

Company Visit

백재승
Analyst
jaeseung.baek@samsung.com
02 2020 7794

김희연
Research Associate
heeyeun.kim@samsung.com
02 2020 7774

Small Cap Team

장정훈 (팀장 / IT 소재, 장비)
jhooni.chang@samsung.com

김은지 (자동차부품, 기계)
eun.jee.kim@samsung.com

강은표 (지주회사)
eunpyo.kang@samsung.com

백재승 (소비재)
jaeseung.baek@samsung.com

이은재 (핸드셋 부품, IT 솔루션)
eunjae.lee@samsung.com

■ AT A GLANCE

not rated

목표주가	n/a		
현재주가	3,605원		
Bloomberg code	035810 KS		
시가총액	1,693.6억원		
Shares (float)	46,979,739주 (64.8%)		
52주 최저/최고	2,305원/4,195원		
60일-평균거래대금	54.7억원		
One-year performance	1M	6M	12M
이지바이오 (%)	+9.2	+24.1	+32.2
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+10.6	+18.2	+23.3

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	n/a	n/a	-
목표주가	n/a	n/a	-
2012E EPS	n/a	n/a	-
2013E EPS	n/a	n/a	-
2014E EPS	n/a	n/a	-

■ SAMSUNG vs THE STREET

No. of Wisefn estimates	0
Target price vs Wisefn mean	-
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1yr fwd EPS vs Wisefn mean	-
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
Wisefn recommendation	N/A

이지바이오 (035810)

2013년 실적 성장에 주목

WHAT'S THE STORY?

Event: 최근 축산업 동향 점검을 위한 기업 탐방.

Impact: 전년대비 하락 중인 닭고기 및 돼지고기 가격에도 불구하고 사료 사업의 높은 성장성 및 작년의 일회성 요인으로 인해 연결기준 순이익은 전년대비 증가할 것으로 예상.

Action: 내년 하반기 닭고기 및 돼지고기 가격 반등 가능성 높아, 동사의 연결기준 2013년 실적 향상은 기대할 만 하다는 판단. 2012년 P/E는 약 9.8배로, 2005년 이후 평균 P/E 15.1배 대비 35.1% 할인되어 거래 중.

THE QUICK VIEW

중요한 것은 연결기준 실적: 동사의 별도기준 상반기 매출 및 영업이익은 각각 전년대비 54.8%, 61.9% 증가한 608억, 104억 원으로, 동사의 사료 및 사료첨가제 사업의 높은 성장성에 기인. 그러나 2011년 기준 동사의 별도기준 매출이 연결기준 매출 대비 8.9%에 불과하다는 점을 고려할 때, 실질적인 동사의 가치를 판단하기 위해서는 연결기준 실적을 파악하는 것이 중요하다는 판단. 전년대비 하락 중인 돼지고기 가격으로 인해 자회사 우리손홀딩스(돼지농장들을 자회사로 보유)의 실적 하락이 예상되지만 견조한 사료사업 성장과 더불어 강원LPC 등 도축 사업 실적이 작년 약 30억 원 적자에서 올해 BEP 수준으로 회복될 것으로 예상됨에 따라 연결기준 영업이익은 전년대비 18% 증가한 562억 원을 기록할 것으로 기대.

육계 가격은 내년 하반기부터 회복 예상: 동사는 작년 6월 인수한 마니커를 지분법 대상으로 보유하고 있음. 마니커의 올해 상반기 매출은 전년대비 10.8% 감소한 1,430억이며, 전년대비 적자전환한 55억 원의 영업손실을 기록. 작년 하반기부터 육계 가격 하락이 지속되고 있으며, 1) 양계 사업 내 공급 조절이 약 1.5년 주기로 이루어지고, 2) 육가공 사업으로 최근 진출한 신규 기업의 공격적인 물량 증가가 지속되고 있어, 수급 조절에 따른 육계 가격 회복은 내년 하반기부터 가능할 것이라는 게 업계의 일반적인 예상. 가격 하락폭이 둔화될 가능성이 있으나, 마니커의 하반기 실적이 상반기 부진한 실적을 크게 만회할 가능성은 제한적이라는 판단이며, 이를 고려할 때 올해 이지바이오의 연결기준 지분법 손실은 50억 원에 도달할 것으로 예상 (마니커 순손실 160억 x 지분율 31% = 지분법 손실 50억 원).

