

기업분석보고서

# 남양유업

(거래소, 003920)

SMIC Research 3 Team

박상민, 서정아, 안세환, 이승기, 장재원



\* 남양유업(거래소, 003920)

업종 : 음식료 (유처리 가공업)  
 회사명 : 주식회사 남양유업  
 대표이사 : 박건호(1947년생)  
 본사 : 서울 중구 남대문로 1가 18번지 대일빌딩  
 자본금 : 44억원  
 설립일 : 1964.3.  
 상장일 : 1978  
 종업원수 : 2,619명  
 시가총액(06.4.7 기준) : 4838억원  
 주식의 총수 : 2,000,000주(미발행 1097708주)



최근 주가추이(06.4.7 종가 729,000원)



## 1. 산업분석 - 유가공 산업 분석

### 1) 유가공 산업 정의

유가공 산업은 낙농가에서 공급되는 원유를 이용하여 우유, 발효유, 분유, 연유, 아이스크림, 치즈 등으로 가공, 판매하는 산업이며, 유가공품은 그 자체로서 소비되기도 하고, 제과와 제빵 등 타 산업의 원료로도 사용되고 있다. 이 중 남양유업은 우유, 분유, 발효유, 치즈 등의 관련하고 있다.

### 2) 산업의 특성

#### ① 전형적인 내수산업

유가공품은 일반적으로 보존기간이 짧은 특성을 지니고 있으며, 치즈, 버터 등 고급 유가공품의 경우 국내 제조기술 수준이 선진국에 비해 낮아 수출은 미미하며 내수 위주의 시장 구조를 보이고 있다.

#### ② 경기변동의 영향

전형적인 내수산업이며, 식품산업인 관계로 경기변동에 의한 영향을 받고 있으나 시유, 발효유 일부 등이 이미 필수품에 가까운 제품으로 자리잡고 있어 경기변동의 영향은 크지 않은 편이다.

#### ③ 낮은 소득탄력성

유가공품 품목별로 소득변동에 따른 수요변화의 차이는 비교적 크게 나타나고 있는데 시유, 조제분유 등은 소득탄력성이 낮은 수준으로 나타나고 있으며, 치즈, 발효유 등은 소득변동에 대한 수요탄력성이 비교적 높은 수준으로 나타나고 있다.

#### ④ 계절적 변동

우유는 학생들의 급식시장을 중심으로 발전해왔다고 할 만큼 학생급식의 영향을 많이 받아 연중 12-3월에는 학교 우유급식의 중단 및 유제품 소비의 감소로 생산이 소비를 초과하며 4-11월에는 소비가 생산을 초과하는 양상을 보이고 있다. 나머지 유가공품인 분유와 치즈에 비해 월등히 수급량이 많은 우유의 계절적 특성으로 전체 유가공 제품의 수급구조가 계절성을 보이고 있다.

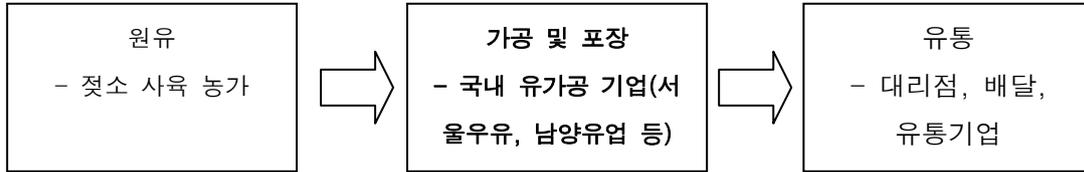
#### ⑤ 장치산업

유가공품을 생산하기 위한 플랜트 건설과 기계도입, 물류시스템 등 제반 모든 설비를 갖추기 위한 초기 설비투자비용은 400-500억 원 정도로 상당한 비용이 소요되는 장치산업이다.

#### ⑥ 대도시 주변에서 제조

유통기간이 짧고 신선도 유지를 위한 비용이 많이 드는 특성상 젖소 사육은 주로 주 수요처인 대도시 근교에서 이루어지고 있으며 주종 제품인 시유는 주로 도시를 중심으로 지역별 판매가 이루어지고 있다.

### 3) 산업흐름도(계통도)



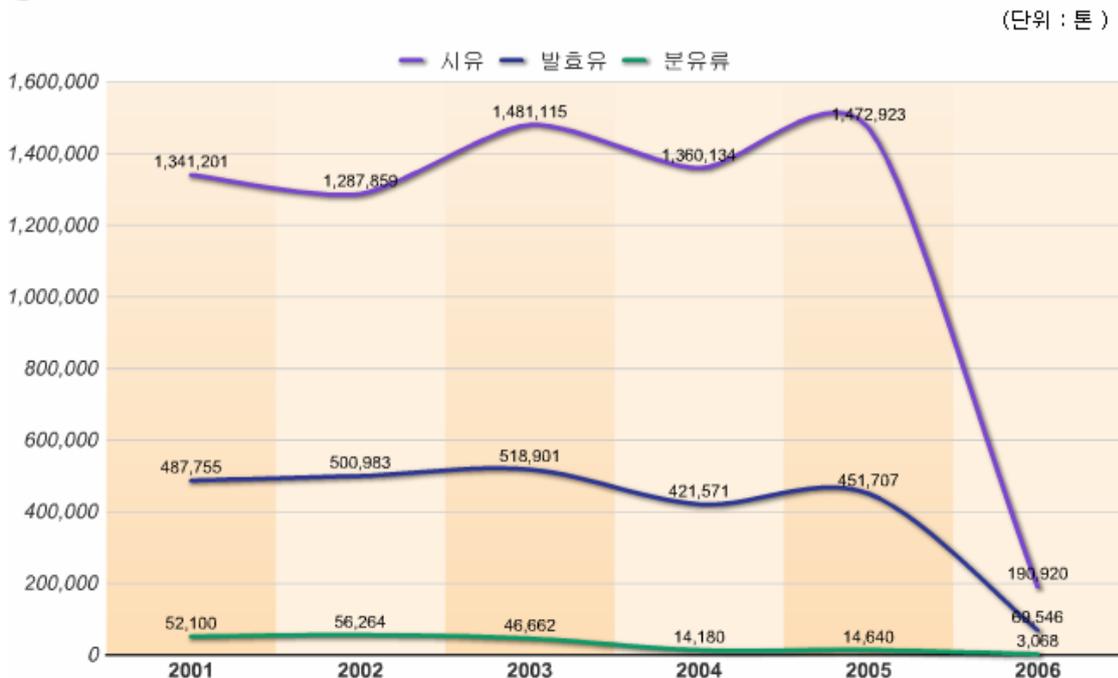
### 4) 산업 전망

#### ① 성장성

국내 유가공산업의 전체적인 성장률은 1990년대 이후 크게 둔화되며 Life cycle 상 성숙기 징후를 나타내고 있다. Life cycle 상 위치는 유가공품 품목별로 차이를 보이고 있는데, 성숙기 징후가 가장 뚜렷한 시장으로는 우유, 조제분유 등이며, 치즈 등은 비교적 높은 성장세를 보이고 있다. 발효유 역시 이미 Life cycle 상 성숙기에 진입한 것으로 보이나 고기능성 제품들이 대거 출시되면서, 성숙단계에 들어선 발효유 시장을 견인해가고 있다.

현재 유가공 시장은 시유 소비가 정체되고 일반 유제품의 소비가 증가하는 양상을 보이고 있다. 국내 시유 소비 감소는 주로 저출산, 소비자 기호의 변화(영양->기호), 대체음료 시장의 확대, 주 5일 근무제 실시가 주요 요인으로 분석되어 앞으로도 추세적인 둔화요인으로 작용할 것으로 보인다.

<최근 5년간 유제품 제품별 소비 현황>



출산율 감소로 인해 발생하게 된 분유 소비 감소 및 시유 소비 감소 등은 정부의 출산

부양 정책에 의해서 어느 정도 상승 효과를 볼 수 있다는 전망이 있으나, 이에 대해서는 선진국들의 사례들로 보아 경과를 지켜보아야 할 것으로 보인다.

유가공산업은 내수경기가 침체된 가운데, 제품가격 인상에 따른 요인이 가세하여 소비 둔화추이가 지속되었으나 향후 민간소비 경기가 회복기조에 진입하는 등 소비자의 가격저항이 감소하면서 소비가 진작될 것으로 보인다. 제품별로는 시장의 성숙도가 높은 우유류 제품시장과 분유시장은 내수경기와 상관없이 우유가격 상승, 다양한 대체음료 시장의 성장과 저출산, 모유수유의 확대 등으로 성장 둔화가 지속되겠으며, 발효유 등은 건강지향 소비성향에 따른 제품개발 확대에 따라 성장을 지속할 것으로 보인다. 이에 따라, 우유 소비량은 감소할 것으로 전망되지만 유제품소비량은 증가할 것으로 보이면서 유제품 수입량도 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

#### (a) 우유 시장

우유는 가공우유의 판매확대를 통한 성장이 한계에 달하면서 흰우유의 품질을 제고시키는 방향으로 수요확대를 도모하고 있다. 건강선호 의식으로 가공우유 판매비중이 감소하는 반면, 기능성 신제품 출시 확대로 흰우유의 비중이 늘어날 전망이다. 흰우유는 3년간 급식과 고정적인 수요 이외에 신규 창출에 한계성을 드러내고 있어 이를 타개하기 위한 업체들의 기능성 제품 세분화 노력이 활발해질 전망이며, 흰우유에 차별화성을 주기 위한 기능성 신제품 개발경쟁으로 기능성 우유 시장이 성장할 것으로 예측된다.

#### (b) 발효유 시장

발효유시장은 호상과 액상제품은 부진한 모습을 보이고 있으나 향후 웰빙트렌드에 힘입어 프리미엄급 기능성 발효유가 전체 발효유 시장을 주도할 것으로 예상되며, 간건강 발효유 등 프리미엄급 기능성 농후 발효유의 시장세분화가 진행되면서 전체 시장을 견인할 것으로 보인다. 아울러 각 기업간 신제품 출시에 따른 치열한 판촉경쟁이 전개되면서 발효유 시장규모의 확대에 기여할 것으로 보인다.

#### (c) 분유 시장

조제분유의 경우 저출산과 모유수유 등으로 인하여 양적인 측면에서 감소세가 불가피할 것으로 전망된다. 이로 인해 품질경쟁력을 바탕으로 하여 수출이 본격화하면서 내수시장의 성장 한계를 수출성장을 통해 보완할 것으로 보이며, 프리미엄 분유 출시 등으로 금액면에서의 성장세를 나타낼 전망이다.

### ② 수익성

유가공 산업은 원재료비의 부담이 높아 제조원가에서 원유 등 원재료비가 차지하는 비중이 70% 정도이며, 업계의 치열한 경쟁으로 광고선전비가 증가하고 있다. 그리고 할인업체

의 급격한 신장으로 제품가격 할인과 판매수수료, 운반비의 부담이 가중되고 있어 판매비와 관리비의 비중 또한 25% 정도로 높은 수준을 나타내고 있다. 또한, 기업별 제품차별화가 뚜렷하지 않은 상황에서 시장의 경쟁 강도가 높아 원가인상요인이 발생해도 이를 제품가격에 전가하는 것이 쉽지 않아 전체적인 수익성은 하락추세를 나타내고 있다.

유가공 산업은 원유를 1차 가공한 우유로부터 분유, 발효유, 치즈, 버터, 연유 등 가공방법 및 가공수준에 따라 다양한 세분산업을 형성하고 있는데, 이러한 세분시장은 시장구조, Life cycle 상 위치 등의 차이로 인하여 부가가치의 편차를 발생시킨다. 개별기업의 시장지위에 따라 정도의 차이는 있으나 대체로 우유, 전지분유 등 가공도가 낮은 제품은 수익성이 낮고, 발효유, 조제분유, 치즈 등 가공도가 높은 제품은 수익성이 높은 경향을 보이고 있다.

한편, 유가공 업체는 높은 매출총이익률에도 불구하고 영업마진이 낮게 나타나고 있는데, 이는 과정적 시장구도에도 불구하고 높은 광고비에 기인하는 바가 크다. 향후에도 계속되는 신제품 출시와 최종소비자에게 직접 소구해야 하는 업종의 성격상 광고비가 급격히 축소되기는 어려울 것으로 보인다.

**(a) 제품 가격**

유가공 제품은 경우 업계의 치열한 경쟁으로 주요 제품의 가격 변화는 거의 나타나지 않으며, 직접적인 단가조절보다는 기능성을 강화한 고가의 신제품출시 등 우회적인 방법을 통해 원유가격 인상으로 인해 가중된 원가부담을 제품가격에 소폭씩 전가해 왔다. 그러나 2004년 9월 이후 6년 6개월간 동결되었던 원유가격이 13% 인상됨에 따라 이와 연동하여 백색시유(흰우유)와 분유, 요구르트, 치즈 등 원유를 원료로 하는 유제품들도 가격이 10-15% 수준으로 인상되면서 유가공 기업의 원가부담이 완화된 것으로 나타났다.

<제품 가격 추이> (단위:

원)

구분	2003년	2004년	2005년
<b>매일유업</b>			
우유 (매일우유ESL카톤 200ml)	200	226	243
발효유 (매일 요구르트)	45	56	56
조제분유 (맘마QT 3 800g0)	22,544	12,849	13,086
<b>남양유업</b>			
우유 (남양 맛있는우유GT 200ml)	-	258	258
발효유 (남양 E-5하이 80ml)	167	184	184
조제분유 (프리미엄분유 XO800g)	17,996	18,900	18,900

**(b) 원재료 가격**

유가공업의 원재료는 국내 낙농가에서 조달되는 원유가 60% 정도로 가장 높은 비중을

차지하고 있으며, 그 외 분유와 발효유제조에 사용되는 탈염유장분말, 카제인가수분해물, 락토페린 등은 대부분 수입에 의존하고 있으나 그 비중은 미미한 수준이다.

