

바이오/헬스케어

구제역, 1차 산업 수직계열화 속도 낸다

Positive (유지)

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

김혜진 (RA)

02)768-7646, jenny.kim@wooriwm.com

구제역 이후 국내 육류 자급률 56%대로 큰 폭 하락 예상

- 구제역은 소, 돼지 등의 입, 발굽 주변에 물집이 생긴 뒤 폐사하는 가축 1종 바이러스성 법정 전염병. 현재 전국적 확산으로 살처분 가축은 총 347만 마리 이상. 이에 따라 시가 보상액만 2조원 이상을 기록
- 가축 살처분을 30%이상 되면 국내 자급률 56%대로 급감할 전망이며 소규모 농장의 도산으로 국내 1차 산업 재편 예상

수직 계열화 이룬 업체 중심으로 1차 산업 재편될 전망

- 사료용 곡물의 국제가격이 크게 오르면서 국내 사료값 상승과 이로 인한 구제역 피해농가의 2차 피해 우려. 국제 곡물가격에 민감한 소규모 사료업체 역시 국내 사료 소비량 급감으로 경영 부담 가중. 소규모 농가와 사료업체 줄도산 불가피할 듯
- 결국 구제역 이후 소규모 농장 중심이던 국내 1차 산업이 생산과 유통을 통합해 수직계열화를 이룬 기업 중심으로 빠르게 재편될 것이며 이중 사료사업이 통합화의 핵심이 될 것으로 전망

추천 종목: 이지바이오시스템

- 안정적인 매출액, 수익성 개선에도 저평가(2011년 P/E 3.8배 수준) 받고 있는 이지바이오시스템을 추천
- 이지바이오시스템에 대한 투자포인트는: 1) 생산 및 유통 중심의 축산업 수직계열화 진행 중, 2) 국내 사료시장 M&A를 통해 외형 성장 및 경쟁력 확보, 3) 가축분뇨를 활용한 바이오가스 생산 및 동물 백신 개발
- 이외에도 관련종목으로 STX가 있는데, 지주사에서 곡물 등 자체사업확대를 통한 수익성 개선에 주목할 필요가 있다고 판단
 - ✓ STX는 조선업 호황으로 인한 지분법 수익이 증가하고 있으며, 인프라 활용한 자체 수익 사업 확대 중. 석탄, 곡물사업 2009년 매출비중 15%. 2011년 미국 곡물 엘리베이터 확보로 곡물 메이저로서의 역할 가능할 것
 - ✓ 높은 부채비용에 따른 이자비용으로 수익성이 개선에 한계가 있었으나 자체 사업 확대로 수익성 개선이 전망된다는 점에서 긍정적이라고 판단

관련업체 투자의견/투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가 (3/8)	매출액		영업이익		P/E		ROE	
					2010P	2011E	2010P	2011E	2010P	2011E	2010P	2011E
이지바이오	035810.KQ	Not Rated	Not Rated	2,060	82.2	93.8	14.2	16.3	4.7	3.8	13.9	17.9
STX	011810.KS	Not Rated	Not Rated	30,800	3,245.6	4,000.0	89.6	120.0	46.7	31.4	3.3	5.3

주: 2011년 실적은 회사 가이드스 기준

자료: 이지바이오시스템, STX

- 당사는 자료 작성일 현재 '이지바이오시스템, STX'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 "STX"를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

목 차

Summary	3
구제역으로 농가손실에서 환경오염문제까지 경제적 피해 확산	5
구제역 이후 1차 산업의 수직계열화 촉진되어 농업경영 시대 도래.....	8
수직계열화의 성공 여부는	12
1) cost reduction	
2) M/S 확대	
추천 종목: 이지바이오시스템 / 관련 종목: STX	15

Summary

구제역 이후 소규모 농가 사료업체 기반 흔들려

구제역이 발생한지 넉달째로 접어들었다. 빠르게 확산되다가 최근 들어 서서히 진정국면에 접어 들고 있다. 지금까지 국내에서 살처분된 가축수는 2002년 대비 21배 이상인 347만 마리에 이른다. 구제역 확산으로 축산 농가는 물론 국가 경제 손실도 증가하였으며 2차적으로 환경오염 문제를 야기할 우려가 매우 커졌다.

국내 축산물 시장은 2008년 현재 74.2%의 자급률을 유지하고 있었다. 구제역 이전인 2010년 3분기에 소와 돼지 약 1,328만 마리의 사육규모를 유지하다가 급변 구제역 파동으로 살처분 비율이 26.1%에 달한 것으로 추정된다. 우리나라는 사료 원료인 대두, 옥수수 등을 전량 수입에 의존하고 있다. 최근 이들 사료용 곡물의 국제가격이 크게 오르면서 국내 사료값이 뛰고 있다. 이미 구제역 피해를 입은 축산 농가에겐 이중고다. 소규모 사료업체 역시 어려움을 겪긴 마찬가지다. 국제 곡물가격에 민감해 원가부담은 커졌는데 구제역으로 사료 소비량은 크게 줄어들었기 때문이다. 소규모 농가와 사료업체의 기반이 흔들리게 될 것이다.

수직계열화 이론 업체 중심 1차 산업 재편

구제역 이후 소규모 농장 중심에서 생산 및 유통을 통합하는 수직계열화가 빠르게 진행 될 것이며 이중 사료 사업이 통합화의 핵심이 될 것으로 전망한다. 축산업 1차 구성원인 농가들의 기반이 흔들리면서 도산하는 농가들이 증가할 것이다. 이들은 체계적인 관리 시스템을 보유한 대기업 산하로 소속될 것으로 예상된다. 관리 시스템의 핵심은 사료 유통권을 가지고 있는 기업이 될 것이며 농협과 카길푸리나를 제외하고 국내에서 사료 사업을 하고 있는 대기업은 삼양사, CJ, 두산을 비롯 하림, 이지바이오시스템이 있다. 그러나 단순 사료유통만으로는 농가에 혜택을 주기 어렵고 축산산업관련 가치사슬을 통합화한 회사들이 유리할 전망이다.

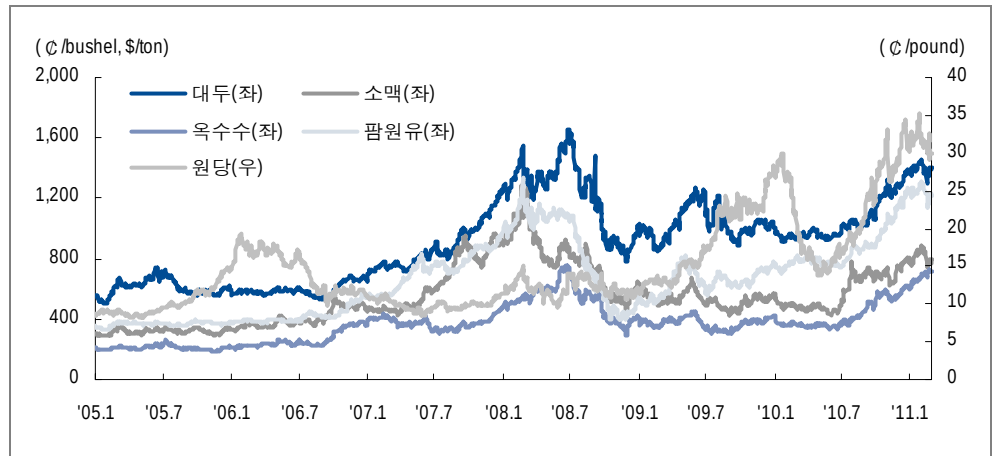
관련주도 이지바이오시스템과 STX

1차 산업 구조 변화 속에서 사업확대를 통해 수익성 개선이 예상되는 종목은 이지바이오시스템과 STX이다.

이지바이오시스템은 생산 및 유통 중심의 축산업 수직계열화를 진행 중이다. 서울사료를 인수하면서 러시아 연해주에 조성한 농장 ‘에코호즈’를 통한 곡물의 자가 공급이 가능해졌기 때문에 대두, 옥수수 등의 국제 곡물가 인상에도 경쟁사 대비 수익성 개선이 가능할 전망이다. 더불어 2012년부터 가축분뇨, 하수슬러지의 해양배출이 금지되는데 동사는 가축분뇨를 이용한 바이오가스를 개발 및 생산하고 있다. 이는 국내에서 상업적 규모로 가동되고 있는 유일한 바이오가스플랜트로 1일 100톤 이상 처리 가능한 규모이다.

