

# SK COMPANY Analysis



Analyst

윤혁진

hgyoon2019@sksec.co.kr  
02-3773-9025

## Company Data

자본금	80 억원
발행주식수	1,603 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,924 억원
주요주주	
농협경제지주	57.91%

외국인지분률	2.20%
배당수익률	2.90%

## Stock Data

주가(19/09/09)	11,700 원
KOSDAQ	625.77 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	16,000 원
52주 최저가	9,810 원
60일 평균 거래대금	5 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한  
자본시장 혁신 방안』의  
일환으로 작성된 보고서입니다.

## 농우바이오 (054050/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,000 원(신규편입))

### 다시 비상하는 국내 1 위 종자 기업

- 농우바이오는 채소종자 기업으로 국내 1 위의 점유율을 보유하고 있음
- 종자 시장은 교배종 위주로 중국과 인도에서 고 성장 기대
- 종자 국산화는 필수! 지속된 R&D 투자로 경쟁사 대비 최다 품종 등록
- 정체된 성장성이 농협경제지주 편입 이후 영업 및 조직력 강화로 다시 확대 중
- 영업 중심의 CEO가 성장하는 기업으로 변화시키고 있으며, M&A 등 성장 동력 보유
- 중국 법인이 매출 최고치를 올해 돌파하고 해외법인들이 성장 동력으로 자리매김 할 전망

### 국내 1 위의 채소종자 기업

농우바이오는 고추, 무, 수박, 배추, 참외 등 채소류의 종자를 개발, 생산, 판매하는 종묘 기업으로 국내 채소 종자시장 MS 26%로 1 위 기업이다. 농협경제지주가 대주주로 미국, 중국, 인도 등 6 개 해외 현지법인이 있으며 수출 비중이 60% 인 글로벌 종자회사이다. 2018 년 기준 매출 비중은 고추, 수박, 무, 배추 등 각종 종자매출 86%, 상토사업 매출 14%로 구성되어 있다.

### 종자 주권 및 국산화의 침범

종자는 제품 개발에서 판매까지 약 10 년 시간 소요되는 진입 장벽이 높은 시장이다. 재래종은 수율의 불규칙성으로 선진국으로 갈수록 교잡종(F1 Hybrid)으로 대부분 대체된 상태다. 동사는 최근 5 년간 매출액의 16.5% 수준의 꾸준한 R&D 투자를 집행해 경쟁력을 키우고 있으며, 특히 국산화율이 낮고 생산량이 많은 양파, 파프리카 등에 집중하고 있다.

### 중국 법인을 필두로 해외법인들의 성장이 프리미엄 요소

채소종자 국내 시장은 교잡종로 대부분 전환돼 약 2,000 억원 수준에서 정체 상태이지만, 해외 시장은 중국과 인도를 중심으로 재래종에서 교잡종으로 전환되며 15% 내외로 꾸준히 성장하고 있다. 농우바이오는 중국 법인이 턴어라운드 하면서 전체 해외법인 매출액이 전년 대비 32% 성장 예상된다. 올해부터 해외법인의 성장을 바탕으로 실적이 턴어라운드 하고 있으며, 해외종자기업 인수 등 성장성이 높아 투자 의견 매수, 2020 년 EPS 에 PER 20 배를 적용한 목표주가 18,000 원을 신규 제시한다. 배당에 대해서 경영진이 적극적으로 고려하고 있으며 올해도 차등배당 및 배당금 상향이 가능할 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	1,031	1,045	1,040	1,200	1,450	1,733
yoy	%	6.5	1.3	-0.4	15.4	20.9	19.5
영업이익	억원	135	100	52	92	123	155
yoy	%	7.5	-26.1	-47.9	77.4	34.1	26.1
EBITDA	억원	181	153	103	157	197	221
세전이익	억원	156	91	76	138	166	198
순이익(지배주주)	억원	-75	93	287	123	144	171
영업이익률%	%	13.1	9.5	5.0	7.6	8.5	8.9
EBITDA%	%	17.6	14.7	9.9	13.1	13.6	12.8
순이익률	%	-7.3	8.8	27.5	10.2	9.9	9.9
EPS(계속사업)	원	-528	651	1,851	765	899	1,067
PER	배	N/A	25.4	6.0	15.5	13.2	11.1
PBR	배	1.4	1.4	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	12.2	17.1	15.5	11.8	9.3	8.6
ROE	%	-4.5	5.4	12.6	5.2	6.0	6.9
순차입금	억원	-77	250	-190	-63	-71	-15
부채비율	%	31.8	37.4	15.6	22.4	24.1	26.0

