양돈산업: 돼지고기도 시스템

팜스코 (036580 KS)

선진 (136490 KS)

음식료/담배

Analyst: 조인욱

iwjo@leading.co.kr

822-2009-7167

LEADING

목차

내용 페이지

산업분석

Summary..... 3

14년 하반기 돈육시세 및 배합사료 전망 4

공급과잉 해소와 수요 증가로 돈육가격 급등

돈육시세 지난해보다 높은 수준으로 유지될 전망

돈육가격 2Q>3Q>1Q>4Q, 배합사료 생산량 4Q>3Q>1Q>2Q

곡물투입단가 하향 안정화로 생산비용 하락

양돈 산업: 수직 계열화 업체 위주의 시장지배력 확대 10

선진은 안정적 사료사업, 팜스코는 이익 레버리지 보유..... 13

BUY(비중확대)

팜스코(036580 KS)	**N/R**
현재주가	13,450 원
목표주가	-
	(6/13 기준)
선진(136490 KS)	**N/R**
현재주가	35,700 원
목표주가	-
	(6/13 기준)

Summary

양돈산업은 '11년 구제역 이후 큰 변화를 맞이했다. 지난 '13년은 '11년 구제역 이후 모돈수 증가로 사육두수가 1,000만 마리를 넘어서면서 BEP 수준 이하의 돈가가 형성되어 양돈 농가들에게는 매우 어려운 한 해였다. 올해는 돈육가격의 상승, 곡물가격 및 환율 하락, 견조한 돈육 수요 등으로 지난해 대비 우호적인 환경이 형성되고 있으며 특히 수직 계열화 업체들은 시장 지배력을 확대하며 중장기적인 성장성을 확보하는 모습이다.

14년 하반기 돈육시세 및 배합사료 시장 전망

모돈수 감소에 따른 공급과잉 해소로 돈육가격이 연초 이후 73.7% 급등했다. 모돈수는 '14 년 3 월 말 기준 91 만두('13 년 말 89.5 만두)까지 재차 증가한 상황이나 여름 잠복기를 거쳐 올 가을 PED(돼지유행성설사병)가 재발할 가능성이 재기되면서 연간 모돈수 증가는 제한적일 것으로 예상된다. 따라서 **돈육시세는 지난해 대비 높은 수준으로 유지될 전망이며 과거 돈육가격의 계절성이 2Q>3Q>1Q>4Q 순**이었음을 고려할 때 계열화 사업을 영위하는 **팜스코의 실적 모멘텀도 유사한 흐름**이 될 것으로 예상한다.

양돈 배합사료 생산량은 도축두수와 매우 높은 유의성을 보이는데 계절적으로 도축두수가 증가하는 4Q 에 물량이 큰 폭으로 증가한다. **배합사료 생산량은 4Q>3Q>1Q>2Q 순**으로 곡물가격이 안정적으로 유지될 경우 사료사업 위주인 **선진의 이익 모멘텀은 하반기로 갈수록 양호할 전망이다.**

양돈 산업: 수직 계열화 업체 위주의 시장지배력 확대

돼지가격과 곡물가격의 높은 변동성, 구제역 등 질병 관리의 어려움, 인건비 및 각종 생산비용 상승 등에 따른 **수익성 악화로 돼지 사육 가구수는 꾸준히 감소**하는 추세에 있다. 이를 대신해 규모의 경제와 생산 및 유통의 효율성을 누릴 수 있는 **수직 계열화 업체 위주로 양돈 산업이 재편**되는 모습이다. 우리나라의 평균 MSY(모돈 한마리당 연간 비육돈 출하두수, Marketted Pigs Sow Per Year)는 15.2두에 불과한데 반해 국내 대기업 계열 농장의 MSY 는 20두 이상이며 농장의 현대화, 시스템화에 따라 MSY 가 꾸준히 개선되는 추세에 있어 생산성과 수익성 측면에서 계열화 사업의 확대 추세는 불가피할 전망이다. 계열화 위주의 업계 구조조정이 가속화되면서 일반 농가를 대상으로 하는 사료업체와 계열화 업체간의 사료 판매량 격차는 더욱 벌어질 것으로 예상된다.

선진은 안정적 사료사업, 팜스코는 이익 레버리지 보유

선진은 실제 돼지를 보유하지 않고 계열화 과정 내 양돈 사육에 필요한 **사료 공급과 식육유통 사업을 영위**하고 있기 때문에 **돈육가격 변동의 영향을 적게 받는 안정적인 사업구조를 보유**하고 있다. 선진은 오는 8월 전북 군산에 연 Capa 30만톤 규모의 사료공장, 2017년에는 경북 칠곡에 연 Capa 24만톤 규모의 사료공장을 증축할 계획에 있어 **중장기적으로 꾸준한 성장**이 예상된다.

팜스코는 선진과 마찬가지로 **사료부문에서는 안정적인 이익 창출 능력을 보유**하고 있으나 **실제 돼지를 보유**하면서 계열화/신선육/육가공 사업을 모두 영위하기 때문에 **돈육시세의 영향을 많이 받아** 선진에 비해 **이익 레버리지가 크다**. 돈육시세가 현재 높은 수준이고 2Q>3Q>1Q>4Q 순으로 형성되는 것을 고려할 때 **팜스코의 실적 모멘텀은 2Q14~3Q14 기간 강할 것으로 예상**되며 돈육가격이 상대적으로 낮을 것으로 예상되는 **4Q14에는 도축두수 증가에 따른 사료 판매량 증가로 일부 상쇄가 가능할 전망**이다.

14년 하반기 돈육시세 및 배합사료 전망

공급과잉 해소와 수요 증가로 돈육가격 급등

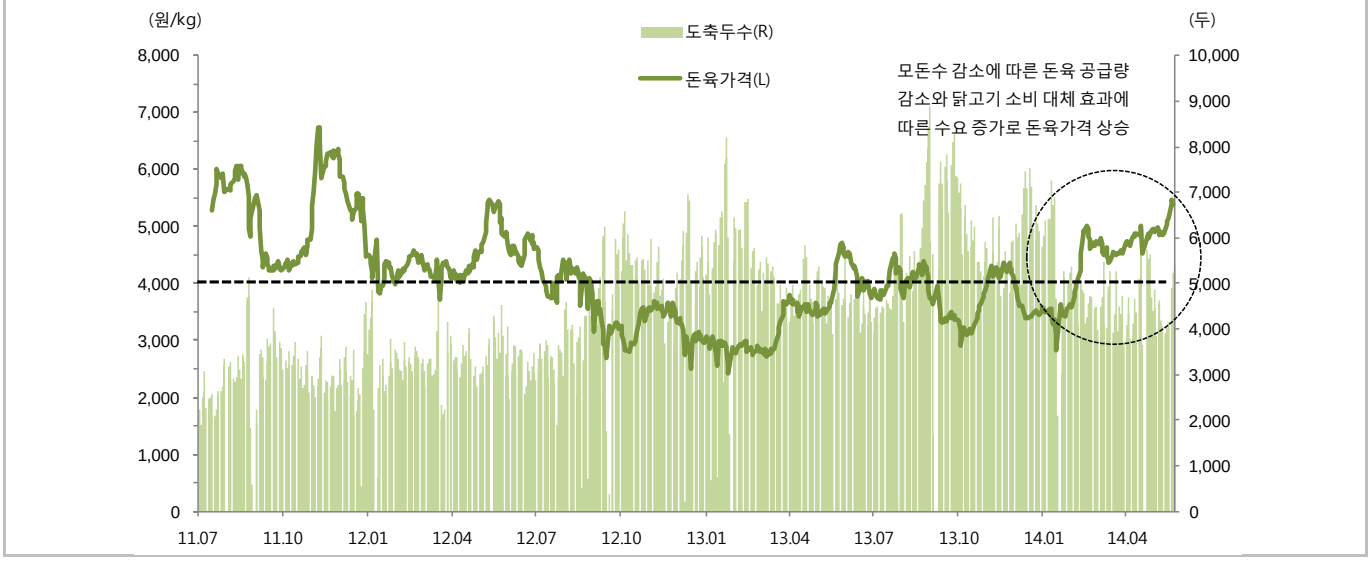
'13년 BEP 수준 이하의 돈가 형성

돈육시세는 기본적으로 '수요-공급의 원리' 를 따른다. 농가의 BEP는 4,000원/kg 수준인데 지난 '13년은 '11년 구제역 이후 모돈수 증가로 사육두수가 1,000만 마리를 넘어서면서 BEP 수준 이하의 돈가가 형성되어 양돈 농가들에게는 매우 어려운 한 해였다.

