



Overweight (Maintain)

음식료/유통
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

음식료

국내 아프리카돼지열병 확진, 시나리오별 전략 점검



어제(9/17) 국내 아프리카돼지열병 확진으로 돈육과 가금류 관련 업체들의 주가가 급등하였다. 일반적인 상황에서 돈육/가금류 업체들의 실적 가시성이 매우 낮고 생물자산 시세 변화에 민감하다. 따라서, ASF 확산과 영향의 강도에 따라 생물자산 시세에 대한 가설을 세우고, 전략적인 투자 종목 선별이 필요한 시점이다.

>>> 중국 돈가 상승과 국내 ASF 확진으로 관련 업체 주가 급등
중국 돈육가격 상승과 국내 아프리카돼지열병(ASF)의 첫 확진으로 인해, 돈육과 가금류 관련 업체들의 주가가 급등한 상황이다(주요 10개사 평균 +21% 상승). 어제(9/17) 양돈 전문 업체인 우리손에프앤지의 주가는 +21.6% 급등하였고(1M +41.3%), 하림, 동우팜투테이블 등의 양계업체들도 거의 상한가 수준의 주가 급등을 시현하였다.

다만, 돈육/가금류 관련 업체들의 실적 가시성은 음식료 업종 내에서 매우 낮은 편이다. 생물자산 시세(돼지/닭/오리 등)의 변화에 따라 1) 마진 스프레드와 2) 소비용 생물자산 평가손익의 변동성이 커져, 실적의 예측이 쉽지 않기 때문이다. 따라서, 주가는 적절한 밸류에이션 레벨을 찾아가기 보다는 어제처럼 생물자산의 시세에 따라 방향성이 민감하게 변화하는 경향이 강한 편이다.

>>> 글로벌 돈육 수급 불안정 vs 국내 돈육 공급 과잉 상황
중국은 글로벌 돈육 소비의 49%를 차지하는 국가이며, 대부분 내수 시장에서 물량을 조달하고 있다. 하지만, 이번 ASF 영향으로 인해, 중국 돼지사육두수는 -40% 정도 급감한 상황이다. 글로벌 돈육 생산 Capa의 20%가 사라진 셈이다. 글로벌 돈육 소비 대비 글로벌 돈육 교역량의 비중이 7% 내외인 점을 감안한다면, 중국의 돈육가격 급등은 당연한 일이며, 중국 내 돈육 소비도 대체재로 이동하면서 감소할 수밖에 없는 상황으로 추산된다.

올해 상반기는 냉동육 재고와 살처분 물량의 중국 내수 시장 공급을 통해 돈가 상승을 어느 정도 방어할 수 있었지만, 하반기는 상반기 공급 물량의 소진으로 수입 의존도가 상승하면서, 중국 돈가는 06년 이후 역사적 최고치를 기록하였다. 이로 인해, 중기적으로 글로벌 돈가 상승 심리가 강해지고, 중국을 비롯한 글로벌 돈육 수급의 불안정한 상황이 지속될 수밖에 없는 상황이다.

하지만, 국내 시장 상황은 글로벌 시장과 다소 다른 점이 있었다. 한국은 1) 17년 돈가 강세에 따른 공급 증가로 인해, 돈육 시장이 구조적 공급 과잉 상황 이었고(10% 내외 공급과잉 추산), 2) 수입 돈육은 대체로 냉동육이기 때문에 세그먼트 측면에서 내수 조달 물량과 차이가 있었다. 이로 인해, 한국 돈가는 중국 돈가 대비 상승세가 약했고, 19년 국내 돈가는 18년 대비 줄곧 낮은 수준에서 형성되어 있었다.

Compliance Notice

- 당사는 9월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

시나리오별 투자전략이
필요한 시점

하지만, 농림축산식품부가 어제(9/17) 오전 6시반에 국내 아프리카돼지열병의 첫 확진(경기도 파주)을 발표하고, 48시간 동안의 일시 이동중지(Standstill) 명령을 발동하면서, 국내 시장도 급격하게 변화할 가능성이 생겼다. ASF의 국내 확산 속도와 영향에 따라, 내수 돈육 공급의 직접적 감소를 초래할 가능성이 생겼기 때문이다. 따라서, ASF 영향에 따른 시나리오별 투자전략의 확립을 통해, 높은 주가 변동성에 대응할 필요가 있다.

