



기업분석 | 음식료

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	57,000 원

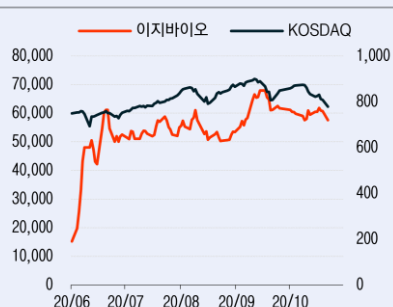
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(10/27)	783.73 pt
시가총액	1,303 억원
발행주식수	2,287 천주
52주 최고가 / 최저가	67,900 / 15,200 원
90일 일평균거래대금	43.79 억원
외국인 지분율	6.3%
배당수익률(20.12E)	- %
BPS(20.12E)	- 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -3.7%
	6개월 -
	12개월 -
주주구성	지현욱 (외 8인) 41.7%
	트러스트자산운용 (외 1인) 7.5%

Stock Price



이지바이오 (353810)

드디어 결정된 무상증자와 주식분할

무상증자와 주식분할 동시 결정

이지바이오(이하 동사)는 어제 장 종료 이후 무상증자 결정과 주식분할 결정 공시를 동시에 발표했다. 공시에 따르면 11월 12일 배정 기준 무상증자를 통해 주식수가 3배로, 이것이 다시 12월 23일 효력 발생 기준 5분할되어 최종적으로 15배로 늘어난 후 1월 6일까지 거래정지된다. 이번 결정의 목적은 분할상장 이후 주주들의 주요 고충으로 작용했던 적은 주식수와 그에 따른 변동성 때문이며, 이를 통해 주가 하방압력의 주 원인이었던 요인이 제거되어 다음 세 가지 장기 모멘텀과 맞물려 매력적 투자 기회를 제시할 것으로 보인다.

2021년 이후 실적 전망

3Q20에는 전분기 대비(4월 실적 정상화 수치 기준) 매출이 약 10% 가량 성장한 것으로 파악된다. 매출 성장 주요 요인으로는 1)첨가제 해외 매출이 반기 기준 YoY 30% 가량 성장하는 등 빠르게 증가하고 있기 때문이며, 2)계열사 매출 확보가 안정적이고, 3)18% 가량의 높은 마진을 유지 등이 있다. 4Q20 및 2021년 이후 장기 성장의 근거로는 다음 세 가지를 제시한다.

1. 글로벌 업황 턴어라운드

1)육류: 올해 글로벌 육류 시장은 공급 차질로 인해 고돈가 호황이 있었지만, 사료/사료첨가제 사업을 영위하는 동사 입장에서는 여러 번 겹치는 질병 이슈로 인해 오히려 전체 시장이 축소되는 구간에 있었다(중국, 베트남, 등의 시장이 일시적으로 10~20% 축소). 비우호적 시장 상황에도 불구하고 동사의 3분기 누적 기준 해외 수출은 15% 가량 성장한 것으로 파악되며, 내년에 질병 악재가 어느 정도 해소되면 다시 한번 매출 급등을 기대해 볼 수 있다. **2)항생제 대체 시장:** 기존에 항생제 금지 법규의 실질 적용이 안되던 나라들에서 이제는 실질 적용 시기가 임박해 전체 시장의 빠른 확장이 기대된다. 특히 중국에서 최근 7월 금지 법규를 신설한 이후 사료가격의 전반적 상승이 나타난 점을 주목한다.

2. 직접지사와 신시장 (유통망 모멘텀)

1)직접지사 관련: 기존에 대리점 방식으로 영업하던 국가에 직접지사를 설립할 경우 대략 2년 후부터 매출이 본격적으로 확대되는데, 작년과 올해 새로 설립된 직접지사 및 올해 말에서 내년 사이 설립될 최소 2개의 추가 지사에서 내년 이후의 해외매출을 견인할 것으로 판단된다. **2)신시장 관련:** 유럽에서 판매할 제품으로 올해 말 엔도파워를 포함해 4개가 최종 등록될 예정이며 이를 통해 최소 20~30억대를 유럽으로 수출 가능하게 된다. 또한 중국에서 11월까지 등록되는 제품이 5개까지 확대될 예정이고 추가로 2개 제품이 완료 단계에 있어 해당 부문에서도 내년 연간 20억 가량의 추가 매출이 기대된다.

3. 신규등록수 모멘텀

첨가제 시장은 해외수출 시 오랜 기간 동안 평가실험, 마케팅 등의 단계를 거치기 때문에 제품 등록 수 역시 중요한 매출 Driver 중에 하나다. 주목할 점은 그 동안의 총 누적 제품 등록 수 대비 19~20년 사이 등록 수가 50% 가량 된다는 점이다(총 108개, 2년 사이 35개). 이는 내년 이후 매출을 견인할 세 번째 주요 모멘텀이다.

1. 무상증자와 주식분할 동시 결정

이지바이오(이하 동사)는 어제(2020년 10월 27일) 장 종료 이후 무상증자 결정 공시와 주식분할 결정 공시를 동시에 발표했다. 공시에 따르면 11월 12일 배정 기준 무상증자를 통해 주식수가 3배로, 이것이 다시 12월 23일 효력발생 기준 5분할되어 최종적으로 15배로 늘어난 후 1월 6일까지 거래정지된다[표 1]. 특히 무상증자 시점의 경우 현재 주가가 기존 당사 추정 적정가치 하단 아래에 있기 때문에 내년으로 시점이 지연되는 것이 아니냐는 시각이 있었으나, 예상보다 빠르게 무상증자가 결정되었고 그 직후 주식분할이 연달아 진행되기 때문에 시장의 기존 예상보다 더 풍부한 유동성이 공급될 예정이다. 다만 기존 배정 주수 자체가 적었기에 15배 증가해도 주식수가 많은 편에 속하지는 않는다.