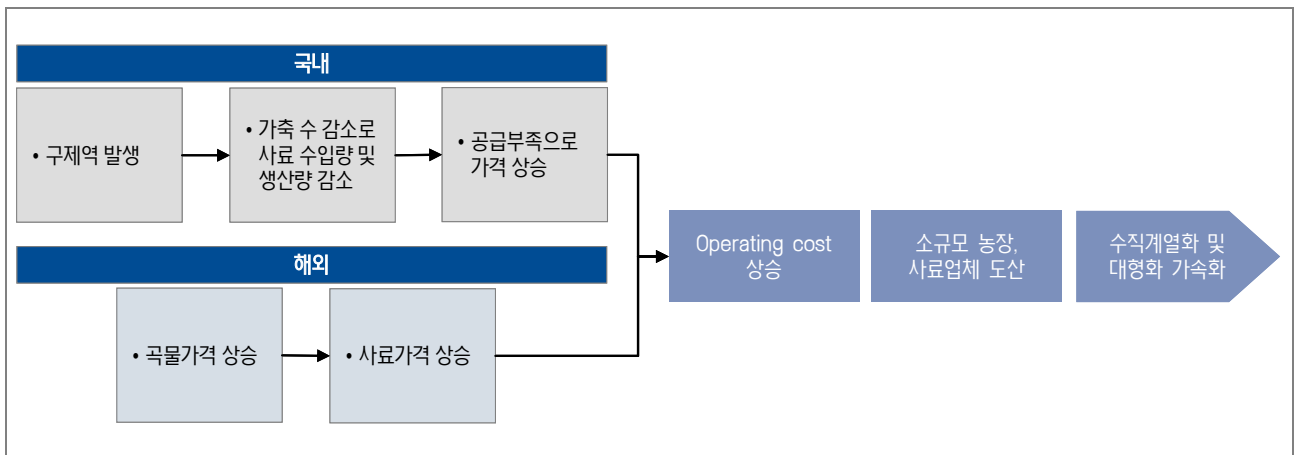
STX는 해운조선 경기 위축에 대비 재무적 안정성을 높이기 위해 자체 확보한 인프라를 활용한 신규 사업으로 매출 확대를 꾀하고 있다. 에너지개발 사업은 물론 최근 곡물 사업에도 진출했다. 물류시스템을 활용하여 수익성 개선이 가능한 트레이딩사업을 확대 중에 있으며 2011년 미국 곡물 엘리베이터 확보로 곡물 메이저로서의 역할이 가능할 것으로 예상된다.

사료원료인 옥수수, 대두 가격 상승추세 지속 중



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

1차 산업의 수직계열화 및 대형화 가속될 전망



자료: 우리투자증권 리서치센터

구제역으로 농가손실에서 환경오염문제까지 경제적 피해 확산

구제역 확산으로 경제적 피해 확대

구제역(foot and mouth disease)은 발굽이 2개인 소, 돼지 등의 입, 발굽 주변에 물집이 생긴 뒤 치사율이 5~55%에 달하는 가축1종 바이러스성 법정 전염병이다. 구제역 바이러스는 7가지 혈청형(A, O, C, Asia1, SAT1, SAT2, SAT3)으로 분류되며 이번에 문제된 것은 아시아지역에서 많이 나타나는 O형이다.

소의 경우 잠복기가 3~8일이며, 초기 고열이 있고 통증을 동반하는 급성구내염과 수포가 생기면서 앓다가 죽는다. 문제는 특별한 치료법이 없고 감염된 소를 비롯 이와 접촉한 모든 소를 소각하거나 매장해야 한다. 공식적으로 인체감염성은 없다고 알려져 있고 상대습도 60% 이상, 기온 25℃이하에서 편향풍이 지속되는 시기에 급속히 전파되는 경향이 있다.

한국에서는 1934년 처음 발생했으며 이후 2000년 경기도 파주 지역에서 발생해 충청도 지역까지 확산된바 있다. 2010년에는 전국적으로 확산되어 1차 산업에 큰 피해를 입히고 있다. 농림수산식품부에 따르면 3월 7일 현재 11개 시도의 6,228개 농가가 매몰대상 농가로 집계되었고 살처분 가축수는 총 347만 마리 이상으로 집계되었다. 이에 따라 살처분 시가 보상액만 2조원을 넘었다. 게다가 이번 구제역 발생으로 예방 백신이 접종 되기 시작하면서 우리나라는 2002년 구제역 종식 이후 구제역 청정국의 지위를 상실하였다.

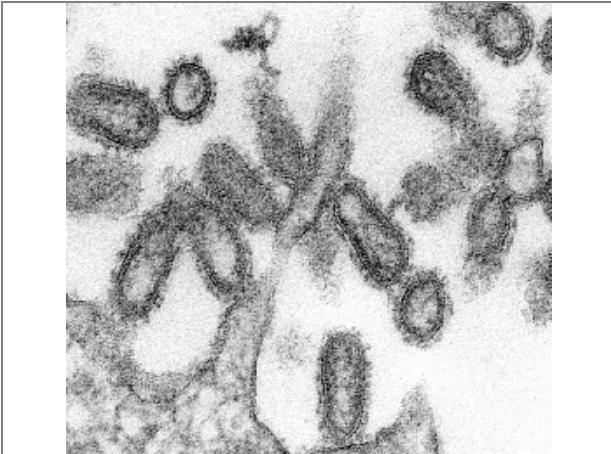
구제역 관련 정부지출 비용 3조원 넘어

OIE에 따르면 가축질병이 직, 간접적으로 미치는 경제손실은 축산 총생산액의 20~24%로 추정하고 있다. 2000년 구제역 발생 이후 돼지고기 수출은 2000년 102.4천톤에서 2006년 12.2천톤으로 급감하였다. 현재까지 살처분 보상금 및 백신 접종비 등 정부가 지출해야 할 구제역 관련 비용은 3조원대를 넘어선 것으로 추산된다. 경기도에 이어 전국에서 2번째로 가축 사육규모가 큰 충남지역으로 구제역이 확산되면서 축산업 기반 차체의 붕괴 우려마저 제기되고 있다. 특히 전국 최대 축산단지인 홍성군마저 구제역이 확인되면서 전라도와 제주도를 제외한 전국으로 확대되었다.

환경오염

살처분을 고수하여 일시에 많은 가축을 살처분하면서 환경오염 문제까지 우려되고 있다. 매몰시 침출수와 가스 생성으로 지하수가 오염되고 악취 등 환경 공해 문제를 야기할 우려가 매우 크다.

Foot and mouth virus



자료: CDC

발굽이나 혀에 물집이 생기면서 괴사



자료: CDC

구제역 청정국 지위관련 OIE 규정

방역정책		인정기준
과거 발생국 박멸정책에 의한 청정국 조건	예방접종 없이 살처분 예방접종과 살처분 병행	1년동안 비발생 2년동안 비발생
과거 청정국에서 발생시 청정국 지위 회복조건		살처분 완료후 3개월 경과 (이동제한지역 긴급예방접종시 예방접종축 전 두수 도축) 예방접종 중단후 6개월 경과

주: OIE (Office International des Epizooties): 동물질병 방제 국제협력을 위해 1924년 창설되었으며, 172개의 회원국으로 구성.

자료: 농협경제연구소

붕괴된 축산업 정상화 에 적어도 5년 이상의 시간이 필요

1997년 대만에서 발생한 구제역은 대만의 양돈 산업 생산기반을 파괴하였으며 관련산업의 피해까지 합하면 피해액은 연간 8조원에 이른다. 구제역으로 대만의 경제성장률은 1.4% 감소했다. 대만은 한국의 전라남북도를 합한 정도의 땅을 가졌지만 25,000여개의 양돈장에서 1천만여 두의 돼지를 사육하였다. 구제역 발생으로 약 40%가 살처분 되었으며 5년간 41조 원 이상의 경제적 피해를 입혔으며 18만명의 실업자가 발생하는 등 양돈 산업이 붕괴 되었다.

영국의 경우 2001년 2월에 발생한 구제역으로 인해 9개월간 살처분된 가축수는 650만 마리에 이르렀다. 살처분 등에 투입된 정부의 직접 비용은 30억 파운드에 넘었고 민간부문의 비용 지출은 50억 파운드에 달했다. 영국재무부는 구제역으로 인한 순수 경제적 피해가 국내 총생산(GDP)의 0.2%인 약 20억 파운드라고 추산하였다.

