

4기 BUS 증권동아리 4차 과제

AGFLATION Survivor

연세대학교 YIG

박종우 허주현 방인혜 김태우 송치원

김재성 양수영 권용현 김종완 고미연

목 차

I. 애그플레이션은 구조적이며 지속될 것이다

공 급 I - 1. 기상이변은 농산물 가격 상승의 최우선 요인이다

I - 2. 재고량 감소는 기대 인플레이션을 부른다

I - 3. 농산물 생산가격이 오르고 있다

I - 4. 수출 제한 조치가 확대되고 있다

수 요 I - 5. 바이오 연료: 누구를 위한 곡물인가? 인간 vs. 자동차

I - 6. BRICs: 그들은 아직 배고프다

II. 애그플레이션 서바이버

II - 1. 기업 도출: 애그플레이션이 가져다 주는 기회들

II - 2. 수혜 기업 선정하기: 애그플레이션 서바이버

III. Survivors

III - 1. STX 팬오션

III - 2. American Dairy

III - 3. 몬산토

Key Points

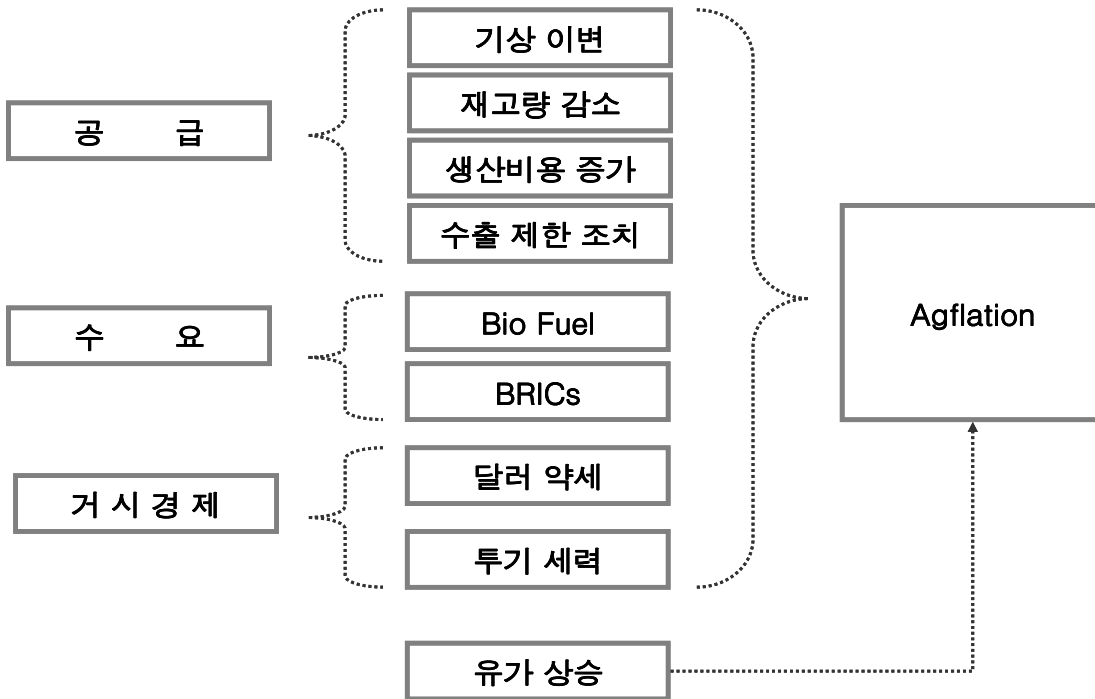
- 애그플레이션은 공급 및 수요 메커니즘에서 기인한 구조적 문제로 판단되며, 향후에도 지속될 것으로 판단된다.
- 바이오 연료의 사용량 증가 추세는 세계적인 정책 변화가 일어날 가능성이 있으므로, 바이오 연료 기업은 수혜 종목에서 제외하였다.
- 애그플레이션을 유발하는 각 요인에 대해 가장 안전하게 대응할 수 있는 기업을 골라야 할 것이며, 우리가 제시하는 6가지 기준에서 가장 높은 점수를 받은 Top Pick 기업은 ADY(해외), STX 팬오션(국내), 몬산토이다. ADY는 분유 제품의 특성상 애그플레이션 수혜 및 가격 전가성에서 가장 높은 점수를 받았으며, STX 팬오션은 향후 곡물 벌크 해운업 호황의 수혜성, 몬산토는 향후 전 세계적인 농산물 증산의 수혜성에서 높은 점수를 받았다.

1부. 애그플레이션은 구조적이며 지속될 것이다.

1. 애그플레이션의 원인

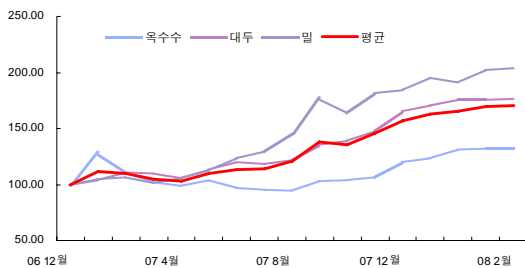
애그플레이션은 무엇인가? ‘애그플레이션’ 아마 아직까지 영어사전에도 수록이 되지 않았을 것으로 짐작되는 이 신조어가 너무 빠르게 깊숙이 우리의 삶을 파고 들고 있다. 농업을 뜻하는 영어 단어인 agriculture와 inflation의 합성어인 이 단어는 농산물 가격 상승상승부터 촉발된 물가상승현상을 뜻한다. 문제는 단순히 농산물 가격상승에서 그치지 않는다. 최근의 이러한 세계적인 곡물가격 상승은 식품가격 상승을 견인하고 곡물 및 곡물제품을 원재료로 하는 요식업, 가공업, 공업 등 관련부문에 파급영향을 미쳐 인플레이션을 심화시키고 있다. 이번 장에서는 애그플레이션이 현재 어떤 식으로 진행되고 있는지 알아보고 그것의 원인과 향후 전망을 간단히 정리해보도록 하겠다.

[애그플레이션 조망도]



애그플레이션은 위 조망도와 같이 공급, 수요 및 거시 경제 이렇게 3가지의 복합적인 원인으로 유발되는 현상으로 분석된다. 위 요인들의 복합적 발생으로 인해 농산물 가격은 상승하게 되며, 자연스럽게 음식료 제품 가격의 인상을 불러오게 되고 종국에는 글로벌 인플레이션을 유발하게 되는 것이다.

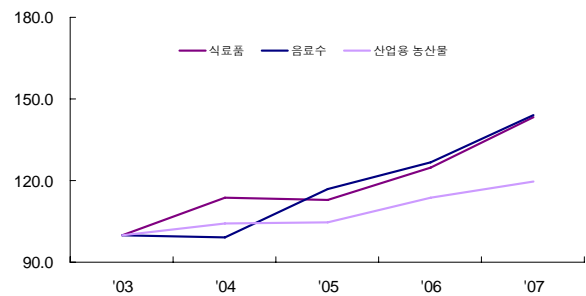
농산물 가격은 증가 추세에 있다



'06년 12월 100 기준

출처: Bloomberg

이에 따라 식료품 가격이 상승하고 있다.



'03년 100 기준

출처: IMF

1부에서는 위 조망도 요인을 각각 분석하고 이에 따라 애그플레이션에 대한 우리의 전망이 어떻게 되는지를 설명한다.

공급측 1-1. 기상이변

가뭄(호주), 홍수(영국, 스웨덴), 이상 더위(남유럽) 등으로 인해 수확이 대폭확 대 되었고 현재 상당한 주목을 모으고 있는 지국 온난화 문제 및 증폭되는 기후 변동성으로 인해 장, 단기적으로 농산물의 공급 측면에 있어 큰 리스크로 작용할 것으로 보인다. “기후 변화는 농산물 가격 급등의 최우선 요인이다.”

1) 기후는 장기적으로 농산물 생산에 차질을 가져올 것

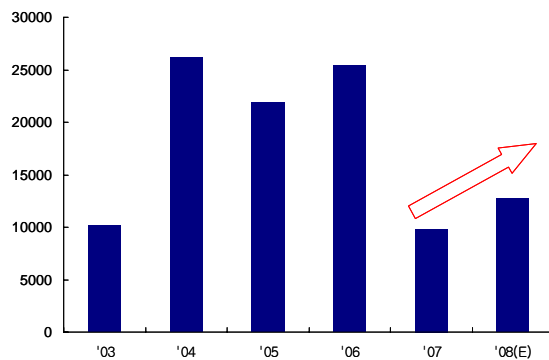
지구 온난화로 인해 해수면 상승과 농작지 감소가 심화되고 있다. 또한 토지에 있는 물의 증발량 증가와 토양 속 수분감소로 곡물의 생산성이 감소하고, 강물의 유량감소로 인하여 빗물의 이용효율이 저하된다.

중요 통계치(UN)	결과 및 시사점
중국 평균 기온 2030년까지 최대 2.8도 증가 아시아와 아프리카 평균 기온이 최대 5도 증가하면서 가뭄이 심화될 가능성 제시	곡물 생산량 10% 감소 수자원 부족한 아프리카, 중동 등 취약지역 선정

2) 기상이변은 세계 곡창지대를 타격하고 있다.

현재 대표적인 기상이변의 피해로는 호주의 가뭄, 영국, 스웨덴의 홍수, 남유럽의 폭염, 아르헨티나의 냉해 등이 있으며 실제로 세계 최고의 곡창지대인 호주의 경우 2006년 기준대비 쌀 생산량이 100분의 1수준으로 감소하였다.

호주의 농산물 생산은 가뭄으로 인해 급감하였으며 향후 생산 증대 노력이 이어질 것으로 판단된다.



단위: 백만 달러 출처: Australian Dept. of Agriculture

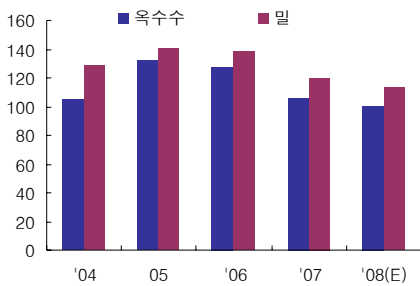
공급 1-2 재고량 감소

재고량 감소와 기대인플레이션 심리의 증대

세계 곡물 수급은 1990년대 이후 소비 증가가 생산의 증가를 뛰어 넘어 버렸다. 이로 인해 곡물의 재고량은 급격히 감소하고 있다. 수요측면의 각종 원인으로 인해 곡물 소비는 지속적으로 증가하고 있는데 반해, 기후 변화로 인한 곡물 생산의 변동성이 커져 수급불안정성이 더욱 증폭되고 있다. 재고로 수급불균형의 부족분을 충당하여, 결과적으로 연도별 기말 생산량과 재고율이 점차 감소해 가는 추세에 있다.

