

바이오

바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2013. 4. 10

김나연
02-768-3251
irene.kim@dwsec.com

한국 바이오 투자 10년, 이익회수기 진입 기업에 관심

2000년대 초반 한국의 바이오 기업들은 기초과학 연구 중심의 벤처기업들이 대부분이었다. 그러나 정부의 산업육성 정책들이 발표되고 ‘벤처 대박’ 신화에 투기성 자금이 몰리면서 바이오 기업들의 연구 결과물이 나오기 이전의 기대감은 결국 산업의 거품을 형성하였다. 10여 년이 지난 현재 다행스러운 점은 인구증가, 고령화 이슈, 건강에 대한 관심 등의 산업 환경이 긍정적으로 변화하였고, 가시적 이익을 내는 회사들이 나타나기 시작하였다는 것이다.

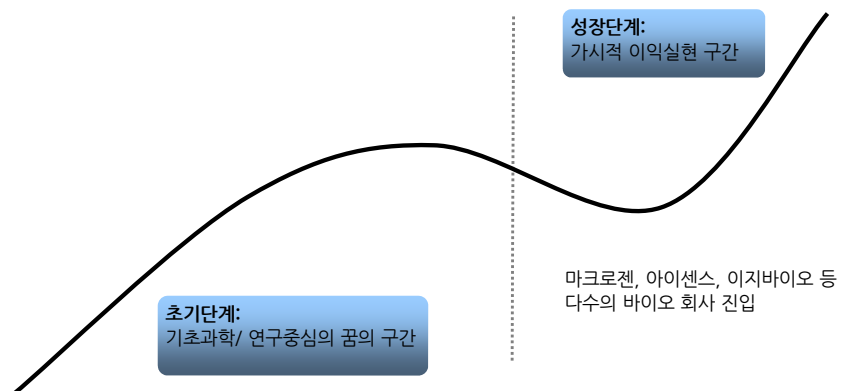
의료비 절감과 고령화 이슈를 한꺼번에 해결하는 바이오 산업

의료산업의 발전은 인간의 오랜 꿈인 생명연장을 가져왔으나 그 대가로 고령인구와 만성질환의 급속 증가라는 숙제도 동시에 안겨주었다. 건강보험 재정측면에서는 의약품 소비 증가와 고가의 신규 치료법 적용으로 감당하기 어려운 수준의 의료비 상승을 가져왔고 이는 심각한 재정 위협 요인이 되고 있다. 그러나 정부는 보편적 복지를 통해 보장범위를 확대하려 하고 있다. 해결은 약가 인하와 의료수가 조정, 치료보다는 진단을 통한 예방산업 활성화로 예산을 확보해야 가능해진다. 이를 가능케 하는 사업영역을 가지고 있는 회사들의 대다수가 바이오 기업들로 그 중 개인별 맞춤의료를 실현하는 조기진단과 예방, 재생의학이 사회적 비용 증가와 고령화 시대 진입에 따른 건보재정의 부담을 경감시키는 방법이 될 것이다.

Top Picks: 마크로젠, 이지바이오

과거 바이오 산업이 미래에 대한 꿈을 심어주는 단계에 머물렀다면 2010년을 지나면서부터는 성장의 변곡점을 성공적으로 지나온 회사들을 중심으로 가시적 이익을 실현하기 시작하였다. 특히 재정 부담을 경감시키면서도 해외에서 매출성장을 실현하고 있고, 이에 따른 EPS개선 속도가 빠르게 나타날 수 있는 회사들이 나타났다. 당사는 Top Picks로 마크로젠과 이지바이오를 제시하며, 관심주로 아이센스와 재생의학 영역의 차바이오, 메디포스트를 추천한다. 마크로젠은 미국 FDA로부터 CLIA인증을 받아 하반기 미국병원과의 맞춤처방을 위한 유전체분석 사업을 시작함으로써 수출 확대가 기대된다. 이지바이오는 별도기준 수출 비중이 8%에 불과하였으나 첨가제등의 수출확대로 2015년에는 20%대로 성장할 전망이다.

바이오 기업 산업화 단계 진입 시작



자료: KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

C O N T E N T S

I. 미래산업의 성장 방향	3
의료산업에 불어오는 변화의 바람	3
II. 바이오업종 투자전략	6
1. 정부재정의 부담을 경감시켜주는 산업은 진단과 재생의학	6
2. 외부환경이 우호적으로 변화하는 가운데 해외비중이 확대되고 있는 회사에 투자 집중	7
III. Valuation	9
Top Picks 및 관심종목	14
마크로젠 (038290)	15
이지바이오 (035810)	18
아이센스 (099190)	24

I. 미래산업의 성장 방향

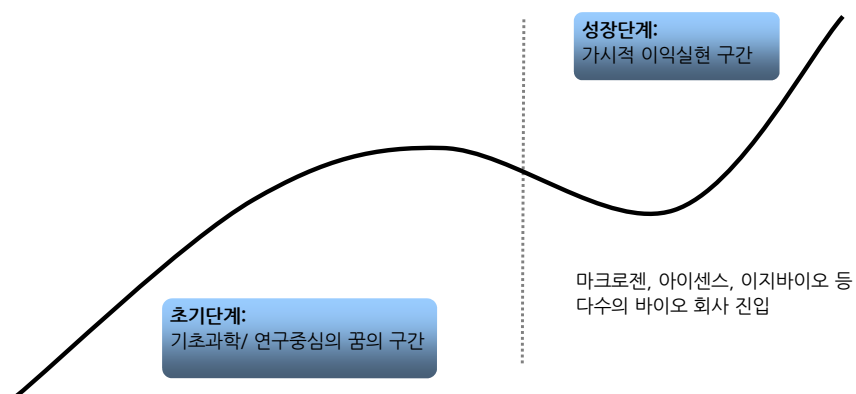
의료산업에 불어오는 변화의 바람

1990년 후반에서 2000년 초기의 과거 정부는 IMF 사태로 침체에 빠진 경제에 활력을 불어넣기 위해 중소기업 육성책들을 발표하였다. 당시 벤처기업 활성화 대책들이 발표되고 1998년에는 벤처특별법 4차 개정을 통해 실험실 및 교수 창업을 가능하게 하였으며 창업자본금을 2,000만원으로 낮춰 창업의 붐을 일으켰다. 그러나 벤처 기업에 대한 지원이 계속되면서 ‘벤처 대박’ 신화에 투기성 자금이 몰렸다. 기초연구중심의 초기산업단계에 머물던 회사들에게 연구물에 대한 결과가 나오기 전의 기대감은 결국 산업의 거품을 형성하였고, 2000년 새롬기술 사태, 2005년 황우석 사건들의 부작용을 보여주었다.

당시 가장 급등 종목 중 하나였던 산성피앤씨(016100)의 경우를 살펴보면, 줄기세포 관련 바이오벤처인 퓨처셀뱅크 지분 투자와 줄기세포를 이용해 뇌경색 치료제를 개발하는 파미셀 지분 확보로 시장의 주목을 받았다. 당시 주식시장에서 대부분 바이오 종목들은 실적과는 무관하게 향후 일어날 수 있는 미래에 대한 기대감으로 환상을 심어주었다.

황우석 사건 이후 주식시장에서의 바이오산업은 장기 침체기를 겪게 되었다. 얼마 전까지만 해도 시장은 산업이 성장하기 위해서 대규모의 자본이 투입되어야만 하는 점과 미래시장의 변화속도와 시장성에 대한 여러 가지 의구심으로 바이오산업에 대해서 보수적으로 접근했었다. 그러나 인구증가, 고령화 이슈와 건강에 대한 높은 관심 등으로 산업을 둘러싼 매크로 변수들이 긍정적으로 변화하면서 의약품은 물론 헬스케어 산업 전반적으로 재관심을 받게 되었다. 10년이라는 시간이 흐른 지금 긍정적인 변화가 나타나고 있는데, 이는 바이오산업에도 가시적 이익을 내는 회사들이 나타나기 시작했다는 것이다.

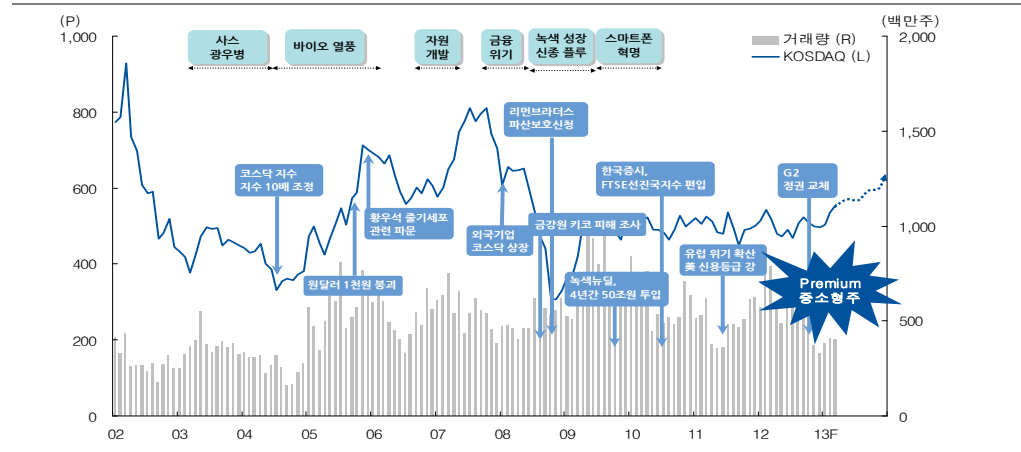
그림 1. 바이오 기업들 산업화 단계 진입 시작



자료: KDB대우증권 리서치센터

S 커브의 초기단계에서 변곡점을 성공적으로 지나 성장 단계로 진입한 회사들 중심으로 지난 10년의 시간 동안 어떠한 변화들이 있었는지 살펴보면, 첫째, 기술의 발달, 둘째, 윤리적 규제에 대한 정당성과 사회적 합의 도출, 셋째, 글로벌 금융 위기 이후 고령인구 증가에 따른 정부의 재정적 부담 증가, 넷째, 개인들의 의료서비스 질에 대한 요구증가와 건강에 대한 인간의 욕망, 마지막으로 10여 년의 시간을 보내면서 정부의 산업에 대한 지속적인 지원으로 R&D 성과를 도출한 기업들이 재무적으로 안정되기 시작하였다.

그림 2 새롭기술 사태, 황우석 사건 등의 주요 사건으로 본 코스닥 지수 변화



자료: KDB대우증권 리서치센터

새롭기술은 1993년 설립한 정보통신 기업으로 닷컴 버블 시기에 벤처기업으로 시작하여 2000년 전후 코스닥 상위 기업이 되었으나 2003년 경영권 분쟁 이후 폭락하였다. 2004년에는 솔본으로 이름을 바꾸었다. 황우석 사건은 줄기세포 복제연구와 관련된 스캔들이다. PD수첩이 최초로 문제를 제기하면서 시작되었고 이후 서울대 조사위원회에서 2004년, 2005년 사이언스 논문이 조작되었으며 줄기세포를 만들었다는 증거가 없다고 발표하였다. 이 사건은 줄기세포 복제의 원천기술이 확보되었다고 믿었던 사람들과 줄기세포 복제기술을 부정하는 사람들 간의 대립을 불러일으키면서 2005년 12월 이후 한국 과학계의 논란의 중심이 되었다.

그림 3. 황우석사건 전후 산성피앤씨 주가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 현재 바이오 대표 종목 주가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

	2004	2005	2006	2011	2012	2013F
산성피앤씨						
매출액	21,177	19,511	20,824			
영업이익	506	524	222			
조아제약						
매출액	19,201	19,730	19,207			
영업이익	2,581	1,100	-2,948			
마크로젠						
매출액				30,737	42,806	58,883
영업이익				5,325	5,359	8,244
이지바이오						
매출액				95,121	127,017	139,724
영업이익				13,570	20,537	24,757

주: 영업이익은 조정영업이익 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

그렇다면 향후 의료업계는 어떻게 성장할 것인가? 먼저 Q(수요)는 크게 줄어들기 어렵다. 인구의 절대 숫자가 크게 감소한다거나 세계 경제가 다시 한번 고성장을 시험하기 어려운 상황에서 의료 수요 증가를 감안한 사회 전체의 의료비 부담을 줄이는 방법을 찾아야 한다. 수요 증가와 비용 감소는 공존이 어려운 모순적 상황이나 반드시 해결해야 하는 모든 국가의 공통 과제이다.