한국, 대만, 영국 구제역 발생으로 인한 경제적 손실 비교

		발생		살처분		손실총액 (직/간접적)	비고
		농가	두수	농가	두수		
한국	2000년 3~4월	15	소 81두	182	2,223두	3,006억원	살처분 및 예방접종: 우제류 (2회) 1523천두
	2002년 5~7월	16	소 77 돼지 59,979두	162	160,155두	1,434억원	살처분
대만	1997년 3~12월	6,147	돼지 1,196천두	6,147	4,659천두	총 41조원(5년간)	
	1998년	6	돼지 3,449두	6	3,916두		
	1999년	16	돼지/소 5,922두	10	6,715두		
	2000년	6	소/염소/돼지 744두	6	744두		살처분 및 예방 접종: 2000년부터 전 우제류가축 예방접종 (연2회)
영국	2001년 2~10월	2,030	돼지/양/소 4,068천두	2,030	6,500천두	총 14.4조원 축산부문: 1.6조원 관광부문: 7.6조원	살처분

자료: 가축방역위생지원본부, 농협경제연구소, 업계뉴스

국내 구제역 피해내역

구분	2000년	2002년	2010년 구제역 발생 이후
발생상황	- 기간: 3월 24일~4월 15일(22일간) - 피해지역: 3개도, 6개시군 - 건수: 소 15건	- 기간: 5월 2일~6월 23일(52일간) - 피해지역: 2개도, 4개 시군 - 건수: 돼지 15건, 소 1건	- 기간: 2010년 11월 23일~ 2011년3월7일 현재까지 - 피해지역: 11개시도
원인추정	- 수입건조, 해외여행객	- 외국인 근로자	- 해외여행객 추정
방역조치	- 살처분 2,216두 (발생농장 반경 500m내 우제류) - 반경 10km 내 예방접종(2차)	- 살처분 160,155두 (반경 500m내 우제류 가축과 3km내 돼지) - 예방접종 배제	- 살처분: 347만두 이상 (반경 500m 또는 3km내 우제류) - 소에 대한 2차 예방접종 완료. 2월말부 터 돼지에 대한 2차 접종 본격 진행
국내종식	- 예방접종 중단후 1년 - 청정국 회복: 2001년 8월 31일	- 이동제한 해제 후 (2002년8월14일) - 청정국 회복 2002년11월29일	- 구제역 청정국 정책 공식 포기. 6개월마다 소와 돼지 등에 구제역 백신 접종 시행 결정 (2011년2월14일)
직접피해	- 총 3,006억원 살처분 보상금: 71 소독약품예방접종 등: 202 생활안정 자금: 2.7 가축수매지원: 2,428(444천두) 경영안정자금지원 등: 302	- 총 1,434억원 살처분 보상금: 531 소독약품 등: 154 생활안정 자금: 7.5 가축수매지원: 337(142천두) 경영안정자금지원 등: 404.5	- 총 3조원 수준 살처분 보상금: 1.8조원 수준

자료: 농협경제연구소, 농림수산물부, 업계뉴스, 우리투자증권 정리

구제역 이후 1차 산업의 수직계열화 촉진되어 농업경영 시대 도래

자급을 하락으로 수입
의존도 상승
축산물 가격도 올라

국내 축산물 시장은 약 74.2%의 자급률을 유지하고 있었다. 구제역 이전인 2010년 3분기까지 소와 돼지 약 1,328만 마리의 사육규모를 유지하다가 이번 사례로 살처분 비율이 26.1%를 넘어선 것으로 추정된다. 우리나라는 사료 원료인 대두, 옥수수 등을 전량 수입에 의존하고 있다. 최근 이들 사료용 곡물의 국제가격이 크게 오르면서 국내 사료값이 뛰고 있다. 이미 구제역 피해를 입은 축산 농가에겐 이중고다. 소규모 사료업체 역시 어려움을 겪긴 마찬가지다. 국제 곡물가격에 민감해 원가부담은 커졌는데 구제역으로 사료 소비량은 크게 줄어들었기 때문이다. 소규모 농가와 사료업체의 기반이 흔들리게 될 것이다.

최근 살처분한 가축 비율이 26.1%를 넘기 시작하면서 해외수입량의 의존도가 약 50% 가까이 상승할 것으로 전망한다. 구제역 발생인근 지역에서의 도축이 금지되면서 국내 산지 출하량이 줄어들기 시작했고 가격도 큰 폭으로 상승하고 있다. 축산물품질평가원에 따르면 구제역 발생시점인 11월29일 당시 1만3,246원 수준이던 한우 도매시장 평균 가격은 2011년 3월4일 현재 1만3,649원으로 다소 상승한 반면, 돼지고기의 경우 동기간 동안 3,659원에서 6,204원으로 급등하는 모습을 보였다.

구제역 이후 돈육 시장 변화 예상 시나리오

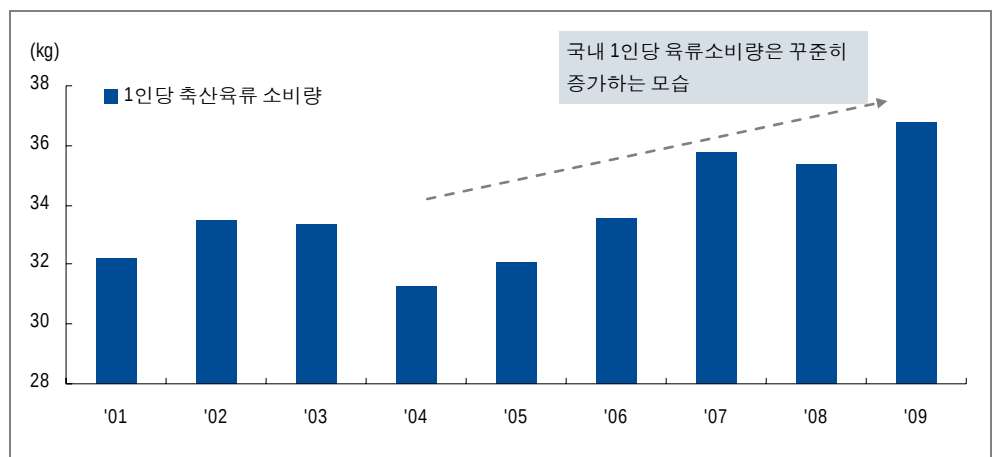
	단위	구제역 이전	구제역 이후		
살처분률	%		10	20	30
사육규모	천두	9,168	8,251	7,334	6,418
양돈용 배합사료 생산량	천톤	5,332	4,799	4,266	3,732
농가수	호	7,800	7,020	6,240	5,460
출하두수	천두	1,210	1,089	968	847
국내 돼지고기 생산량	천톤	725	653	580	508
국내 돼지고기 수입량	천톤	308	339	370	401
국내 돼지고기 수출량	천톤	13	11	10	9
돼지고기 유통량(추정치)	천톤	1,021	980	940	900
자급률	%	71%	67%	62%	56%

주: 1) 사육규모는 통계청에서 제공하는 2003년부터 2009년까지의 평균 사육 돼지 수 기준

2) 국내 돼지고기 생산량, 수입량, 수출량은 2009년 국육류유통수출입협회 자료 기준 (통관기준)

자료: 통계청, 한국육류유통수출입협회, 농림수산식품부, 우리투자증권 리서치센터 추정

국내 1인당 축산육류 소비량 점차 늘고 있음



주: 축산육류는 쇠고기, 닭고기, 돼지고기를 포함

자료: 농림수산식품부, 우리투자증권 리서치센터

국제 곡물가격 따라 국내 사료 가격도 뛰어

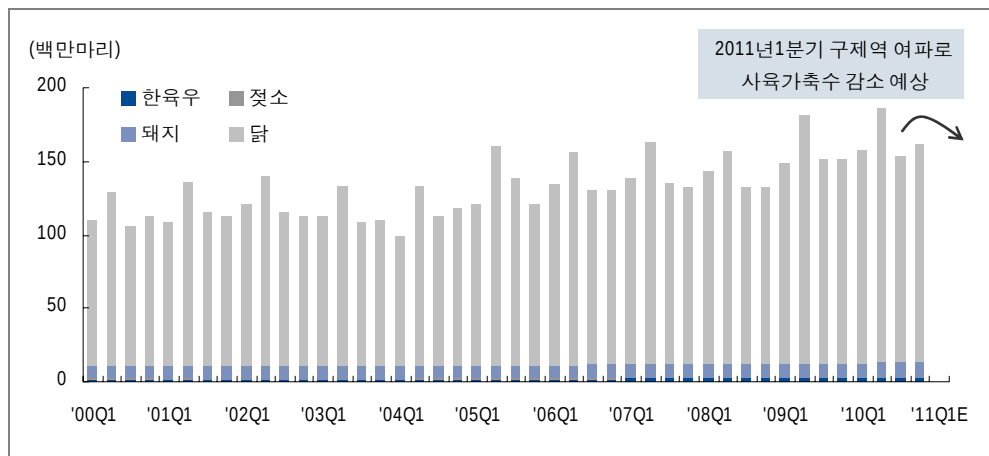
구제역으로 국내 사육량이 감소한다. 국내 100여 개가 넘는 사료회사들은 판매량 회복을 위한 가격 경쟁에 들어갈 것이고 원재료인 곡물가가 상승하고 있는 현실점에서 수익구조는 악화될 것이다. 경쟁력을 상실한 사료공장의 매물들이 여기저기 나올 것이며 사료공장들의 구조조정 또한 불가피 해진다. 이를 미리 예견한 대형 사료업체는 M&A를 통해 국내 사료시장에서의 M/S를 높이려고 하고 있다.