2013년 실적을 봐야할 때: 1) 최근 돼지고기 가격이 최근 3년간 최저치를 돌파함에 따라 내년 수입육 할당관세 가능성은 제한적이며, 2) 닭고기 가격 또한 내년 하반기 이후 공급 조절에 따른 회복이 예상된다는 점에서 지금은 동사의 2013년 실적을 기대해 볼 필요가 있다는 판단. 올해 중순 급등한 곡물가가 올해 말부터 투입된다는 점과 FTA에 따른 저렴한 닭고기 및 돼지고기 수입이 지속될 수 있다는 점은 동사의 리스크 요인. 그러나 사료 사업의 가격 전가 및 최근의 우수수 가격 하락으로 사료 사업 마진 하락은 제한적일 것으로 예상되며, 최근의 낮은 육계 및 육돈 가격 지속은 축산업 내 구조조정을 앞당길 가능성이 있다는 점에서 동사의 리스크 요인이 상쇄될 가능성도 고려해야 한다는 판단. 참고로, 현재 동사의 2012년 연결기준 P/E는 9.8배로, 2005년 이후 평균 P/E 15.1배 대비 35.1% 할인되어 거래 중. 이미 상당부분 구조조정이 진행된 해외 시장에서 글로벌 peer들이 2013년 평균 P/E 11.3배로 거래되고 있다는 점 또한 동사의 valuation 매력도를 상승시키는 요인으로 작용할 것 (참고로, 2013년 동사 매출 증가율 10%, 영업이익률 4.5% 가정 시 동사의 2013년 P/E 8.0배 수준).

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2008	2009	2010	2011
매출액 (십억원)	609	705	826	1,070
순이익 (십억원)	1	15	15	10
EPS (adj) (원)	35	375	344	229
EPS (adj) growth (%)	(78.9)	985.4	(8.4)	(33.5)
EBITDA margin (%)	6.7	4.7	4.9	6.3
ROE (%)	9.0	11.2	9.2	3.6
P/E (adj) (배)	n/a	9.6	10.5	15.8
P/B (배)	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	8.9	10.8	10.1	8.9
Dividend yield (%)	0.7	1.4	1.4	1.4