의료비용 축소를 위한 방법은 첫째, 전체 의료비의 21%를 차지하는 약제비를 강제적으로 인하하는 방법이다. 이 방법은 이미 국가 구분 없이 널리 시행되고 있으며 한국도 2012년 4월 일괄약가인하를 실시하였다. 둘째, 의료업계의 모럴헤저드에 대한 강력한 대응으로 비용을 줄이는 방법이다. 과잉 진료 등 의료업계의 지나친 상업성을 견제하고, 환자의 치료권을 보장하는 방법이다. 한국의 경우, 2012년 5대 수술에 한해 포괄수가제를 시행하는 것은 의료업계에 대한 견제의 출발로 볼 수 있다. 마지막은 병원 등 의료업계 전반의 경영 효율성을 도입하는 것이다.

그러나 이와 같은 방법은 근본적인 해결책이 아니다. 따라서 Q(수량)를 통제하는 방법은 저렴하고 획기적인 치료법을 개발하거나 사후 치료가 아닌 사전에 예방을 통해 병원에 찾아가는 빈도수를 감소시켜주는 것이다. 다행히 바이오 기술의 빠른 발달로 장기적으로는 해결의 가능성을 찾아낼 수 있다. 문제는 고가의 의료비용으로 이미 의료체계 시스템이 악화되고 있기 때문에 획기적인 기술 개발 시점까지는 시간차가 발생한다. 생명과 관련된 기술 개발은 임상 등 오랜 시간과 노력, 그리고 사회적 관행의 변화가 필요하기 때문이다.

당사는 바이오산업에 대한 투자의견 비중확대를 유지한다. 과거 어려웠던 외부 환경 속에서도 본업을 꾸준히 해오던 몇몇 바이오 회사들 사이에서 실적 개선세가 보이고 국내시장보다는 해외에서 그 기술력을 인정받아 실적으로 나타나기 시작했기 때문이다. 특히 설립 10년이 넘는 전통있는 바이오 회사들 사이에서 해외시장 진출의 기회가 많아지고 있다. 그 중 진단시장은 치료에서 예방으로 패러다임이 확대되는 시점에서 크게 주목 받는 분야이다. 2011년의 경우, 건강검진비는 약 9천억원, 요양급여가 34조원을 넘어선 것을 감안할 때 진단은 의료산업 재편의 가장 중요한 영역이 될 수 있다. 또한 조기 진단이 활성화되면 질병 예방이 가능해져 궁극적으로 치료비를 줄일 수 있다.

그리고 인간의 건강에 대한 욕망으로부터 야기되는 또 하나의 산업 영역은 재생의학이다. 고령인구가 증가하면서 젊음에 대한 끊임없는 욕구가 만들어내는 시장으로 세포치료제, 유전자치료제, 조직공학 등이 해당된다. 따라서 2013년 당사 유망 투자군은 진단산업과 재생의학이다.

위에 언급한 점들을 감안하여 당사의 Top Picks으로 마크로젠과 이지바이오를 제시하며, 관심주로 아이센스와 재생의학 영역의 차바이오, 메디포스트를 추천한다. Top Picks 선정의 근거는 실적 개선이 국내를 넘어 해외시장에서의 빠르게 나타나고 있는지, 국가 재정의 움직임이나 정책의 방향성 등의 외형변수가 해당 회사 사업의 성장을 도와주고 있는지 그리고 산업의 패러다임을 주도적으로 변화시키는지에 따라 정하였다.

표 1. 바이오업종 목표주가와 Valuation 지표

(십억원, 원, %, 배)

종목명	투자의견	시가총액	목표주가	상승여력	PER	PBR	사업내용
마크로젠(A038290)	매수	200	55,000	56.3	34.2	3.5	- 맞춤형방을 위한 유전체 진단사업 - 농축산 산업에 있어서의 수평, 수직적 integration 을 이룬 기업
이지바이오(A035810)	매수	197	9,000	114.3	11.3	1.1	- 곡물경작, 사료와 첨가제, 가축 및 육가공 사업을 영위하고 있고, 자회사 옵티팜은 진단과 백신생산 및 이종장기 연구
아이센스(A099190)	Not Rated	274	Not Rated	-	21.4	-	- 혈당측정을 위한 스트립 제조 판매 - ODM과 자체브랜드의 균형적인 외형 성장 중
메디포스트(A078160)	Not Rated	576	Not Rated	-	140.5	4.7	- 세포치료제(카티스템, 뉴모스템, 뉴로스템등)
차바이오(A085660)	Not Rated	754	Not Rated	-	25.6	-	- 병원사업과 세포치료제(스타가르트)

주: 2013년 4월 8일 종가 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 바이오업종 투자전략

1. 정부재정의 부담을 경감시켜주는 산업은 진단과 재생의학

2013년 바이오산업에 대한 투자 의견은 비중확대를 유지한다. 헬스케어 시장은 과거 의약품 위주의 제약산업에서 의료장비, 의료서비스 등 다양한 산업의 형태로 변화하였으며, 인구고령화와 의료비 지출 증가로 빠르게 성장하고 있다. 개인별 유전체 분석이 가능해지면서 헬스케어 산업의 패러다임이 질병 발병 후 증세완화인 Cure에서 발병 전 사전 예방이라는 Care로 개념이 전환하고 있다. 의료비를 절감한다는 측면에서 사전 예방의 필요성이 커질 수 밖에 없는데 이는 맞춤의학을 활성화시켜 기존 제약산업의 구조조정을 촉진시키고 개인 맞춤형 식품이나 소재의 개발을 활발하게 할 것이다.

맞춤의학은 환자, 의사, 정부 및 보험사 모두 혜택을 볼 수 있어 제도적인 규제보다는 산업의 활성화를 위한 지원책이 강화될 수 있다. 기존 치료방법으로 치료를 하면 개인별 특이성이 반영되지 않아 일반적으로 분류되는 1차, 2차, 3차 약물치료로 이어지기 때문에 치료시간이 길어지면서 의료비가 증가하게 된다. 반면, 맞춤치료의 경우에는 치료 전 유전자진단(clinical sequencing)을 통해 환자의 특이성이 반영된 표적의약품이 처방될 수 있어 치료효과는 물론 치료기간도 단축할 수 있다. 관련회사로는 마크로젠, 테라젠, 디엔에이링크가 있다.

그리고 급속한 인구고령화, 노인장기요양보험제도, 베이비부머(55~63년생, 전체 인구의 16.8%) 세대들의 은퇴 본격화 등으로 고령친화적 사업에 대한 시장 수요가 확대될 것이다. 그 중 경제력을 보유한 베이비부머 세대의 은퇴시기가 도래하였다. 이 세대는 상당한 경제력(전체토지의 42%, 도시지역 건물의 58%, 시가총액기준 주식소유량의 20%를 소유)을 보유하여 고령친화산업 활성화에 상당한 영향을 미칠 것으로 보이며, 건강을 유지하고자 하는 고령인구의 강한 욕구와 이를 반영하는 헬스케어 소비 패턴의 변화가 예상된다. 따라서 인구고령화, 관리 질병인 만성질환 환자 증가로 U-헬스케어 및 홈케어의 기본이 되는 혈당측정 관련 산업과 재생의학에 대한 성장이 기대되며 관련회사로 아이센스, 인포피아, 메디포스트, 차바이오가 있다.

표 2. 2013년 보건복지부 예산 및 기금운용계획

구분	2012년 (A)	2013년		정부안대비		YoY	
		정부안(B)	국회최종(C)	C-B	%	C-A	%
총지출	366,928	408,341	410,673	2,332	0.6	43,745	11.9
회계별	[예 산]	221,815	251,727	254,056	2,329	32,241	14.5
	1. 일반회계	219,745	249,453	251,762	2,309	32,017	14.6
	2. 특별회계	2,070	2,274	2,294	20	224	10.8
	[기금]	145,113	156,614	156,617	3	11,504	7.9
	1. 건강증진기금	18,718	18,978	19,008	30	290	1.5
	2. 국민연금기금	124,405	135,534	135,534	0	11,129	8.9
	3. 응급의료기금	1,990	2,102	2,075	△27	85	4.3
	[사회복지]	290,973	320,850	326,205	5,355	35,232	12.1
	1. 기초생활보장	79,028	88,411	85,531	△2,880	6,503	8.2
	2. 취약계층지원	11,880	13,185	13,827	642	1,948	16.4
분야별	3. 공적연금	124,415	135,539	135,539	0	11,125	8.9
	4. 보육	30,999	34,483	41,778	7,295	10,779	34.8
	5. 노인	39,040	42,642	42,931	289	3,891	10
	6. 사회복지일반	5,611	6,589	6,598	9	986	17.6
	[보건]	75,955	87,491	84,468	△3,023	8,513	11.2
	1. 보건의료	15,842	18,971	19,337	366	3,495	22.1
	2. 건강보험	60,113	68,520	65,131	△3,389	5,018	8.3

자료: 보건복지부, KDB대우증권 리서치센터

2. 외부환경이 우호적으로 변화하는 가운데 해외비중이 확대되고 있는 회사에 투자 집중

최근 들어 바이오 대표 종목들을 중심으로 실적개선이 빠르게 나타나고 있다. 그러나 바이오 산업의 특성상 성장의 동인이 국내보다는 해외시장에서 나타나는 것이 일반적이다. 따라서 국내는 물론 해외에서 외형성장과 수익성 개선을 보이는 회사들에 대해 투자를 집중해야 할 때라고 판단한다. 그 중 진단 및 의료서비스 산업이 가장 먼저 성장할 수 있는 분야가 될 것이며 정부 또는 보험회사의 보조가 가능한 국가를 중심으로 산업이 성장하였기에 의약품과 마찬가지로 선진시장 중심으로 성장할 것이다. 그러나 선진시장 중심의 시장형성기 이후에는 이머징 국가로 시장이 확대되는데, 이는 이머징 국가들의 GDP가 상승하면서 의식주에 대한 기본 욕구가 해결되고 건강과 의료에 대한 관심이 높아지고 있기 때문이기도 하다.

따라서 헬스케어 산업의 Big 트렌드 변화 속에 기술력, 제품력, 마케팅력의 경쟁 요소를 고루 갖추고 있는 바이오 회사들이 결국 해외시장에서의 매출액 및 수익성 개선을 이루어나기게 될 것이라고 판단하며, 2013년은 거대한 흐름에서 변화의 서막이 울리는 한 해라고 판단한다.

당사는 2013년 바이오산업 투자유망종목으로 마크로젠(매수, 55,000원 유지), 이지바이오(매수, 9,000원 유지)를 제시하며, 관심종목으로 아이센스와 차바이오, 메디포스트를 추천한다. 이들 회사의 공통점은 1) 2013년 해외시장 확대로 외형은 물론 수익성 개선이 기대되면서, 2) 자회사 가치가 부각되는 시점에 있거나, 3) 산업의 value chain에서 그 존재의 가치가 높은 회사들이기 때문이다.

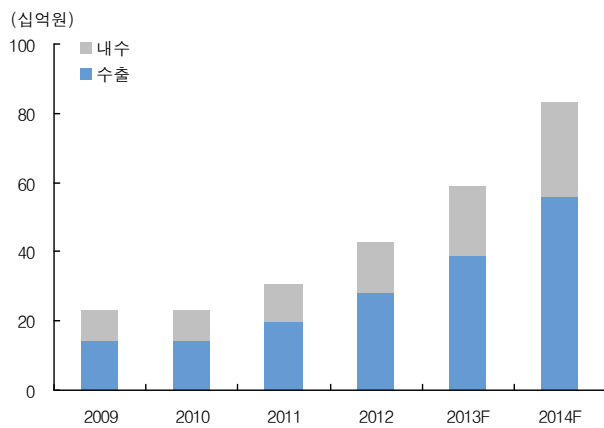
마크로젠에 대한 투자의견 매수, 목표주가 55,000원을 유지한다. 당사는 약 10년간 쌓아온 인지도를 바탕으로 2011년 2월 Axseq(Axiom of human sequencing, www.axseq.com)이라는 새로운 브랜드를 런칭하면서 Whole genome sequencing과 Exome sequencing서비스를 전세계를 대상으로 시작하였다. 지난 12월에는 미국 메릴랜드에 CLIA인증 연구실을 갖춘 자회사(MCL)를 신설하고 2013년부터 미국 임상병원과 개인맞춤형 의료(Personalized medicine)를 가능케 하는 유전체진단서비스를 시작한다.

이지바이오에 대한 투자의견 매수, 목표주가 9,000원을 유지한다. 최근 글로벌 트렌드를 살펴보면 사료 및 사료첨가제, 육가공 업체들이 시장대비 outperform을 하고 있다. 이유는 2012년 하반기 곡물가격 안정세, 양돈, 양계 가격 상승추세에 힘입은 이익 급증과 해외진출 확대 등의 이유 때문이다. 이지바이오의 실적을 사업부별로 보면 2010년 이후 본업인 사료첨가제에서의 꾸준한 실적 개선에도 불구하고 원화약제, 원자재 가격 상승, 돼지, 닭가격의 폭락으로 어려운 시기를 겪었다. 그러나 2013년은 본업의 안정적인 실적 개선 속에 위의 약제들이 호재로 변화하기 시작하는 원년이라고 판단한다. 이에 당사는 이지바이오의 사업부별 변화를 살펴보았으며 축산과 사료로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사의 특성상 상호보완적인 선순환 사업구조를 보유하고 있다는 측면에서 회사의 가치를 재평가하고자 했다.

