

COMPANY REPORT

이지바이오 (035810)



매수 (신규)

음식료

현재주가 (8월 4일) **6,770 원**목표주가 **10,000 원 (신규)**상승여력 **47.7%**

[Analyst]

 오경석
 연구원 ☎ (02) 3772-3942
 ✉ kurt.oh@shinhan.com

 홍세종
 책임연구원 ☎ (02) 3772-1584
 ✉ sejonghong@shinhan.com

KOSPI	2,000.03p
KOSDAQ	701.67p
시가총액	358.8 십억원
액면가	500 원
발행주식수	53.0 백만주
유통주식수	34.7 백만주(65.4%)
52 주 최고가/최저가	8,170 원/4,890 원
일평균 거래량 (60 일)	1,291,912 주
일평균 거래액 (60 일)	8,875 백만원
외국인 지분율	4.96%
주요주주	지원철 외 6 인 34.61%

절대수익률	3개월 11.5%
	6개월 15.7%
	12개월 -9.7%
KOSDAQ 대비	3개월 10.3%
상대수익률	6개월 12.7%
	12개월 -6.1%

리서치센터

2차 랠리 기대: 수직계열화 → 고수익

원가율 개선에 따른 이익 증가분은 2015년 순이익 규모

2013년에서 2015년까지는 사료 생산부터 축산 도축 및 유통으로 이어지는 수직계열화를 완성해 1차 랠리(외형성장 효과, 200% 급등)를 시현했다. 2016년부터 시너지 효과로 2차 랠리 여건이 갖춰졌다. 원가율이 2016년 82.6%(-1.0%p YoY), 2017년에는 81.9%(-0.7%p YoY)로 전망되어 고수익 구조가 구축되었기 때문이다. 2016년 원가율 개선 효과가 전년도 당기순이익 155억원 규모에 달한다.

2016년 영업이익 831억원(+22.3% YoY) 전망

2016년 매출액 1.46조원(+1.3% YoY), 영업이익은 831억원(+22.3% YoY)을 전망한다. 돈육 가격은 5,426원/kg(+3.2% YoY)이 예상된다. 5% 상승 시 양돈 이익은 23% 증가하는 구조다. 육계 가격 5% 상승으로 가금 이익은 최대 63%까지 증가가 가능하다. 돈육 가격 상승세와 하반기 육계 업황 회복이 더욱 기대되는 이유다.

투자자의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 신규 커버리지 개시

투자자의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS(주당순이익) 858원에 Target Multiple 12배(음식료 평균에 30% 할인)를 적용했다. 2016년 예상 PER(주가수익비율)은 7.9배에 불과하다. 지난 5년 PER 하단의 평균은 8.7배다. 이익 개선세를 감안하면 저평가 매력에 돋보인다. 적극적인 매수 전략이 유효하다.

12월 결산	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액 (십억원)	1,480.8	1,440.6	1,459.3	1,481.7	1,545.0
영업이익 (십억원)	82.1	67.9	83.1	93.3	114.4
순이익 (십억원)	30.5	23.3	45.5	56.3	77.1
EPS (원)	636	454	858	1,062	1,454
BPS (원)	5,036	5,117	5,989	7,077	8,557
영업이익률 (%)	5.5	4.7	5.7	6.3	7.4
순이익률 (%)	1.2	1.1	2.6	3.4	4.5
ROE (%)	12.9	8.9	15.5	16.3	18.6
PER (x)	8.5	12.6	7.9	6.4	4.7
PBR (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA (x)	10.0	11.4	9.6	8.5	6.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



Contents

03 Valuation

투자의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 신규 커버리지 개시

06 Investment Points

1. 안정적인 이익 창출 능력 보유: 사료 영업이익률 6%
2. 돈육 가격 3.2% 상승, 비육돈 출하 증가: 이익 증가세 가속화
3. '치킨게임'에 따른 육계 공급과잉은 하반기부터 해소 전망

09 기업 개요

다수의 계열사를 거느린 기업형 축산 선두주자
수직계열화 구축으로 비용 절감과 리스크 관리 능력 향상
이익의 지속가능성(사료)과 레버리지(양돈, 가금) 조합 포트폴리오

12 산업 분석

1. 사료(FB): 산업은 이미 성숙기, 점유율이 관건
2. 양돈(LB): 수급은 안정세, 트렌드 변화에 주목
3. 가금(PB): 출혈경쟁 완화가 필요한 시점

17 영업실적 전망

2016년 영업이익 831억원(+22.3% YoY) 전망
사료(FB): 2016년 첨가제 매출액 9.2% YoY 성장 전망
양돈(LB): 생산성과 리스크 관리 능력 입증
가금(PB): 닭 대신 오리, 정다운 영업이익률 8.6% 기대

22 재무 분석

차입금 상황에 따른 이자비용 감소 효과는 2015년 순이익의 40%

24 민감도 분석

축산 가격 5% 상승의 의미: 양돈 영업이익 23%, 가금 63% 증가

26 해외 사례

미국 양돈계열화는 1차 산업의 효율성 지향을 시사

27 SWOT 분석 및 용어 해설

Valuation

투자 의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 신규 커버리지 개시

2016년 예상 PER은 7.9배로
저평가, 지난 5년 PER 하단의
평균은 8.7배

투자 의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS(주당 순이익) 858원에 Target Multiple 12배를 적용해 산출했다. Target Multiple은 음식료 평균 18배에서 30% 할인했다. 제품(돈육, 육계) 가격의 변동(민감도 분석, 24p. 참고)에 따른 이익 민감도가 높은 점을 감안했다.

2016년 예상 PER(주가수익비율)은 7.9배에 불과하다. 지난 5년 PER 하단의 평균은 8.7배다. 올해 기대되는 큰 폭의 이익 개선세(영업이익 +22.3% YoY)를 감안 시 현 주가는 매력적이다. 비용을 수반하는 외형 확대 작업은 마무리됐고 수익성 개선에 집중하는 시기다. 제품 가격 반등으로 축산 업황도 회복되고 있다. 현 시점에서는 적극적인 매수 전략이 유효하다.

이지바이오의 2016년 EPS 기준 PER Valuation: 목표주가 10,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2014년 지배순이익	30.5	2015년 지배순이익	23.3	2016년 지배순이익	45.5
EPS (원)	636	EPS (원)	454	EPS (원)	858
목표주가 (원)	7,600	목표주가 (원)	5,500	목표주가 (원)	10,000
Target PER (x)	12	Target PER (x)	12	Target PER (x)	12
				현재주가 (원)	6,770
				현재주가 PER (x)	7.9

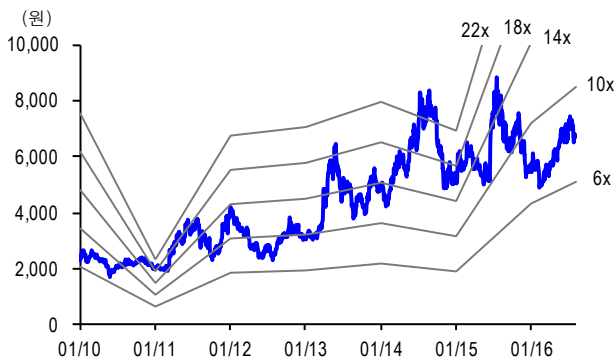
자료: 신한금융투자 추정

이지바이오의 Historical Valuation

(x, %)	2011	2012	2013	2014	2015	5년 평균
PER (End)	17.6	8.5	18.8	8.5	12.6	13.2
PER (High)	18.1	12.5	25.5	13.6	20.3	18.0
PER (Low)	8.3	6.3	11.5	6.6	11.0	8.7
PER (Avg)	12.8	8.4	17.1	9.6	13.9	12.3
PER (Target)						12.0

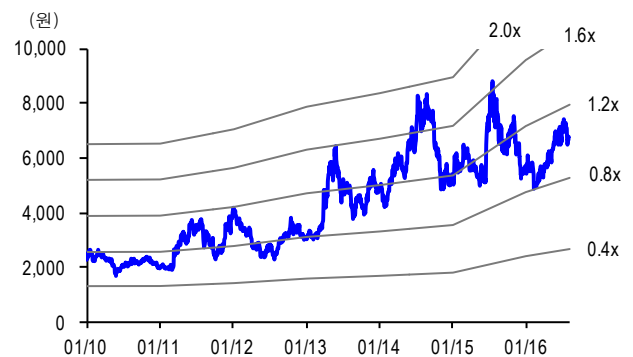
자료: 신한금융투자

이지바이오의 PER Band (12M FWD)



자료: QuantWise, 신한금융투자

이지바이오의 PBR Band (12M FWD)



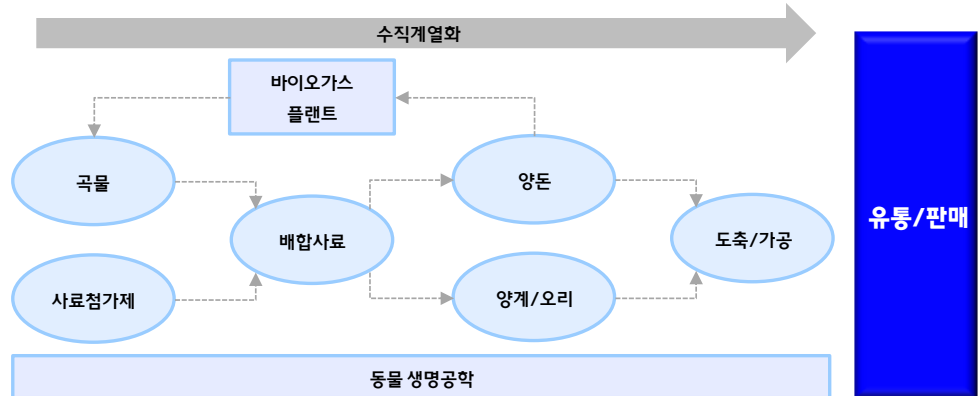
자료: QuantWise, 신한금융투자

2013~2015년 고점까지 주가는 200% 상승

1차 랠리(2013~2015년): 수직계열화 완성이

주가는 2013년에서 2015년 고점까지 200% 가까이 상승하며 1차 랠리를 시현했다. 이 기간은 사료 생산부터 축산 도축 및 유통으로 이어지는 수직계열화 완성기다. 2012년 매출액은 44.3% YoY 성장하며 처음으로 1.5조원을 기록했다. 큰 폭의 외형성장이 주가에 반영되며 랠리가 시작됐다. 이후 주가 변동구간은 계열화 완성기 이전인 2012년 대비 50% 이상 상향됐다.

이지바이오의 수직계열화 모델



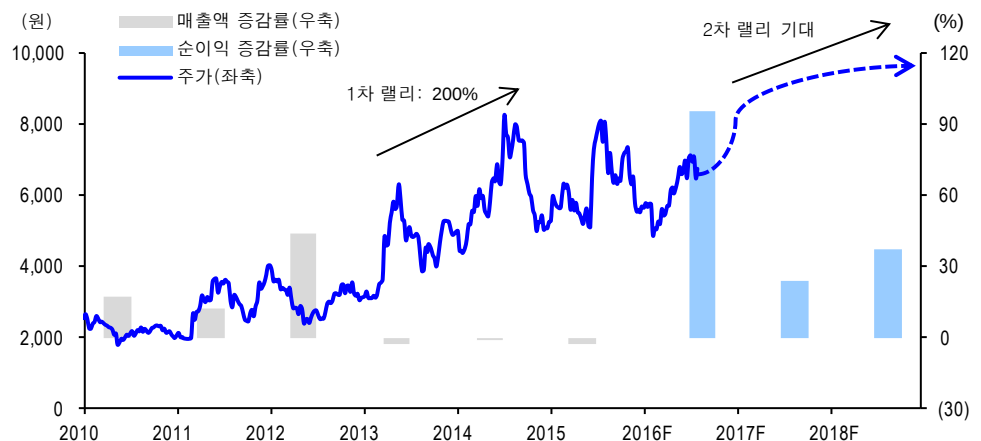
자료: 회사 자료, 신한금융투자

2차 랠리 기대(2016년 이후): 수익성 개선 본격화 시기

수직계열화: 축산 생산, 도축, 가공 및 판매까지 계열사 혹은 기업과 농가 간 거래관계를 유기적으로 연계 및 최적화

2016년부터는 계열화 완성 이후 본격적인 시너지 효과가 기대된다. 2차 랠리 여건이 갖춰졌다. 원가율은 2016년 82.6%(-1.0%p YoY), 2017년에는 81.9%(-0.7%p YoY)까지 개선될 전망이다. 고수익 구조가 구축되었기 때문이다. 2016년 원가율 개선 효과가 전년도 당기순이익 155억원 규모에 달한다. 차입금 상환을 통한 이자비용 절감 효과(연간 60억원)도 추가적으로 예상된다. 2016년 순이익은 95.4% YoY 증가할 전망이다. 수익성 개선 본격화 시기다. 2차 랠리가 기대된다.

이지바이오의 주가, 매출액, 순이익 증감률 추이 및 전망



자료: QuantWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

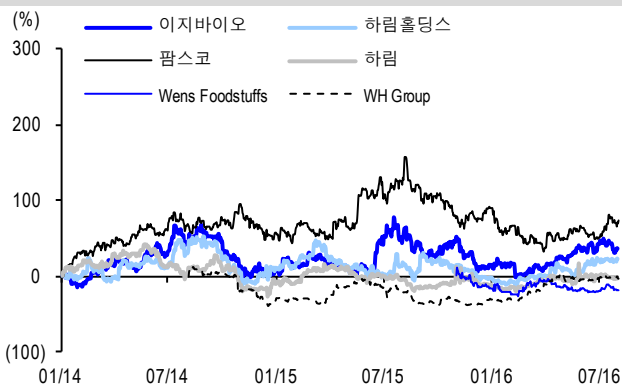
농축산 사업자 Global Peers

Ticker		035810 KS	036580 KS	024660 KS	136480 KS	300498 CH	288 HK	JBSS3 BZ	000876 CH
회사명		이지바이오	팜스코	하림홀딩스	하림	Wens Foods	WH Group	JBS SA	New Hope
시가총액 (십억원)		358.8	547.2	490.4	247.6	27,067.1	12,681.9	10,898.5	5,810.6
Sales	2015	1,440.6	867.1	896.3	795.2	8,687.5	24,013.8	56,013.2	11,077.6
(십억원)	2016F	1,459.3	949.8	1,015.8	N/A	10,338.4	25,268.1	66,432.8	14,461.9
	2017F	1,478.7	1,025.6	1,113.5	N/A	10,873.2	26,009.2	71,314.0	16,533.1
OP	2015	67.9	35.6	120.7	5.0	1,142.3	1,722.1	3,135.8	184.0
(십억원)	2016F	89.1	45.6	144.5	N/A	2,518.0	1,964.5	3,544.4	860.6
	2017F	95.6	53.4	159.1	N/A	2,201.7	2,104.9	4,108.4	1,024.2
OP margin	2015	4.7	4.1	13.5	0.6	13.1	7.2	5.6	1.7
(%)	2016F	6.1	4.8	14.2	N/A	24.4	7.8	5.3	6.0
	2017F	6.5	5.2	14.3	N/A	20.2	8.1	5.8	6.2
NP	2015	23.3	11.0	48.8	(3.2)	1,117.8	889.9	1,595.4	398.3
(십억원)	2016F	53.8	39.2	57.7	N/A	2,312.8	1,067.3	616.3	592.3
	2017F	57.4	44.8	67.5	N/A	1,985.3	1,160.9	1,761.9	702.0
Sales Growth	2015	(2.7)	3.7	6.2	5.4	31.3	2.5	3.8	(7.4)
(% YoY)	2016F	1.3	9.5	13.3	N/A	19.0	5.2	18.6	30.6
	2017F	1.3	8.0	9.6	N/A	5.2	2.9	7.3	14.3
EPS Growth	2015	(28.6)	(8.9)	136.7	(34.8)	130.5	(4.0)	74.1	2.5
(% YoY)	2016F	131.2	255.7	18.2	N/A	106.9	19.9	(61.4)	48.7
	2017F	6.7	14.4	17.0	N/A	(14.2)	8.8	185.9	18.5
P/E	2015	11.7	52.9	7.8	N/A	24.8	9.7	7.7	N/A
(x)	2016F	6.4	13.8	8.2	N/A	12.4	12.7	18.6	10.1
	2017F	6.0	12.1	7.0	N/A	13.9	11.1	6.3	8.8
P/B	2015	1.1	2.2	1.1	1.2	7.4	1.4	1.2	N/A
(x)	2016F	1.0	1.8	1.2	N/A	4.4	1.8	1.1	1.6
	2017F	0.8	1.6	1.0	N/A	3.5	1.6	1.0	1.3
EV/EBITDA	2015	11.5	17.0	2.8	15.7	21.4	6.0	6.5	N/A
(x)	2016F	9.0	12.9	2.9	N/A	9.9	6.9	5.6	N/A
	2017F	8.3	11.4	2.7	N/A	13.6	6.5	4.7	N/A
ROE	2015	8.9	4.1	15.4	(1.6)	33.3	14.4	18.0	12.0
(%)	2016F	16.6	13.8	15.8	N/A	37.0	14.9	2.2	14.9
	2017F	15.4	13.8	15.8	N/A	25.3	14.9	16.2	15.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자

