1	
목표 PER 적용 주가(원)	56,258	67,997	
목표주가(원)		62,127	
upside		41.8%	

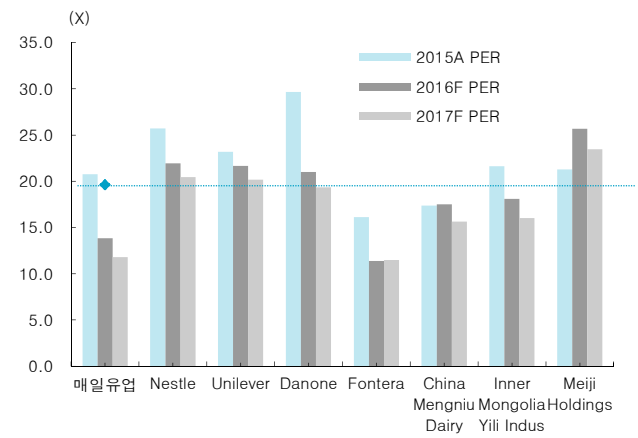
자료: 한국투자증권

[그림 26] Global peer와의EPS 성장률과 PER 비교



주: 일반(주식 희석 효과 미반영)EPS 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

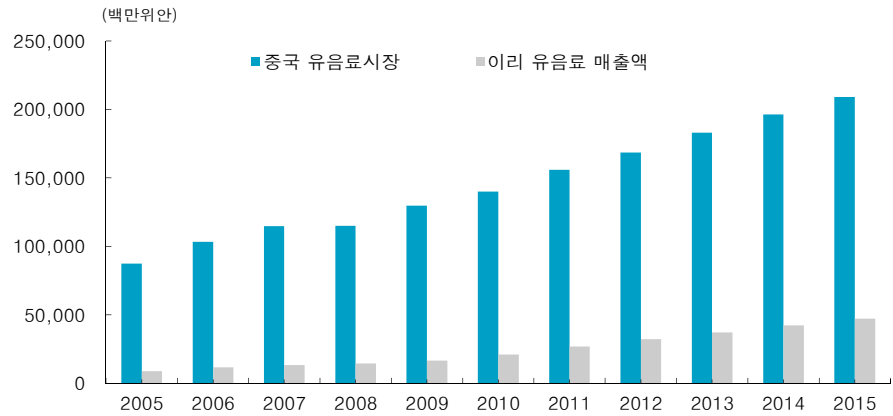
[그림 27] Global peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## APPENDIX

[A-1] 중국 유음료시장 규모 vs 이리 유음료 매출액 추이



주: 유음료는 가공유와 원우유 등  
자료: 업계 자료, 이리, 한국투자증권

〈A-1〉 이리 세부 매출액 추이

(단위: 백만원)

	1H14	2H14	1H15	2H15
매출액	27,155.3	26,911.3	30,023.9	30,084.9
Fluid Milk Products	20,708.5	21,697.8	22,422.9	24,728.5
Powdered Milk Manufacturing	3,041.5	2,972.0	3,335.8	3,111.4
Cold Beverages	3,040.2	1,243.5	2,989.7	1,108.1
Mixed Animal Feed	305.5	477.6	524.0	534.2
Other Operating Income				
- Technical Consulting	190.6	281.8	581.9	518.0
Finance Company				
- Interest Income	—	292.7	295.5	200.9
Guarantee Income	—	—	1.2	7.7
Sales Tax	-131.0	-54.4	-127.2	-123.9
Adjustment	—	0.4	—	—
(%, yoy)				
매출액	13.8%	13.7%	10.6%	11.8%
Fluid Milk Products	15.3%	13.3%	8.3%	14.0%
Powdered Milk Manufacturing	9.1%	9.1%	9.7%	4.7%
Cold Beverages	8.2%	-13.2%	-1.7%	-10.9%
Mixed Animal Feed	2.4%	67.7%	71.5%	11.9%
Other Operating Income				
- Technical Consulting	18.0%	72.9%	205.3%	83.8%
Finance Company				
- Interest Income	—	—	—	-31.4%
Guarantee Income	—	—	—	—
Sales Tax	14.4%	32.7%	2.9%	-127.8%
매출원가율	67.2%	67.5%	63.1%	64.6%
Fluid Milk Products	69.0%	69.4%	67.3%	64.6%
Powdered Milk Manufacturing	54.1%	54.6%	48.0%	39.8%
Other Operating Income				
- Technical Consulting	72.2%	75.8%	—	193.0%
Cold Beverages	63.1%	69.6%	62.0%	68.3%
Mixed Animal Feed	87.5%	82.5%	73.5%	86.3%