공급과잉 해소와 견조한 수요로 돈육가격 연초이후 73.7% 급등

수익성 악화 타개를 위해 '13년 4월부터 양돈농가들이 '모돈수 10% 감축 운동' 을 적극 추진한 결과 '13년 12월까지 모돈수가 7.8만두 감소하여 89.5만두로 축소되었다. 게다가 지난해 11월부터 발생한 PED(돼지유행성설사병)의 영향이 올해 5월 말까지 영향을 미치면서 돈육가격이 급등하고 있다. 지난해 말(12/31) 3,430원/kg(탕박 기준)까지 하락했던 돈육가격은 올해 6월 현재(6/13 기준) 5,928원/kg까지 약 73.7% 상승했다. **돈육가격 급등의 원인은 1)모돈수 감소에 따른 구조적 공급량 감소, 2)계절적인 도축두수 감소, 3)일본 방사능 유출 사태 이후 수산물 대체 효과 및 캠핑 등 야외활동 증가에 따른 견조한 수요** 등이 맞물렸다고 판단된다.

Exhibit 1. 돈육시세와 도축두수



Source: 대한한돈협회, Leading Research Center

돈육시세 지난해보다 높은 수준으로 유지될 전망

올해 모돈수 증가는 제한적일 전망

돈육 가격 상승에 따른 농가 수익성 개선으로 모돈수는 재차 증가하여 '14년 3월 말 기준 91만두('13년 말 89.5만두)까지 증가한 상황이다. 그러나 올해 5월까지 PED 영향이 있었고 여름 잠복기를 거쳐 올 가을 PED가 재발할 가능성이 재기되어 올해 **모돈수 증가는 제한적일 것**으로 예상된다.

연평균 돈육가격 4,300원/kg 이상에서 형성될 것으로 추정

모돈수 증가가 출하두수 증가로 이어지는 것이 약 10개월(임신 4개월, 사육 6개월)후 이기 때문에 **모돈수 증가가 돈육시세에 영향을 미치는 것은 내년 상반기가 될 것으로 판단**되어 올해 **돈육시세는 지난해 대비 높은 수준으로 유지될 전망**이다. 돈육시세가 1Q14 평균 3,978원/kg(37.1%YoY), 2Q14 현재 4,928원(30.1%YoY)임을 고려할 때 3Q 출하두수에 따른 가격하락을 고려해도 **연평균 가격은 4,300원/kg 이상에서 형성될 것으로 추정**된다.

Exhibit 2. 양돈시장 수급 추이 및 전망

구분	07	08	09	10	11	12	13	14F
연평균 돈육시세(원/kg)	**2,918**	**3,732**	**4,128**	**3,900**	**5,851**	**4,079**	**3,602**	**4,359**
%YoY	*-13.0*	*27.9*	*10.6*	*-5.5*	*50.0*	*-30.3*	*-11.7*	*21.0*
연평균 모돈수(천두)	1,004	926	937	980	816	961	929	914
%YoY	*-0.8*	*-7.8*	*1.2*	*4.6*	*-16.7*	*17.7*	*-3.3*	*-1.7*
연평균 사육두수(천두)	9,518	9,126	9,297	9,819	7,580	9,534	10,010	9,843
%YoY	*3.5*	*-4.1*	*1.9*	*5.6*	*-22.8*	*25.8*	*5.0*	*-1.7*
도축두수(천두)	13,675	13,806	13,919	14,629	10,833	14,040	16,130	15,077
%YoY	*5.2*	*1.0*	*0.8*	*5.1*	*-26.0*	*29.6*	*14.9*	*-6.5*
도축두수/모돈수	13.6	14.9	14.9	14.9	13.3	14.6	17.4	16.5
%YoY	*6.0*	*9.5*	*-0.4*	*0.5*	*-11.1*	*10.1*	*18.8*	*-4.9*
돈육 생산량	706	709	722	761	576	750	855	799
%YoY	*4.2*	*0.5*	*1.8*	*5.4*	*-24.4*	*30.2*	*14.0*	*-6.5*
돈육 수입	247	214	210	179	370	276	185	200
%YoY	*17.5*	*-13.4*	*-2.1*	*-14.5*	*106.3*	*-25.4*	*-33.0*	*8.1*
돈육소비량	931	927	916	941	938	960	1,080	1,107
%YoY	*6.5*	*-0.5*	*-1.2*	*2.7*	*-0.3*	*2.4*	*12.5*	*2.5*
국내 생산량/소비량	75.8	76.5	78.9	80.9	61.4	78.1	79.2	72.2
%YoY	*-2.2*	*1.0*	*3.1*	*2.6*	*-24.1*	*27.2*	*1.4*	*-8.8*
1 인당 소비량	19.2	19.1	19.1	19.2	18.8	19.2	21.5	22.0
%YoY	*6.0*	*-0.5*	*0.0*	*0.7*	*-2.1*	*1.9*	*12.1*	*2.1*
양돈 사료 생산량(천톤)	5,409	5,307	5,332	5,535	4,482	5,685	6,136	5,850
%YoY	*4.5*	*-1.9*	*0.5*	*3.8*	*-19.0*	*26.9*	*7.9*	*-4.7*
양돈 사료 평균 가격(kg)	403	520	582	541	634	644	637	625
%YoY	*9.8*	*29.1*	*11.8*	*-7.1*	*17.3*	*1.6*	*-1.1*	*-2.0*

Source: 농림축산검역본부, 농협중앙회, 통계청, Leading Research Center

돈육가격 2Q>3Q>1Q>4Q, 배합사료 생산량 4Q>3Q>1Q>2Q

도축두수, 2Q 감소, 3Q~4Q 증가

돈육 시세의 뚜렷한 계절성을 보이는데 이는 공급측면에서 살펴볼 수 있다. 무더운 여름(6월~8월)에 돼지의 수태율이 떨어지기 때문에 10개월 후인 **2Q(4월~6월)에 도축두수가 감소**하고, 겨울인 4Q(10~12월)에는 수태율이 높아져 10개월 후인 **3Q~4Q(8~10월) 도축두수가 증가**하게 된다.

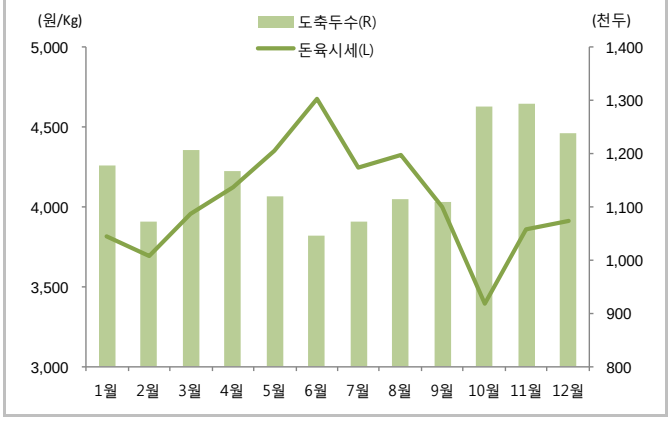
돈육가격 6월 peak, 10월 저점
배합사료 물량 4Q 큰폭 증가

따라서 **돈육시세는 도축두수가 감소하는 6월 돈육가격이 peak 를 기록한 후 성수기인 3Q 출하두수 증가로 점진적으로 하락**하고, 추석이 있는 9월~10월에 출하물량이 급증하며 **10월 저점을 형성**하는 주기를 반복했다. **양돈 배합사료 생산량은 도축두수와 매우 높은 유의성**을 보이는데 계절적으로 **도축두수가 증가하는 4Q 에 물량이 큰 폭으로 증가**한다.

돈육가격 2Q>3Q>1Q>4Q
배합사료 생산량 4Q>3Q>1Q>2Q

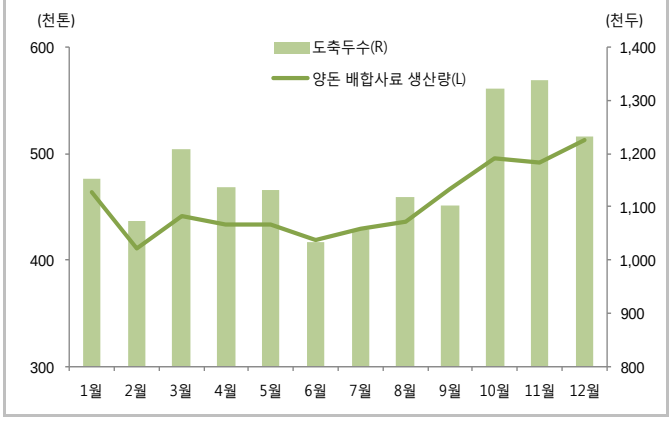
과거 돈육가격('06~'13년 평균)이 2Q>3Q>1Q>4Q 순이었음을 고려할 때 계열화 사업을 영위하는 **팜스코의 실적 모멘텀도 유사한 흐름**이 될 것으로 예상한다. **배합사료 생산량('09~13년 평균)의 경우 4Q>3Q>1Q>2Q 순**으로 곡물가격이 안정적으로 유지될 경우 사료사업 위주인 **선진의 이익 모멘텀은 하반기로 갈수록 강화될 전망**이며, **팜스코의 경우도 하반기 사료물량 확대로 4Q 계열화 부문의 이익 감소분에 대한 상쇄**가 가능할 것으로 예상된다.

