



음식료

대상의 라이신 사업 진출 영향 분석

Aug. 2015
27

Analyst 김정욱

02) 2184-2731 / kvalue@ktb.co.kr

Coverage opinion

종목명	투자의견	목표가	Top pick
CJ제일제당	BUY	54만원	✓
대상	N/R	N/A	

▶ Issue

대상, 백광산업의 10만톤 라이신 설비 1,207억원(재고 포함)에 매입 계약. 대상의 라이신 사업 진출에 따른 산업 및 기업 측면의 영향 분석

▶ Pitch

기존 사업자의 교체 이슈로 라이신 산업의 수급 악화 요인은 아니라고 판단. 대상의 사업 진출에 대한 불확실성 해소, 하반기 바이오 시장 회복의 수혜가 기대되는 CJ제일제당에 대해서 투자의견 BUY와 음식료 업종 내 Top pick 관점 유지. 신규로 사업을 진출하는 대상의 경우 고가 매입 논란 및 정상화 시점 전까지는 부진한 수율로 전사 실적의 마이너스 영향이 지속될 수 있어 부담 요인

▶ Rationale

- **라이신 설비 매입 이슈 개요:** 1998년까지 대상은 라이신 사업을 영위했으나 외환위기 이후 부채비율 축소를 통한 재무건전성 확보를 위해 동 사업부를 독일의 화학회사인 바스프에 8,730억원에 매각. 당시 라이신 사업 매출은 2,100억원 영업이익은 1,050억원으로 고수익 캐쉬카우 사업부였음. 이후 07년 과잉공급에 따른 라이신 시장 불황으로 바스프는 백광산업에 라이신 설비를 247억원에 매각했음. 백광산업이 10~12년 라이신 설비로 일정부분 수익을 거둔 뒤 13년 이후 글로벌 라이신 시장악화로 어려움을 겪자 대상이 동 설비를 17년 이전 현 시점에 다시 매입한 상황

- **라이신 시장에 미치는 영향:** 라이신 산업의 수급을 악화시키는 요인은 아니라고 판단 ① 신규 Capa 증설이 아닌 기존 사업자의 교체 이슈, ② 17F 목표로 하고 있는 라이신 3,000억원 매출은 5만톤 수준의 Capa 증설로 달성 가능, ③ 백광산업의 기존 수출 지역이 수급 우려가 있는 중국 보다는 유럽에 치중됐기 때문. 백광산업은 최근 2년간 40~50%의 가동률을 유지해왔으며 설비 규모와 수율면에서 시장 주도적인 위치는 아니었음. 15F 글로벌 라이신 시장 Capa는 365만톤, 공급은 241만톤 수요는 230만톤 예상. 백광산업의 점유율은 설비기준 2.7%, 생산기준 2.0%

- **관련 기업별 영향:** CJ제일제당은 대상의 라이신 사업 진출에 대한 불확실성 해소국면으로 판단. 대상의 17년 3,000억원 매출 목표치는 공격적이지 않으며 기타 아미노산 제품 진출 포함 1,500억원을 고려해도 Capa 증설 규모는 미미할 전망(메티오닌, 쓰레오닌, 트립토판 각각 2만톤 미만의 Capa 수준). 대상의 시장 진출 우려 보다는 ① 중국 로컬 업체들의 부진 및 중국 돈육 시장 호황으로 하반기 바이오 시장 회복 기대, ② 10만톤 라이신 설비의 매각 대금이 1,207억원이라는 점에서 오히려 바이오부문의 재평가 부각. 대상의 경우 백광산업의 설비가 14년 -291억원(OPM -15.5%) 적자를 기록했다는 점에서 정상화 시점 전까지는 부진한 수율로 전사 실적의 마이너스 영향 예상이 지속될 수 있음