## 국내 1 위의 종자 기업 농우바이오

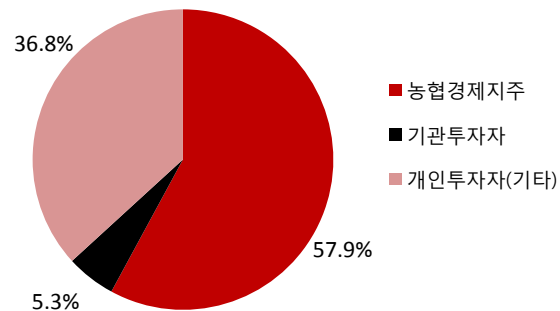
### 농우바이오 연혁

년도	내용
1967 년	전진상회
1981 년	농우종묘사 설립
1994 년	중국법인 설립
1997 년	인니법인 설립
1999 년	미국법인 설립
2002 년	코스닥 시장 상장
2007 년	인도법인 설립
2014 년	농협경제지주 계열사 편입

자료 : 농우바이오, SK 증권

### 농우바이오 지분 구조

(단위 : %)



자료 : 농우바이오, SK 증권

농우바이오는 고추, 무, 수박, 배추, 참외 등 채소류의 종자를 개발, 생산, 판매하는 종묘기업으로 국내 채소 종자시장 MS 26%로 1 위 기업이다. 농협경제지주가 대주주로 미국, 중국, 인도 등 6 개 해외 현지법인이 있으며 수출 비중이 60% 인 글로벌 종자회사이다. 2018 년 기준 매출 비중은 고추, 수박, 무, 배추 등 각종 종자매출 86%, 상토사업 매출 14%로 구성되어 있다.

농우바이오 실적 추이 및 전망

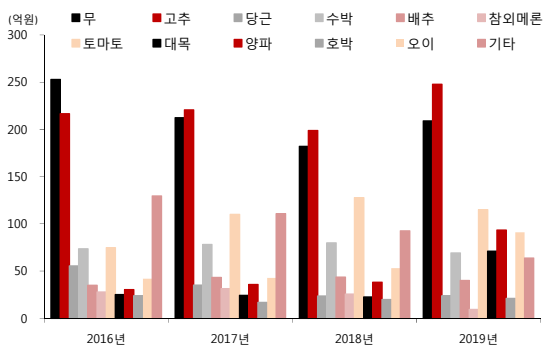
(단위: 억원)

구분	품목	2016년	2017년	2018년	2019년
종자	무	2529	2122	1820	2090
	고추	2165	2206	1988	2477
	당근	554	350	235	238
	수박	736	782	799	691
	배추	349	432	435	400
	참외메론	27.7	31.4	25.7	9.3
	토마토	74.6	109.8	127.5	114.9
	대목	25.0	24.2	22.6	71.0
	양파	30.2	35.9	38.1	93.4
	호박	23.9	16.7	19.9	21.0
	오이	42.0	42.8	53.1	91.0
	기타	129.6	110.7	92.5	63.8
	에누리등	-49.3	-52.4	-48.0	-50.0
상토	상토+비료	98.3	141.5	186.7	200.0
	에누리등	-4.6	-5.0	-5.4	-4.0
합계		1,030.9	1,044.6	1,040.3	1,200.0

자료 : 농우바이오, SK 증권

농우바이오 품목별 매출액 및 전망 (종자)

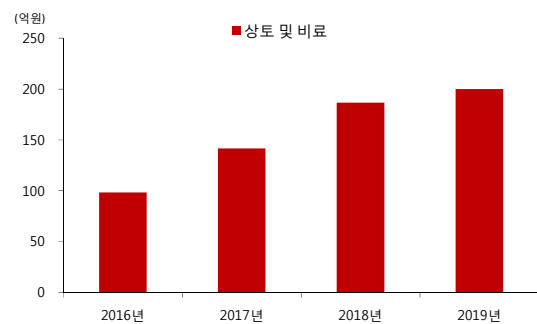
(단위: 억원)



