

이지바이오

NR

035810 기업분석 |

목표주가

-

현재주가(07/05)

7,730원

Up/Downside

-

2018. 07. 06

내게는 너무 어려운 이지바이오

▶ 탐방보고

2Q18 감익, 크게 우려할 이유는 없다... 돈육가격 하락으로 생물자산 평가이익이 전년대비 감소하고, 분기말 환율이 상승하면서 2Q18 영업이익은 전년대비 감소할 수 있을 것으로 추정한다. 1Q18 생물자산 평가이익으로 긍정적인 실적을 기록한 것처럼 2Q18 전년대비 감익 가능성에 큰 의미를 두지는 않는다. 사업 부문별로 사료첨가제는 오랜기간 지속해온 해외 영업의 성과가 18년 가시화 되면서 아시아와 중남미를 중심으로 리피돌, 엔도파워 등 주력 제품의 의미있는 매출 성장이 있을 것으로 기대하고 있다(향후 확인요망). 축산/육가공의 경우 계열화와 직영 농장 확대를 통한 돼지 사육두수 증가가 지속되고 있다. 17년 동사의 비육돈 출하는 계열화 농장(팜스월드)에서 8.3%YoY 증가했고(19.4만두, +1.48만두), 직영농장(우리손F&G)에서 농장매입 등으로 14.1%YoY 증가한 것으로 추정한다(33만두, +4만두).

농촌경제연구소 등에 따르면 18년 돼지고기 가격은 약세를 보일 것으로 전망되고 있다. 17년 연간 국내 돼지고기 가격은 kg당 4,827원으로 7.6%YoY 상승했다. 17년 9월까지 높은 돼지 가격으로 모돈수가 증가하고 전체 사육두수도 증가하면서, 배합사료 출하량도 증가하는 등 17년 돼지 사료 시장은 긍정적인 업황을 보였다. 18년 1~5월 평균 돼지고기 가격(지육기준 kg) 4,383원으로 전년동기 대비 9.9%하락하고 있다. 당사는 사육두수 증가에 따른 생산증가와 수입량 증가로 가격 하락은 연중 지속될 것으로 추정하며, 이에 따른 모돈수 감소, 사육두수 감소로 배합사료 생산량도 하락할 것으로 추정한다. 계열화율이 이미 높은 수준으로 상승한 육계시장에서는 아직도 치열한 경쟁과 높은 가격 변동성이 상존하는 상황이라고 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배. %)

FYE Dec	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,504	1,481	1,441	1,401	1,398
(증가율)	-2.7	-1.5	-2.7	-2.8	-0.2
영업이익	39	82	68	79	106
(증가율)	44.4	110.3	-17.1	16.2	34.2
지배주주순이익	12	30	23	23	30
EPS	263	636	454	437	544
PER (H/L)	25.5/11.5	13.6/6.6	20.3/11.0	17.3/11.2	13.4/10.6
PBR (H/L)	1.5/0.7	1.7/0.8	1.8/1.0	1.3/0.8	1.2/0.9
EV/EBITDA (H/L)	16.5/14.2	11.0/9.3	12.8/11.0	10.6/9.4	8.1/7.5
영업이익률	2.6	5.5	4.7	5.6	7.6
ROE	6.0	12.9	8.9	7.9	9.0

Stock Data

52주 최저/최고	5,900/9,480원
KOSDAQ /KOSPI	794/2,258pt
시가총액	4,478억원
60일-평균거래량	1,862,409
외국인지분율	17.8%
60일-외국인지분율변동추이	+7.5%p
주요주주	지원철 외 6 인 30.6%



주가상승률

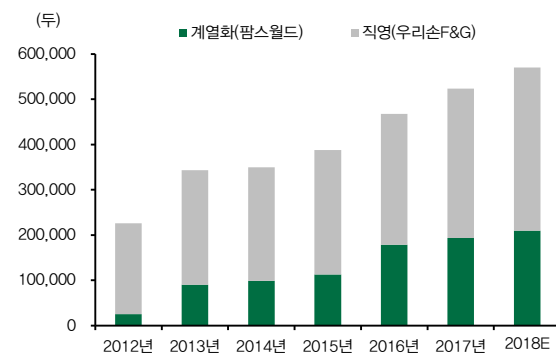
	1M	3M	12M
절대기준	-15.8	8.1	13.8
상대기준	-7.0	18.3	-5.2