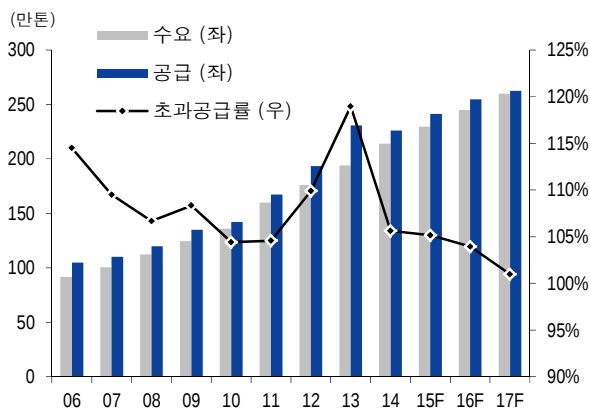


Fig. 01: 라이선 수급 전망 및 백광산업

		(단위: 위안, 만톤, 천톤, %)											
라이선		06	07	08	09	10	11	12	13	14	15F	16F	17F
가격		12.0	13.7	12.9	11.1	12.9	17.9	14.9	10.8	8.7	9.6	10.5	11.3
		8.7	14.9	-6.3	-13.7	16.2	38.8	-16.8	-27.4	-19.6	10.2	9.5	8.2
수요 (좌)		92	100	112	125	136	160	176	194	214	230	245	260
yoy			9.6	12.0	10.8	9.1	17.6	10.0	10.2	10.3	7.3	6.7	6.1
공급 (좌)		105	110	120	135	142	167	193	231	226	241	255	263
yoy			4.8	9.1	12.5	5.2	17.8	15.6	19.3	-2.1	6.8	5.5	3.1
Capa	Tier-1						142	163	196	197	215	231	241
	Tier-2						22	25	30	23	21	20	19
	백광산업						10	4	5	4	5	4	5
	Tier-3						4	6	5	6	5	4	3
yoy		163	164	170	175	180	201	277	360	377	365	366	352
			0.6	3.7	2.9	2.9	11.8	37.4	30.0	4.8	-3.1	0.3	-3.8
가동률	Tier-1							218	254	288	287	297	298
	Tier-2							49	65	64	60	56	46
	백광산업							10	10	10	10	10	10
	Tier-3							10	40	24	19	14	9
yoy%p		64%	67%	71%	77%	79%	83%	70%	64%	60%	66%	70%	75%
			3%	4%	7%	2%	4%	-13%	-6%	-4%	6%	3%	5%
가동률	Tier-1							75%	77%	68%	75%	78%	81%
	Tier-2							50%	45%	35%	36%	36%	41%
	백광산업							40%	50%	40%	50%	40%	50%
	Tier-3							57%	14%	26%	27%	29%	38%
초과공급률 (우)		115%	109%	107%	108%	104%	105%	110%	119%	106%	105%	104%	101%
yoy%p			-5%	-3%	2%	-4%	0%	5%	9%	-13%	0%	-1%	-3%
세계 경제 성장률			5.7	3.1	0.0	5.4	4.2	3.4	3.4	3.4	3.5	3.8	3.9
중국 경제 성장률			14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	7.8	7.4	6.8	6.3	6.3
육류 수요	글로벌 양돈	95,507	94,018	98,152	100,164	102,786	103,154	106,342	108,361	109,954	111,218	113,552	115,295
	글로벌 가금	65,560	69,349	72,065	72,872	77,182	80,021	81,776	83,091	84,668	86,788	88,887	90,947
	중국 양돈	46,014	42,710	46,691	48,826	50,799	51,108	53,802	55,406	57,169	58,624	60,117	61,456
	중국 가금	10,371	11,415	11,954	12,210	12,457	13,016	13,543	13,174	12,910	13,220	13,511	13,808
yoy	글로벌 양돈		-1.6	4.4	2.0	2.6	0.4	3.1	1.9	1.5	1.1	2.1	1.5
	글로벌 가금		5.8	3.9	1.1	5.9	3.7	2.2	1.6	1.9	2.5	2.4	2.3
	중국 양돈		-7.2	9.3	4.6	4.0	0.6	5.3	3.0	3.2	2.5	2.5	2.2
	중국 가금		10.1	4.7	2.1	2.0	4.5	4.0	-2.7	-2.0	2.4	2.2	2.2