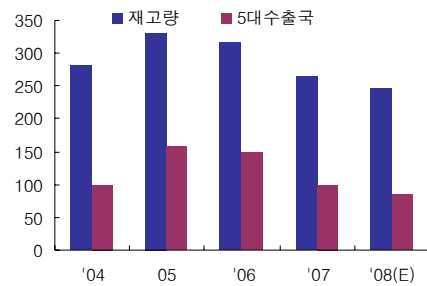
재고량 감소는 기대 인플레이션 증가를 유발한다.

밀과 옥수수 재고는 감소 추세이다



단위: 백만 톤

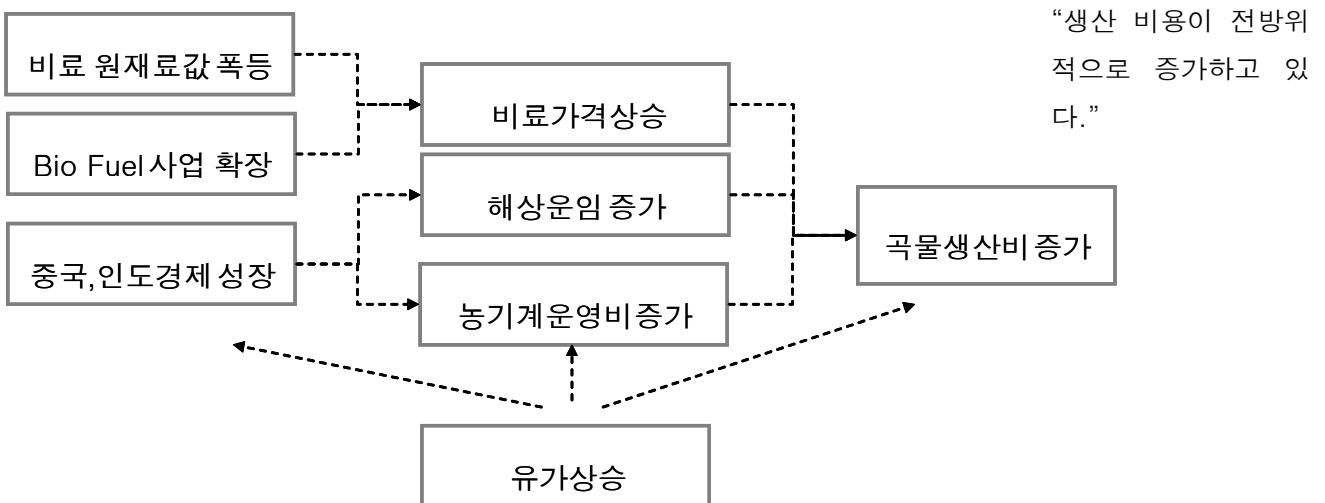
전체 곡물 재고량도 감소하고 있다



출처 International Grains Council

위의 두 그래프에서 보듯이 수년째 재고량이 감소하고 있다. 곡물의 5대 수출국에서 이러한 하락세를 이끌어가고 있는데 이러한 재고율 감소로 수출국들은 곡물의 수출 제한 조치를 점차적으로 늘리고 있어 이로 인한 농작물 가격 상승은 더욱 심해지고 있다.

공급 1-3 생산비용의 증가



위 그림에서 볼 수 있듯이, 비료 원재료값 상승, 해상운임 증가 등 농산물 생산 가격 자체가 오르면서 곡물생산비가 증가하고 있다.

공급 1-4 각국의 수출제한 조치는 공급 차질을 심화시킨다

제 곡물가격 상승이 지속되면서 곡물 수출국들은 자국의 식품가격상승 억제 등을 목적으로 수출제한조치를 취하고 있고, 반대로 수입국들은 자국에 필요한 곡물의 확보를 위해 수입을 촉진하고 있다. 주요 곡물 수출국의 수출규제가 지속될 경우 국제 곡물시장에서의 교역량은 감소할 수 밖에 없다. 공급물량의 감소는 현재의 가격 상승 추세를 가속화 시킬 수 있는 가능성을 안고 있다. 특히 수입 곡물의 의존도가 높은 국가들과 곡물류에 대한 의존도가 높은 저개발 국가들일수록 이러한 영향에 민감한 영향을 받게 된다. 지속적인 식품 가격 상승 속에서 각국은 다음과 같은 정책적인 수출 제한 조치를 취하거나 앞으로 취할 예정이다.

“각국의 수출 제한 조치로 공급에 차질이 생기고 있다.”

국 가	종류	조치내용
러시아	보리, 밀	수출세 (밀 40%, 보리 30%)
	곡물	카자흐스탄, 벨라루스로 수출금지
중 국	곡물, 제분(84 품목)	수출세 환급 취소
	곡물, 제분(57 품목)	수출세
	곡물, 제분	수출할당
아르헨티나	밀, 옥수수, 대두	수출세
인 도	밀, 밀제품	수출금지
	밀	최저생산자가격 인상
	밀	민간수입분 관세철폐
우크라이나	밀, 보리, 옥수수	수출할당
카자흐스탄	밀	수출량의 20%를 국내판매

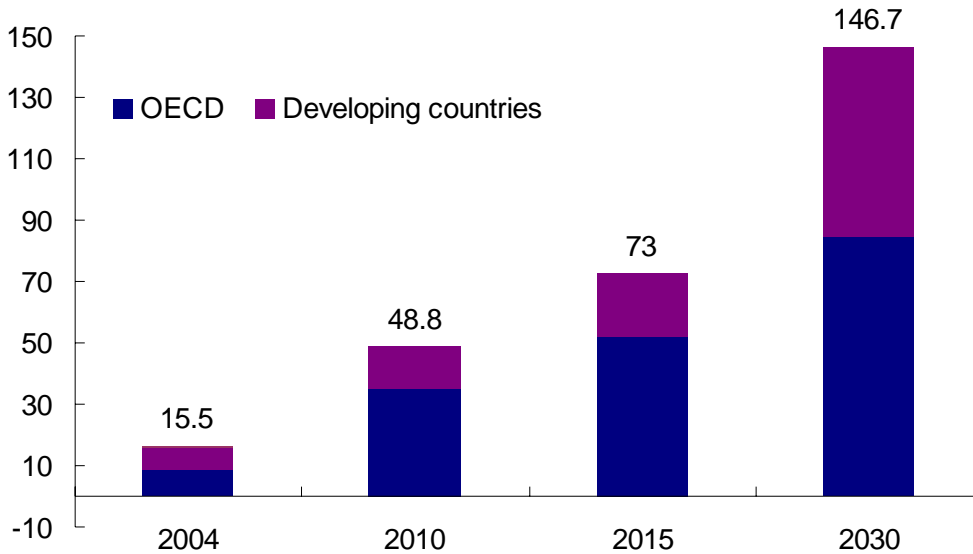
위 표에서 보듯이 현재 농작물 생산국들은 농작물의 수출에 대해 규제를 강화하고 있다. 이러한 규제가 이끌어낼 결과는 자명하다. 러시아, 중국, 아르헨티나 등은 돈을 더 벌어도 수출을 하지 않겠다는 입장을 고수하고 있다. 올해 수확량이 크게 늘지 않을 경우 가격 인상과 규제 확대라는 악순환의 고리가 끊어지기 어렵다는 전망이 나온다. 한국 일본 등 곡물 수입국들이 긴장할 수밖에 없는 이유다. 유엔식량계획(WFP)은 곡물 가격 급등에 따른 예산 압박 때문에 빈국에 대한 식량 원조를 제한하는 방안을 수립하고 있다. 이렇 듯 국가간 식량 자원의 유통이 제한되어 있는 상황에서 농작물의 가격이 상승하는 것은 당연한 귀결이다.

수요 1-1 바이오 연료: 전세계적인 바이오 연료 사용량 증가

최근 고유가와 에너지 안보, 온실가스 규제강화를 배경으로 대체 에너지 개발이 전 지구적 화두로 떠오른 가운데, 해외에서는 차세대 연료로서 바이오 연료의 보급이 급속히 진행되고 있다.

“바이오 연료 수요 증가가 농산물 가격 상승을 부채질한다.”

바이오 연료 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다



단위: 백만 톤

출처: International Energy Association

일반적으로 바이오 연료는 재생가능하며 환경친화적일 뿐 아니라 기존 인프라에 큰 변화를 가하지 않으면서도 화석연료를 대신할 수 있기 때문에 각국 정부에서는 바이오 연료 사용을 촉진하는 정책을 경쟁적으로 입안하고 있는 추세다

<각국의 바이오 연료 육성 정책>

미 국	E85 보급시설의 건설비 지원 및 E85판매업체에 대한 세금감면/ 플렉스카에 대한 세금감면/ 소규모 바이오 연료 생산업체 및 지방정부에 대한 보조금 지원/2017년까지 석유소비량의 20%를 바이오연료로 대체할 계획
E U	2010년까지 이산화탄소 배출량을 3억2000만 톤 줄여 교토의정서 감축 목표량 달성/2030년까지 전체 수송연료의 25%를 바이오 연료로 대체
일 본	2008년까지 주유소에서도 바이오 연료를 혼합할 수 있게 하고 바이오 연료 및 바이오 연료 혼합 휘발유에 대한 세금감면 조치를 도입/ 2012까지 모든 신차에 E10을 쓸 수 있도록 관계법령을 정비중/ 2030년까지 국내 자동차용 휘발유 전량을 E10으로 교체

중 국	중국의 독자 기술인 ‘복합무연휘발유’ 프로젝트에 총 1,120위안(약 154억 원)투자예정(베이징 칭엔리화과기발전유한공사)
-----	--

*** 바이오 연료의 함정: 누구를 위한 곡물인가? 인간 vs. 자동차**

각국에서는 바이오 연료 육성을 위한 정책을 설립하고 활발히 추진 중에 있으나 최근 반대 여론이 고개를 들고 있다. 지난 3월 타임지에서 바이오 연료 증산으로 인해 아마존 열대 우림이 파괴되고 있으며 이에 따라 바이오 연료의 본래 목적인 지구 온난화 방지에 오히려 악영향을 미치고 있다는 직설적인 비판을 담은 컬럼이 게재되었다. 또한 최근 프린스턴 대학 경제학과의 폴 크루거먼 교수도 식량 생산의 불균형 등을 이유로 바이오 연료 증산을 반대하고 있다.

“청정 에너지의 탈을 쓴 사기극 - Time”

이에 우리는 향후 바이오 연료에 대한 국제적인 여론이 형성되고 각국 정부도 이러한 폐해에 대한 심각성을 인식하게 되어 바이오 연료 육성 정책을 재고하게 되는 경우 관련 산업은 막대한 타격을 입게 될 수 있다는 가설을 수립하였다. 따라서 우리는 바이오 연료 관련 기업을 위험 사업을 영위하는 그룹으로 간주하여 애그플레이션 수혜 산업에서 제외하기로 하였다.