자료 : 농우바이오, SK 증권

농우바이오 품목별 매출액 및 전망(상토)

(단위: 억원)



자료 : 농우바이오, SK 증권

## 종자 주권 및 국산화의 침범

종자는 제품 개발에서 판매까지 약 10 년의 기간이 소요되는 진입 장벽이 높은 시장이다. 또한 1g의 파프리카 종자는 약 10만원 수준으로 같은 무게의 금보다 2배 가량 비싼 고부가 산업이다.

### 금보다 비싼 파프리카 종자 가격



자료 : SK증권

재래종은 수율의 불규칙성으로 선진국으로 갈수록 교잡종(F1 Hybrid)으로 대부분 대체된 상태다. 종자는 교배 방식에 따라 재래종과 교배종(교잡종)으로 나뉘는데, 재래종(Open Pollination)은 격리된 환경에서 자연방임 교배를 통해 유전적 형질이 자연적으로 고정된 종(種)으로 특별한 육종 기술 및 생명공학기술이 요구되지 않는다. 따라서 종자가격은 극히 낮지만, 수율이 불균일(유전학상 근친교배가 될 가능성 높아 수율이 균일하지 않음)해 개발 도상국에서 주로 사용 중이다. 반면에 교배종(제 1 대 교잡종, F1 Hybrid)은 제 1 대 교배종이 양친보다 우수한 성질을 갖는 잡종강세(雜種彈勢) 현상을 활용하여 육종하여 생육 생존력·번식력 등에서 우수한 고순도의 품종이다. 따라서 수율이 균일하고, 맛이 좋고, 병해충에 저항성이 강해 선진국에서 주로 사용 중이다.

재래종에서 제1대 교잡종으로 전환 중

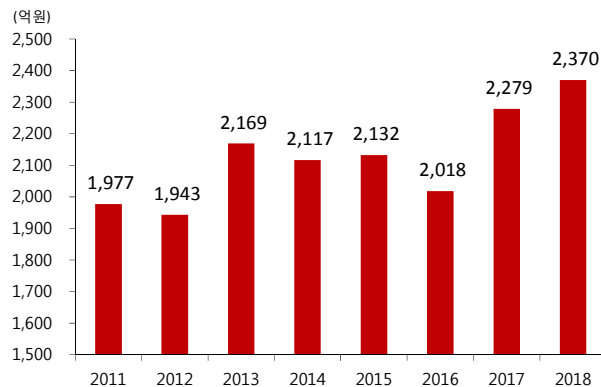
재래종 OP (Open Pollination)	제1대교잡종 (F1 Hybrid)
격리된 환경에서 자연방임 교배를 통해 유전적 형질이 자연적으로 고정된 종	제1대 교배종이 양친보다 우수한 성질을 갖는 잡종강세 현상을 활용하여 육종
특별한 육종 기술 및 생명공학 기술이 요구되지 않음	생육 생존력 번식력 등에서 우수한 고순도의 품종
<b>특징</b> -저렴한 종자가격 -낮은 생산물 수량성 -정연성 낮음 -개발도상국형	<b>특징</b> -병해충 저항성 높음 -수량성 우수 -상품크기, 무게, 맛 등 균일 -선진국형

자료 : 농우바이오, SK 증권

국내의 채소종자시장 규모는 약 2,000 억원 내외로, 한국종자협회에 따르면 현재 총 50 여개 종묘회사가 국내에서 무, 배추, 고추, 수박 등의 채소 종자를 생산·판매하고 있다. 그러나 대부분의 종묘회사는 영세하여 자체 품종 개발능력이 없는 회사들이 많으며, 자체 육종시설과 연구능력을 가진 농우바이오, 팜한농, 사카다, 신젠타, 코레곤 5 개사가 전체 종자시장의 80%를 점유하고 있다. 농우바이오는 현재 채소종자시장에서 국내 시장점유율 1 위를 기록하고 있다.