돈육, 경쟁적 직영농장 확대는 양날의 검(劍): 계열화가 완만하게 진행중인 돈육시장에서 업계의 공격적인 직영농장 확대는 돈육 가격 하락이나 질병 발생시 손익 변동성을 확대시킬 수 있다. 장기적으로 주식 시장의 예상보다 돈육 시장의 계열화율은 느리게 진행될 것이며, 독과점화에도 긴 시간이 필요할 것으로 판단한다. 돼지 관련 기업의 영업이익은 완만한 돼지고기 물가상승과 느린 계열화율 상승에 따라 완만하게 우상향할 것으로 기대되며, 중간 중간 발생하는 돼지고기 가격 변동과 질병, 환율, 곡물가 가격 변동에 따라 일시적 변동성이 나타날 것으로 추정한다. 결국 지나친 기대도 지나친 우려도 할 이유가 없다는 생각이다.

서울사료, 손익 정상화 기대: 한편 신란계 사료 시장에서 1위를 기록하고 있는 동사의 주력 계열사 서울사료의 손익은 18년 정상화될 것으로 추정되며 이는 동사의 18년 연결 영업이익 방어에 상당한 도움이 될 것으로 판단한다(16년 순이익 +25억원 → 17년 -117억원). 마니커의 경우 CJ그룹과의 협업, 프랜차이즈 인수 등을 통해 활로를 모색 중이나 치열한 경쟁 상황을 감안시 당장 큰 폭의 이익 개선을 기대하지는 않는다.

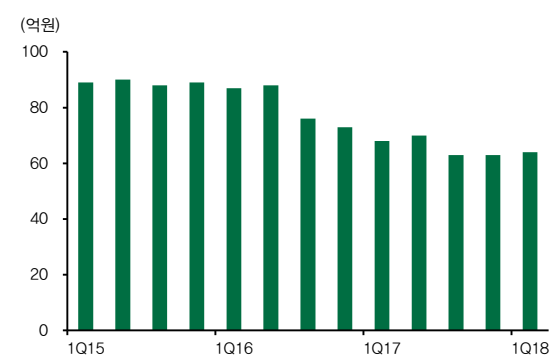
장기 성장성 긍정적이나, 지배주주순이익 기준 오버슈팅은 경계: 이지바이오의 수직 계열화와 그룹 차원의 차입금 축소 노력 등이 지속된다면 장기적인 주주가치 상승은 지속될 것으로 전망한다. 동사의 연결기준 부채비율은 2015년 300%수준에서 현재 150%수준까지 하락했으며, 회사측은 자회사 옵티팜 상장이 예상대로 진행될 경우 연말 부채비율이 100%초반대로 하락할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 절대 부채 규모와 이자비용이 감소하고 있는 점은 분명히 기업가치에 긍정적이다. 연결기준 영업이익 증가가 긍정적 흐름을 보이고 있지만, 진정한 주가 레벨업은 지배주주 순이익 개선 여부에 연동할 가능성이 높다고 판단한다. 남북 긴장완화에 따른 대북 사업 가능성이나 연해주 농장 등에 대한 가치 평가를 배제한 상황에서 지배주주순이익의 레벨업이 없는 상황이라면 지나친 기대감과 그에 따른 단기적인 주가 오버슈팅에 대해서는 경계심을 가져야할 것으로 판단한다.

도표 1. 이지바이오(연결기준) 돼지농장 사육두수



자료: DB금융투자, 18년은 이지바이오 추정치

도표 2. 이지바이오(연결기준) 분기별 이자비용 현황



자료: DB금융투자, 이지바이오

도표 3. 이자바이오 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)