사업부문	매입유형	품 목	구체적용도	매입액(비율)	비 고
유제품	원재료	원 유	전제품	206,163,672 (67.09%)	낙농가
		탈염유장분말	분유, 이유식	1,483,956 (0.48%)	네덜란드
		락 토 페 린	분유	779,161 (0.25%)	성풍양행
		고 과 당	발효유	3,196,063 (1.04%)	두산콘프로 덕츠
		기 타	분유외	95,664,705 (31.14%)	-

원유가격은 원유는 그 상품적 특성으로 인해 가격결정을 시장수급에 맡기기가 어려워 농림부 고시에 의하여 정부의 가격통제를 받고 있다. 원유가격은 첨가물 변경 등에 따른 유가공품의 개별 제품가격 인상은 있었으나 공식적인 가격인상은 1998년 2월 책정가격 이후 국민건강 증진 및 재고분유 축소, 낙농산업육성 등을 목적으로 동결되어 있었다. 그러나 2004년 9월 낙농가들의 사료값 폭등, 누적된 원가상승에 따라 6년여만의 13%의 일괄적인 가격인상이 이루어졌다.

원유가격은 2005년초 사료가격 하락 맞물려 원유의 수급 불균형이 심화되면서 잉여원유 해결을 위해 원유가격을 인하하려는 업계의 움직임이 있었으나 낙농가의 반발 등으로 실제로 이어지진 못하였다. 향후 흰우유를 중심으로 한 품질지향의 기능성 제품 출시가 확대될 것으로 보여 고품질 원유의 원재료비중이 확대됨에 따라 전반적인 원재료비는 상승세를 나타낼 것으로 보인다. 그러나 전반적인 제품가격도 인상될 것으로 보여 원재료비 상승에 따른 부담은 예상되지 않는다.

## 5) 산업 내 경쟁 분석

### ① 전반적인 경쟁 상황

2004년 현재 유가공 산업 내에는 한국유가공협회 회원사 10개사, 서울우유협동조합 등 유가공 조합 12개사가 참여하고 있다. 유가공 산업은 원료선의 확보, 판매 네트워크, 브랜드 인지도 등이 진입장벽으로 작용하여 신규기업의 진입이 어려워 대기업간 과점구도를 나타내고 있으나 경쟁기업간 제품차별화가 뚜렷하지 않고 시장이 양적으로 정체상태를 보임에 따라 점유율 경쟁이 심화되고 있다. 아울러 수입규제가 전면 해제되면서 치즈, 혼합분유를 중심으로 수입제품이 범람하면서 완전 경쟁시장을 나타내고 있다.

유가공 산업은 경쟁이 치열하여 각 사에서 점유율 확대를 위한 신제품 개발 및 마케팅 경쟁이 치열하며, 성장 한계에 따른 인식으로 사업다각화를 진행하는 한편, 수출시장 확대를 통해 내수시장의 한계를 극복하려는 움직임을 나타내고 있다. 남양유업과 매일유업은 음료사업 등으로 다각화하고 있으며, 매일유업은 와인사업 및 의류사업과 식자재 유통 사업에도 진출하고 있다. 또한, 서울우유는 가공시유, 발효유, 치즈 부분에서 남양유업은 조제분유에서 각각 중국과 베트남 등 해외투자로 수출시장으로 확대하고 있다.

유가공 제품은 제품차별화가 뚜렷하지 못하여 대리점 증설 및 대형거래처 등의 특수시장 개척 등 유통망이 경쟁우위로 작용하고 있으며, 최근에는 시장수요가 세분화됨에 따라 신제품 개발능력과 런칭이 중요하게 부각되고 있다.

## ② 품목별 경쟁 현황

### (a) 우유 시장

우유시장은 서울우유가 시장의 절반이상의 점유율을 차지하는 가운데, 서울우유, 매일유업, 남양유업이 전체 시장의 70%를 점유하고 있다. 최근 남양유업이 호남지역 공장을 신설하는 등 각 기업들이 지역기반을 확대해가고 있어 향후 경쟁이 더욱 치열해질 전망이다. 또한, 한국야쿠르트가 파스퇴르유업을 전격 인수함에 따라 발효시장 1위를 차지하고 있는 한국야쿠르트가 백색우유와 분유시장으로 진출함에 따라, 야쿠르트 아줌마라는 강력한 판매조직으로 부산 등 영남지방에서 판매기반을 구축하고 있는 자회사 비락과 함께 서울과 수도권시장 공략을 통해 전국의 우유시장을 공략할 것으로 보여 우유 시장 경쟁강도가 더욱 심화될 것으로 보인다. 또한, 동원그룹의 지주회사인 동원엔터프라이즈가 디엠푸드를 인수함에 따라 동원그룹이 종합유가공 업체 지위를 획득함과 동시에 디엠푸드의 그룹내 동원F&B의 영업력과 물류 인프라 지원을 통한 시너지 효과 및 유통라인 확대가 예상되어 시장 내 지위가 강화될 것으로 보인다.

### (b) 발효유 시장

발효유 시장은 한국야쿠르트, 남양유업, 서울우유, 매일유업, 파스퇴르유업, 해태유업, 디엠푸드, 롯데행/우유, 빙그레, 삼양식품 등 10개 기업의 참여하고 있으며, 시장 규모가 확대되면서 시장 세분화와 제품차별화가 두드러지고 있다.

발효유 시장에서는 위건강 발효유로 제품개념을 확장시킨 '월'을 중심으로 요쿠르트 아줌

마 등 강력한 판매조직을 통해 한국요쿠르트가 선두지위를 구축하고 있으며, 2004년에는 간건강 발효유 '쿠퍼스'를 출시하면서 발효유 시장을 확장하고 있다. 아울러 발효유 1위 제품인 '불가리스프라임'을 보유한 남양유업과 도마슈노(옛 불가리아)의 시장확대를 기하고 있는 매일유업의 경쟁이 치열한 상황이다. 발효유 시장은 기업의 진출이 가장 활발하여 경쟁도 치열하게 펼쳐지고 있는데, 한국야쿠르트, 매일유업, 남양유업 등 빅3가 쟁탈전을 벌이는 형국에서 빙그레도 저지방 요거트인 '스웨벨'로 여성용 프리미엄 요구르트 시장을

공략하고 있다.

**(c) 분유 시장**

조제분유 시장은 유가공 시장내에서 시장경쟁이 가장 치열한 제품군으로 경쟁구도는 남양유업, 매일유업, 일동후디스, 파스퇴르유업, 한국애보트, 미드존슨, 한국네슬레의 7개사로 압축된다. 국내 조제분유 시장은 한국애보트, 미드존슨, 한국네슬레 등 외국사의 경쟁적인 시장 진입에도 불구하고 남양유업과 매일유업 양사가 전체시장의 85%를 주도해 나가고 있으며, 파스퇴르유업과 일동후디스를 합할 경우 국내 기업이 전체 조제분유 시장의 98%를 점유하고 있는 것으로 파악된다. 이러한 국내 업체의 압도적인 시장점유율은 관세 및 운송비용에 따른 큰 폭의 판매가격 차이에도 기인하나 상품의 특성상 가격차별화보다는 품질 격차에 의한 선택이 이루어져 차별화된 기술력과 함께 프리미엄 시장에서 독보적인 점유율을 나타내고 있는데 기인하는 것으로 분석된다.

## 2. 기업분석

### 1) 남양유업 비즈니스 모델 분석 (현황분석 + 미래예측)

#### ① 남양유업의 핵심 경쟁력 분석

##### (a) R&D 능력

유업계의 Big3는 서울우유, 매일유업, 남양유업이다. 이 중 흰우유 시장에서 절대 우위를 보이면 가장 높은 시장점유율을 확보하고 있는 서울우유와는 달리 남양유업은 기능성 우유에 주력하고 있는데 이러한 전략은 남양유업의 핵심경쟁력이 무엇인지를 단적으로 보여준다.

타사와는 달리 남양유업은 R&D 분야에 높은 투자가 이루어지고 있는데, 이는 회계적인 수치로도 알 수 있다. 회계학에서 R&D는 연구 활동과 개발 활동으로 나누어 지는데, 연구 활동에서의 비용을 연구비라고 하고 개발 활동에서의 비용을 (경상)개발비라 한다. 이중 연구비는 불확실한 상황을 가정하고 투자가 수반되므로 모두 당기 비용 처리하는 데에 반해 경상개발비는 그 나름대로의 미래 경제적 효익을 창출할 수 있는 가치를 인정 받는다면 자본화시켜 자산 계정에 계상할 수 있다.

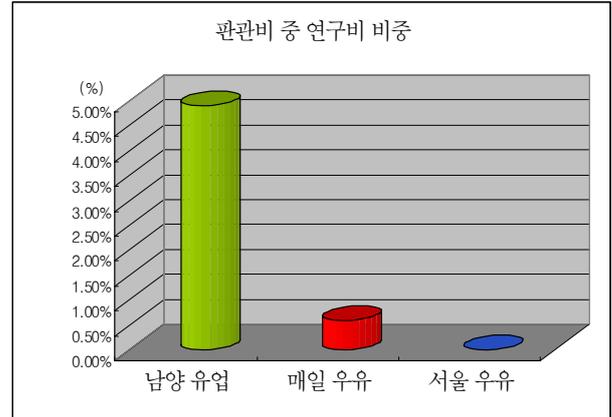
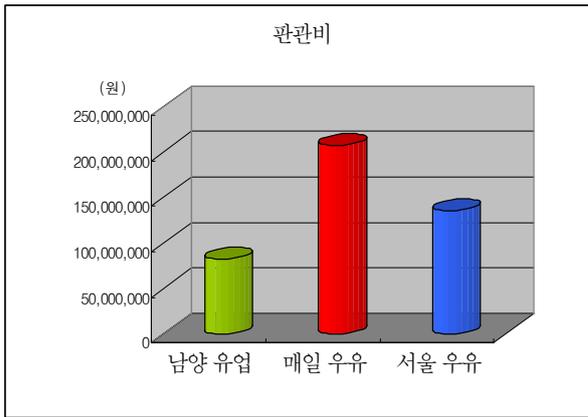
여기에는 기업 나름대로의 기준이 아닌 기업회계기준 39조의 엄격한 적용 기준을 바탕으로 인식 하게 되는데, 개발비를 무형자산으로 인식하기 위해서는 ‘기술적 실현가능성’, ‘의도와 능력’, ‘미래 경제적 효익’, ‘자원확보능력’, ‘측정의 신뢰성’이라는 5가지의 자본화 요건을 모두 충족해야만 한다. 다시 말해 이러한 엄격한 기준을 통과해서 개발비로 인식했다는 것만으로도, 즉 기업에서 이러한 계정을 분리하여 부기할 수 있다는 사실만으로도 기업이 얼마만큼 R&D에 투자하는지, R&D 능력이 얼마나 우수한지를 알 수 있는 것이다.

Big3를 비교해보면, ‘경상개발비’라는 계정 과목이 손익계산서에 계상되어 있는 회사는 오로지 남양유업뿐이다. 구체적인 수치를 살펴보면 다음과 같다.

<3사의 경상개발비 비교\_각 사 I/S에서 발췌> (단위 : 천 원)

	남양유업	매일유업	서울우유
총판관비	82,446,740 (3위)	207,231,273 (1위)	135,534,293 (2위)
연구비	연구비: 3,852,040 (4.7%)	1,273,351 (0.6%)	-
경상개발비	경상개발비: 149,937 (0.2%)	-	-
R&D 투자 금액 비율	<b>4.9%</b>	0.6%	-

(\* 매일유업의 경우, 경상연구비라는 계정으로 연구비 계정을 마련해 놓았으나, 추후 자산으로 인식이 가능한 경상개발비와는 그 성격이 다르다. 서울우유는 연구비 계정 없음)



이러한 남양유업의 연구개발에 대한 많은 관심과 성과는 기능성 식품이 선호되는 향후 시장의 추세를 고려할 때 강력한 경쟁력이 될 수 있다. 예컨대 기능성 우유인 DHA를 강화한 아인슈타인 우유 등으로 소비자에게 어필함으로써 기존의 우유 회사와는 달리 연구 중심의 조금 더 고급화 된 제품을 출시하는 전략으로 시장을 장악해 나가고 있다고 사료된다.

**(b) 시장 선도 제품의 개발**

남양유업은 이러한 연구개발 능력을 바탕으로 시장을 새로이 개척하는 시장선도제품을 출시하고, 그 제품을 장수제품으로 승화시켜 지속적인 매출을 창출하게 하는 데에 큰 경쟁력이 있다. 이는 이미 다수의 제품을 통해서 검증이 되고 있는데 그 예를 들어보면 다음과 같다.

**<남양의 시장 선도 장수 제품>**

	특색	매출	출시
<b>17茶</b>	텃텃한 맛을 없앤 새로운 녹차, 생수 대용으로 많이 음용	출시 첫 달 50만개 판매 05년 11월 한달 600만개 판매	2005년 4월
<b>아인슈타인 우유</b>	세계 최초의 천연 DHA 우유	2003년 매출 1000억 달성	1994년
<b>불가리스</b>	최초의 고급 농후 발효유	하루 50만개 판매 05년 대한민국 일류브랜드 대상	1990년

우선 고급 농후 발효유시장을 처음 연 불가리스는 90년에 출시된 이래 2005년 대한민국 일류브랜드 대상을 받았고, 하루에 50만개씩 꾸준히 판매되고 있다. 그리고 94년 세계 최초의 천연 DHA우유로 화제가 되었던, 아인슈타인 우유는 2003년 연간 1000억 매출을 달성하기도 하였다. 또 최근 출시된 17차도 기존 차 시장에서 새로운 분야를 개척했는데 2005년 4월 출시 당시 한 달에 50만개 팔리던 것이 반년만인 11월에 600만개를 파는 실

적을 올렸다.

특히 시장을 선도하는 제품의 중요성은 우유 및 유제품을 구매하는 소비자들을 대상으로 실시한 설문조사<sup>1</sup> 결과를 살펴볼 때 더욱 강조된다. “특정영양성분을 강조한 우유가 좋아 보인다.”라고 답한 소비자가 전체의 20.9%이며 우유를 제외한 유제품 선택에 있어서도 “특정영양성분을 강조한 제품이 좋아 보인다.”라고 답한 소비자가 전체의 35.4% 임을 감안할 때 연구력이 뒷받침 된 새로운 제품을 시장에 내 놓는 것이 중요한지를 알 수 있다.