수요 1-2 BRICs: 그들은 아직 배고프다

BRICs를 비롯한 신흥개발도상국의 급성장이 식량수요의 견인차로 작용하고 있다. 일반적으로 식량수급에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 인구규모의 증감과 1인당 평균식량소비량의 증감이다. 그 중에서도 가장 큰 비중을 차지하는 인도와 중국을 중심으로 보면 우선 인구규모로 볼 때 중국은 1990년대 이후 인구증가율이 크게 둔화되고 있으나 인구증가세는 여전히 지속되고 있다. 일례로 1995년 중국의 인가증가수는 1271만 명으로 절대 인구증가율은 뚜렷이 둔화되고 있으나 이것을 감안 하더라도 2010년과 2030년에는 각각 14억 명과 16억 명을 초과할 것으로 예측되고 있다. 인도 역시 2001년 10억 명을 넘어서며 가파른 인구 증가세를 보이고 있다.

“BRICs 인구증가는 수요 급증을 유발한다.”

또한 이들 국가의 식생활 변화도 식량 수요 증가 속도를 증폭시키고 있다. 국민소득 증가와 서구 문물 유입의 확산으로 전통적인 음식 비중이 높았던 인도와 중국에서 식생활 변화의 모습이 포착되고 있는 것이다. 젊은 층이 주축이 된 이 변화는 패스트 푸드점의 증가 및 식단 변화 등으로 인한 육류 소비 증가, 아이스크림 등 유제품의 인기로 인한 낙농업 제품 수요 증가로 요약된다.

출처: Financial Times

급격한 경제성장으로 1인당 식량소비는 양국 모두 증가 추세에 있다. 이러한 관점에서 볼 때 인구와 식량수요의 증가, 국내 경작지의 감소로 인해 이 시장에서의 식품 수요는 급증할 것으로 판단된다.

거시 3-1 달러화 약세

서브프라임 모기지 부실 사태 진정을 의해 미국 FRB는 작년부터 수 차례 기준금리 인하를 단행해 왔다. 연방금리는 2008년 3.18일 기준으로 2.25%까지 낮아졌으며 이는 전격적인 달러화 약세의 기폭제가 되었다. 이로 인해 미국내의 전반적인 농산물의 가격 상승과 인플레이션이 유발된다. 금리 인하뿐만 아니라 미국경제에 대한 불안감은 지속적으로 미국통화인 달러에 대한 불안감을 고조시키고 있으며 이미 아시아, 유럽 쪽으로의 자금이동이 감지되고 있다. 이러한 달러화 가치 하락은 농업수출국가인 호주, 유럽(유로화), 라틴아메리카 등의 달러표기 수출가격 상승을 일으켜 농산물 가격 상승을 더욱 부채질 할 것이다.

“달러 약세는 미국을 제외한 국가의 달러표시 농산물 가격 상승을 불러온다”

거시 3-2 투기수요의 증대

위의 3-1에서 언급했듯이 달러화 약세는 투기세력의 농산물 시장 유입을 부채질 하였고 이는 실제로 수급불안으로 인한 농산물 가격상승의 폭을 증가시키고 있다. 시카고 선물거래소(CBOT)의 월간 거래량은, 소맥의 경우 2003년 연평균에 비해 30%, 옥수수는 연평균 30.3%, 대두는 15.3% 증가하였다. 이러한 거래량의 증가는 투기세력의 유입을 반증한다고 판단되며 달러화 약세와 더불어, 수급불안으로 인한 가격 상승의 폭을 높이고 있다.

“투기세력이 가격 상승을 증폭시킨다.”

소결론: 애그플레이션은 구조적인 현상이며, 향후 농산물 증산 노력이 뒤따를 것으로 판단된다.

최근 글로벌 유동성이 원자재 시장으로 유입되고 있는 현상은 단순히 투기목적이 아니라 위와 같은 구조적인 원인에 근본을 두고 있다고 할 수 있겠다. 10억이 넘는 인구가 거주하고 있는 중국과 인도의 급속한 산업화·도시화는 당분간 계속되고, 이에 따라 곡물 수요 역시 꾸준히 늘어날 것으로 전망된다. 또한 고유가 대책으로 각국이 바이오에너지 산업 육성을 추진하고 있기 때문에, 연료 제조에 필요한 옥수수 등 녹말작물에 대한 파잉 수요 상황 역시 지속될 것으로 보인다. 따라서 앞으로 각국은 수급 상황 개

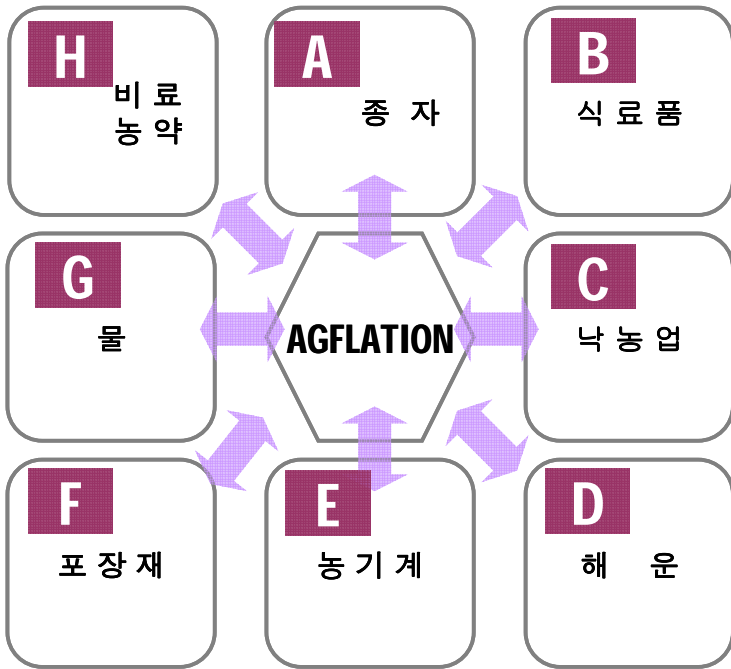
선을 위해 곡물 생산을 늘리고 이를 위한 정책적 지원을 아끼지 않을 것이다.

2부. 애그플레이션 서바이버

앞서 살펴본 애그플레이션 분석을 토대로 수혜 산업과 기업을 선정하기로 하였다. 우리는 먼저 (1) 애그플레이션이 유발되는 각 메커니즘에서 발생하는 기회를 놓치지 않기 위해 앞서 다룬 메커니즘을 Business Opportunity 측면에서 다시 조망하고, 이런 식으로 도출된 기업들을 (2) 평가하여 국내, 해외 서바이버 기업을 1개씩 선정하고, (3) 3부에서 각 기업을 집중적으로 분석하기로 하였다.

II-1. 기업 도출: 애그플레이션이 가져다 주는 기회들

애그플레이션을 둘러싼 수혜 산업은 다음과 같다

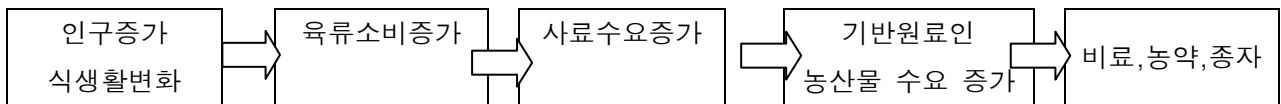


□ 바이오 연료 사업은 앞서 언급했던 바와 같이 위험 사업군으로 간주되어 수혜 기업군에서 제외하였다.

□ 일반적인 견해에서는 낙농업이 식료품에 포함된다고 할 수 있으나, 본 보고서에서는 곡물을 이용한 식품만을 식료품으로, 우유 등 유제품을 이용하는 식품은 낙농업군으로 분류하였다.

출처: Y I G

A. 종자-비료-사료 기업군



가장 대표적이고 직접적인 수혜 기업군이라고 할 수 있다. 인구 증가 및 식생활 변화로 육류생산에 필요한 사료 수요의 증가는 다시 농산물 가격 상승을 유발한다. 농산물 가격이 상승함에 따라 전 세계적으로 공급 증대 노력이 이루어지게 되고, 이에 따라 종자, 비료, 사료, 농약에 대한 대규모 수요 증가가 이어질 것으로 전망된다. 이에 대한 관련 기업으로는 Mon Santo, 동부하이텍, 경농, 남해화학을 선정하였고 그에 대한 투자 포인트는 다음과 같다.

미국의 Mon Santo는 세계적인 농산물 관련 기업으로서 제초제, 유전자 변형 옥수수 및 대두(GMO) 판매가 매출의 대부분을 차지한다. 몬산토의 핵심적인 비교 우위는 (1) 독보적인 종자 라이선스(RoundUP, Dekalb 등 9개의 세계적인 브랜드) 보유 (2) 전세계에 걸친 사업 포트폴리오 (3) 높은 재무적 안정성으로 요약할 수 있다.

대표기업:
Mon Santo

동부하이텍과 경농은 각각 농약 시장 점유율 24%, 15%를 영위하는 대표적인 농약 제조 기업으로서 일견 수혜 종목으로 간주될 수 있으나 (1) 매출이 국내에 제한되어 있어서 국제적인 농업 생산 증대의 수혜를 누릴 수 없다는 점 (2) 낮은 진입장벽 등이 약점으로 지목되어 수혜 기업으로 선정되지 못하였다.

동부하이텍, 경농, 남해화학은 수혜 기업으로 선정되지 못함

남해화학은 비료 및 화학 사업을 영위하는 업체로서 동부하이텍 및 경농과 마찬가지로 국내 기업이기 때문에 애그플레이션으로 인한 농산물 생산 증대 수혜를 보기 힘들다는 점이 약점으로 지목되어 수혜 기업으로 선정되지 못하였다.

B. 식료품

식료품 사업은 직관적으로 생각할 경우 자칫 원가상승에 의해 수익성이 악화되는 기업군으로 생각될 수 있다. 그러나 소비자에 대한 가격 전가와 브랜드 차별성 등이 원가 상승을 상쇄할 수 있는 기업이라면 애그플레이션은 향후 매출 증대를 위한 의미 있는 기회가 될 수 있다고 판단된다. 식료품의 판매가격에는 통상적으로 하방 경직성이 존재하기 때문에, 원재료 가격 상승 시 수익성의 심각한 악화 없이 제품 가격을 인상하는 데 성공하게 되면 이후 원재료 가격이 하락하더라도 판매 가격을 낮추지 않음으로써 롤마진의 폭이 커지게 된다.