관심종목으로 추천하는 3 종목은 2013년 다음과 같은 변화의 요인들을 보유하고 있다.

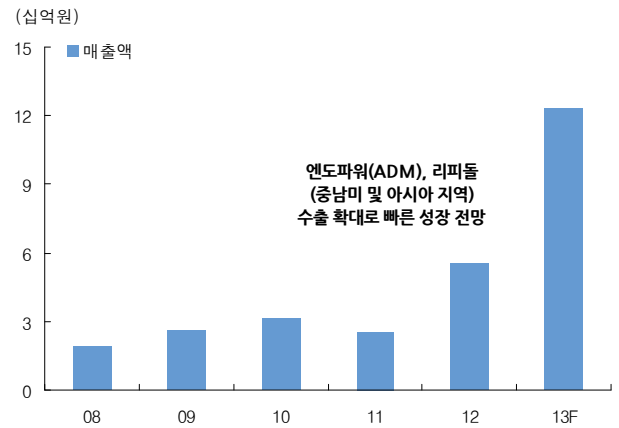
먼저 아이센스는 일본 진단 업체인 Arkray와의 전략적 제휴로 고령인구 비중이 22% 이상인 일본시장에 성공적으로 진출하였으며 글로벌 다국적제약사와의 계약을 통해 품질 및 가격 경쟁력이 입증되어 향후 빠른 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 동사 가이드스에 따르면 2013년 실적은 매출액 866억원, 영업이익 147억원, 순이익 122억원으로 예상된다. **메디포스트와 차바이오**는 세포치료제 회사이면서 인구고령화에 따른 건강에 대한 욕구를 소구하는 사업영역을 보유하고 있다. 이것이 바로 재생의학으로 메디포스트의 경우에는 카티스템 출시 이후 시술건수가 증가하고 있어 빠르면 하반기 시술건수가 BEP를 넘어서게 될 것이다. 따라서 이후 발생하는 시술은 동사 세포치료제사업부의 수익성 개선으로 이어질 수 있다. 차바이오는 오바마정부 2기로 접어들면서 소외층에 대한 커버리지가 확대됨에 따라 미국 병원 사업이 실적면에서 수혜를 보고 있다. 더불어 해외에서는 병원 네트워크 사업확대를 진행하고 있고, 국내에서는 바이오 R&D중 스타가르트 세포치료제에 대한 임상 결과 기대감과 디오스텍사업부의 실적개선이 예상되고 있다.

그림 5. 마크로젠, 해외 매출의 빠른 증가 전망



자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 이지바이오, 2013년 해외 매출 증가 시작



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation

현재 글로벌 대표 헬스케어 업체들인 Luminex, Illumina, Mindray, Life Technology 등의 2013년 PER은 19배에서 58배사이에 있다. 농축산 등의 1차 산업을 하고 있는 ADM, Hormel Foods, Tyson Foods 의 경우에도 PER 15배에서 22배에 달하고 있다. 현재 마크로젠의 2013년 PER은 37 배이고, 이지바이오는 연결지배주주 귀속순이익 기준으로 PER이 10배이다. 사업영역이 유사한 분자 진단 원천기술을 기반으로 하는 기업들 또는 곡물 및 육가공 업체들 및 마케팅이 뛰어난 기업들과 비교했을 때 밸류에이션 매력이 있다고 판단된다.

마크로젠에 대해 12개월 목표주가 55,000원과 매수의견을 유지하며, 목표주가는 2013년 EPS 954원에 글로벌 peer인 Illumina와 Luminex와 국내 진단회사들의 PER 평균에 해외 매출 본격적인 성장 국면 진입을 감안한 30% 할증을 적용하여 산출하였다.

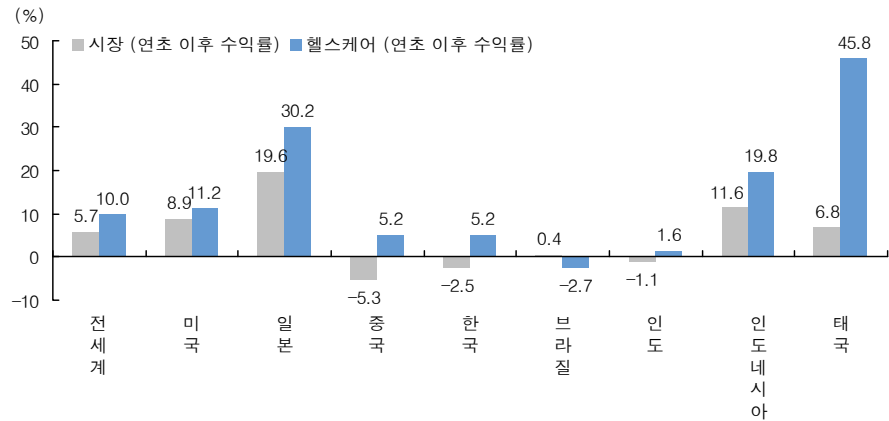
이지바이오에 대한 투자의견 매수와 목표주가 9,000원을 유지한다. 지난 3월 27일자 리포트의 목표주가 산정방법에 대한 논란의 여지가 있어 다시 한번 설명하고자 한다. 곡물수입이 많다는 산업의 특성상 부채비율이 높다는 단점과 원가법(재고자산의 취득가액을 자산의 평가액으로 사용)으로 계산이 된다는 점을 감안하여 각각 회사의 순이익을 중심으로 산정한다. Fundamental 변화만을 보기 위해서 산정하는데 있어 **주요 가정**은 다음과 같다. ① 금리하락에도 불구하고 **이지비용은 전년도와 동일**, ② 원/달러 환율은 2012년 기말 1,071원과 동일적용(외환손익 모두 제거, KDB대우증권 전망치 2013년 1,070원), ③ 일회성 영업외손익 제거, ④ 2013년 하반기 닭, 돼지 사업 손익분기점 달성이다.

- 1) 이지바이오 별도 가치는 2013년 순이익에 PER 14배(글로벌 비교기업들의 PER 17.5배에서 20%할인)
- 2) 팜스토리의 가치는 2013년 연결순이익에 PER 9배(MSCI Korea PER)를 적용하고, 지분율 51.95% 감안
- 3) 우리손홀딩스(돼지농장)의 경우 실적 턴어라운드를 예상하고 있으나 2013년 사업가치를 반영하지 않고 2014년부터 반영
- 4) 이지바이오의 기타 연결회사(우리손홀딩스를 제외한 기타회사, 이지팜스 등)의 가치는 2013년 순이익에 PER 9배
- 5) 옵티팜에 대해서는 대표 비교회사의 시가총액에 비상장사라는 할인 30%와 지분율 55.36%를 반영하였다.

1) + 2) + 3) + 4) + 5) (그림 23 참조)를 더하면 기업가치가 2013년 4,260억원이고 여기에 주식수를 나누면 주당 가치는 9,060원이 나온다. 2012년 주요 손실 사업부인 우리손홀딩스(돼지)와 성화식품의 생물자산 평가 기준가격이 2012년말 가격보다 상승하고 있어서 원가율 하락으로 2013년에는 손익분기점을 달성할 수 있을 것으로 본다. 그 외에도 종속관계기업 투자손실(2012년 84.4억원)과 이자비용 감소 가능성(2012년 279억원)으로 영업외 손익이 개선될 수 있을 것이다.

여기에 추가로 정부의 모계 10% 조정 효과에 따른 공급량 조절효과로 양계 사업의 턴어라운드가 이루어질 수 있을 것으로 보고 있기 때문에 동사의 가금사업부 및 관계사 마니커의 손실 폭이 2013년에 줄어들 수 있을 것이며, 2014년에는 이익실현구간으로 진입하여 2012년의 약재요인이 호재요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

그림 7. 국가별 헬스케어 강세 정도



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. KOSPI 대비 헬스케어 상대 강도 아직 2005년 고점대비 절반수준에 불과



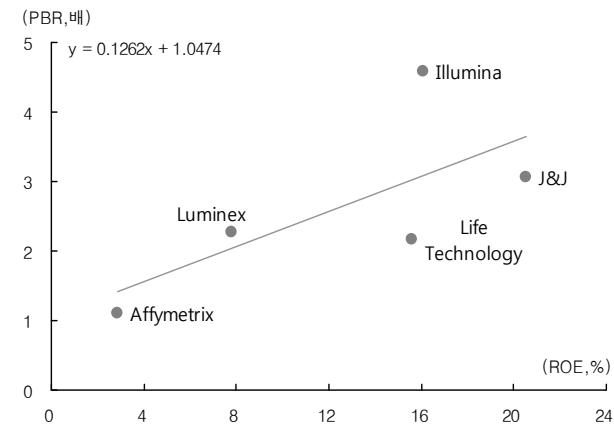
자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 국가별 신정부의 헬스케어 관련 정책들

국가	헬스케어 관련 정책
미국	- 오바마케어(Obamacare): 전국민을 공적 보험 대상으로 함, 10년간 9,400억 달러 예상) - 건강보험 개혁법안을 통해 의료보험 혜택 coverage 확대 - 노년층 의료보험인 메디케어, 저소득층 의료보험인 메디케이드 지원 확대
일본	- 일본 정부의 핵심 육성 산업 중 고용흡수력이 큰 의료를 중심으로 하는 서비스 분야 - 성장 전략으로 공격적인 농업정책, 재생의료, 제약 관련 전략 제시 10조 3,000억엔에 달하는 아베노믹스 부양규모중 30% 가량은 의료, 육아를 위한 재원으로 활용
중국	1인당 공공 위생비용 30위안 인상, 2009년 두배 공립병원 건설, 민간의료 기구 설립을 격려 - 전통/민족 의학 산업 발전 - 전국민 의료보장 체계 개선, 아동 백혈병 등 20대 질병 보장 시범사업 개시
한국	- 신의료기기 R&D, 4e0 중증 질환(암, 심장, 뇌혈관, 희귀난치성질환)에 대해 총 진료비를 건강 보험으로 급여추진 - 의료장비와 ICT의 융합으로 의료비용 증가 및 고령화 등의 사회적인 이슈 해결 - 기획재정부, 2013년 국가 예산 중 보건복지 항목 증액이 가장 많은 것으로 발표

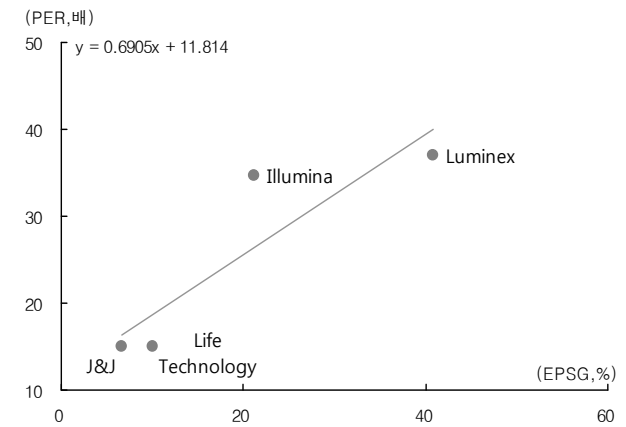
자료: 현정부정책공약, 중국언론보도, KJE, Global Window, 각종 언론, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 바이오업체 P/B vs ROE 비교



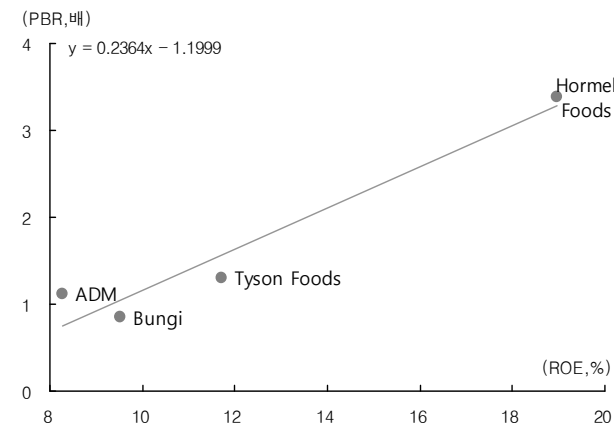
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 바이오업체 P/E vs EPS Growth 비교