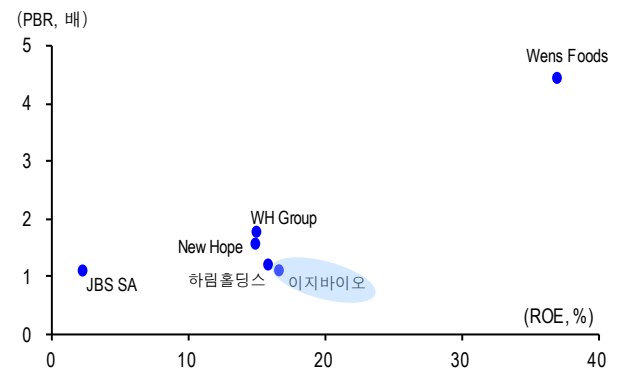
주: 2016년 순이익의 큰 폭 감소가 예상되는 JBS SA와의 Long-short Pair 전략 유효

농축산 사업자 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

농축산 사업자 2016년 PBR과 ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Investment Points

2016년 사료사업부 영업이익
589억원(+11.9% YoY) 전망

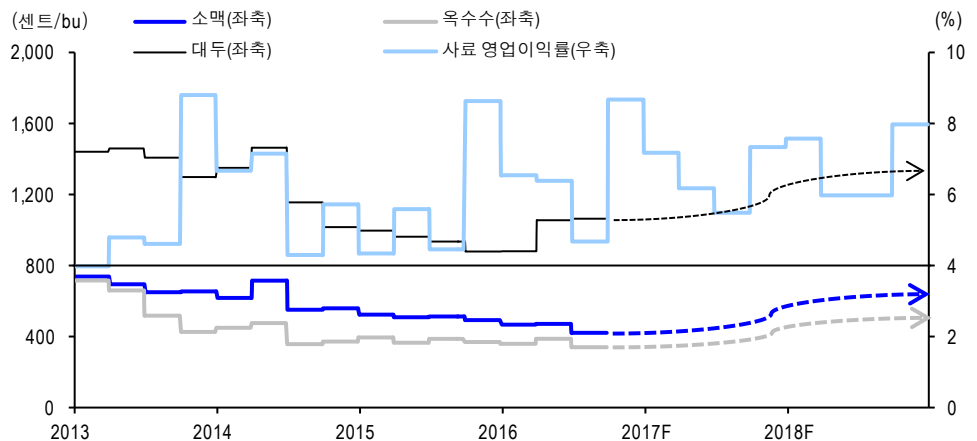
1. 안정적인 이익 창출 능력 보유: 사료 영업이익률 6%

2016년 사료사업부(배합사료, 사료첨가제) 매출액은 8,904억원(-0.5% YoY, 내부거래 포함), 영업이익은 589억원(+11.9% YoY)을 전망한다. 사료 부문의 매출 기여도는 45%를 상회한다. 연간 전사 총매출액 규모(내부거래 포함 1.9조원)에서 8,900억원에 달한다. 관건은 수익성이다. 사료 영업이익률은 6%대에서 안정적으로 유지되고 있다.

국제 곡물 가격 변동분을 제품 판가에 즉각 반영해 수익성 관리가 용이하다. 계열사에 공급하는 사료 제품은 각 농장 현황에 맞는 맞춤형 생산이 가능하다. 가령 사료 판가의 인상이 불가피할 경우, 포장재 비용 절감 혹은 배합비율 조절 방식으로 유연하게 대응할 수 있다.

1Q16에는 곡물 가격 하락세를 반영하여 배합사료 평균판매가격(ASP)을 4.4% YoY 인하했다. 반면 사업부의 영업이익률은 오히려 6.6%(+2.2%p YoY)로 개선됐다. 배합사료 평균 이익률이 소폭 개선됐고 수익성 좋은 사료첨가제(영업이익률 20% 상회) 매출도 증가한 덕분이다. 안정적인 현금 창출이 가능한 배합사료와 수익성 기여가 확대되는 사료첨가제를 갖춘 그룹 내 Cash cow다.

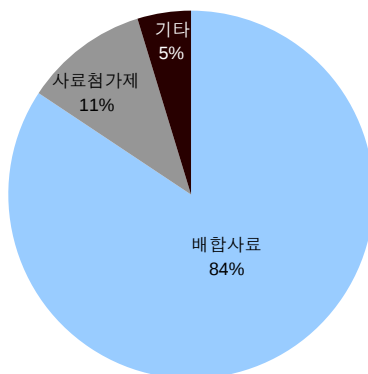
이지바이오의 사료사업부 영업이익률, 국제 곡물 가격 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자

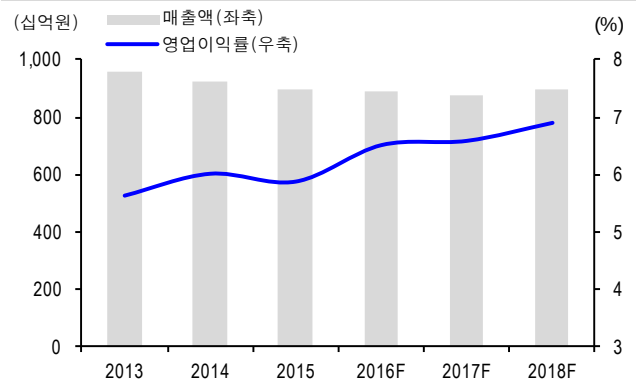
주: 국제 곡물 가격 변동에도 사료사업부 분기 영업이익률은 최소 4% 위에서 지속적으로 유지 중

이지바이오의 사료사업부 매출비중 (2016년 예상치)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

이지바이오의 사료사업부 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2016년 양돈사업부 영업이익 387억원(+23.9% YoY) 전망

양돈계열화: 농가와 계약을 맺고 돼지 사육을 이양. 농장 부지 확보와 사육장 건설 등 투자 없이 사육수수료만 농가에 지급하는 형태

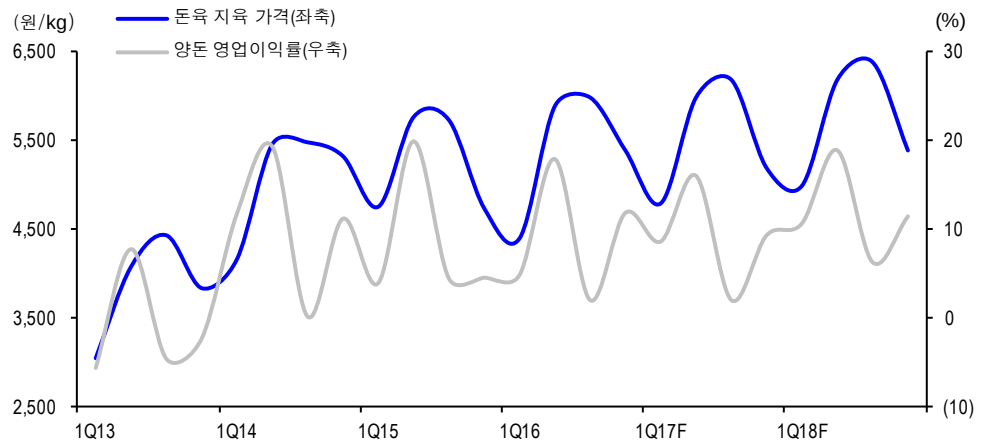
2. 돈육 가격 3.2% 상승, 비육돈 출하 증가: 이익 증가세 가속화

2016년 양돈사업부 매출액은 4,180억원(+10.5% YoY, 내부거래 포함), 영업이익은 387억원(+23.9% YoY)을 예상한다. 지육(도축한 상태의 돼지) 시세가 오를수록 이익 증가세는 가속화된다. 2016년 평균 지육 가격은 5,426원/kg(+3.2% YoY)이 전망된다. 지육 가격이 3,852원/kg이었던 2013년 양돈 영업이익률은 -1.0%로 손실구간에 있었다. 현재 손익분기점은 4,000원/kg을 소폭 상회하는 것으로 추정된다. 올해 큰 폭의 이익 증가가 기대되는 이유다.

지육 가격은 성수기(2~3분기)에 빠르게 상승하고 이후에는 하락한다. 9월 말에는 가격이 낮기 때문에 생물자산평가 시에 전 분기와 차이만큼 차감한다. 3분기에 영업이익률이 큰 폭 하락하는 효과는 계절적 요인일 뿐이다. 2013년 이후 성수기 가격이 상향됐다는 점에 주목해야 한다.

동사의 2016년 도축두수는 132만두(+0.5% YoY, 도축 대행 101만두 및 자체 비육돈 31만두)로 예상된다. 전체 도축두수는 크게 늘지 않지만 양돈계열화 작업으로 자체 비육돈 출하두수가 증가세를 지속하고 있다. 계열화 비육돈 출하는 자본투자와 마케팅비 투입이 적다. 현재 계열화 비중은 25%에 불과해 이익률 개선 여력은 아직도 충분하다. 계열화 비중이 50%까지 확대되면 양돈 영업이익은 50% 증가도 가능하다.

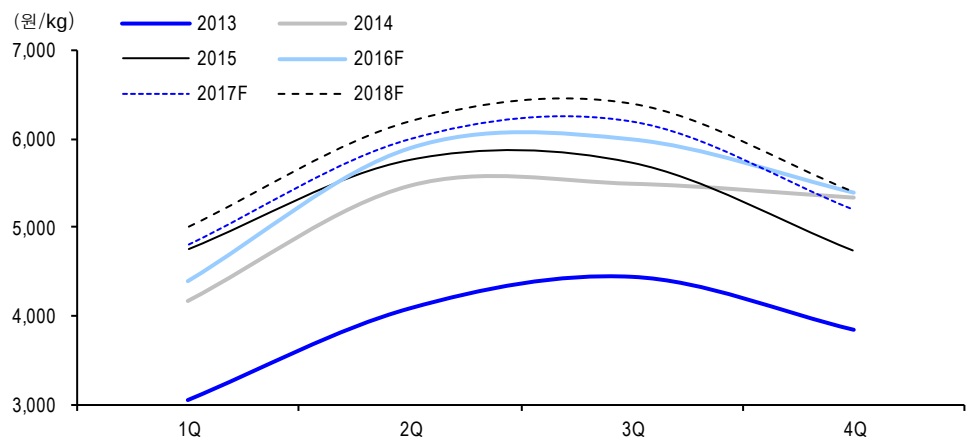
국내 돈육 지육 가격, 양돈사업부 영업이익률 추이 및 전망



자료: 축산유통종합정보센터, 신한금융투자 추정

주: 지육 가격은 박피 시세 기준, 이지바이오는 박피 시세 기준으로 매출 인식 및 생물자산평가

국내 돈육 지육 분기별 가격 추이 및 전망



자료: 축산유통종합정보센터, 신한금융투자 추정

주: 계절성을 띄고 있으나 매년 가격 변동 구간은 상향화되고 있음

2016년 가금사업부 영업손실
225억원(적지 YoY) 전망, 내년
적자폭 축소 기대

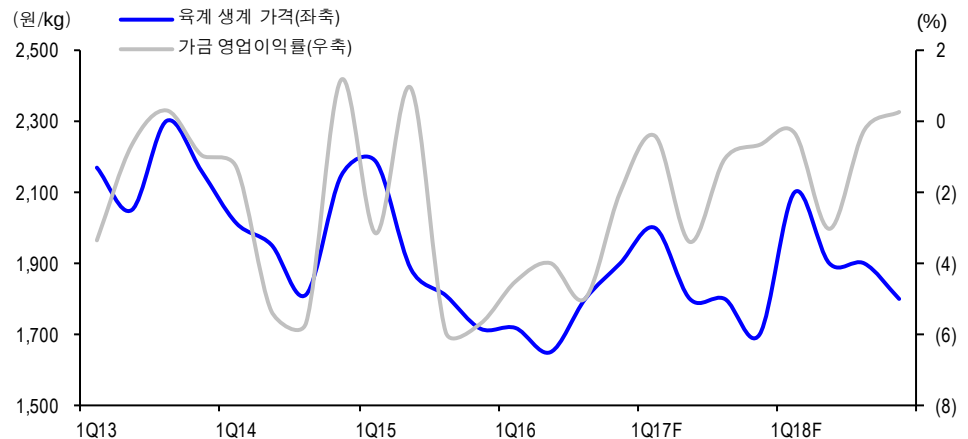
3. '치킨게임'에 따른 육계 공급과잉은 하반기부터 해소 전망

2016년 가금사업부 매출액 5,833억원(-0.8% YoY, 내부거래 포함), 영업손실 225억원(적지 YoY)을 전망한다. 2015년 국내 닭고기 소비량은 1인당 13.0kg, 공급량은 13.7kg로 5.7%의 공급과잉이었다. 수익성과 상관관계가 높은 생계 시세는 1,899원/kg(-4.1% YoY)을 기록했다.

올해에도 적자가 지속되겠지만, 하반기부터는 공급과잉이 점차 해소될 전망이다. 2014년 말에 미국에서 AI(조류독감)가 발생하면서 국내로의 원종계(육계를 생산하는 종계를 낳는 닭, 전량 수입) 금수조치가 발동됐다. 원종계에서 육계까지의 생산주기는 1.5년이 소요된다. 올해 하반기부터 육계 공급 축소가 예상된다.

