

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

이지바이오 (035810KQ | Buy 유지 | TP 10,000원 상향)

4Q17 Preview & 탐방노트

4분기는 영업이익이 전년대비 172% 증가할 전망입니다. 전년도 기저효과와 전사업부의 실적 개선 때문입니다. 2018년도에도 이익 증가 추이는 유지될 것으로 예상합니다. 상반기 내로 옵티팜 상장 가능성도 큼. 투자 의견 Buy 유지하고, 목표주가 10,000원으로 상향합니다.

투자 의견 Buy, 목표주가 10,000원으로 상향

- 우호적 외부 변수로 인해 사료와 돈육사업부 수익성 개선 예상. 2018년 추정치와 목표주가를 10,000원으로 상향함
- 옵티팜(이지바이오 지분 38%)이 상반기 내로 상장할 가능성이 높음. 이를 통해 숨겨진 가치가 부각될 전망

4분기는 영업이익 172% 증가 예상

- 4분기 연결기준 매출액 3,761억원(+2.0%YoY), 영업이익 211억원(+172%YoY) 추정
- AI로 인해 감소했던 육계 사료 물량이 회복되면서 사료 사업부는 이전 수준의 실적을 회복할 전망
- 2017년 기저효과로 양돈 사업부 영업이익 +352%YoY 증가와 구조조정 효과로 인한 육계 사업부 흑자전환 예상

2018년 이익 증가 추이 유지

- 원화강세, 곡물가 하향안정화로 사료 실적 개선(영업이익 +22.4%YoY)
- 돈육 시세는 소폭 감소할 수 있으나, 출하 두수 상승으로 2017년 실적 수준 유지할 전망
- 육계는 체질개선(공장매각, 합병, 인력 구조조정)을 통해 BEP 개선
- 상반기내 옵티팜이 기술특례 방식으로 코스닥에 상장될 가능성 큼



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	1,441	1,401	1,444	1,461	1,491
영업이익	(십억원)	68	79	121	124	129
영업이익률	(%)	4.7	5.6	8.4	8.5	8.7
순이익	(십억원)	23	23	68	78	78
EPS	(원)	454	437	873	964	973
증감률	(%)	-28.6	-3.9	100.1	10.4	0.9
PER	(배)	12.6	14.1	7.4	8.3	8.2
PBR	(배)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	4.0	7.1	11.9	11.8	10.5
EV/EBITDA	(배)	11.4	10.0	4.7	4.9	4.6
순차입금	(십억원)	749	590	465	335	222
부채비율	(%)	295.9	180.6	150.5	126.1	105.9

CAPE

4Q17 실적 추이 및 전망

4분기 영업이익 170%YoY 증가 예상

전사업부 이익 증가
예상

4분기 연결기준 영업이익은 전년대비 +172.0% 증가할 것으로 예상된다. 2016년 기저효과와 함께 전사업부의 실적 개선으로 인해 영업이익 증가가 큰 폭으로 나타날 전망이다. 특히, 그 동안 적자를 면치 못했던 가금 사업부가 체질개선으로 통해 4분기도 흑자전환을 이어갈 것으로 예상된다. 마니커의 BEP는 공장매각, 합병(2016년 디엠프드, 2017년 성화식품), 인력 감축 등을 통해서 기존 1,500원대에서 1,300원 이하로 낮추어진 것으로 추정된다. 돈육도 3분기보다는 시세가 꺾였지만 출하두수 상승 및 기저효과로 영업이익이 352.0% 증가할 것으로 예상된다. 사료는 상반기 AI로 인한 육계 사료 물량 감소로 인해 어려움을 겪었으나, 이전 수준으로 완전히 회복한 것으로 보인다.

매출액은 전년대비 2.0% 증가할 전망이다. 영업이익대비 매출액 증가율이 낮은 이유는 육계사업부의 매출액 감소 때문이다. 2017년 5월 말 성화식품을 마니커에 합병하면서, 매출 규모가 줄어들었다. 매출액은 줄어들었지만, 수익성에 더 집중하고 있다.