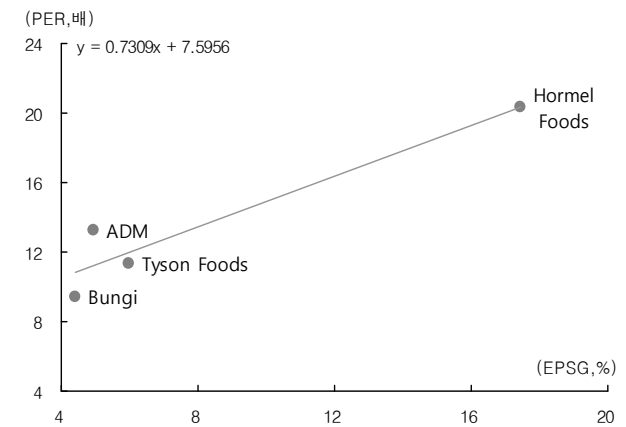
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 글로벌 사료첨가 및 육가공업체 P/B vs ROE 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 사료첨가 및 육가공업체 P/E vs EPS Growth 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

바이오

바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

표 4. 국내외 헬스케어업체 투자지표

기업명		Affymetrix	Luminex Corp	ADM	Hormel Foods	마크로젠	이지바이오	아이센스	씨젠	씨티씨바이오
국적		미국	미국	미국	미국	한국	한국	한국	한국	한국
회계기준		U.S. GAAP	U.S. GAAP	U.S. GAAP	U.S. GAAP	K-IFRS(별도)	K-IFRS(별도)	K-IFRS(별도)	K-IFRS(별도)	K-IFRS(별도)
티커	(Bloomberg)	AFFX US	LMNX US	ADM US	HRL US	038290 KQ	035810 KQ	099190 KQ	096530 KQ	060590 KQ
현재가	(각국가통화)	4.7	16.2	33.3	40.3	35,200	4,200	30,550	66,500	32,600
시가총액	(십억원)	378	776	25,027	12,170	200	197	274	1,086	516
베타		1.4	1.1	1.1	0.7	0.89	0.98	1.12	0.71	0.42
매출액	2011	296	204	91,116	8,743	31	95	52	39	72
(십억원)	2012F	333	228	100,452	9,357	43	127	66	52	101
	2013F	375	255	100,512	9,926	59	140	87	73	122
영업이익	2011	-18	26	3,037	792	5	14	9	10	1
(십억원)	2012F	-42	26	2,304	825	5	21	8	13	14
	2013F	24	34	2,602	925	8	25	15	19	25
순이익	2011	-31	16	2,299	525	3	5	8	9	-1
(십억원)	2012F	-12	14	1,380	568	3	14	9	11	10
	2013F	6	20	1,823	607	6	17	12	16	18
EPS	2011	-443	388	3,580	1,971	498	104	984	717	-49
(원)	2012F	-169	338	2,076	2,160	610	307	1,113	686	663
	2013F	90	499	2,808	2,237	1,031	371	1,367	798	1,248
영업이익률	2011	-6.2	12.9	3.3	9.1	16.0	14.3	17.6	25.7	1.0
(%)	2012F	-14.2	12.5	2.5	9.4	12.7	16.2	12.2	25.6	14.3
	2013F	8.0	16.6	2.9	10.6	14.0	18.2	17.0	25.8	20.6
순이익률	2011	-10.5	7.9	2.5	6.0	8.6	5.0	14.9	23.7	-0.8
(%)	2012F	-4.1	6.8	1.5	6.5	8.0	11.3	13.4	21.7	9.5
	2013F	2.0	10.0	2.0	6.9	9.9	12.5	14.1	21.6	14.5
ROE	2011	-9.9	6.0	12.2	18.8	6.6	3.3	14.2	25.9	-1.4
(%)	2012F	-1.3	4.9	7.4	17.7	7.3	9.2	13.9	26.5	17.5
	2013F	2.9	7.8	8.3	19.0	10.8	10.1	16.3	30.4	24.4
P/E	2011	N/A	50.5	9.9	17.2	72.7	38.7	-	104.3	-224.2
(배)	2012F	66.6	52.3	14.0	21.7	47.8	10.2	-	111.2	38.2
	2013F	59.0	36.9	13.2	20.3	32.4	10.0	22.3	80.4	20.3
P/B	2011	1.0	3.5	1.1	3.0	4.7	1.2	-	28.1	3.3
(배)	2012F	1.2	2.5	1.1	3.6	3.2	0.9	-	27.8	5.9
	2013F	1.1	2.3	1.1	3.4	3.3	1.0	3.5	21.2	4.6

주: 4월 8일 종가 기준 / 영업이익은 조정영업이익 기준 / 해외기업은 블룸버그 추정치, 국내기업은 당사 추정치 사용

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 국내외 헬스케어업체 Share performance

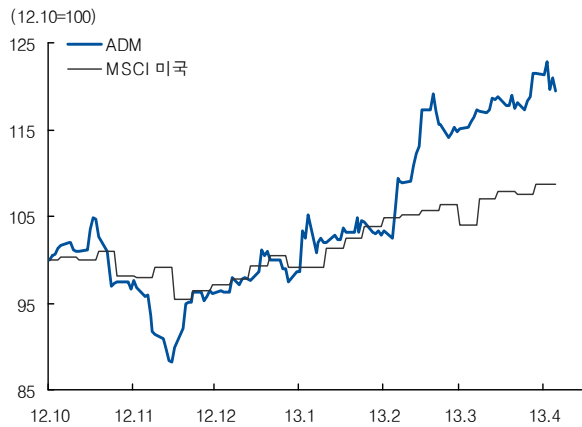
기업명		Affymetrix	Luminex Corp	ADM	Hormel Foods	마크로젠	이지바이오	아이센스	씨젠	씨티씨바이오
현재가(각국통화)		4.7	16.2	33.3	40.3	35,200	4,200	30,550	66,500	32,600
시가총액(십억원)		378	776	25,027	12,170	200	197	274	1,086	516
절대수익률(%)	1일	-1.5	-0.1	0.5	0.5	-2.8	-8.7	-7.3	-7.4	-6.9
	1주	-0.2	0.2	-1.1	-1.0	-7.4	-12.4	-9.2	-5.4	2.2
	1달	5.0	-6.0	2.4	4.5	-11.3	20.0	5.3	4.9	28.9
	1년	9.6	-32.2	6.4	38.1	55.8	48.4	-	25.9	177.5
	3년	-39.6	-6.9	18.7	93.9	123.5	80.3	-	-	556.5

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터 (4월 8일 종가 기준)

바이오

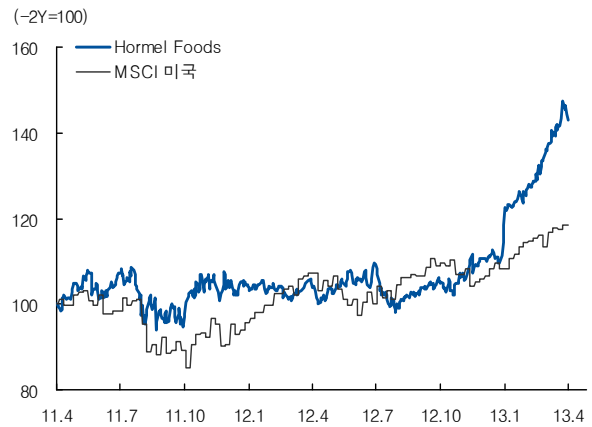
바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

그림 13. ADM 주가 및 미국 MSCI 지수 흐름 비교



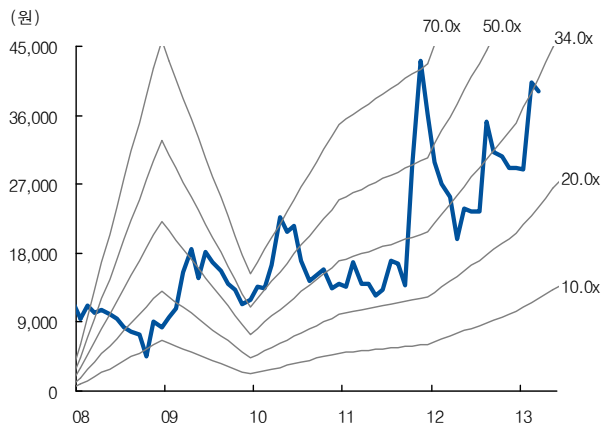
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. Hormel Foods 주가 및 미국 MSCI 지수 흐름 비교



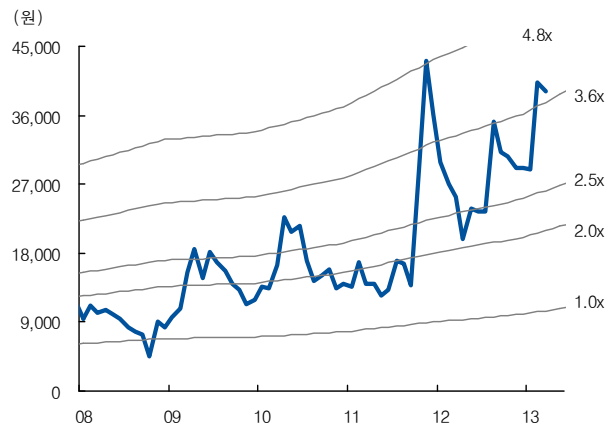
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 마크로젠 PER Band



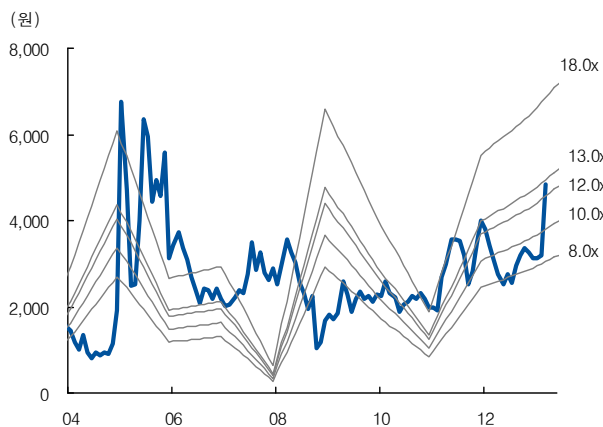
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 마크로젠 PBR Band



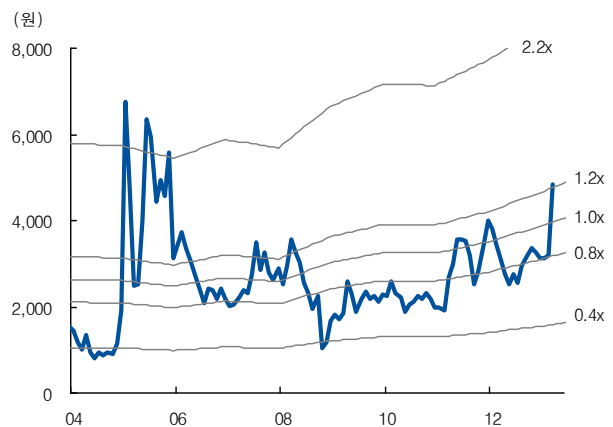
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 이지바이오 PER Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 이지바이오 PBR Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

마크로젠 (038290/매수) 의료재정의 부담은 맞춤처방으로 해결된다

- 유전체를 바탕으로 하는 바이오인포매틱스의 발달과 함께 개인맞춤의학의 선두 주자로 자리매김
- 맞춤 처방을 가능하게 하는 환자대상의 B2B사업(clinical 시퀀싱)으로의 사업 확장을 위한 준비를 완료하였으며, 하반기 미국병원과 공동사업을 진행할 수 있을 것으로 전망
- Big 데이터의 새로운 가치는 바이오마커 확보에서부터 가능하며 새롭게 찾아낸 바이오마커를 토대로 신규 표적의약품 개발 중에 있음
- 투자의견 매수, 목표주가 55,000원을 유지

이지바이오 (035810/매수) 지난 악재요인이 호재가 되고 있다

- 축산과 사료 등으로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사로 상호보완적인 선순환 사업구조를 보유
- PSR 0.13배, PER 8배의 높은 밸류에이션 매력 보유, 본업인 사료첨가제의 수출확대가 시작되며 지난해의 악재 요인들이 호재로 전환 중
- 자회사 옵티팜의 가치 재평가 가능, 축산 동물 진단 1위 업체이면서 하반기 multiplex PCR 출시로 기타 동물을 포함한 사람대상의 진단회사로 사업 확장
- 투자의견 매수, 목표주가 9,000원을 유지

아이센스 (099190/Not Rated) 혈당측정은 개인건강관리의 시작이다

- 일본 진단업체 Arkray사와의 전략적 제휴 및 글로벌 다국적제약사와의 계약을 통해 품질 및 가격 경쟁력을 입증
- ODM과 자체 브랜드의 균형적인 성장으로 AgaMatrix 와 Arkray 로의 ODM 물량이 본격적인 성장국면으로 진입하며, 자체브랜드 CareSens N 등은 국내 M/S 2위를 기록하였으며 이외에도 뉴질랜드 정부 입찰 시장 3년간 단독 공급 성공

마크로젠 (038290)

의료재정의 부담은 맞춤처방으로 해결된다

바이오

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	55,000
현재주가(13/04/08,원)	35,200
상승여력	56%

영업이익(13F,십억원)	8
Consensus 영업이익(13F,십억원)	8

EPS 성장률(13F,%)	65.7
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.9
P/E(13F,x)	34.2
MKT P/E(13F,x)	9.1
KOSDAQ	528.78

시가총액(십억원)	200
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	88.9
외국인 보유비중(%)	3.3
베타(12M,일간수익률)	0.89
52주 최저가(원)	19,150
52주 최고가(원)	41,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.3	-4.9	55.8
상대주가	-7.0	-1.7	61.2



2013년에도 실적 개선세는 지속될 전망

동사 매출 비중의 86.7%를 차지하는 시퀀싱 사업부는 프리미엄 유전자 분석 서비스 'Axeq' 빠른 매출 증가로 연평균 35.1%(CAGR 2010~2012, 2009년 결산월 변경)으로 성장하고 있다. 2013년 실적은 IFRS별도기준 매출액 589억원(+ 37.5% YoY), 영업이익 82억원(+ 53.7% YoY)으로 예상되며, Axeq의 매출증가와 DNA chip의 중국 시장 진출 확대가 성장을 견인하는 요인이 될 것이다. 이외에도 개인 유전체 분석에 관한 관련법이 제정된 미국시장에서의 환자대상 B2B사업이 본격적으로 시작되면 예상 실적이상의 성장도 가능할 수 있다.