대표기업: CJ 제일제당, 농심

세계적인 육류 소비 증가는 애그플레이션의 중요한 원인 중의 하나이다. 육류 수요가 증가한다는 사실 만으로 볼 때, 수익성이 증대된다는 호재로 받아들일 수 있으나 동시에 주요 원재료인 사료 가격이 상승한다는 점은 육류 산업에 대한 악재로 판단된다.

대표기업: Tyson

세계적인 육류 생산 기업인 Tyson은 미국에 거점을 두고 미국, 중국, 러시아, 아르헨티나, 브라질, 인도네시아, 한국, 일본 등 전세계 각지에 사업체를 운영하는 기업으로 규모의 경제를 실현하여 우수한 재무적 안정성을 지녔다는 점과 다각화된 사업 포트폴리오를 보유했다는 점이 장점으로 판단되어 수혜 기업으로 선정하였다.

C. 낙농업

낙농업은 중국과 인도의 식생활 변화 추세와 흐름을 같이 하는 기업군이다. 국민 소득이 증가하면서 중국 및 인도의 어린이 및 젊은 층을 필두로 우유, 아이스크림, 분유 등의 소비가 급증하고 있으며, 이러한 수요 증가에 따라 주요 원재료인 우유 가격이 상승하고 있으며, 가장 눈여겨 보아야 할 부분은 식료품 군과 마찬가지로 가격 전가 능력이라고 할 수 있다.

대표기업:
American Dairy

American Dairy(이하 ADY)는 미국과 중국 등지에서 유제품을 가공 판매하는 기업이다. ADY의 자회사인 Ausnutria는 유아용 분유를 제조하는 업체로서 Nestle, Meiji, Parent's Choice와 함께 주요 분유 제조 업체이다. Ausnutria는 중국에서 사업을 영위하는 기업으로서 애그플레이션의 수혜를 얻기에 가장 적합한 상태라고 판단된다. 왜냐하면 (1) 중국의 인구 증가로 인해 분유 시장 수요 증가가 예상되며, 동사 매출이 증가할 것으로 판단되고 (2) 분유는 아이에게 먹일 제품이기 때문에 가격 탄력성이 낙농업 제품 중에서 상대적으로 낮으며, (애그플레이션으로 인한) 제품 가격 전가가 비교적 쉬울 것으로 판단되기 때문이다.

“중국과 인도의 유제품 소비가 애그플레이션을 증폭시킨다
- Financial Times”

중국의 우유 시장은 과잉 공급으로 해외 가격보다 낮은 수준을 수년간 유지해 왔으나, 예외적으로 분유(Powder)의 경우 (1) 공급 부족을 보이고 있으며 (2) 분유 제조업체들은 상대적으로 높은 가격 결정력을 가지고 있다. 실제로, 우유 가격은 안정적이었던 반면, 분유 가격은 2005년 19.4%, 2006년 8.2% 증가하였다. (출처: Goldman Sachs)

D. 해운

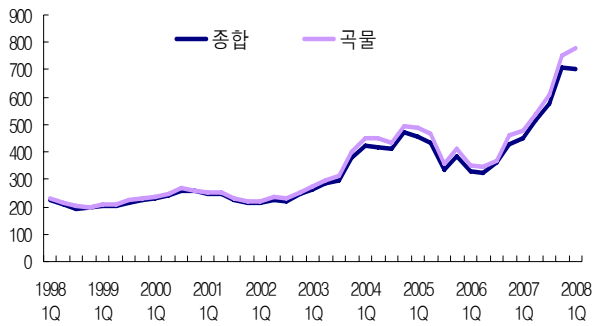
이처럼 해운도 국내 사업 중 애그플레이션의 수혜를 가장 얻기 좋은 업종은 해운일 것으로 판단된다. 농업과 직접 관련된 농기계, 비료 사업군은 오히려 세계적 농산물 증산 흐름에 동참하기 힘들 것으로 판단되는 한편 해운업은 별다른 지장 없이 물동량 증대와 운임 증가의 수혜를 입을 것으로 판단되기 때문이다.

대표기업: 대한해운, STX팬오션

벌크 상황을 파악하는 지수인 MRI INDEX와 그에 포함된 곡물운임지수를 고려할 때 운임과 용선료 상승 추세를 발견할 수 있으며, 이와 같은 현상은 곡물 벌크선을 중심으로 하는 해운사에 매우 긍정적이라고 할 수 있다. 그러나 이것만으로 애그플레이션이 해운사에 대해서 긍정적이라고 보기는 힘들다. 왜냐 하면 물동량의 증가가 뒷받침 되지 않는 경우(예를 들어 오히려 감소할 경우) 해운사에 득이 되지 않을 수도 있기 때문이다. 그러나 세계 곡물 물동량은 증가하고 있으며, 향후 세계적 농산물 증산이 이루어질 경우 주요 수출국과 수입국 간의 거래는 더욱 활발해질 것으로 전망되기 때문이다.

곡물 운송 지수는 증가하는 추세이다

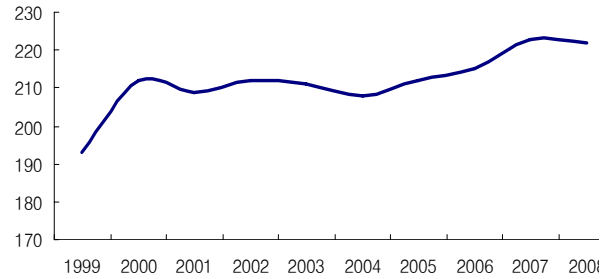
MRI INDEX



출처: 한국해양수산개발원

세계 곡물 물동량은 증가하고 있다

세계 곡물 물동량

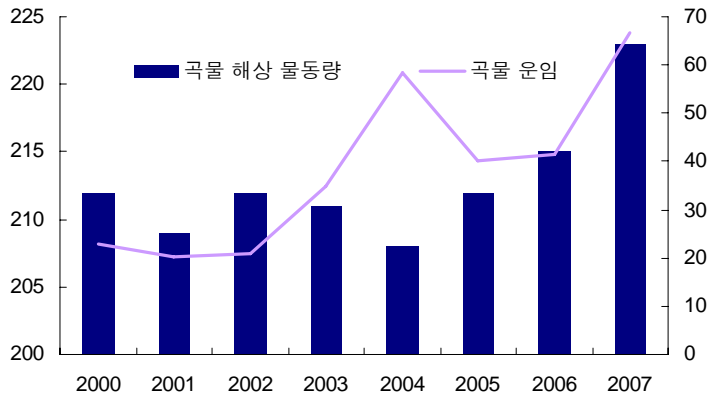


단위: 백만 톤

출처: Clarkson Dry Bulk Trade Outlook

이상의 이유로 해운 사업은 애그플레이션에 대한 세계적인 대응이 효과적으로 이루어질 경우 국내에서 가장 수혜를 입기 쉬운 종목일 것으로 판단된다. 게다가 다음의 차트에서 볼 수 있듯이 곡물의 해상 물동량이 늘어남에 따라 곡물 운임은 증가하는 추세에 있으며 최근의 고유가 상황은 이를 더욱 부채질하고 있다. 이러한 점을 감안할 때 물동량 증가가 이루어진다면 벌크선 중심의 해운업은 호황을 맞을 것이라는 추측이 가능해진다.

곡물의 해상 물동량이 늘어남에 따라 곡물 운임이 증가한다

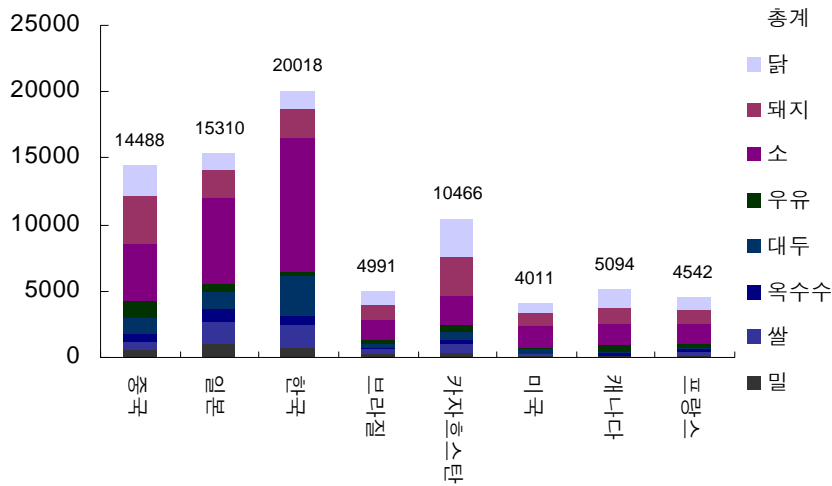


단위: 백만톤, 달러

출처: 한국해양수산개발원

위 그래프가 보여주는 바와 같이 곡물의 물동량 증가는 운임의 증가로 이어지고 있음을 확인할 수 있다. 그러나 확인해야 할 점은 앞으로 예측되는 곡물의 생산 증가가 어떤 식으로 전개될 것이냐는 점이다. 만약 곡물 소비국에서의 생산이 늘어나서 국제 물동량에 미치는 영향이 적을 경우 상대적으로 해운업계에 대한 긍정적인 영향은 크지 않을 수 있다. 다음의 두 자료가 그러한 걱정을 덜어준다.

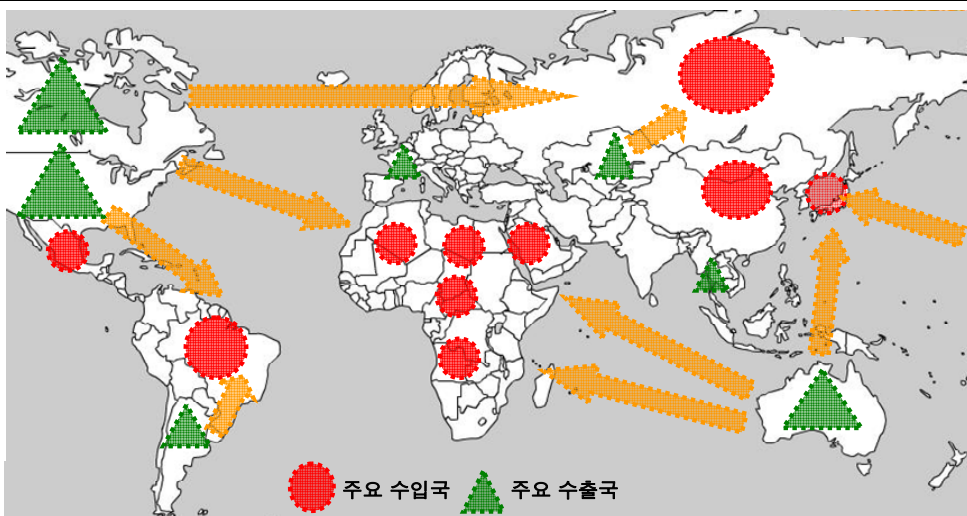
곡물 순수출국에서의 생산량 증대가 순수입국에서의 그것보다 더 경제적이다.