표1. 이지바이오 4분기 실적 추이 및 전망

	2016				2017				4Q17 증감율	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	QoQ	YoY
매출액	336.4	359.8	336.4	368.8	329.1	346.3	392.0	376.1	-4.0	2.0
사료	205.8	211.7	187.1	218.1	197.1	191.4	198.9	229.6	15.4	5.3
- 배합사료	183.0	174.0	165.3	180.3	164.3	164.3	167.3	189.3	13.2	5.0
- 사료첨가제	14.1	27.3	14.2	27.5	20.5	23.1	23.3	29.0	24.5	5.4
- 기타	8.7	10.4	7.6	10.3	12.3	4.0	8.3	11.3	35.3	9.8
양돈	93.3	99.7	101.9	107.0	103.5	117.6	126.1	114.3	-9.3	6.9
- 도축/가공	41.6	45.8	43.9	47.8	46.4	62.1	65.5	48.8	-25.5	2.0
- 비육돈	39.4	45.4	44.1	47.7	46.3	54.3	55.5	53.5	-3.5	12.1
- 기타	12.3	8.5	13.8	11.4	10.8	1.2	5.2	12.1	132.9	5.4
가금	136.6	145.6	142.3	136.1	136.7	147.1	129.0	128.0	-0.7	-6.0
- 육계	112.8	114.3	116.0	109.9	105.0	113.3	93.9	95.6	1.8	-13.0
- 오리	18.8	29.5	24.0	21.3	27.8	29.2	30.0	28.6	-4.9	33.8
- 기타	5.0	1.8	2.2	4.9	3.8	4.5	5.0	3.9	-22.7	-21.0
기타	10.3	15.0	10.8	14.6	15.6	15.1	12.6	15.0	18.2	2.6
-수의서비스	3.3	3.5	3.7	3.9	3.5	3.5	3.4	4.0	18.2	2.6
- 금융	3.9	3.8	1.6	1.8	6.5	2.8	1.5	1.9	22.1	6.0
- 기타	3.1	7.7	5.6	8.9	5.5	8.8	7.7	9.1	17.5	1.9
연결조정	-109.6	-112.1	-105.7	-107.0	-123.7	-124.9	-74.7	-110.8	48.4	3.6
영업이익	15.8	31.9	23.5	7.8	28.6	46.6	24.4	21.1	-13.4	172.0
사료	13.5	13.7	10.0	13.5	9.8	8.8	10.4	13.5	29.6	0.3
양돈	4.5	17.6	8.2	1.4	11.9	28.2	9.5	6.4	-32.6	352.0
가금	-6.2	-0.3	4.8	-3.7	3.2	9.3	3.6	0.6	-83.1	흑자전환
기타	3.0	1.4	0.5	-3.1	3.4	0.1	0.3	0.3	18.5	흑자전환
영업이익률	4.7	8.9	7.0	2.1	8.7	13.5	6.2	5.6		
사료	6.6	6.5	5.3	6.2	5.0	4.6	5.2	5.9		
양돈	4.8	17.6	8.1	1.3	11.5	24.0	7.5	5.6		
가금	-4.5	-0.2	3.4	-2.7	2.4	6.3	2.8	0.5		
기타	28.7	9.6	4.7	-21.0	22.1	1.0	2.0	2.0		