## 2) 경쟁 분석

### ① 매출군별 경쟁사 분석

#### (a) 우유 부문

우유 부문에서의 시장 지배자는 서울 우유이며, 남양이 그 뒤를 쫓고 있는 형국이다. 서울 우유는 최초의 가공우유 생산 업체라는 프리미엄 속에 수십 년간 쌓아온 브랜드이미지와 고객의 제품에 대한 믿음을 바탕으로 독점적 지위를 유지해 왔다. 이에 반해 남양유업의 우유 전략은 ‘제품의 진화’에 초점을 맞추고 있다. 끊임 없이 연구를 통하여 색다른 소비자를 위한 시도를 계속하고 있다.

#### ▶ 제품 비교

서울우유	남양유업
	
<p>‘서울 우유’ 라는 이름 하나만으로도 인정을 받는 부분이 있다. 오랫동안 독점적 위치를 유지해왔다는 사실 자체도 하나의 경쟁력이다. 모두가 서울 우유에 익숙해져 있다.</p>	<p>맛있는 우유나 DHA첨가 우유 등 끊임없이 새로운 제품을 연구, 개발하여 기능성과 품질 면에서 향상하고 있음을 알린다.</p>

#### ▶ 영업력

우유 분야는 매출의 80%가 대리점을 통해서 이루어 질 만큼 특유의 영업망이 큰 역할을 한다. 아래는 남양 유업과 서울 우유의 지역별 대리점 개수이다.

<sup>1</sup> [우유제품 음용 실태 조사를 위한 설문조사] 대상 : 전국 권역별 중학생 이상 남녀 / 표본규모 : 2,941 명 (남 1423명, 여 1507명) / 신뢰도 : 95% / 기간 : 2004년 6월 21일 ~ 30일 (10일간)

이를 바탕으로 봤을 때, 서울 우유보다 남양 유업이 영업력에서 뒤쳐질 부분은 없으며, 오히려 대리점 총 개수에서는 앞서 있다. 그러나 전국적으로 계산하였을 때는 남양 유업의

	남양 유업	서울 우유
서울	59	81
경기	83	102
인천	16	36
대전	18	14
경북	37	32
경남	53	27
전북	30	19
전남	37	30
기타	237	144
<b>합계</b>	<b>570</b>	<b>485</b>

대리점 수가 앞서지만, 우리나라 인구의 대부분을 차지하는 수도권 지역에서 서울 우유가 훨씬 앞서 나가고 있다. 이것이 서울 우유가 높은 총 점유율을 유지해 나가는 요인 중 하나가 될 수 있겠다.

▶ **앞으로의 향방은**

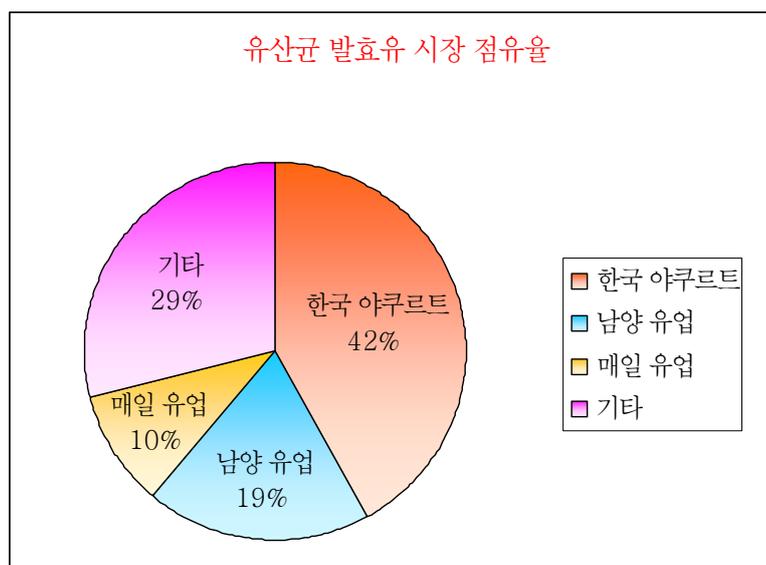
위의 표의 대리점 분포를 영업망으로 해석한다면, 수도권 및 서울에 집중되어 있는 서울우유에 비해 전국에 고루 분포되어 있는 남양 유업의 영업망은, 수도권 및 서울의 분산화를 추구하고 있는 시점에서 장기적으로 봤을 때 이점으로 작용할 수도 있으리라 본다. 근 10년간 변화가 없던 우유 시장 점유 상황인 와중에서, 2005년에 서울 우유의 점

유율이 처음으로 다소 하락하였는데, 이를 두고 끊임없이 연구를 거듭한 남양 유업과는 달리, 브랜드 이미지와 마케팅 활동을 통해 기존의 영역에 안주하려 한 서울 우유가 서서히 한계에 다다르는 것이 아니냐는 의견도 있다.

종합하면, 우유시장에서 남양 유업의 위치는 최소한 현상 유지 이상은 가능할 것이라는 결론을 내어 볼 수 있겠다.

(b) 유산균 발효유 부문

유산균 발효유 부문에서의 가장 큰 경쟁자는 한국야쿠르트이다.



▶ 제품 비교

	남양 유업		한국 야쿠르트	
액상 발효유 (기본 제품)		남양 트 요구르 트		야쿠르트
액상 발효유 (프리미엄)		이오		야쿠르트 에 이스
장 기능성 발효유		불가리스		메치니코프
위 기능성 발효유		위력		헬리코박터 프로젝트 - 월

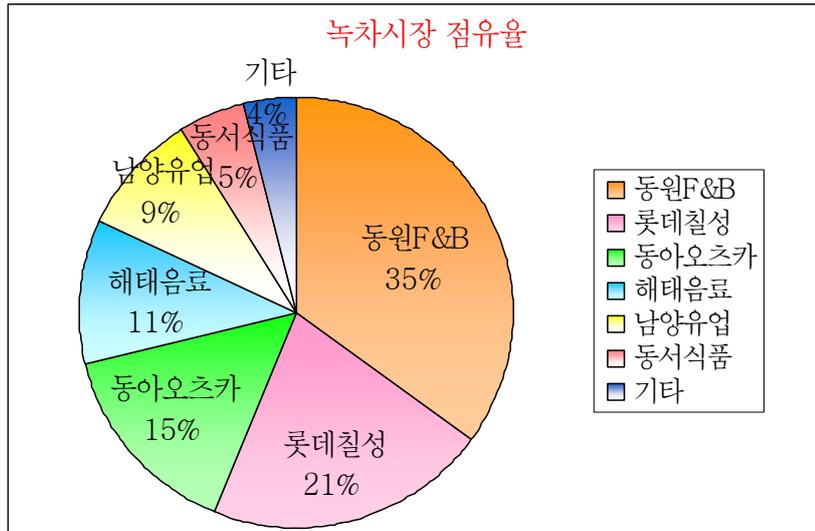
양 사 모두 각 분류마다 상응하는 제품을 보유하고 있다. 남양 유업의 불가리스는 궤변에 도움을 준다는 인식이 자리잡혀, 하루 50만개 이상의 판매고를 올려 장 기능성 발효유 시장에서 압도적인 위치를 차지한다. 위 기능성 발효유 시장에서는 헬리코박터 프로젝트-월이 헬리코박터 균 열풍을 일으키며 등장한 후로 압도적인 점유율을 기록하며 승승장구하고 있다. 각각의 대표 브랜드가 너무나도 확고히 자리를 잡은 상황이기 때문에 현재의 서로의 위치가 크게 바뀌지는 않을 것으로 보이며, 오히려 쟁점은 앞으로 나올 신제품에 있다고 본다.

▶ 앞으로의 향방은?

앞으로의 발효유 시장은 ‘약은 아니지만 약 같은’ 성격의, 기능에 초점을 맞춘 제품들이 시장을 주도할 것이라고 예상 된다. 그리고 이 선두에 남양 유업과 한국 야쿠르트가 있다. 한국 야쿠르트가 최초로 간 기능성 제품을 출시하여 좋은 반응을 얻고 있고, 남양 유업은 혈당 조절, 혈압 조절 등 다양한 시도를 통하여 추세에 앞서가기 위한 노력을 하고 있다. 기능성 프리미엄 시장의 확대에 따른 매출증대와 새로운 기능성 발효유(혈압, 혈당조절)의 출시로 점유율이 소폭 상승할 것으로 예상된다.

(c) 식음료 부문

남양 유업이 현재 음료 시장에서 가장 먼저 주목을 받고 있고, 성공가능성이 높은 분야는 녹차시장이다. 일단 녹차시장에서의 경쟁 부분을 살펴보면, 동원F&B의 ‘보성 녹차’가 가장 높은 점유율을 나타내고 있다



▶ **제품 비교**

	<p><b>동원F&amp;B - 보성녹차</b></p> <p>소비자의 76%가 녹차 하면 ‘보성’을 떠올리고 87%가 보성산 녹차만이 다른 지역보다 우수하다고 인식한다는 조사 결과가 있음. 뛰어난 맛과 함께, ‘보성’이라는 지역 브랜드를 최대한 활용하여 독점적 지위를 유지한다.</p>
	<p><b>남양유업 - 17차(茶)</b></p> <p>17가지 재료를 조합하여 색다른 맛을 창조하고, 떫은 맛을 제거하여 부드러운 맛의 조화를 이루어 낸다.</p>

떫은 맛 때문에 꺼리는 소비층이 많았던 기존의 녹차 음료와 달리, 17차(茶)는 부드러운 맛의 조화를 이루어 내어, 녹차시장에 성공적으로 진입하였다.

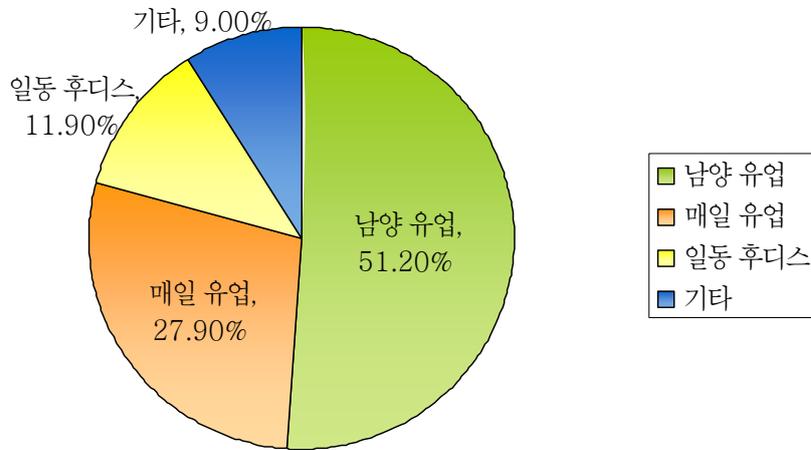
▶ **앞으로의 향방은?**

이러한 성과를 바탕으로 자신감을 얻어 남양 유업은 전체 음료 시장 진입을 노리고 있다. 음료 분야는 너무나 다양한 제품군과 경쟁사가 존재하는데, 강점인 ‘건강’에 초점을 맞춘 기능성 음료, 매실, 귤, 키위, 망고 등 천연과일을 원료로 한 ‘생(生) 시리즈’ 음료, 니어워터 류의 일반 음료에 이르기까지 분야를 가리지 않고 적극적으로 경쟁에 나서고 있다. 17차(茶)의 성공 사례로 보았을 때, 기존의 음료 시장에 진출하는 것은 적절한 마케팅, 제품의 품질 등이 뒷받침 되었을 때, 충분한 가능성이 있다고 볼 수 있겠다.

**(d) 조제 분유 부문**

조제 분유 부문에서의 경쟁자는 매일 유업이다.

분유 시장 점유율



남양 유업과 매일 유업이 전체 시장의 약 80%를 차지하고 있어, 양 기업이 시장을 지배하고 있다. 남양 유업은 매일 유업보다 7년 빠른 1967년 유아용 조제분유인 남양분유를 생산하여 현재까지 조제분유에서 부동의 1위 자리를 고수하고 있다.

▶ 제품 비교

	남양 유업		매일 유업	
프리미엄 분유 (고급 분유)		임페리얼 드림 XO		엡솔루트 명작
일반 분유		아기사랑 시리즈		맘마 시리즈
특수 분유 (기능성 분유)		HOPE ALLERGY		BABY WELL
유기농 분유		남양산양유아식		유기농 산양분유

▶ 앞으로의 향방은?

남양유업은 타기업보다 먼저 분유시장에 진출하여 소비자에게 친숙한 이미지로 다가가는 데 이는 브랜드 충성도의 주요한 요인으로 꼽힌다. 분유시장의 소비자들은 예전에 써본 것, 친숙한 제품을 재구매하는 소비성향을 보이는데, 오랜 기간 쌓아온 제품에 대한 믿음, 남양 유업의 소비자와 끊임없는 커뮤니케이션 노력이 브랜드 충성도의 근거가 되었다. 이에 그치지 않고 남양 유업은 전국적으로 임신육아교실을 열고, 남양아이닷컴

(www.namyangi.com)을 운영하여 구전과 추천을 통해 '모유에 가까운 분유'라는 점을 소비자들 사이에 퍼뜨려 브랜드 가치를 높여가고 있다. 그러므로 **조제분유시장에 있어 남양의 지위가 위협 받을 가능성은 없다고 본다.** 다만 전체적인 소비자 수가 줄어들고 있다는 점이 위험요인이며, 이에 대해서는 적극적인 프리미엄 시장 개척과 해외 시장 진출이 열쇠가 될 수 있을 것이다.

## ② 남양유업 VS 매일유업

매일유업은 남양유업의 주 매출군인 우유, 조제분유, 발효유, 식음료 등 모든 사업 부문에서 남양유업과 치열한 경쟁을 펼치고 있다. 2004년 기준 유가공 시장 점유율이 남양유업 16.3%, 매일유업 12.3% 로 남양유업을 매일유업이 맹렬히 뒤쫓고 있는 형국이다. 과연 남양유업은 매일유업의 추격을 따돌릴 수 있을까?