단위: 달러

출처: FAO 연감

지리적으로 곡물 순수출국과 순수입국간 물동량은 해운을 통하는 것이 가장 효율적이다



출처: FAO, YIG 수정

위 자료에서 확인할 수 있듯이 만약 국제적인 농산물 증산이 이루어진다면 그 주체는 기존 수출국이 될 것이다. 증산에 드는 비용이 상대적으로 낮기 때문이다. 주요 수출국에서 증산이 이루어진다면, 수출국과 수입국의 농산물 교역량은 증가할 것이고 해운 물동량은 증가하게 될 것이다. 주요 수출국과 수입국의 지리적 위치상 육운 보다는 해운이 주된 운송 수단이 될 것이기 때문이다.

E. 농기계

애그플레이션의 영향으로 농업 사업부를 신설하는 기업이 늘고 있고, 전 세계적으로도 농업 생산력을 증가시키기 위한 기계화 정도가 높아지고 있다. 이런 영향으로 농기계의 매출량도 증가하고 있고, 각국의 농업용 기계 보유 대수도 점차 증가 추세에 있다. 농산물의 수요가 증가 추세이고 공급에 비해서 충분한 상태이기 때문에, 앞으로도 농산물 생산을 증가시키기 위한 농기계의 보급은 점차 늘어날 것이다.

그러나 이것으로 국내 농기계 산업의 밝은 미래를 추정하기에는 이르다. 국내 농기계 업체의 주요 수출국인 중국의 농기계 자체 조달이 활발해지고 있기 때문이다. 중국에서는 2007년 1~8월 대중형 트랙터의 생산량이 10.2만 대로 2006년 동기대비 43.65%가 증가하였고, 소형 트랙터도 127.7만 대로 18.2% 증가하였다. 중국 정부에서도 농업의 기계화를 적극 추진하고 있다. 또한 대기업과 유명 브랜드의 제품의 생산 집중도가 향상 되어서 농용 차량 생산기업의 경우 2007년 상반기 10대 기업의 생산량은 전체 농용차량산업의 99.57%를 차지하고 있어, 국내 기업의 수출에 위협요소로 다가오고 있다. (KIET 해외산업정보 : 중국 농기계시장 분석)

따라서 국내 농기계 업체의 성장은 상당히 한정되어 있다고 진단할 수 있으며, 애그플레이션으로 직접적인 수혜를 받기에는 부족한 면이 많다고 판단된다.

대표기업: 대동공업, 동양물산기업

F. 포장재

육류 및 육가공업 제품 수요가 증가함에 따라 식품용 포장재 수요가 증가할 가능성이 있다. 포장재 사업 수익성 증가의 관건은 두 가지라고 할 수 있다. 먼저 해당 포장재를 사용하는 품목의 물량이 늘어나고 있는가와 그것이 해당 업체에게 있어서 가시적인 수준의 성과를 나타내고 있는나이다.

우선 품목의 경우, 한국 육가공 협회 자료에 따르면 국내 육가공 제품 판매량은 89년 이후 2배 이상 증가하였다. 이러한 국내 추세가 향후 중국에서도 이루어 진다는 가정을 세운다면 포장재 사업 특히 수출 비중이 상당 수준 이상 차지하는 기업이 수혜를 입을 수 있겠으나 대표 기업으로 지목이 된 락앤락은 비상장 기업이기 때문에 본 보고서에서 수혜 기업으로 지정할 수 없게 되었다.

대표기업: 락앤락

G. 물

농산물 증산에는 물이 필요하다. 이러한 물 수요는

물산업은 물의 공급과 하수처리, 처리설비와 시설공급, 정화 및 펌프, 설계 엔지니어링 컨설팅 유지보수, 수자원 관리회사, 수질유지 등의 비즈니스로 나뉠 수 있으며 그 규모 면에서 거대 산업이라 할 수 있다. 최근 이머징 국가의 급격한 인구 증가와 지구 온난화로 인한 사막화 과정이 진행되면서 물부족 문제가 심각히 대두

되었고 식수와 농, 공업용수의 확보에 대한 수요가 크게 증가하는 추세이며 수질 개선과 누수 방지 및 정수 제품에 대한 필요성도 증가하고 있다.

농작물을 생산하는 데 있어서 물은 필수불가결하다. 최근 인구증가와 바이오연료 개발 등으로 인한 애그플레이션의 영향으로 전 세계적으로 곡물수요가 크게 증가했고 이에 따라 각 국에서 곡물공급을 크게 늘리고 있는 상황에서 물산업의 성장은 더욱 더 힘을 싣고 있다. 지난 3월 5일 경제협력개발기구(OECD)가 내놓은 ‘2030 환경전망보고서’에 따르면, 2030년이 되면 지금보다 10억 명이 증가하여 현재 세계 인구의 절반이 넘는 39억 명이 물 부족에 시달리게 될 것으로 예상하였다. 이러한 물부족 문제는 곡물생산 확대에 의해 더 가속화 될 전망이다. 농업용수의 공급, 설비건설, 유지보수, 수질개선에 이르기 까지 애그플레이션에 따른 물산업에 대한 호황이 예상된다.

“농산물 증산은 농업 용수 수요 증가는 물론이며, 이 때문에 전체적인 물 부족은 심화될 것이다”

Veolia Environment(이하 VE)는 세계 물 시장을 주도하고 환경서비스제공 전세계 1위의 프랑스 수질관리 전문업체이다. VE를 모기업으로 하여 Veolia Water(이하 VW), Veolia Energy, Veolia Transportation, Veolia Environmental Services로 조직되어 있으며 특히 물 부문은 전체 EBITDA 대비 42%로 가장 크게 차지하고 있는 사업부분이다. 특히 2008년 최근 중국, 호주, 아프리카, 중동에서 새로운 수주를 따냄으로써 VW의 높은 수익성이 예상된다. Veolia Water Asia(이하 VWA)는 1980년대 초반 중국시장에 진출하여 기반을 다져왔으며 최근에는 베이징 캐피탈과 상호협력 계약 및 Beijing Capital VW Investment Company이라는 합작회사를 설립하여 중국 시장을 더욱 적극적으로 공략하고 있다. VWA의 여러 프로젝트 중 최근 가장 주목을 받았던 프로젝트는 2002년 상하이 푸동 상수도 프로젝트이다 VWA 는 치열한 공개입찰 경쟁을 통해 상하이의 신개발지역인 푸동 지역 상수도공급을 책임지는 상하이 푸동 상수도 회사의 지분 50%를 획득했다. 이런 투자형태는 전례 없는 것이었고, 상하이뿐만 아니라 중국에서 최초로 외국기업이 정수과정뿐 아니라 물 배분까지 책임지는, 물 공급의 전 과정을 담당하게 되는 획기적인 사례였다. VWA는 50년 계약기간 동안 총 3억1천100만 달러에 달하는 투자를 하기로 결정했다. VWA는 중국의 인구증가와 산업발달, 농산물 생산증가에 따른 물 수요 증가를 충족하기 위해 물 공급에서 수질개선에 이르기까지 전 분야에 참여하여 큰 수익을 올릴 것으로 예상된다.

대표기업: Veolia

이제까지 각각의 기회에 대해 간단히 살펴보았으며 우리는 채점표를 마련하여 최고 서바이버를 선정하기로 하였다. 채점표 기준은 다음과 같다.

서바이버 Scorecard

항 목 (만 점)	내 용
직접적 수혜 관련성(30)	얼마나 애그플레이션의 Dynamics와 직접적으로 연관이 있으며 그 수혜가 돌아가기 쉬운 사업을 영위하는가?
가격 전가 가능성	농산물 및 관련 원가가 상승한다는 점을 전제할 때 얼마나 수요자에게 가격을 전가할 수 있는가? 소비자와 가까운 전방의 경우 힘들다. 후방의 경우 비교적 쉬울 것으로 전망된다.
규제/사회적 책임 이슈 가능성	예를 들어 몬산토의 경우 GMO가 국제적으로는 통용이 되지 않고 있음. 카길이나 Tyson의 경우도 비난성 여론의 대상이 되곤 한다. 이러한 사회적 책임(Social Responsibility) 문제는 식품 관련 기업의 장기적인 성장에 큰 지장이 될 수 있으므로 본 채점표의 중요한 요소로 지정하였다.
과거 수익성 및 재무 건전성	(1) 과거 매출은 꾸준히 증가했는가? 영업이익, EBITDA는 유지되었는가? (2) 애그플레이션으로 인한 수혜를 받는다고 가정할 때, 이를 위한 CAPEX를 위한 현금 조달 능력이 있는가가 주요한 관점 중의 하나이다. 이를 위해 대차대조표 상 부채비율, 현금흐름표의 영업 현금흐름-투자현금흐름-재무현금흐름을 살펴야 한다. 이러한 요소를 점검할 때 금융부채비율이 낮아야 하며, 영업현금흐름이 과거 5년간 계속 양, 투자현금흐름은 계속 음, 과거 2,3년 내에 대규모는 긍정적일 수 있음, 재무현금흐름의 경우 차입금을 지속적으로 상환하고, 배당은 아껴온 추세가 가장 이상적일 것이다.
사업 다각화 정도	혹시 애그플레이션이 예상치 못한 방향으로 흐름이 바뀌더라도 사업 포트폴리오로 그것을 헤지할 수 있는가? 오늘 얘기한 바이오 연료 감산 가능성을 이 요소에서 언급하면 될 듯.
진입장벽	얼마나 신규 기업이 진입하기 어려운가? 기술 보유 정도, 자본 투입 정도(규모의 경제), 브랜드 보유 여부가 핵심 요인이 될 것이다.