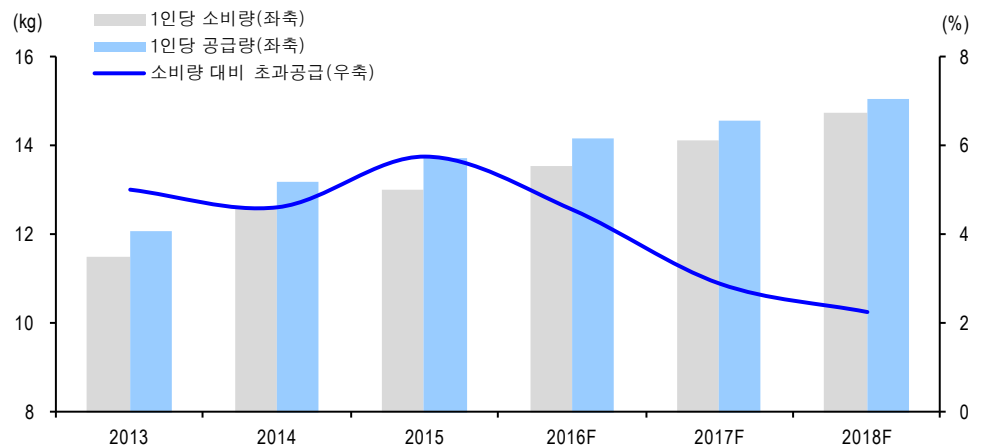
2017년 1인당 소비량은 4.3% YoY 증가한 14.1kg으로 기대된다. 소비 대비 초과공급은 3.4%(-1.2%p YoY)로 축소되겠다. 2017년 평균 생계 가격은 1,825원/kg(+3.3% YoY)으로 회복이 기대된다. 그동안 양계업체들의 동반 생산 증대와 공급과잉은 출혈경쟁을 야기했다. 이제는 공급 조절 필요성에 업계의 공감대가 형성될 가능성이 높다. 2016년 하반기부터 2017년까지는 가금 부문 이익 회복에 기대를 걸 만하다.

국내 육계 생계 가격, 가금사업부 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한국육계협회, 신한금융투자 추정

국내 1인당 닭고기 수급 추이 및 전망



자료: 통계청, 한국농촌경제연구원, 신한금융투자 추정

기업 개요

인수합병 통한 외형 성장, 지난
10년간 전체 매출액 18배 증가

다수의 계열사를 거느린 기업형 축산 선두주자

이지바이오의 주요 계열사로는 팜스토리(027710), 마니커(027740), 정다운(208140)이 상장되어 있다. 우리손에프앤지(073560)는 최근 7/27에 상장했다. 그룹의 전체 계열사 수는 40여 개에 이른다. 각각 계열사들은 그룹 내에서 사료사업부(FB: Feed Business), 양돈사업부(LB: Livestock Business), 가금사업부(PB: Poultry Business)를 담당하고 있다.

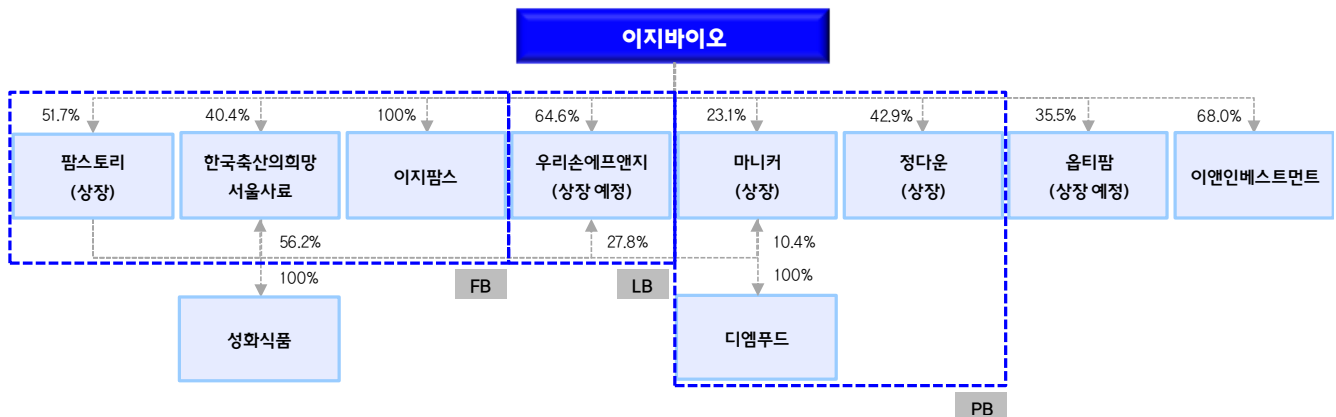
동사는 기업 인수합병을 통해 사업영역을 확장하며 성장해 왔다. 전체 매출액은 농축산 사업자 입지 구축을 위해 공격적인 행보를 보였던 지난 10년간 18배 확대됐다. 특히 2006년에는 강원 엘피씨(도축/가공육 판매)를 인수하며 국내 돼지 도축 점유율 1위의 기틀을 마련했다. 2011년에는 마니커 인수를 통해 가금 부문 외형을 강화했다. 2013년 정다운까지 계열사로 편입하며 오리 업계 내 주도적 위치를 확보했다. 이제 종합 농축산 사업자로서의 입지는 확고하다.

이지바이오의 주요 연혁

연도	내용
1988	이지바이오 설립
2003	도드람B&F, 팜스토리도드람B&F 가족사 편입
2004	한국축산희망서울사료 가족사 편입
2005	우리손홀딩스 설립
2006	옵티팜 설립, 강원엘피씨 가족사 편입
2009	팜스토리엘피씨 가족사 편입
2010	성화식품 가족사 편입, 자연일가 가족사 편입
2011	마니커 가족사 편입
2012	삼양사 사료사업(이지팜스) 가족사 편입
2013	정다운 가족사 편입

자료: DART, 신한금융투자

이지바이오의 그룹 지배구조도



자료: DART, 회사 자료, 신한금융투자

수직계열화로 원가율 개선:
2010년 85.9%에서 2015년
83.6%로 하락

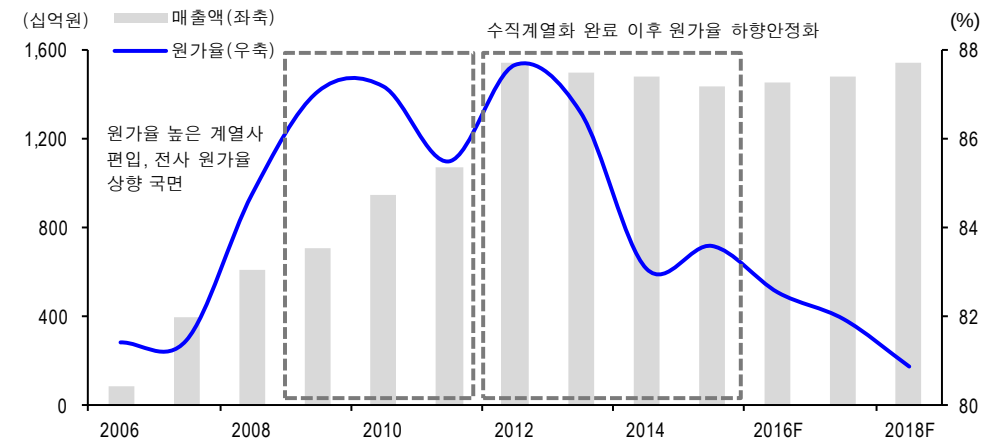
수직계열화 구축으로 비용 절감과 리스크 관리 능력 향상

동사의 강점은 사료의 생산부터 축산, 도축 및 유통까지 이어지는 수직계열화다. 생산된 사료와 첨가제는 구축된 유통망을 통해 농장에 저렴하게 공급된다. 동일 기준(자체 보유 및 공급계약 농장)으로 사육된 가축은 규격화가 가능해 거래 및 운송비용 축소 효과가 있다. 실제로 계열사 편입을 통한 외형 확대가 완료된 2012년 원가율은 87.7%에서 2015년 83.6%까지 개선됐다. 2018년에는 80.9%까지 하락할 전망이다. 중장기적으로 구조적인 비용 절감이 기대된다.

리스크 관리에서도 계열화는 빛난다. 2010년 말 구제역 여파로 가축(한우, 육돈) 매물 처분이 이어져 국내 육돈 평균 살처분율은 34%를 기록했다. 반면에 동사의 계열사 우리손에프앤지의 살처분율은 17%에 불과했다. 질병 예방은 농장 분산을 통한 사전 확산 방지가 중요하다. 농가 규모가 작으면 비용 부담으로 분산이 더 어렵다. 리스크 관리에서도 상대적으로 유리하다.

수직형 축산은 계열사 수요 확보로 규모의 경제 달성이 용이하다. 계열사 간 거래에서는 생산비와 유통비 절감이 가능하다. 리스크 분산 비용에 대한 부담이 덜하다. 궁극적으로는 비용 절감, 규모의 경제, 리스크 관리 능력 향상의 중장기적 선순환 구조로 이어진다.

이지바이오의 과거 10개년 매출액, 원가율 추이 및 전망



자료: 한국육계협회, 신한금융투자 추정

이지바이오의 주요 계열사 현황

사업 부문	주요 사업	주요 계열사	상장 여부
사료사업부(FB)	배합사료 및 첨가제 제조 및 판매	이지바이오	코스닥
		팜스토리 사료 부문	코스닥
		한국축산의희망서울사료	
		이지팜스	
양돈사업부(LB)	양돈 사육 및 도축 제품 제조 및 판매	팜스토리 식육 부문	코스닥
		우리손에프앤지	코스닥(7/27 상장)
		팜스월드	
가금사업부(PB)	도계, 도압 제품 제조 및 판매	마니커(육계)	코스피
		디엠푸드	
		자연일가	
		정다운(오리)	코스닥(6/29 LIG스팩2호 합병 상장)
기타	곡물 및 수의서비스, 금융 등	옵티팜	2017년 상장 예정
		이앤인베스트먼트	

자료: DART, 신한금융투자

사업부별 전사 매출비중

: 사료(FB) 46%

양돈(LB) 22%

가금(PB) 30%

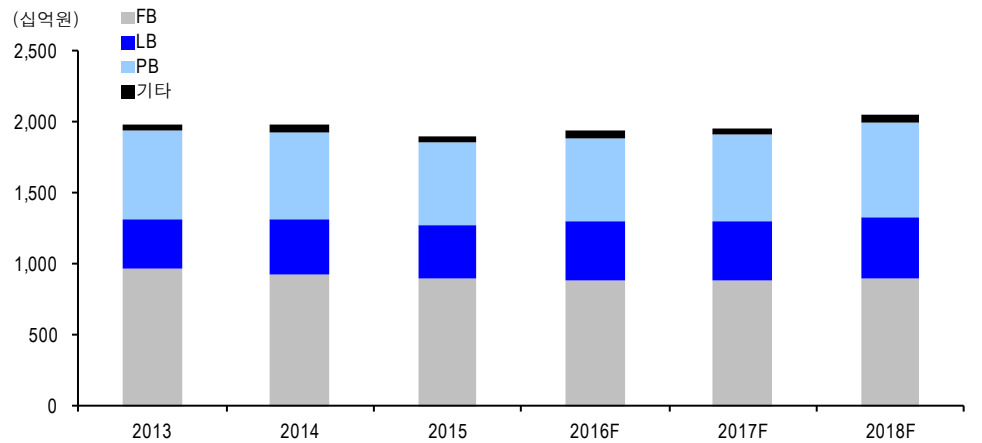
이익의 지속가능성(사료)과 레버리지(양돈, 가금) 조합 포트폴리오

동사의 포트폴리오는 사업부별로 특징이 뚜렷하다. 사료(FB)는 전사 매출의 46%를 기여한다. 내부거래 비중은 20%로 추정된다. 나머지 80%는 국내 축산농가들에게 판매된다. 사료는 모든 축산의 출발점이기 때문에 수요가 꾸준하다. 안정적인 계열사 물량 외에도 이익 창출력에 지속 가능성이 있는 이유다. 전사 영업이익(가금 적자 포함) 내 사료의 기여도는 46%에 달한다.

양돈(LB)의 매출비중은 22%다. 사료에 비해 상대적으로 비중은 작지만 이익 기여는 상당하다. 2016년 전사 영업이익의 30%가 예상된다. 최근 돈육 가격 상승에 따른 레버리지 효과로 이익 기여가 더욱 확대될 가능성도 열려 있다.

영업손실을 기록하고 있는 가금(PB)의 매출비중은 30%다. 2016년 영업손실은 225억원(적지 YoY)이 예상된다. 지난 3년간 업계의 경쟁적 증설로 공급과잉이 심화되며 육계 시세가 큰 폭으로 하락했다. 육계 가격은 돈육보다 레버리지 효과가 더 크다. 하반기부터는 공급과잉이 완화되면서 2017년 영업손실은 86억원으로 축소가 예상된다.

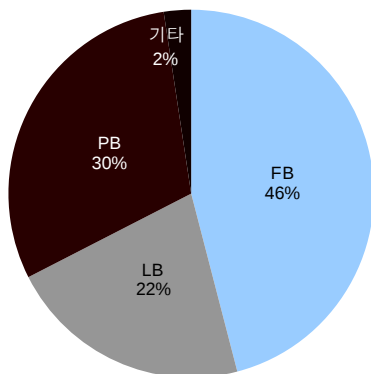
이지바이오의 사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 내부거래까지 포함한 총매출액 기준

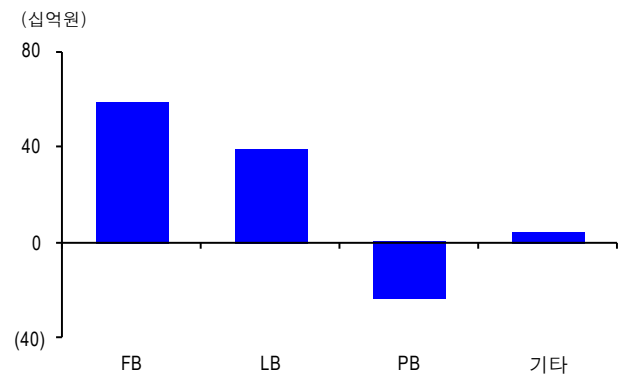
이지바이오의 사업부별 매출비중 (2016년 예상치)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 내부거래 포함

이지바이오의 사업부별 영업이익 (2016년 예상치)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

산업 분석

1. 사료(FB): 산업은 이미 성숙기, 점유율이 관건

국내 배합사료 시장은 성숙기,
점유율 관건: 이지바이오 9%로
하림과 양강 체제 형성

2016년 국내 배합사료 시장규모는 전년 대비 2.0% 성장한 1,950만톤으로 전망된다. 2014년 시장규모는 외부 변수들(2013년 양돈 사육두수 조절, 2014년 오리농장 조류독감 발생)로 인해 1.3% YoY 축소됐었다. 2015년에 다시금 위축된 규모 이상으로 회복했지만 전반적으로 성장세 둔화가 예상된다. 이미 산업이 성숙기에 있으므로 성장 가속화보다는 점유율 확대가 중요하다.