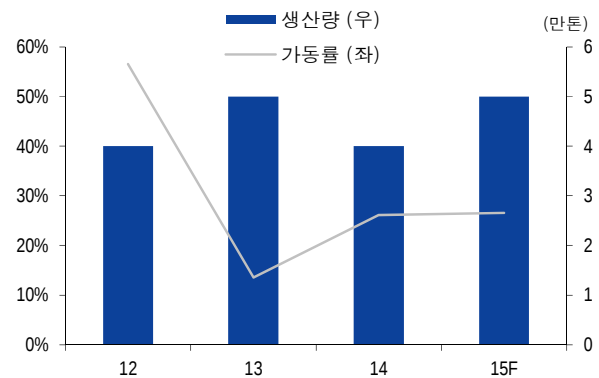
Source: KTB투자증권

Fig. 02: 라이선 수급 전망



Source: 중국사료협회, KTB투자증권

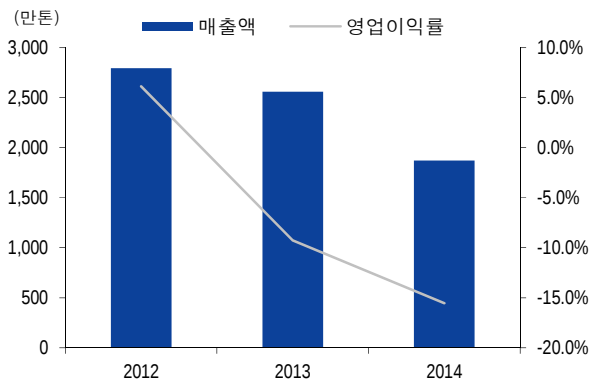
Fig. 03: 백광산업의 라이선 생산량과 가동률



Source: 중국사료협회, KTB투자증권

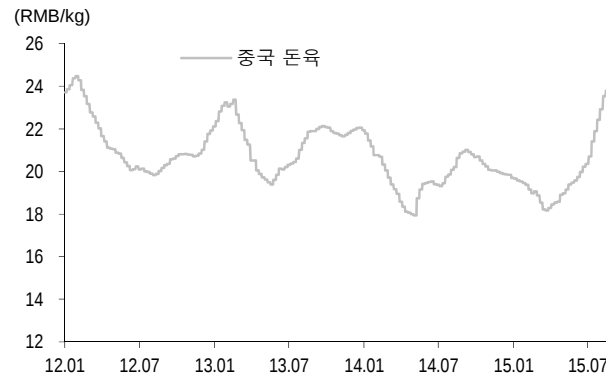


Fig. 04: 백광산업 라이신 사업부 실적



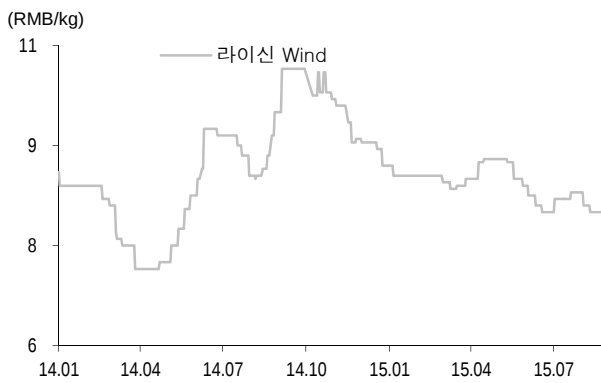
Source: 백광산업, KTB투자증권

Fig. 05: 중국 돈육 가격



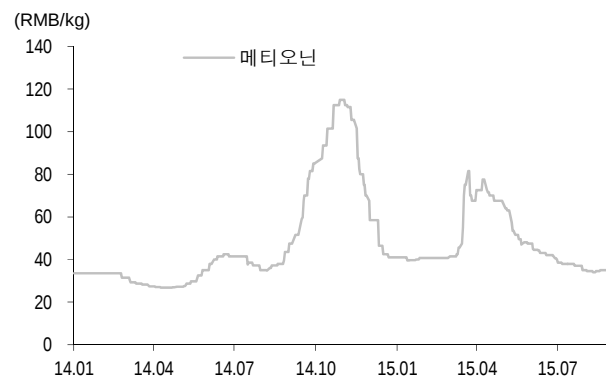
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 06: 라이신 가격