농가기반의 1차 산업
붕괴는 대형화 및 수직
계열계열화 촉진

축산업 1차 구성원인 농가들의 기반이 흔들리면서 도산하는 농가들이 증가할 것이다. 이들은 체계적인 관리 시스템을 보유한 대기업 산하로 소속될 것으로 예상된다. 관리 시스템의 핵심은 사료 유통권을 가지고 있는 기업이 될 것이며 농협과 카길푸리나를 제외하고 국내에서 사료 사업을 하고 있는 대기업은 삼양사, CJ, 두산을 비롯 하림, 이지바이오시스템이 있다. 그러나 단순 사료유통만으로는 농가에 혜택을 주기 어렵고 축산업관련 가치사슬을 통합화한 회사들이 유리할 전망이다.

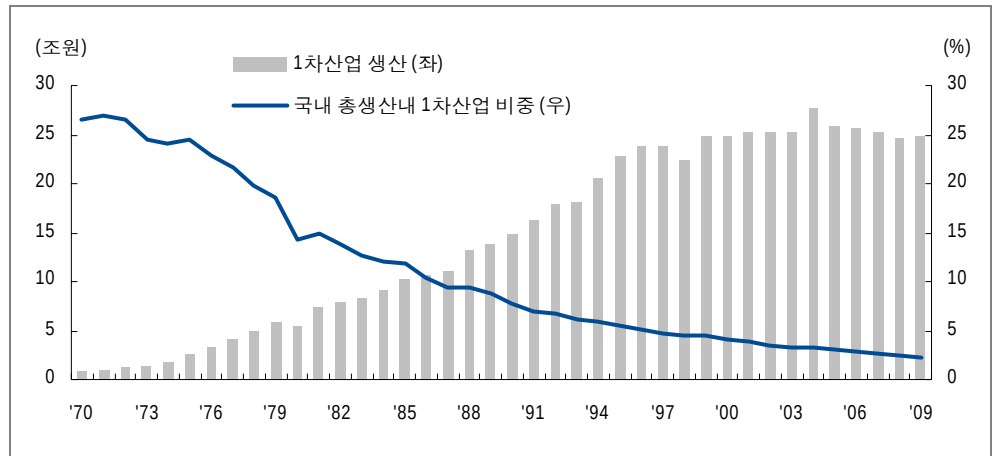
구제역 살처분 농장에 대한 채권주체자들은 자금을 회수 한다거나 농장 재건을 지원할 것이다. 그러나 이때 재건에 실패한 농장들의 매물이 급증할 것으로 예상된다. 수직계열화를 진행하고 있는 대형 패커들이 입지여건이 좋지 않은 농장들을 매입하면서 결국 시장은 대형화로 빠르게 전환될 것이다.

분기별 국내 사육 가축수 추이



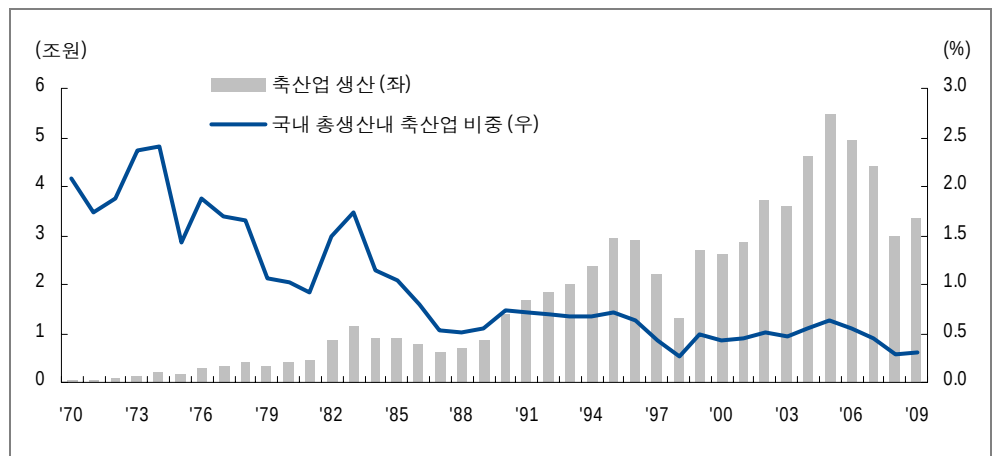
자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

한국의 GDP 대비 1차 산업 비중 큰 폭으로 감소



주: 1차산업은 재배업, 축산업, 임업, 어업, 농림어업서비스 등 5개 산업을 포함
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