표1 연말 무상증자와 주식분할 타임라인

항목	내용	비고
무상증자 결정		
증자 전 발행주식총수	보통주 2,286,728주	1주당 2주 배정(3배)
신주의 종류와 수	보통주 4,551,618주	
신주배정기준일	2020년 11월 12일	
신주 상장 예정일	2020년 12월 03일	
주식분할결정		
분할 전 발행주식총수	보통주 6,838,346주	무상증자 효력 발생 이후 기준
발행주식총수	보통주 34,191,730주	3배 늘어난 주식 다시 5분할(최종적으로 15배)
신주의 효력 발생일	2020년 12월 23일	
매매거래정지 예정기간	2020년 12월 21일 ~ 2021년 01월 06일	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

6월에 분할 재상장을 거친 이후 동사는 빠른 속도로 당사가 기존에 추정했던 적정가치 하단에 근접해가는 주가 흐름을 보였으나, 자산분할요건을 이유로 굉장히 적게 배정된 분할 비율(3.9%, 2,286,728주) 때문에 가파른 실적 성장이 기대됨에도 불구하고 유동성이 낮아 추가 상승이 제한적이었다. 이 시점에서 해외 실적 고성장 외에 주가에 남아있던 가장 주목 받는 Catalyst Event는 무상증자 등의 수단을 통한 유동성 증대, 그리고 최종적으로 남아있는 지분스왑 기대였다.

이번 무상증자 및 주식분할의 목적은 분할상장 이후 주주들의 주요 불만으로 작용했던 적은 주식수와 그에 따른 변동성 때문이며, 이번 결정을 통해 주가 하방압력의 주원인으로 작용했던 요인이 제거되며 다음부터 소개되는 2021년 이후의 장기 투자포인트 3가지와 맞물려 매력적인 투자 포인트를 제공할 것으로 판단한다.

2. 올해보다도 나은 내년, 세 가지 이유

동사가 영위하는 사료/사료첨가제 사업군은 제품 사이클이 길고 필수소비재에 속하며 전체 축산/육류 밸류체인 중 시세 등에 매출에 영향을 거의 받지 않는 단계에 속하기 때문에 축산시장 타 기업들과는 달리 실적이 안정적인 특징을 갖는다. 여기에 해외 시장의 높은 성장률까지 예상되어 안정성과 성장성 둘 모두를 확보하고 있다는 특징이 있다. 동사의 내년 이후 장기 성장 모멘텀은 현재 시점에서 크게 3가지로 정리된다. 1)글로벌 축산 시장 업황 악재 정상화, 2)직접지사 전환 매출 반영분 및 신시장 매출 반영분 본격화, 3)등록수 매출 반영 시기 본격화가 그것이다. 이를 통해 동사는 축산 시장에 국한되지 않고 보다 기술기업으로써의 면모를 부각시키며, 글로벌 첨가제 Specialty 시장의 선두주자로서 입지를 다져나가고 있다.

1. 글로벌 업황 턴어라운드

1)육류: 올해 육류 성수기 시즌에 글로벌 육류가 및 국내 돈가에 호황이 이어졌지만, 사실 사료/사료첨가제 사업을 영위하는 동사 입장에서는 글로벌 업황이 특별히 우호적인 편은 아니었다. 유럽은 다시 펜데믹 사태가 악화되고 있고 독일은 마이너스 GDP 성장률이 예상되는 등 글로벌 전체 경제가 하방압력을 받고 있는데, 경제 후퇴 시에는 전반적인 육류 섭취가 감소하는 경향이 있기 때문이다. 글로벌 전체적으로 코로나19로 인한 내식 육류소비 상승이 외식업 육류 소비 하락을 전부 상쇄하지 못하고 있기에, 육류 수요 자체에는 변수가 많았다(그럼에도 불구하고 올해 글로벌 육류가격이 올랐던 것은 공급 차질 영향이 더 컸기 때문이다).

반면 공급 쪽인 축산은 올해 전반적으로 악재구간에 있었는데 이는 코로나19 영향도 있긴 했지만 이 사이 ASP로 인한 시장 회복이 모두 되지 않은 상태에서 추가 질병 이슈가 곳곳에서 발생했기 때문이다. 이로 인해 중국 시장은 오히려 15~20% 가량 줄어들었고, 베트남, 필리핀 등의 주요 축산 신시장 역시 전체적으로 10~20% 가량 감소했다. 중동은 이슬람국가라 ASP에 큰 영향을 받지 않았지만 육계 시장은 30%까지 축소되었다. 이는 기존에 글로벌 사료 시장이 매년 2% 가량 성장, 전체 첨가제 시장은 6~7% 가량 성장하던 추이와 비교된다.

그림1 생돈



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 생우



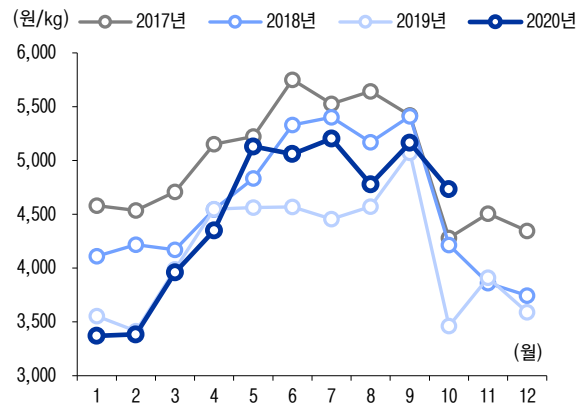
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 비육우