채소종자 내수시장 규모 및 추이

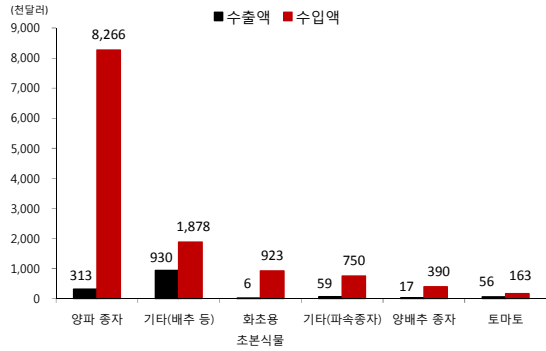
(단위: 억원)



자료 : 농림축산식품부, SK 증권

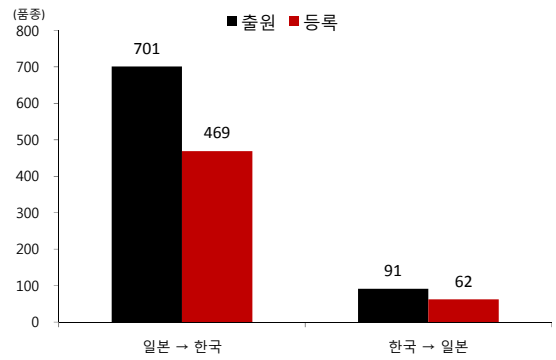
종자 국산화 및 종자 주권 측면에서는 아직 가야 할 길이 먼 것으로 판단된다. 벼, 보리 등의 식량과 관련된 종자는 대부분 국산화가 됐지만, 제주도내 주요 월동채소류 가운데 양배추는 95% 이상, 특히 브로콜리는 거의 100%가 외국 종자이고 이 가운데 대부분이 일본산이라는 보도가 있으며, 우리나라가 일본 품종 사용으로 인해 지불하는 로열티는 한해 100 억원이 훌쩍 넘는 것으로 추정되고 있다.

2018년 대일본 품종별 종자 수출입 현황 (단위: 천달러)



자료 : 농촌진흥청, SK 증권

한·일 간 품종보호 출원·등록 현황 (단위: 품종)



자료 : 농촌진흥청, SK 증권

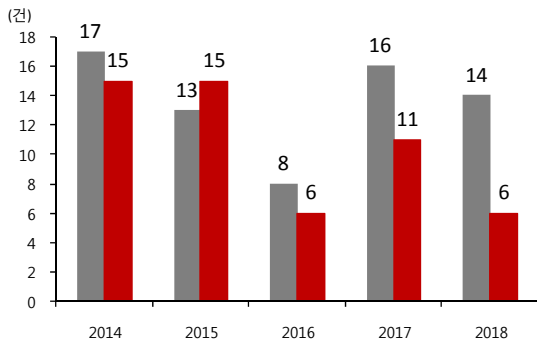
연도별 종자 로열티 지급 및 수입액 (단위: 억원)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	합계
지급액	136.0	123.2	117.9	103.9	109.6	590.9
수입액	3.0	4.7	3.4	2.3	2.1	15.4

자료 : 농촌진흥청, SK 증권

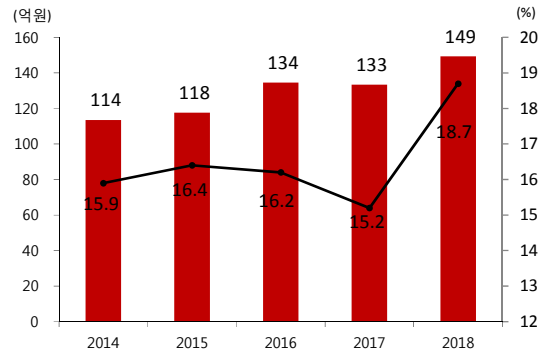
농우바이오는 최근 5년간 매출액의 16.5% 수준의 꾸준한 R&D 투자를 집행해 경쟁력을 키우고 있으며, 특히 국산화율이 낮고 생산량이 많은 양파, 파프리카 등에 집중하고 있다. 연구인력을 포함해 종자를 개발하고 가꾸는 브리더도 국내 경쟁사 대비 월등히 많은 수를 보유하고 있어 종자 국산화 및 종자 주권의 가장 중요한 역할을 하고 있다. 또한 2018년 한국 채소종자 수출액 중 약 55%인 2,504만불을 농우바이오가 담당할 정도로 한국 채소종자 생산의 선두기업을 유지하고 있다.