채점 결과표

	수해 관련성(30)	가격 전가 가능성(30)	규제 등 사회적, 정치적 이슈 가능성(10)	과거 수익성 및 재무 건전성(10)	사업 다각화 정도(10)	진입장벽 (10)	총 점
문산토	28	22	2	10	9	9	80
동부하이텍	20	12	8	6	2	2	50
경농	20	19	8	9	2	2	60
남해화학	20	19	8	9	2	2	60
농우바이오	14	15	8	6	4	4	51
이지바이오	19	17	8	7	4	4	59
CJ 제일제당	18	19	8	8	9	8	70
농심	20	18	6	8	9	8	69
Tyson	25	20	5	8	9	9	76
ADY	28	28	7	9	7	7	86
대한해운	20	23	9	8	5	8	73
STX 팬오션	23	28	9	8	5	8	81
대동공업	17	11	9	6	5	5	53
동양물산기업	17	10	8	5	5	5	50
Veoil	25	25	3	8	8	8	77

채점 총평

* 규제 등 사회적, 정치적 이슈 가능성, 과거 수익성 및 재무 건전성, 사업 다각화 정도, 진입 장벽의 경우 전체 점수의 비중이 각각 10%씩에 불과하므로 방사형 그래프 상에서 시각적으로 균형이 잘 잡혀 보이더라도 실제 총점이 높지 않은 경우가 있음에 주의해야 한다. (예: CJ제일제당, 농심)

* A: 수해 관련성

B: 가격 전가 가능성

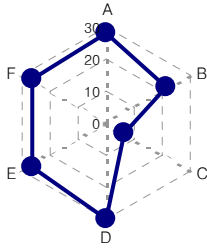
C: 규제 등 사회적, 정치적 이슈 가능성

D: 과거 수익성 및 재무 건전성

E: 사업 다각화 정도

F: 진입 장벽

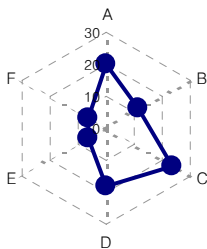
1. 몬산토



총점: 80점

몬산토의 경우 가장 배점 비중이 높은 (A) 수혜 관련성 (B) 가격 전가 가능성에서 높은 점수를 받아 전체 3위에 랭크되었다. 농산물 증산의 수혜를 가장 직접적으로 받기 가장 좋은 사업 모델을 지니고 있다는 점과, 실제로 증산이 이루어질 경우 시장 선점력과 브랜드 가치를 통해 가격 유지 및 전가가 용이할 것이라는 판단에 따라 두 부문에서 높은 점수를 받았지만, GMO 및 바이오 연료와 관련하여 사회적 이슈가 뒤따를 수 있다는 점을 고려하여, 사회적 이슈 부문에서 많은 감점을 하였다.

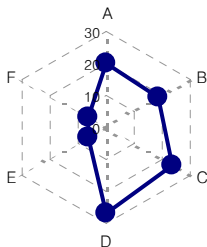
2. 동부하이텍



총점: 50점

동부하이텍의 경우 농약 및 비료를 제조하는 업체로서 몽골 식량기지 계획의 수혜 가능성이 있다고 판단되어 매출이 한정되기 쉬운 국내 업체임에도 불구하고 (A) 수혜 관련성에 비교적 높은 점수인 20점을 부여하였다. 그러나, 비상장 경쟁업체가 난립하는 경우 농약, 비료의 가격 전가력은 그리 높지 않을 것이며, 사업 다각화 정도도 우수하지 못하고, 07년 영업손실이 발생함으로써 적자전환이 이루어진 점 등이 반영되어 전체적으로 높은 점수를 얻지 못하였다.

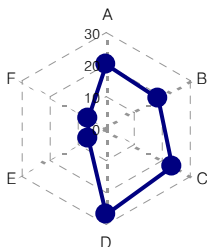
3. 경농



총점: 60점

경농의 경우 동부하이텍과 비슷한 논리로 (A) 수혜 관련성에서 20점을 부여하였으며, 매출액이 지속적으로 성장하고 있으며, 영업이익도 그에 부응하며 증가 추세에 있다는 점, 또한 현금 흐름표상의 영업현금흐름, 투자현금흐름, 재무현금흐름이 각각 (+) (-) (-) 을 보이고 있다는 점은 안정적 궤도에 오른 기업의 모습을 보인다고 판단되어 (D) 과거 수익성 및 재무 건전성에서 높은 점수를 받았다.

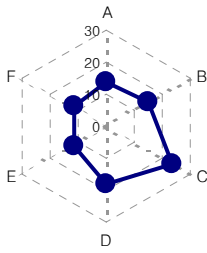
4. 남해화학



총점: 60점

화학비료를 생산하는 업체로서 최초에는 (A) 수혜 관련성에서 높은 점수를 받지 못하였으나, 경농, 동부하이텍과 마찬가지로 몽골 식량기지 계획 기사를 접하고 수혜 가능성이 있다고 판단하였다. 또한 매출액이 꾸준히 증가하는 가운데 영업이익은 그를 뛰어넘는 증가율을 보이고 있으며, ROE와 ROIC가 3% 미만을 유지하다가 07년 각각 10.2%, 9.4%로 상승하는 등 재무적 건전성을 보였다.

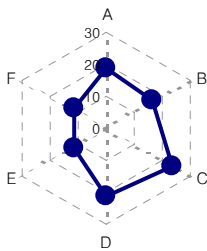
5. 농우바이오



총점: 51점

고추, 무, 배추, 양파, 과일 종자 기업이지만 몽골 식량기지 사업의 주요 생산 작물은 밀, 옥수수, 감자, 메밀인 것으로 밝혀지고 있으며 이에 따라 수혜 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 매출액, 영업이익의 꾸준히 성장했으나, 영업현금흐름은 (-), 투자현금흐름은 (+), 재무현금흐름은 (+)로서 향후 CAPEX에 그다지 우호적이지 않은 현금흐름을 보이고 있으며, ROE는 18%인데 반해 ROIC는 1%에도 미치지 못하는 점은 영업현금흐름이 좋지 않다는 반증으로 받아들일 수 있으며 재무적 관점에서 좋지 않은 점수를 줄 수 밖에 없었다.

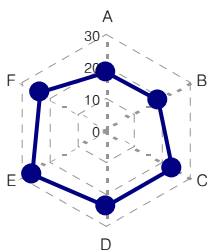
6. 이지바이오



총점: 59점

가축의 사료에 첨가하는 영양제를 생산하는 기업으로서 현재 매출비중은 내수 100%지만 몽골기지 목축 사업 수혜 가능성이 있는 것으로 판단하였다. 매출, 영업이익의 꾸준히 성장하였으나, 영업현금흐름이 낮은 수준이며, 투자현금흐름의 경우 투자자산 취득이 유난히 높은 점, 재무현금흐름의 경우도 차입금 많은 점을 고려할 때 CAPEX에 그다지 우호적이지 않은 상태로 판단된다. 또한 사업 포트폴리오의 다각화 정도도 낮아 전체적으로 높은 점수를 취득하지 못하였다.

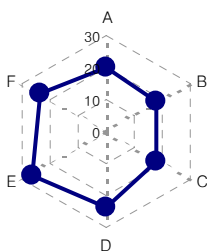
7. CJ 제일제당



총점: 70점

국내의 대표적인 음식료 제조 및 판매업체로서 강력한 브랜드 파워로 원재료 가격이 상승하더라도 가격 전가력이 있을 것으로 판단하였다. 07년 CJ의 지주회사 전환 시 분할 재상장됨. 07년 영업성과 우수하며 영업현금흐름, 투자현금흐름, 재무현금흐름이 (+) (-) (-)를 보이고 있어서 CAPEX에 우호적이라고 판단하였다. 그러나 ROE, ROIC 낮은 편(2%, 6%)으로 약간의 감점을 하였다.

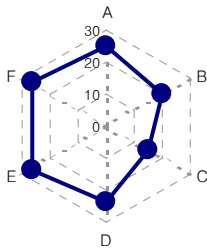
8. 농심



총점: 69점

CJ 제일제당과 거의 비슷한 포지션을 점하고 있다고 판단하여 비슷한 점수대를 보이고 있다. 그러나 매출액이 점점 감소하는 추세이며, 영업이익도 감소 추세인 점, ROE, ROIC가 감소하는 추세임을 반영하여 역시 (D) 과거 수익성 및 재무 건전성에서 감점을 하였다. 또한 최근의 과자 봉지 속 이물질 사건 등으로 인해 (C) 규제 등 사회적, 정치적 이슈 가능성에서 소폭 감점을 하였다.

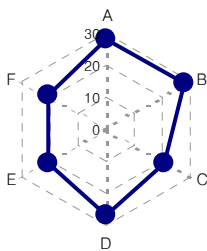
9. Tyson



총점: 76점

Tyson은 전세계에 걸친 육류 가공 업체인 점을 감안하여 국제적 육류 소비 증가의 직접적인 수혜 기업으로 선정하였다. 그외 가격 전가 가능성 및 재무 건전성 사업 다각화 정도에서 고루 높은 점수를 받았으나 육류 소비에 대한 여론 악화 및 광우병, AI 등의 질병 리스크를 감안하여 (C) 규제 등 사회적, 정치적 이슈 가능성에서 감점을 하였다.

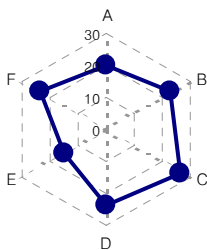
10. ADY



총점: 86점

ADY는 이번 채점의 서바이버다. 중국 인구 증가와 농산물 가격 상승이라는 추세를 가장 잘 이용할 수 있는 수혜 기업이라고 판단하였다. 분유라는 제품 특성상 다른 식료품 기업들이 힘들어 할 수 있는 가격 전가 측면에서도 높은 점수를 받았기 때문이다. 또한 수년간 10% 이상의 영업이익률을 보이고 있으며, 이미 중국 각지에 진출해 있는 점 등을 미루어 CAPEX 부담도 적다고 판단되어서 전 부문 고른 득점을 보임으로써 서바이버로 선정하게 되었다.

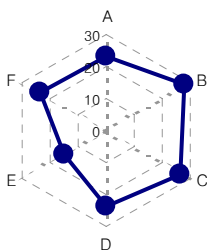
11. 대한해운



총점: 73점

국내 산업에서 애그플레이션으로 수혜를 가장 효과적으로 받는 산업이라도 판단되는 것은 이채롭게도 해운업으로 판단된다. 향후 물동량 증대와 운임 증가를 동시에 기대할 수 있으며, 이에 따라 대한해운과 STX 팬오션이 해운업의 대표 기업으로 선정되었다. 다만, 대한해운은 벌크선 중심의 사업 구조를 가지고 있지 않다는 점 때문에 수혜 점수가 낮게 부여되었다.

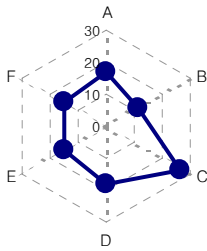
12. STX팬오션



총점: 81점

수혜 점수와 가격 전가 가능성에서 국내 기업 중 최고의 점수를 받았으며 ADY에 이어 2번째 서바이버로 선정되었다. 국내 기업 Top Pick이며, 벌크선 중심의 사업 구조를 가지고 있기 때문에 곡물 물동량 증가와 운임 증가 수혜를 받기 가장 유리하다는 점을 높이 평가하였다.

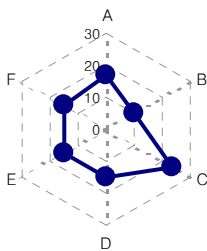
13. 대동공업



총점: 53점

경운기, 트랙터, 콤바인 등 농기계 제조업체이나 수출 비중이 그리 높지 않으며, 수출 또한 적극적 선택이 아닌 공여지책성 전략으로 판단된다는 의견이 지배적이었지만 몽골 식량기지 수혜 가능성을 감안하여 수혜 점수를 상향 조정하였다. 매출은 꾸준히 오른 편이나 원가율 악화 및 판관비 증가로 07년 영업 손실을 기록하였으며, 당기순손실 등 영업현금흐름 불안요소가 존재하며, ROA, ROE가 극히 낮은 수준이기 때문에 재무 건전성에서도 감점을 하였다.