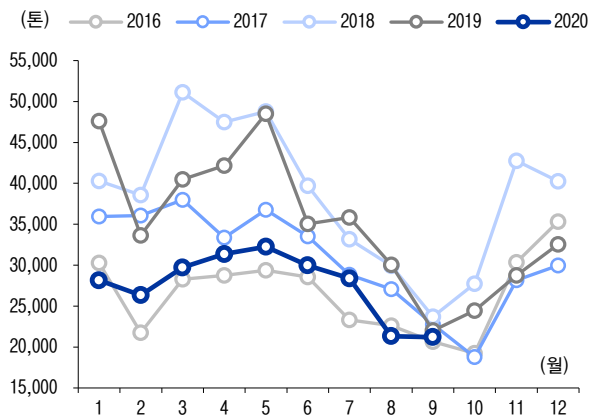
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내 돼지(탕박, 전국) 가격 월별 추이



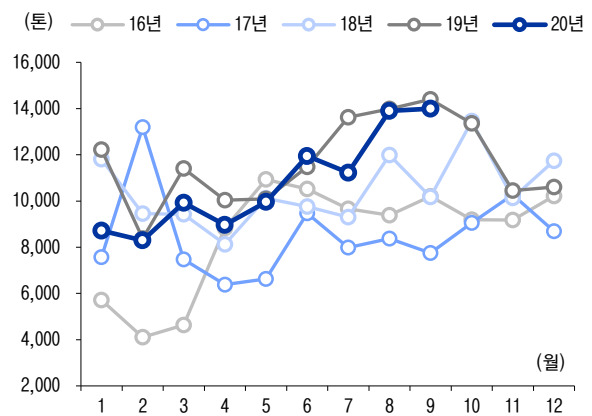
자료: 축산물품질평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국내 돼지 월별 수입량 추이



자료: 농림축산검역본부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 국내 닭 월별 수입량 추이



자료: 농림축산검역본부, 이베스트투자증권 리서치센터

총 시장 축소에도 불구하고 동사의 해외 매출이 성장한 것은 주목할만하다. 동사는 아직 단일 기업 기준으로 시장 규모가 크지 않아 빠른 성장속도가 가장 필요한 단계에 있으며, 국내 시장보다는 글로벌 선도 플레이어로서 본격 경쟁을 해나가고 있기에 올해 해외 수출에 대한 목표치를 공격적으로 잡은 바가 있다. 축산 쪽 악재에 영향을 받아 원래 계획된 해외시장 확장 속도보다 다소 지체된 감이 있지만, 그럼에도 불구하고 3분기까지 확인된 해외 수출이 15% 가량 증가해 해외 시장 확장 사이클의 가장 초입부에 있다는 것을 확인할 수 있었다.

이는 되려 내년엔 질병 악재가 어느 정도 해소되었을 때, 올해 형성된 높은 베이스에도 불구하고 거둬들여 고성장을 이룰 수 있는 환경을 형성한다. 이에 사육두수, 사료판매 측면에서 총 시장 회복에 따라 자연 증가가 가능한 매출 물량이 30% 가량인 것으로 추정된다. 다만 앞으로 축산업에서의 질병은 더 이상 일시적 악재가 아닌 정기적으로 발생하는 이벤트로 접근해야 한다. 중요한 것은 이에 대처하는 국내외 육축산 관련 시장의 헷징 방식이며, 여기서 파생될 수 있는 투자 기회를 따로 포착해야 한다는 판단이다.

표2 3분기 주요 질병 발생 이력 및 축산시장 동향

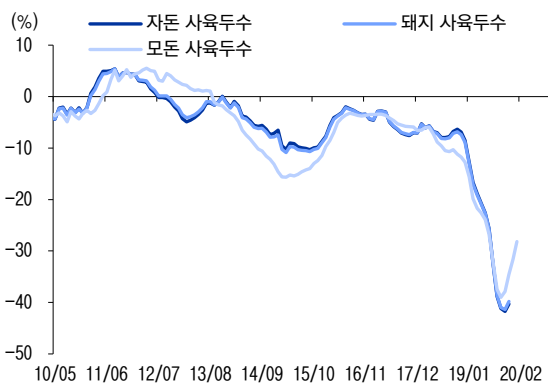
일자	내용
2020-10-26	강원도, ASF(아프리카돼지열병)에 이어 AI(조류독감) 비상
2020-10-09	강원도 화천, 1년여만의 ASF 재발생에 1,500마리 살처분
2020-10-22	국내 3분기 돼지 사육 마릿수, 1년만에 증가해 ASF 발병 이후 최대
2020-09-10	독일 첫 ASF 발생, 국내 수입육 시장 영향 우려
2020-07-01	중국 사료가격 인상

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한편 국내외 수요와 관련해서 최근 중국 사육두수가 회복되는 모습을 보였는데, 이는 최근의 곡물가 상승과 맞물려 대두되는 에그플레이션 논란에서 주목할만한 부분이다. 대부분의 가공식품 업체에서는 15년 이후 원가 단계에 미치는 곡물가, 환율 등의 충격을 대부분 헷지해오고 있기 때문에 곡물가 상승이 특별한 손해나 악재로 이어지는 경우는 드물다. 따라서 곡물과 상승과 맞물린 최근의 국내외 식품 가격지수 급등은 원가 부담으로 해석하기보다 식품 수요우위 구간이 여전히 유지되고 있다는 신호로 판단하고 있다. 이 때문에 가공식품 기업보다는 소재식품 단계의 1차 산업에서 수혜주를 찾아볼 수 있다는 판단인데, 사료나 사료첨가제 사업을 영위하는 기업이 대표적이다. 곡물가 부담이 오르면 농가 입장에서 원가 부담으로 작용하기에 첨가제를 사용할 수 밖에 없어 곡물 투입량 대비 생산성을 높이기 위해 첨가제가 늘어나기 때문이다.