자료: 케이프투자증권

CAPE

Hidden Value 옵티팜

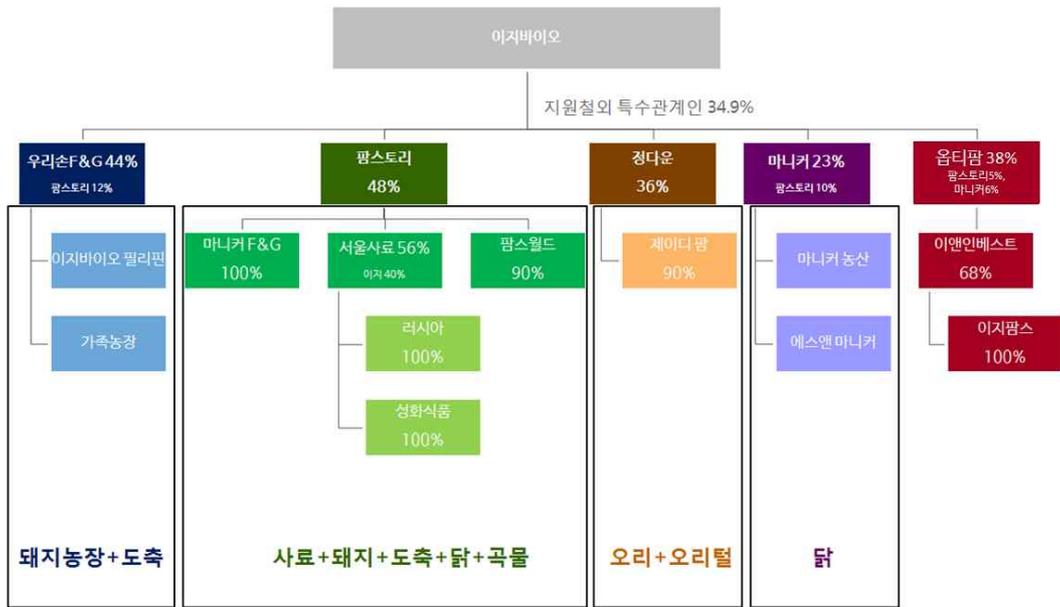
상반기에 자회사 상장 예정

기술특례 방식으로
코스닥 상장 계획

옵티팜은 동물병성감정 기관으로 시작하여 약 80%에 이르는 시장 점유율을 차지하고 있다. 현재 동물 약품 판매와 질병진단 사업을 기반으로 박테리오파지 항생제 대체제, 혈중암 진단키트, 나아가 인체 이종장기 원료 동물에 대한 연구를 진행 중에 있다. 이지 바이오는 옵티팜을 기술특례 방식으로 올해 코스닥 시장에 상장할 계획을 가지고 있다. 지난 2017년 12월 22일 기술성평가를 통과했다. 이에 올 상반기내 코스닥 상장 예비심사를 청구하고 상장할 예정에 있다.

상장 주관사는 NH투자증권이며, '형질전환 이종장기 개발'과 바이러스 유사 입자 기반 의프리미엄 백신 개발' 기술 특례로 상장에 도전한다. 상장시 옵티팜의 가치는 5,000억 ~6,000억원 사이로 평가되고 있다. 한편, 2016년 기준 매출액은 143억 7,600만원, 영업이익은 2006만원을 기록했다. 옵티팜의 최대주주는 이지바이오 (지분율 38%)이다.

그림1. 이지바이오 지배구조



자료: 회사자료, 케이프투자증권

CAPE

벨류에이션

투자의견 BUY 유지, 목표주가 10,000 원으로 상향

사료과 돈육에서 이익
증가세 유지

이지바이오에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 10,000원으로 상향한다. 원화 강세와 곡물가 하향안정화에 따른 사료 사업부의 이익 확대와 돈육 사업부의 이익증가 모멘텀이 유지될 전망이다. 2017년 AI로 인해 연초부터 육계 시세가 좋았는데 2018년은 정상화되면서 영업이익은 전년대비 감소할 것으로 추정한다. 하지만 구조조정으로 수익성이 개선되었기 때문에 이익은 흑자를 유지할 것으로 예상된다.

목표주가는 외부 시세
및 곡물가격에 따른
변동성 고려한 값

목표주가는 2018년 EPS 964원에 Target Multiple 10.5배를 적용하여 산출하였다. Target Multiple은 금년도 실적 전망과 외부 변동성을 모두 고려하였다. 현 주가 7,970원 대비 25.5%의 상승여력을 가지고 있다.

Target PER 10.5배
적용

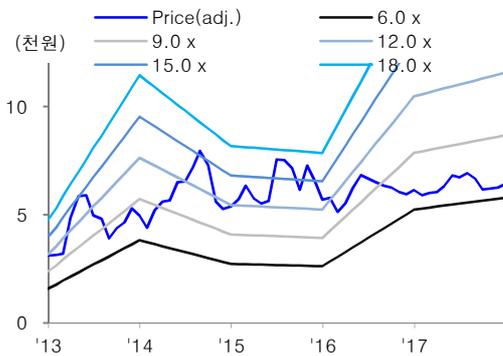
Target Multiple은 2018년 음식료 평균 PER15배에서 30%를 할인하였다. 외부변수(곡물가, 환율)와 유산스가 많은 사료산업 특성 상 재무구조가 불안정하다는 점을 고려하였다. 하지만 2018년 이익 개선을 고려하였을 때 벨류에이션은 매력적이라고 판단한다.