농우바이오 품종보호 특허 출원 및 등록 추이 (단위: 건)



자료 : 농우바이오, SK 증권

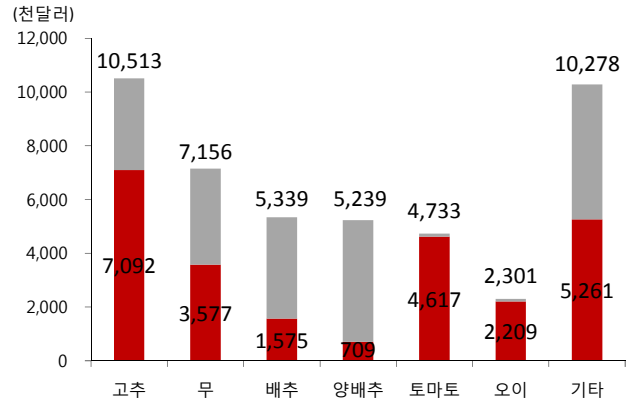
농우바이오 매출액 대비 R&D 투자비중 (단위: 억원 %)



자료 : 농우바이오, SK 증권

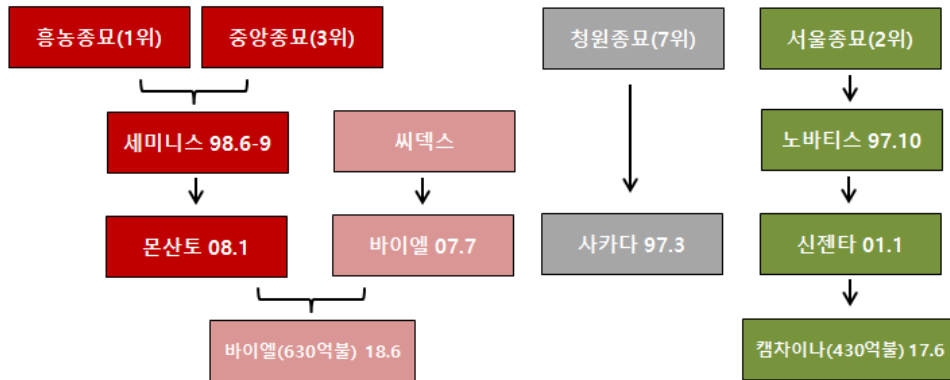
한국 채소종자 수출액 중 농우바이오 수출액

(단위: 천달러)



자료: 농우바이오, SK 증권

국내외 종자산업 동향

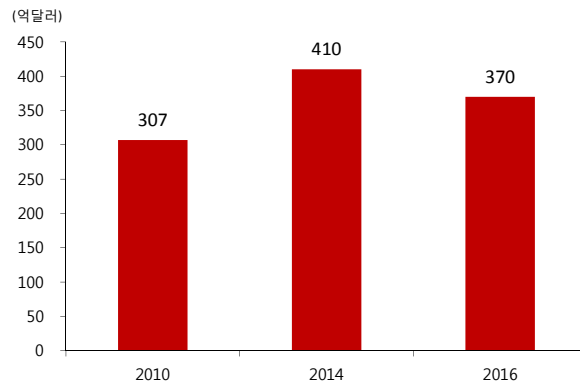


자료: 농우바이오, SK 증권

전 세계 채소종자 시장은 6 조원 수준으로 북미, 유럽이 대부분 교배종 종자를 사용하는 현재 가장 큰 시장이며 인도와 중국의 경우, 인도의 교배종 전환율은 25%, 중국은 20% 수준으로 파악돼 가장 성장성 높은 시장으로 부각되고 있다. 채소종자 시장은 중국과 인도를 중심으로 재래종에서 교잡종으로 전환되며 15% 내외로 꾸준히 성장하고 있다.