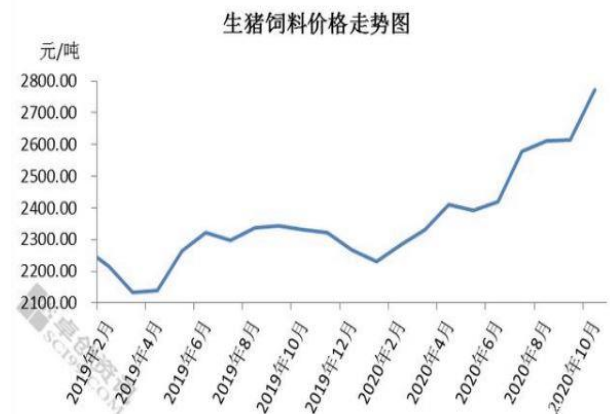
이에는 라이신 등의 원료성 첨가제를 생산하는 CJ제일제당과 대상이 수혜주로 작용하는데, 물량을 통해 주로 마진을 끌어올리는 원료성 첨가제 사업군보다 동사가 생산하는 기능성 첨가제에서 더욱 많은 기회를 모색 가능하다는 판단이다.

그림7 중국 돈육 사육두수 월간 추이 YoY



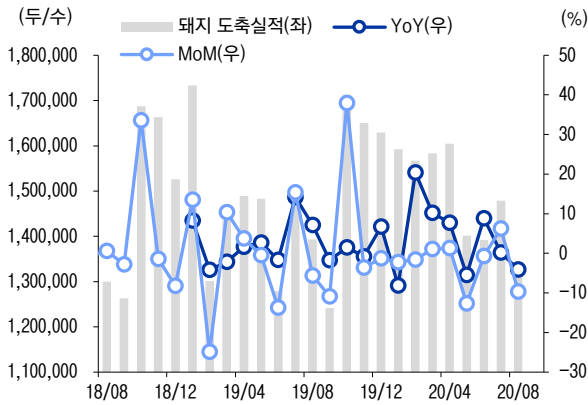
자료: 中国政府网, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 중국 사료 가격 상승 중



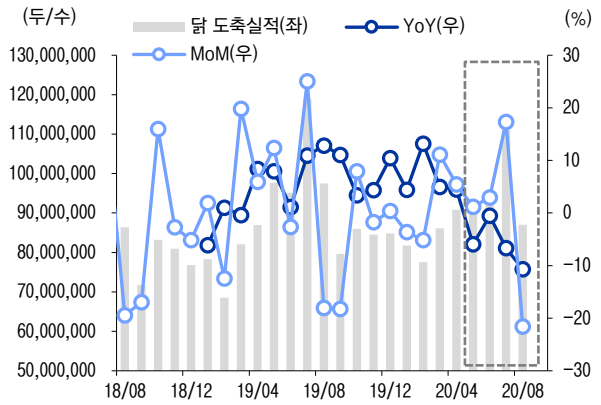
자료: 卓创资讯监测, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 국내 전국 돼지 도축장 도축실적



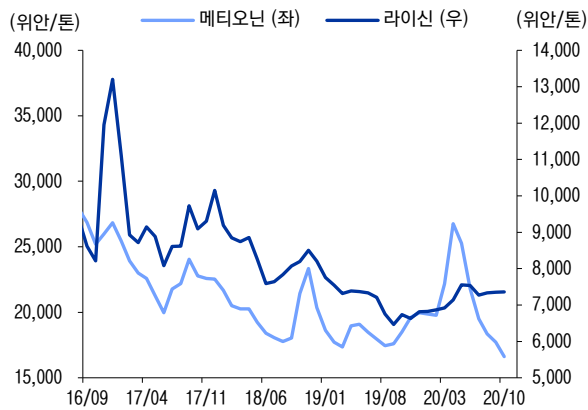
자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 도축실적이란 생체검사두수에서 도살금지두수를 제외한 도살두수

그림10 국내 전국 닭 도축장 도축실적



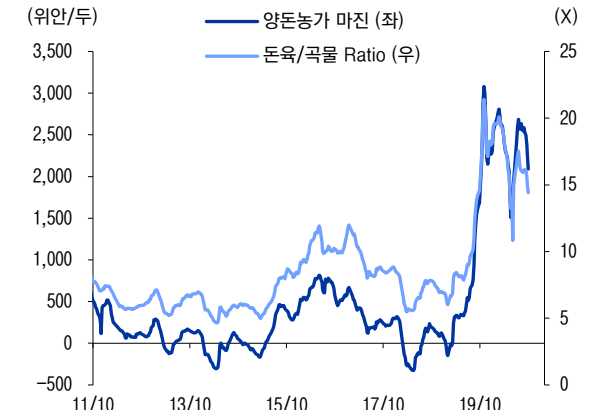
자료: 농림축산식품부, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 도축실적이란 생체검사두수에서 도살금지두수를 제외한 도살두수

그림11 라이신 및 메티오닌 월 평균가 추이



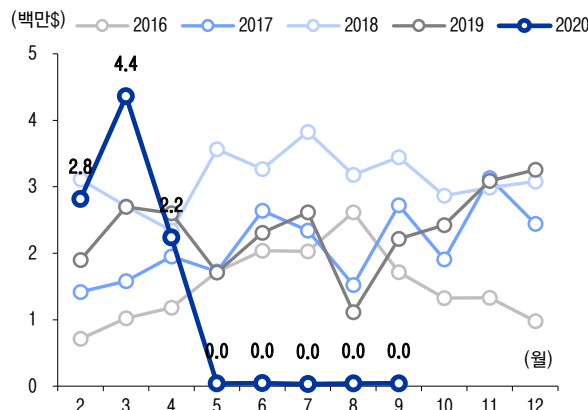
자료: 根据新闻整理, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 중국 양돈농가 마진 및 돈육/곡물 비율