### (a) 남양유업과 매일유업의 재무제표 비교

#### ▶ 대차대조표

총 자산 규모는 남양유업 6천600억정도이고 매일유업 약3천600억원으로 약 3천억 원 정도 차이가 난다. (앞으로 계속 순서는 남양유업, 매일유업 순). 자산비교를 해보면 고정자산에서는 별차이가 없다. 그러나 두드러진 것은 남양유업의 유동자산이 거의 2배 정도의 차이에서 갈수록 더 벌어지고 있다. 더욱이 남양유업은 꾸준히 유동자산의 증가와 함께 총 자산이 증가함과는 대조적으로 매일유업은 2004년도엔 자산이 줄어든 사실을 발견할 수 있다. 또한 부채에 있어서 남양유업은 매일유업에 비해 부채가 적은 대신 자본이 많은 것으로 볼 때 전반적으로 매일유업보다 남양유업이 재무구조가 튼실함을 알 수 있다.

(백만원)

구분	남양 유업			매일 유업		
	2003 년	2004 년	2005 년	2003 년	2004 년	2005 년
유동자산	372,087	415,503	<b>473,328</b>	147,945	144,645	<b>145,648</b>
1) 당좌자산	305,946	358,692	425,455	95,929	99,629	95,533
2) 재고자산	66,140	56,811	47,873	52,016	45,016	50,114
고정자산	200,470	195,272	186,766	199,366	204,873	211,813
자산총계	572,557	610,776	660,095	347,301	349,519	357,462
유동부채	116,867	111,003	106,618	191,654	183,227	147,113
고정부채	26,269	27,819	31,144	22,752	13,969	30,984
부채총계	143,137	138,823	137,762	214,407	197,196	178,097
자본총계	429,420	471,952	<b>522,332</b>	132,894	152,322	<b>179,364</b>
부채 및 자본총계	572,557	610,776	660,095	347,301	349,519	357,462

▶ **손익계산서**

남양유업은 매출액과 순이익의 성장률이 (+)인 반면 매일유업은 (-)이다. 매출액은 각각 7천 9백억, 7천1백억으로 큰 차이를 보이고 있지 않지만, 남양유업은 꾸준한 매출의 증가를 보이지만, 매일유업은 지난 3년간 중간에 일부 감소했던 적이 있다. 당기순이익은 각각 5백여 억원, 2백여 억원으로 3백여 억원 정도 차이가 난다. 남양유업의 매출원가가 높아서 매출총이익에서는 오히려 매일유업이 앞선다. 그러나 영업이익률의 비교에서는 남양유업이 앞서는 것으로 보아 판관비의 관리를 효과적으로 하고 있는 것으로 볼 수 있다. 결과적으로 수익성 측면에서 남양유업이 사업을 보다 잘 영위하고 있다고 할 수 있다.

구분	남양 유업			매일 유업		
	2003년	2004년	2005년	2003년	2004년	2005년
<b>매출액</b>	756,095	772,983	794,438	679,202	677,355	707,976
매출원가	565,467	569,970	569,676	477,785	471,666	482,619
<b>매출총이익</b>	190,627	203,013	224,762	201,417	205,688	225,356
<b>영업이익</b>	44,577	49,605	58,238	17,397	23,888	18,125
영업외 수익	16,337	16,074	18,927	14,078	17,988	17,932
영업외 비용	1,966	4,738	1,475	13,464	11,345	8,704
<b>경상이익</b>	58,948	60,941	75,691	18,012	30,531	27,353
<b>법인세차감전순이익</b>	58,948	60,941	75,691	18,012	30,531	27,353
법인세	17,165	18,147	20,974	4,048	8,072	7,192
<b>당기순이익</b>	41,782	42,793	54,717	13,963	22,459	20,160

(b) **남양유업과 매일유업의 비교 결과**

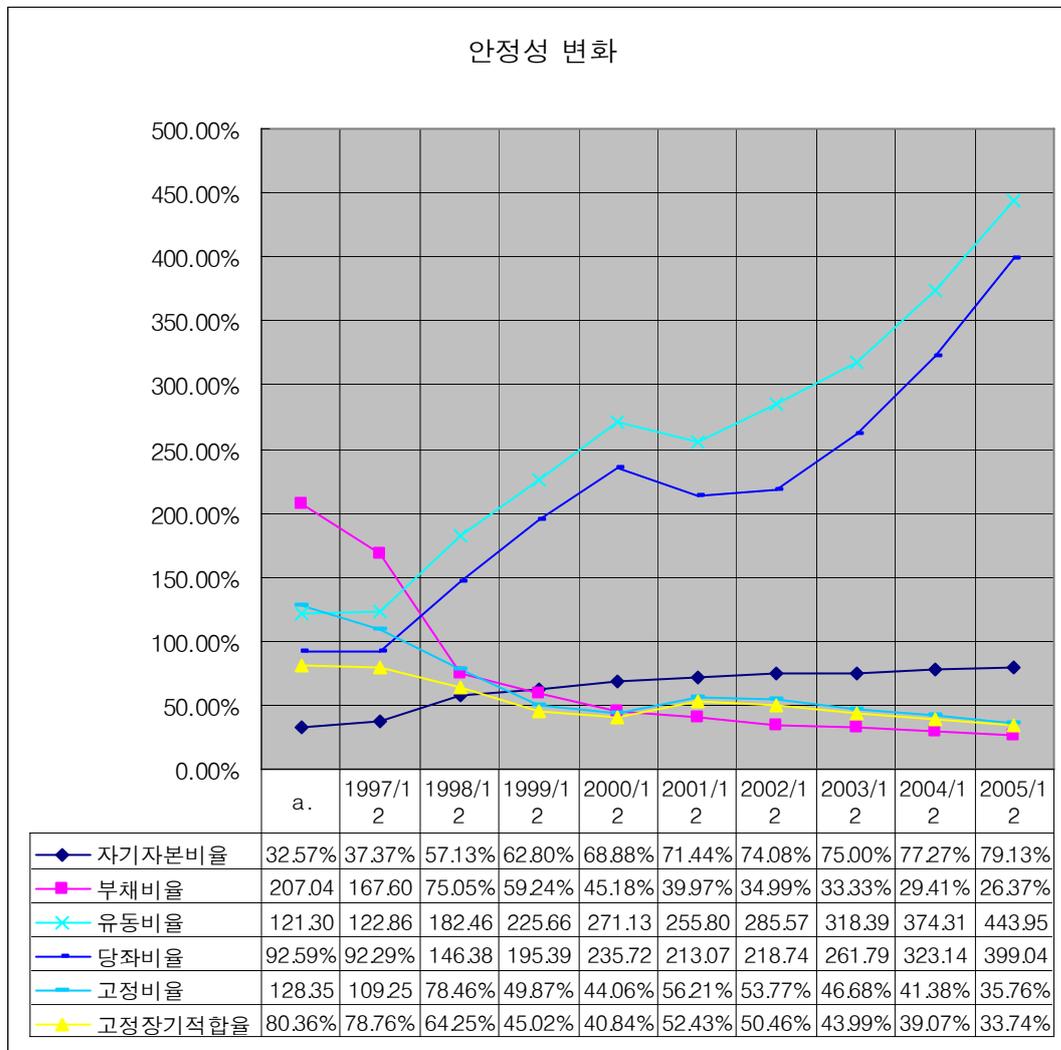
위 결과를 토대로 보았을 때 기업의 안정성과 수익성적인 측면에서 모두 남양유업이 매일유업보다 우위에 있음을 알 수 있다. 특히 안전성적인 측면에서의 우위는 위험 요소를 최소화하기 위해 사내 유보율을 높이고 선부른 사업다각화를 하지 않는 보수적이지만 진중한 남양유업의 기업문화로 인한 것이다. 수익성적인 측면은 매일유업은 항상 남양유업보다 한 발 늦게 시장에 뛰어들게 됨으로써 후발주자로서의 판매홍보비가 많이 들어가기 때문이다. 우유 및 유제품 시장에 있어서 선도업체의 브랜드가 소비자들에게 널리 인식되며, 소비자들은 유명회사의 제품을 선택한다는 점에서 이를 뒤집기 위한 판매홍보비의 지속적인 증가는 불가피할 것으로 생각된다. 그러나 선도업체인 남양유업의 입장에서는 매일유업이 판매홍보비를 쓸 때에 공장 설비에 투자하여 보다 생산의 효율성을 높이고, 연구개발에 투자할 수 있다는 점에서 이 둘의 간격이 쉽게 좁혀지지는 않을 것 같다.

### 3) 재무 비율 분석

#### ① 안전성 지표 분석

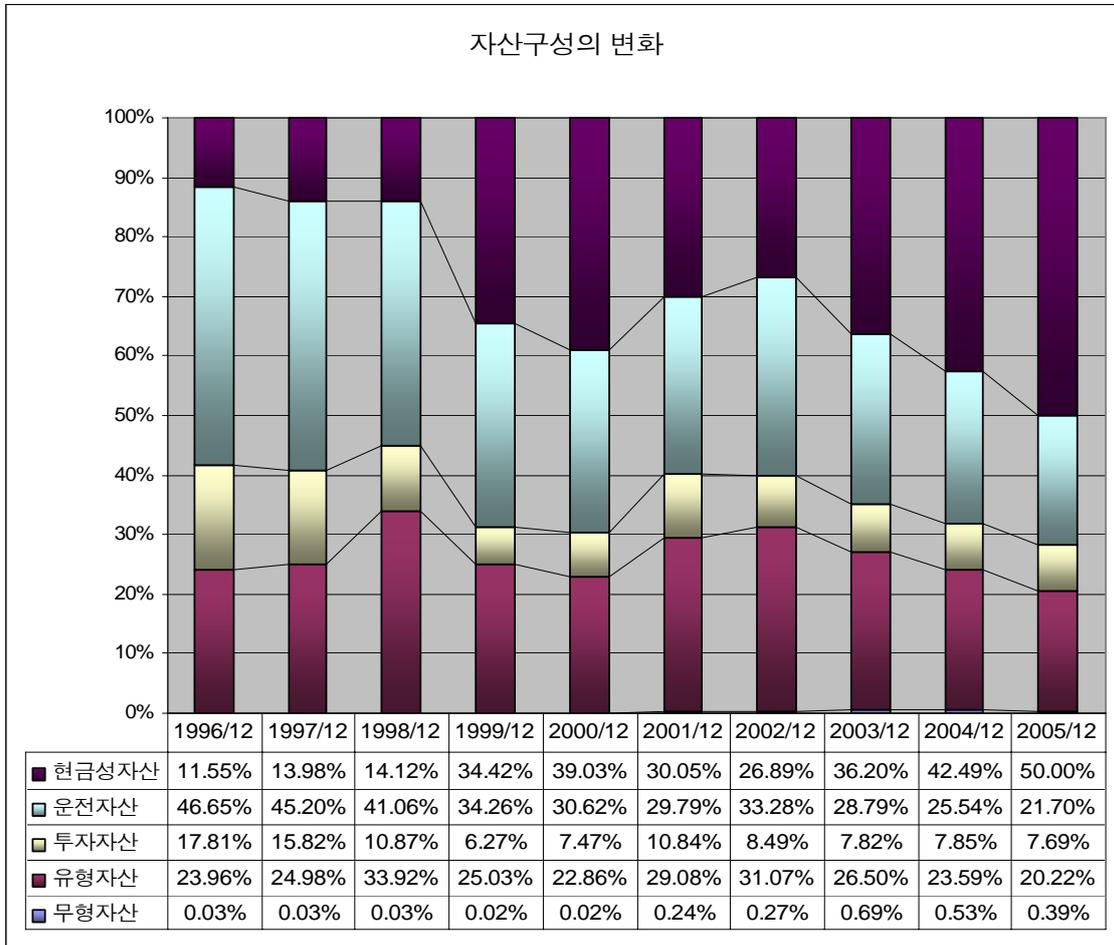
남양유업의 안전성비율은 증가하는 추세를 보이고 있고, 많은 유동자금을 보이고 있고, 현금 비율이 크게 증가하여 자산 유동성이 높다.

안전성비율	2003년	2004년	2005년
자기자본비율	75.00%	77.27%	79.13%
유동비율	318.39%	374.31%	<b>443.95%</b>
당좌비율	261.79%	323.14%	<b>399.04%</b>

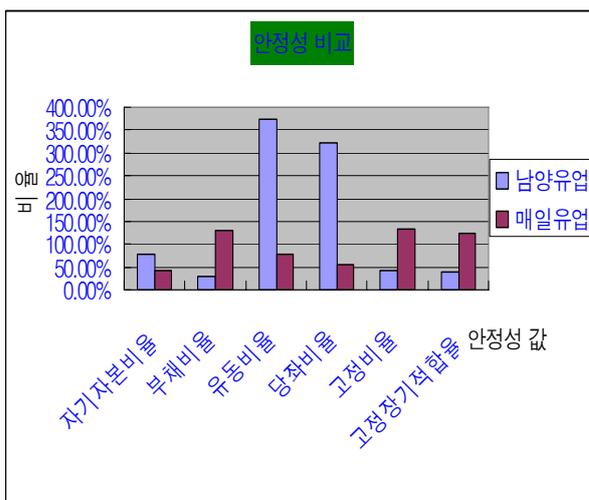


이러한 안정성은 자산구성의 변화에서도 확인이 되는데, 회사 내 유동자금이 매우 풍부함을 알 수 있다. 이는 회사가 갑작스런 위기에 대처할 수 있다는 장점이 있는 반면, 회사가

새로운 비즈니스모델 발굴을 하지 못하고 돈을 목혀두고 있다고도 볼 수 있는 점이다.



매일유업과 비교를 해보면, 남양유업의 재무적 안정성이 더욱 두드러짐을 알 수 있다.