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 〈A-2〉 이리 Key financial data

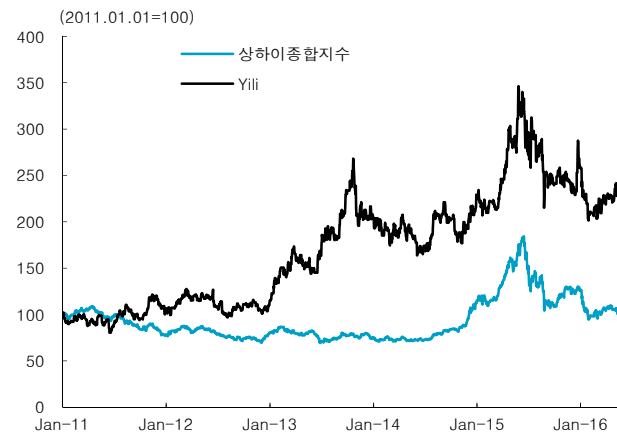
(단위: 백만원, 위안, 배, %)

	2011	2012	2013	2014	2015
시가총액	32,660	35,138	79,837	87,733	99,645
매출액	37,218	41,741	47,545	54,251	60,109
Fluid Milk Products	26,933	32,271	37,116	42,406	47,151
Powdered Milk Manufacturing	5,642	4,484	5,512	6,013	6,447
Cold Beverages	4,222	4,294	4,243	4,284	4,098
Other Operating Income - Technical Consulting*	186	255	325	472	1,100
Mixed Animal Feed	469	687	583	783	1,058
Interest Income	-	-	-	477	496
Guarantee Income	-	-	-	-	9
Sales Tax	-233	-249	-234	-185	-251
Adjustment	-	-	-	0.4	-
영업이익	1,445	1,649	2,516	4,592	5,010
순이익	1,809	1,717	3,187	4,144	4,632
자본총계	6,305	7,525	16,313	18,822	20,146
부채총계	13,624	12,290	16,565	20,673	19,485
자산총계	19,930	19,815	32,877	39,494	39,631
EPS	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
BPS	1.5	2.6	3.0	3.3	3.8
PER	18.1	20.5	23.7	21.2	21.6
PBR	5.4	4.8	5.0	4.7	5.0
EV/EBITDA	14.8	14.0	20.8	13.6	13.9
영업이익률	3.9	5.3	8.5	8.3	8.7
ROE	25.7	27.2	23.8	24.0	23.5

주: 시가총액, PER 등 주가 지표는 기말주가 기준

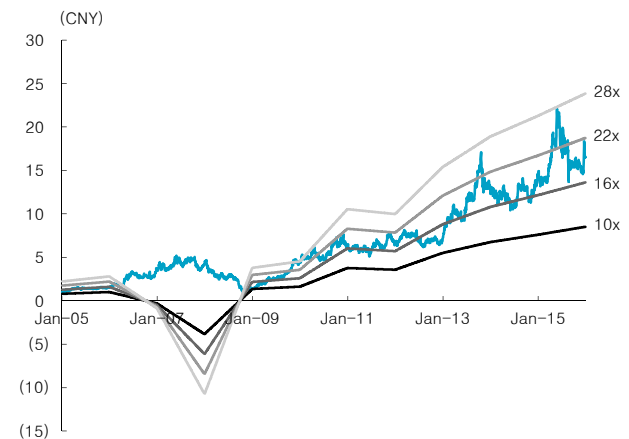
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## [A-2] 이리 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## [A-3] 이리 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권



## 기업개요 및 용어해설

매일유업은 우유, 분유, 치즈 등 유제품과 과즙음료를 생산 판매하는 식품 업체로 1969년 농  
어촌개발공사가 설립한 한국낙농기공(株)가 기업의 전신이다. 1980년에 사명을 지금의 매일유  
업(株)로 변경했다. 영업부문은 유가공부문, 유아동의류 및 용품, 외식업을 비롯한 기타부문으  
로 이루어져있다. 연결 법인으로서는 제로투세븐(株), 크리스탈제이드코리아(株), 엠즈푸드시스템  
(株) 등이 있다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	443	473	530	558	606
현금성자산	72	103	146	156	185
매출채권및기타채권	158	172	179	187	198
재고자산	189	174	180	188	194
비유동자산	332	362	388	407	422
투자자산	35	26	37	39	41
유형자산	222	247	257	270	277
무형자산	12	14	14	15	16
자산총계	775	836	918	965	1,028
유동부채	259	239	239	244	256
매입채무및기타채무	184	195	206	215	228
단기차입금및단기사채	31	25	20	15	15
유동성장기부채	32	7	2	0	0
비유동부채	129	191	188	180	169
사채	85	130	125	119	113
장기차입금및금융부채	20	34	34	30	23
부채총계	387	430	427	424	425
지배주주지분	346	364	453	505	569
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	67	67	116	116	116
기타자본	(12)	(15)	(15)	(15)	(15)
이익잉여금	297	323	362	413	478
비지배주주지분	41	41	38	36	33
자본총계	388	405	491	541	603