표2. 목표주가 산출 PER Valuation

2018년 순이익 (십억원)	78
2018년 EPS (원)	964
현재주가 (원)	7,970
현재주가 PER	8.3
적정주가 (원)	10,124
Target PER	10.5
목표주가 (원)	10,000
상승여력 (%)	25.5

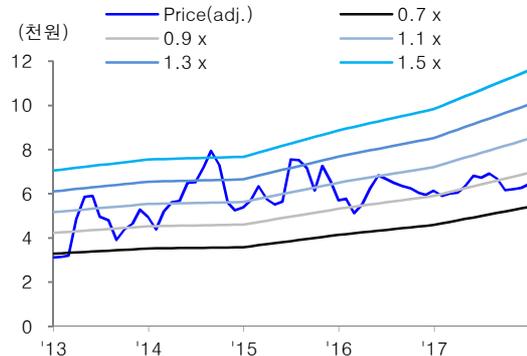
자료: 케이프투자증권

그림2. PER 차트



자료: 케이프투자증권

그림3. PBR 차트



자료: 케이프투자증권

표3. 주요 사업부문별 실적 요약 (단위:십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	341	368	348	383	336	360	336	369	329	346	392	376	1401	1444	1461
사료	207	238	209	241	206	212	187	218	197	191	199	230	823	817	873
- 배합사료	184	190	186	198	183	174	165	180	164	164	167	189	703	685	732
- 사료첨가제	13	33	14	30	14	27	14	28	21	23	23	29	83	96	104
- 기타	10	16	9	13	9	10	8	10	12	4	8	11	37	36	37
양돈	91	95	92	101	93	100	102	107	104	118	126	114	402	462	480
- 도축/가공	60	35	45	47	42	46	44	48	46	62	65	49	179	223	231
- 비육돈	25	50	39	42	39	45	44	48	46	54	55	54	177	210	220
- 기타	6	10	8	11	12	8	14	11	11	1	5	12	46	29	29
가금	151	152	149	136	137	146	142	136	137	147	129	128	561	541	525
- 육계	144	143	141	128	113	114	116	110	105	113	94	96	453	408	386
- 오리	5	6	6	5	19	29	24	21	28	29	30	29	94	116	120
- 기타	1	3	2	3	5	2	2	5	4	5	5	4	14	17	19
기타	9	11	9	17	10	15	11	15	16	15	13	15	51	58	61
- 수의서비스	3	3	3	3	3	4	4	4	4	3	3	4	14	14	15
- 금융	2	1	1	4	4	4	2	2	6	3	2	2	11	13	14
- 기타	5	6	6	10	3	8	6	9	6	9	8	9	25	31	32
연결조정	-117	-127	-112	-111	-110	-112	-106	-107	-124	-125	-75	-111	-434	-434	-478
YoY	-1.0	-3.3	-2.9	-3.4	-1.3	-2.3	-3.4	-3.8	-2.2	-3.8	16.5	2.0	-2.7	3.0	1.2
사료	-7.9	-1.2	-4.7	1.3	-0.6	-11.1	-10.5	-9.4	-4.2	-9.6	6.3	5.3	-8.1	-0.7	6.8
양돈	1.5	-5.9	-4.4	-1.3	2.8	5.2	10.3	6.4	10.9	18.0	23.8	6.9	6.2	14.9	3.9
가금	12.3	-3.6	-5.8	-20.6	-9.6	-4.3	-4.6	0.2	0.1	1.0	-9.4	-6.0	-4.7	-3.5	-3.0
기타	18.8	0.9	15.2	-14.5	15.1	40.2	14.1	-13.8	51.3	0.7	17.2	2.6	10.1	15.1	4.8
연결조정	4.6	-1.6	-9.8	-17.2	-6.2	-12.0	-5.5	-3.3	12.9	11.3	-29.3	3.6	-6.9	-0.1	10.0
영업이익	9.1	34.0	4.8	20.0	15.8	31.9	23.5	7.8	28.6	46.6	24.4	21.1	79.0	120.7	124.2
사료	9.0	13.4	9.4	20.8	13.5	13.7	10.0	13.5	9.8	8.8	10.4	13.5	50.6	42.5	52.0
양돈	3.6	19.0	4.1	4.6	4.5	17.6	8.2	1.4	11.9	28.2	9.5	6.4	31.7	56.1	54.6
가금	-4.8	1.5	-8.9	-7.8	-6.2	-0.3	4.8	-3.7	3.2	9.3	3.6	0.6	-5.3	16.7	10.1
기타	0.5	-0.7	-0.2	1.6	3.0	1.4	0.5	-3.1	3.4	0.1	0.3	0.3	1.8	4.1	6.0
연결조정	0.7	0.8	0.4	0.8	1.1	-0.5	-0.1	-0.4	0.2	0.2	0.6	0.3	0.2	1.3	1.5
OMP 영업이익	2.6	9.2	1.4	5.2	4.7	8.9	7.0	2.1	8.7	13.5	6.2	5.6	5.6	8.4	8.5
사료	4.3	5.6	4.5	8.6	6.6	6.5	5.3	6.2	5.0	4.6	5.2	5.9	6.2	5.2	6.0
양돈	4.0	20.1	4.4	4.6	4.8	17.6	8.1	1.3	11.5	24.0	7.5	5.6	7.9	12.1	11.4
가금	-3.2	1.0	-6.0	-5.7	-4.5	-0.2	3.4	-2.7	2.4	6.3	2.8	0.5	-1.0	3.1	1.9
기타	5.6	-6.6	-2.1	9.5	28.7	9.6	4.7	-21.0	22.1	1.0	2.0	2.0	3.6	7.1	9.8