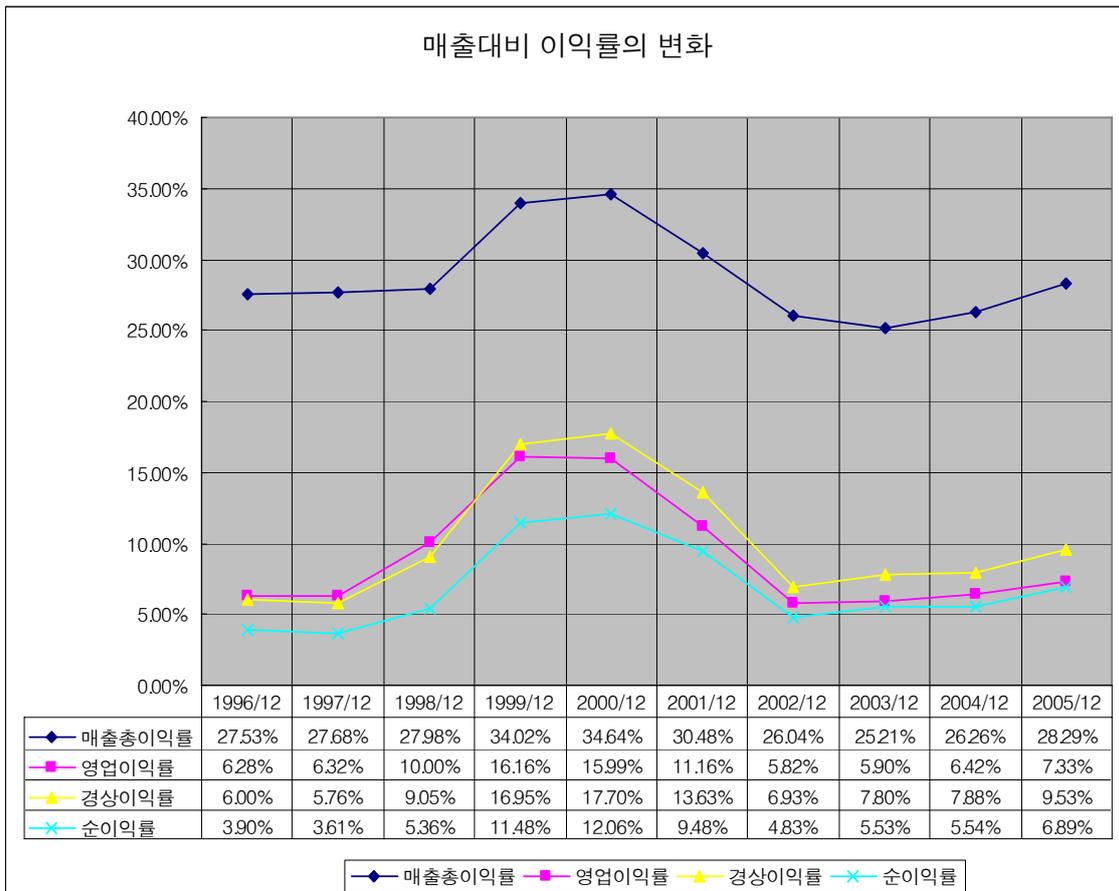


구분	남양유업	매일유업
자기자본비율	77.27%	43.58%
부채비율	29.41%	129.46%
유동비율	374.31%	78.94%
당좌비율	323.14%	54.37%
고정비율	41.38%	134.50%
고정장기적합율	39.07%	123.20%

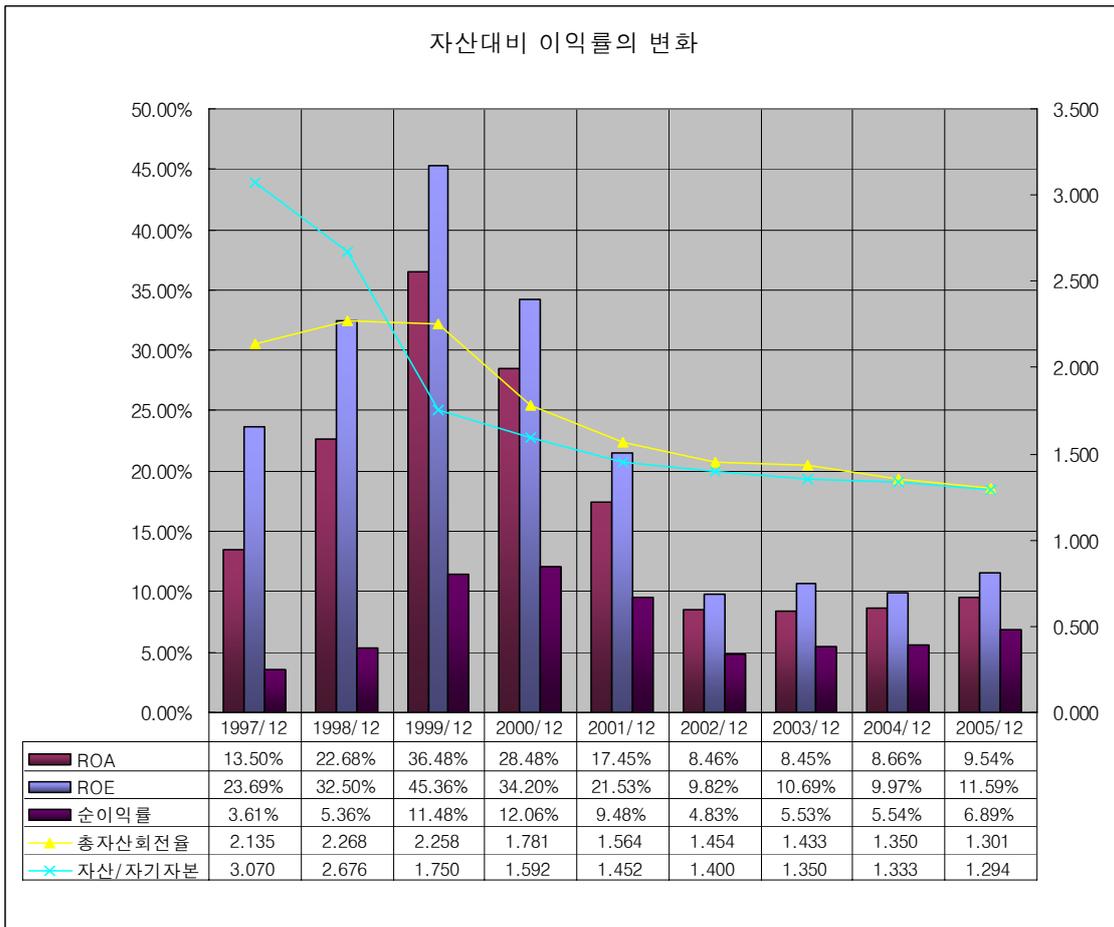
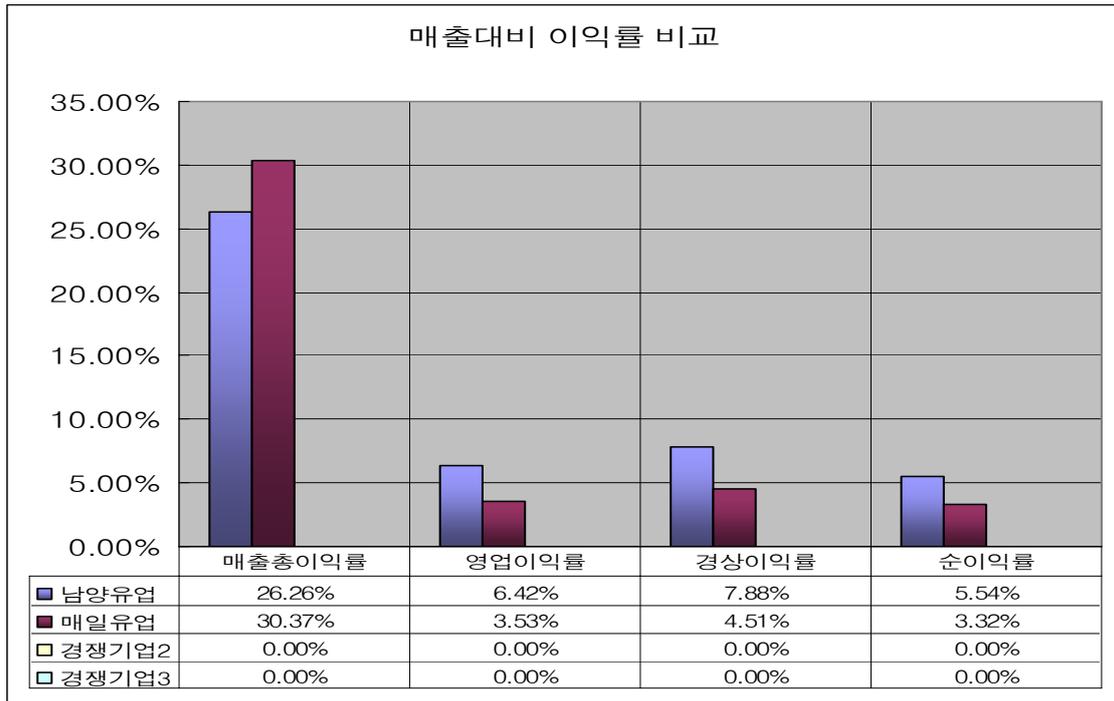
② 수익성 지표 분석

총자산순이익률, 자기자본순이익률, 총자본경상이익률은 감소했는데, 총자산의 증가에 비해 매출의 증가가 적었기 때문이다. 그러나 2004년 매출원가가 인상될 때, 이를 제품가격에 반영하여 매출총이익률, 매출액 영업이익률은 전년에 비해 증가했다.

수익성비율	2002 년	2003 년	2004 년
총자산순이익률	6.62%	7.30%	7.01%
자기자본순이익률	8.94%	9.73%	9.07%
총자본경상이익률	9.51%	10.30%	9.98%
매출총이익률	26.04%	25.21%	26.26%
영업이익률	5.82%	5.90%	6.42%
경상이익률	6.93%	7.80%	7.88%
순이익률	4.83%	5.53%	5.54%



매일유업과 비교를 해보면 매출 총 이익률에서는 매일유업에 4%정도 뒤지지만 영업이익률, 경상이익률, 순이익률에서는 2~3% 앞서 있는 것을 볼 수 있습니다. 이는 앞서 언급하였다시피 판관비로 인한 것이다.



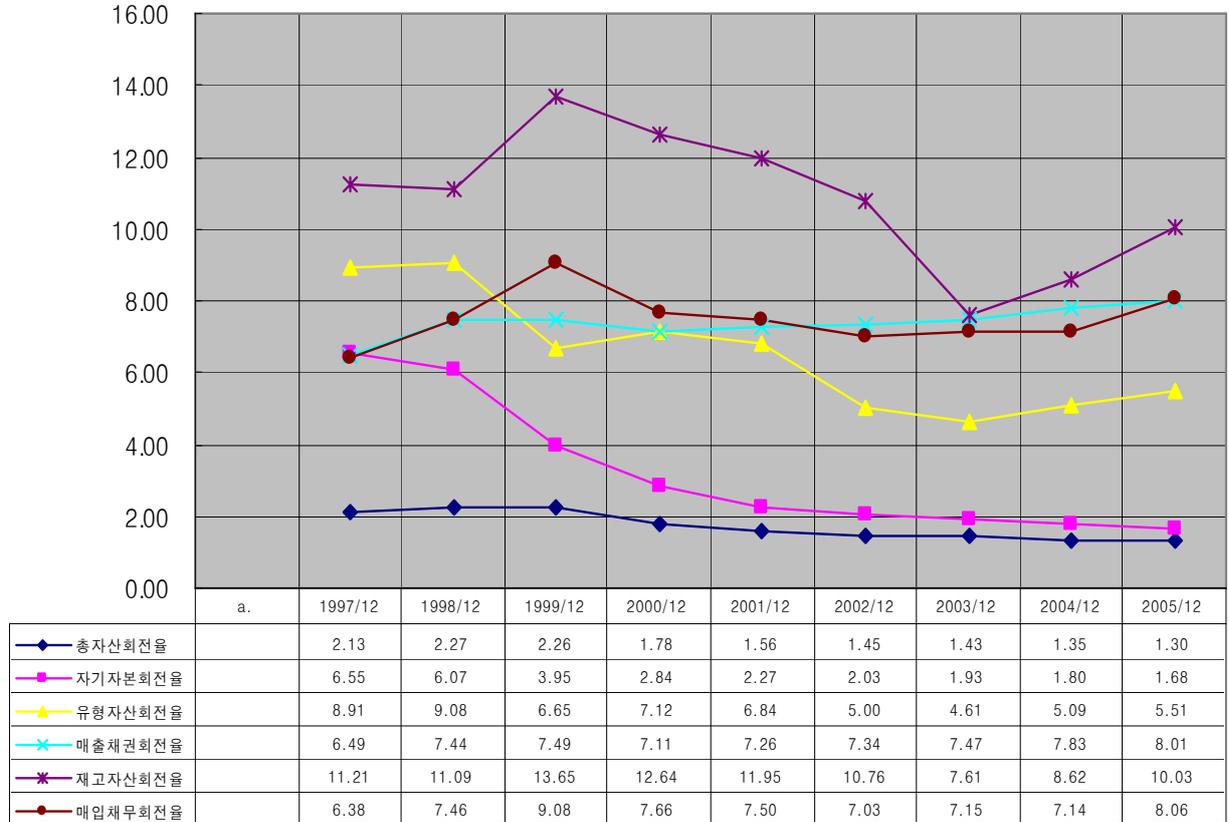
위 그래프에서 확인할 수 있는 것처럼 남양유업은 좋은 수익성을 보이고 있다. 자산과 자본 규모가 성장함에도 불구하고 매년 ROE와 ROA가 꾸준한 수치를 유지하고 있다. 특히 2005년에는 높은 순이익률을 보이며, 영업실적이 많이 향상되었다. 이는 기능성 우유의 판매 호전으로 분석된다.

### ③ 활동성 지표 분석

연간 변화를 보았을 때 재고자산회전율이 약간 증가하고 있으며, 매출채권 회수기간이 짧아지긴 했으나 그 외 활동성 비율의 큰 변화는 없다.