건보재정의 부담, 유전체분석을 통한 맞춤처방으로 해결 가능

맞춤의학은 환자, 의사, 정부가 모두 혜택을 볼 수 있어 제도적인 규제보다는 산업의 활성화를 위한 지원책이 강화될 수 있다. 이는 기존 의약품으로 치료하면 개인 특이성이 반영되지 않아 일반적으로 분류되는 1차, 2차, 3차 약물치료로 이어지게 되고 치료시간이 길어지면서 의료비가 증가하기 때문이다. 반면, 맞춤치료의 경우에는 치료 전 유전자진단(clinical sequencing)을 통해 환자의 특이성이 반영된 표적의약품이 처방되거나 기존 의약품들의 적응증이 새롭게 발견되어 치료범위가 확대될 수 있기 때문에 환자에게는 치료효과는 물론 치료기간도 단축시키고 제약회사에게는 새로운 시장을 열어주게 된다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000원 유지

개인유전체 시장은 시퀀싱 장비의 발달로 서비스 가격이 하락하면서 빠르게 성장하고 있다. 가격 하락은 곧 상용화에 대한 기대를 불러일으키는 동시에 2013년 정부의 R&D 투자집중 사업 중 하나로 유전체 사업이 거론될 정도로 중요성이 커지고 있다. 그러나 정부정책도 중요하지만 시장의 형성은 사후 치료보다는 예방의식이 보편화되어 있으면서 CLIA인증 등의 시퀀싱 기술의 임상 적용에 대한 법률 및 관련 정책들이 확립되어 있는 선진시장 주도로 성장해 나갈 것으로 판단한다. 따라서 미국병원과 공동사업에 대한 논의는 동사가 글로벌 선두업체임을 증명해주는 것이다.

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 55,000원을 유지한다. 2013년 EPS는 954원으로 추정하였으나 미국 병원과의 clinical 시퀀싱 계약이 완료되면 당초 예상보다 빠른 실적 개선도 가능할 전망이다. 2013년에는 중국(G-스캐닝)에서의 추가적인 매출 성장도 가능하다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	23	31	43	59	83	118
영업이익 (십억원)	2	3	5	8	13	19
영업이익률 (%)	7.2	8.7	12.7	14.0	15.5	16.5
순이익 (십억원)	1	3	3	6	10	15
EPS (원)	218	498	610	1,031	1,724	2,680
ROE (%)	3.0	6.6	7.3	10.8	15.8	20.5
P/E (배)	64.6	72.7	47.8	34.2	20.4	13.1
P/B (배)	2.0	4.7	3.2	3.5	3.0	2.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

투자포인트: 1) 건강보험 재정부담의 해결안, 2) 환자대상의 유전체분석으로 사업 확대, 3) 신약개발 tool로서의 가치 부각

동사는 짧은 유전자 분석서비스를 5달러에 제공해주면서 전세계에 마크로젠이라는 이름을 알리기 시작했다. 약 10년간 쌓아온 인지도를 바탕으로 2011년 2월 Axiom of human sequencing, www.axeq.com이라는 새로운 브랜드를 런칭하면서 Whole genome sequencing과 Exome sequencing서비스를 전세계를 대상으로 시작하였다. 지난 12월에는 미국 메릴랜드에 CLIA인증 연구실을 갖춘 자회사(MCL)를 신설하고 2013년부터 미국 임상 병원과 개인맞춤형 의료(Personalized medicine)를 가능케 하는 유전체진단서비스를 시작한다.

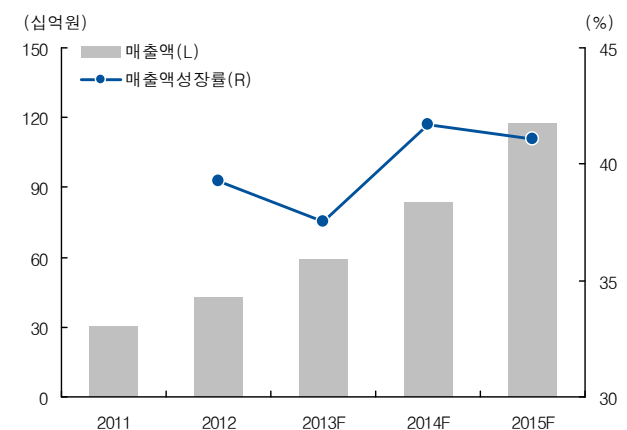
동사에 관한 투자포인트 3가지는 다음과 같다.

첫째, 정확한 질병진단 및 개인 특이성이 고려된 치료약 처방은 생존율 증가는 물론, 건강보험재정의 부담을 경감시켜주기 때문에 각 국가 정부는 유전체 사업에 대한 투자를 활발하게 진행할 것이다. 둘째, 앞서 언급했듯이 환자대상으로 하는 B2B사업의 본격적인 사업 확장을 위한 준비를 완료하였다는 점이다. 셋째, 새롭게 찾아낸 바이오마커를 토대로 신규 표적 의약품을 개발하고 있다는 것이다. 동사는 폐선암을 유발하는 모든 유전적 변이를 찾아 특허작업을 진행하고 있고 제약회사와 공동으로 신약개발 중에 있다.

헬스케어 시장은 과거 의약품 위주의 제약산업에서 의료장비, 의료서비스 등 다양한 산업의 형태 변화와 인구고령화, 의료비 지출 증가로 빠르게 성장하고 있다. 개인별 유전체 분석이 가능해지면서 헬스케어 산업의 패러다임이 질병 발병 후 증세완화인 Cure에서 발병 전 사전 예방이라는 Care로 개념이 전환하고 있다. 의료비를 절감한다는 측면에서 사전 예방의 필요성이 커질 수 밖에 없는데 이는 맞춤의학을 활성화시켜 기존 제약산업의 구조조정을 촉진시키고 개인 맞춤형 식품이나 소재의 개발을 활발하게 할 것이다.

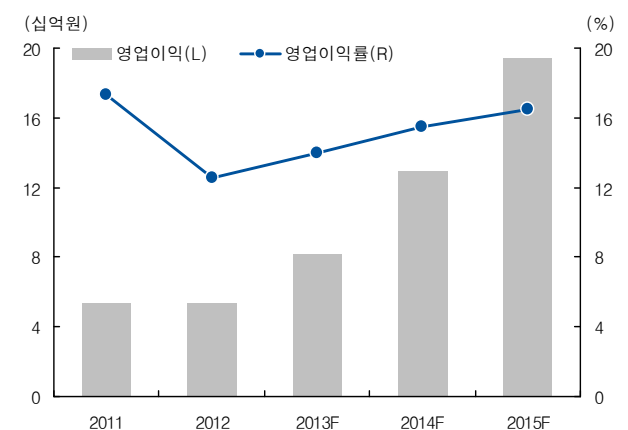
맞춤의학은 환자, 의사, 정부가 모두 혜택을 볼 수 있기 때문에 제도적인 규제보다는 산업의 활성화를 위한 지원책이 강화될 수 있다. 이는 기존 의약품으로 치료하면 개인 특이성이 반영되지 않아서 일반적으로 분류되는 1차, 2차, 3차 약물치료로 이어지기 때문에 치료시간이 길어지면서 의료비가 증가하게 된다. 반면, 맞춤치료의 경우에는 치료 전 유전자진단(clinical sequencing)을 통해 환자의 특이성이 반영된 표적의약품이 처방될 수 있어 치료효과는 물론 치료기간도 단축할 수 있다.

그림 19. 매출액 및 매출액 성장을 추이 및 전망



자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

바이오

바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

마кро젠 (038290)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	43	59	83	118
매출원가	24	32	46	64
매출총이익	19	27	38	54
판매비와관리비	14	18	25	35
조정영업이익	5	8	13	19
영업이익	5	8	13	19
비영업손익	-1	-1	-1	0
순금융비용	-1	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	7	12	19
계속사업법인세비용	1	2	2	4
계속사업이익	3	6	10	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	6	10	15
지배주주	3	6	10	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	3	6	10	15
지배주주	3	6	10	15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	9	13	17	22
FCF	-3	10	13	16
EBITDA마진율 (%)	20.8	21.9	20.0	19.1
영업이익률 (%)	12.7	14.0	15.5	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.0	10.0	11.7	12.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	53	68	90	119
현금 및 현금성자산	8	18	30	46
매출채권 및 기타채권	11	16	22	31
재고자산	4	5	8	11
기타유동자산	1	1	2	3
비유동자산	31	26	23	21
관계기업투자등	2	2	2	2
유형자산	26	22	18	15
무형자산	0	0	0	0
자산총계	83	95	113	140
유동부채	14	19	27	38
매입채무 및 기타채무	4	5	7	10
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	10	14	20	28
비유동부채	18	19	19	20
장기금융부채	13	13	13	13
기타비유동부채	4	4	4	5
부채총계	32	38	46	57
지배주주지분	51	57	67	82
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	45	45	45	45
이익잉여금	3	9	19	34
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	51	57	67	82

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	9	10	13	16
당기순이익	3	6	10	15
비현금수익비용가감	7	7	7	7
유형자산감가상각비	4	5	4	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-1	-2	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-4	-7	-9
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	2	3
법인세납부	-1	-2	-2	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	1	1	1
유형자산처분(취득)	-10	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	0	0	0
기타투자활동	0	1	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	17	-1	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	15	0	0	0
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	1	-1	-1	-1
현금의증가	4	10	12	16
기초현금	4	8	18	30
기말현금	8	18	30	46

자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	47.8	34.2	20.4	13.1
P/CF (x)	23.7	19.1	14.8	11.0
P/B (x)	3.2	3.5	3.0	2.4
EV/EBITDA (x)	16.4	13.3	9.5	6.3
EPS (원)	610	1,031	1,724	2,680
CFPS (원)	1,228	1,844	2,381	3,210
BPS (원)	9,012	10,041	11,763	14,442
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	39.3	37.5	41.7	41.1
EBITDA증가율 (%)	2.0	44.4	29.5	34.7
영업이익증가율 (%)	102.9	51.4	56.9	50.2
EPS증가율 (%)	22.6	68.9	67.3	55.5
매출채권 회전율 (회)	4.6	4.6	4.6	4.6
재고자산 회전율 (회)	12.8	12.7	12.9	12.8
매입채무 회전율 (회)	17.2	17.1	17.3	17.3
ROA (%)	4.9	6.6	9.5	12.1
ROE (%)	7.3	10.8	15.8	20.5
ROIC (%)	17.2	24.4	42.8	68.4
부채비율 (%)	62.3	65.8	68.6	69.9
유동비율 (%)	381.5	360.5	334.4	314.3
순차입금/자기자본 (%)	-45.8	-57.9	-67.6	-74.8
영업이익/금융비용 (x)	123.6	6.0	9.4	14.1

이지바이오 (035810)

지난 악재요인이 호재가 되고 있다

바이오

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	9,000
현재주가(13/04/08,원)	4,200
상승여력	114%

영업이익(13F,십억원)	25
Consensus 영업이익(13F,십억원)	26

EPS 성장률(13F,%)	20.8
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.9
P/E(13F,x)	11.3
MKT P/E(13F,x)	9.1
KOSDAQ	528.78

시가총액(십억원)	197
발행주식수(백만주)	47
유동주식비율(%)	64.8
외국인 보유비중(%)	1.9
베타(12M,일간수익률)	0.98
52주 최저가(원)	2,305
52주 최고가(원)	5,040

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.0	25.8	48.4
상대주가	24.4	28.9	53.9



글로벌 트렌드에도 소외 받은 회사, 그러나 PSR 0.13배의 매력적인 밸류에이션을 보유

글로벌 사료 및 사료첨가제, 육가공 업체들이 시장대비 outperform을 하고 있다. 이유는 2012년 하반기 곡물가격 안정세, 양돈, 양계 가격 상승추세에 힘입은 이익 급증과 해외진출 확대 등의 이유 때문이다. 이지바이오의 실적을 사업부별로 살펴보면, 2010년 이후 본업인 사료첨가제에서의 꾸준한 실적 개선에도 불구하고 원화약세, 원자재 가격 상승, 돼지, 닭가 격의 폭락으로 어려운 시기를 겪었다. 그러나 2013년은 본업의 안정적인 실적 개선 속에 위의 악재들이 호재로 변화하기 시작하는 원년이라고 판단한다.