시나리오 1)
ASF 영향 단기 종료

첫번째 시나리오는 ASF 국내 확산 영향이 단기에 종료되는 것이다. 국내 전체 돈육 공급에 큰 영향을 주는 대규모 살처분은 발생하지 않고, 돈가 상승 우려 심리의 확산으로 인한 돈가의 단기 반등만 나타나는 시나리오이다(실제 파주 2개 농장 살처분 만으로는 국내 전체 공급에 큰 영향을 주긴 어려움). 첫번째 시나리오 하에서는 돈육의 공급 과잉이 해소되지 못하기 때문에, 돈가의 상승은 일시적 단기 반등에 그치고, 다시 구조적 공급과잉에 따른 돈가 하락 국면에 진입할 것이다. 따라서, 돈육 수요와 공급은 유지될 것이고, 양돈 업체의 이익 개선도 단기 반등 수준에 그칠 것이며, 배합사료 제조 업체와 양계업체의 실적에도 큰 영향을 주기 어렵다. 따라서, 단기적이긴 하지만 실적 측면에서의 호재는 오로지 양돈업체에만 있다고 할 수 있다. 만약, 직접적인 살처분 피해가 없다면, 단기적으로 실적 개선 모멘텀이 가장 강한 업체는 순수 양돈업체인 우리손에프앤지로 판단된다(직접적인 살처분 피해가 있다면 실적이 예상 대비 부진할 수 있음).

시나리오 2)
ASF 영향 중기 확산

두번째 시나리오는 ASF 국내 확산이 중기적으로 진행되면서, 국내 돈육 공급 과잉이 해소되는 시나리오이다. ASF가 경기도 파주 외의 지역으로 확산되고, 살처분 물량이 증가하면서, 국내 돈육 공급과잉이 유의미하게 완화되는 것이다. 이로 인해, 국내 돈가는 중기적으로 상승 국면에 진입하고, 양돈업체의 중기적 실적 개선이 나타날 수 있으며, 배합사료 업체는 돼지 사육두수의 감소로 매출과 이익이 감소할 것이다. 다만, 양계업체는 돈육 소비량의 변화가 최소화 되면서, 육계 시세 측면에서 대체재 효과를 보기 어려울 수 있다(다만, 돈육 소비심리가 악화된다면, 육계 시세가 상승할 수 있음). 따라서, 양돈 업체의 실적 호조와 배합사료 업체의 실적 부진이 나타날 수 있다. 만약, 직접적인 살처분 피해가 없다면, 중기적으로 실적 개선 모멘텀이 가장 강한 업체는 순수 양돈업체인 우리손에프앤지로 판단된다(직접적인 살처분 피해가 있다면 실적이 예상 대비 부진할 수 있음).

시나리오 3)
ASF 영향으로
돈육 공급 쇼크

세번째 시나리오는 두번째 시나리오의 영향이 심화되면서, 국내 돈육 공급에 심각한 쇼크가 오는 경우로 비교적 가능성이 낮은 시나리오이다. ASF 영향으로 인해 돈육 공급이 심각하게 감소하여, 수요 대비 공급이 부족해지고 돈육 가격이 급등하며, 국내 육류 소비가 가금류(닭/오리)와 같은 대체재로 이동한다. 이로 인해, 국내 돈가는 공급량 감소 이상으로 급등하면서, 양돈업체의 중기적 실적 개선이 나타나고, 배합사료 업체의 매출과 이익은 급감할 것이며, 육가공품 제조업체의 실적에도 부정적으로 작용할 수 있다. 반면에 양계업체는 대체재 효과에 따른 반사수혜로 인해, 육계시세와 판매량이 동시에 증가하는 호조를 누릴 수 있다. 따라서, 양돈업체와 양계업체는 실적이 개선되고, 배합사료 업체의 실적은 부진할 것이다. 만약, 직접적인 살처분 피해가 없다면, 양돈업체 중에서는 우리손에프앤지의 실적 개선 모멘텀이 가장 클 것으로 판단된다(직접적인 살처분 피해가 있다면 실적이 예상 대비 부진할 수 있음). 다만, 이지바이오와 팜스토리를 제외한 양계 업체들은 대체로 순수 양계업체이기 때문에, 종목간 실적 개선 모멘텀에는 큰 차이가 없을 것으로 추산된다.