활동성비율	2003 년	2004 년	2005 년
총자산회전율	1.43	1.35	1.30
자기자본회전율	1.93	1.80	1.68
유형자산회전율	4.61	5.09	5.51
매출채권회전율	7.47	7.83	8.01
재고자산회전율	7.61	8.62	10.03
매입채무회전율	7.15	7.14	8.06
순영업자본회전율	7.83	9.10	9.31

활동성 변화



이를 2005년 사업보고서를 기준으로 매일유업과 비교해 보면,

구분	남양유업	매일유업
총자산회전율	1.35	1.95
자기자본회전율	1.80	5.10
유형자산회전율	5.09	5.10
매출채권회전율	7.83	9.40
재고자산회전율	8.62	9.07
매입채무회전율	7.14	7.23

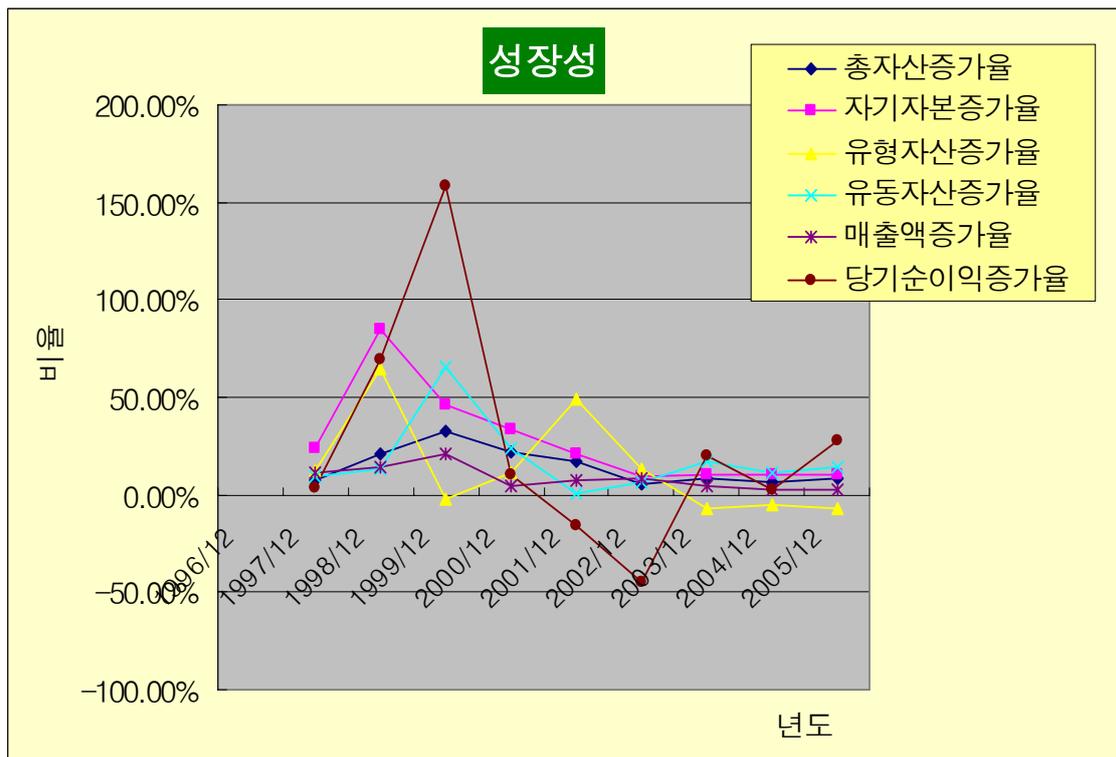
총자산 회전율에서부터 매입채무회전율까지 활동성 비율 전부분에 걸쳐 남양유업이 매일 유업에 비해 열등하다는 것을 알 수 있습니다. 특히 자기자본 회전율은 1.8 대 5.1로 3배 에 가까운 차이가 나는 것을 볼 수 있는데 이는 남양이 증가하는 자기자본을 적절히 채투 자하지 못하고 있다는 것으로 해석할 수 있습니다. 남양유업의 개선이 많이 요구되는 부분 입니다. 재고자산회전율에서도 낮은 수치를 보이고 있으며 이를 통해 남양유업이 많은 양

의 재고를 가지고 있음을 알 수 있습니다.

**④ 성장성 지표 분석**

매출액 증가율은 3년 동안 떨어지는 추세고, 유동자산 및 총자산이 2003년에 한해 크게 늘어 2004년은 전년에 비해 자산증가율이 주춤했다. 2005년에 실적 많이 개선되었다.

과 목	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
총자산증가율	32.70%	22.02%	16.90%	5.92%	8.53%	6.68%	8.07%
자기자본증가율	45.88%	33.83%	21.25%	9.82%	9.89%	9.90%	10.67%
유형자산증가율	-2.09%	11.43%	48.74%	13.15%	-7.41%	-5.05%	-7.38%
유동자산증가율	65.17%	23.74%	0.43%	6.51%	17.22%	11.67%	13.92%
매출액증가율	20.56%	4.70%	7.10%	8.68%	4.44%	2.23%	2.78%
당기순이익증가율	158.34%	10.00%	-15.77%	-44.70%	19.59%	2.42%	27.86%



**⑤ 종합적 결론**

남양유업의 장점은 막강한 자금력을 통한 유동성이 높고, 재무레버리지가 낮다는 것이다. 안정성 측면에선 매우 높다. 이는 한미 FTA 체결로 외국제품의 수입에 대비하기 위한 자금의 준비라고 해석이 가능하다. 최대한 위험요인을 줄이고 안정적인 경영을 하고자 하는

전략이 엇보인다.

전반적인 경기둔화와 모유권장, 출산율 감소 등의 부정적 요인들에도 불구하고 최근 3년간 매출액 및 당기순이익이 꾸준히 증가하고 있다는 것은 매우 긍정적이다. 그러나 이미 시장자체가 포화상태에 왔다는 점에서 성장성 측면에서는 긍정적인 전망을 하기 힘들다. 지속적인 전망을 위해 적극적인 해외시장 진출, 프리미엄 시장 시장 및 니치 시장의 발견 등이 요구된다. 나아가 이런 활동들을 통해 활동성 지표의 수치의 개선이 필요하다.

**(a) 수익성비율**

- \* 영업이익의 증가와 무차입 경영으로 이자비용감소와 금융수입이자증가
- \* 당기순이익 증가가 매출액증가보다 커서 영업의 효율성이 증대
- \* 그러나 경쟁업체에 비해 매출원가가 높으므로 매출원가를 줄여 순이익을 증대시키는 노력 필요

**(b) 유동성비율**

- \* 채무지급능력 200%이상이 넘는 재무 유동성이 아주 건전한 상태
- \* 유동부채가 미지급배당금, 미지급법인세로 주주에 대한 배당, 이익에 대한 법인세 미지급으로 유동성이 매우 양호

**(c) 레버리지비율**

- \* 부채비율이 타기업과 산업평균과는 낮기 때문에 재무 위험에 대한 부담이 적다.
- \* 차입금이 대신 이익잉여금으로 회사를 운영하고, 이익잉여금 증가는 이익잉여금, 자본잉여금 증가로 자기자본이 증가되어 부채비율 감소
- \* 고정자산 투자로 인한 고정비율이 낮아 기업의 안정성이 우수

#### 4) 남양유업 성장성 및 지속성 예측을 위한 이슈 분석

##### ① 동원 F&B의 디엠푸드, 해태 유업 인수 합병

동원 F&B가 디엠푸드를 인수함으로써 유음료 업계에 진출하려는 의지를 보였고, 해태 유업 까지 인수하게 될 예정이다. 그러나 덴마크 우유, 해태 우유의 우유 매출 규모를 합하여도, 전체 시장 규모의 3% 미만, 발효유 시장에서도 역시 2%대의 점유율에 불과하다. 특별히 인지도 높은 브랜드를 가지고 있지 못하고, 기존의 연구력으로 획기적인 신제품을 곧바로 내놓기도 힘들 것이기 때문에, 기존의 양 사의 영업망과 동원F&B 자체의 영업망의 시너지 효과를 내세워 공격적으로 마케팅하며 점유율 확대를 노릴 것이다.

그러나, 동원F&B가 구축하고 있는 영업망이 과연 우유에도 같이 적용될 것이냐는 데에서는 물음표가 붙게 된다. 그것은 매출의 80%이상이 대리점을 통해서 이루어지는 우유 시장에서, 수십 년간 갖춰 온 기존 유음료 업체들의 영업망을 동원F&B가 그들만의 방식으로 과연 따라올 수 있을 것이냐는 점이다. 서울 우유의 아성은 대규모 물량 공세 때문도 아니고, 엄청난 기술력의 우위가 있어서도 아닌, 수십 년간 쌓아온 브랜드 이미지와 제품에 대한 믿음 때문이다. 상당히 보수적인 시장 점유율 변화를 보이는 우유 시장에서 디엠푸드와 해태 유업 인수만으로 시장 진입에 성공하리라는 예측은 하기 힘들며, 적어도 향후 몇 년간은 남양 유업에 별다른 위협이 되지 않을 것이라는 결론이다.

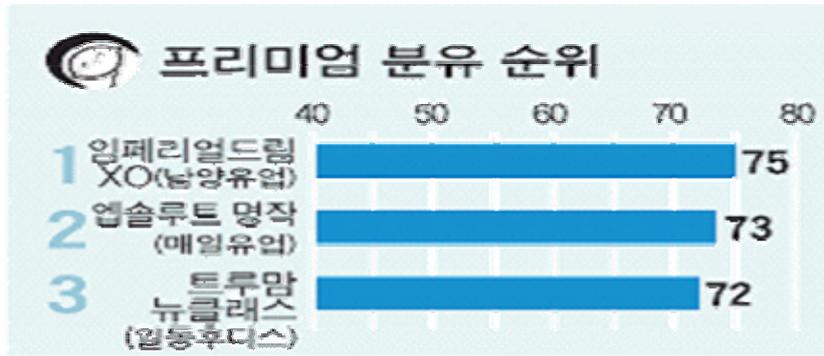
동원 F&B측에서 적극성을 띄면서 내세울 수 있는 전략은 1. 출혈을 감수하며 저가 공세를 펴는 것. 2. 동원 자체 브랜드를 런칭하여 적극적인 마케팅 공세를 펼치는 것 3. 기존 영업망을 중심으로 자사 제품과 끼워팔기 정도가 되겠다. 그러나 이러한 노력이 실제로 성과로 돌아오기까지는 단기간에 이루어 질 수 있는 것은 아니며, 그동안 남양 유업이 손을 놓고 바라보고만 있지도 않을 것이다.

종합하면, 동원 F&B의 디엠푸드 및 해태유업 인수는 일단 남양 유업에게 있어서 위협이 되지는 않을 것이라는 결론을 낼 수 있겠다.

##### ② 분유 프리미엄 시장의 전망

###### (a) 분유 시장의 프리미엄화

국내 분유시장은 거의 모든 제품이 프리미엄화 되어가고 있다. 유아의 건강에 도움을 주는 기능성 분유로 제품이 고급화되면서 고품질 고가격 분유시장이 형성되었다. 남양유업은 경쟁기업보다 먼저 프리미엄 시장에 발을 들여 놓아 분유시장의 선두주자(시장 점유율 51.2%)로 자리매김했다. 출산율의 감소로 2000 년에 비해 분유 소비가 절반가량 감소하였지만 프리미엄 시장을 개척하여 2005 년 "임페리얼 드림 XO"는 1369 억원의 매출을 올리는 실적을 기록하였다.



<프리미엄 분유시장에서 소비자 만족도>

(b) 프리미엄 분유시장의 국내외 위협

- 국내

국내 유아(0~4 세) 아동의 추이

수확시점	추계인구 (명)
2008년	1,885,803
2004년	1,844,555
2003년	1,802,276
2002년	1,888,427
2001년	1,804,813
2000년	1,914,282
2019년	1,948,997
2018년	1,906,209
2017년	2,025,242
2016년	2,088,084
2015년	2,145,216
2014년	2,196,200
2013년	2,238,448
2012년	2,271,293
2011년	2,299,509
2010년	2,316,260
2009년	2,334,390
2008년	2,351,793
2007년	2,369,719
2006년	2,418,181
2005년	2,544,905
2004년	2,686,257
2003년	2,834,115
2002년	2,975,500
2001년	3,128,888
2000년	3,298,788

출산율의 변화



국내 유아(0~4 세)의 감소는 분유소비감소에 직접적인 영향을 미치고 있다. 2002 년 가구당 출산율이 1.17 명으로 줄어들었고 국내 유아의 수 또한 1997 년 350 만명, 2002 년 300 만명, 2004 년 268 만명으로 지속적인 감소를 보이면서 분유소비감소의 주요인으로 작용하고 있다. 모유를 강조하는 사회분위기도 분유소비감소에 영향을 주는 것으로 파악된다.

- 국외

남양의 분유시장을 위협하는 국외적 요인으로는 한미자유무역협정을 꼽을 수 있다. 한미 FTA 가 미국의 주장으로 협상이 될 경우, 고품질 저가격의 외국 제품은 고가의 국내 프리미엄분유에 가격경쟁력에서 앞설 것으로 판단된다. (전지분유의 수입가격은 4 천 6 백 66 원으로 국내산 7 천원과 비교 66.7% 수준) 당장에 위협은 주지 않는다고

하더라도 장래에 무관세로 갈 경우 국내 유제품 가격은 수입 유제품보다 2 배 이상 비쌀 것으로 전망된다.