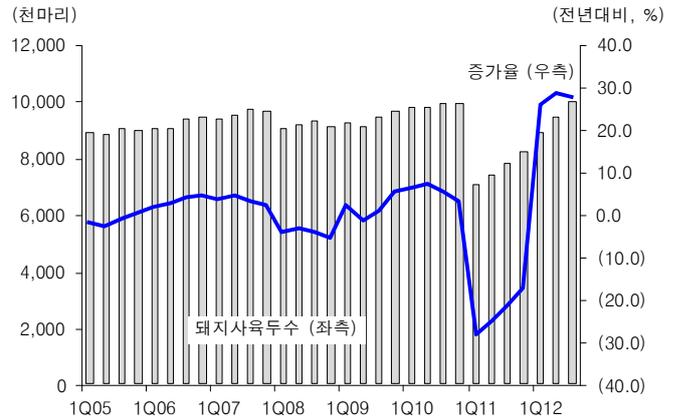
자료: 삼성증권 추정

그림 1. 돼지고기 가격 추이



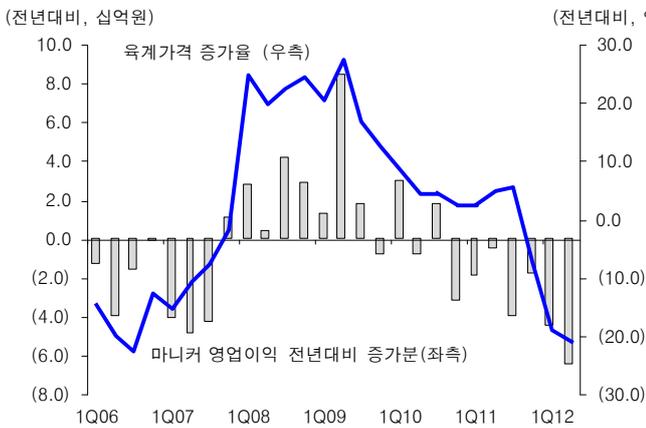
자료: 축산물품질평가원

그림 2. 돼지 사육두수 추이



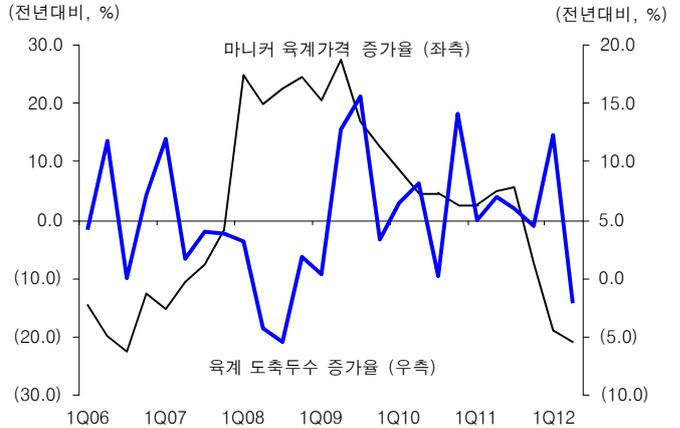
자료: 한국육류유통수출입협회

그림 3. 육계가격 증가율 vs 마니커 영업이익의 전년대비 증가분



자료: 마니커, 삼성증권

그림 4. 마니커 육계가격 증가율 vs 육계 도축두수 증가율



자료: 마니커, 한국육류유통수출입협회, 삼성증권

표 1. 2011년 이지바이오 연결기준 실적 정리

(십억원)	이지바이오	팜스토리	서울사료	성화식품	강원LPC	기타	연결 기준
매출	95.1	455.7	334.6	107.6	57.9	19.2	1,070.2
매출총이익	27.8	49.4	33.5	8.6	1.6	34.0	155.0
영업이익	13.3	15.7	9.4	1.4	(2.4)	10.3	47.7
세전이익	10.5	12.3	6.2	0.5	(3.4)	3.6	29.7
순이익	4.8	6.6	2.5	0.9	(3.4)	(4.3)	7.0
지분율 (%)		62.7	73.1	100.0	100.0	n/a	n/a
지배주주 순이익	4.8	4.1	1.8	0.9	(3.4)	2.1	10.3

자료: 이지바이오, 삼성증권

표 2. 상반기 실적을 고려한 이지바이오 연결기준 실적 추정

(십억원)	2011	2012	증가율 (%)	비고
매출	1,070.2	1,273.7	19.0	
이지바이오	95.1	147.2	54.8	상반기 성장률 적용
팜스토리	455.7	473.0	3.8	상반기 성장률 적용
서울사료	334.6	405.3	21.1	사료사업 연간 매출성장률 20% 적용
성화식품	107.6	96.0	(10.8)	마니커 상반기 매출감소를 적용
강원LPC	57.9	132.9	129.4	사육두수 회복 고려하여 2010년 실적 적용
기타	19.2	19.2	0.0	보수적 가정
영업이익	47.7	56.2	18.0	
이지바이오	13.3	21.9	65.2	상반기 성장률 적용
팜스토리	15.7	21.0	33.5	상반기 성장률 적용
서울사료	9.4	11.3	21.0	2011년 영업이익률 2.8% 적용
성화식품	1.4	(3.6)	n/a	마니커 상반기 영업손실을 적용
강원LPC	(2.4)	0.4	n/a	사육두수 회복 고려하여 2010년 실적 적용
기타	10.3	5.2	(50.0)	돼지고기 가격 하락 반영
영업외손익	(19.4)	(25.9)	n/a	
순이자손익	(17.6)	(19.3)	n/a	
지분법손익	(0.3)	(5.0)	n/a	마니커의 상반기 순이익 고려하여 적용
기타	(1.6)	(1.6)	n/a	
세전이익	29.7	30.4	2.1	
법인세	22.7	9.1	(60.0)	
법인세율 (%)	76.5	30.0	n/a	
순이익	7.0	21.3	204.2	
지배주주 순이익	10.3	17.2	66.9	
시가총액*	169.3	169.3	n/a	
P/E	16.4	9.8	n/a	