수평, 수직적 integration을 이루었다는 특성상 상호보완적인 선순환 사업구조를 보유하고 있다는 측면에서 회사의 가치를 재평가 하고자 한다. 동사의 2013년은 1) 연결기준 PER 8.1 배(지배주주 귀속순이익 기준 10배), PSR 0.13배의 매력적인 밸류에이션과 2) 원화강세, 곡물가격 안정, 하락하던 돼지와 닭가격의 안정세, 그리고 사료첨가제의 해외진출 가속화로 전 사업이 순항을 시작하는 원년이 될 것이며, 3) 바이오자회사 옵티팜의 가치를 재평가 받을 수 있을 것이다.

사료첨가제 수출 확대와 바이오 자회사 가치는 새로운 성장동력이 될 것

2012년 들어 사료첨가제의 해외수출 비중이 본격적으로 증가하기 시작하였다. 곡물가격이 추세적으로 상승하면서 효율성을 높여주는 사료첨가제의 사용량이 증가하고 있기 때문이다. 동사의 효소복합제인 엔도파워(NSP 첨가제, 비용 및 에너지 절감)와 리퍼돌(흡수촉진제, 비용 및 에너지 절감)은 ADM이라는 미국 곡물회사와 중남미 및 아시아지역으로 수출이 확대되었다. 자회사 옵티팜은 가축 진단 1위 업체이면서 하반기 multiplex제품 출시와 함께 기타 동물을 포함한 사람대상의 진단으로 사업을 확장할 예정이다. 또한 자체 기술로 사람과 동일한 조직적합성을 지니 장기이식을 가능하게 하는 개체를 만들어 내는데 성공하였다. 이는 강력한 성장 동력이 될 수 있을 전망이다. 향후 기업 가치가 부각될 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 9,000원 유지

이지바이오에 대한 투자의견 매수, 목표주가 9,000원을 유지한다. 곡물수입이 많다는 산업의 특성상 부채비율이 높다는 단점과 원가법으로 계산이 된다는 점을 감안하여 각각 회사의 순이익을 중심으로 산정하였다. 1)이지바이오 별도, 2)팜스토리 지분 가치, 3)우리손홀딩스의 2013년 가치는 미반영, 2014년 가치 반영, 4)이지팜스 등의 이지바이오 기타 연결회사 가치, 4)옵티팜은 대표 비교회사 시가총액에 지분율과 30%할인을 적용하였다. (그림 21 참조)

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	82	95	127	140	163	191
영업이익 (십억원)	15	13	21	26	31	37
영업이익률 (%)	17.9	13.9	16.1	18.2	18.7	19.5
순이익 (십억원)	10	5	14	17	22	27
EPS (원)	226	104	307	371	465	584
ROE (%)	7.5	3.3	9.2	10.1	11.4	12.7
P/E (배)	8.8	38.7	10.2	11.3	9.0	7.2
P/B (배)	0.6	1.2	0.9	1.1	1.0	0.9

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

투자포인트: 1) 밸류에이션 매력, 2) 해외수출 확대, 3) 자회사 가치

이지바이오는 축산과 사료로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사이다. 관련 사업은 서산(쌀, 식용)과 러시아 연해주(옥수수, 귀리, 대두 등, 식용 및 사료용)의 ① 곡물경작, 팜스토리, 이지팜스 등의 ② 사료사업, 이지바이오의 ③ 사료첨가제, 마니커, 성화식품, 가족농장의 ④ 양돈과 양계 사업, 팜스토리의 ⑤ 육가공에 이어 ⑥ 가축에 대한 진단 및 백신 시장 점유율 1위의 옵티팜 등으로 구성되어 있다.

최근 글로벌 트렌드를 살펴보면 사료 및 사료첨가제, 육가공 업체들도 시장대비 outperform을 하고 있다. 이유는 2012년 하반기 들어 나타난 곡물가격 안정세, 양돈, 양계 가격 상승추세에 힘입은 이익 급증과 해외진출 확대와 함께 글로벌 투자 흐름이 원자재에서 소비재 관련 1차 산업으로 이동하고 있기 때문이다. 이지바이오의 실적을 사업부별로 살펴보면, 2010년 이후 본업인 사료첨가제에서의 꾸준한 실적 개선에도 불구하고 원화약세, 원자재 가격 상승, 돼지, 닭가격의 폭락으로 어려운 시기를 겪었다. 그러나 2013년은 본업의 안정적인 실적 개선 속에 위의 악재들이 호재로 변화하기 시작하는 원년이라고 판단한다.

동사의 2013년은 1) 연결기준 PER 8.1배(지배주주 귀속순이익 기준 10배), PSR 0.13배의 매력적인 밸류에이션과 2) 원화강세, 곡물가격 안정, 하락하던 돼지와 닭가격의 안정세, 그리고 사료첨가제의 해외진출 가속화로 전 사업이 순항을 시작하는 원년이 될 것이며, 3) 바이오자회사 옵티팜의 가치를 재평가 받을 수 있을 것이다.

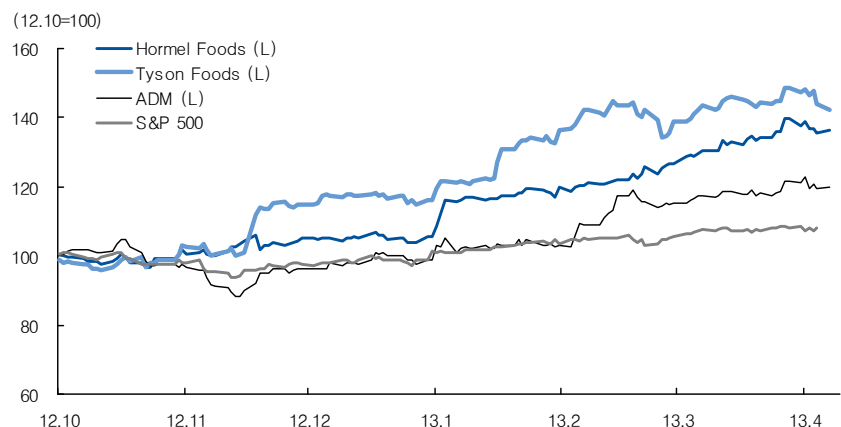
이에 당사는 이지바이오의 사업부별 변화를 살펴보았으며 축산과 사료로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사의 특성상 서로 상호보완적인 선순환 사업구조를 보유하고 있다는 측면에서 회사의 가치를 재평가 하고자 했다.

표 6. 사업부별 영업이익의 움직임으로 살펴본 턴어라운드 가속화

	2012	2013F	2014F
사료첨가제(이지바이오 별도)	↑	↑	↑
사료(팜스토리)	↗	↗	↗
가금(자연일가, 성화, 마니커)	↓	⇒	↑
양돈(이지바이오 자회사)	↓	⇒	↑

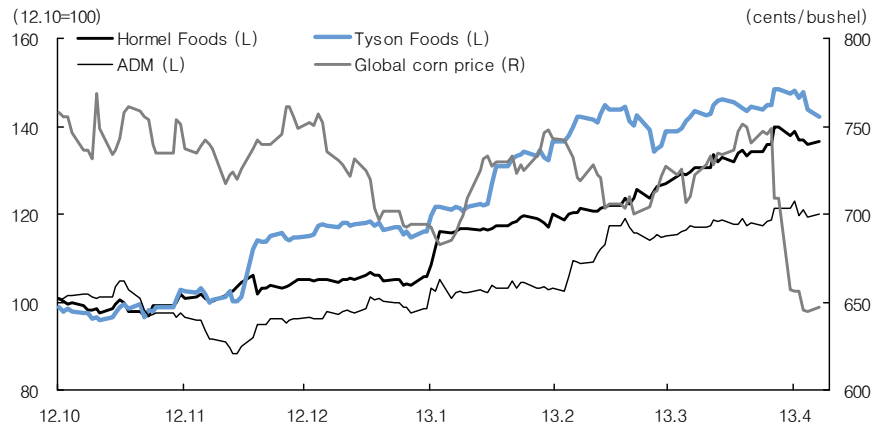
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 해외 비교 기업 주가는 이미 6개월 전부터 outperform 시작



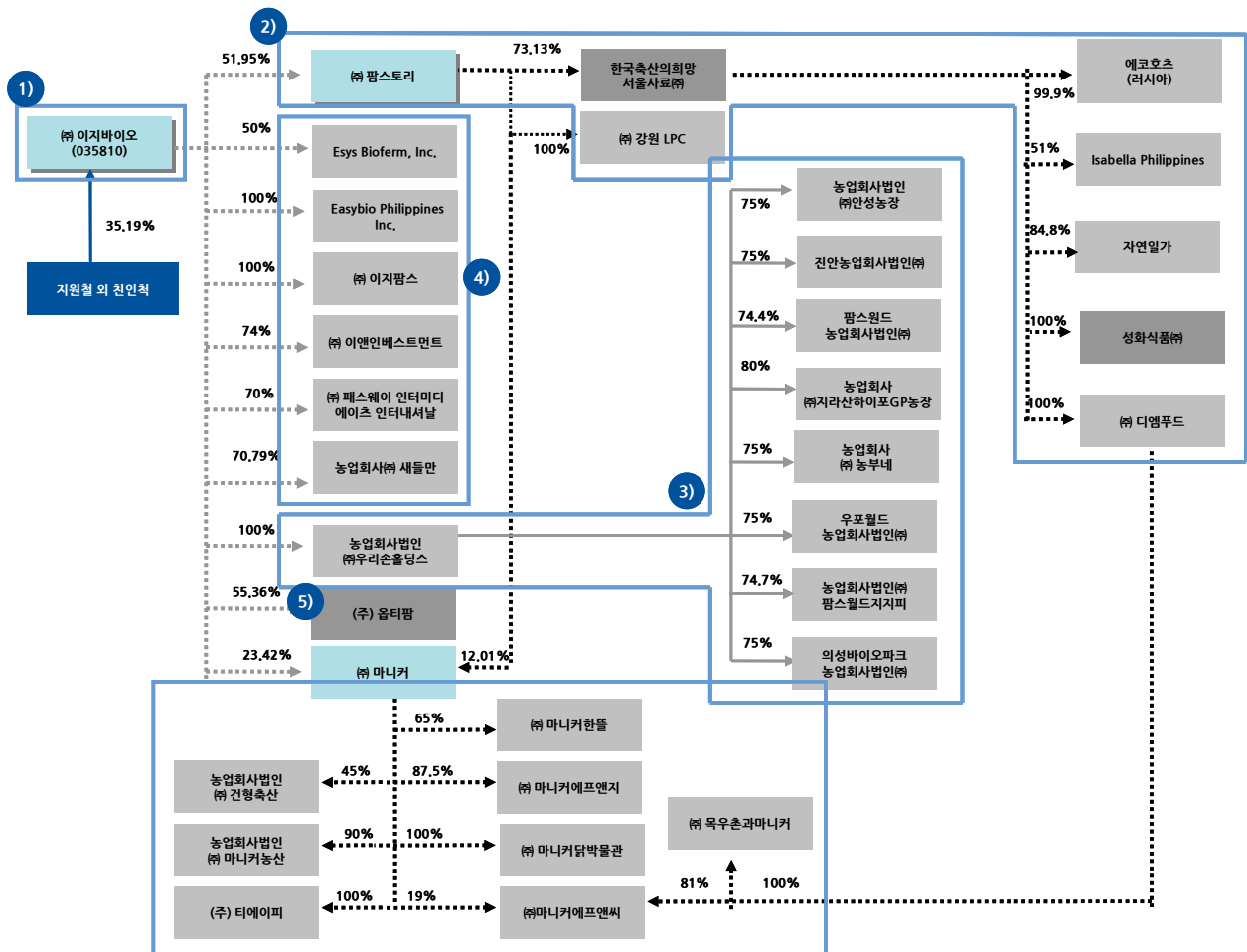
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 옥수수 가격과 역의 관계로 움직이는 기업들



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 이지바이오 그룹



자료: KDB대우증권 리서치센터

Valuation

이지바이오에 대한 투자의견 매수와 목표주가 9,000원을 유지한다. 지난 3월 27일자 리포트의 목표주가 산정방법에 대한 논란의 여지가 있어 다시 한번 설명하고자 한다. 곡물수입이 많다는 산업의 특성상 부채비율이 높다는 단점과 원가법(재고자산의 취득가액을 자산의 평가액으로 사용)으로 계산이 된다는 점을 감안하여 각각 회사의 순이익을 중심으로 산정한 다. Fundamental 변화만을 보기 위해서 산정하는데 **주요 가정**은 다음과 같다. ① **금리하락에도 불구하고 이자비용은 전년도와 동일**, ② **원/달러 환율은 2012년 기말 1,071원과 동일적용(외환 손익 모두제거, KDB대우증권 전망치 2013년 1,070원)**, ③ **일회성 영업외손익 제거**, ④ **2013년 하반기 닭, 돼지 사업 손익분기점 달성**이다.