Exhibit 3. 돈육시세와 도축두수의 계절성



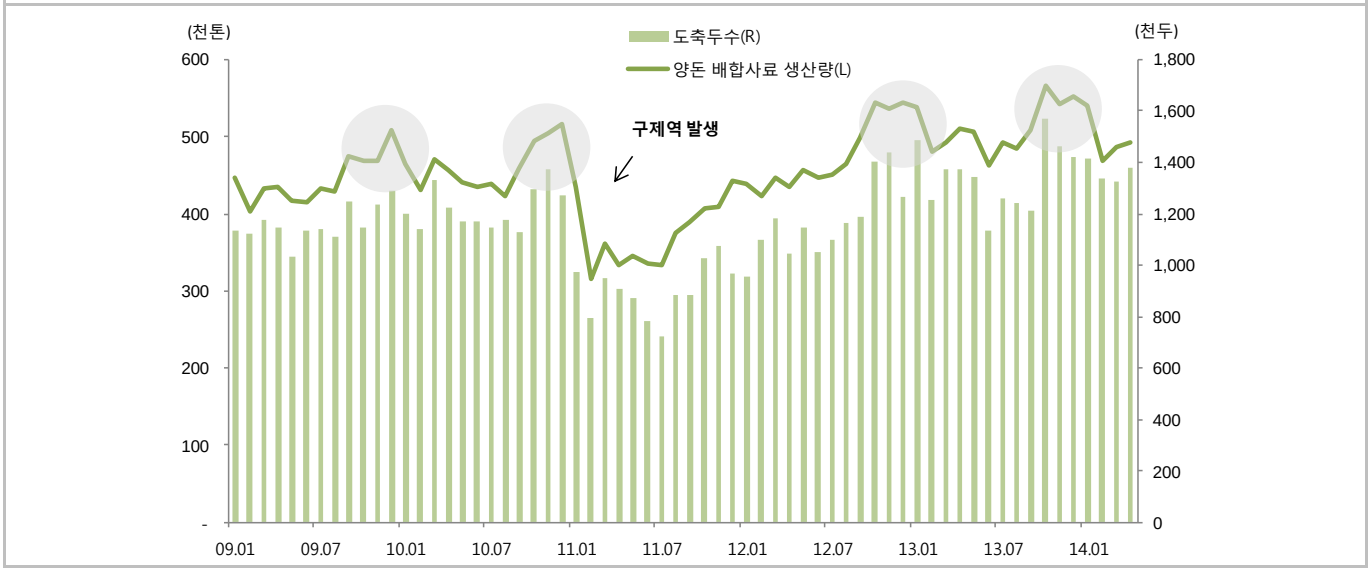
Source: 농림축산검역본부, 농협중앙회, Leading Research Center
주: '07~'13 년 평균

Exhibit 4. 도축두수와 배합사료 생산량의 계절성



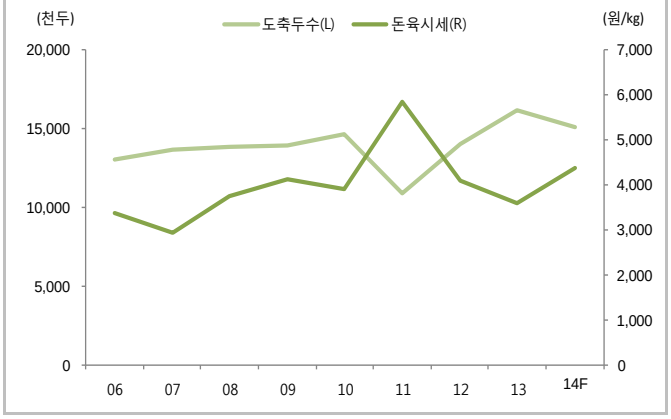
Source: 농림축산검역본부, 농림축산식품부, Leading Research Center
주: '09~'13 년 평균

Exhibit 5. 양돈 배합사료 생산량과 도축두수 추이



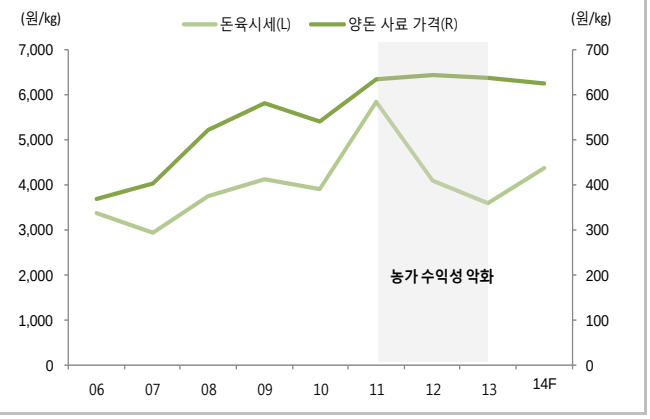
Source: 농림축산검역본부, Leading Research Center

Exhibit 6. 도축두수 및 돈육시세 추이 및 전망



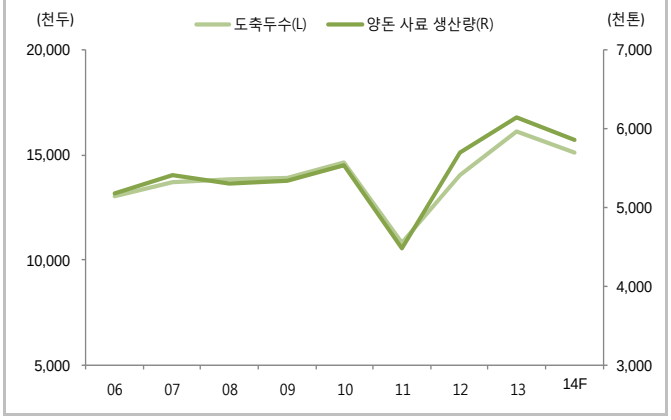
Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 7. 돈육시세 및 양돈 사료 가격 추이 및 전망



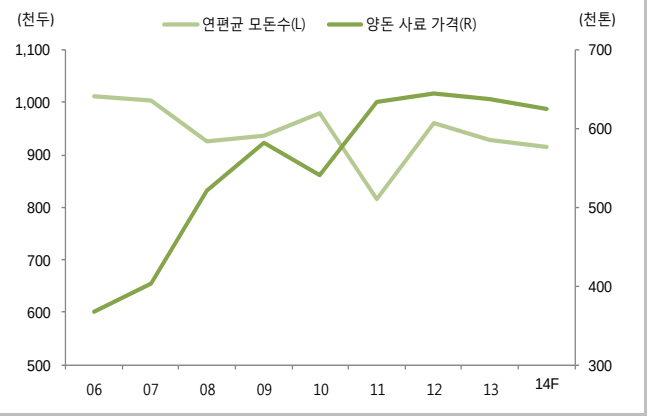
Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 8. 도축두수 및 양돈 사료 생산량 추이 및 전망



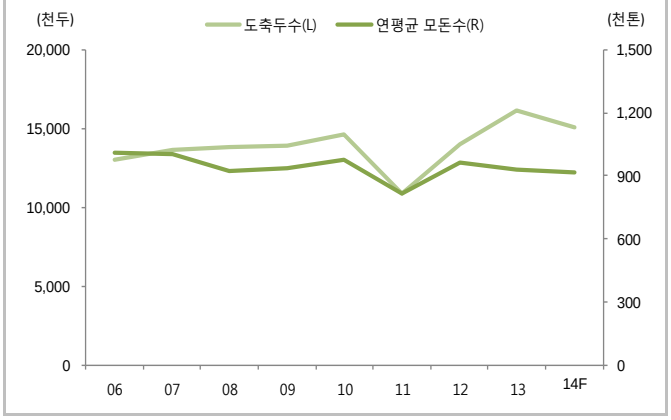
Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 9. 모돈수 및 양돈 사료 가격 추이 및 전망



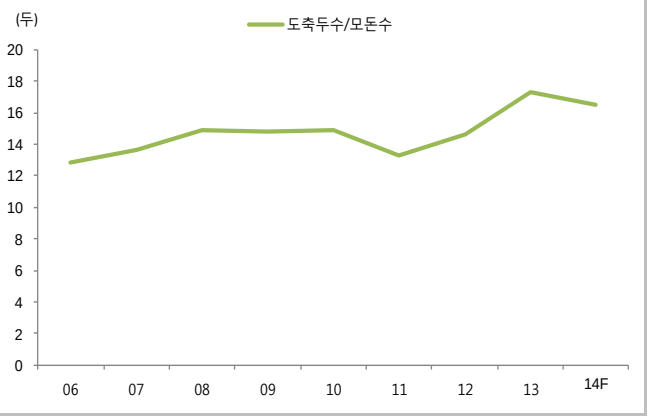
Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 10. 도축두수 및 모돈수 추이 및 전망



Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 11. 도축두수/모돈수 추이 및 전망



Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

곡물투입단가 하향 안정화로 생산비용 하락

곡물가격은 수익성에 매우 주요한 요소

비육돈 두당 생산비용의 약 53%가 사료비용이고 **선진, 팜스코와 같은 양돈업체 매출의 약 60% 가량이 사료부문**임을 고려할 때 원재료인 **곡물가격은 수익성에 매우 중요한 요소**이다. 양돈 배합사료에 사용되는 곡물은 옥수수, 대두박, 소맥이며 업체별로 배합비율의 차이는 있으나 사용비율은 평균적으로 5:3:2 수준이다. 업체들의 사료판가는 원재료인 국제곡물 투입단가의 영향을 받는데 **곡물가 상승 대비 사료판가의 상승은 지연되지만 한번 상승한 판가는 곡물가격이 하락하더라도 변동폭이 제한**되는 경향이 있다. 따라서 사료 업체들은 곡물가격 하락 시 확대되는 마진 스프레드를 통해 이익을 창출한다.