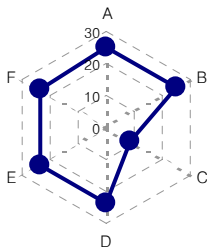
14. 동양물산기업



총점: 50점

농기계 생산 업체로서 수출 비중이 높은 점으로 미루어 몽골 식량기지 수혜 가능성이 있다고 판단하였다. 매출액은 소폭 감소하는 추세이며, 영업이익도 감소하는 추세이다. 또한 영업현금흐름이 적은 점, 차입금이 많아 재무현금흐름이 불안한 상태인 점, ROE, ROIC도 3.8, 8.3%로 보통 수준임을 감안하여 전체적으로 낮은 점수를 부여하였다.

15. Veolia



총점: 77점

Veolia는 글로벌 물 기업이다. 당초 애그플레이션으로 인한 수혜 및 가격 전가 가능성에서 가장 높은 점수를 부여하자는 의견이 지배적이었으나, Veolia의 전체 사업 포트폴리오가 어느 지역에 걸쳐 있으며, 어떠한 사업으로 이루어져 있는지에 대한 조사가 불완전하여 하향 조정하였으며, 세계적으로 물 자원의 전략화가 이루어지고 있으며 세계 각국의 물 정책은 정부 주도 하에 이루어지는 경우가 많다는 점 등을 감안하여 사회적 이슈 점수를 낮게 부여하였다.

이렇게 뽑힌 기업 중 국내 해외 각 top pick으로 STX 팬오션, American Dairy, 몬산토를 선정한다.

1. American Dairy

직접적 수혜 가능성 및 가격 전가 가능성

American Dairy는 분유 사업을 주력 사업으로 영위하고 있다. 분유의 주 원재료는 우유이며, 우유 가격은 목장 등 낙농업 사업의 주 원재료인 사료 가격의 영향을 받는다. 애그플레이션이 지속된다고 가정하면 사료용 옥수수 가격이 상승하여 낙농업 사업도 원가율 악화에 직면하게 되며 분유 사업도 그 영향을 받게 된다고 판단할 수 있다. 그러나, 중국의 분유 사업은 이를 극복할 수 있는 여지가 존재한다. 우유의 공급이 지난 수년 전부터 수요를 초과하는 상태를 유지해 왔으며 그에 따라 해외 사정과는 달리 우유 가격도 안정적인 추세를 띤 것이다.

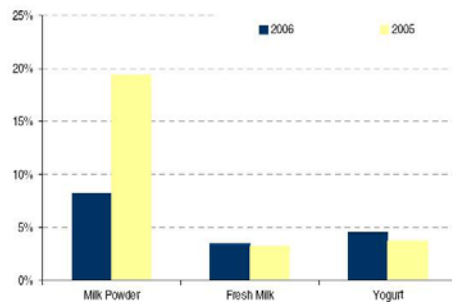
“중국의 우유 가격은 안 오르고 분유 가격만 오른다. 우유 초과 공급에도 불구하고 분유 기업의 가격 결정력이 존재하기 때문이다.”

- Golman Sachs

중국의 우유 가격은 세계 가격과 달리 안정적이다



분유 가격은 다른 낙농업 제품 가격 상승률을 초과한다



출처: Goldman Sachs, “Too Much Milk, Too Little Powder”

그렇다면 분유 또한 초과 공급 상태일 것이라는 추정을 할 수 있겠으나 실상 중국 분유 사업의 경우 공급이 부족한 상태이며 앞으로도 수급 상황이 신속하게 개선될 여지는 보이지 않는다고 할 수 있다. 여타 음식료 사업과 마찬가지로 분유 사업이란

(1) 상당한 액수의 CAPEX를 통해 공급량을 늘려야 하며, 이 과정이 중국의 인구 증가를 따라잡기에는 오랜 시간이 걸리기 때문이다. 중국에서는 한 해 1,600만 ~1,800명의 아기가 태어나고 있으며 이에 대응하기 위한 생산량 증대는 기존부터 중국에 생산 시설을 갖춰 놓지 않은 기업이 따라잡기 어려운 부분이다. 또한 (2) 분유의 경우 아이들을 먹여야 하기 때문에 소비자의 품질에 대한 민감도가 대단히 높은 특성을 가지고 있으며, 브랜드 가치가 상당히 중요한 제품이라고 할 수 있다. 따라서 아무나 공장을 설립하여 생산을 증가시킨다고 해서 시장에서 통용되기 어렵기

때문에 공급의 가격 탄력성도 기타 제품에 비해 높은 상황이라고 할 수 있는 것이다. 현재 Ausnutria의 분유는 중국 내 대형 마트에서 Nestle, Meiji 등과 함께 진열장의 상당 부분(11% 이상)을 점유하고 있는 것으로 조사되었으며, 이 사실만으로도 이미 상당한 브랜드 가치 확립이 이루어진 상태라고 할 것이다.

중국 내 한 대규모 마트 진열대 현황: Ausnutria는 마트 진열대 점유율은 11% 이상이다	
Nestle*=70%	Meiji=7.5%
	Parent's Choice=11.25%
	Ausnutria=11.25%

* Nestle의 경우, 분명 본 자료에서는 높은 분유제품 브랜드 가치를 보여주고 있다고 할 수 있으나, 사업이 지나치게 다각화되어 있어서 분유 매출 비중은 현저히 낮은 수준임.

출처: Goldman Sachs, "Chinese Whispers"

실제로 중국에서는 Tier 1 도시라고 할 수 있는 상하이, 북경 등 거대 도시를 제외하고는 여타 중소도시에서의 분유 사업 침투율이 낮은 상황이라고 할 수 있으며, 이 시장들은 거대 기업인 Nestle나 Meiji의 점유율이 아직 낮은 상황으로 판단된다. American Dairy의 Ausnutria의 침투율도 아직 높은 상황이라고 할 수는 없는 상황이나, 신 시장이 남아있다는 상황만으로도 Ausnutria의 수익성 개선을 예측해 볼 수 있다.

분유 사업의 가격 전가력 또한 긍정적이라고 할 수 있다. 앞서 언급했듯이 아이에게 먹여야 하는 분유는 제품 특성상 소비 행태는 '품질이 보장된다면 높은 가격에도 기꺼이 소비해야 하는 품목이라 할 수 있으며, 교육열 및 자식 사랑이 어느 나라에 못지 않은 중국에서 일정 수준 이상의 브랜드 가치를 확립되어 있는 ADY의 경우 애그플레이션으로 인한 수혜를 듬뿍 받을 수 있는 상황이 된다.

2. STX 팬오션

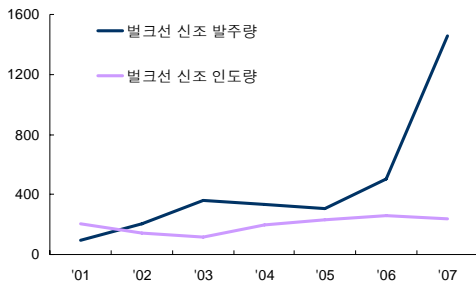
국내 기업 Top pick은 STX 팬오션으로 선정되었다. 해운 물동량의 증가 가능성과 운임 증가 가능성이 해운업의 수익성을 보여주는 핵심 요소이다.

애그플레이션의 직접 수혜성

앞서 언급한 바와 같이 전 세계적인 농업 생산 증대가 이루어진다고 가정했을 때 대표적인 증산국은 기존 농산물 생산 대국인 미국, 캐나다, 브라질 등지가 될 것으로 추정된다. 현행 이루어지고 있는 생산에 더해 추가적인 생산이 이루어질 때 생산비 면에서 비교 우위를 가지기 때문이다.

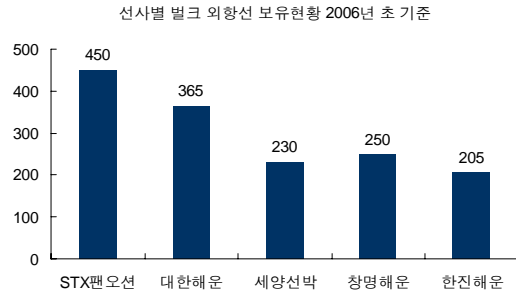
PPP 농업 생산자 가격을 보면 더 정확히 알 수 있다. 위의 표에서 보는 바와 같이 본래 주로 수출을 하던 국가들의 경우 생산량을 증대시키는데 낮은 비용이 들지만 주요 수입국들의 경우 본국에서 물량을 더 늘리는 데 있어서 주요 수출국들에 비해 비용이 더 많이 들기 때문에 경제적인 차원에서 본국에서 물량을 늘리는데 한계가 있어 해외 수입 물량을 늘릴 수 밖에 없다. 그러므로 애그플레이션이 늘어날 때 생기는 공급 증가는 현재의 주요 수출국들에서 일어날 것으로 추정되며 그에 따라 해운 물동량이 늘어날 것을 추정할 수 있다. 현재 해운 운임과 용선료과 늘어나는 상황에서 해운 물동량이 늘 것으로 예측된다면 해운사, 그 중에서도 곡물 운송에 쓰이는 벌크선 중심의 수익모델을 지닌 해운사에게 그 수혜가 돌아갈 것이다.