연결기준	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2014	2015	2016	2017
매출액	3,365	3,599	3,362	3,688	3,291	3,463	3,920	3,307	3,488	14,803	14,406	14,014	13,981
사료사업부	2,059	2,116	1,871	2,181	1,971	1,914	1,989	2,145	2,143	9,226	8,947	8,227	8,019
축산육가공	933	999	1,017	1,070	1,035	1,176	1,261	1,215	1,121	3,887	3,784	4,019	4,687
가금사업부	1,366	1,456	1,423	1,361	1,367	1,471	1,290	1,165	1,262	6,218	5,882	5,606	5,292
기타	103	150	108	146	156	151	126	65	278	461	460	507	498
연결조정	-1,096	-1,121	-1,057	-1,070	-1,237	-1,249	-747	-1,283	-1,316	-4,989	-4,668	-4,344	-4,515
매출총이익	571	743	638	548	696	618	971	504	766	2,466	2,362	2,500	2,789
사료사업부	366	-27	729	391	327	417	245	377	386	1,526	1,495	1,459	1,365
축산육가공	104	639	-259	80	174	164	332	42	222	636	542	563	714
가금사업부	57	119	166	87	136	40	320	125	130	313	257	429	620
기타	54	49	40	23	91	12	86	-7	129	109	137	166	182
연결조정	-10	-37	-38	-32	-32	-15	-11	-34	-101	-117	-69	-116	-92
판매비	412	423	404	471	411	451	428	440	425	1,685	1,683	1,709	1,729
영업이익	159	320	234	78	286	466	244	65	341	781	679	790	1,060
사료사업부	135	137	99	135	98	88	104	119	144	555	526	506	409
축산육가공	45	176	82	14	119	282	95	-50	160	407	312	317	446
가금사업부	-62	-3	48	-37	32	93	36	20	18	-172	-199	-53	181
기타	30	14	5	-31	34	1	3	-25	44	-16	13	18	14
연결조정	11	-5	-1	-3	2	2	6	1	-26	8	27	2	10
당기순이익	92	130	129	-19	179	268	121	-59	197	174	155	331	509
지배주주순이익	86	115	76	-45	126	128	74	-30	156	305	233	231	298

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 4. 이자바이오, 연간 및 분기별 생물자원 평가이익

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2014	2015	2016	2017
비육돈	-8	56	-25	-57	8	111	-73	-114	85	-13	-17	-35	-68
비육우	5	-0	-9	-9	-8	3	7	4	6	7	8	-12	6
비육계	13	40	3	-54	31	-13	-1	4	15	55	23	2	22
비육오리	4	-1	-1	8	9	5	-9	2	12	7	2	10	8
비육유산양	-0	-0	-0	-0	-0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
곡물						4	0	-12		8	1	-9	-9
합계	14	95	-31	-112	41	110	-76	-116	118	64	16	-44	-40

자료: DB금융투자, 감사보고서

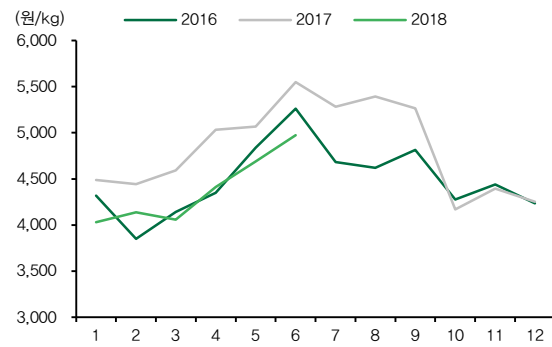
도표 5. 돼지 지육가격 전망

(단위: 원/kg)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	연평균
평년	4,147	4,120	4,519	4,732	5,031	5,604	5,158	5,150	4,916	4,336	4,597	4,347	4,760
2017	4,582	4,536	4,717	5,105	5,222	5,751	5,528	5,643	5,421	4,281	4,507	4,345	4,947
2018	4,111	4,219	4,060	4,546	4,829	5,000~5,300	4,700~5,000	4,700~5,000	4,500~4,800	3,900~4,200	4,100~4,400	-	4,472

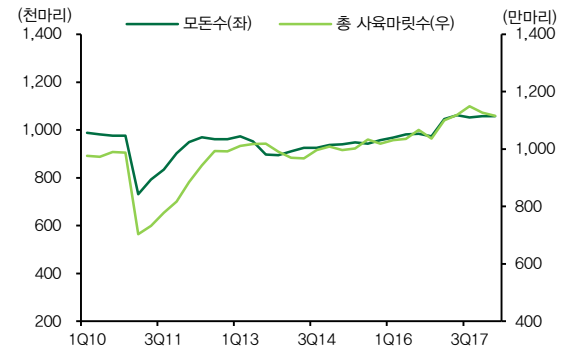
자료: DB 금융투자, 축산물품질평가원(18년 6월 ~11월은 농업관측본부 전망치)

도표 6. 국내 돼지고기 가격(자육가격 기준)