곡물가격 및 환율 하락 등 사료업체들에게 우호적인 환경

연초 이후 양축용 사료 판가가 평균 2% 인하되었고 연초 이후 곡물가격이 옥수수 +5.9%, 대두박 +6.9% 등 상승하는 등 사료업체들의 마진 스프레드는 1Q대비 축소될 것으로 예상된다. 그러나 전년동기 대비로는 대두박(+3.4%YoY)을 제외하고 옥수수 -30.5%, 소맥 -14.5% 등 낮은 상황이며 대부분의 곡물을 수입에 의존하는 상황에서 환율이 연초 이후 약 3%, 전년동기 대비 약 8% 하락하는 등 **사료업체들에게 우호적인 환경은 지속될 전망**이다. 다만 올해 하반기 예고되고 있는 '슈퍼엘리뇨' 가 변수로 작용할 가능성은 상존한다.

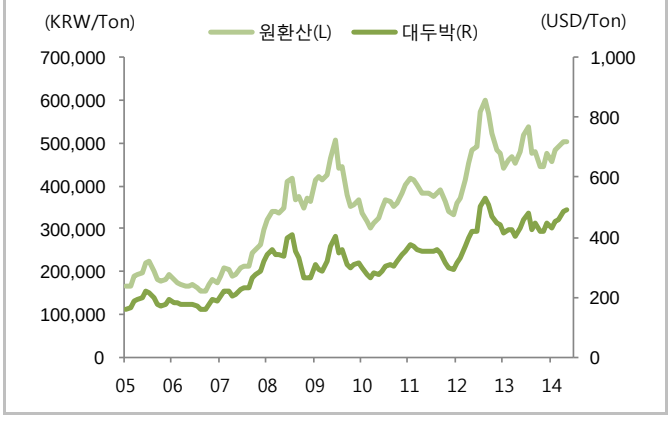
Exhibit 12. 옥수수 월별 가격 추이

Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 13. 소맥 월별 가격 추이

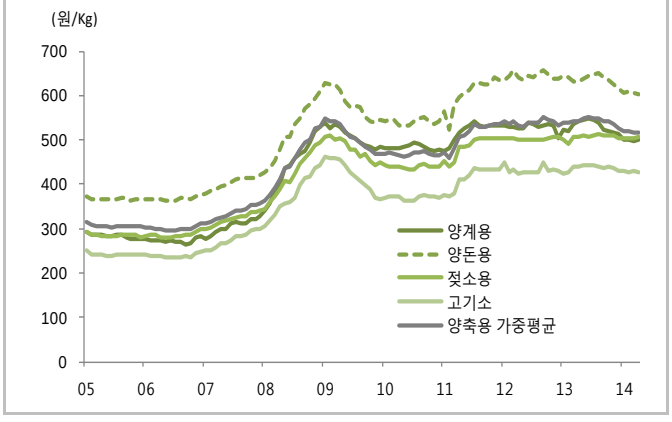
Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 14. 대두박 월별 가격 추이



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 15. 양축용 배합사료 가격 추이



Source: 농림축산식품부, Leading Research Center

Exhibit 16. 비육돈 두당 사육비용 및 구성비

비목별(원)	2008	2009	2010	2011	2012
비용합계	**245,711**	**268,234**	**282,987**	**339,751**	**331,097**
가축비	**66,537**	**70,257**	**74,483**	**96,082**	**88,484**
사료비	**131,651**	**147,353**	**150,972**	**169,844**	**174,181**
수도광열비	2,768	2,245	2,797	3,521	3,309
방역치료비	6,762	6,957	8,810	10,984	9,006
농구비	-	-	-	-	6,708
영농시설비	-	-	-	-	7,858
제재료비	1,846	1,946	1,142	2,021	2,389
차입금이자	1,897	1,722	1,882	2,584	2,440
임차료	370	356	538	1,017	-
토지임차료	-	-	-	-	83
고용노동비	6,028	6,411	8,500	9,200	10,536
분뇨처리비	4,853	4,656	5,551	6,415	6,073
기타잡비	971	689	1,049	3,524	-
일반비소계	**231,389**	**251,650**	**265,362**	**318,593**	**313,818**
자가노동비	4,292	4,200	5,007	6,276	6,801
자본용역비	-	-	-	-	9,820
토지용역비	483	868	604	496	658
비중(%)	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
비용합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가축비	**27.1**	**26.2**	**26.3**	**28.3**	**26.7**
사료비	**53.6**	**54.9**	**53.3**	**50.0**	**52.6**
수도광열비	1.1	0.8	1.0	1.0	1.0
방역치료비	2.8	2.6	3.1	3.2	2.7
농구비	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
영농시설비	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4
제재료비	0.8	0.7	0.4	0.6	0.7
차입금이자	0.8	0.6	0.7	0.8	0.7
임차료	0.2	0.1	0.2	0.3	0.0
토지임차료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고용노동비	2.5	2.4	3.0	2.7	3.2
분뇨처리비	2.0	1.7	2.0	1.9	1.8
기타잡비	0.4	0.3	0.4	1.0	0.0
일반비소계	**94.2**	**93.8**	**93.8**	**93.8**	**94.8**
자가노동비	1.7	1.6	1.8	1.8	2.1
자본용역비	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
토지용역비	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2

Source: 통계청, Leading Research Center

양돈 산업: 수직 계열화 업체 위주의 시장지배력 확대

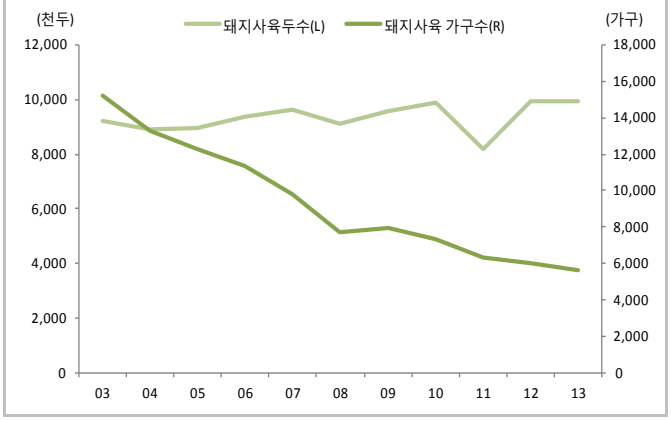
수익성 악화로 돼지 사육 가구수 감소

돼지가격과 곡물가격의 높은 변동성, 구제역 등 질병 관리의 어려움, 인건비 및 각종 생산비용 상승 등에 따른 **수익성 악화로 돼지 사육 가구수는 꾸준히 감소**하는 추세에 있다. 이를 대신해 규모의 경제와 생산 및 유통의 효율성을 누릴 수 있는 **수직 계열화 업체 위주로 양돈 산업이 재편**되는 모습이다.