한국의 GDP 대비 1차 산업내 축산업의 비중 또한 감소하는 모습

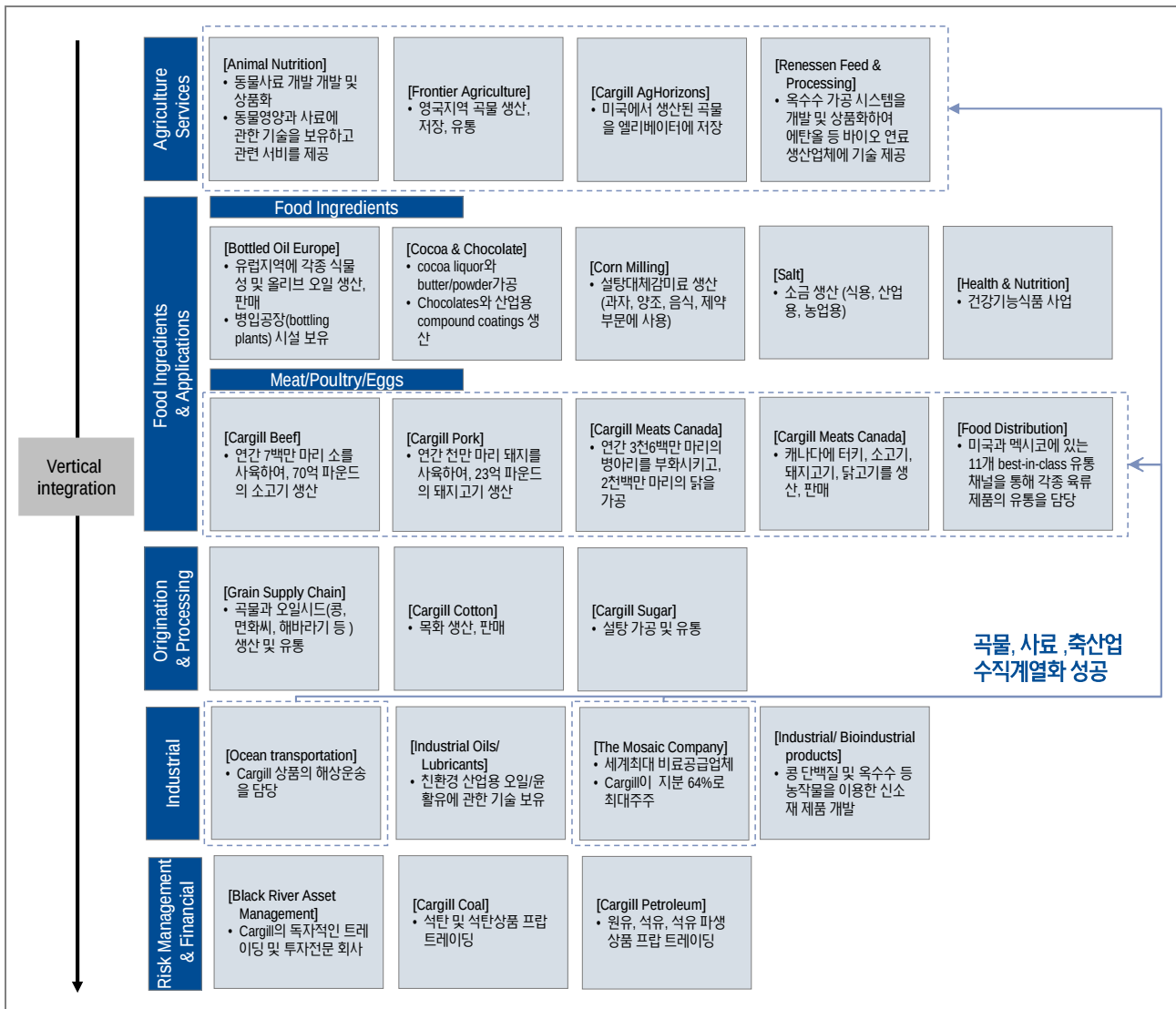


주: 1차산업중 축산업 생산규모 기준
자료: 한국은행, 우리투자증권 리서치센터

축산업 수직계열화의 성공사례: 카길(Cargill)

전세계적으로 애그플레이션(Agflation)에 대한 우려감이 확산되고 있는 가운데 세계 곡물 무역 활성화를 주도하고 있는 카길사에 대한 관심이 커지고 있다. 미국의 카길사는 세계 최대 농산물 유통기업으로서 현재 세계 곡물시장의 40%, 국내 곡물 수입시장의 60%를 차지하고 있다. 카길은 곡물 생산 및 유통뿐만 아니라 사료, 축산업에 성공적으로 진출하며 수직계열화를 완성했다. 이는 규모의 경제를 통한 수익성 개선과 시장점유율 확대에 이어졌다. 카길은 이외에도 유지가공, 해운, 철강, 화학, 바이오에너지, 금융사업(에너지 트레이딩 및 자산운용) 등 직간접적으로 관련된 산업으로 사업 다각화에 주력하고 있는 모습이다.

축산업 수직계열화의 성공사례: 미국의 Cargill



자료: Cargill, 우리투자증권 리서치센터 정리

수직계열화 성공 여부는 1) cost reduction 과 2) M/S 확대

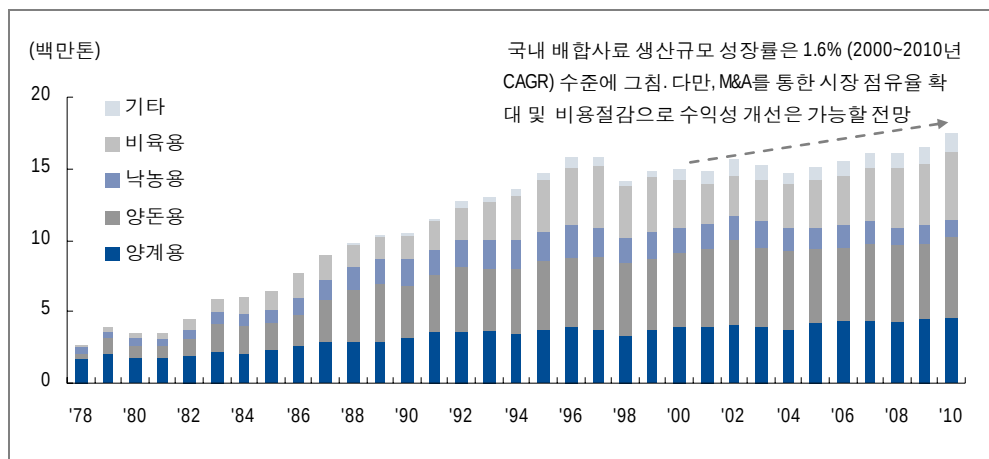
100여개 소규모 사료 회사들 난립

국내 축수산 산업은 1980년대까지 고성장을 유지하다 성숙기로 접어들면서 연평균 3~5%의 성장을 하고 있다. 사료연감에 따르면 국내 사료시장은 약 4조 5천억원의 작지 않은 시장을 형성하고 있다. 그러나 사업의 진입장벽이 높지 않기 때문에 100여개의 소규모 사료 회사들이 난립하고 있고 가격 경쟁이 심해지면서 개별 회사들의 수익성은 악화되었다.

국내 사료 시장은 농협, 카길퓨리나, 하림, 이지바이오시스템이 주요 사업자이며 CJ제일제당, 두산, 삼양사, 대상 등의 대기업들이 주요 사업의 부산물을 활용하여 사료 사업을 하고 있다. 그리고는 소규모의 사료업체들이다.

이번 구제역 사태로 국내 사료 시장에도 커다란 변화가 예상된다. 구제역이 장기화 되면 소수의 대형 사업자 중심 시장으로 재편될 수 밖에 없어 보인다.

축종별 배합사료 생산실적



자료: 농림수산식품부, 통계청, 우리투자증권 리서치센터

고정비, 생산단가 줄이 려 사료공장 인수

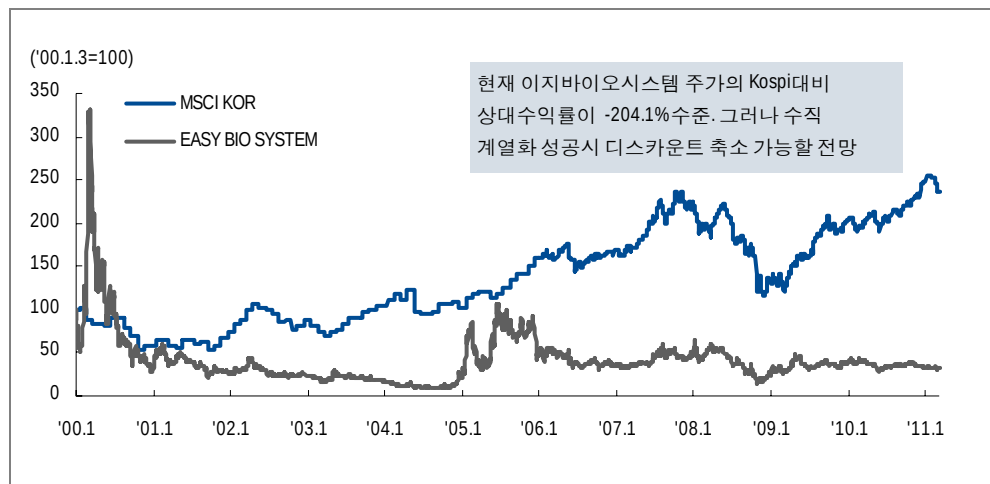
시장변화에 새롭게 주도권을 가지게 될 것으로 예상되는 회사가 이지바이오시스템과 STX이다. 이지바이오는 대기업의 사료 공장을 포함 M&A를 통해 시장 점유율을 확대하고 있다. 여러 공장 인수의 목적은 중앙 통제 경영으로 고정비와 생산단가를 줄여 수익성을 개선하는 데 있다. 이지바이오시스템은 자회사 서울사료가 러시아 연해주에 조성한 농장에서 직접 곡물생산을 시작하였다. 곡물가격 변동폭이 커질 때도 안정적인 공급을 받을 수 있게 되어 기존 사료회사들 대비 강력한 경쟁력을 보유하게 되었다.

2011년 곡물보관창고 ‘엘리베이터’ 완공

STX는 곡물 트레이딩 사업을 확대 중에 있다. 곡물보관창고인 엘리베이터가 미국에 완공되는 2011년부터는 곡물 트레이딩의 매출 비중이 빠르게 증가될 수 있을 것으로 전망한다. 한미 FTA에 따라 사료용 옥수수에 대한 관세가 자유화되면 할당 추천 제도로 보호 받고 있던 사료용 옥수수 시장이 개방되고 곡물 메이저들이 물류업체와 연계하여 직접 판매할 수 있게 된다. 정부의 정책도 조직화, 계열화, 차별화를 지향할 것이며 완전 배합 사료 시장에서 농축사료시장으로 무게중심이 이동할 것이다. 평택항에 대규모 grain terminal이 개장되면서 물류상 유리한 회사들을 중심으로 공동 구매의 필요성이 대두되고 있으며 물류 인프라를 보유하고 있는 STX는 계열사를 활용한 사업다각화를 진행 중에 있다.