자료: DB 금융투자, 축산유통종합정보센터

도표 7. 돼지값 상승 → 모돈수, 사육두수 2017년 증가



자료: DB 금융투자, 축산유통종합정보센터

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	662	681	703	604	576
현금및현금성자산	98	98	134	62	56
매출채권및기타채권	218	208	212	211	194
재고자산	179	213	193	170	156
비유동자산	813	813	878	906	904
유형자산	607	598	644	646	660
무형자산	74	61	57	57	49
투자자산	107	124	139	164	157
자산총계	1,475	1,494	1,581	1,510	1,481
유동부채	878	897	947	763	725
매입채무및기타채무	150	115	127	141	120
단기차입금및단기차대	633	671	688	504	493
유동성장기부채	58	74	95	76	78
비유동부채	236	230	235	209	170
사채및장기차입금	173	167	175	147	93
부채총계	1,113	1,127	1,182	972	895
자본금	24	26	27	27	28
자본잉여금	84	100	110	113	127
이익잉여금	103	129	150	170	197
비지배주주지분	145	113	128	225	240
자본총계	361	367	399	538	586

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	77	8	74	129	119
당기순이익	11	17	15	33	51
현금유출이없는비용및수익	123	155	142	176	186
유형및무형자산상각비	29	31	35	35	38
영업관련자산부채변동	32	-65	15	29	-18
매출채권및기타채권의감소	8	5	-8	-3	3
재고자산의감소	45	-34	22	22	15
매입채무및기타채무의증가	13	-37	9	14	-23
투자활동현금흐름	-46	-28	-55	-33	-74
CAPEX	45	45	62	48	52
투자자산의순증	-18	-17	-12	-25	6
재무활동현금흐름	0	20	18	-168	-51
사채및차입금의 증가	-16	47	36	-231	-62
자본금및자본잉여금의증가	4	16	9	0	13
배당금지급	-3	-3	-4	-3	-3
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	31	0	36	-72	-6
기초현금	67	98	98	134	62
기말현금	98	98	134	62	56

자료: 이자바이오, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,504	1,481	1,441	1,401	1,398
매출원가	1,303	1,230	1,204	1,151	1,119
매출총이익	201	250	236	250	279
판매비	160	166	167	170	170
영업이익	39	82	68	79	106
EBITDA	68	113	103	114	144
영업외손익	-26	-53	-40	-23	-18
금융손익	-35	-42	-35	-27	-13
투자손익	2	3	4	1	4
기타영업외손익	7	-14	-9	3	-9
세전이익	13	29	28	56	89
중단사업이익	0	-2	-2	-1	-1
당기순이익	11	17	15	33	51
지배주주지분순이익	12	30	23	23	30
비지배주주지분순이익	-2	-13	-8	10	21
총포괄이익	9	3	13	47	41
증감률(%YoY)					
매출액	-2.6	-1.6	-2.7	-2.7	-0.2
영업이익	43.2	109.1	-17.3	16.4	34.1
EPS	-28.5	141.5	-28.6	-3.9	24.6

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2013	2014	2015	2016	2017
주당이익(원)					
EPS	263	636	454	437	544
BPS	4,614	5,036	5,117	5,914	6,154
DPS	50	50	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	18.8	8.5	12.6	14.1	11.8
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	15.5	10.0	11.4	10.0	7.9
수익성(%)					
영업이익률	2.6	5.5	4.7	5.6	7.6
EBITDA마진	4.6	7.7	7.1	8.2	10.3
순이익률	0.7	1.2	1.1	2.4	3.6
ROE	3.1	4.8	4.0	7.1	9.1
ROA	0.7	1.2	1.0	2.1	3.4
ROIC	2.7	4.7	3.4	4.0	5.3
안정성및기타					
부채비율(%)	308.2	306.7	295.9	180.6	152.9
이자보상배율(배)	1.0	2.0	1.9	2.4	4.0
배당성향(배)	21.8	14.5	17.1	8.0	5.5

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

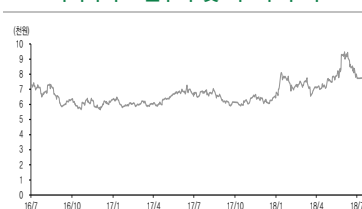
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

이자바이오 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	-------	------	--------------------	----	-------	------	--------------------