생산성과 수익성 측면에서 계열화 사업의 확대 추세 불가피

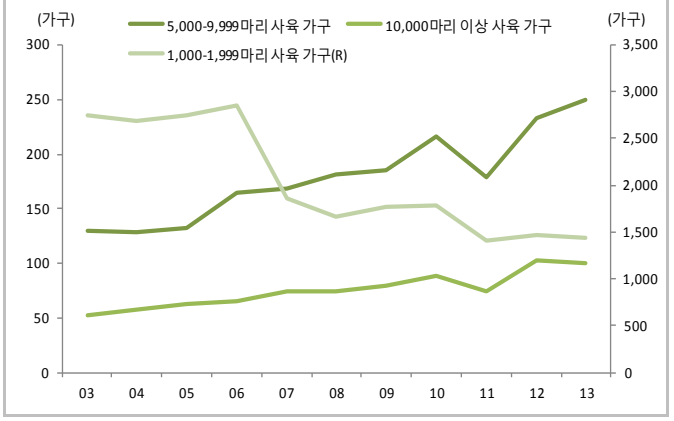
대기업의 양돈 수직 계열화 사업 참여로 5,000마리 이상을 사육하는 **대형 농가 수가 증가**하고 있고, 체계적인 관리로 **MSY(모돈 한마리당 연간 비육돈 출하두수, Marketted Pigs Sow Per Year)가 상승**하며 출하두수는 증가하는 추세이다. **MSY 의 상승은** 출하두수의 증가뿐만 아니라 같은 사료량을 투입했을 경우 더 많은 비육돈을 생산한다는 것을 의미하므로 생산비용이 절감되어 **농가의 수익성 개선에 기여**한다. 네덜란드, 덴마크 등 유럽 양돈 선진국의 MSY 가 26두 이상인데 반해 우리나라의 평균 MSY 는 15.2두에 불과하다. **국내 대기업 계열 농장의 MSY 는 20두 이상**이며 농장의 현대화, 시스템화에 따라 MSY 가 꾸준히 개선되는 추세에 있어 **생산성과 수익성 측면에서 계열화 사업의 확대 추세는 불가피할 전망**이다.

Exhibit 17. 돼지사육두수 및 돼지사육가구수



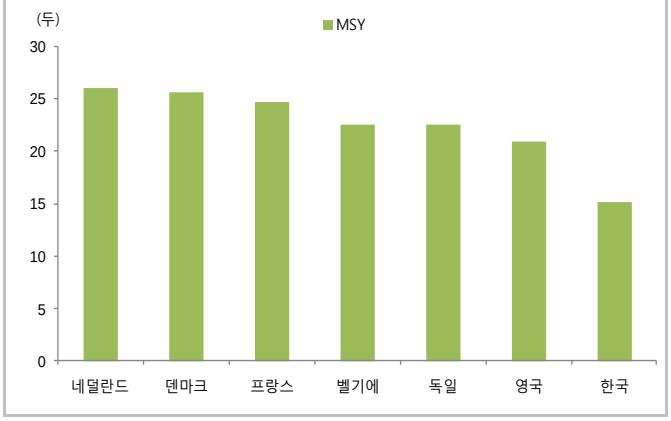
Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 18. 돼지농가의 대형화 추세



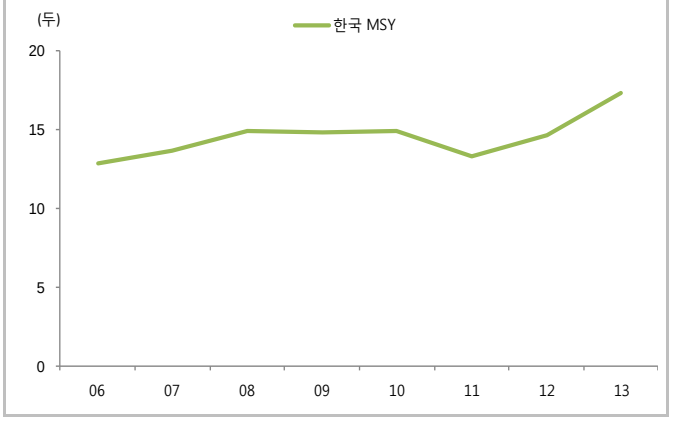
Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 19. 국가별 MSY 비교



Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 20. 국내 MSY 추이



Source: 통계청, Leading Research Center

수직 계열화 업체의 사료판매량 증가

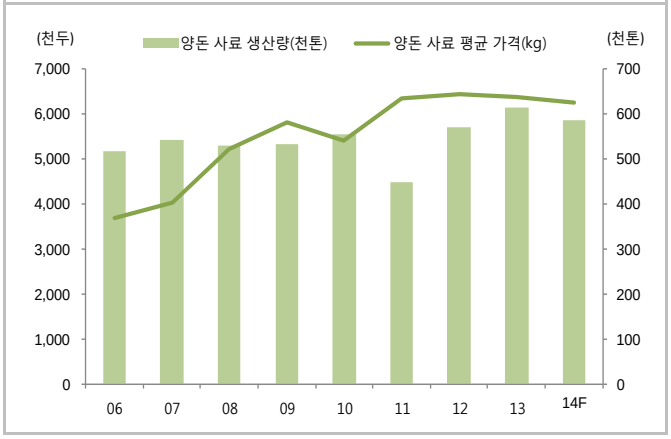
업계 구조조정 가속화로 계열화 업체들 사료부문에서 높은 매출성장률 기록

'11년 구제역에 따른 대규모 살처분 이후 정부의 보상금액을 축산농가들이 재투자하여 모돈 입식에 힘쓴 결과 '12년 돼지 공급량 급증, '13년 공급과잉에 따른 돈육가격 하락이 발생하였고 국제곡물 가격 상승에 따른 사료가격 상승으로 영세 농가의 퇴출과 중소농가들의 계열화 편입이 이루어지는 등 **업계 구조조정이 가속화**되었다. 이에 따라 일반 농가를 대상으로 하는 사료업체들은 부진한 실적을 기록한 반면 **선진, 팜스코 등의 계열화 업체들은 사료부문에서 시장성장률을 상회하는 높은 매출성장률**을 기록했다.

계열화 업체와 일반 사료업체간의 격차 벌어질 전망

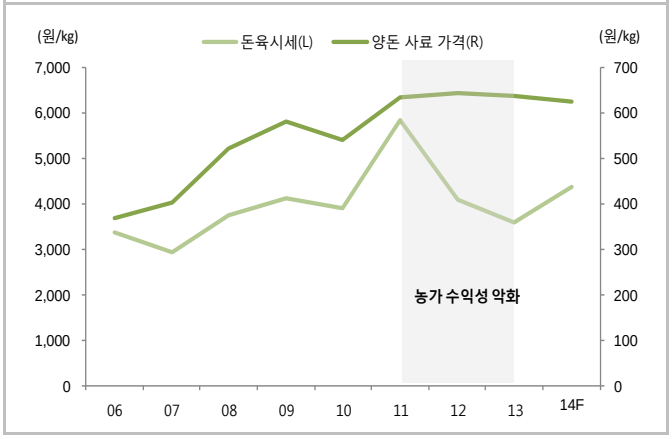
앞서 언급한대로 생산성과 수익성 측면에서 우수한 **계열화 사업 확대가 예상되어 계열화 업체들과 일반 사료 업체들의 사료 판매량 격차가 더욱 벌어질 것**으로 예상된다.

Exhibit 21. 양돈 사료 생산량 및 평균가격 추이 및 전망



Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 22. 돈육시세 및 양돈 사료 가격 추이 및 전망



Source: 농림축산식품부, 농협중앙회, Leading Research Center

Exhibit 23. 계열화 업체와 일반 사료 업체 비교

구분		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
시장	배합사료 생산량(천톤)	16,148	16,131	16,481	17,534	16,664	18,480	18,936
	%YoY	4.4	-0.1	2.2	6.4	-5.0	**10.9**	**2.5**
	배합사료 평균가격(원/Kg)	335	450	508	468	512	539	542
	%YoY	11.6	34.3	12.9	-7.8	9.3	**5.3**	**0.5**
계열화 업체	선진(십억원)	172	235	240	232	182	257	308
	%YoY	21.5	36.9	2.1	-3.4	-21.6	**41.3**	**19.9**
	팜스코	170	211	279	317	344	435	484
	%YoY	10.1	23.8	32.4	13.6	8.7	**26.3**	**11.4**
일반 사료 업체	동아원(십억원)	111	141	157	167	183	262	252
	%YoY	56.3	27.0	11.1	6.5	9.5	**43.2**	**-3.6**
	우성사료	213	307	364	368	379	389	355
	%YoY	15.4	44.1	18.5	1.1	3.0	**2.8**	**-8.7**
	대한제당	319	380	366	356	368	404	342
	%YoY	6.7	19.1	-3.7	-2.7	3.4	**9.7**	**-15.3**