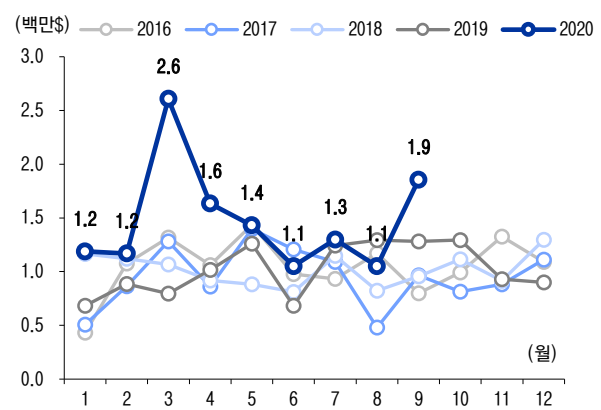
자료: 根据新闻整理, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 라이신 수출금액 추이



자료: 무역협회, TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 사료첨가제 수출금액 추이



자료: 무역협회, TRASS, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 사료첨가제 전체 합산

2) 항생제 대체 시장의 고성장: 항생제 대체 시장은 항생제의 여러 문제로 인해 이를 법령으로 규제하는 나라가 늘어나며 최근 본격적으로 고성장이 기대되는 시장이다. 제약 부문에서도 종종 회자되는 이슈지만 여기서는 사료첨가제에 한정해서 기술하기로 한다. 미국, 아세안, 중국 등 주요 국가의 첨가제 부문 항생제 대체 시장에 규제 법규가 생겨난지는 몇 년이 지났지만, 기존에는 법규의 실질 적용이 안되던 상황이었던 반면 이제는 실질 적용 시기가 임박해 본격적 항생제 대체 시장으로 뛰어 들고 있는 추세를 주목한다.

특히 미국은 중국과 맞먹을 정도로 항생제를 많이 쓰는 시장인데, 현재 법규 실질 적용이 코앞으로 닥쳤기 때문에 미국 첨가제 시장에서 가장 큰 이슈는 단연코 항생제 대체 물질의 확보다. 더군다나 미국 시장은 항생제 외에도 성장 호르몬 등 호르몬 계열을 많이 써왔는데(국내를 포함한 대부분의 나라에서는 금지), 현재 이 역시 제외 고려 중에 있다. 항생제 대체 시장이 축산 전체에서 차지하는 비중은 아직까지 1% 미만이지만, 세대 교체 및 코로나19 사태로 인해 식품 축산물에 대한 복지 및 안전성이 점점 더 소비자들에게 확실하게 각인되면서 법규 적용 시기와 맞물려 수요는 폭발적으로 증가할 것으로 보인다.

아세안 국가들 또한 소비 유통되는 제품들에 대해 항생제를 금지하는 방향으로 전체적인 법규를 강화하는 추세다. 중국 역시 Food Safety 문제가 음식료업 전반에 대두되며 최근 7월 1일부터 항생제 금지 법규가 등장했는데, 이처럼 중국 및 유럽 연합같이 축산물 소비가 높은 국가들의 규제가 진행되고 있다는 것은 항생제 대체 시장의 글로벌 확산에 더욱 박차를 가한다. 남미의 경우 아직 규제가 없지만 수출 시 수출 대상 국가에 기준을 맞춰야 하므로 국제무역이 활발해질수록 아직 규제가 마련되지 못한 국가들까지 포함해 항생제 대체 시장이 커질 가능성이 높다. 현재 무항생제 사료 비중은 30% 미만이기 때문에 아직 시장 확대 여력이 충분히 크다(라이신 등의 수출이 줄어든 것이 코로나19 영향이 있기도 하지만 항생제 및 항생제 대체 시장의 영향도 크다).

그림15 사료 내 성장촉진용 항생제 사용 금지 타임라인



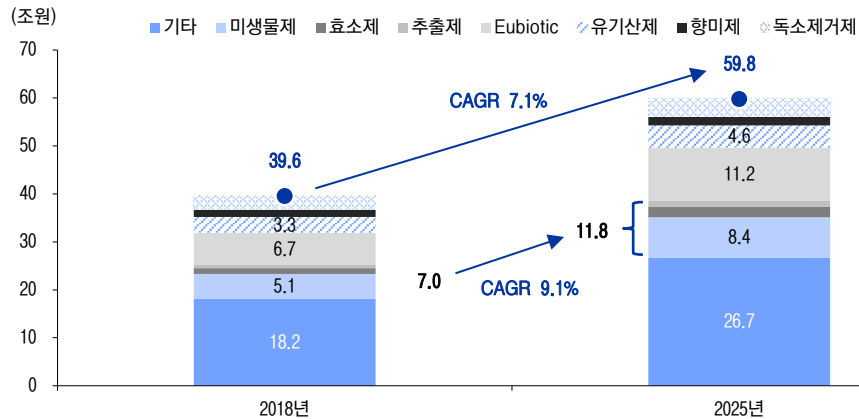
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 첨가제 종류 (아래 다섯 가지는 동사가 국내외 생산 및 판매중인 주요 첨가제 제품군)

구분	분류	추가설명	이지바이오 제품군 보유여부
영양적 목적(Commodity)	아미노산제	필수 아미노산 공급	X
	비타민제	비타민 요구량 충족	O
	미네랄제	미네랄 요구량 충족	O
	비단백태 질소 화합물	반추동물 질소원 공급	X
특수 목적 (Specialty)	효소제	지방/단백질/인/당 분해 촉진	O
	유화제	지방 유화제, 흡수촉진제	O
	미생물제	유익균, 유익곰팡이, 유익효모, 박테리오파지	O
	보존제	항응고제, 항곰팡이제, 항산화제, 유기산제	O
	추출제	초목/종자/동물/세포별 추출물	O
	규산염제	곰팡이독소 흡착 및 배출	O
	향미제	착향료, 감미료, 조미료	X
	기타	올리고당, 완출제, 결착제, 착색제	O