현재는 시나리오 1)의 가능성이 가장 높은 편

어제(9/17)의 주가 급등은 실질적으로 시나리오 3)의 상황까지 감안하고 있는 것으로 판단된다. 국내에서 ASF가 어떻게 확산되고, 얼마나 영향을 줄 지 객관적으로 예측하기 어렵기 때문이다. 따라서, **국내에서 ASF 영향이 명확해지기 전에는 돈육과 가금류 관련 업체들의 주가는 높은 변동성을 보이며, 장중에 상승과 하락을 반복할 가능성이 높다.**

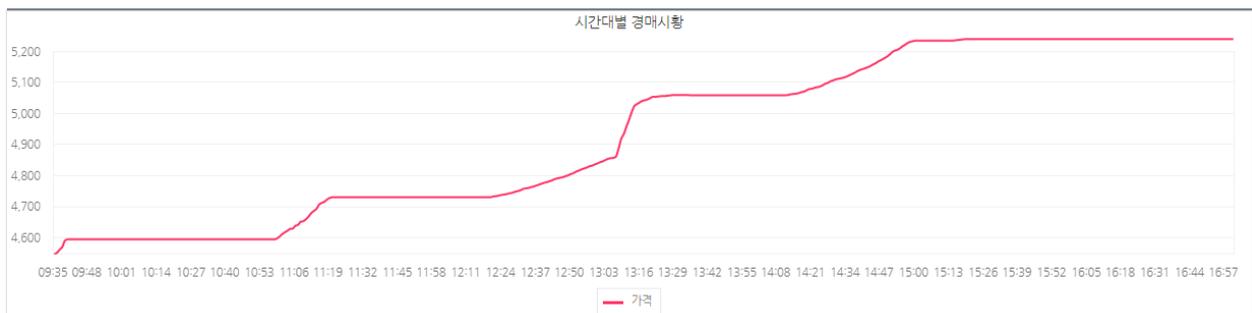
만약, 現 시점에서 발생 확률이 가장 높은 시나리오를 고른다면, 시나리오 1)이 가장 적합할 것이다. **한국은 전국적으로 확산된 중국 대비 잔반급여 비중이 낮고, 양돈업체의 현대화 수준이 높은 편이기 때문이다.** 하지만, 이는 어디까지나 확률일 뿐이고, 정확히 예측하기는 매우 어렵다. 따라서, **국내 양돈 농가 입장에서는 매우 안타까운 상황이지만, 시나리오 2) 이상의 상황으로 전개될 가능성도 일부 고려해야 할 것이다.** 게다가 ASF라는 질병을 국내에서 경험한 적이 없기 때문에, 투자자 입장에서는 시나리오 발생 후에 종목별로 대응하는 것이 가장 합리적인 것으로 판단된다. 이번 이벤트로 인한 주가 변동성은 매우 높을 수 있기 때문이다.

주요 돈육/가금류 관련 업체의 주가 수익률 현황

종목코드	종목명	핵심 사업	9/17 종가(원)	Price Change(%)							시가총액 (십억원)
				1D	1W	1M	3M	6M	1Y	YTD	
073560	우리손에프앤지	양돈	2,840	21.6	20.3	41.3	23.7	51.9	35.6	80.3	197
036580	팜스코	양돈/사료	5,720	12.6	20.9	17.6	-14.8	-32.2	-40.8	-26.5	210
136490	선진	양돈/사료	10,950	4.3	6.8	10.2	-1.4	-14.8	-13.1	-3.5	260
035810	이지바이오	지주회사	6,480	16.8	18.2	35.0	8.4	-4.0	-12.9	6.9	375
136480	하림	양계	3,665	30.0	32.5	43.2	12.3	20.2	18.8	30.9	319
088910	동우팜투테이블	양계	4,775	26.3	28.2	37.2	-3.6	22.9	30.8	27.5	123
027740	마니커	양계	1,100	29.9	31.4	32.9	-6.4	37.8	31.6	43.0	174
066360	체리부로	양계	4,400	20.5	15.6	129.8	61.2	69.6	59.4	88.0	123
027710	팜스토리	양돈/사료/양계	1,330	20.4	30.4	28.5	11.3	5.6	3.1	29.8	118
208140	정다운	오리사육	3,410	29.9	28.0	51.9	9.6	-13.1	-4.9	6.4	70