현재 해운(벌크) 시황에 대응하기 가장 유리한 기업은 STX 팬오션이다



출처: 한국해양수산개발원, Clarkson, World Shipyard

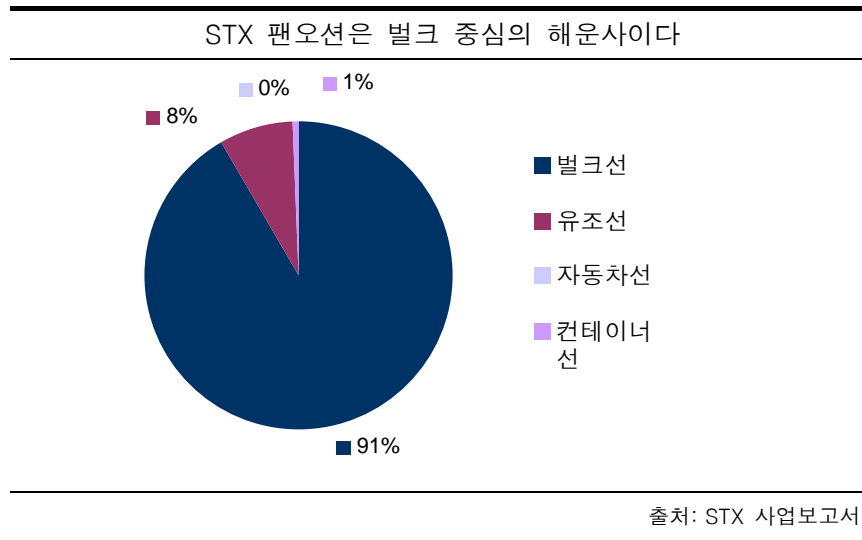
Monitor



출처: Ministry of Maritime Affairs and Fisheries

그래서 세계적으로 벌크선의 발주량이 늘어나고 있는데 여기서 주목할 점은 발주량의 증가에 비해 인도량의 증가는 미미하다는 점이다. 이는 해운사들의 신조선 발주량이 발주 당시의 시황에 의존하기 때문이다. 정리하자면 07년의 호황에 세계적으로 벌크선 발주량이 늘어났으나 발주된 벌크선이 완성되어 인도되기까지 시간이 걸리기 때문에 해운시황의 변화에 충분히 부응하지 못하고 있다는 것이다. 이 것은 곧 새롭게 벌크선 해운 사업에 뛰어든 해운사들에 비해 기존에 다수의 벌크선을 보유하고 있는 해운사가 해운시황에 반응하는데 유리하다는 것을 말한다.

이러한 점에서 현재 국내에서 자사선대 기준으로 46척, 벌크 신조선 발주 계약 30척으로 가장 많은 벌크선을 보유하고 있고, 또한 벌크선 생산 실적 면에서도 대한해운과 더불어 선도적인 위치라 할 수 있는 STX 팬오션이 해운선사 중 가장 유리한 위치에 서있다고 판단된다. 또한 2006도 자료 기준으로 용선을 포함하여 벌크선 보유에서 STX 팬오션이 1위인 점, 해운업의 특성상 선박 용선계약이 장기이므로 새로운 선대추가가 어렵다는 점을 고려할 때 의미 있는 지표라고 할 수 있다.



STX 팬오션은 벌크선 생산실적이 전체의 91%를 차지하는 벌크선 중심의 기업이다. 곡물 수송량 증대로 인한 벌크 해운업의 호황이 STX 팬오션에 직접적으로 연결된다는 판단이 더욱 굳어지는 순간이다.

사업 다각화

현재 STX 팬오션의 경우 벌크선 중심의 수익모델을 가지고 있지만, 벌크선 이외의 탱커나 컨테이너, 자동차운반선 등의 신조선 발주 비율이 높아지고 있으며 이를 통해 선대 구성의 다양화가 이루어지고 있다. 또한 최근 중장기 선박 확보 계획에 따라 VLCC(초대형 유조선) 2척을 2012년까지 확보할 것이라 공시했으며 주력 선종인 벌크선 분야 또한 장거리운항이 가능한 케이프사이즈 급을 중심으로 신조선을 계획하고 있다. 이는 앞으로 장거리 수요가 더 늘어날 것을 예측한 것으로 최근 중국이 원자재 수출국에서 수입국으로 전환함에 따라 오스트레일리아, 인도네시아, 아프리카 등으로 평균 수송거리가 증가함을 노린 것이라 할 수 있다.

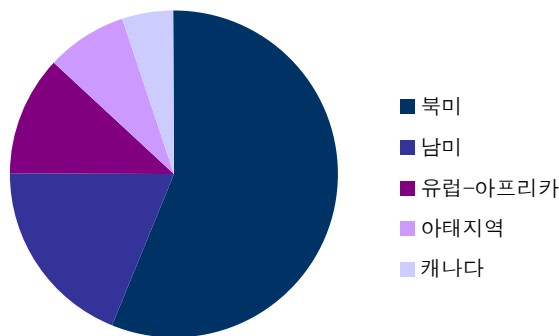
3. 몬산토

직접적 수혜 가능성 및 가격 전가 가능성

몬산토는 농업과 관련된 다양한 제품을 공급하는 거대 기업이다. Round-up이라는 세계에서 가장 높은 제초제 시장점유율을 보유한 brand를 바탕으로 제초제와 각종 농약을 판매하고 있으며, DEKALB와 Asgrow라는 브랜드를 통해 옥수수, 대두 등의 종자, 벌레나 제초제에 강한 GMO(유전자변형식물)등을 시장에 공급하고 있다

향후 BRICs 등지의 인구증가, 달러화 약세 등의 거시적 요인과 바이오 연료에 관한 수요 증가, 비용증가로 인해 애그플레이션이 지속된다면 PPP농업생산자가격이 낮은 미국, 브라질, 캐나다 프랑스 등지의 주요 농산물 수출국들을 중심으로 농작물 생산량은 크게 늘어날 것이며 이는 몬산토가 lead하고 있는 종자와 제초제 등 농업 관련 상품 시장이 확대될 것을 의미한다. 특히 몬산토의 주력시장이 북미와 남미 등지의 농산물 순수출국들임을 감안할 때 이들의 직접적 수혜가능성은 매우 높다고 할 수 있다.

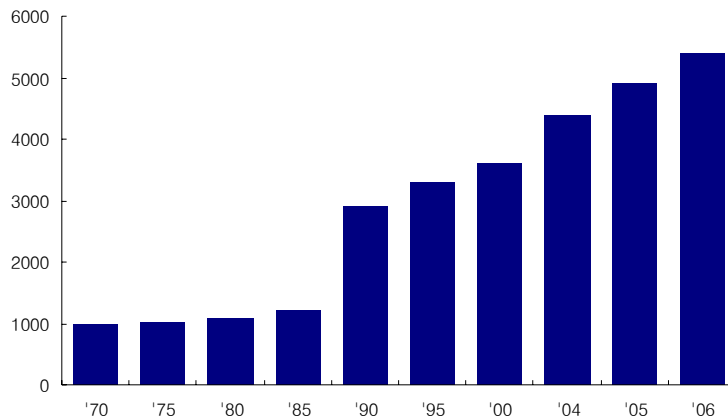
지역별 매출의 경우 북미, 남미, 유럽-아프리카의 순이다



출처: 몬산토 홈페이지)

또한 실제 최근 국제 종자교역시장의 규모가 빠르게 성장하고 있고 애그플레이션 장기화 시 농업시장의 확대가 가속화될 것임이 예측 가능하므로 몬산토의 수혜가능성은 더욱 높아진다고 할 수 있다.

국제 종자 무역 규모는 최근 5년간 빠르게 증가하고 있다



단위: 백만 달러

출처: 세계종자연합(ISF)

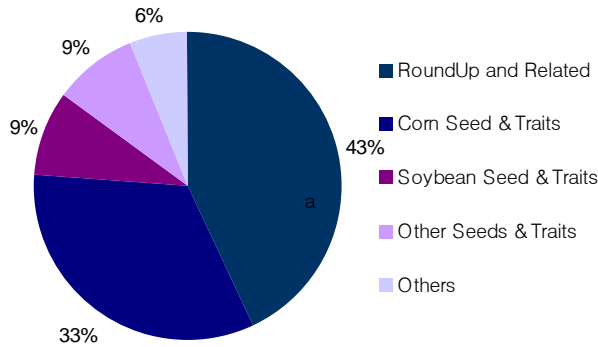
몬산토의 가격 전가 가능성 역시 긍정적이라고 할 수 있다. 향후 앞서의 전망대로 농업 순수출국을 중심으로 농작물 생산량이 크게 증가할 경우 시장의 leading brand와 시장점유율을 보유한 몬산토의 제품들에 대한 수요 역시 크게 증가할 것이므로 시장규모의 확대와 더불어 가격의 측면에서도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. * 몬산토는 독보적인 종자 및 농업 관련 제품 라이선스(RoundUp, Dekalb 등 9개의 세계적인 브랜드)를 보유하고 있다. 특히 제초제인 RoundUp의 경우 선도적인 시장 점유율을 바탕으로 향후에도 안정적으로 가격을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

규제/사회적 책임 이슈 가능성

몬산토의 경우 농업생산량과 직접적으로 연관되어 있는 종자와 제초제 사업이 주력사업이므로 각 작물의 농업생산량과 그들의 매출, 수익성은 매우 밀접하다. 현재 에탄올로 대표되는 옥수수로 생산되는 바이오 연료 경작지가 크게 늘어 났으나 이는 미국을 비롯한 국가들의 보조금으로 수익성을 유지하고 있는 실정이다. 하지만 에탄올 생산의 비효율성, 애그플레이션 등의 이유로 인해 보조금이 줄어들 것으로 예측되며 이는 에탄올의 생산원료인 GM 옥수수에서 대두 등의 기타 작물로 생산이 이동할 것임을 의미한다. 몬산토의 경우 1million acres의 경작지가 옥수수에서 대두로 바뀔 경우 EPS가 \$0.01씩 줄어들 것으로 예상된다.(출처 : BOA)

또한 앞서 언급한 대로 바이오 연료산업의 경우 보조금 이외에도 열대우림의 파괴, 식량생산의 불균형성 야기 등의 이유로 비판의 대상이 되고 있기 때문에 현재 몬산토의 매출에서 높은 비중을 차지하고 있는 Corn seed & traits 부분에 악영향을 미칠 가능성이 있으며, 이에 우리는 이 부문에서 많은 감점을 할 수 밖에 없었다.

몬산토의 매출구성은 Roundup, Corn seed & traits순서로 구성되어 있다



출처: 몬산토 Annual Report 2007

진입장벽

몬산토가 영위하고 있는 농화학 및 생명공학 분야의 경우 장기간에 걸친 시설과 인적자원에 대한 투자와 노하우가 필요하다는 점, 높은 R&D비용을 지속적으로 유지해야 한다는 점(07년 동안 몬산토사는 R&D에 \$780million 이상을 투자하였고 매출의 약 10%를 꾸준히 R&D에 투자하고 있다), 몬산토와 Dupont 등 leading기업들의 시장 선점효과와 우위가 높다는 점 등으로 보았을 때 매우 높은 진입장벽을 갖춘 산업이라고 할 수 있다.

참고 문헌 및 사이트

- Bloomberg
 - IMF
 - Australian Dept. of Agriculture
 - International Grains Council
 - International Energy Association
 - Time, March Issue
 - Financial Times
 - FAO
 - 한국농업경제연구원
 - Goldman Sachs, "Chinese Whispers"
 - Goldman Sachs, "Too Much Milk, Too Little Powder"
 - 금융감독원 전자공시시스템
 - 각사 홈페이지
 - 한국해양수산개발원
 - Clarkson, "Dry Bulk Trade Outlook"
 - World Shipyard Monitor
 - Ministry of Maritime Affairs and Fisheries
 - 세계 종자 연합(ISF)
 - 동양증권증권, "Agflation Causes the Golden Era of Agriculture"
 - 한화증권, "Agflation시대의 도래"
-