국내 배합사료 시장은 상위 3~4개 업체들이 주도하고 있다. 시장점유율은 농협사료 35%, 하림 계열 15%, 이지바이오 계열 약 9% 수준이다. 상위 3개 업체가 전체 시장의 절반 이상을 점유하고 있다. 국내 농축산업에서 광범위한 영향력을 가지고 있는 공공기관 성격의 농협 제외 시, 사기업으로는 사실상 하림과 이지바이오의 양강 체제다.

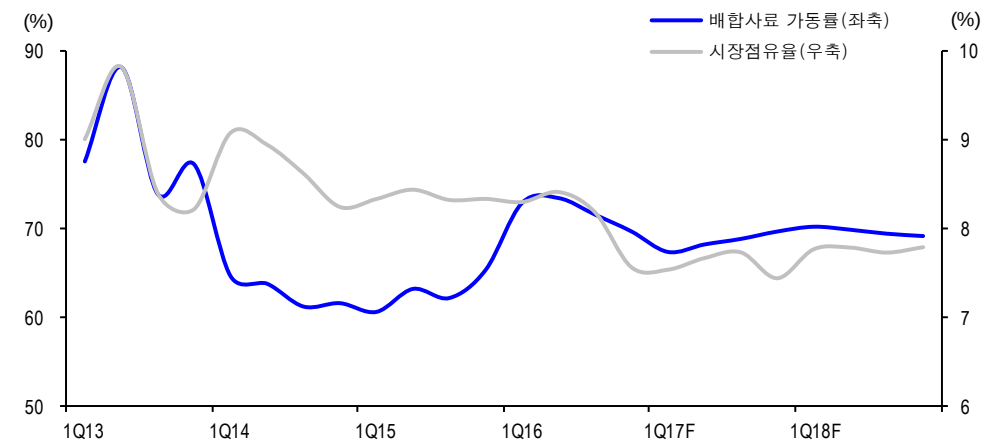
사료 시장 상위 업체들 공통점:

- 1) 수직계열화 구축
- 2) 규모의 경제 실현

양사의 공통점은 1) 수직계열화 구축과 2) 규모의 경제 실현이다. 수직계열화는 계열사의 밸류체인 활용을 극대화한다. 생산 사료를 구축된 유통망과 운송망을 활용해 계열사들의 양돈/양계/오리 농장에 공급한다. 전국 각지에 분산되어 있는 계열화 농장에 경쟁사 대비 저렴한 비용으로 제품 공급이 가능하다. 규모의 경제는 지속 가능한 수요처인 계열사 물량을 기반으로 안정적인 생산 확대를 가능하게 한다. 이후에는 고정비 축소 효과 덕에 가격 경쟁에서 유리하다.

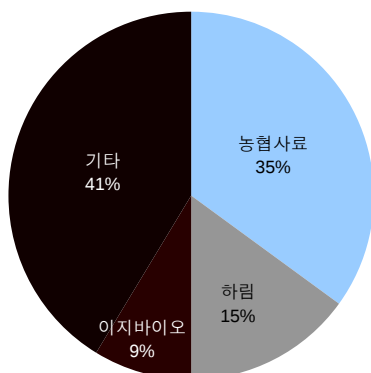
결국 국내 배합사료 시장은 상위 업체들의 지속적인 주도 하에 영세업체들의 재편이 이루어질 가능성이 높다는 판단이다. 이 과정에서 점유율 확대 각축전이 상위 업체들의 포지셔닝 강화로 이어지겠다.

이지바이오의 배합사료 생산 가동률, 시장점유율 추이 및 전망



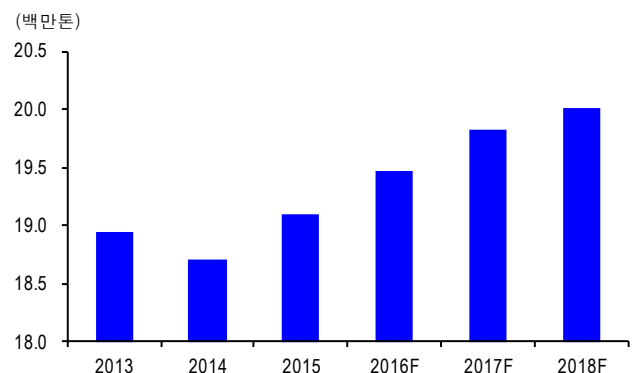
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 배합사료 시장점유율 현황 (1Q16 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

국내 배합사료 생산량 추이 및 전망



자료: 한국사료협회, 신한금융투자 추정

2016년 국내 돼지 도축두수는
2.1% YoY 증가 전망, 수급은
안정세

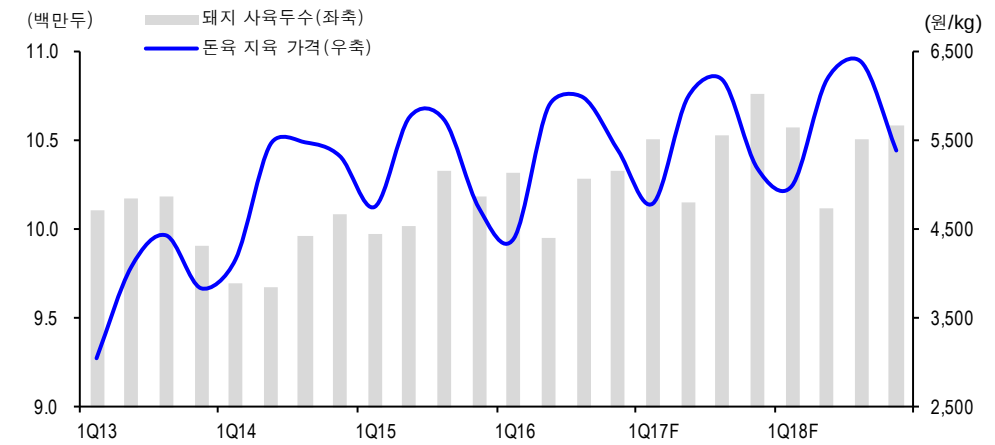
2. 양돈(LB): 수급은 안정세, 트렌드 변화에 주목

국내 전체 돼지 도축두수는 2016년 1,624만두(+2.1% YoY)가 예상된다. 2010년 말에 구제역 발생으로 사육두수 중 332만두를 매몰 처분했었다. 이후 공급 안정책으로 사육두수를 증가시켜 2013년 초 1,000만두까지 회복했다. 2012년 말부터는 공급이 오히려 초과되면서 돈육 가격이 하락했고 다시 수급 조절에 돌입했다. 2014년 도축두수가 2.8% YoY 감소했던 이유다. 양돈업의 주기는 결국 외부 변수에 의한 자동 수급 조절과 인위적인 회복책으로 움직인다.

결론적으로 국내 양돈업도 사료산업과 마찬가지로 성숙기에 있다. 성장을 기대하기 보다는 수급과 양돈업 특성상의 전반적인 트렌드 변화에 주목해야 한다. 양돈업체들의 수익성을 결정 짓는 중요 변수는 돈육 가격이다. 5~8월이 성수기이기 때문에 계절적으로 2~3분기 가격이 상승하는 경향이 있다. 관건은 가격 변동 구간 레벨업이다. 2014년에는 사육두수를 큰 폭으로 줄이면서 돈육 가격이 38.9% YoY 상승했다. 이후 사육두수는 다시 안정적 수준으로 회복했음에도 돈육 가격은 상향화된 구간 내에서 움직임을 보이고 있다.

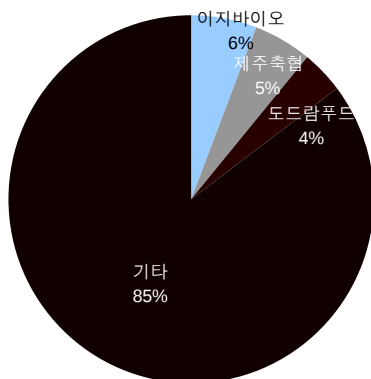
또다른 화두는 양돈계열화다. 계열화는 일반 농장보다 수익성에서 우위를 점한다. 양계 산업은 계열화의 대표적 사례다. 이미 상위 업체들 위주로 계열화가 되어 있어 비중은 90%에 달한다. 양돈업도 향후에 유사한 트렌드로 변화할 가능성이 높다. 사료 수요처, 사육, 도축/가공, 유통에 이르기까지 비즈니스 모델의 기본틀은 유사하기 때문이다. 계열화가 트렌드로 작용하는 가운데 사육두수 규모 및 점유율 변화가 중요할 전망이다.

국내 돼지 사육두수, 돈육 지육 가격 추이 및 전망



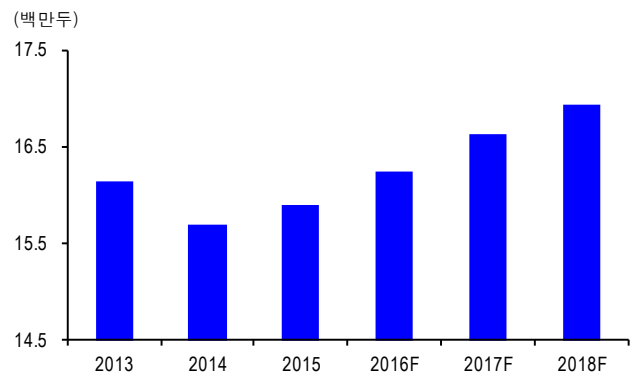
자료: 통계청, 축산유통종합정보센터, 신한금융투자 추정

국내 돼지 도축 시장점유율 현황 (1Q16 기준)



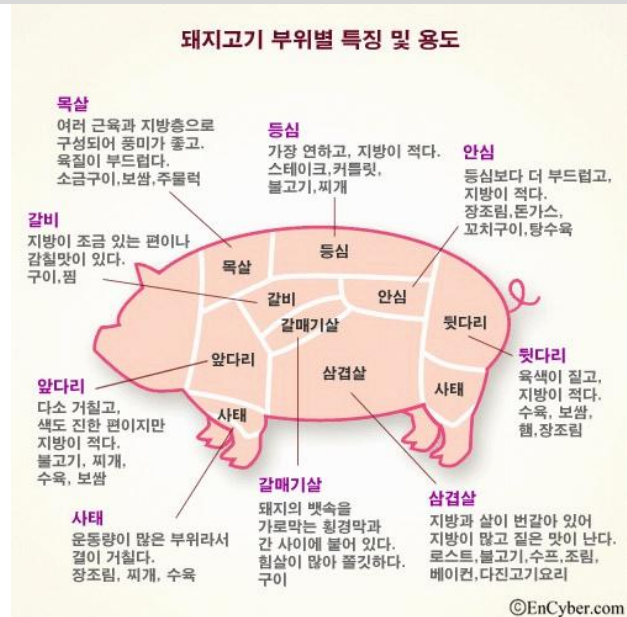
자료: 회사 자료, 신한금융투자

국내 돼지 도축두수 추이 및 전망



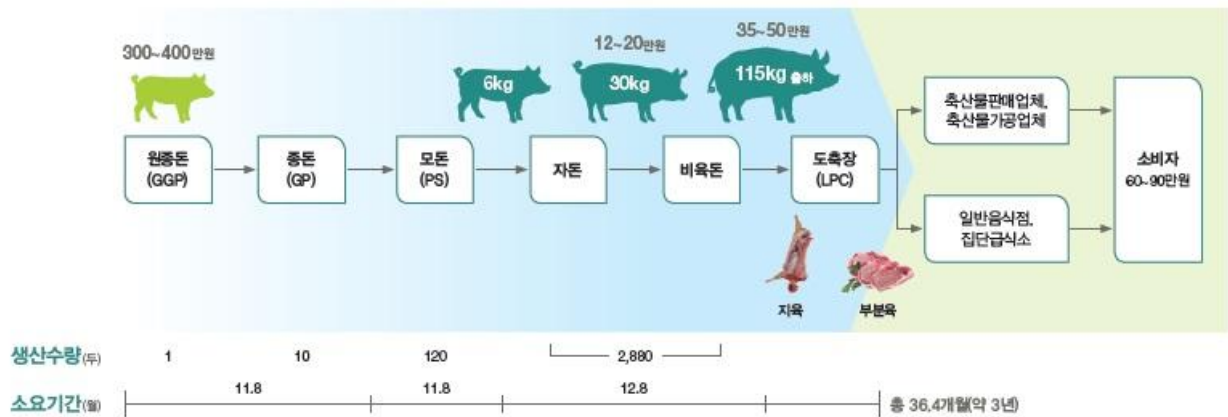
자료: 농림축산검역본부, 회사 자료, 신한금융투자 추정

돈육 부위별 특징 및 용도



자료: EnCyber.com, 신한금융투자

육돈업 밸류체인



자료: 우리손에프앤지, 신한금융투자

2016년 국내 전체 도계수수는 8.5% YoY 증가 전망

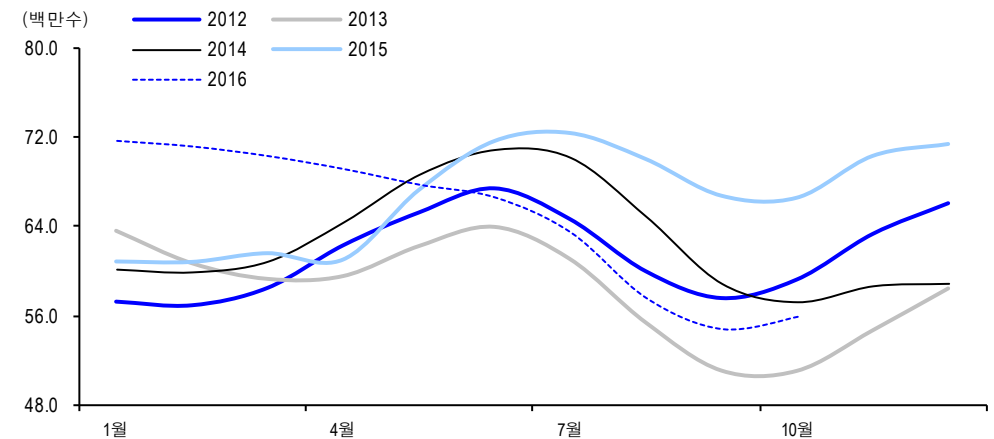
3. 가금(PB): 출혈경쟁 완화가 필요한 시점

국내 전체 도계수수는 2016년 10.5억수(+8.5% YoY)로 예상된다. 성장세는 2014년 11.9% YoY, 2015년 9.2% YoY에서 점차 둔화되겠다. 현 시점에서 국내 양계업의 초점은 공급과잉의 해소에 맞춰져 있다. 시장점유율 상위 업체들(하림, 동우, 마니커)의 공격적인 CAPA(생산능력) 증설로 인해 지난 3년간 출혈경쟁이 심화됐다. 국내 육계 생계 가격은 2013년 2,170원/kg에서 2015년 1,899원/kg까지 12.5% 하락했다. 양계업체들의 수익성 악화가 불가피했던 이유다.

최근에는 주도 업체들의 추가 CAPA 증설 계획이 없고 출혈경쟁 완화 필요성에 대한 공감대가 형성되어 있다. 더불어 2014년 말 미국 원종계 금수조치 효과가 하반기부터 나타날 가능성이 높다. 실제로 국내 육계 생산잠재력은 2016년 10월까지 6.5억수로 추정된다. 2015년 8.0억수 대비 약 5% 축소가 가능해 보인다.