결론적으로 사료시장의 성장은 생산 단가 절감과 시장 점유율 확대를 통해 가능하다. 하림 계열사들의 통합화, 카길의 사업 확대, 나머지 시장에서의 이지바이오시스템 중심의 수직계열화가 이루어지고 있다. 새로운 구매 그룹간의 협력 체계에 따라 사료가격이 결정될 것이다.

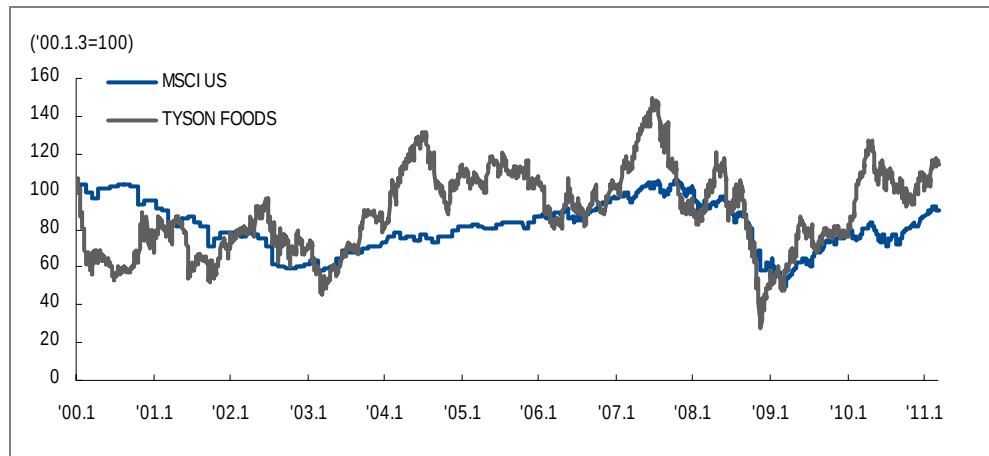
이지바이오시스템 주가 및 한국 MSCI 지수 흐름 비교



주: 2011년3월8일 종가 기준

자료: Thomson Reuters, 우리투자증권 리서치센터

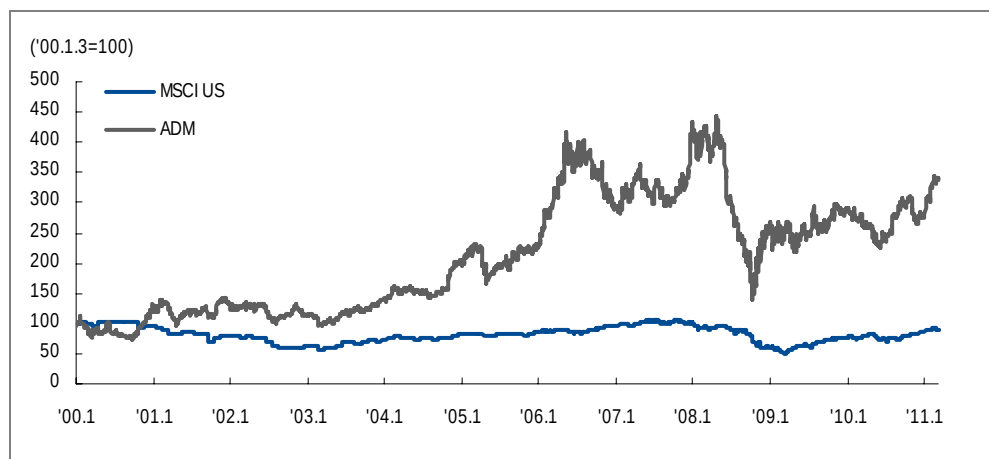
Tyson Foods 주가 및 미국 MSCI 지수 흐름 비교



주: Tyson Foods사는 미국의 세계 1위의 육류업체로서 닭, 쇠고기, 돼지고기 제품 생산 및 유통뿐만 아니라 닭고기 지방으로 디젤 연료 개발 사업도 영위

자료: Thomson Reuters, 우리투자증권 리서치센터

ADM 주가 및 미국 MSCI 지수 흐름 비교



주: Archer Daniels Midland (ADM)사는 미국의 Cargill사에 이은 세계 2위 곡물가공업체로서 세계 곡물시장의 12%를 차지

자료: Thomson Reuters, 우리투자증권 리서치센터

추천 종목 이지바이오시스템, 관련 종목은 STX

구제역을 비롯 FTA시대 국내 1차 산업의 경쟁력을 제고하기 위해서 생산-도축-가공-소비까지 하나로 엮는 대형화가 시급하다.

이지바이오시스템: 국내 축산업 수직계열화 성공으로 수익성 개선 전망

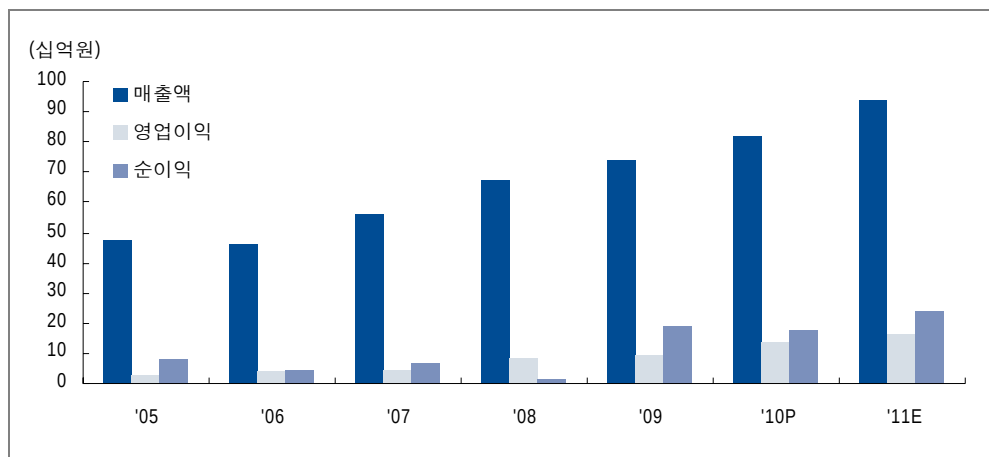
국내 생산 유통부문에서 이미 사업확대를 이룬 이지바이오시스템은 서울사료를 인수하면서 이번 구제역으로 가속화 될 시장 구조조정에서 수직계열화를 완성하려 하고 있다. 자가 소유 및 네트워크 농장에서 생산한 가축을 팜스토리한냉(과거, 도드람 B&F)과 도드람비티를 통해 유통하고 있다. 국내 사료시장은 농협을 제외하고는 카길퓨리나, 하림, 이지바이오시스템이 주요 사업자이며 CJ제일제당, 두산, 삼양사, 대상 등의 대기업이 부산물인 곡물 찌꺼기를 활용해 소규모 사료 사업을 영위하고 있다. 대기업들 및 소규모 사료회사는 곡물가격 변동에 대한 가격 저항성 및 물류 인프라를 갖추지 못했기 때문에 수익성 개선은 매우 어렵다. 그러나 이지바이오시스템은 서울사료가 러시아 연해주에 조성한 농장 '에코호즈'를 통해 자가 공급이 가능하다. 만약 미국 곡물 엘리베이터 확보로 곡물 트레이딩 사업을 확대하고자 하는 STX와의 협업을 모색한다면 경쟁사 대비 빠른 수익성 개선을 기대할 수 있다. 더불어 몇몇 대기업의 사료 공장 인수작업이 진행 중이기 때문에 성공시 시장 점유율 확대 또한 기대할 수 있다.

국내 유일 가축분뇨 활용 바이오 가스플랜트 가동

2012년부터 가축분뇨, 하수슬러지의 해양배출이 금지된다. 동사는 가축분뇨를 이용한 바이오 가스를 개발 및 생산하고 있다. 이는 국내에서 상업적 규모로 가동되고 있는 유일한 바이오 가스플랜트로 1일 100톤이상 처리 가능한 규모로 아직까지 태양광이나 풍력에 비해 발전 차액 보상이 낮지만 2012년 해양배출이 금지되면 가축폐기물 처리에 대한 보상금액 또한 상향될 수 있을 것으로 기대한다. 더불어 자회사 옵티팜솔루션에서는 동물백신 및 질병 진단 키트, 부가가치를 높이기 위한 사료 첨가제를 개발 중에 있다.