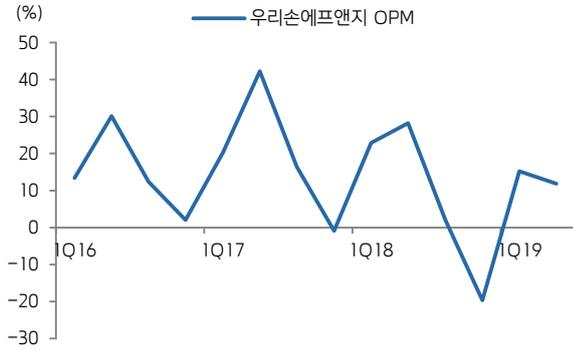
자료: Bloomberg

2019년 9월 17일 돈육 시간대별 경매시황



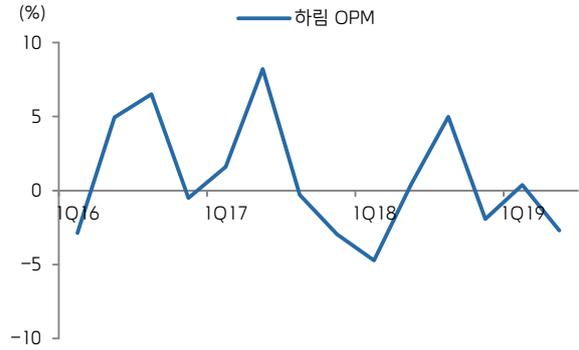
자료: 축산유통종합정보센터

우리손에프앤지 연결기준 OPM 추이



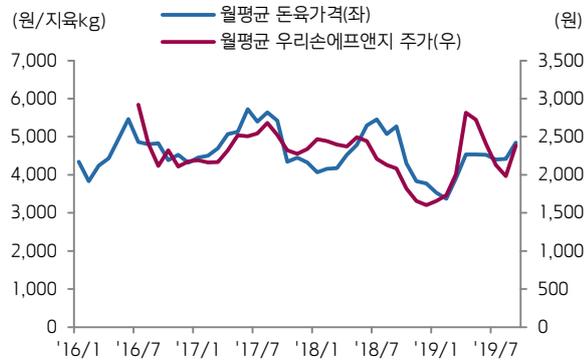
자료: Fn Guide

하림 연결기준 OPM 추이



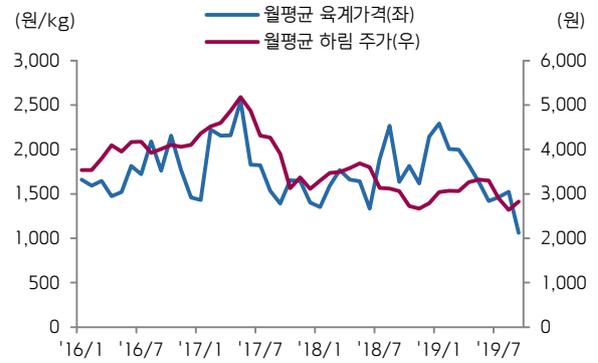
자료: Fn Guide

돈육가격 vs 우리손에프앤지 주가



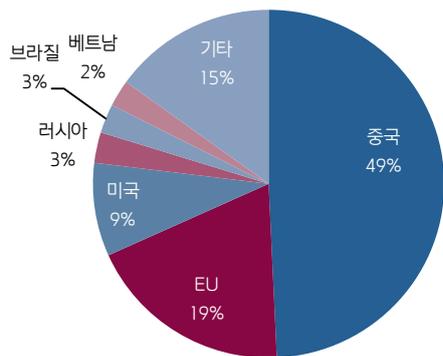
자료: 축산유통종합정보센터, Fn Guide, 키움증권 리서치

육계가격 vs 하림 주가



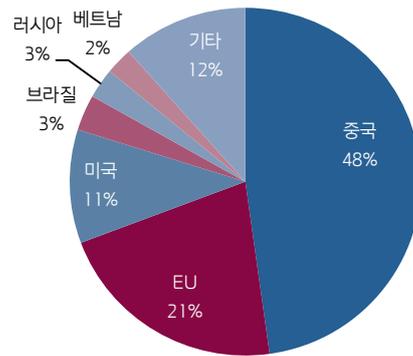
자료: 한국육계협회, Fn Guide, 키움증권 리서치

글로벌 돈육 소비량 Mix(2018년 기준)



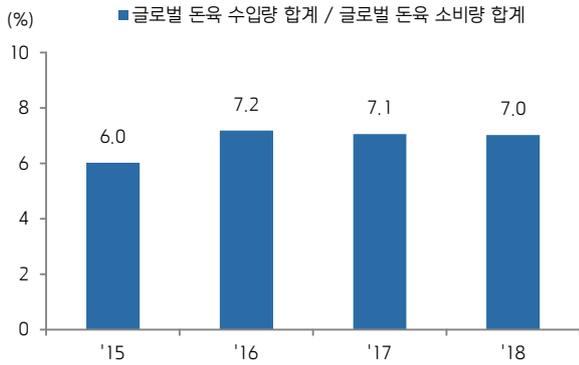
자료: USDA

글로벌 돈육 생산량 Mix(2018년 기준)