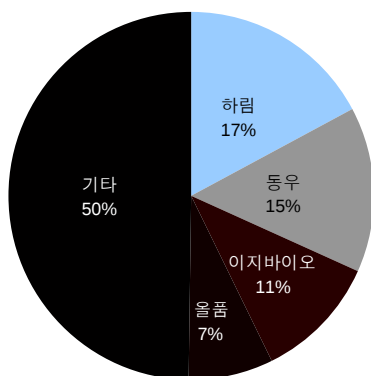
다만 미국 금수조치 이후 2015년 3월 프랑스에서 일부 원종계를 대체 수입했다. 내년 상반기에도 수급 변화를 지켜볼 필요가 있겠다. 그럼에도 업계 내 출혈경쟁 완화 필요성이 대두되고 있는 점은 긍정적이다. 즉 무리한 공급 재확대에 대한 우려는 이전보다 덜하겠다.

국내 육계 생산잠재력 추이



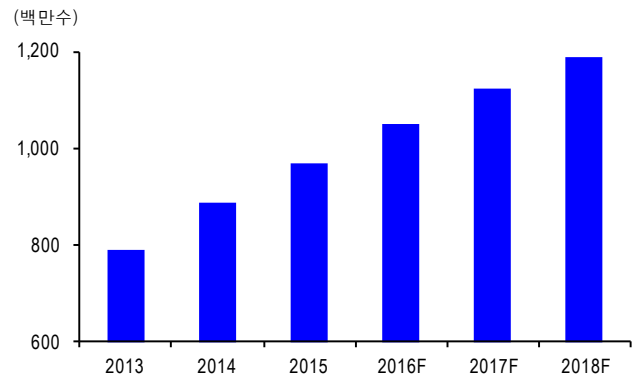
자료: 한국육계협회, 신한금융투자

국내 육계 도계 시장점유율 현황 (1Q16 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

국내 육계 도계수수 추이 및 전망



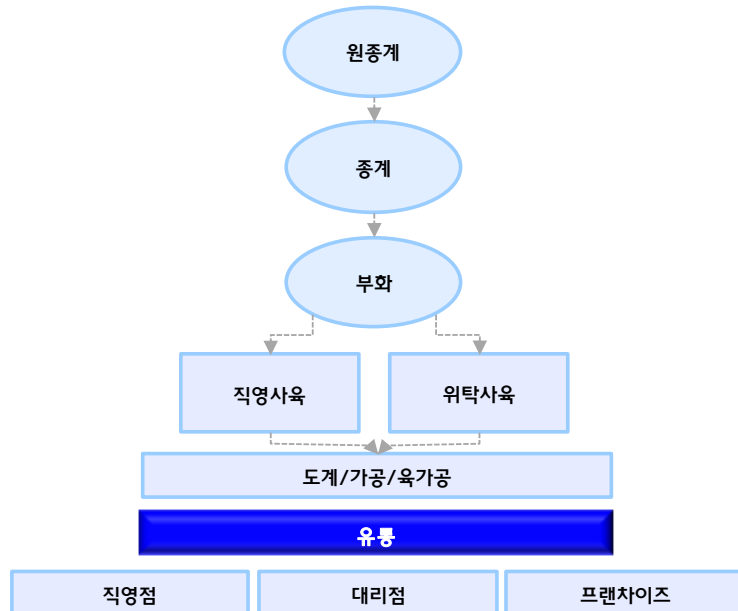
자료: 농림축산검역본부, 회사 자료, 신한금융투자 추정

육계 생산 과정

단계	주차	일수
원종계 육성농장	26주령	180일
원종계 산란농장	4주령	28일
부화장		28일
종계 육성농장	26주령	180일
종계 산란농장	4주령	28일
부화장		28일
육계 사육농장	5주령	35일
가공공장(도계 및 육가공)		2일
판매장		1일
총 생산 소요 기간		510일

자료: 회사 자료, 신한금융투자

육계업 계열화 밸류체인



자료: 마니커, 신한금융투자

영업실적 전망

2016년 영업이익 831억원(+22.3% YoY) 전망

2016년 원가율 개선으로 인한
이익 증가분은 2015년 순이익
155억원 규모

2016년 매출액 1,46조원(+1.3% YoY, 내부거래 제거), 영업이익 831억원(+22.3% YoY)을 전망한다. 부문별로는 사료 매출액 8,904억원(-0.5% YoY), 양돈 4,180억원(+10.5% YoY), 가금 5,833억원(-0.8% YoY)이 예상된다.

원가율은 82.6%(-1.0%p YoY)로 개선이 예상된다. 전사 수직계열화 구축으로 원재료 운송 및 유통 단계에서 원가 절감 효과가 기대된다. 비즈니스 모델의 구조적 개선으로 볼 수 있다. 판매 비율은 전년과 유사한 수준인 11.8%로 전망된다. 적극적인 비용 통제 노력까지 더해지면 추가 이익 확보도 가능하다.

2016년 사료 영업이익 +11.5%
YoY, 양돈 +23.9% YoY 전망

사업부별 이익 증가세에 주목할 필요가 있다. 사료 영업이익은 586억원(+11.5% YoY)이 기대된다. 전사 영업이익의 45%를 책임지는 수익원이다. 양돈 역시 돈육 가격 상승과 계열화 비중 확대로 수익성이 개선되겠다. 양돈 영업이익은 387억원(+23.9% YoY)을 전망한다.

2015년 당기순이익은 155억원(-11.1% YoY)을 기록했다. 반면에 지배지분순이익은 233억원(-23.6% YoY)이었다. 연결 자회사 지분에 따른 순이익 인식 시 78억원 차이가 난다. 지난해 가금 부문은 육계 ASP 하락으로 199억원의 영업손실을 기록했다. 손손실은 270억원으로 추정된다. 이지바이오의 마니커(027740)에 대한 지분율은 23.1%에 불과하기 때문에 연결 손실은 63억원으로 한정된다. 기타 계열사의 손실까지 합산하면 지배지분순이익 차이는 설명이 된다. 흑자전환 이전까지는 낮은 지분율이 오히려 득이 되는 셈이다.

이지바이오의 연간 실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]

(십억원)	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
전체 매출액	1,504.5	1,480.8	1,440.6	1,459.3	1,481.7	1,545.0
사료(FB)	961.6	922.6	894.7	890.4	878.9	893.5
양돈(LB)	349.8	388.7	378.4	418.0	419.1	433.1
가금(PB)	634.0	621.8	588.2	583.3	614.8	673.1
기타	33.2	46.1	46.0	46.7	48.0	48.0
연결 조정	(474.1)	(498.4)	(466.8)	(479.0)	(479.1)	(502.7)
매출원가	1,303.3	1,230.4	1,204.3	1,204.7	1,214.2	1,249.5
판매관리비	162.0	168.3	168.3	171.6	174.1	181.1
감가상각비	4.0	4.6	4.1	4.3	4.3	4.5
무형상각비	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
급여	48.2	50.6	52.0	54.5	54.6	56.9
판매비용	81.3	81.9	79.7	80.8	82.4	85.6
일반판매관비	26.6	28.9	29.9	29.9	30.5	31.7
기타	1.3	1.4	1.6	1.2	1.5	1.5
영업이익	39.3	82.1	67.9	83.1	93.3	114.4
세전이익	13.5	27.1	26.7	59.0	75.5	99.1
당기순이익	10.8	17.4	15.5	38.3	49.9	68.8
<% YoY >						
매출액	(2.6)	(1.6)	(2.7)	1.3	1.5	4.3
영업이익	43.2	109.0	(17.2)	22.3	12.4	22.6
순이익	23.0	61.3	(11.1)	147.4	30.2	38.0
<이익률, %>						
영업이익률	2.6	5.5	4.7	5.7	6.3	7.4
순이익률	0.7	1.2	1.1	2.6	3.4	4.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 사료(FB: Feed Business), 양돈(LB: Livestock Business), 가금(PB: Poultry Business)

이지바이오의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F
전체 매출액	340.9	368.2	348.1	383.4	336.5	372.8	379.8	370.3	347.8	380.9	386.9	366.2	1,480.8	1,440.6	1,459.3	1,481.7
사료(FB)	207.0	238.1	209.0	240.7	205.9	236.1	225.8	222.7	207.3	225.6	221.3	224.6	922.6	894.7	890.4	878.9
- 배합사료	183.6	189.9	185.7	197.7	183.0	194.8	188.0	184.7	170.2	182.5	182.1	185.5	797.8	757.0	750.6	720.4
- 사료첨가제	13.1	32.6	13.8	30.0	14.1	29.8	26.8	26.9	25.8	31.7	28.3	28.0	83.7	89.4	97.6	113.8
- 기타	10.3	15.6	9.4	13.0	8.7	11.4	11.0	11.1	11.3	11.4	10.9	11.1	41.0	48.3	42.2	44.8
양돈(LB)	90.7	94.8	92.3	100.5	93.3	108.4	111.9	104.4	91.3	109.9	116.3	101.6	388.7	378.4	418.0	419.1
- 도축/가공	60.4	35.3	45.4	47.2	41.6	54.3	53.8	49.9	43.8	55.2	55.7	48.3	227.3	188.3	199.7	203.0
- 비육돈	24.7	49.8	38.6	42.0	39.4	46.4	49.9	46.0	38.5	45.3	51.3	43.9	141.9	155.1	181.8	179.1
- 기타	5.6	9.6	8.3	11.4	12.3	7.6	8.2	8.4	8.9	9.4	9.3	9.4	19.4	35.0	36.5	37.1
가금(PB)	151.1	152.1	149.2	135.9	136.6	139.6	155.1	151.9	151.0	156.9	161.6	145.2	621.8	588.2	583.3	614.8
- 육계	144.4	142.8	140.9	128.4	112.8	103.8	118.4	120.1	121.8	121.5	124.1	110.3	537.6	556.5	455.1	477.7
- 오리	5.4	6.4	5.9	4.9	18.8	29.1	31.5	28.5	25.5	31.4	33.3	30.6	26.1	22.5	107.8	120.9
- 기타	1.3	2.9	2.4	2.5	5.0	6.8	5.2	3.4	3.7	4.0	4.1	4.3	58.1	9.2	20.4	16.2
기타	9.0	10.7	9.5	16.9	10.3	11.9	12.0	12.5	11.6	11.9	12.1	12.4	46.1	46.0	46.7	48.0
- 수익서비스	2.7	2.9	2.7	3.1	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	11.6	11.4	12.3	12.0
- 금융	1.6	1.3	1.0	3.8	3.9	2.1	2.3	2.4	2.3	2.4	2.5	2.7	6.6	7.7	10.8	10.0
- 기타	4.6	6.5	5.7	10.1	3.1	6.7	6.7	7.1	6.3	6.5	6.5	6.6	28.0	26.9	23.7	26.0
연결 조정	(116.9)	(127.5)	(111.8)	(110.6)	(109.6)	(123.2)	(125.0)	(121.2)	(113.5)	(123.5)	(124.4)	(117.7)	(498.4)	(466.8)	(479.0)	(479.1)
영업이익	9.1	33.9	4.8	20.0	15.9	30.2	5.9	31.1	23.7	27.9	14.6	27.1	82.1	67.9	83.1	93.3
사료(FB)	9.0	13.4	9.4	20.8	13.5	15.1	10.6	19.4	14.9	14.0	12.2	16.5	55.5	52.6	58.6	57.6
양돈(LB)	3.6	19.0	4.1	4.6	4.5	19.5	2.2	12.4	7.9	17.7	2.3	9.5	41.7	31.2	38.7	37.4
가금(PB)	(4.8)	1.5	(8.9)	(7.8)	(6.2)	(5.6)	(7.7)	(3.0)	(0.6)	(5.3)	(1.7)	(0.9)	(17.2)	(19.9)	(22.5)	(8.6)
기타	0.5	(0.7)	(0.2)	1.6	3.0	0.3	(0.2)	1.3	0.7	0.7	0.9	1.0	(1.6)	1.3	4.2	3.3
연결 조정	0.7	0.8	0.4	0.8	1.1	0.8	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	3.7	2.7	4.0	3.5
<% YoY>																
매출액	(1.0)	(3.3)	(2.9)	(3.5)	(1.3)	1.2	9.1	(3.4)	3.3	2.2	1.9	(1.1)	(1.6)	(2.7)	1.3	1.5
사료(FB)	(7.9)	(1.2)	(4.7)	1.3	(0.5)	(0.9)	8.1	(7.5)	0.7	(4.4)	(2.0)	0.9	(4.1)	(3.0)	(0.5)	(1.3)
양돈(LB)	1.5	(5.9)	(4.4)	(1.3)	2.8	14.4	21.1	3.8	(2.1)	1.4	3.9	(2.6)	11.1	(2.6)	10.5	0.3
가금(PB)	12.3	(3.6)	(5.8)	(20.6)	(9.6)	(8.2)	4.0	11.8	10.5	12.4	4.2	(4.4)	(1.9)	(5.4)	(0.8)	5.4
기타	18.8	0.9	15.2	(14.5)	15.4	11.0	27.1	(26.1)	12.2	0.5	0.4	(0.8)	38.9	(0.2)	1.5	2.7
연결 조정	4.6	(1.5)	(9.8)	(16.9)	(6.2)	(3.4)	11.8	9.5	3.5	0.2	(0.5)	(2.8)	5.1	(6.3)	2.6	0.0
<% YoY>																
영업이익	(63.2)	30.2	255.8	(32.9)	74.7	(11.1)	23.1	55.0	49.0	(7.5)	146.7	(12.8)	109.0	(17.2)	22.3	12.4
사료(FB)	(39.9)	(22.8)	(1.2)	52.6	49.7	13.2	13.4	(7.0)	10.4	(7.5)	14.9	(14.7)	2.3	(5.2)	11.5	(1.7)
양돈(LB)	(66.3)	(3.1)	3,010.1	(60.1)	26.7	2.9	(45.8)	171.7	75.0	(9.3)	3.9	(23.4)	흑전	(25.2)	23.9	(3.3)
가금(PB)	적지	흑전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
기타	521.7	(66.0)	167.1	544.6	439.9	흑전	적지	(22.2)	(77.2)	151.2	흑전	(16.6)	(75.9)	흑전	221.4	(22.6)
연결 조정	(25.2)	흑전	(52.0)	(69.1)	49.4	2.7	158.7	31.4	(27.4)	6.4	(11.6)	(10.3)	71.7	(26.6)	46.3	(11.9)
<이익률, %>																
영업이익률	2.7	9.2	1.4	5.2	4.7	8.1	1.6	8.4	6.8	7.3	3.8	7.4	5.5	4.7	5.7	6.3
사료(FB)	4.4	5.6	4.5	8.7	6.6	6.4	4.7	8.7	7.2	6.2	5.5	7.4	6.0	5.9	6.6	6.6
양돈(LB)	3.9	20.0	4.5	4.5	4.8	18.0	2.0	11.9	8.7	16.1	2.0	9.4	10.7	8.3	9.3	8.9
가금(PB)	(3.2)	1.0	(6.0)	(5.7)	(4.5)	(4.0)	(5.0)	(2.0)	(0.4)	(3.4)	(1.1)	(0.7)	(2.8)	(3.4)	(3.9)	(1.4)
기타	6.1	(6.1)	(2.0)	9.5	28.6	2.3	(2.0)	10.0	5.8	5.8	7.3	8.4	(3.6)	2.9	9.1	6.8
연결 조정	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.7)	(1.0)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.8)	(0.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2016년 첨가제 해외 매출액은
+105% YoY 기대, 고성장 돌입

사료(FB): 2016년 첨가제 매출액 9.2% YoY 성장 전망

중장기적으로 기대가 큰 영역은 사료첨가제 사업이다. 사료첨가제는 이지바이오에서 주력하는 사업 부문이다. 대표적인 제품으로는 엔도파워(사료 효율 향상 및 원가 절감용 효소제), 리피돌(영양소 흡수 촉진제)이 있다. 사료첨가제 매출액은 2015년 894억원(+6.8% YoY)에서 2016년 976억원(+9.2% YoY)으로 성장이 예상된다. 특히 긍정적인 점은 해외 수출이 빠르게 성장할 가능성이 높다는 점이다. 현재 42개 국가에서 44개의 판매대리점과 계약이 되어 있다.