세계 종자산업 시장 규모

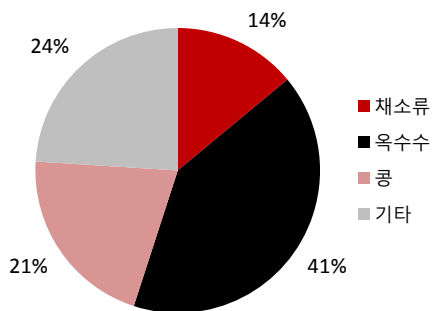
(단위 : 억달러)



자료 : 농우바이오, SK 증권

세계 종자산업 작물별 구분

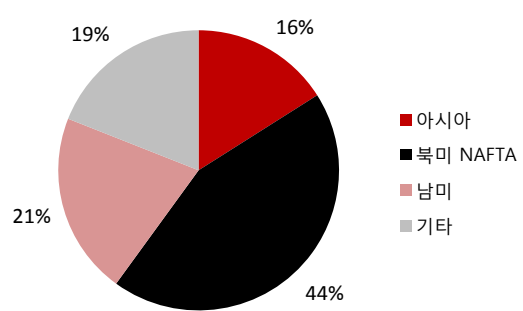
(단위 : %)



자료 : Phillips Mc Dougall Seed Service, 농우바이오, SK 증권

세계 종자산업 권역별 구분

(단위 : %)



자료 : Phillips Mc Dougall Seed Service, 농우바이오, SK 증권



농우바이오 6 개국 해외법인 현황

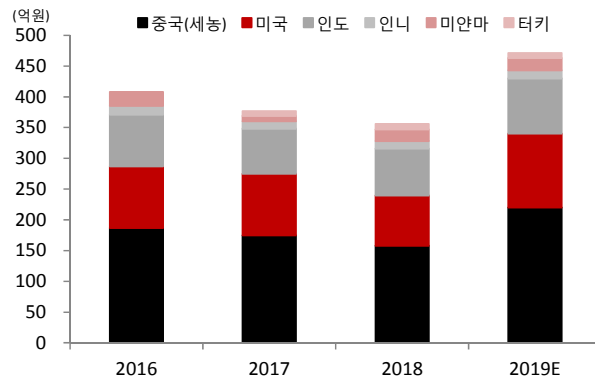
(단위: 억원)

국가	매출 규모	역할
중국	158	영업 생산 연구
미국	82	영업 생산 연구
인도	76	영업 생산 연구
미얀마	19	생산
인도네시아	13	영업 생산 연구
터키	9	영업 생산 연구

자료 : 농우바이오, SK 증권

농우바이오 해외법인 매출액 추이 및 전망

(단위: 억원)

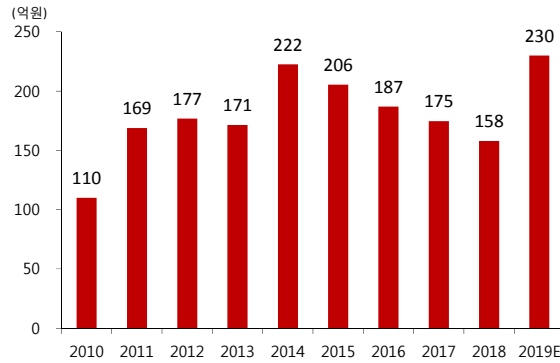


자료 : 농우바이오, SK 증권

농우바이오는 전체 해외법인 매출액이 2018 년 356 억원에서 2019년에는 471 억원으로 전년 대비 32% 증가할 것으로 전망한다. 특히 중국 법인이 턴어라운드 가 예상되는데, 농우바이오의 중국 법인은 무와 당근 종자를 주력으로 판매했지만, 2018년 주력 영업 인력의 이탈로 당근 종자 판매가 부진을 겪었다. 2019년에는 당근 종자 판매가 호조를 보이고, 수박, 양파, 토마토 종자들의 매출액도 증가해 2014년 매출 최고치였던 222 억원을 상회할 것으로 기대되고 있다.