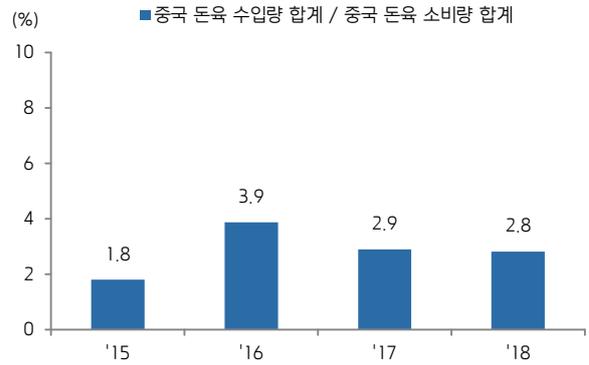
자료: USDA

글로벌 돈육 수입량 / 돈육 소비량 비율 추이



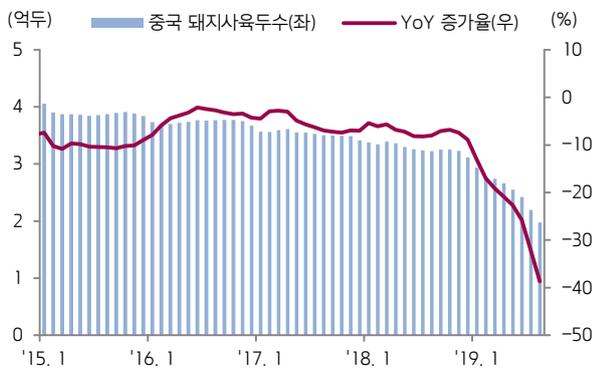
자료: USDA, 키움증권 리서치

중국 돈육 수입량 / 돈육 소비량 비율 추이



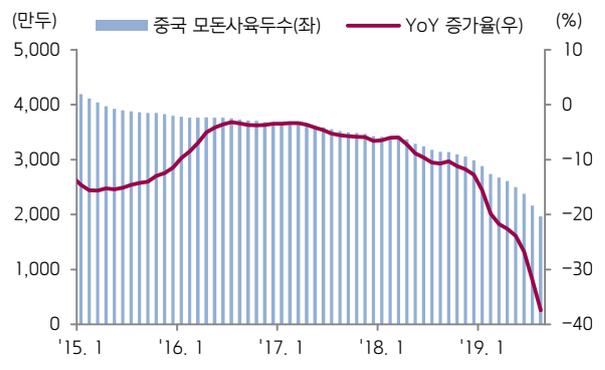
자료: USDA, 키움증권 리서치

중국 돼지사육두수 추이



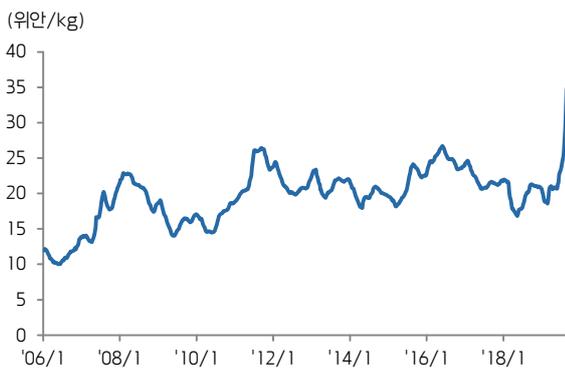
자료: Wind

중국 모돈사육두수 추이



자료: Wind

중국 돈육가격 장기 시계열 추이