올해 하반기부터 중국에서 본격적인 매출액 발생이 기대된다. 해외에서 제품 등록 및 허가에는 6개월~3년이 소요된다. 엔도파워의 경우, 중국에서 2012년 5월 제품 등록을 신청하고 2014년 2월에 허가가 나왔다. 타 경쟁사의 시장 진입에 시간이 걸릴 수 밖에 없다. 유사제품 시장 진입 이전까지 고성장세를 향유할 수 있다. 2016년 첨가제 해외 매출액은 중국에서의 성장에 힘입어 229억원(+104.5% YoY)이 기대된다.

수익성도 굉장히 좋다. 영업이익률은 약 25%로 추정된다. 오랜 기간 기술개발(R&D)이 필요한 만큼 이익률이 높다. 동사는 설립 초기부터 동물약품 및 기능성 원료 사업을 영위했기 때문에 장기간 누적된 R&D 능력을 보유하고 있다. 이는 또다른 시장 진입장벽으로 작용한다. 동사는 이미 주력 제품의 2세대 개발을 거의 완료했고 곧 제품 등록 예정이다. 지속적으로 시장에서의 우위를 지켜나갈 수 있다고 판단되는 이유다.

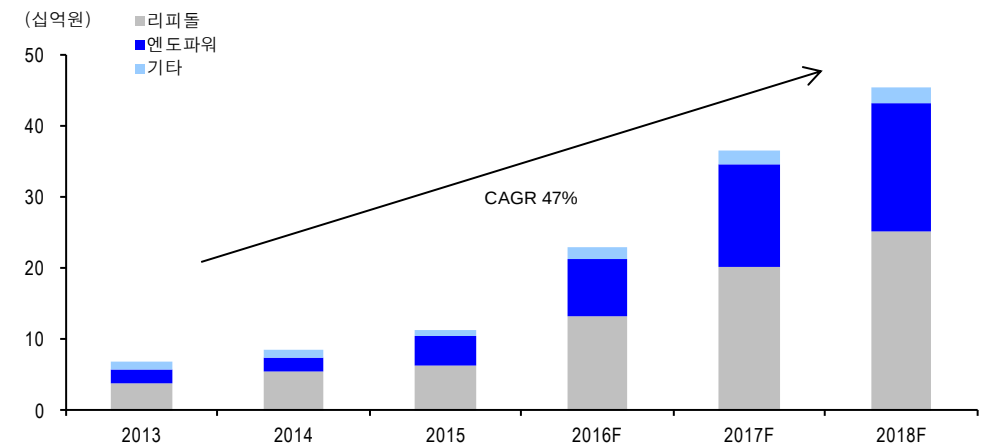
이지바이오의 사료첨가제 제품 현황

제품명	출시연도	효과
펄키토	1996	성장 촉진용 항생제 대체제
이스취	2000	자연 추출 효모 배양물질
엔도파워	2000	사료 효율 향상 및 원가 절감용 효소제
리피돌	2011	영양소 흡수 촉진제
악셀라	2012	세포 내 대사 촉진제

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 라이신 및 메티오닌과 같은 필수아미노산이 아닌 배합사료 효율 향상과 영양소 흡수 촉진 등을 도와주는 보조 첨가제

이지바이오의 사료첨가제 해외 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 평균 모든 1두 연간 출하
두수는 17마리, 이지바이오는
22마리 → 생산성 우위 입증

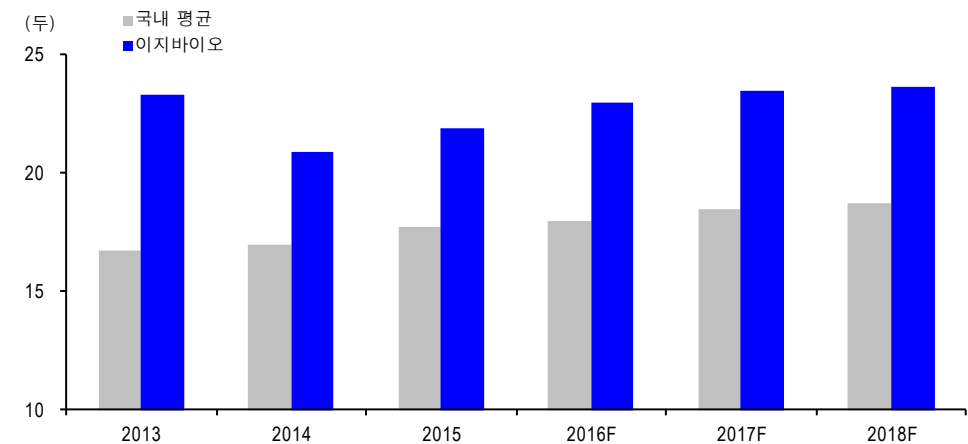
양돈(LB): 생산성과 리스크 관리 능력 입증

양돈계열화는 효율적인 생산성에 기여한다. 국내 평균 MSY(Marketted-pigs Sow per Year, 모든 1두의 연간 출하두수)는 17마리 수준이다. 반면 동사의 MSY는 평균을 큰 폭으로 상회하는 22두에 달한다. 우수한 유전자 확보 외에도 국내 최대 규모로 운영하는 직영 농장을 통해 규모의 경제를 이룬 덕이다. 사육규모가 클수록 체계적인 질병 관리, 수직계열화 시너지 효과 극대화에 유리하다. 이는 모든의 생산성 향상까지 이어진다.

결국 대규모 농장이 경쟁력에서 상대적인 우위를 가지게 된다. 국내 양돈 사육규모 1,000마리 미만 농장의 총 사육두수는 지속적인 감소세를 보였다. 1Q12에 108만두에 달했던 사육두수는 1Q16에 87만두까지 감소했다. 사육규모 10,000마리 이상 농장의 사육두수는 같은 기간 136만마리에서 209만마리까지 큰 폭 증가했다. 사육가구수 역시 비슷한 추이를 보인다. 1,000마리 미만 가구수는 3,700호에서 1,900호까지 감소했다. 10,000마리 이상 가구수가 84호에서 119호까지 늘어난 것과는 대조적이다.

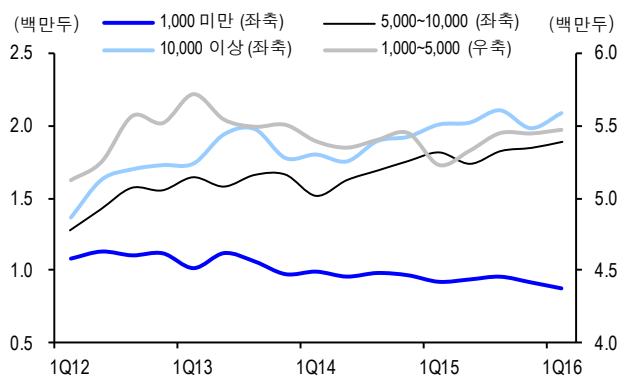
양돈사업부의 리스크는 구제역을 비롯한 가축 질병 발생이다. 실제로 2010년 말 구제역이 발생하면서 국내 총 사육두수 중 332만두를 매몰 처분했다. 국내 사육두수는 703만두로 급감했다. 동사는 전국 각지에 농장을 분산 운영하고 있어 상대적으로 피해를 덜 입었다. 2010년, 2011년 양돈 영업이익률은 오히려 4.5% 수준을 유지했다. 경쟁사 대비 수익성 방어가 상대적으로 용이하다. 계열화를 통한 규모 확대가 전사 리스크 관리 능력에 힘을 보태줄 수 있는 이유다.

국내 양돈 평균, 이지바이오의 MSY 추이 및 전망



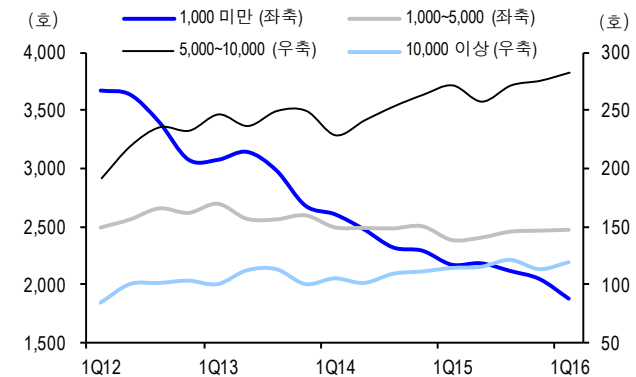
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 양돈 사육규모별 총 사육두수 추이



자료: 통계청, 신한금융투자

국내 양돈 사육규모별 총 사육가구수 추이



자료: 통계청, 신한금융투자

정다운 인수로 오리 매출액은 379% YoY 성장 전망

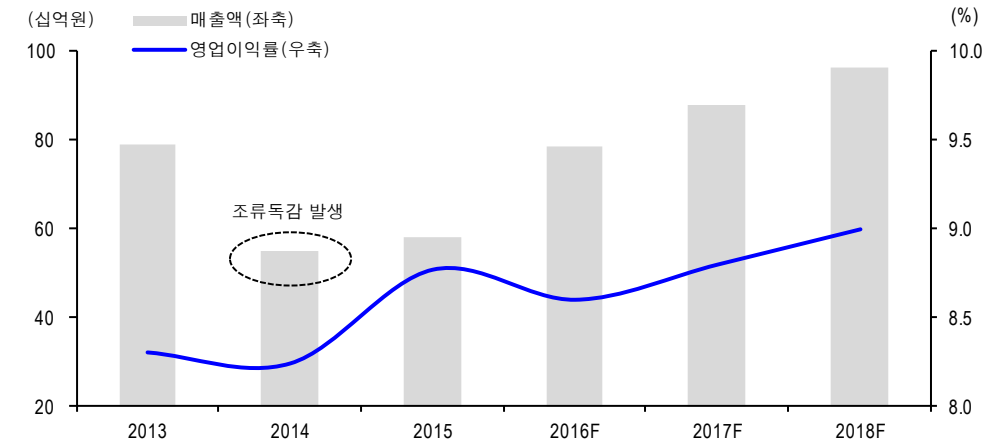
가금(PB): 닭 대신 오리, 정다운 영업이익률 8.6% 기대

가금사업부의 또다른 축은 오리 사업이다. 동사는 1Q16부터 정다운(208140)을 연결 인식하기 시작했다. 연결 효과로 가금 내 오리 매출은 2015년 225억원에서 2016년 1,078억원(+379% YoY, 정다운 785억원 포함)으로 대폭 증가할 전망이다. 2016년 정다운의 영업이익은 68억원(+32.2% YoY, 영업이익률 8.6%)으로 가금 적자폭 축소에 기여하겠다.

2016년 평균 통오리 가격은 7,169원/kg(-1.5% YoY)으로 양호할 전망이다. 국내 전체 도압수수는 13.7% YoY 증가한 8,078만수가 예상된다. AI 피해 전의 수준으로 빠르게 회복 중이다. 2014년에는 AI 발생으로 국내 도압수수는 40.2% YoY, 정다운의 매출액은 30.2% YoY 감소했었다. 그럼에도 정다운의 영업이익률은 8.2%(-0.1%p YoY)를 기록했다. 수익성 관리 능력은 이미 입증됐다고 볼 수 있다.

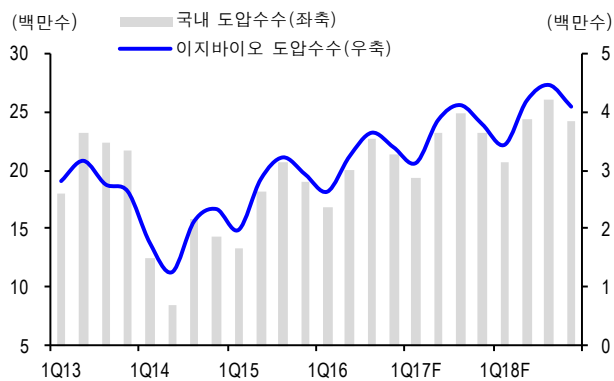
가금사업부 이익 회복의 핵심은 육계 부문이다. 다만 육계 턴어라운드를 기다리는 동안 강화된 오리 사업이 가금 수익성 회복에 힘이 되고 있다.

정다운의 영업실적 추이 및 전망



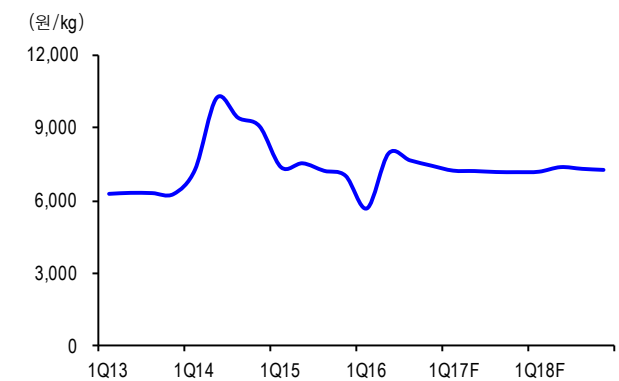
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 전체, 이지바이오의 도압수 추이 및 전망



자료: 농림축산검역본부, 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 통오리 가격 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

재무 분석

차입금 상황에 따른 이자비용 감소 효과는 2015년 순이익의 40%

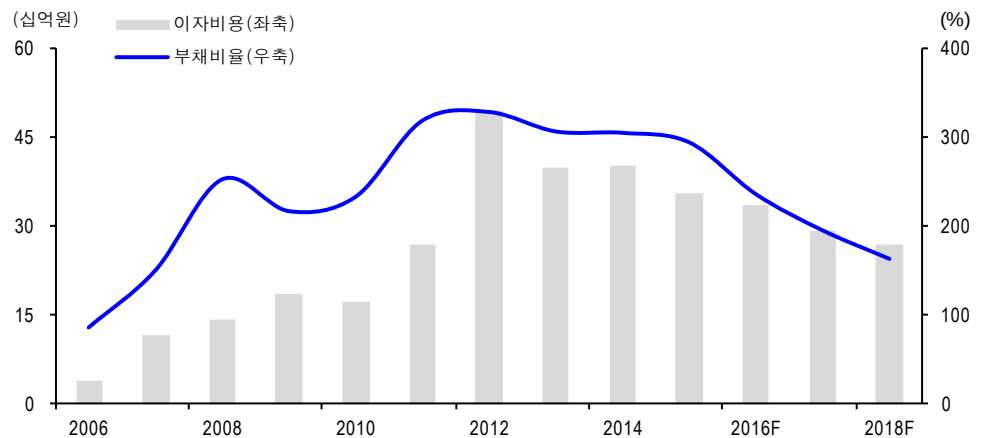
2016년 말 부채비율 237%,
2017년 말 197%로 축소 기대

동사는 지난 10년간 지속적으로 그룹 규모를 확대해 왔다. 연 매출액은 2006년 814억원에서 2015년 1.4조원이 넘는 규모로 성장했다. 매년 인수합병을 통해 '몸집 불리기'를 한 만큼 부채 비율도 상승했다. 같은 기간 부채비율은 87%에서 296%까지 상승했다. 이미 그룹 규모 확대와 수직계열화는 달성했다. 남은 과제는 영업외 비용 축소다. 그동안 그룹 계열사 편입에 소요됐던 차입금 상황이 우선이다.