Source: 농림축산식품부, 각사 사업보고서, Leading Research Center

Exhibit 24. 축종별 배합사료 생산실적

구분	축종	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
생산량(천톤)	육 추	312	330	305	316	314	343	328
	산 란	1,946	1,912	1,945	1,981	2,010	2,030	2,052
	육 계	1,859	1,774	1,913	2,033	2,096	2,117	2,076
	종 계	287	270	300	328	327	332	334
	소 계	**4,403**	**4,286**	**4,463**	**4,658**	**4,748**	**4,822**	**4,790**
	양 돈	5,409	5,307	5,332	5,535	4,482	5,685	6,136
	낙 농	1,449	1,370	1,311	1,292	1,240	1,336	1,332
	비 육	3,880	4,165	4,310	4,761	4,792	5,143	5,213
	기 타	1,006	1,003	1,066	1,287	1,402	1,493	1,465
	계	**16,148**	**16,131**	**16,481**	**17,534**	**16,664**	**18,480**	**18,936**
%YoY	육 추	3.1	6.0	-7.7	3.8	-0.6	9.1	-4.4
	산 란	-0.3	-1.8	1.7	1.9	1.5	1.0	1.1
	육 계	6.8	-4.6	7.8	6.3	3.1	1.0	-1.9
	종 계	4.4	-5.9	11.2	9.4	-0.2	1.5	0.6
	소 계	**3.2**	**-2.7**	**4.1**	**4.4**	**1.9**	**1.6**	**-0.7**
	양 돈	4.5	-1.9	0.5	3.8	-19.0	26.9	7.9
	낙 농	-5.8	-5.4	-4.3	-1.5	-4.0	7.8	-0.3
	비 육	8.6	7.3	3.5	10.5	0.6	7.3	1.4
	기 타	9.4	-0.3	6.3	20.8	8.9	6.4	-1.9
	계	**4.4**	**-0.1**	**2.2**	**6.4**	**-5.0**	**10.9**	**2.5**
%비중	육 추	1.9	2.0	1.8	1.8	1.9	1.9	1.7
	산 란	12.0	11.9	11.8	11.3	12.1	11.0	10.8
	육 계	11.5	11.0	11.6	11.6	12.6	11.5	11.0
	종 계	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	1.8	1.8
	소 계	27.3	26.6	27.1	26.6	28.5	26.1	25.3
	양 돈	33.5	32.9	32.4	31.6	26.9	30.8	32.4
	낙 농	9.0	8.5	8.0	7.4	7.4	7.2	7.0
	비 육	24.0	25.8	26.1	27.2	28.8	27.8	27.5
	기 타	6.2	6.2	6.5	7.3	8.4	8.1	7.7
	계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Bloomberg, Leading Research Center

선진은 안정적 사료사업, 팜스코는 이익 레버리지 보유

양돈 계열화는 양돈의 생산·가공·유통이 수직적으로 결합되어 각 라인별 부가가치를 극대화 하고 그에 따른 이익을 공유하는 것을 말한다. 즉, 원종돈(GGP), 종돈(GP)로부터 생산되는 돼지(F1, PS)를 계열 자돈농장(약30Kg까지 사육)과 비육농장(출하 가능한 약 110~120Kg까지 사육)에서 사육한 후 도축장을 거쳐 돈육으로 시장에 제공되는 일련의 과정이다.

선진: 사료 마진 스프레드를 통한 안정적 사업구조 보유

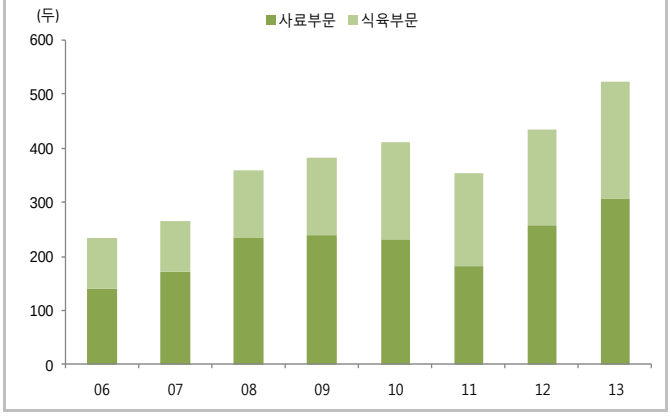
선진, 돈육가격 영향 적게 받아 안정적

선진의 경우 실제 돼지를 보유하지 않고 계열화 과정 내 양돈 사육에 필요한 **사료 공급과 식육유통 사업을 영위**하고 있다. 배합사료 부문은 가축두수에 따른 사료 공급량(Q), 사료판가(P)와 원재료인 곡물가격(C)간의 마진 스프레드를 통해 이익을 창출하기 때문에 국제곡물 가격과 환율의 영향을 받는다. 식육 사업부문은 계약 농가의 돼지를 매입하여 상품화를 통해 판매하는데, 계약 농가로부터의 매입가가 시장가로 반영되는 시차가 1~2주 수준이기 때문에 **돈육가격 변동의 영향을 적게 받아 안정적**이다.

'14년 전북, '17년 경북 공장 증축으로 중장기적 성장

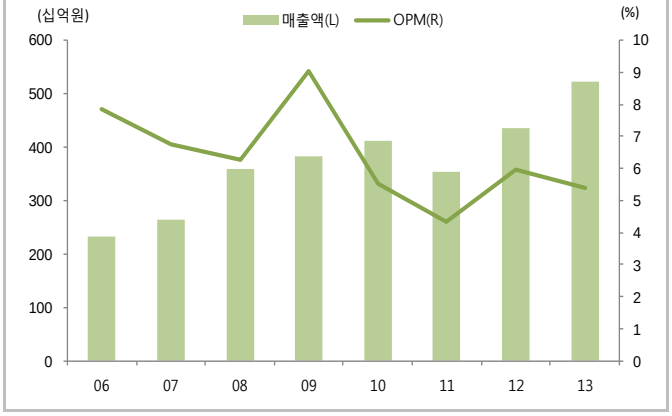
선진은 전북 군산에 연 Capa 30만톤 규모의 사료공장을 건설 중으로 올해 8월 완공할 계획이다. 현재 공장이 없는 호남지역에 공장을 보유하게 됨으로써 **1)호남지역 판매물량 확대, 2)호남지역 유통망 구축에 따른 물류비용 절감, 3)현재 위탁생산분(자가 생산 41만톤, 위탁생산 14만톤)의 자가화를 통한 중장기적 수익성 개선 등의 효과가 기대**된다. 또한 2017년에는 경북 칠곡에 연 Capa 24만톤 규모의 사료공장을 증축할 계획으로 2018년 목표차인 연간 사료 판매량 80만톤(CAGR 7.8%) 달성이 가능할 것으로 보여 **중장기적으로 꾸준한 성장**이 예상된다.