- 1) 이지바이오 별도 가치는 2013년 순이익에 PER 14배(글로벌 비교기업들의 PER 17.5배에서 20%할인)
- 2) 팜스토리의 가치는 2013년 연결순이익에 PER 9배(MSCI Korea PER)를 적용하고, 지분율 51.95% 감안
- 3) 우리손홀딩스(돼지농장)의 경우 실적 턴어라운드를 예상하고 있으나 2013년 사업가치를 반영하지 않고 2014년부터 반영
- 4) 이지바이오의 기타 연결회사(우리손홀딩스를 제외한 기타회사, 이지팜스 등)의 가치는 2013년 순이익에 PER 9배
- 5) 옵티팜에 대해서는 대표 비교회사의 시가총액에 비상장사라는 할인 30%와 지분 55.36%를 반영하였다.

1) + 2) + 3) + 4) + 5) (그림 23 참조)를 더하면 기업가치가 2013년 4,260억원이고 여기에 주식수를 나누면 주당 가치는 9,060원이 나온다. 2012년 주요 손실 사업부인 우리손홀딩스(돼지)와 성화식품의 생물자산 평가 기준가격이 2012년말 가격보다 상승하고 있어서 원가율 하락에 따라 2013년에는 손익분기점을 달성할 수 있을 것으로 본다. 그 외에도 종속관계기업 투자손실(2012년 84.4억원)과 이자비용 감소 가능성(2012년 279억원)으로 영업외 손익이 개선될 수 있을 것이다.

표 7. 이지바이오 목표주가

(십억원, 원)

		지분율	적용PER	2013F 순이익	2014F 순이익	가치	
						2013F	2014F
1) 이지바이오 별도(A)			14	17.0	20.7	238.0	289.8
2) 팜스토리 연결(B)	연결순이익에 시장PER 적용	51.95%	9	16.0	18.4	74.8	86.0
3)우리손홀딩스(돼지농장, C)		90%	9	0.0	5.0	0	40.5
4) 이지바이오 기타연결회사 (이지팜스 등, D)	연결순이익에 시장PER 적용		9	5.0	6.0	45.0	54.0
5) 옵티팜(E)	인트론바이오 시총* 비상장 할인 30%	55.36%				67.8	67.8
6) 마니커(F)		35.43%	9	0.0	11.1	0	35.4
기업가치(G= A+B+C+D+E+F)						425.6	573.5
주식수 (H, 백만주)	발행주식수(46,979,739주)					4.7	4.7
주당 NAV(I= G/H, 원)						9,060	12,208
현재주가(원)						4,200	
목표주가(원)						9,000	

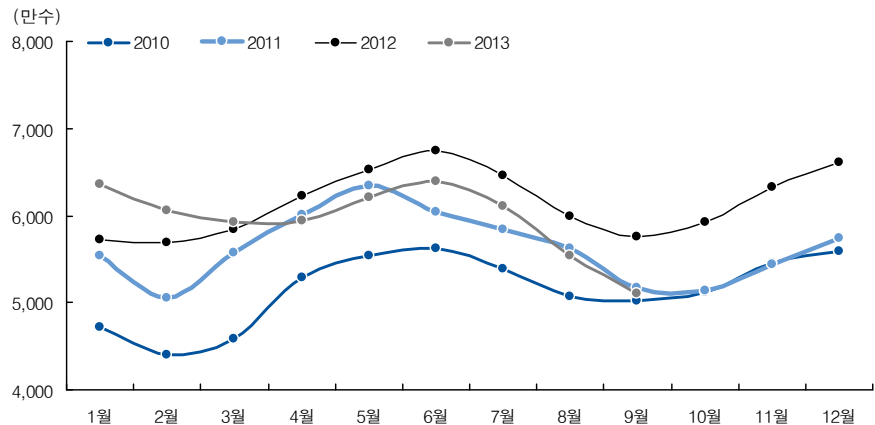
주1: 글로벌 비교회사 PER 17.5배에서 할인 20% 적용 / 주2: MSCI Korea PER 9배

자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

여기에 추가로 정부의 모계 10% 조정 효과에 따른 공급량 조절효과로 양계 사업의 턴어라운드 이루어질 수 있을 것으로 보고 있기 때문에 동사의 자금사업부 및 관계사 마니커의 손실 폭이 2013년에 줄어들 수 있을 것이며 2014년에는 이익실현구간으로 들어가기 때문에 2012년의 악재요인이 호재요인으로도 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

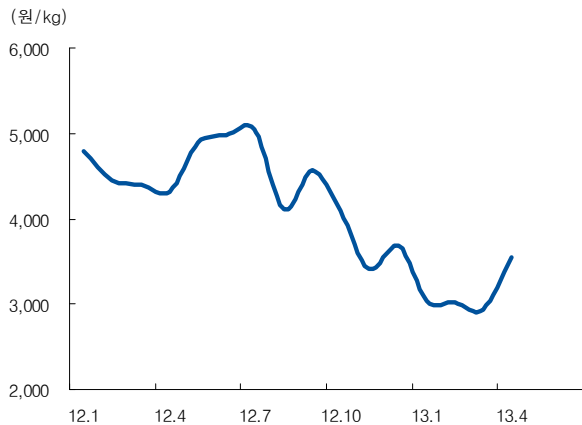
최근 사료의 주원료인 옥수수의 가격이 하락하고 2012년 평가손실 57억원 발생요인이 되었던 양돈가격이 상승하고 있어 이지바이오 전체 사업에서의 spread가 확대되고 있다. 이는 지난해 악재요인이 2013년에는 호재로 반영될 가능성을 높여주고 있다.

그림 24. 양계 생산잠재력으로는 9월경 육계가격 크게 상승할 전망



자료: 한국계육협회, 대한양계협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 양돈가격 턴어라운드



자료: 대한양돈협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 사료의 주원료인 옥수수가격 하락



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

다만 동사의 사업의 내용상 곡물가격과 원/달러 환율에 대한 외화환산 평가 손익이 발생하기 때문에 이 부분에 대해서는 리스크 요인으로서 지속적인 확인이 필요하다. 이지바이오의 사료사업부는 곡물가격과 환율변동성에 따라 외환평가손익이 발생하기 때문에 순이익이 달라진다. KDB대우증권 환율 전망치에 의하면 2013년 기말 1,070원으로 상고하저로 전망하고 있기 때문에 상반기 주요 곡물가격의 가격 동향에 따라 원가율 변동성에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보고 있다.

바이오

바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

이지바이오 (035810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	127	140	163	191
매출원가	89	97	111	129
매출총이익	38	43	52	62
판매비와관리비	17	18	21	25
조정영업이익	21	26	31	37
영업이익	21	26	31	37
비영업손익	-1	-2	-1	-1
순금융비용	6	5	4	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	23	29	37
계속사업법인세비용	5	6	7	9
계속사업이익	14	17	22	27
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	14	17	22	27
지배주주	14	17	22	27
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	14	17	22	27
지배주주	14	17	22	27
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	21	26	31	38
FCF	4	17	16	20
EBITDA마진율 (%)	16.8	18.8	19.2	19.9
영업이익률 (%)	16.1	18.2	18.7	19.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.4	12.5	13.4	14.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	10	17	16	20
당기순이익	14	17	22	27
비현금수익비용가감	8	9	9	10
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	4	2	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-3	-8	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-3	-6	-7
재고자산 감소(증가)	-4	-2	-3	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	1	3	3
법인세납부	-9	-6	-7	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	35	23	23	24
유형자산처분(취득)	-2	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	17	0	0	0
기타투자활동	20	23	23	24
재무활동으로 인한 현금흐름	-22	-6	-6	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-10	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-10	-6	-6	-6
현금의증가	23	34	34	39
기초현금	20	43	77	110
기말현금	43	77	110	149

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	106	146	189	240
현금 및 현금성자산	43	77	110	149
매출채권 및 기타채권	32	36	42	49
재고자산	16	18	21	24
기타유동자산	7	8	9	10
비유동자산	208	189	173	158
관계기업투자등	48	48	48	48
유형자산	29	28	27	27
무형자산	1	1	1	1
자산총계	314	335	363	398
자본부채	125	128	134	142
매입채무 및 기타채무	15	16	19	22
단기금융부채	91	91	91	91
기타유동부채	20	22	25	29
비유동부채	26	26	26	26
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	13	13	13	13
부채총계	150	154	160	168
지배주주지분	164	181	203	230
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	77	94	116	144
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	164	181	203	230

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	10.2	11.3	9.0	7.2
P/CF (x)	9.6	10.8	8.7	7.0
P/B (x)	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	9.6	8.4	6.0	4.0
EPS (원)	307	371	465	584
CFPS (원)	324	388	482	600
BPS (원)	3,477	3,844	4,305	4,885
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	33.5	10.0	16.7	16.9
EBITDA증가율 (%)	41.6	23.2	19.0	21.0
영업이익증가율 (%)	54.3	24.5	19.8	21.7
EPS증가율 (%)	195.9	20.9	25.4	25.6
매출채권 회전율 (회)	6.7	6.2	6.3	6.3
재고자산 회전율 (회)	8.9	8.2	8.4	8.4
매입채무 회전율 (회)	18.8	17.2	17.7	17.7
ROA (%)	4.7	5.4	6.3	7.2
ROE (%)	9.2	10.1	11.4	12.7
ROIC (%)	23.9	26.8	30.2	33.5
부채비율 (%)	91.6	84.8	78.9	72.9
유동비율 (%)	85.3	113.8	141.1	169.5
순차입금/자기자본 (%)	31.8	10.1	-7.6	-23.4
영업이익/금융비용 (x)	3.1	4.1	5.0	6.0

아이센스 (099190)

혈당측정은 개인건강관리의 시작이다

바이오

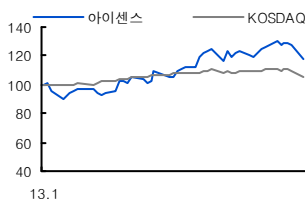
Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/04/08, 원)	30,550
상승여력	0%

영업이익(13F, 십억원)	15
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	15

EPS 성장률(13F, %)	22.9
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.9
P/E(13F, x)	22.3
MKT P/E(13F, x)	9.1
KOSDAQ	528.78

시가총액(십억원)	274
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	73.7
외국인 보유비중(%)	17.8
베타(12M, 일간수익률)	1.12
52주 최저가(원)	23,250
52주 최고가(원)	34,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3		
상대주가	9.7		



Snapshot: 건강관리 혈당 측정에서부터

동사는 혈당을 측정할 때 사용되는 스트립을 주요 제품으로 생산하고 있다. 국내 혈당스트립 생산기업 중 주식시장 상장 두번째 업체임에도 Roche에 이어 국내시장 점유율 2위로 성장하였으며 2012년 매출 기준으로 80%의 해외매출 비중을 시현하였다.

혈당 측정은 당뇨병에 대한 관리의 시작으로 당뇨치료제 시장은 2010년 약 37조원에 달하는 시장으로 성장하였으며 개인용 혈당측정기 시장은 2010년 94억 달러에서 2015년 182억 달러로 연평균 14% 이상 성장할 것으로 예상되고 있다. 혈당측정은 환자 스스로가 질병을 관리할 수 있다는 면에서 체외진단 방법 중 환자 사용편리성이 고려된 방법이다. 따라서 언제, 어디서든 스스로 건강상태를 측정할 수 있다는 의미에서 혈당측정은 개인 건강관리의 시작이라 할 수 있다.