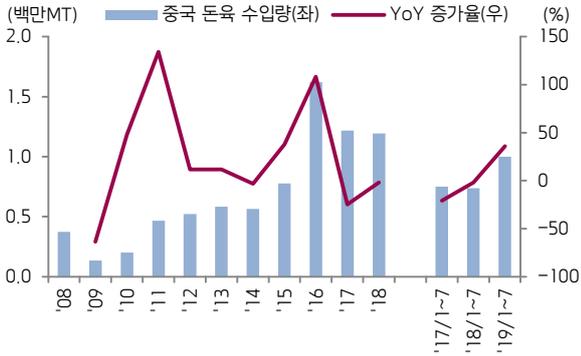
자료: Bloomberg

중국 돈육가격 중기 시계열 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 돈육 수입량 장기 시계열 추이



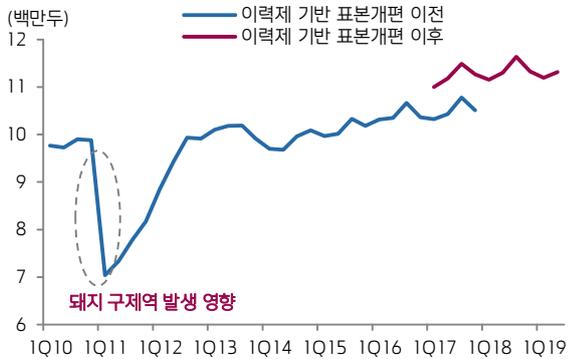
자료: Bloomberg

중국 돈육 수입량 증기 시계열 추이



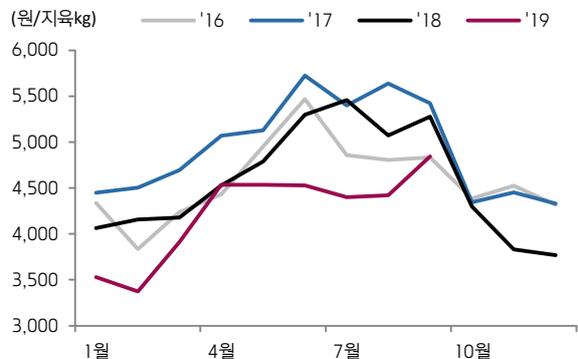
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한국 돼지사육두수 추이