농우바이오 중국법인 매출액 추이 및 전망

(단위: 억원)



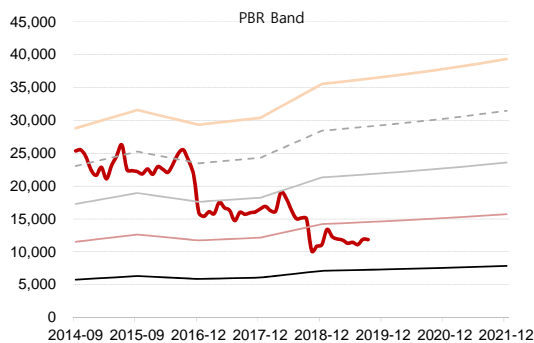
자료 : 농우바이오, SK 증권

농우바이오의 2019년 매출액은 전년대비 15.3% 증가한 1,200 억원, 영업이익은 전년대비 76.4% 증가한 92 억원으로 전망한다. 중국 법인 매출액은 당근 종자 판매가 호조를 보이고, 수박, 양파, 토마토 종자들도 증가해 전년대비 39% 증가한 220 억원, 미국 법인 매출액은 할라피노 고추 매출액이 호조를 보이며 전년대비 46.9% 증가한 120 억원을 기록할 것으로 전망한다.

올해부터 해외법인의 성장을 바탕으로 실적이 턴어라운드 하고 있으며, 해외종자기업 인수 등 성장성이 높아 농우바이오에 대해 투자 의견 매수, 2020년 EPS에 PER 20 배를 적용한 목표주가 18,000 원을 제시한다. 2011년, 2012년 중국법인의 고성장 기대감이 높았을 때 PER 20 배 이상에서 거래됐던 것을 고려할 경우 다시 성장 사이클에 들어서는 농우바이오에 대해 PER 20 배를 적용해도 무리가 없다고 판단한다. 해외 종자 기업에 대해 M&A 계획을 가지고 있고, 배당에 대해서 경영진이 적극적으로 고려하고 있으며, 올해도 작년에 이어 차등배당 및 배당금 상향이 가능할 것으로 예상된다.

농우바이오 PBR Band 추이

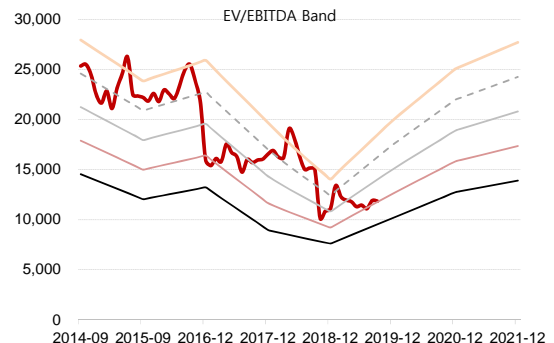
(단위: 원 배)



자료 : 농우바이오, SK 증권

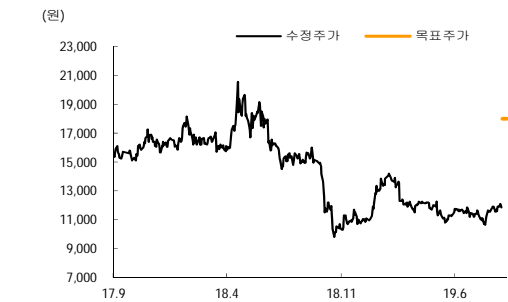
농우바이오 EV/EBITDA Band 추이

(단위: 원 배)



자료 : 농우바이오, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.09.10	매수	18,000원	6개월		



### Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 9월 9일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,303	1,497	1,688	1,810	1,934
현금및현금성자산	125	210	184	191	136
매출채권및기타채권	429	408	485	557	649
재고자산	729	826	952	993	1,074
<b>비유동자산</b>	1,096	1,145	1,195	1,211	1,255
장기금융자산	18	25	26	26	26
유형자산	652	680	713	674	665
무형자산	77	80	64	64	63
<b>자산총계</b>	2,399	2,643	2,883	3,021	3,189
<b>유동부채</b>	550	333	462	517	582
단기금융부채	293	21	91	91	91
매입채무 및 기타채무	138	155	184	199	221
단기충당부채	16	25	29	35	42
<b>비유동부채</b>	102	23	65	71	76
장기금융부채	86	6	44	44	44
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	652	356	527	588	658
<b>지배주주지분</b>	1,738	2,277	2,347	2,424	2,521
자본금	72	80	80	80	80
자본잉여금	326	601	601	601	601
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,340	1,601	1,672	1,752	1,851
비지배주주지분	9	9	9	9	10
<b>자본총계</b>	1,747	2,287	2,356	2,434	2,531
<b>부채외자본총계</b>	2,399	2,643	2,883	3,021	3,189