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	27	65	69	82	94
당기순이익	24	26	38	51	64
유형자산감가상각비	34	35	37	38	39
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(29)	5	(6)	(7)	(8)
기타	(3)	(2)	(1)	(1)	(2)
투자활동현금흐름	(44)	(54)	(62)	(56)	(52)
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)	(1)	(2)	(2)
재무활동현금흐름	23	19	36	(16)	(12)
자본의증가	3	0	50	0	0
차입금의순증	26	21	(15)	(16)	(13)
배당금지급	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
기타	(4)	0	3	2	3
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	7	31	43	10	29

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

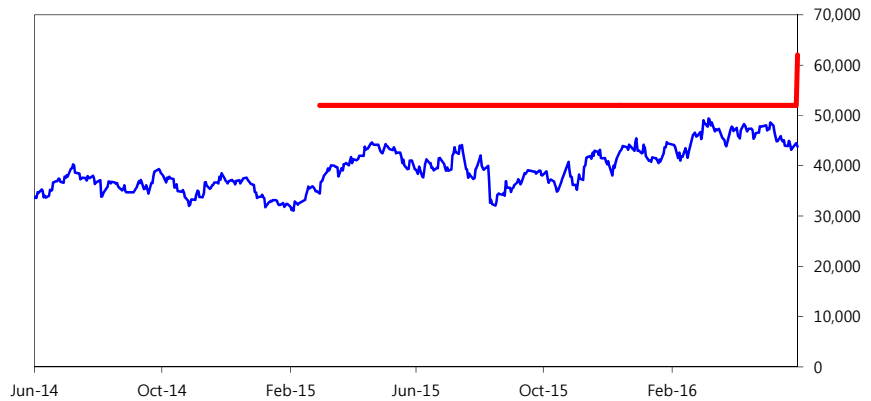
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,448	1,542	1,623	1,696	1,799
매출원가	987	1,031	1,069	1,123	1,186
매출총이익	461	512	553	573	613
판매관리비	433	475	502	505	529
영업이익	29	36	52	68	84
금융수익	5	5	6	6	7
이자수익	3	3	4	5	5
금융비용	6	6	7	6	6
이자비용	5	5	5	5	5
기타영업외손익	3	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	32	35	51	69	85
법인세비용	8	9	13	18	22
연결당기순이익	24	26	38	51	64
지배주주지분순이익	24	27	41	53	66
기타포괄이익	(4)	(4)	0	0	0
총포괄이익	20	22	38	51	64
지배주주지분포괄이익	21	22	41	53	66
EBITDA	64	73	90	107	124

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,907	2,129	3,204	3,760	4,657
BPS	26,735	28,280	31,052	34,483	38,760
DPS	125	125	125	125	125
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.1	6.5	5.2	4.5	6.1
영업이익증가율	(17.3)	26.9	41.6	32.4	22.6
순이익증가율	11.5	10.9	51.7	31.4	23.8
EPS증가율	12.0	11.6	50.5	17.4	23.8
EBITDA증가율	(7.1)	13.6	23.5	19.7	15.0
수익성(%)					
영업이익률	2.0	2.4	3.2	4.0	4.6
순이익률	1.7	1.7	2.5	3.2	3.7
EBITDA Margin	4.4	4.7	5.5	6.3	6.9
ROA	3.2	3.2	4.3	5.5	6.4
ROE	7.1	7.5	10.0	11.2	12.3
배당수익률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	6.5	5.9	4.4	3.3	2.7
안정성					
순차입금(십억원)	76	74	15	(28)	(71)
차입금/자본총계비율(%)	43.3	48.3	36.8	27.5	22.6
Valuation(X)					
PER	19.5	20.8	13.7	11.6	9.4
PBR	1.4	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.4	9.5	7.0	5.5	4.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
매일유업(005990)	2015.03.09	매수	52,000 원
	2016.06.08	매수	62,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2016년 6월 8일 현재 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.

## ■ 기업 투자의견은 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 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 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.