자료: 통계청

한국 월평균 돈육가격 추이



자료: 축산유통종합정보센터, 키움증권 리서치

아프리카돼지열병 개요

정의	돼지에서만 발생하는 바이러스성 질병으로, 급성형인 경우 폐사율이 최대 100%에 이르는 등 국제적 교역에 중요한 제 1종 가축전염병
주요특징	<ul style="list-style-type: none"> - 바이러스성 출형성/열성 돼지전염병 - 급성인 경우 폐사율이 매우 높아 큰 경제적 피해 초래 - 아직까지 사용가능 치료제 및 백신 없음 - 발생 즉시 OIE(세계동물보건기구)에 보고 및 돼지 관련 교역 중단
역사	<ul style="list-style-type: none"> - 1921년 아프리카 케냐에서 최초 보고된 이후 주로 아프리카지역 풍토병(Endemic)으로 발생 - 1957~95년 아프리카 앙골라 지역에서 포르투갈(리스본)로 최초 유입된 이후 스페인('60), 프랑스('64), 이탈리아('67), 벨기에('85) 등 유럽 확산 - 2007년 조지아의 Poti 항구에 들어온 선박에서 유래한 잔반을 인근 돼지에 급여함으로써 동유럽과 러시아에 유입 -> 다수의 동유럽(헝가리/루마니아 등) 및 러시아에서 지속 발생 중 - 2018년 8월 아시아 최초로 중국에서 발생한 이후, 2019년에 들어 몽골, 베트남, 캄보디아 등으로 확산 중

자료: 농림축산검역본부

아프리카돼지열병 발생 관련 농림축산식품부 보도자료 주요 내용 요약

ASF 발생 상황	<ul style="list-style-type: none"> - 경기도 파주시 소재 돼지농장에서 아프리카돼지열병(ASF) 발생 - 해당 농장에서는 어미돼지 5마리 폐사. 9/16 18시경 농림축산검역본부에 신고 - 시료를 채취하여 농림축산검역본부에서 정밀검사한 결과, 9/17 06:30분경 ASF로 확진
조치 사항	<ul style="list-style-type: none"> - 신고접수 직후부터 현장에 초동방역팀을 투입하여 출입통제, 소독 및 살처분 등 긴급 방역조치 시행 - 발생농장 및 농장주 소유 2개 농장 3,950두에 대한 살처분 조치 실시 - 아프리카돼지열병 위기경보단계를 최고 수준인 '심각' 단계로 격상 - 9/17 06:30분부터 48시간 동안 전국 돼지농장, 도축장, 사료공장, 출입차량 등을 대상으로 전국 일시이동중지명령(Standstill)을 발령
농가 및 지자체 당부	<ul style="list-style-type: none"> - 전국 지자체는 아프리카돼지열병 방역대책 상황실을 즉시 설치 및 운영 - 전국 축산농가 모임 및 행사 금지 등 ASF 확산 차단을 위한 방역조치 협조 요청 - ASF는 인수공통전염병이 아니며, 시중에 유통되지 않으므로 국민들도 안심하고 국산 돼지고기를 소비하여도 됨을 당부

자료: 농림축산식품부

아프리카돼지열병 확산 시나리오별 주요 소업종 이익 방향성 전망

시나리오 유형	돈육 수급과 가격	주요 소업종 이익 방향성 영향		
		양돈	배합사료	양계
1) ASF 영향 단기 종료	수요 유지, 공급 유지 가격은 심리적 불안으로 일시적 상승	일시적 반등	큰 영향 없음	큰 영향 없음
2) ASF 영향 중기 확산	공급과잉 완화 → 중기적 가격 상승 돈육 소비량 변화 최소화	중기적 상승	중기적 감소	큰 영향 없음
3) ASF 영향으로 돈육 공급 쇼크	공급쇼크 → 중기적 가격 급등 돈육 소비량 급감 → 대체재(닭/오리)로 이동 심화	중기적 상승	중기적 감소	중기적 상승

자료: 키움증권 리서치

아프리카돼지열병 해외 발생 현황

아시아(7개국)
베트남, 중국(홍콩 포함), 캄보디아, 몽골, 라오스, 북한, 미얀마

유럽(15개국)
라트비아, 러시아, 루마니아, 리투아니아, 몰도바, 벨기에, 불가리아, 에스토니아, 체코, 우크라이나, 이탈리아, 폴란드, 헝가리, 슬로바키아, 세르비아

아프리카(29개국)
가나, 감비아, 기니비사우, 나미비아, 나이지리아, 남아프리카공화국, 르완다, 마다가스카르, 말라위, 말리, 모잠비크, 베냉, 부룬디, 부르키나파소, 세네갈, 앙골라, 우간다, 잠비아, 중앙아프리카 공화국, 짐바브웨, 차드, 카메룬, 카보베르데, 케냐, 코트디부아르, 콩고공화국, 콩고민주공화국, 탄자니아, 토고