**(c) 프리미엄 시장의 전망**

외국 제품의 위협, 출산율의 감소로 인한 소비의 감소에도 불구하고 프리미엄 시장에서의 큰 변동은 없을 것으로 전망된다. 출산율의 감소로 한 가족당 유아의 수는 감소했지만 소득수준이 올라가고 생활수준이 향상되면서 아이에게 투자하는 비용은 더 늘어났다. 지난 3 년간 남양유업의 분유 매출은 2003 년 1467 억원, 2004 년 1384 억원, 2005 년 1357 억원으로 약소한 매출의 감소가 보이는데 이 때의 유아(0~4 세)수가 매년 약 15 만명씩 줄어들었다는 것을 감안한다면 분유의 고가 전략이 소비의 감소를 어느 정도 매꾸어 주고 있다고 판단된다. 외국의 저가 분유가 국내 시장에 진입한다 하더라도 분유제품의 특성상 친숙한 제품, 한번 써 본 제품의 재소비 경향이 크기 때문에 가격의 차이로 인한 제품 구매의 변동이 그리 크지 않을 것으로 예상된다.

**③ 식음료 시장 석권은 가능할 것인가**

◆ 남양 유업 식음료 업계 장악 시나리오

Step1. 높은 R&D 수준을 바탕으로, 맛과 기능면에서 탁월한 제품을 개발하여 런칭한다.

Step2. 17茶 마케팅 성공 사례를 경험으로 적절한 광고 활동 및 판촉 활동을 통하여 신 제품을 널리 알린다.

Step3. 남양 유업이 수 십년간 쌓아온 ‘건강’에 대한 좋은 이미지를 바탕으로 소비자들에게 높은 평가를 받으며 판매 실적을 올린다.

Step4. 매년 5종 이상의 음료 신제품을 런칭하고, 히트 상품을 차례 차례 배출한다.

Step5. 남양 유업의 목표대로 5년 내에 음료 시장 빅 3 회사에 진입한다.

**(a) 최근 식음료 업계의 화두 : ‘기능성 음료’**

시장은 언제나 끊임없이 변화하고 진화한다. 그리고 그 안에서 ‘소비자’라는 집단은 항상 중요한 변수로 작용을 한다. 최근의 음료 시장을 보면 새로운 추세가 형성되고 있음을 알 수 있다. 식품과 BT를 결합한 고기능 제품을 개발하는 것이 경쟁력의 관건이 될 것이라는 의견속에, 음료 하나로 안 될 것이 없다는 듯 다양한 종류의 기능성 음료를 중심으로 업계가 바쁘게 움직이고 있는 것이다. 이 부분에서 높은 R&D능력과 의지를 가진 남양 유업은 유리한 고지를 점할 수 있다. ‘건강’을 무엇보다 중시하는 유음료 및 발효유 시장의 R&D 노하우는 음료 업계의 최근 이러한 추세에 최적화되어 있다.

**(b) 마케팅이 관건이다.**

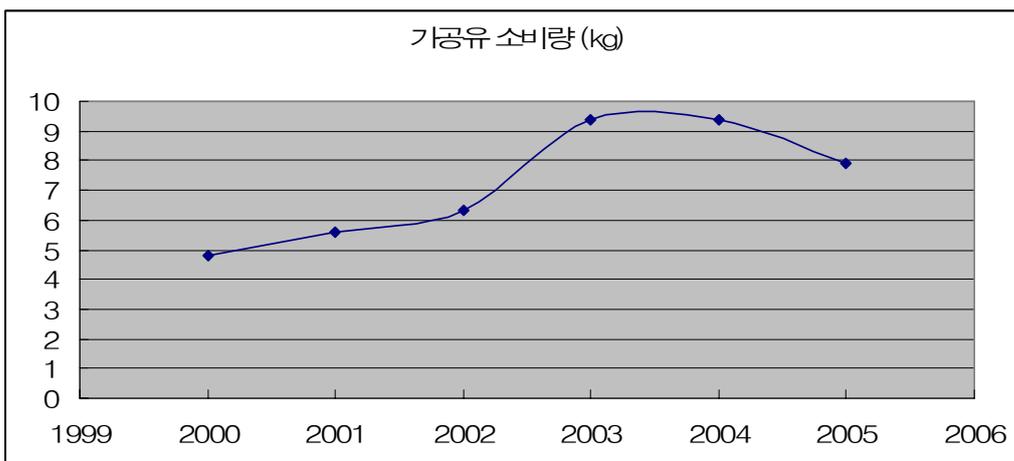
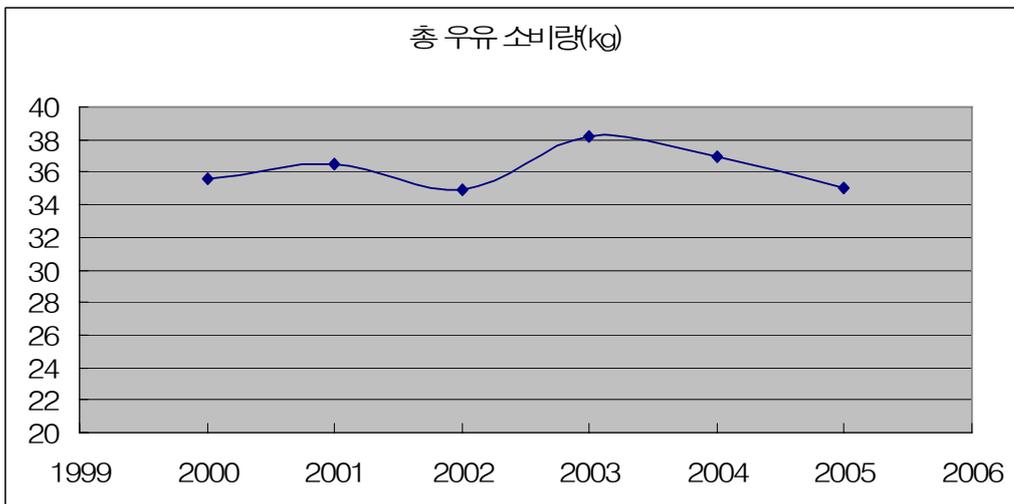
탄산 음료 중심의 시장 속에서, 판도를 바꾸며 공전의 히트를 기록했던 ‘2% 부족할때’보다 남양의 ‘니어워터’가 먼저 나왔음을 아는 사람은 별로 없다. 두 제품은 거의 비슷한 성격과

맛을 지닌 제품이다. 엄청난 유행을 일으킨 광고 카피를 비롯하여 성공적인 마케팅 전략을 수행한 롯데 칠성의 승리였다. 이 사례가 시사한 바는, 남양 유업에서 가장 필요한 것은 식음료 시장의 성격에 알맞은 성공적인 마케팅이라는 것이었다. 그런데 이는 17차(茶)의 성공을 통해, 충분히 극복이 가능한 부분이었음을 확인시켜 주었다. 광고 시장에서 확실한 파워를 지닌 전지현을 모델로 세운 마케팅 전략은 효율적이었으며, 단숨에 차 부문 판매 1위에 등극하였다. 이에 높은 제품 질이 뒷받침이 되었음은 물론이다.

**④ 흰 우유에서 가공유로, 그리고 기능성 흰 우유로 가는 우유시장에서 남양 유업의 입지.**

앞으로 우유시장은 기능성 우유가 주종을 이룰 전망이다.

현재 전체 우유시장 전년에 비해 2.6% 줄어든 1조7500억원 ,하루 판매량은 총 1672만 7000여개(200ml)인데, 이는 가공유가 413만3000개로 15.1%나 감소했기 때문이다.



이에 반해 흰 우유는 1259만4000개로 2.3%가 늘었는데 이 중 대부분이 일반 흰 우유가 아닌 기능성 우유로 집계되고 있다. 2000년대 초반에 별다른 맛이 없었던 일반 흰 우유에서 벗어나 다양한 맛의 가공유가 크게 성공했지만, 2004년부터는 건강에 대한 관심이

높아짐에 따라 맛을 중시하는 가공유는 판매량이 줄고 있다. 반면, 2002년 경에 3000억 정도였던 기능성 흰 우유 시장은 현재 5000억 정도로 성장했다.

이는 남양유업에는 상당히 호재로 작용할 것으로 예측 된다. 세계 최초로 천연 DHA우유인 아인슈타인을 기능성 우유 시장이 거의 미미하던 94년에 출시하였고, 맛있는 우유 GT 등 지속적인 연구를 기반한 제품을 출시하고 좋은 반응을 얻고 있기 때문이다.

**⑤ 유동주식 수 부족에 대한 견해**

남양유업은 2005년 기준 자본금 44 억원에 연매출 약 8000 억원이 넘는 초우량 기업이다. 그러나 주식수가 적고 한 주당 가격이 높아 유통 물량 부족형 기업에 속한다. 남양유업의 유동주식수가 적은 이유는 발행주식수가 886662 주 밖에 되지 않기 때문이다. 발행주식 중에서도 대주주 지분이 23.82% (211215 주), 외국계 펀드 지분이 약 30%에 육박하여 실제 물량이 많이 묶여있는 형편이다. 소액주주 비율 33%도 대부분 대주주 우호지분이라 매물로 나오지 않기 때문에 거래량이 상당히 적을 수 밖에 없다.

**(a) 남양유업 주식소유 분포**

1) 5%이상 주주의 주식소유현황 (1 위 => 211215 주, 23.82%의 비율로 바뀌었음)

순위	성명(명칭)	남양주		우선주		소계	
		주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
1	홍원익외	211,502	23.82	-	-	211,502	23.82
2	FINAMPO ASIA SECURITIES	18,913	2.13	20,550	42.33	39,463	10.03
3	SSB-FE GLF	65,500	9.10	-	-	65,500	7.38
4	SSB-FE OVF	22,950	3.19	28,650	17.34	51,600	5.84
5	NELBERGER BERMAN CUSTO	14,275	1.58	35,347	21.21	49,622	5.60
	합계	389,144	43.27	134,747	80.65	523,891	52.77

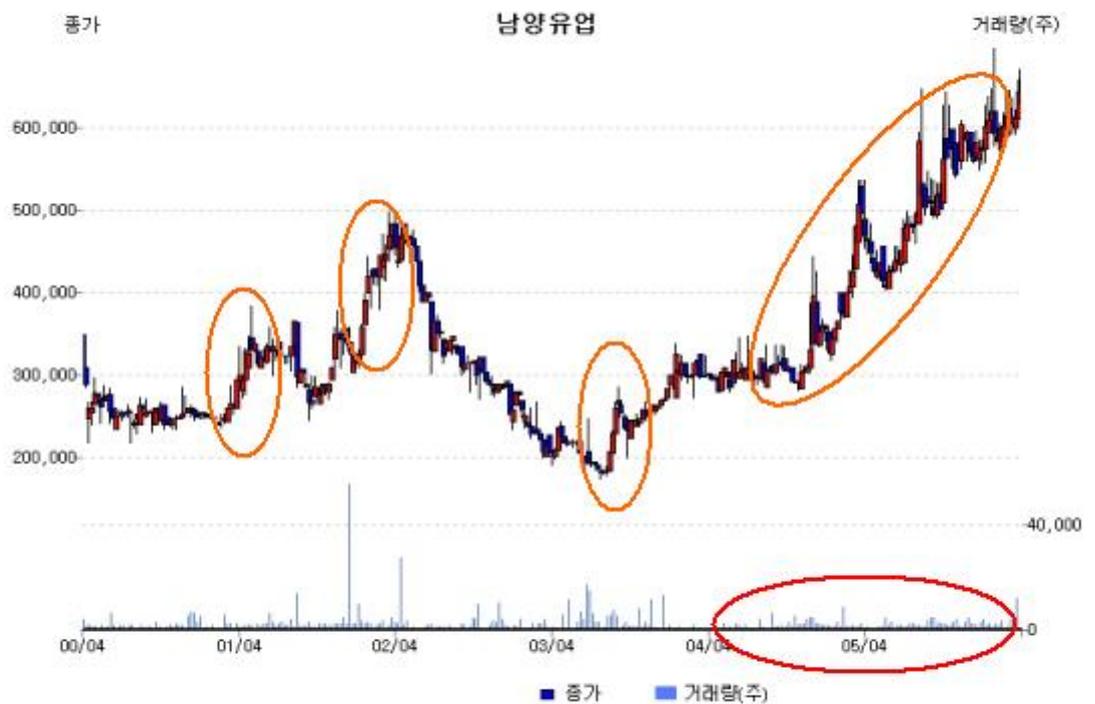
**(b) 주주 분포**

2005년 12월 31일

구분	주주수	비율	주식수	비율	비고
소액주주 합계	862	97.96	313,029	35.30	-
소액주주(법인)	139	15.80	96,428	10.68	-
소액주주(개인)	723	82.16	216,601	24.43	-
최대주주	7	0.80	211,502	23.85	-
기타주주 합계	10	1.13	346,821	39.12	-
기타주주(법인)	9	1.02	328,120	37.12	-
기타주주(개인)	1	0.11	17,701	2.00	-
KSD(상거주)	1	0.11	15,310	1.73	-
합계	880	100.0	886,662	100.0	-

남양유업은 유통주식수가 적기 때문에 거래를 마음대로 할 수 없다는데 상당한 디스카운트가 존재한다. 또한 높은 가격때문에 개인 투자자들이 주식을 매수하기가 쉽지 않다. 그러나 거래되는 주식수가 적다고 해서 주가에 가치가 반영되지 못하는 것은 아니다. 또한 투자자의 입장에서 불리하다고만 볼 수는 없다. 유통물량 부족형 기업은 거래량 부족으로 몇 달 동안 비슷한 가격에 머물다가 가치가 반영되면 단 며칠만에 가격이 업그레йд 된다는 특징이 있다. 그리고 적은 양에서 거래 대금이 수억원에 이를 수 있기 때문에 개인이 거래하기에는 충분한 돈이고 기업이 가치를 반영하여 주가가 오를 경우 큰 시세차익을 얻을 수 있다.

(c) 남양유업의 주가와 거래량



위의 그래프는 남양유업의 지난 6년간 주가그래프이다. 6년에 걸쳐서 4번의 시세가 급격히 분출되고 있는데 순식간에 주가가 상승하는 모습을 보여준다. 주식수가 적기 때문에 순이익이 늘면 늘수록 주당 순이익은 폭발적으로 증가하는데 2004년에는 427억, 2005년에는 547억원의 순이익을 올려 주가가 폭발적으로 증가해 왔음을 알 수 있다.

또한 거래량이 아주 적은 것을 볼 수 있는데 이는 유통주식수의 부족에서 그 원인을 찾을 수 있다.