일단 대규모 투자 혹은 인수합병 계획이 없기 때문에 EBITDA(세전이자지급전이익)는 지속적인 상승세를 이어갈 전망이다. 추가적으로 자생력을 가진 주요 자회사들의 성장을 통해 차입금 상황이 이루어질 가능성이 높다. 올해부터 내년까지 자회사들(정다운, 우리손에프앤지, 옵티팜)이 이미 상장했거나 상장 예정이다. 2015년에 9,500억원까지 육박했던 유동부채는 2016년 말 8,400억원으로 축소되겠다. 이자비용 절감분은 연간 60억원이 기대된다. 2015년 당기순이익의 40%에 가까운 이익 증가가 가능하다.

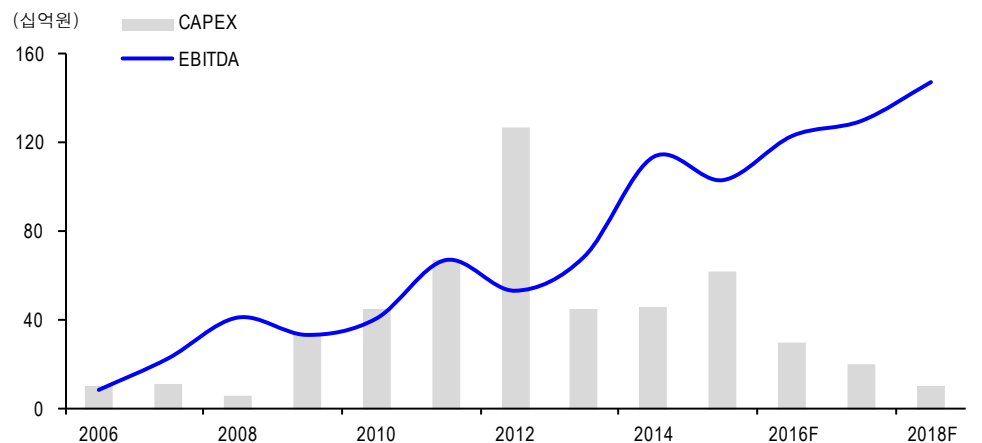
2016년 말 부채비율은 237%(−58.9%p YoY)까지 하락이 예상된다. 내년 옵티팜의 상장 이후에는 차입금 상황이 추가적으로 기대된다. 2017년 말 유동부채는 7,950억원(−5.6%p YoY)까지 축소가 가능할 전망이다. 부채비율은 197%(−40.3%p YoY) 수준이다. 재무구조가 지속적으로 개선되는 그림이다.

이자바이오의 과거 10개년 이자비용, 부채비율 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자

이자바이오의 과거 10개년 CAPEX, EBITDA 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자

동종업체에 비해 영업이익률, ROE, 부채비율 등의 호전 뚜렷

동종업체와의 재무지표 비교 시에도 매력은 부각된다. 영업 실적 호조와 영업외 비용 절감까지 반영된 순이익 증감률은 2018년까지 30% YoY를 상회할 전망이다. 반면 하림홀딩스와 팜스코의 순이익 증감률은 2018년에 20% YoY 수준에 머물겠다. 이익률 역시 이지바이오의 개선세가 상대적으로 더 뚜렷하다. 영업이익률은 2015년 4.7%에서 2018년 7.4%까지 대폭 개선될 전망이다. 본업의 유사성이 짙은 팜스코는 같은 기간 4.1%에서 5.6%까지 개선에 그치겠다.

안정성 측면에서도 개선세가 돋보인다. 자본 증가세 가속화와 대대적 차입금 상환을 통해 부채비율은 2018년 164%까지 하락이 가능할 전망이다(2015년 대비로 131.6%p 개선). 팜스코의 부채비율은 더 낮지만 같은 기간 개선세는 65.5%p다.

이지바이오는 상대적 밸류에이션 매력도 갖췄다. 2017년 예상 PER은 6.1배로 팜스코 11.9배 대비로 50% 가까이 싸다. 2017년에는 육계 가격 회복이 기대되기 때문에 이지바이오가 영위하고 있는 가금 사업(적자, 팜스코는 가금 사업 미보유)을 감안한 할인율은 축소될 수가 있다. 가금의 레버리지효과가 크기 때문에 이익 증가는 오히려 더 빠를 가능성이 높다. 이익률 개선세, 재무부담 완화, 적자 사업 회복 등을 감안하면 현 주가는 동종업체보다 분명 매력적이다.

이지바이오의 동종업체 재무지표 및 밸류에이션 비교

(% , 배)		이지바이오				하림홀딩스				팜스코			
		2015	2016F	2017F	2018F	2015	2016F	2017F	2018F	2015	2016F	2017F	2018F
성장성	매출액 증감률	(2.7)	1.3	1.5	4.3	6.2	13.3	9.6	5.1	3.7	9.5	8.0	11.2
	영업이익 증감률	(17.3)	22.3	12.4	22.6	14.9	19.7	10.1	11.9	26.1	28.1	17.1	18.7
	순이익 증감률	(11.2)	147.8	30.2	45.2	136.8	18.2	17.0	20.9	(5.7)	255.7	14.4	21.7
	자기자본 증감률	8.7	9.8	11.7	15.1	10.6	20.2	18.8	18.2	0.2	14.9	14.9	14.2
수익성	영업이익률	4.7	5.7	6.3	7.4	13.5	14.2	14.3	15.2	4.1	4.8	5.2	5.6
	순이익률	1.1	2.6	3.4	4.7	5.4	5.7	6.1	7.0	1.3	4.1	4.4	4.8
	EBITDA마진율	7.1	8.4	8.8	9.5	16.1	17.2	16.9	17.6	5.2	6.1	6.4	6.7
	ROE	8.9	15.5	16.3	19.5	15.4	18.3	17.2	16.7	4.1	13.6	13.6	14.2
	ROA	1.0	2.5	3.4	4.9	9.9	11.7	11.6	11.8	1.4	4.8	5.2	6.0
	배당성향	11.4	5.8	4.7	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	배당수익률	0.9	0.7	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성	부채비율	295.9	237.3	196.5	164.3	62.4	51.7	45.3	39.2	191.9	172.7	150.3	126.4
	순차입금비율	187.5	159.2	128.7	96.8	(33.9)	(38.3)	(46.9)	(58.1)	70.6	54.5	36.2	20.8
밸류에이션	PER	12.6	7.6	6.1	4.5	8.3	8.5	7.3	6.0	51.3	13.7	11.9	9.8
	PBR	1.1	1.1	0.9	0.8	1.2	1.2	1.0	0.9	2.2	1.7	1.5	1.3
	EV/EBITDA	11.4	9.5	8.4	6.8	2.9	1.4	0.7	(0.2)	17.4	12.1	10.1	8.1

자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자 추정

주: 하림홀딩스는 가금, 사료, 육가공 계열사들을 종합적으로 보유한 순수지주회사, 팜스코는 사료, 육가공 등의 사업을 주로 영위

민감도 분석

축산 가격 5% 상승의 의미: 양돈 영업이익 23%, 가금 63% 증가

2014년 지육 가격 +32.8% YoY
영업손실 35억원에서 영업이익
417억원으로 흑자전환

동사의 수익성은 돈육 가격과 육계 가격 변동에 민감하다. 양돈(LB)은 돼지 지육(박피) 가격에, 가금(PB)은 생계 시세에 직접적인 영향을 받는다. 통상적으로 도축 대행 사업을 영위하고 있는 양돈 부문은 지육 가격이 판매가(ASP)로 반영되어 바로 매출액 변화로 이어진다. 가금 부문의 경우, 산지 생계 시세와 육계 ASP가 높은 상관관계(지난 3년 평균 1.1, 3Q 제외)를 가진다.

민감도 분석 결과, 양돈사업부는 연간 평균 지육 가격이 5% 상승할 경우 매출액은 4.4% 증가한다. 영업이익은 22.8% 증가, 영업이익률은 +1.6%p로 추정된다. 원가 내에서 사료 매입액은 단순 지육 가격 상승과 무관하기 때문에 변동비 추정 시 차감했다. 고정비 비중은 42%로 추정된다. 고정비 비중이 상당 부분 있기 때문에 매출액 증감폭보다 이익 증감폭이 더 큰 구조다.

2013년 지육 가격이 3,852원/kg일 때 양돈사업부는 35억원의 영업손실을 기록했다. 2014년에는 지육 가격이 5,116원/kg으로 대폭 상승했다. 같은 기간 영업이익은 417억원을 기록하며 흑자전환했다. 결론적으로 돈육 가격 상승이 양돈 이익 증가의 핵심이다. 돈육 가격에 주목해야 하는 이유다.

이지바이오의 양돈 민감도 분석

(십억원)	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
지육 가격(원/kg)	4,341	4,612	4,883	5,154	5,426	5,697	5,968	6,240	6,511
지육 출하중량(MT)	36,167	36,167	36,167	36,167	36,167	36,167	36,167	36,167	36,167
지육 매출액	157.0	166.8	176.6	186.4	199.7	206.0	215.9	225.7	235.5
비육돈 가격(원/kg)	4,198	4,461	4,723	4,986	5,248	5,510	5,773	6,035	6,298
비육돈 출하중량(MT)	33,635	33,635	33,635	33,635	33,635	33,635	33,635	33,635	33,635
비육돈 매출액	141.2	150.0	158.9	167.7	181.8	185.3	194.2	203.0	211.8
기타 매출액	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
합산 매출액	343.4	362.1	380.7	399.3	418.0	436.6	455.3	473.9	492.5
매출액 증감률(%)	(17.9)	(13.4)	(8.9)	(4.5)	0.0	4.4	8.9	13.3	17.8
원가+판관비	340.2	350.0	359.8	369.6	379.4	389.1	398.9	408.6	418.4
원가 내 변동비					162.2				
판관비 내 변동비					56.9				
변동비 비중(%)					57.8				
고정비 비중(%)					42.2				
영업이익	3.2	12.0	20.9	29.8	38.7	47.5	56.4	65.3	74.1
영업이익 증감률(%)	(91.8)	(68.9)	(46.0)	(23.0)	0.0	22.8	45.7	68.6	91.5
영업이익률(%)	0.9	3.3	5.5	7.5	9.3	10.9	12.4	13.8	15.0

자료: DART, 신한금융투자 추정

주1: 출하중량 및 기타 매출액은 변화 없이 동일 가정, 민감도 0%의 매출액과 원가+판관비 및 영업이익은 기존 2016년 예상 기준

주2: 원가 내 변동비, 판관비 내 변동비, 변동비 및 고정비 비중은 2015년 기준, 2016년에도 동일 비중으로 가정하여 비용 변화 추정

주3: 비육돈 가격은 지육 가격과 높은 상관관계(0.95)를 보이기 때문에 지육 가격 변동 시 동일하게 변화하는 것으로 가정

육계 ASP 5% 상승: 영업이익 62.9% 증가 효과

가금사업부의 경우 평균 육계 ASP가 5% 상승 시 매출액은 3.5% 증가가 예상된다. 영업이익은 62.9% 증가, 영업이익률은 +2.5%p가 기대된다. 마찬가지로 원가 내 사료 매입액은 변동비 비중 추정 시에 차감했다. 오리 매출은 동일한 것으로 가정했다. 원재료 중 오리 초생추(부화한 지 오래되지 않은 새끼) 매입비도 변동비에서 제외했다.

고정비 비중은 양돈보다 가금이 더 크다. 가금의 고정비 비중은 71%로 추정된다. 고정비 레버리지효과도 상대적으로 크게 발생한다. 지난 3년간 경쟁사들(하림, 동우 등)과 함께 공격적으로 CAPA를 확대했기 때문에 고정비가 늘어날 수 밖에 없다. 공급과잉에 따른 육계 가격 하락으로 최근 영업손실이 불가피했던 이유다.

반대로 육계 ASP만 상승하면 레버리지효과는 빛을 발한다. 10% 상승할 경우 가금 영업손실은 단숨에 흑자전환도 가능한 구조다. 업황 개선이 기대되는 하반기 생계 시세 변동에 주목할 필요가 있다.

이지바이오의 가금 민감도 분석

(십억원)	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
육계 ASP(원/kg)	1,722	1,830	1,937	2,045	2,153	2,260	2,368	2,475	2,583
육계 출하중량(MT)	210,300	210,300	210,300	210,300	210,300	210,300	210,300	210,300	210,300
육계 매출액	362.1	384.8	407.4	430.0	455.1	475.3	498.0	520.6	543.2
오리 매출액	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8	107.8
기타 매출액	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4
합산 매출액	490.4	513.0	535.6	558.3	583.3	603.5	626.2	648.8	671.4
매출액 증감률(%)	(15.9)	(12.1)	(8.2)	(4.3)	0.0	3.5	7.3	11.2	15.1
원가+판관비	577.8	584.7	591.5	598.3	605.8	611.9	618.7	625.5	632.3
원가 내 변동비					90.0				
판관비 내 변동비					85.4				
변동비 비중(%)					29.0				
고정비 비중(%)					71.0				
영업이익	(87.5)	(71.7)	(55.8)	(40.0)	(22.5)	(8.3)	7.5	23.3	39.1
영업이익 증감률(%)	288.9	218.5	148.2	77.8	0.0	(62.9)	(133.3)	(203.6)	(274.0)
영업이익률(%)	(17.8)	(14.0)	(10.4)	(7.2)	(3.9)	(1.4)	1.2	3.6	5.8

자료: DART, 신한금융투자 추정

주1: 출하중량 및 기타 매출액은 변화 없이 동일 가정, 민감도 0%의 매출액과 원가+판관비 및 영업이익은 기존 2016년 예상 기준

주2: 원가 내 변동비, 판관비 내 변동비, 변동비 및 고정비 비중은 2015년 기준, 2016년에도 동일 비중으로 가정하여 비용 변화 추정

주3: 오리 매출액은 육계 가격 변화와 무관하기 때문에 단순 분석 위해 동일 가정

해외 사례

미국 양돈계열화는 1차 산업의 효율성 지향을 시사

미국 양돈업 1990년대 계열화:
규모화/전문화 양돈기업 등장

미국의 양돈업은 1990년대에 수직계열화가 급격하게 이루어졌다. 이전에는 옥수수를 생산하는 농가가 사료로 가공, 육돈을 생산했다. 기술의 발전과 함께 규모화/전문화된 양돈기업들이 등장했다. 특히 자돈/비육돈 분리사육방식은 질병 위험 축소, 생산성 향상, 규모의 경제로 이어졌다. 농가 가구당 사육규모가 크게 증가했고 육계의 위탁사육 방식이 양돈에도 도입됐다.