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 글로벌 사료 첨가제 시장 규모



자료: Markets and Markets(2019), 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 직접지사와 신시장 (유통망 모멘텀)

1) 직접지사 매출 기여 타임라인 완비: 4월 21일 당사에서 발간한 <육류에도 관심을 가져보자>에서 설명하였듯, 동사는 그 동안 대리점 중심의 해외 사업을 영위하다가 2년 전부터 직접지사(법인)로 바뀌어나가는 중이며, 직접지사 설립 시 당분간은 대리점과 경쟁 구도가 형성되어 매출이 바로 뛰진 않지만 대략 2년 후부터는 본격적으로 매출이 확대되는 구조를 가진다. 이미 직접지사가 설립된 태국, 베트남, 미국 등은 3분기 잠정집계 기준 전년대비 50~70% 가량 수출이 성장한 것으로 파악되어 이러한 유통망 변화에 따른 매출확대 모멘텀 타임라인이 순조롭게 시현되고 있다는 것을 확인할 수 있다.

향후 직접지사 매출 확대를 기대 가능한 순서로는 작년에 직접지사를 설립한 미국, 그리고 올해 말에서 내년 사이 추가 설립 예정인 최소 2개의 지사가 있다. 이를 통해 올해 전체 수

출은 작년 대비 20% 이상 성장할 것으로 예상된다(작년 해외매출 156억, 올해 180~190억 예상, 내년 300억 가량 예상). 이러한 직접지사 매출 확대 모멘텀은 앞서 설명한 업황 턴어라운드 시점과 맞물려서, 신규 사업을 제외한 기존 사업 자연 증가 수출액을 20~30억 가량 더 확보할 수 있을 것으로 판단한다. 현재 직접지사 형태로 사업을 영위하는 국가는 태국, 베트남, 미국, 영국, 필리핀 5개 국가다. 향후 추가될 2~3개 국가로는 내년 중국, 멕시코 시장이 유력하고 방글라데시 역시 비교적 개발도상국임에도 불구하고 대규모 인구를 근거로 수출이 상당하기 때문에 유력 시장 후보에 있다. 특히 중국은 구체적 진행 상황이 거의 막바지에 다다른 단계다.

2) 신시장/신규 사업 매출기여분: 유럽 신규 시장 수출에서 최소 20~30억 가량, 그리고 그 외 기타 신규 사업을 모두 합쳐 약 50억 가량의 신규 사업 매출 기여분이 새로 붙을 것으로 예상된다. 기존 사업의 성장을 제외하고 해당 신시장/신규 사업 매출 기여분만 고려해도 30% 이상의 매출 성장을 기대 가능하다.

2-1) 유럽: 현재 해외 법인은 홀딩스에 귀속되어 있다. 영국 법인은 기존에 자체적으로 영업조직을 갖추고 있지 않았고 유럽 내에서 대리점 방식으로 판매하고 있었다. 그리고 유럽은 진입장벽이 높아 별개 시장으로 생산해왔기 때문에 동사에서 생산하는 제품은 그 동안 하나도 못팔아왔는데, 올해 말에 판매할 제품이 4개가 최종 등록될 예정이다(엔도 파워 등). 이를 통해 최소 30억대를 유럽으로 신규 수출 가능하게 되며, 이를 토대로 2025년까지의 중장기 비전 하에 올해부터 영업 비중을 대폭 확대 중이다. 2025년까지의 성장 목표 중 하나는 동사가 국내에서 생산하는 제품을 유럽 내에서 별도로 등록해 2025년까지 300억 이상 매출을 올리는 것인데 이는 내년에 시작될 예정이다(올해 아직 EU 매출 없음).

2-2) 중국: 중국은 코로나19에 감염된 전 세계 중 가장 먼저 회복되고 있기 때문에 지금 시점에서 성장이 붙고 있는 가장 매력적 시장이다. 다만 정치적 리스크가 주요 고려 요소로 작용하며 제품 등록 자체가 오래 걸리는 시장이기에(허가 소요 기간 4~5년 가량), 향후 시장 성장 파악에 있어서 제품 등록이 굉장히 중요하다. 정치적 이유로 변화가 생겨도 현재 등록된 제품들에는 수출 판매가 문제없기 때문에 등록 제품 수가 중요한 것이다. 그래서 제품 생산 후 우회 등 올해 특히 지속적 노력이 있었으며, 이를 통해 11월까지 등록 제품이 5개까지 확대될 예정이고 추가로 2개 제품이 완료 단계에 있다. 특히 중국의 첨가제 등록에는 크게 농업부 등록, 세관 등록 두 가지가 있는데 농업부 등록까지 끝마친 상황이다. 이에 중국 쪽에서도 내년에 20억 가량의 추가 매출이 예상된다.

구체적으로는 기존 중국에 있었던 제품은 리피돌 하나로 최근 등록되자마자 단일제품 매출이 매달 20억씩 나오고 있다. 여기서 신규 제품이 붙는데, 올해부터 등록 작업을 시작해 일부가 파일럿 마켓 방식으로 판매되었고, 세계 1위 사료 회사인 CP에서 2회이상 실험을 거쳐 내년에는 여기서 최소 10억 이상 생산될 것으로 판단된다. CP는 태국 회사긴 하지만 국내 전체 사료생산량이 1,800만톤인 것에 비해 CP 하나만 2,300만~2,600만톤에 달할 정도로 규모가 큰 수직계열화 기업이며, 유럽을 대상으로 사업하고 있다. CP는 시장 기준이 유럽이기 때문에 항생제를 포함해 항생제 대체 제품이 관심이 높다는 점이 매력으로 작용한다. 또한 현재 중국은 등록 예정 제품에 바로 사업을 연계하고 싶다는 업체로 세계 6위 사료 회사인 하이다 등이 존재해 더욱 전망이 밝다.