자료: 케이프투자증권

그림4. 육계 가격 추이

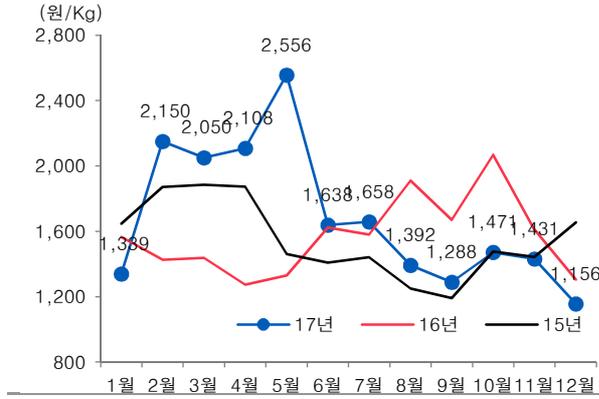


그림5. 가금사업부 분기별 영업이익 추이 및 전망

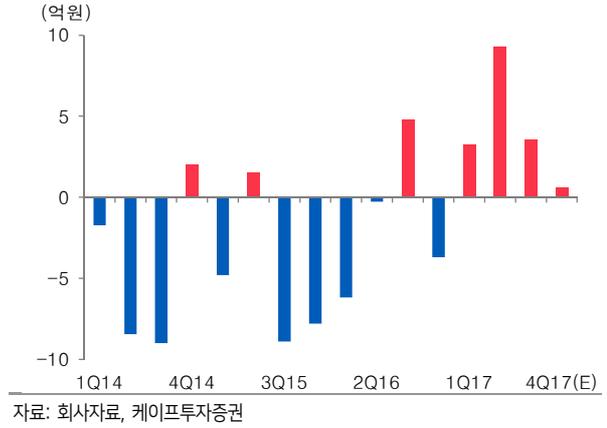


그림6. 오리 가격 추이

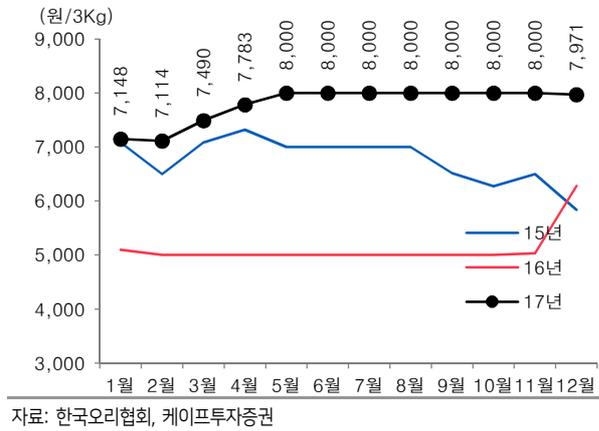
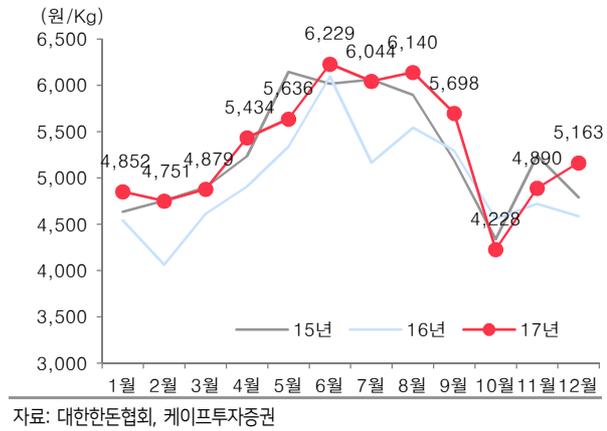