<주변국 ASF 발생 건수>
베트남 6,083, 중국 160(홍콩 3 포함), 캄보디아 13, 몽골 11, 라오스 94, 북한 1, 미얀마 3



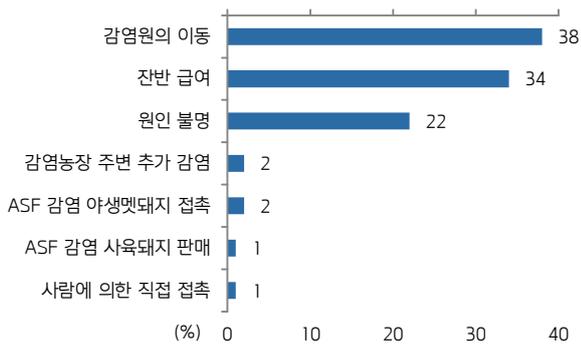
자료: 농림축산검역본부

중국 정부의 아프리카돼지열병 전파요인 분석

자료출처	생축 운송	잔반 급여	사람, 차량	원인 불명	합계
'18. 10 중국농업농촌부 기자간담회	9 건(35%)	13 건(50%)	4 건(15%)		26 건
'18. 11 중국농업농촌부 뉴스브리핑	13 건(19%)	23 건(34%)	32 건(46%)		68 건
'18. 12 중국 CCTV 취재	14 건(16%)	32 건(37%)	35 건(40%)	6 건(7%)	87 건
'19. 4 중국정부 주관 ASF 국제회의 중국연구자 발표	16 건(14%)	49 건(44%)	46 건(42%)		111 건

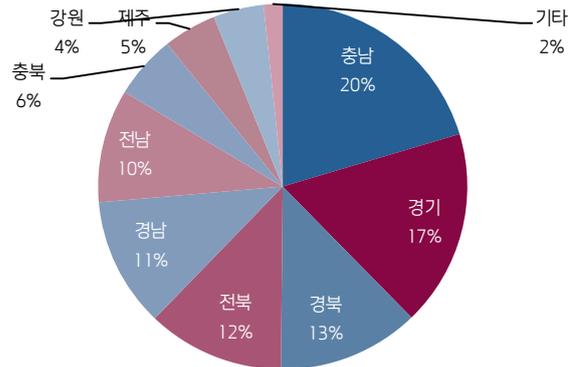
자료: 농림축산검역본부

유럽의 아프리카돼지열병 발생원인별 비율



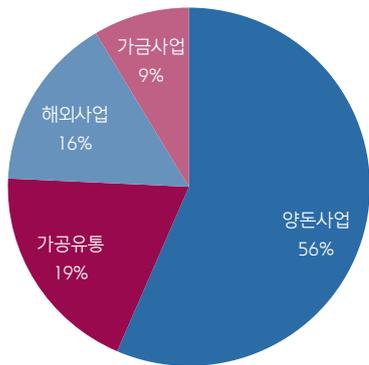
자료: 농림축산검역본부, 유럽식품안전청

한국 돼지사육두수 지역별 분포 현황



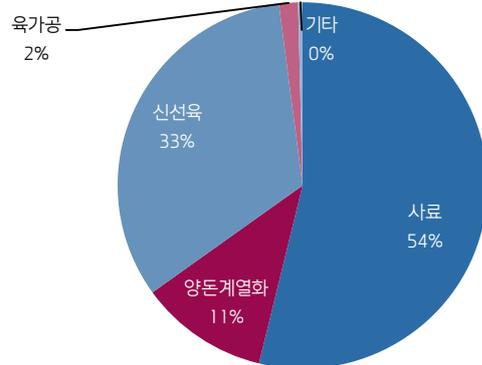
자료: 통계청(2Q19 기준)

우리손에프앤지 연결기준 매출 Mix



자료: 우리손에프앤지(2018년 기준)

팜스코 연결기준 매출 Mix



자료: 팜스코(2018년 기준)

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.