다음은 올해 중국에서 사료에 항생제 금지로 인해 사료 관련 기업들이 일제히 가격 인상을 단행한 뉴스와 목록이다.

그림17 최근 중국 내 다수의 사료 기업들이 사료가격 인상을 공시

正在阅读: 疯狂的玉米! 价格向2800元/吨进发, 饲企集体宣布涨价75-150元

10/26 19:45

新牧网 在知乎

今年以来, 玉米期货价格不断刷新历史高点。最近, 玉米市场收购价格继续上涨到2700元/吨, 并逐步靠拢2800元/吨。截止今日国内玉米均价参考2415元/吨, 较去年环比上涨了30%多。目前, 玉米市场行情整体依旧偏强运行。由于饲料原料的持续上涨, 近日双胞胎、正大、海大、唐人神、大台农等企业纷纷宣布饲料价格上涨。

最新 饲料价格 上涨 发布 主要 企业
中国全球采购1700万吨玉米还不够?或发放更多进口配额!

10月23日消息, 据行业消息人士称, 由于国内的动物饲料需求激增, 供应趋紧, 中国政府预计将在新的作物年度里发放更多进口配额, 并采购数百万吨玉米。

据消息人士称, 根据已经批准的配额, 中国已经订购约1200万吨美国玉米, 还从包括乌克兰的其他产地订购了500万吨玉米。

另据10月23日中国海关公布的数据显示, 2020年1至9月份中国进口667万吨玉米, 首次接近全年低关税配额总量720万吨, 这是以前从未出现过的现象。

지난 7월 1일부터 '사료 내 항생제 사용 금지' 정책이 실시된 직후 중국 사료 업계는 일제히 가격 인상을 단행하며 비단 돼지용 사료뿐만이 아닌 가금류, 어패류 등 다양한 가축 사료 가격이 모두 상승, 가격 상승폭은 톤당 약 50~150위안에 육박.

사료 생산 과정에서 항생제 비중을 대폭 줄이거나 없앤 반면 비타민 등의 첨가물 비중을 높이면서 사료 원가 상승에 따른 가격 인상.

자료: 新牧网, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 중국의 10월 이후 주요 사료가격 인상 내역 예시(일부 생략)

公司名称	涨价品种	涨价幅度 (元/吨)	开始时间
合肥傲农牧业科技有限公司	所有产品	100	2020.10.25
安徽皇佳生物工程技术有限公司	猪料、浓缩料、鹌鹑料、蛋鸡料	150	2020.10.25
	肉鸡料、肉鸭料、肉鹅料、牛羊料	75	
	种蛋禽料、种禽料	100	
安徽金牧饲料有限公司	浓缩料、保育料、教槽料	100	2020.10.25
	所有全价料	75	
赣州双胞胎饲料有限公司	小鸡料、中大鸡料、蛋鸡料	100	2020.10.25
	小鸭料、中大鸭料、蛋鸭料	75	

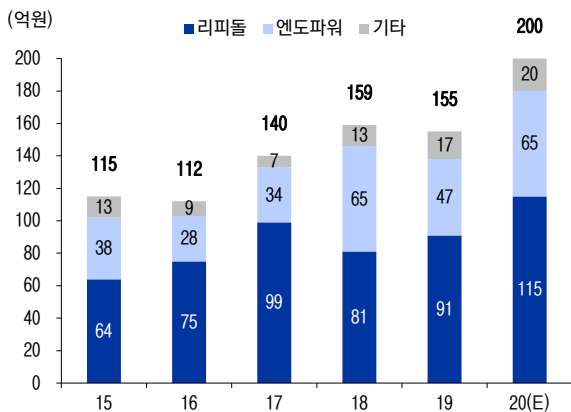
자료: 新牧网, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 신규등록수 모멘텀

사료첨가제는 해외수출 시 단계가 복잡하다. 제품 등록 후 현지 평가실험, 동물실험, 마케팅 등이 이어지기 때문에 실제 매출이 본격화되기까지 시간이 오래 소요된다. 동사에서 해외 제품등록에서 매출 본격화 사이까지 몇 년이 걸릴지 9년치 사업 기준으로 통계를 뽑았을 때 최소 6개월에서 1년, 통상 2년부터 매출이 올라가는 구조임을 확인했다. 따라서 2019년~2020년 사이에 등록된 제품들이 내년 중반부 이후 매출 확대로 이어진다. 주목할 점은 그 동안의 총 누적 해외 제품 등록 수 대비 19~20년 사이 등록 수가 50% 가량(총 108개, 2년 사이 35개) 된다는 점이다[그림 20]. 작년 하반기부터 올해까지 제품 등록을 공격적으로 하고 있기 때문이다. 공격적 제품 등록의 이유는 그 동안 대리점 판매 방식이었을 때는 대리점이 동사 제품뿐만 아니라 다른 제품도 취급하고 있어서 대리점 판매 포트폴리오상 수요가 더 있어도 더 팔지 못했던 구조였는데, 지사 전략으로 전환하면 등록 가능한 제품은 무조건 제품을 등록해놓는 방식이기 때문이다. 현재 비용이 다소 소요되더라도 지사가 아직 없는 국가에 동사의 이름으로 등록해놓기 시작하는 등 예전과는 완전히 달라진 공격적 전략이 확인되는 상황이다.