그림7. 돈육(박피) 가격 추이



재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	604	687	782	855	매출액	1,401	1,444	1,461	1,491
현금및현금성자산	62	129	217	279	증가율(%)	-2.7	3.0	1.2	2.1
매출채권 및 기타채권	211	217	220	224	매출원가	1,151	1,147	1,157	1,179
재고자산	170	175	178	181	매출총이익	250	296	304	312
비유동자산	906	850	807	780	매출총이익률(%)	17.8	20.5	20.8	20.9
투자자산	164	168	170	174	판매비와 관리비	171	176	179	183
유형자산	646	585	540	509	영업이익	79	121	124	129
무형자산	57	57	56	56	영업이익률(%)	5.6	8.4	8.5	8.7
자산총계	1,510	1,537	1,588	1,635	EBITDA	114	226	215	210
유동부채	763	717	681	638	EBITDA M%	8.2	15.7	14.7	14.1
매입채무 및 기타채무	141	145	147	150	영업외손익	-23	-6	6	2
단기차입금	504	474	444	404	지분법관련손익	1	3	2	3
유동성장기부채	76	55	46	39	금융손익	-27	-11	3	-5
비유동부채	209	206	205	203	기타영업외손익	3	2	1	4
사채 및 장기차입금	147	143	141	138	세전이익	56	115	131	131
부채총계	972	924	886	841	법인세비용	22	44	53	53
지배기업소유지분	313	368	434	502	당기순이익	33	68	78	78
자본금	27	27	27	27	지배주주순이익	23	48	54	55
자본잉여금	113	113	113	113	지배주주순이익률(%)	2.4	4.7	5.3	5.3
이익잉여금	170	215	266	318	비지배주주순이익	10	21	23	24
기타자본	4	14	28	44	기타포괄이익	14	10	14	16
비지배지분	225	245	269	292	총포괄이익	47	78	92	94
자본총계	538	614	702	794	EPS 증가율(% , 지배)	-3.9	100.1	10.4	0.9
총차입금	729	673	632	582	이자손익	-27	-21	-17	-12
순차입금	590	465	335	222	총외화관련손익	-5	8	19	3

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	129	159	146	151	총발행주식수(천주)	53,005	56,191	56,191	56,191
영업에서 창출된 현금흐름	165	224	215	215	시가총액(십억원)	325	361	448	448
이자 수취	6	6	9	11	주가(원)	6,140	6,420	7,970	7,970
이자 지급	-27	-27	-25	-23	EPS(원)	437	873	964	973
배당금 수입	1	1	1	1	BPS(원)	5,914	6,557	7,721	8,929
법인세부담액	-17	-44	-53	-53	DPS(원)	50	50	50	50
투자활동 현금흐름	-33	-34	-15	-36	PER(X)	14.1	7.4	8.3	8.2
유동자산의 감소(증가)	0	-2	-1	-2	PBR(X)	1.0	1.0	1.0	0.9
투자자산의 감소(증가)	-25	-5	-2	-4	EV/EBITDA(X)	10.0	4.7	4.9	4.6
유형자산 감소(증가)	-34	-45	-45	-50	ROE(%)	7.1	11.9	11.8	10.5
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROA(%)	2.1	4.5	5.0	4.9
재무활동 현금흐름	-168	-58	-44	-53	ROIC(%)	4.8	7.7	8.1	8.9
사채및차입금증가(감소)	-231	-55	-41	-50	배당수익률(%)	0.8	0.8	0.6	0.6
자본금및자본잉여금 증감	2	0	0	0	부채비율(%)	180.6	150.5	126.1	105.9
배당금 지급	-3	-3	-3	-3	순차입금/자기자본(%)	109.6	75.8	47.7	27.9
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	79.1	95.8	114.8	134.2
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.4	4.5	4.9	5.5
현금증감	-72	67	88	62	총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9
기초현금	134	62	129	217	매출채권 회전율	6.6	6.7	6.7	6.7
기말현금	62	129	217	279	재고자산 회전율	7.7	8.3	8.3	8.3
FCF	81	114	101	101	매입채무 회전율	8.6	8.0	7.9	8.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

이지바이오(035810)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-05-23	2017-07-25	2017-07-25	2017-08-11	2018-01-16	
투자의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	
목표주가	9,300원		9,300원	9,300원	10,000원	
과리율(%)_평균	-27.01		-27.04	-30.03		
과리율(%)_최고	-21.72		-21.72	-14.30		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(87.00%) · 매도(1.00%) · 중립(12.00%)	* 기준일 2017.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.