계다가 자회사들의 가치가 상승하고 있다. 회사 가이드스에 따르면 2011년 이지바이오시스템의 매출액은 약 938억원(+14.1% y-y), 영업이익 163억원(+14.5% y-y)이 전망된다. 그러나 IFRS가 도입되는 2011년 자회사들의 실적이 반영되면 매출액 1조 3천억원, 영업이익 500억원이 예상된다. 자회사는 상장사로 팜스토리한냉이 있으며 비상장사로는 도드람비티, 서울사료, 성화식품 등이 있다.

이지바이오시스템 매출액, 영업이익 지속적으로 증가



주: IFRS가 도입되는 2011년에 자회사들의 실적이 반영되면 매출액 1조 3천억원, 영업이익 500억원 예상
자료: 이지바이오시스템

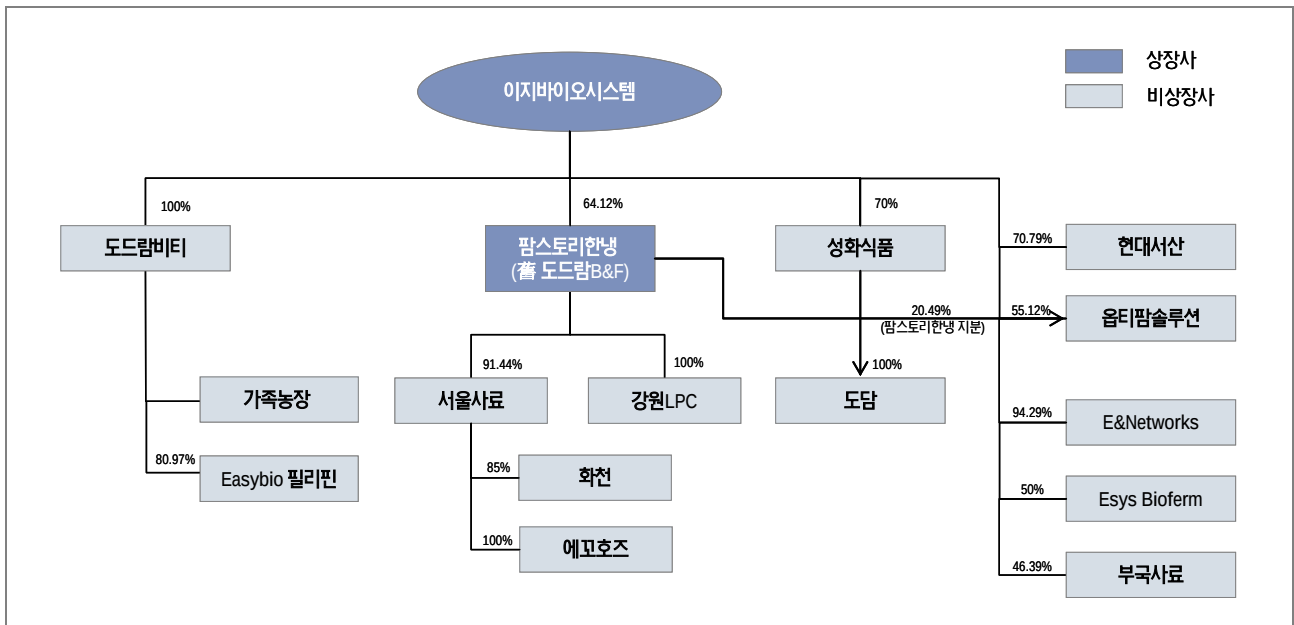
이지바이오시스템 계열사 실적 현황

(단위: %, 십억원)

	사업내용	지분율	2009		2010P	
			매출액	영업이익	매출액	영업이익
이지바이오시스템	미생물발효 효소제, 사료첨가제, 바이오가스생산		74.3	9.4	82.2	14.2
주요 계열사						
팜스토리한농(도드람B&F)	사료, 유통	64.1	208.8	4.4	390.7	3.2
도드람비티	사료, 직영농장	100.0	72.6	5.1	70.2	7.0
성화식품	육계	70.0	93.3	6.2	113.8	7.7
서울사료	사료	91.4	289.0	6.0	290.7	5.4
화천	오리농장	85.0	-	-	32.0	0.9
그외 자회사	가축농장, 곡물농장, 바이오, 백신 등		-	-	120.4	3.6
합계(연결추정액)			-	-	1,100	42.0

주: 각사 지분율은 2011년1월30일 기준. 2010년 하반기 성화식품 지분 70%, 화천 지분 85%를 인수. 지분법이익은 2011년부터 반영 예정
자료: 이지바이오시스템

이지바이오시스템의 사업 구조



주: 이지바이오시스템의 주요 계열사 지분율은 2011년1월30일 기준. 2010년 하반기 성화식품 지분 70%, 화천 지분 85%를 인수
자료: 이지바이오시스템

타국가 가축배설물 처리 현황

구분	가축배설물의 방류	재정보조	가축분뇨의 자원화
미국	금지	50%	가축분뇨의 퇴비화 및 액비료로 화학 비료 사용량의 질소 15%, 인 42%대체
독일	금지 방류수질의 BOD함량 25ml/liter	단위용적당 일정 금액	- 가축분뇨 자원화 시스템 확립. 전체 전기 생산량의 12%를 바이오가스를 통해 얻고 있음. - 특히, 독일은 축산농가의 가축분뇨 등으로 가스를 만드는 시설인 바이오가스 플랜트가 농촌의 안정적인 소득을 가져다주는 ‘효자 시설’로 자리 잡은 상태 - 독일 정부, 액비살포 전문업체 육성
네덜란드	금지	수송비 전액 지원	- 액비은행의 운영 - 정부차원의 액비 수송 시스템 구축 - 네덜란드 정부는 축산농가들에 대해 6개월분의 가축분뇨를 저장할 수 있는 공간은 물론 분뇨를 살포할 농경지 확보를 의무화
일본	금지 방류수질의 BOD함량 120ml/liter	공동 설치시 50%	- 퇴비, 액비 관련 전문 인력 양성 - 축산 환경 기술연구소의 기술 지원 및 퇴비, 액비센터의 운영

자료: 우리투자증권 리서치센터 정리

STX: 인접 사업과의 연계 통한 시너지 확대 가능

STX는 STX조선해양 및 STX대련의 수주 호황으로 수익성이 개선될 것이라는 최우선의 투자 포인트를 가지고 있다. 그러나 STX는 지주사로서 계열사의 수익에 따른 의존도가 높다는 약점도 보유하고 있다. 이를 극복하고자 자체의 사업모델인 트레이딩 사업을 확장하고 있다. 광산, 곡물 등 현지에서 생산 및 저장공간을 확보하고 자체 물류 시스템을 활용함으로써 가격 경쟁력을 확보하게 되었다.

석탄 트레이딩 사업의 매출 비중은 13%이상까지 상승하였다. 지난 1월 인도네시아 유연탄 광구 지분 40% 매입으로 에너지개발 사업 확장 기반을 마련하였다. 생산되는 석탄 중 일부는 반입해서 STX중공업이 건설중인 국내 화력발전소에 공급, 매출을 올릴 수 있을 전망이다. 곡물은 시작한지 3년뿐이 지나지 않았으나 동사가 성장을 기대하고 있는 사업 중 하나이다. 현재 곡물 트레이딩의 잇점을 살리고자 미국의 병기(Bunge), 일본의 이토추(Itchu)와 공동 투자하여 공사중인 곡물 엘리베이터가 2011년에 완공된다. 이번에 확보하는 저장 공간을 활용하면 국내 및 세계로의 유통이 가능해진다.