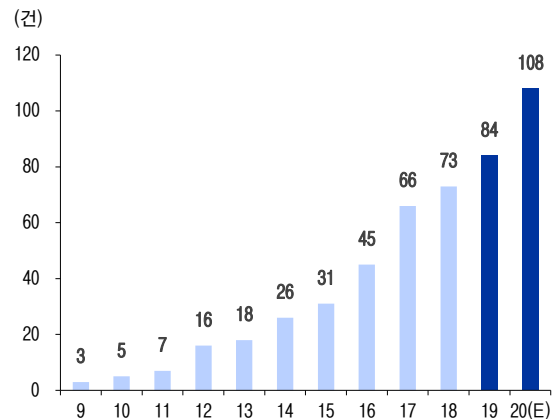
해외 지사 설립 시 국내에서 판매 중인 제품들을 모두 등록하는 것을 원칙으로 하고 있으며, 현지매출 50억 돌파 시 거기 공장을 짓는 것을 원칙으로 하고 있다. 국내 판매 제품 수가 100가지 이상인데, 이는 배합 때문으로, 해외에서도 매출이 커지면 배합해서 판매할 수 있는 설비가 필요하기 때문이다. 제품 가지 수가 늘어나면 고객 수가 확대되고 경쟁에서 비교적 자유로워 진다는 특징이 있다(비슷한 제품 한두 개는 경쟁사가 생길 수 있는데 배합을 통해 가지 수가 많아지면 대체가 어려워지기 때문이다).

그림19 품목별 매출(해외)



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 품목 등록 누적 수(해외)



자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

*주: 박테리오파지란?: 특정해서 미생물을 죽이기 때문에 효과가 크며, 개발 자체에 10년이 소요되었고 효능이 입증된 것은 3년이 지났다. 궁극적으로 사료에 첨가해야 상용화가 완료 되는데 안정화 작업에 진척이 없어 그 동안 시도한 업체들 몇몇 있었지만 모두 불완전한 상황이었다. 여기에 생산 퀄리티 안정을 위해 3년동안 동사가 연구에 투자해왔다. 현재 상용화가 바로 가능한 단계인데 국내와 달리 해외는 최소 유통기간이 길어야 해서 등록이 지금 진행되고 있으며 주력국가들은 올해 완료된다. CP에서 관심을 가지는걸 기점으로 시장 확장

이 가능하다. 미국 역시 등록에 시간이 걸림에도 불구하고 관심을 가지는 단계다. 지역적으로 한두 업체가 잠시 있었지만 선도 업체가 없던 시장이었고 그래서 등록 즉시 박테리오파지 선도업체가 될 수 있다. 박테리오파지는 미국에서 식품용으로 먼저 일부 승인이 된 적이 있었다. 도축장에서 병원균 제거를 위해 살포하는 것인데, 실제 그런 시장에서 니즈가 또 있고 이는 사료첨가제 등록과 별도로 해도 중동 시장 등에서 사업 검토가 이뤄지고 있다. CP 측에서도 육계농장을 필두로 아쿠아 쪽까지 확대 가능한 것으로 파악된다. 이처럼 동사는 단일기업 기준으로 축산 관련 시장보다 보다 기술기업에 가까운 면모를 보여주고 있다.

그 외 중장기 모멘텀: M&A

위에서 제시된 세 가지 실적 모멘텀 외의 자체적 매출 확대 방안도 따로 모색 중인데, 이 중장기 성장전략 중 다른 하나가 M&A를 통한 확장이다. 올해 코로나19로 인해 전세계적으로 사료/사료첨가제 시장에서 M&A 건수가 급격하게 떨어지는 모습을 보였다. 이를 기회로 동사는 다수의 해외 해외 M&A 프로젝트를 적극 고려 중에 있다. 인수 대상은 동사가 보유하고 있지 않은 제품군을 가진 업체, 혹은 현재 유통망이 취약한 지역의 업체 등이다. 이런 업체들은 지분인수 시 동사의 연결 재무제표에 붙게 된다. 현재는 영국 등의 회사들이 동사 밑에 없고 홀딩스 밑에 있어, 그쪽으로 나가는 매출만 인식되고 있다.

표4 해외 유사기업 현황

종목명	Zoetis	Phibro Animal Health	Balchem Corporation	Anpario PLC	Adisseo	이지바이오
국가	USA	USA	USA	UK	China	한국
단위	mil USD	mil USD	mil USD	mil GBP	thou CNY	십억원
매출액	6260	828	644	29	1114	60
영업이익	2311	88	104	4	153	11
영업이익률	36.9	10.7	16.2	15	13.7	18.3
당기순이익	1500	55	80	4	126	7
당기순이익률	24	6.6	12.4	12.8	11.3	11.7
PER	36.4	22.6	40.9	18.8	29.9	-
EV/EBITDA	27.82	12.88	23.01	9.86	-	-

자료: Bloomberg, 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 해외 기업은 2019년 실적, 이지바이오는 산설 기준으로 추정한 2019년 상반기 기준

표5 제품군별 주요 경쟁사 분석

제품군	경쟁사	국가	사업현황 및 전략
효소제	듀퐁	미국	유전자재조합 균에서 생산된 단일 효소제 또는 단순 혼합 제품 (보리/소맥용 효소)
	AB Food	영국	유전자 재조합 균에서 생산된 단일 효소제, 소맥용 단일 효소제 주력
	Elanco	미국	유전자 재조합 균에서 생산된 단일효소제, 팜박용 Mannanase 단일 효소제
흡수촉진제	Kemin	미국	단일 라이소인지질(LPC) 제품으로 낮은 함량 대비, 마케팅력 중심으로 고가에 런칭
발효제품	Diamond V	미국	액상단일 배양, 부형제와의 단순 혼합을 통한 컬처제품 공급 (높은 인지도로 고가정책)
	Lessafre	프랑스	전통적인 발효공정을 통한 농축제품 판매

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

이지바이오 목표주가 추이		투자의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고	최저	평균				최고	최저	평균		
					대비	대비	대비				대비	대비	대비		
		2020.06.05	변경	심지현											
		2020.06.05	NR	NR											

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)