Exhibit 25. 선진 사업부문별 매출액 추이



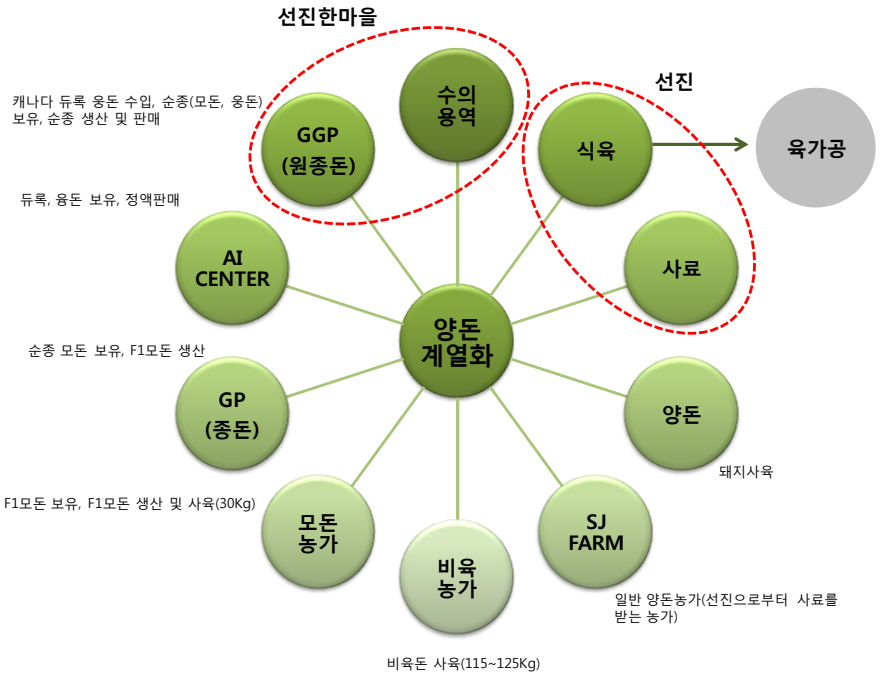
Source: 선진, Leading Research Center

Exhibit 26. 선진 실적 추이



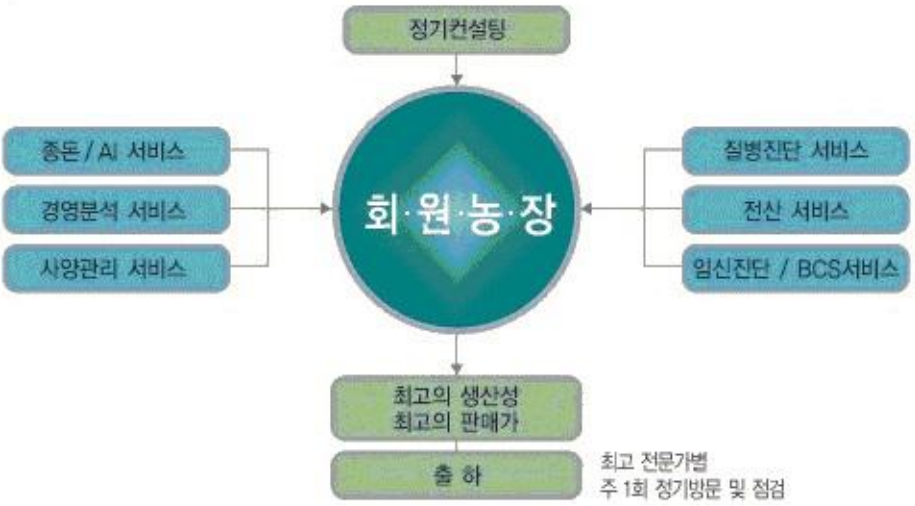
Source: 통계청, Leading Research Center

Exhibit 27. 선진의 양돈 계열화 구조



Source: 선진, Leading Research Center

Exhibit 28. 선진의 농장 관리체계



Source: 선진, Leading Research Center

팜스코: 돈육시세에 따른 이익 레버리지 보유

팜스코, 계열화 사업 전 부문 영위

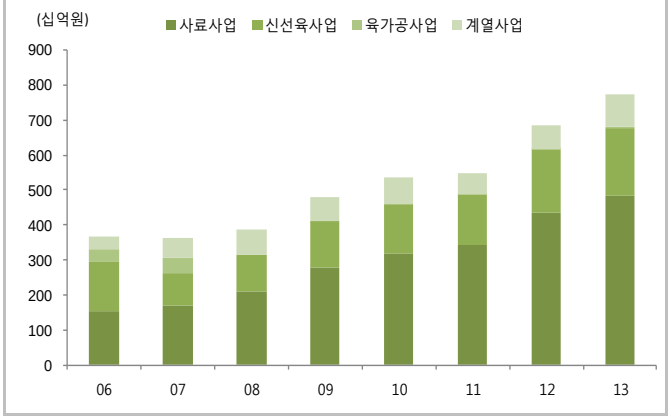
팜스코는 양돈 계열화 사업 전 부문을 영위하고 있다 팜스코도 선진과 마찬가지로 사료부문의 매출비중이 60%이상('13년 선진 58.9%, 팜스코 62.7%)으로 절대적이며 **사료부문에서는 안정적인 이익 창출 능력을 보유**하고 있다.

돈육시세 영향을 많이 받아 이익레버리지가 큰 구조

선진과의 차이점은 **팜스코의 경우 실제 돼지를 보유**하면서 계열화/신선육/육가공 사업을 모두 하기 때문에 **돈육시세의 영향을 많이 받아** 선진에 비해 **이익레버리지가 크다는 점**이다. '11년 구제역으로 돈육가격이 급등하여 계열화 부문에서 영업이익 161억원을 기록하였다가 '12년과 '13년 공급량 증가에 따른 지육가격 하락으로 각각 52억원, 125억원의 영업손실을 기록한 것이 그 예이다.

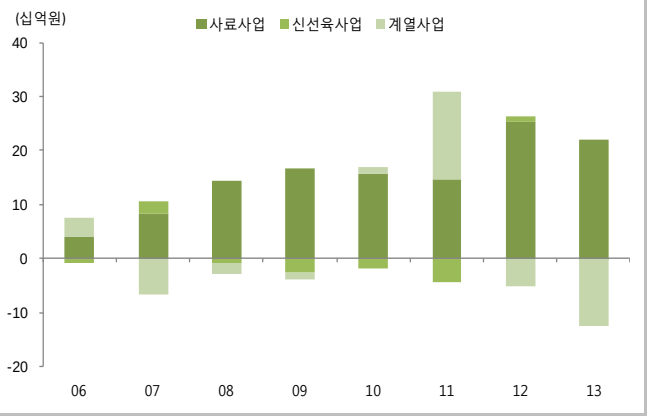
돈육시세가 2Q14 현재 4,928원(30.1%YoY)이고 계절적으로 돈육시세가 2Q>3Q>1Q>4Q 순으로 형성되는 것을 고려할 때 **팜스코의 실적 모멘텀은 2Q14~3Q14 기간 강할 것으로 예상**되며 돈육가격이 상대적으로 낮을 것으로 예상되는 **4Q14에는 도축두수 증가에 따른 사료 판매량 증가로 일부 상쇄가 가능할 전망**이다.

Exhibit 29. 팜스코 사업부문별 매출액 추이



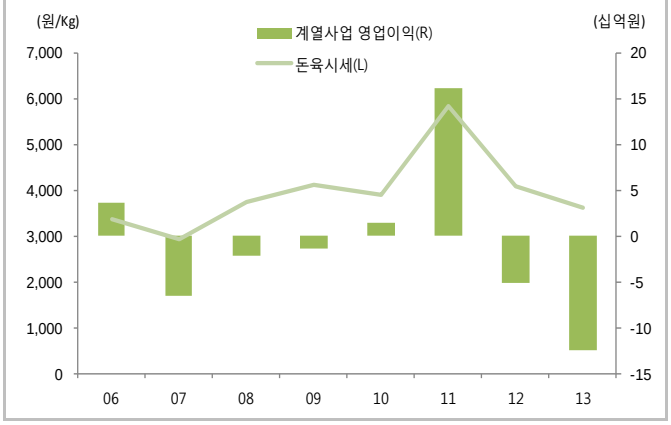
Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 30. 팜스코 사업부문별 영업이익 추이



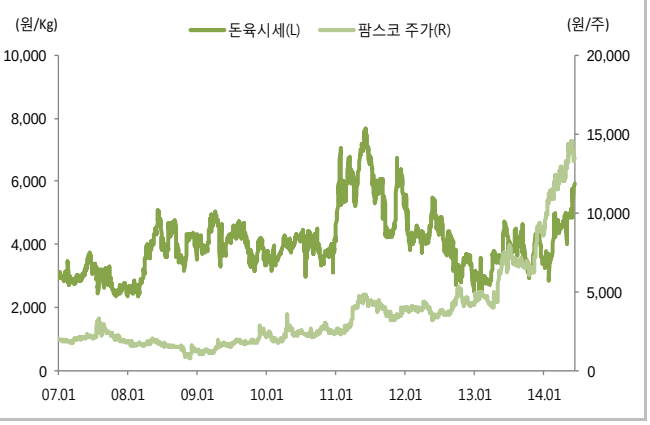
Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 31. 돈육시세와 팜스코 계열사업 영업이익 추이



Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 32. 돈육시세와 팜스코 주가 추이



Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 33. 팜스코 계열화 사업부 모돈 두수 계획 및 목표

단위: 두		2013	2014	2015
GGP(원종돈)	팜스원장수	0	400	400
	봉동	200	200	200
	기타계약	0	0	500
GP(종돈)	봉동	1,600	1,600	1,600
	그린	200	200	200
	포크빌	0	540	540
	기타계약	0	0	2,000
합계		**2,000**	**2,940**	**5,440**
PS(비육)	대성	5,500	5,500	5,500
	봉동	1,800	1,800	1,800
	그린	1,600	1,600	1,600
	하이팜	2,350	2,350	2,350
	포크랜드	2,000	2,000	2,000
	기타농장			27,000
합계		**13,250**	**13,250**	**40,250**

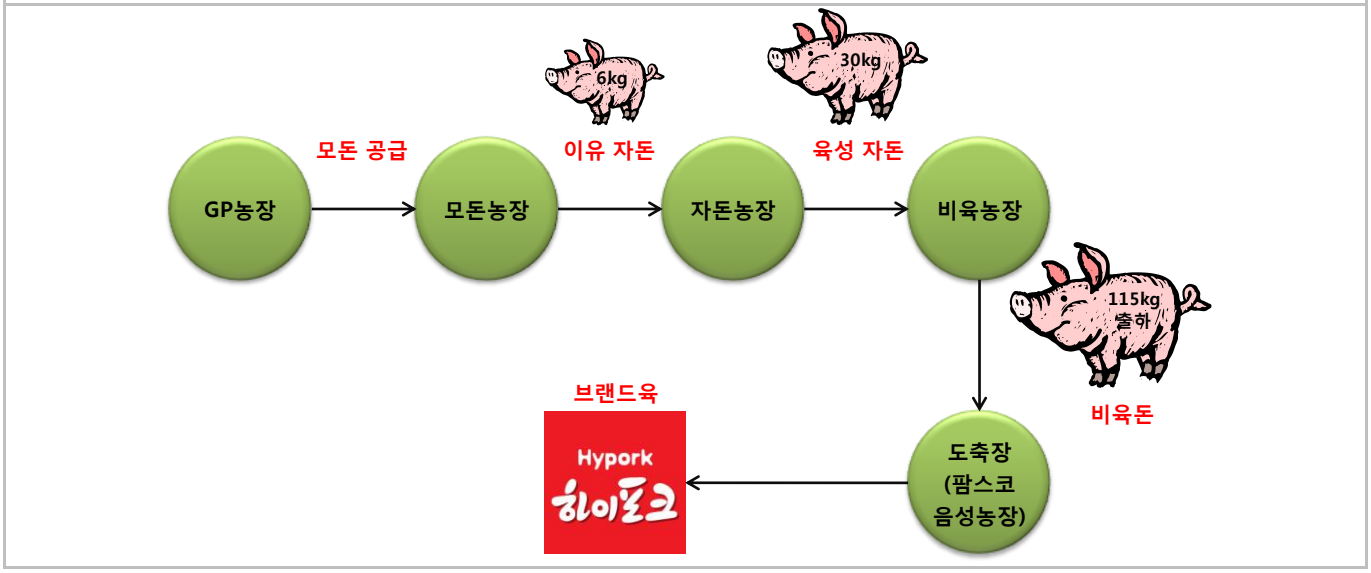
Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 34. 양돈 계열화 용어 설명