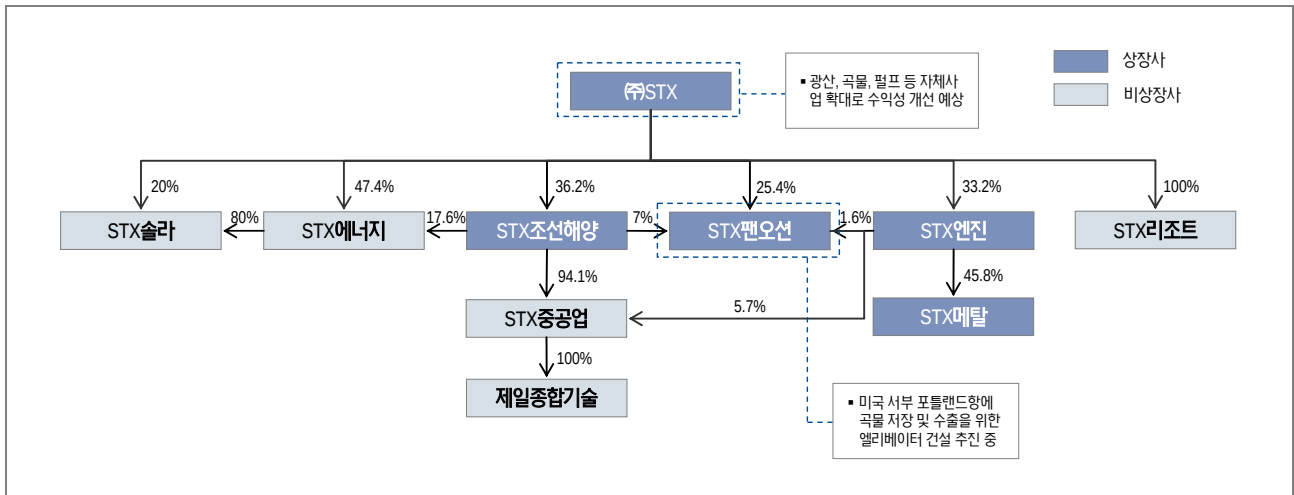
곡물 메이저란 유통망을 확보한 거대 곡물회사를 말한다. 보통 카길, 에이디엠(Archer Daniels Midland), 루이스 드레피스(Louis Dreyfus), 병기(Bunge) 등 4개 회사를 칭한다. 전 세계 곡물 무역은 이들 4대 곡물 메이저가 지배하고 있다. 이들은 ‘엘리베이터’란 곡물 보관창고와 항만시설 등의 유통망을 장악하고 후발주자의 시장 진입을 봉쇄하고 있으며 이러한 이유로 국제 곡물시장에선 구매자보다 공급자가 우위에 있다. 곡물 메이저는 곡물 생산·유통에 그치지 않고 사료, 축산, 제분, 제당 등 곡물 산업을 비롯해 해운, 철강, 화학 등 직간접 관련 산업으로 사업 영역을 넓히고 있다. 카길은 100여개의 자회사, 1,000여개의 공장을 운영하면서 곡물, 과일, 육류, 식품가공 등 거의 모든 종류의 농식품을 생산하고 있다.

소수의 곡물메이저가 전 세계 곡물시장을 뒤흔들 수 있는 원동력은 ‘엘리베이터’란 곡물 보관창고와 항만시설 등의 유통망을 독점하고 있기 때문이다. 국내 업체가 해외농장에서 아무리 값싼 곡물을 생산하더라도 엘리베이터를 빌릴 수 없으면 곡물을 못 가져온다. 지구촌의 무역장벽이 속속 무너지고 있지만 여전히 폐쇄적으로 운영되는 시장이 있다. 바로 ‘곡물시장’이다. 전 세계 곡물 교역량 중 카길 등 소수의 곡물메이저가 취급하는 물량은 80~90%에 달한다. 우리나라를 포함한 곡물 수입국들의 식량안보가 곡물메이저에 좌지우지되고 있는 것이다. 곡물 메이저의 영향력이 커지면서 식량안보 차원에서 곡물회사의 역할이 커질 것이다.

자체사업 확대 통해 수익성 개선 기대

STX펜오션이 미국 서부의 포트랜드항에 곡물 저장, 수출 엘리베이터 건설 중이다. STX는 지주사로서 자체 사업 부재와 영업현금흐름이 좋지 않다는 약점을 가지고 있다. 그러나 석탄, 곡물 트레이딩 등 사업 다각화를 통해 수익성 개선이 예상되며 이를 바탕으로 계열사에 대한 수익의존도는 낮아질 수 있다.

지주사 STX의 계열사와의 사업 시너지는 확대될 전망



주: STX, 우리투자증권 리서치센터 정리

국내외 축산/사료업체들의 투자지표

업체명		이지바이오	STX	Tyson Foods	ADM	Bunge	Itochu
국적		한국	한국	미국	미국	미국	일본
티커	(Bloomberg)	035810 KQ	011810 KS	TSN US	ADM US	BG US	8001 JP
현재가	(3월8일, 달러)	1.8	27.5	18.8	37.0	71.0	10.2
시가총액	(백만달러)	81.2	1,375.8	7,097.0	23,573.8	10,421.5	16,244.0
beta	(2년 weekly)	1.18	1.45	0.78	0.91	1.23	1.29
총매출 (백만달러)	2009	62	1,754	26,704	61,682	41,926	36,844
	2010P	72	2,808	28,430	72,863	45,707	36,844
	2011E	84	3,578	31,104	75,608	53,113	150,018
영업이익 (백만달러)	2009	8	-75	362	2,445	-138	1,590
	2010P	13	79	1,585	2,805	953	1,590
	2011E	15	107	1,403	3,008	1,296	3,816
순이익 (백만달러)	2009	12	-135	-547	1,930	361	1,382
	2010P	16	27	780	2,201	2,354	1,382
	2011E	21	44	790	2,226	890	2,894
EPS (달러)	2009	0.3	-3.4	-1.5	3.0	2.2	0.9
	2010P	0.4	0.5	2.1	3.4	16.2	0.9
	2011E	0.5	0.9	2.1	3.5	5.8	1.8
OP Margin (%)	2009	12.6	-4.3	1.4	4.0	-0.3	4.3
	2010P	17.3	2.8	5.6	3.8	2.1	4.3
	2011E	17.4	3.0	4.5	4.0	2.4	2.5
NP Margin (%)	2009	20.0	-7.7	-2.0	3.1	0.9	3.8
	2010P	22.5	0.9	2.7	3.0	5.2	3.8
	2011E	25.5	1.2	2.5	2.9	1.7	1.9
ROE (%)	2009	13.3	-19.3	-11.6	13.7	4.1	13.2
	2010P	13.9	3.3	16.3	13.8	23.5	13.2
	2011E	17.9	5.3	13.1	13.0	7.8	17.1
P/E (배)	2009	6.3	na	308.0	8.4	37.5	10.1
	2010P	4.7	46.7	7.4	10.9	16.0	7.6
	2011E	3.8	31.4	9.2	10.6	12.2	5.8
P/B (배)	2009	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
	2010P	0.7	1.7	1.2	1.4	0.8	1.2
	2011E	0.7	1.8	1.2	1.3	0.9	1.0

주: 이지바이오시스템과 STX에 대한 2011년도 실적은 회사 가이던스 기준

자료: Bloomberg, 이지바이오시스템, STX, 우리투자증권 리서치센터

Global Peer Analysis – 국내외 축산/사료업체들의 Share Performance

회사명	이지바이오	STX	Tyson Foods	ADM	Bunge	Itochu
주가 (3월8일,달러)	1.8	27.5	18.8	37.0	71.0	10.2
시가총액 (백만달러)	81.2	1,375.8	7,097.0	23,573.8	10,421.5	16,244.0
상대수익률 (%)	1 Week	3.8	2.8	0.6	-0.2	0.9
	1 Month	5.8	-8.9	1.1	2.6	-3.2
	3 Months	-4.5	16.4	1.0	13.4	-1.2
	6 Months	-14.9	22.6	-7.7	-3.0	4.6
	1 Year	-30.5	48.4	-7.8	4.6	-1.8
절대수익률 (%)	1 Week	7.8	6.7	1.8	1.0	0.2
	1 Month	3.5	-10.9	1.1	2.7	1.7
	3 Months	-3.9	17.1	8.3	21.5	13.2
	6 Months	-4.6	37.6	10.5	16.1	25.2
	1 Year	-16.3	78.8	6.8	21.2	13.8

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

Global Peer Analysis – Market Valuation

(단위: 배, %)

		KOSPI	Dow Jones	S&P500	FTSE 100	CAC 40	Nikkei 225
P/E	2010	14.8	13.4	14.8	13.5	12.9	20.5
	2011E	10.1	12.7	13.7	10.7	10.5	18.1
	2012F	9.1	11.4	12.0	9.6	9.4	15.5
P/B	2011E	1.3	2.5	2.1	1.7	1.3	1.3
P/S	2011E	0.7	1.3	1.3	1.1	0.8	0.6
P/Cash	2011E	7.9	9.0	8.6	7.3	5.7	7.5
EV/EBITDA	2011E	8.5	8.3	9.6	8.3	15.0	8.3
Div. Yield	2011E	1.5	2.5	1.9	3.5	4.2	1.7

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.