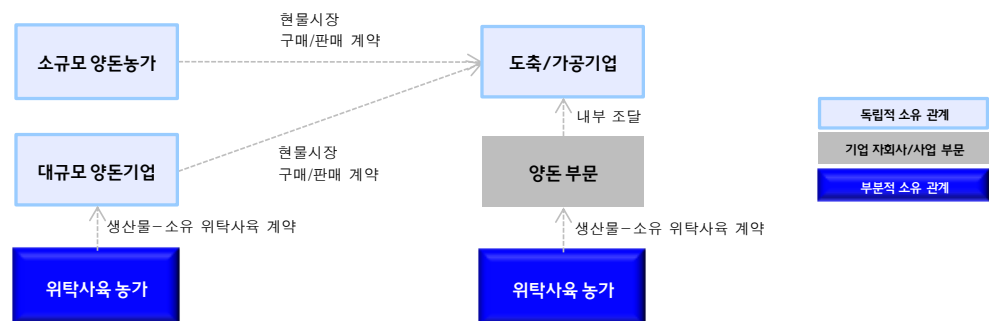
전통 경매방식은 자돈 거래의 비효율성(높은 거래비용 및 운송비용)과 공급 불안정 등의 문제를 안고 있었다. 위탁사육은 일관성 있고 전문화된 생산과정으로 자돈 출하가 가능했고 실제로 수요자가 원하는 바였다. 미국의 독립농가 자돈 출하는 1997년 60%에서 2006년 45%로 축소됐다. 유사하게 독립농가 비육돈 출하도 같은 기간 55%에서 34%로 낮아졌다.

위탁사육, 조달계약으로 안정적
공급, 거래비용 절감 가능

위탁사육이 아니더라도 조달계약을 통해 계열화가 추진되기도 한다. 도축가공기업은 대형 양돈 기업이나 독립농가와 장기 계약(1~10년, 구체적 계약조건 명시)을 통해 안정적으로 비육돈을 공급 받는다. 도축가공기업과 양돈기업이 각각 독립적 주체라도 계열화 형태를 띄게 된다. 미국 내 조달계약에 의한 거래 비중은 이미 70%를 크게 넘어선 것으로 파악된다.

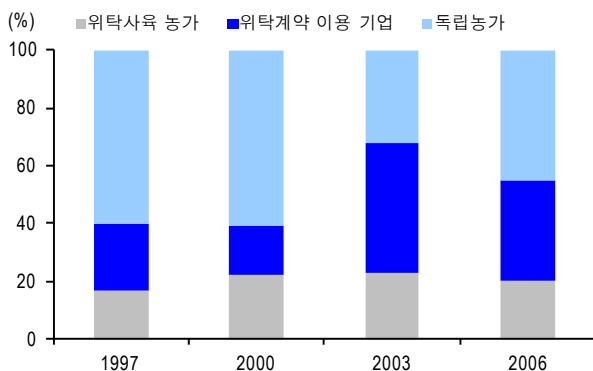
위탁사육과 조달계약 공통적으로 생산자와 수요자 간 수급 안정, 비용 절감, 출하 자돈/비육돈의 규격화가 목적이다. 양돈계열화는 단순 생산을 지나 효율성을 지향하는 단계라고 볼 수 있다. 결론적으로 미국의 사례는 계열화가 시장에서 결정된 생산자/수요자 양측의 입장이자, 중장기적 방향성을 지니고 있음을 시사한다.

미국 돼지 사육 및 거래 방식



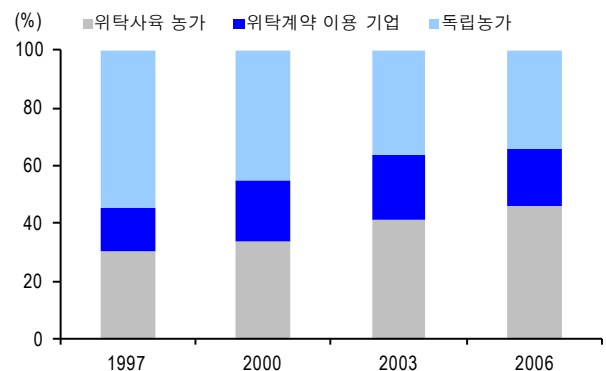
자료: 한국농촌경제연구원, 신한금융투자

미국 생산주체별 자돈 출하비중 추이



자료: 한국농촌경제연구원, 신한금융투자

미국 생산주체별 비육돈 출하비중 추이



자료: 한국농촌경제연구원, 신한금융투자

SWOT 분석 및 용어 해설

SWOT 분석

이지바이오의 SWOT 분석	
Strengths (강점)	Weaknesses (약점)
▶ 수직계열화 구축, 밸류체인 시너지효과 극대화 가능 ▶ 사업부별로 각 시장 내 주도 사업자 포지션	▶ 돈육, 육계 가격 변동에 민감한 수익성 ▶ 가축 질병을 비롯한 예측 불가능한 리스크
Opportunities (기회)	Threats (위협)
▶ 하반기 육계 공급과잉 점차 해소 기대 ▶ 주력 자회사들 상장 예정, 재무구조 개선 예상	▶ 원/달러 환율 상승 가능성 ▶ 육류 소비량 증가 둔화 가능성

자료: 신한금융투자

용어 해설

용어 해설	
용어 분류	해설
양돈	
- 양돈	돼지 사육
- 종돈	씨돼지, 씨를 받으려고 기르는 돼지
- 모돈	종돈으로부터 생산, 새끼를 낳는 목적으로 사육되는 어미돼지
- 번식모돈	번식이 주된 목적인 어미돼지
- 포유모돈	새끼를 낳고 젖을 물리고 있는 어미돼지
- 자돈	모돈으로부터 생산, 새끼돼지
- 비육돈	질 좋은 고기를 많이 내기 위하여 특별한 방법으로 살이 찌도록 기르는 돼지, 식용 판매용(약 115kg)
- 도축두수	도축한 돼지 수
- 지육	도축한 가축의 가죽, 내장, 머리, 발, 꼬리 등 제거한 것
- 지육율	도체중(도축 후 체중)을 생체중량으로 나눈 비율, 돼지의 경우 보통 65%
- 탕박	도축 과정에서 뜨거운 물을 분사하여 털을 뽑는 방식
- 박피	도축 과정에서 걸가죽을 기계적으로 벗기는 방식
- LPC	Livestock Packing Center, 도축부터 가공까지 가능한 종합도축장
- PED	돼지유행성설사, 포유자돈의 경우 100%에 가까운 치사율
- FMD	구제역, 우제류(발굽이 두 개로 갈라진 동물)에서 발생하는 바이러스 전염병, 최대 치사율 50%
양계	
- 양계	닭 사육
- 원종계	종계를 생산하는 닭
- 종계	육계용 닭을 생산하는 어미닭
- 육계	종계로부터 생산, 식육용으로 사육
- 도계수수	도축한 닭 수
- AI	조류독감, 조류에서 발생하는 급성 바이러스성 전염병, 닭의 경우 치사율 90%
오리	
- 원종오리	종오리를 생산하는 오리
- 종오리	육용오리를 생산하는 어미오리
- 육용오리	종오리로부터 생산, 식육용으로 사육
- 도암수수	도축한 오리 수
- 우모	도축 과정에서 파생으로 생산되는 오리털, 의류업체 등에 판매

자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산총계	1,494.4	1,581.0	1,479.0	1,451.6	1,485.6
유동자산	681.5	702.8	616.1	609.6	666.4
현금및현금성자산	98.1	134.2	40.1	24.8	56.6
매출채권	188.2	194.1	196.6	199.7	208.2
재고자산	212.6	193.3	195.9	198.9	207.4
비유동자산	812.9	878.2	862.9	841.9	819.2
유형자산	597.7	644.2	625.2	599.6	567.5
무형자산	61.4	56.9	56.1	55.3	54.6
투자자산	124.3	138.7	140.5	142.7	148.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,126.9	1,181.7	1,040.6	962.0	925.8
유동부채	896.9	946.8	845.0	795.5	776.7
단기차입금	671.4	684.0	604.0	564.0	544.0
매입채무	63.5	72.5	73.4	74.5	77.7
유동성장기부채	73.9	99.0	75.0	63.0	57.0
비유동부채	230.0	234.9	195.6	166.5	149.1
사채	62.8	59.5	39.5	24.5	14.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	116.1	117.2	97.2	82.2	72.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.5	399.3	438.4	489.6	559.8
자본금	25.6	26.9	26.9	26.9	26.9
자본잉여금	100.4	110.5	113.9	117.9	121.9
기타자본	7.9	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
기타포괄이익누계액	(8.8)	(10.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
이익잉여금	129.3	149.7	192.6	246.2	320.6
지배주주지분	254.5	271.2	317.5	375.1	453.5
비지배주주지분	113.0	128.1	120.9	114.5	106.3
*총차입금	924.1	959.9	815.9	733.9	687.9
*순차입금(순현금)	746.7	748.9	698.0	630.1	549.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	8.0	73.8	72.0	79.4	87.1
당기순이익	17.4	15.5	38.3	49.9	68.8
유형자산상각비	30.4	34.1	39.1	35.6	32.0
무형자산상각비	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
외화환산손실(이익)	11.0	2.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	4.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(3.3)	(4.1)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
운전자본변동	(64.7)	15.5	(3.5)	(4.2)	(11.9)
(법인세납부)	(14.8)	(14.5)	(20.7)	(25.6)	(30.3)
기타	27.0	24.1	20.4	25.3	30.2
투자활동으로인한현금흐름	(28.1)	(55.3)	(23.0)	(14.1)	(10.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(45.5)	(61.7)	(30.0)	(20.0)	(10.0)
유형자산의감소	15.4	8.4	10.0	10.0	10.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.5)	(4.7)	0.5	0.1	(3.8)
기타	5.8	2.7	(3.5)	(4.2)	(7.1)
FCF	(30.0)	38.7	59.5	73.0	87.8
재무활동으로인한현금흐름	20.0	17.5	(143.2)	(80.6)	(44.6)
차입금의증가(감소)	36.1	33.9	(144.0)	(82.0)	(46.0)
자기주식의처분(취득)	7.0	5.4	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.3)	(3.6)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
기타	(19.8)	(18.2)	3.5	4.1	4.1
기타현금흐름	0.0	(0.0)	0.2	0.0	(0.0)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(0.2)	36.1	(94.0)	(15.3)	31.6
기초현금	98.4	98.1	134.2	40.2	24.9
기말현금	98.1	134.2	40.2	24.9	56.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	1,480.8	1,440.6	1,459.3	1,481.7	1,545.0
증가율 (%)	(1.6)	(2.7)	1.3	1.5	4.3
매출원가	1,230.4	1,204.3	1,204.7	1,214.2	1,249.5
매출총이익	250.4	236.2	254.6	267.5	295.5
매출총이익률 (%)	16.9	16.4	17.4	18.1	19.1
판매관리비	168.3	168.3	171.6	174.1	181.1
영업이익	82.1	67.9	83.1	93.3	114.4
증가율 (%)	109.1	(17.3)	22.3	12.4	22.6
영업이익률 (%)	5.5	4.7	5.7	6.3	7.4
영업외손익	(52.8)	(39.6)	(24.0)	(17.8)	(15.2)
금융손익	(42.0)	(35.1)	(18.0)	(12.0)	(8.4)
기타영업외손익	(14.0)	(8.6)	(8.9)	(10.1)	(10.8)
종속 및 관계기업관련손익	3.3	4.1	3.0	4.3	4.0
세전계속사업이익	29.3	28.3	59.1	75.5	99.2
법인세비용	9.7	11.2	20.7	25.6	30.3
계속사업이익	19.6	17.1	38.3	49.9	68.8
중단사업이익	(2.2)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.4	15.5	38.3	49.9	68.8
증가율 (%)	61.4	(11.2)	147.8	30.2	38.0
순이익률 (%)	1.2	1.1	2.6	3.4	4.5
(지배주주)당기순이익	30.5	23.3	45.5	56.3	77.1
(비지배주주)당기순이익	(13.0)	(7.8)	(7.2)	(6.4)	(8.2)
총포괄이익	3.2	12.5	38.3	49.9	68.8
(지배주주)총포괄이익	23.6	21.5	65.9	85.9	118.5
(비지배주주)총포괄이익	(20.3)	(9.0)	(27.6)	(36.0)	(49.6)
EBITDA	113.5	103.0	122.9	129.7	147.2
증가율 (%)	65.7	(9.2)	19.4	5.5	13.4
EBITDA 이익률 (%)	7.7	7.1	8.4	8.8	9.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS (당기순이익, 원)	364	302	723	941	1,299
EPS (지배순이익, 원)	636	454	858	1,062	1,454
BPS (자본총계, 원)	7,273	7,534	8,271	9,238	10,562
BPS (지배지분, 원)	5,036	5,117	5,989	7,077	8,557
DPS (원)	50	50	50	50	50
PER (당기순이익, 배)	14.8	18.9	9.4	7.2	5.2
PER (지배순이익, 배)	8.5	12.6	7.9	6.4	4.7
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA (배)	10.0	11.4	9.6	8.5	6.9
배당성향 (%)	8.3	11.4	5.8	4.7	3.4
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.7	7.1	8.4	8.8	9.5
영업이익률 (%)	5.5	4.7	5.7	6.3	7.4
순이익률 (%)	1.2	1.1	2.6	3.4	4.5
ROA (%)	1.2	1.0	2.5	3.4	4.7
ROE (지배순이익, %)	12.9	8.9	15.5	16.3	18.6
ROIC (%)	4.7	4.0	5.3	6.2	8.2
안정성					
부채비율 (%)	306.7	295.9	237.3	196.5	165.4
순차입금비율 (%)	203.2	187.5	159.2	128.7	98.1
현금비율 (%)	10.9	14.2	4.7	3.1	7.3
이자보상배율 (배)	2.0	1.9	2.5	3.2	4.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.7	4.2	4.4	4.4	4.5
재고자산회수기간 (일)	48.3	51.4	48.7	48.6	48.0
매출채권회수기간 (일)	47.3	48.4	48.9	48.8	48.2

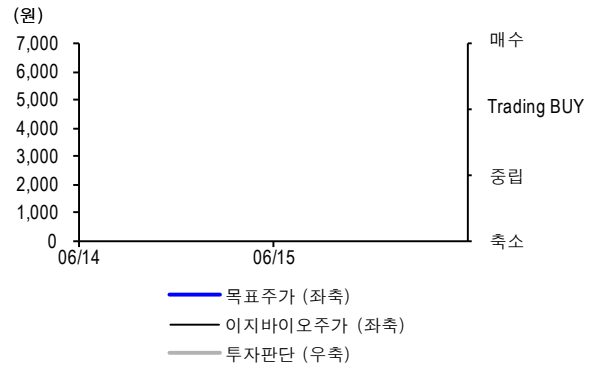
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

이지바이오 (035810)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 오경석, 홍세중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자

투자 의견

목표 주가 (원)

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

코바	세터	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
		◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
코바	세터	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
		◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 08월 01일 기준)

매수 (매수)	89.47%	Trading BUY (중립)	3.83%	중립 (중립)	6.70%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