What's new? 해외 진출의 힘, 기술력은 기본 + 1) 가격 경쟁력 + 2) 마케팅

혈당측정 진단 시장은 Roche, J&J, Bayer, Abbott가 전체 시장의 85% 가까이 차지하고 있다. 고령인구 증가에 따라 각 국가 건강보험재정의 부담이 확대되고 있는 상황에서 가격 경쟁력을 가진 스트립 업체들에 대한 다국적 제약사들의 파트너링 니즈는 높아지고 있다. 각 국가 건강보험재정의 부담으로 한정된 예산안에서 가격대비 효율성 높은 제품이 기존 시장을 대체할 것이며 이런 변화 속에서 동사의 빠른 외형성장 및 수익성 개선이 가능할 것이다. 현재 한국의 당뇨환자는 전체 인구대비 4%를 넘었고 일본과 미국은 7% 이상을 차지하고 있다. 2012년 기준 동사의 국가별 매출 비중은 미국 34%, 일본 5% 내외로 일본의 경우 Arkray로의 매출액이 2012년부터 본격적인 증가를 시작하였기 때문에 일본은 향후 매출 성장이 기대되는 시장이다.

Valuation

회사 가이드언스에 의하면 2013년 실적은 매출액 866억원(+30.6% YoY), 영업이익 147억원(+80.6% YoY), 순이익 122억원(+36.1% YoY)으로 예상된다. 지난해 송도공장 준공에 따른 인건비 상승과 신규시설 감가상각 적용을 감안한다면 높은 성장률을 실현할 것이다. **당사가 아이센스의 행보에 주목하는 이유는 1) 일본 진단회사 Arkray와 전략적 제휴 및 글로벌 다국적 제약사와의 계약을 통해 품질 및 가격 경쟁력이 입증되었으며, 2) ODM과 자체브랜드의 균형적인 성장 때문이다.** AgaMatrix와 Arkray로의 ODM 물량이 본격적인 성장국면으로 진입하였다. 자체사업은 CareSens N 등의 브랜드로 국내에서는 이미 M/S 2위를 기록, 이외에도 뉴질랜드 정부 입찰 성공에 따라 3년간 단독으로 공급하게 되었다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (십억원)	38	52	66	87	110
영업이익 (십억원)	7	9	8	15	20
영업이익률 (%)	18.7	17.6	12.3	17.0	18.0
순이익 (십억원)	6	8	9	12	16
EPS (원)	797	984	1,113	1,367	1,773
ROE (%)	14.5	14.2	13.9	16.3	17.9
P/E (배)	-	-	-	22.3	17.2
P/B (배)	-	-	-	3.5	2.9

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 아이센스, KDB대우증권 리서치센터

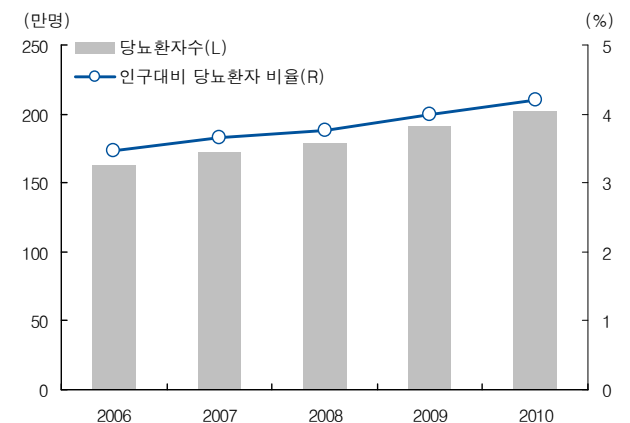
해외 진출의 힘은 기술력을 바탕으로 하는 1) 가격 경쟁력과 2) 마케팅

혈당측정 진단 시장은 Roche, J&J, Bayer, Abbott가 전체 시장의 80%이상 차지하고 있다. 그러나 가격 정책상 할인이 어렵다는 점과 15~20% 시장에 대한 사업 전략이 정해지지 않음으로 인해 스트립을 생산하는 업체들 중심으로 중저가 시장의 변화가 나타나고 있다. 시장의 변화와 맞물려 고령인구증가에 따라 각 국가 건강보험재정의 부담이 확대되고 있는 상황에서 가격 경쟁력을 가진 스트립 업체들에 대한 다국적 제약사들의 파트너링 니즈는 강해지고 있다.

동사의 경쟁력은 기술적 차이도 물론 있겠지만 가격 경쟁력을 바탕으로 한 남보다 뛰어난 마케팅 능력에 있다. Sanofi-Aventis로의 매출 확대와 뉴질랜드 정부 물량 공급자로 선정된 것이 대표적인 사례일 것이다. 다양한 track record를 보유하고 있어 뉴질랜드 이외의 국가 입찰 시장에서도 유리한 입장으로 추가의 수주계약도 기대해볼 수 있다. 이를 위해 생산 capacity는 원주 제 1공장에 이어 송도 공장으로 확대하였으며 매출 증가 속도에 따라 원주에 제 2공장을 증축할 예정이다.

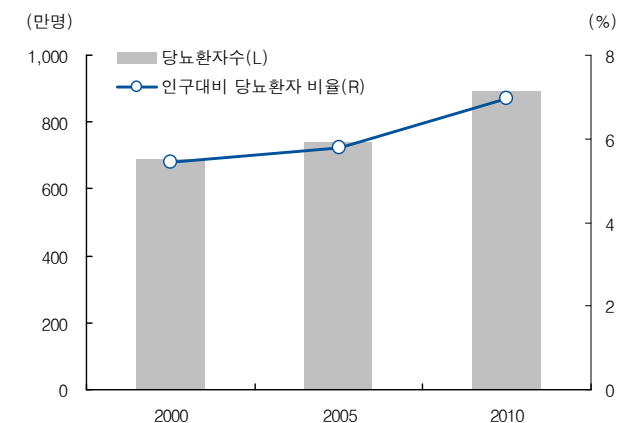
현재 한국의 당뇨병환자는 전체 인구대비 약 4%이며 일본과 미국은 7% 이상을 차지하고 있다. 2012년 기준 동사의 국가별 매출 비중은 미국 34%, 일본 5% 내외로 일본의 경우 Arkray로의 매출액이 2012년부터 본격적으로 증가하기 시작하였기 때문에 일본은 향후 매출 성장이 기대되는 시장이다.

그림 27. 한국 인구대비 당뇨병환자는 4%



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 일본 인구대비 당뇨병환자 7%



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 29. IT + BT 의 바람, 혈당관리 시작



자료: 삼성전자



자료: Apple

아이센스는 일본 진단 업체인 Arkray와의 전략적 제휴로 고령인구 비중이 22% 이상인 일본시장에 성공적으로 진출하였으며 글로벌 다국적제약사와의 계약을 통해 품질 및 가격 경쟁력이 입증되어 향후 빠른 매출 성장 가능하다. 동사의 2013년 실적은 매출액 866억원, 영업이익 147억원, 순이익 122억원으로 예상된다.

동사에 대한 투자포인트는 1) 일본 진단업체 Arkray와 전략적 제휴 및 글로벌 다국적제약사와의 계약을 통해 품질 및 가격 경쟁력이 입증되었다는 점과 2) ODM과 자체브랜드의 균형적인 성장이다. ODM사업은 AgaMatrix와 Arkray로의 수출 물량이 본격적인 성장국면으로 진입하였고, 자체사업은 CareSens N 등의 브랜드로 국내에서는 이미 M/S 2위를 기록하였으며 이 외에도 뉴질랜드 정부 입찰 성공에 따라 3년간 단독으로 공급하게 되었다.

표 8. 주요주주 지분율 현황

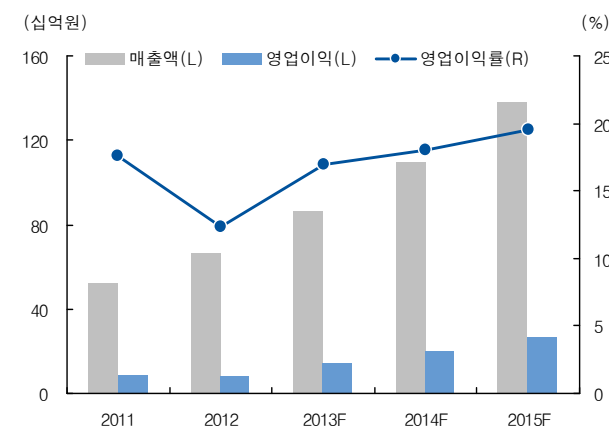
(주,%)

주주명	상장 이후		
	소유주식수	지분율	기타
차근식	1,516,948	18.80	상장 이후 약15만주 장내정리
ARKRAY, INC	939,025	11.64	
남학현	749,303	9.29	
아주아이비투자	608,412	7.54	
한국투자파트너스	461,184	5.72	
기타	3,794,672	47.0	
합계	8,069,544	100.00	

주: 기준일 2012년 12월 31일

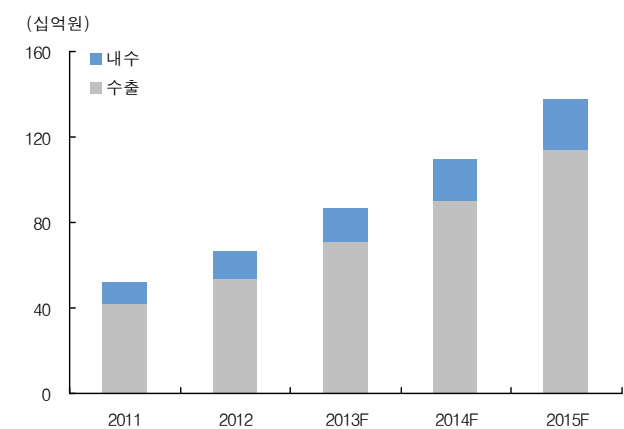
자료: Dart, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 매출액, 영업이익 성장률 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 해외매출비중 82%이상의 수출기업



자료: 아이센스, KDB대우증권 리서치센터

바이오

바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	66	87	110	138
매출원가	44	55	68	85
매출총이익	22	32	42	53
판매비와관리비	14	17	22	26
조정영업이익	8	15	20	27
영업이익	8	15	20	27
비영업손익	2	1	1	1
순금융비용	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	11	16	21	28
계속사업법인세비용	2	4	5	7
계속사업이익	9	12	16	21
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	9	12	16	21
지배주주	9	12	16	21
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	12	16	21
지배주주	9	12	16	21
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	13	19	23	30
FCF	-11	6	9	12
EBITDA마진율 (%)	20.2	21.6	21.3	21.9
영업이익률 (%)	12.3	17.0	18.0	19.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.5	14.1	14.4	15.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	36	85	105	130
현금 및 현금성자산	2	40	48	59
매출채권 및 기타채권	19	24	31	39
재고자산	14	18	22	28
기타유동자산	1	2	2	3
비유동자산	56	54	53	52
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	52	49	46	43
무형자산	2	2	2	2
자산총계	93	140	158	182
유동부채	13	15	17	20
매입채무 및 기타채무	6	8	10	12
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	2	2	3	3
비유동부채	11	44	44	44
장기금융부채	9	42	42	42
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	24	59	61	65
지배주주지분	69	81	96	117
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	35	47	63	84
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	69	81	96	117

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	6	6	9	12
당기순이익	11	12	16	21
비현금수익비용가감	6	7	8	9
유형자산감가상각비	4	3	3	3
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-2	2	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9	-9	-10	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-6	-7	-8
재고자산 감소(증가)	0	-4	-5	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	2	2	3
법인세납부	-1	-4	-5	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-13	0	0	0
유형자산처분(취득)	-16	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	-1	0	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	1	33	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	1	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	-1	-1
현금의증가	-7	39	8	11
기초현금	8	2	40	48
기말현금	2	40	48	59

자료: 아이센스, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	0.0	22.3	17.2	12.8
P/CF (x)	0.0	16.9	14.0	11.1
P/B (x)	0.0	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA (x)	1.0	15.1	11.7	8.7
EPS (원)	1,113	1,367	1,773	2,390
CFPS (원)	1,765	1,812	2,180	2,764
BPS (원)	8,289	8,798	10,537	12,884
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)		0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	26.7	30.6	26.7	25.6
EBITDA증가율 (%)	2.3	39.5	25.1	29.2
영업이익증가율 (%)	-11.6	80.7	34.1	36.1
EPS증가율 (%)	13.1	22.9	29.6	34.8
매출채권 회전율 (회)	4.9	4.2	4.1	4.1
재고자산 회전율 (회)	4.7	5.6	5.5	5.5
매입채무 회전율 (회)	26.4	27.8	27.4	27.3
ROA (%)	10.2	10.5	10.6	12.6
ROE (%)	13.9	16.3	17.9	20.0
ROIC (%)	8.5	13.4	16.8	21.1
부채비율 (%)	34.2	72.9	63.8	55.1
유동비율 (%)	292.5	580.0	606.7	637.7
순차입금/자기자본 (%)	16.2	7.0	-2.2	-11.2
영업이익/금융비용 (x)	20.3	37.6	15.1	20.6

바이오

바이오, 보편적 복지와 의료비용의 절충지대

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(⊞))
▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