구분	내용
종돈	GGP, GP 씨돼지
모돈	종돈(GGP, GP)로 부터 생산되는 돼지(F1, PS)
자돈	모돈으로부터 생산되는 돼지
포유자돈	모유수유를 하고 있는 돼지
이유자돈	사료를 급여하는 모유수유를 중단한 돼지
비육돈	출하 가능할 정도로 생산된 돼지(약 115kg)
자돈농장	6kg 에 도달한 포유자돈을 30kg 까지 사육하는 농장
비육돈농장	30kg 에 도달한 이유자돈을 115kg 까지 사육하는 농장

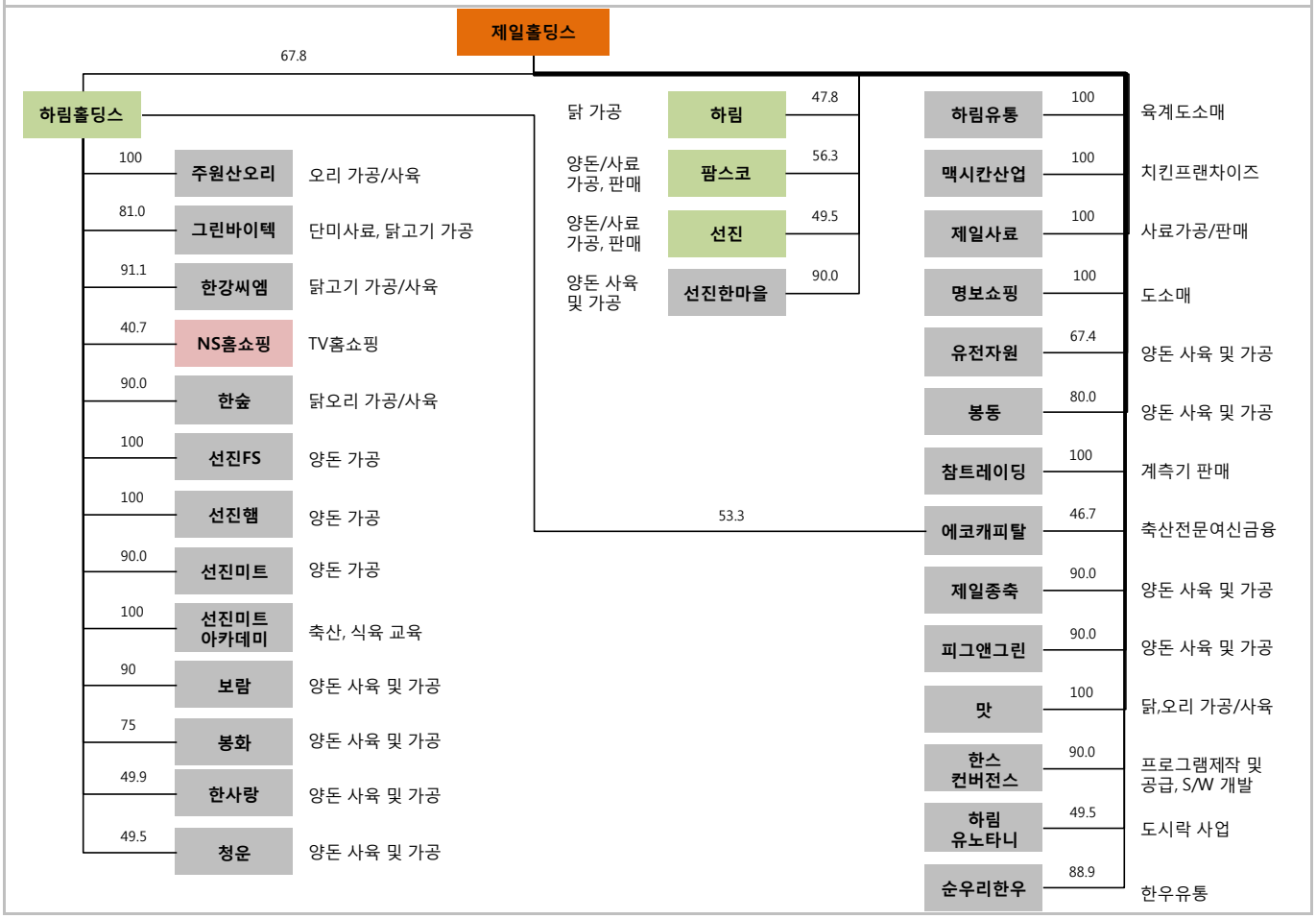
Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 35. 팜스코의 양돈 계열화 구조



Source: 팜스코, Leading Research Center

Exhibit 36. 제일홀딩스 지분 구조



Source: 제일홀딩스, 하림홀딩스, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

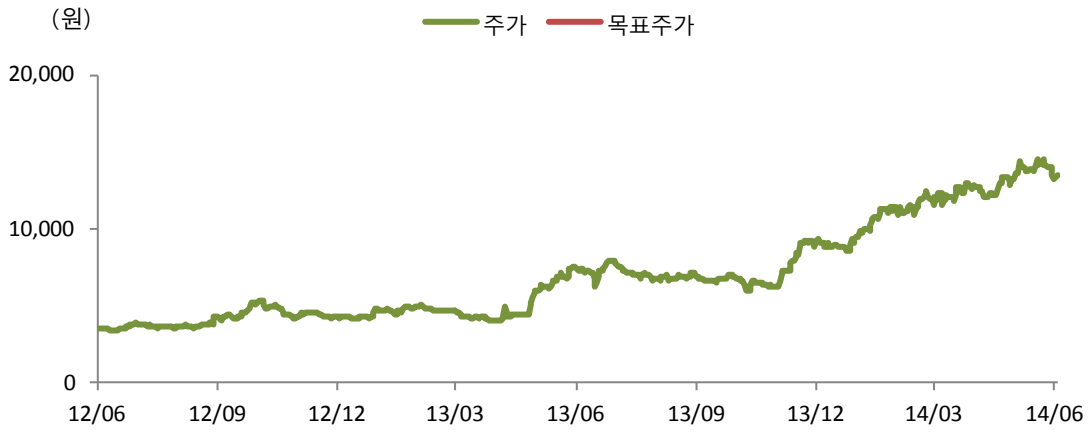
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

팜스코 (036580 KS)	
일자	2014-06-16
투자의견	N/R
목표주가	-

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

▶ Compliance Notice

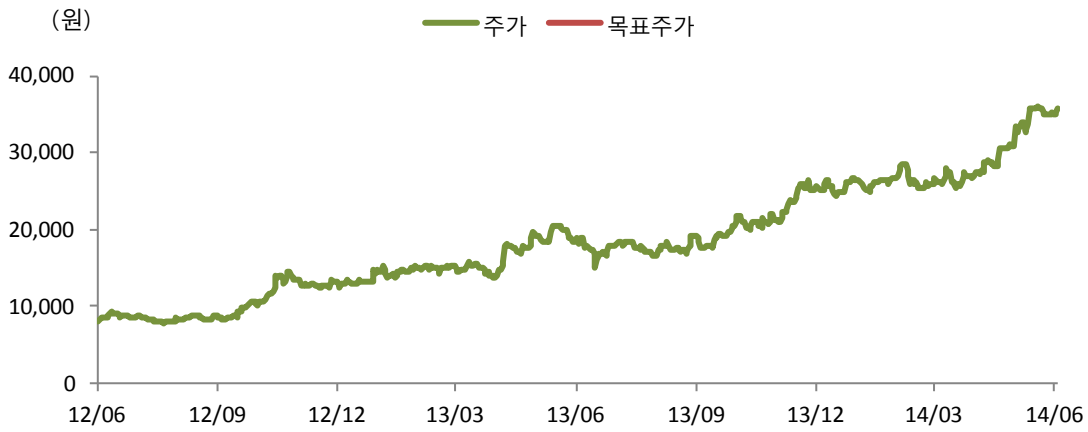
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

선진 (136490 KS)	
일자	2014-06-16
투자의견	N/R
목표주가	-

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*