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-171	268	3	111	77
당기순이익(손실)	92	286	123	144	171
비현금성항목등	120	-112	56	53	50
유형자산감가상각비	52	49	64	74	66
무형자산감가상각비	1	2	2	1	1
기타	48	-169	-2	-28	-28
운전자본감소(증가)	-185	-104	-154	-65	-117
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-59	20	-67	-72	-91
재고자산감소(증가)	-114	-148	-131	-42	-81
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	7	32	15	22
기타	-12	17	11	34	34
법인세납부	-198	198	-21	-22	-27
<b>투자활동현금흐름</b>	-97	9	-30	-33	-54
금융자산감소(증가)	3	-4	-9	0	0
유형자산감소(증가)	-20	11	-25	-35	-56
무형자산감소(증가)	2	0	0	0	0
기타	-83	1	4	2	3
<b>재무활동현금흐름</b>	262	-188	0	-71	-79
단기금융부채증가(감소)	195	-276	60	0	0
장기금융부채증가(감소)	76	-76	0	0	0
자본의증가(감소)	0	199	0	0	0
배당금의 지급	0	-29	-51	-64	-72
기타	-8	-6	-9	-7	-7
<b>현금의 증가(감소)</b>	-16	85	-26	8	-55
기초현금	141	125	210	184	191
기말현금	125	210	184	191	136
FCF	-173	224	-30	82	27

자료 : 농우바이오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,045	1,040	1,200	1,450	1,733
<b>매출원가</b>	484	492	563	680	813
<b>매출총이익</b>	561	549	637	770	920
매출총이익률 (%)	53.7	52.7	53.1	53.1	53.1
<b>판매비와관리비</b>	461	497	545	647	765
영업이익	100	52	92	123	155
영업이익률 (%)	9.5	5.0	7.6	8.5	8.9
<b>비영업손익</b>	-9	24	47	43	43
<b>순금융비용</b>	8	4	4	4	4
외환관련손익	-14	3	28	20	20
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	91	76	138	166	198
세전계속사업이익률 (%)	8.7	7.3	11.5	11.4	11.4
계속사업법인세	-2	-211	15	22	27
<b>계속사업이익</b>	92	286	123	144	171
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	92	286	123	144	171
<b>순이익률 (%)</b>	8.8	27.5	10.2	9.9	9.9
지배주주	93	287	123	144	171
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.91	27.55	10.22	9.93	9.87
비지배주주	-1	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	59	280	121	142	169
지배주주	60	280	121	142	169
비지배주주	-1	0	0	0	0
EBITDA	153	103	157	197	221

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.3	-0.4	15.4	20.9	19.5
영업이익	-26.1	-47.9	77.4	34.1	26.1
세전계속사업이익	0.0	0.0	0.0	19.9	19.4
EBITDA	0.0	0.0	0.0	25.9	12.2
EPS(계속사업)	-58.7	17.5	18.7	17.4	18.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.4	12.6	5.2	6.0	6.9
ROA	3.9	10.8	4.3	4.9	5.5
EBITDA마진	14.7	9.9	13.1	13.6	12.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	236.9	449.8	365.2	350.4	332.1
부채비율	37.4	15.6	22.4	24.1	26.0
순차입금/자기자본	14.3	-8.3	-2.7	-2.9	-0.6
EBITDA/이자비용(배)	16.5	16.2	22.3	29.3	32.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	651	1,851	765	899	1,067
BPS	12,154	14,207	14,638	15,124	15,728
CFPS	1,026	2,182	1,172	1,364	1,482
주당 현금배당금	200	350	400	450	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	27.0	11.1	18.6	15.8	13.3
PER(최저)	22.5	5.3	13.9	11.9	10.0
PBR(최고)	1.4	1.5	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	1.2	0.7	0.7	0.7	0.7
PCR	16.1	5.1	10.1	8.7	8.0
EV/EBITDA(최고)	18.1	28.8	14.2	11.2	10.3
EV/EBITDA(최저)	1.7	13.5	10.6	8.3	7.7