지난 1년간 남양유업의 주가는 66% 올랐다. 4월 6일 종가기준으로 주가는 729000 원, 시가총액은 5249 억원이다. 주가가 꾸준히 가치를 반영해 왔다고 볼 수 있지만 Valuation 을 통해 아직 주식이 저평가 되어있다고 판단된다면 매수하여 기다리는 것도 괜찮을 것이라 생각된다.

(d) 최근의 이슈

남양유업은 미국의 안홀드 앤드에스 블라이흐뢰더 어다브이저스 엘엘씨(Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC)가 보통주 10 만 6285 주를 장내 매도했다고 3 일 공시했다. 매도 단가는 66 만 8073 원이라고 밝혔다.

@Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC 의 보유주식수 및 보유비율

	작성기준일	보고자		주식등의 비율		주권의 비율	
		본인 성명	특별관계자수	주식등의 수 (주)	비율 (%)	주식수 (주)	비율 (%)
최종보고서	2008년 02월 14일	Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC	-	114,449	15.90	114,449	15.90
이전보고서	2008년 08월 29일	Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC	-	106,285	14.76	106,285	14.76
증 감				-8,164	-1.14	-8,164	-1.14

(e) 남양유업 주식의 외국인 / 기관 매매동향



위의 그래프를 보면 외국인의 매도가 기관의 매수로 이어진다는 것을 알 수 있다. Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC가 4월 3일에 매도한 주식은 기관의 매수로 이어졌는데 기업 내용이 훌륭하고 저평가의 요인이 유통물량 부족에 있다는 판단하에 기관이 다량의

주식을 매수했다는 것으로 해석된다. Valuation을 통해 가치가 저평가 있다고 판단되면 매수하여 기다리는 것도 좋은 전략이라고 생각된다.

### 3. Valuation

#### 1) PM 법

##### ① ROE 수치 산출

일단 ROE 는 <매출액순이익률 \* 자산회전율 \* 레버리지비율> 임을 고려할 때, 남양유업의 매출액순이익률을 지난 8년간의 최저치라 할 수 있는 5%로 잡는다. 자산회전율의 가정은 다음과 같다. 1997년부터 2005년까지의 9개년도 3등분 했을 때 각 3개 년도 회전율의 평균이 2.22 (1997~1999년), 1.6(2000~2002년), 1.36(2003~2005년)로 그 감소의 양이 0.6 에서 0.3으로 절반으로 줄었음을 알 수 있다. 따라서 2006~2008년 회전율은 1.21 정도로 유추할 수 있는데 이를 보수적으로 잡아 1로 가정한다. 레버리지비율은 가장 보수적으로 잡아 1로 잡는다. (사실 1이 될 수는 없을 것이다.) 추세를 고려했을 때 1.2 정도가 될 수 있을 것이다. 각각의 가정을 통해서 얻어진 ROE 는 결국 5 이며, 좀 더 여유를 준다면 6 정도가 될 수 있다.

##### ② 적정 PER 산출

현재 시장에서, 남양유업의 PER는 동종 업체에 비하여 다소 낮게 형성되어 있다. 이는 남양 유업의 유동 주식수가 부족한 점이 반영된 것이라고 생각된다.

이를 한번 더 생각해 보도록 하자. 남양유업의 지금까지의 주주정책 및 기업정서를 고려했을 때 앞으로 증자가 이루어질 가능성은 적다. 더욱이 회사의 유보율 400%를 넘고 있기 때문에 이러한 가정은 더욱 설득력을 얻는다. 우리의 분석대로 회사가 조제분유-건재, 우유-건재, 식음료-성장, 발효유-성장의 모습을 그린다면EPS는 갈수록 상승할 것이다. 이에 주가도 상승할 것이고 PER도 올라갈 것이다. 실제로 남양유업의 PER은 1998년 이후 꾸준히 상승하고 있는데, 최고가(729,000원)를 기록하는 요즘에는 PER가 11~12에 달하고 있

기업	PER
남양 유업	11
동원F&B	14
롯데 칠성	19
매일 유업	14

다. 그러나 이 역시도 동종업계의 다른 기업들과 비교하며 저평가 된 것이라 할 수 있다. 그러므로 PER를 11로 잡아도 될 것이라 생각하지만 좀 더 보수적 관점으로 접근하여 **적정 PER를 10으로 가정한다.**

특히 이는 가장 비슷한 사업모델을 지녔으면서 남양유업보다 수익성과 안정성이 떨어지는 매일유업의 PER 14임을 고려할 때 상당히 보수적인 수치라고 할 수 있다. 이는 남양주식의 유동주식수가 부족하다는 점을 고려한 것이지만, 몇 일전 남양유업의 주식이 매도되자마자 남양유업의 주가가 상승한 점을 고려한다면, 오히려 유동주식수 부족이 주가를 상승시키는 요인이 될 수 있다. 이를 고려할 때에도 10이라는 수치는 상당히 보수적으로 잡은 것이다.

1. 세후 배당수익

If	ROE =	5.00%	기초 Underlying EPS =	₩75,880.00
	보통주 배당성향 =	1.53%	배당 재투자 이율 =	4.00%
	유보율 =	98.47%	배당소득세율 =	15.40%
	성장율 =	4.92%		

Then	EPS		DPS	세후 DPS	-> 기말 FV
	2006	₩75,880.00	₩1,160.96	₩982.18	₩1,194.97
	2007	₩79,615.95	₩1,218.12	₩1,030.53	₩1,205.58
	2008	₩83,535.84	₩1,278.10	₩1,081.27	₩1,216.28
	2009	₩87,648.73	₩1,341.03	₩1,134.51	₩1,227.08
	2010	₩91,964.12	₩1,407.05	₩1,190.37	₩1,237.98
	2011	₩96,491.97			

세후 배당수익 = ₩6,081.89

2. 매매차익

If	적용 PER =	10
	매수 가격 =	₩729,000.00
	기말 EPS =	₩96,491.97
Then	기말 예상주가 =	₩964,919.69
	매매차익 =	₩235,919.69

3. 세후 투자수익(=1 + 2)

If	세후 배당수익 =	₩6,081.89	매매차익 =	₩235,919.69
Then	세후 투자수익 =	₩242,001.58		

4. 예상 수익률

If	투자금 =	₩729,000.00	5년후 예상이익 =	₩242,001.58
Then	예상 연수익률 =	5.90%		

즉, ROE 5 / PER 10 의 보수적 가정을 했을 때 예상 연수익률 5,90%를 얻을 수 있다. ROE 를 5~6 으로 잡고, PER 을 10~11 로 범위를 정한다면 아래와 같은 수익을 얻을 수 있다.

<매상 연수익률>													
13.50	2.80%	3.87%	4.94%	6.01%	7.07%	8.14%	9.21%	10.28%	11.35%	12.41%	13.48%	14.55%	15.62%
13.00	2.03%	3.09%	4.15%	5.21%	6.27%	7.33%	8.39%	9.45%	10.51%	11.57%	12.63%	13.69%	14.75%
12.50	1.24%	2.29%	3.34%	4.40%	5.45%	6.50%	7.55%	8.60%	9.65%	10.71%	11.76%	12.81%	13.86%
12.00	0.42%	1.47%	2.51%	3.55%	4.60%	5.64%	6.68%	7.72%	8.77%	9.81%	10.85%	11.90%	12.94%
11.50	-0.42%	0.61%	1.65%	2.68%	3.71%	4.75%	5.78%	6.82%	7.85%	8.88%	9.92%	10.95%	11.99%
11.00	-1.30%	-0.27%	0.75%	1.78%	2.80%	3.83%	4.85%	5.88%	6.90%	7.93%	8.95%	9.98%	11.00%
10.50	-2.20%	-1.19%	-0.17%	0.84%	1.86%	2.87%	3.89%	4.90%	5.92%	6.93%	7.95%	8.96%	9.98%
10.00	-3.14%	-2.14%	-1.14%	-0.13%	0.87%	1.88%	2.88%	3.89%	4.90%	5.90%	6.91%	7.91%	8.92%
9.50	-4.12%	-3.13%	-2.14%	-1.14%	-0.15%	0.85%	1.84%	2.84%	3.83%	4.83%	5.82%	6.82%	7.81%
9.00	-5.15%	-4.16%	-3.18%	-2.20%	-1.21%	-0.23%	0.75%	1.74%	2.72%	3.71%	4.69%	5.68%	6.66%
8.50	-6.22%	-5.24%	-4.27%	-3.30%	-2.33%	-1.35%	-0.38%	0.59%	1.56%	2.54%	3.51%	4.48%	5.46%
8.00	-7.33%	-6.37%	-5.41%	-4.45%	-3.49%	-2.53%	-1.57%	-0.61%	0.35%	1.31%	2.27%	3.23%	4.19%
7.50	-8.51%	-7.56%	-6.62%	-5.67%	-4.72%	-3.77%	-2.82%	-1.88%	-0.93%	0.02%	0.97%	1.92%	2.87%
7.00	-9.75%	-8.82%	-7.88%	-6.95%	-6.01%	-5.08%	-4.14%	-3.21%	-2.27%	-1.34%	-0.40%	0.53%	1.47%
6.50	-11.06%	-10.14%	-9.22%	-8.30%	-7.38%	-6.46%	-5.54%	-4.62%	-3.70%	-2.78%	-1.85%	-0.93%	-0.01%
PER 성장률	-4.08%	-3.08%	-2.08%	-1.08%	-0.08%	0.92%	1.92%	2.92%	3.92%	4.92%	5.92%	6.92%	7.92%

즉, 최소 5.90% 에서 최대 8.95%의 수익을 얻을 수 있다.

## 2) DCF 법 (FCF)

### ① ROE 수치 산출

PM 법과 동일, ROE 5~6

### ② 할인율의 설정

회사의 연혁 및 유보율, CEO의 회사에 대한 애착, 경영전략 등을 고려했을 때 할인율을 그렇게 크게 하지 않아도 된다고 생각한다. 그러나 이 역시 보수적으로 잡기 위해 평균적인 15%를 할인율로 설정한다. 할인율 15%

### ③ FCF 의 선택

산업을 장치산업의 특성을 지녀, 대규모 공장설비 등이 필요하고 이에 따른 감가상각비가 크게 존재하고, 재고자산의 규모 또한 크므로 FCF를 선택하였음. 1단계 기초CPS 105.513

#### 1. 1 단계 CPS

If	ROE =	5.00%	1 단계 기초 CPS = ₩105,513.00	
	보통주 배당성향 =	1.53%		할인율 = 15.00%
	유보율 =	98.47%		
	1 단계 성장률 =	4.92%		
Then	연말	CPS	-> PV	
	2006	₩105,513.00	₩91,750.43	

	2007	W110,707.93	W83,711.10
	2008	W116,158.64	W76,376.19
	2009	W121,877.71	W69,683.98
	2010	W127,878.36	W63,578.14
	2011	W131,714.71	

1 단계 PV = W385,099.85

2. 2 단계 CPS

If	2 단계 기초 CPS =	W131,714.71
	2 단계 성장을 =	3.00%
Then	2 단계 기초가치 =	W1,097,622.57

2 단계 PV = W545,712.40

3. CPS(=1 + 2)

If	1 단계 CPS PV =	W385,099.85
	2 단계 CPS PV =	W545,712.40
Then	CPS =	W930,812.25

4. 안전 마진

If	현재 주가 =	W729,000.00
	CPS =	W930,812.25
Then	안전 마진 =	21.68%

즉, ROE 5, 1단계 성장률 4.92% 할인율 15% 로 가정했을 때 연 수익률 21.68% 를 얻을 수 있다.

ROE를 5~6의 범위로 정하면 성장률 4.91%~5.91% 이 되어 다음과 같이 최대 23.92% 최소 21.65%의 수익을 얻을 수 있다.

<안전 마진>										
-1.09%	-4.88%	-2.78%	-0.61%	1.62%	3.93%	6.30%	8.76%	11.29%	13.91%	16.62%
-0.09%	-1.90%	0.16%	2.29%	4.48%	6.74%	9.07%	11.48%	13.96%	16.52%	19.17%
0.91%	0.99%	3.02%	5.10%	7.26%	9.47%	11.76%	14.11%	16.54%	19.05%	21.64%
1.91%	3.79%	5.78%	7.83%	9.94%	12.11%	14.35%	16.66%	19.04%	21.50%	24.03%
2.91%	6.50%	8.46%	10.47%	12.54%	14.67%	16.86%	19.13%	21.46%	23.86%	26.34%
3.91%	9.13%	11.05%	13.02%	15.06%	17.14%	19.29%	21.51%	23.79%	26.14%	28.56%
4.91%	11.68%	13.56%	15.50%	17.49%	19.54%	21.65%	23.81%	26.05%	28.35%	30.72%
5.91%	14.15%	16.00%	17.90%	19.85%	21.86%	23.92%	26.04%	28.23%	30.48%	32.79%
6.91%	16.55%	18.36%	20.22%	22.14%	24.10%	26.12%	28.20%	30.34%	32.54%	34.80%
7.91%	18.87%	20.65%	22.47%	24.35%	26.27%	28.25%	30.29%	32.38%	34.53%	36.74%
8.91%	21.12%	22.86%	24.65%	26.49%	28.38%	30.31%	32.30%	34.35%	36.45%	38.61%
9.91%	23.30%	25.01%	26.76%	28.56%	30.41%	32.31%	34.25%	36.26%	38.31%	40.42%
10.91%	25.41%	27.09%	28.81%	30.57%	32.38%	34.24%	36.14%	38.10%	40.11%	42.17%
11.91%	27.46%	29.11%	30.79%	32.52%	34.29%	36.10%	37.97%	39.88%	41.85%	43.86%
12.91%	29.45%	31.06%	32.71%	34.40%	36.13%	37.91%	39.73%	41.61%	43.53%	45.50%
1단계 성장률 2단계 성장률	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%

Valuation 결과 PM법으로는 최소 5.90% DCF로는 21.65% 의 수익을 얻을 수 있는 것으로 판단되었다. 이에 **최종 매수를 추천한다.**