

농우바이오 - 054050

Courtesy: 키움증권

The firm is raising its' TP from 21,000 KRW to 32,000 KR, while maintaining their BUY rating. The firm is raising price guidance as the valuation period shifts to next year's projections. The TP was calculated after considering the tax relief as an agri. biz. classified business, operations and asset valuation. The firm ran a DCF valuation using a 2% growth rate, 10% WACC and projected a **128.9B KRW savings from the tax exemption**. From Aug. 2010, all income derived from research of genetically modified seeds would be tax exempt and 50% of their fertilizer income would be exempt as well. **The operation value came out to 185.5B KRW**. This was calculated by multiplying the 5 year trough EV/EBITDA multiple of 7.6x by next year's forecasted EBITDA of 14.7B KRW and adding 31.2B KRW of net cash to the product. The 185.5B KRW is 2.7x PSR multiple, which is on the conservative side relative to the acquisition multiple similar domestic companies were selling at in the late 90's(IMF crisis) at 3.6x PSR. **Long term investment value came in at 140B KRW**, which is primarily derived from their Chinese subsidiary (100% ownership). Expected 28.8% growth rate and EBIT margin of 20%, with net income of 4.4B KRW. Investment value used a 25 PER multiple. **So a sum of parts of roughly 450B KRW**.

9.2% revenue growth rate falls in line with expectations. Fiscal year end will change from Oct to Sept, so only 11 mos. was included in the growth comparison. Inclusive of October's 3.5-4.0B KRW revenue, Trailing twelve months YoY growth was actually 15%. Market share gain and strong exports to China and other countries led to the 15% growth. EBIT grew 47.7% to 16.1B KRW, pouncing the 13.6% forecast. The co. projected 3B KRW in impairment charges, but only recorded 1B and kept fixed costs at bay. Next year's EBIT and net income margins anticipated at 18.4% and 13.0%, respectively.

The co's domestic market share expected to sustain continual growth. This was made possible by placing value on research and development for patent protected seeds. R&D costs were 14.8% of revenue (8.2B KRW) and recorded 132 new seeds, double the 63.3 average of the 2<sup>nd</sup> to 5<sup>th</sup> ranked companies. Many domestic seed companies were purchased by foreign companies and they neglected the development of new seeds, but the co. continually focused on the development. The co. grew their market share from 16.2% in 1998 to 26.0% in 2011.

The co's Chinese subsidiary is expected to grow 28.8% for the next 3 years. Chinese vegetable market size is only \$350 MM, but as well being and health trend expands, the 5 year growth is anticipated at 20%

농우바이오에 대한 목표가를 기존의 21,000원에서 32,000원으로 상향, 투자자의 BUY를 유지한다. 목표가 상향 이유는 밸류에이션 기간이 금년에서 내년으로 변경된데다 수익예상도 기존보다 높았기 때문이다. 목표가는 농업법인 전환에 따른 법인세 면제효과, 영업가치, 투자자산가치 등을 합산하여 산출했다. 법인세 면제효과 1,289억원으로 산출했다. 이는 영속성장률 2.0%, 할인율(WACC) 10.6%로 가정하여 DCF(현금할인모형)로 구한 것이다. 2010년 8월 농업법인으로 전환하면서 향후 영구적으로 농업소득(종자사업)에 대해 법인세 전액을, 농업의 부대사업(상토)은 법인세의 50%를 감면 받게 된다. 영업가치는 1,855억원으로 산출했다. 이는 최근 5년간 최저 EV/EBITDA 7.6배를 내년 예상 EBITDA(147억 원)에 곱한 값과 순현금(312억원)을 합산하여 구한 것이다. 영업가치 1,855원을 기준으로 금년 예상 매출액 기준 PSR은 2.7배로 이는 90년대 후반 금융위기 이후 동사를 제외한 국내 주요 종묘회사가 다국적 종묘회사에 매각될 시점의 국내 종묘회사 PSR평균(3.6배)을 하회하는 보수적인 수치다. 투자자산가치는 1,400억원으로 최고성장예상되는 중국법인 세농종묘(지분율 100%)의 시장가치를 반영했다. 세농종묘의 시장가치는 향후 연평균 외형증가율이 28.8%에 달하고 영업이익률이 20% 초중반에 달한다는 점에서 내년 예상 순이익(44억원)에 목표PER 25배를 적용해서 산출했다.

K-IFRS 별도 기준 금년 연간 매출액은 전년대비 9.2% 늘어나 당시 예상치와 거의 부합했다. 결산기 변경(10월→9월)으로 매출이 11개월만 반영되었음에도 불구하고 양호한 성장을 한 것으로 평가된다. 10월 예상 매출이 35~40억원으로 추정되는 바, 12개월 매출을 기준으로 할 때 실질 매출액은 전년대비 15.5% 늘어난 것으로 보인다. 이처럼 매출이 호조를 보인 이유는 내수 시장지배력 강화와 중국 등 해외 수출 급증에 따른 것이다. 영업이익은 47.7% 급증한 161억원으로 당시 예상치(136억원)를 대폭 상회했다. 이는 당초 회 사측이 추정했던 종자의 제고자산 폐기손실 규모가 30억원에서 10억원 내외로 축소된데다 인건비(인센티브)도 전년수준을 유지함에 따른 고정비 절감효과가 발생했기 때문이다. 금년 잠정실적을 반영, 내년 영업이익과 순이익을 각각 18.4%, 13.0% 상향 조정한다.

농우바이오의 내수 시장점유율은 지속적으로 상승할 것으로 보인다. 이는 강력한 연구개발 의지를 바탕으로 국내에서 가장 많은 품종보호 출원을 했기 때문이다. 작년 실적 기준 매출액 대비 연구개발비 투자 비중은 14.8%(82억 원)에 달하고, 품종보호 출원수도 132건으로 2~5위 업체 평균(63.3건)의 두 배에 달한다. 국내 대부분의 종자회사들이 98년 외환위기 이후 외자계 종자회사로 넘어가면서 품종 개발을 소홀히 한 반면, 동사의 경우 지속적으로 품종을 개발해왔다. 98년 금융위기 여파로 다국적 종묘회사에 매각된 세농종묘, 중앙종묘 등은 인력 유출 및 연구개발 투자 축소로 시장점유율이 지속적으로 하락한 반면 동사의 시장점유율은 98년의 16.2%에서 2011년에는 26.0%로 급상승했다. 향후에도 강력한 연구개발 의지와 품종 개발을 통해 시장지배력은 더욱 강화될 전망이다.

동사가 100% 지분을 보유한 중국의 세농종묘는 향후 3년간 연평균 28.8% 성장할 것으로 보인다. 이는 중국의 채소종자 시장규모가 3.5억달러 규모로 작지만 웰빙과 건강에 대한 관심 증가로 채소에 대한 수요가 커지면서 향후 5년간 연평균 20%대 성장이 가능할 것으로 보이는데다 아직까지 채소종자 시장의 80% 이상이 재래종으로 교배종 전환 잠재력이 크기 때문이다.