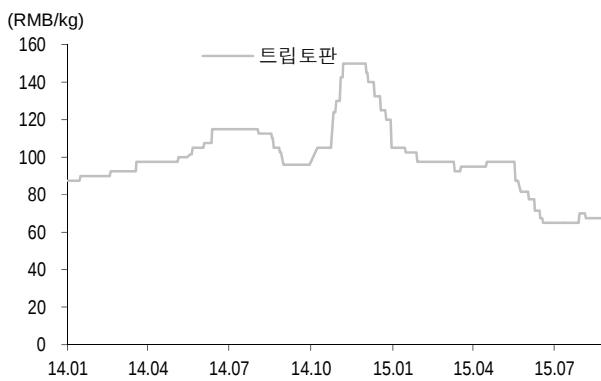
Source: 중국사료협회, KTB투자증권

Fig. 07: 메티오닌 가격



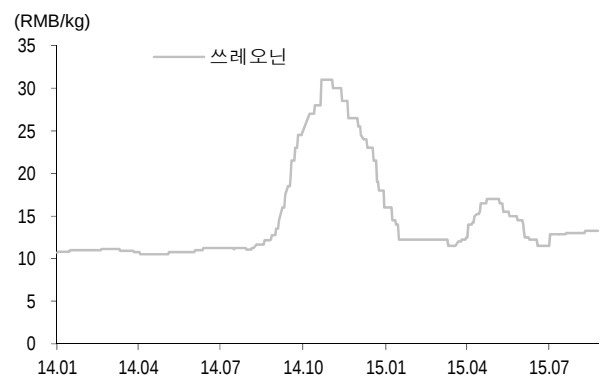
Source: 중국사료협회, KTB투자증권

Fig. 08: 트립토판 가격



Source: 중국사료협회, KTB투자증권

Fig. 09: 쓰레오닌 가격



Source: 중국사료협회, KTB투자증권



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.

당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 주간으로 참여하지 않았습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	80%	HOLD :	20%	SELL :	00%
--------------	-----	---------------	-----	---------------	-----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

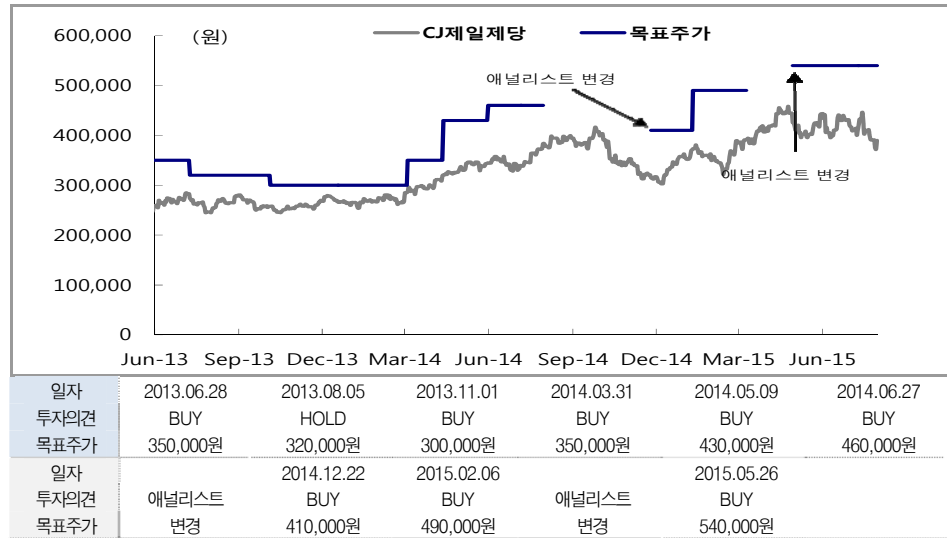
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경내용

CJ제일제당 (097950)



본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로 서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.