참고: * 2012년 10월 24일 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

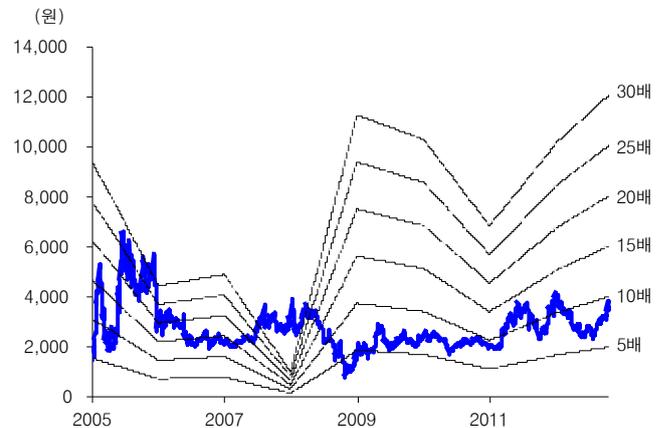
표 3. 글로벌 peer valuation

2013E	EPS 증가율 (%)	P/E (배)	ROE (%)	P/B (배)
이지바이오	21.7	8.0	7.2	0.6
JBS	43.4	12.7	7.6	0.9
Tyson Foods	(14.2)	10.8	8.6	1.0
Nippon Meat Packers	31.1	12.6	5.7	0.7
Smithfield Foods	27.4	8.9	8.5	0.8
평균*	21.9	11.3	7.6	0.8

참고: * 이지바이오 제외; 이지바이오 2013년 실적 추정은 매출 증가율 10%, 영업이익률 4.5% 가정

자료: 블룸버그, 삼성증권 추정

그림 5. P/E 밴드



참고: 연결기준

자료: 이지바이오, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009	2010	2011
매출액	396	609	705	826	1,070
매출원가	322	517	614	721	915
매출총이익	73	93	91	106	155
판매 및 일반관리비	59	60	66	75	108
노무비	15	14	18	19	32
판매비	26	28	31	36	43
기타	18	17	18	19	33
기타영업손익	0	0	0	0	1
영업이익	14	33	25	31	48
금융수익	15	10	10	9	21
이자수익	6	6	9	8	9
기타	9	4	1	1	11
금융비용	12	15	20	22	44
이자비용	11	14	19	17	27
기타	1	1	2	4	17
영업외수익	8	9	37	14	0
영업외비용	4	39	18	6	0
기타	(4)	2	6	2	5
세전계속사업이익	17	0	40	29	30
(계속사업이익)법인세비용	6	(0)	15	10	23
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
순이익	11	1	25	19	7
EBITDA	23	41	33	41	67
EPS (원)*	90	376	499	427	186

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009	2010	2011
영업활동에서의 현금흐름	(22)	(42)	36	30	92
순이익	11	1	25	19	7
유·무형자산 상각비	7	7	7	8	20
퇴직급여	2	1	3	2	3
순외환관련손실(이익)	1	11	(8)	(3)	6
지분법손실(이익)	4	(2)	(6)	(2)	0
순운전자본감소(증가)	(39)	(60)	10	(3)	31
기타	(8)	1	5	9	25
투자활동에서의 현금흐름	48	(57)	(41)	(68)	(132)
설비투자	(11)	(6)	(34)	(11)	(67)
투자자산의 (증가)감소	28	(5)	(24)	(68)	(94)
기타	32	(46)	16	11	29
재무활동에서의 현금흐름	(12)	98	24	24	82
단기차입금의 증가(감소)	(11)	95	40	13	86
장기차입금 증가(감소)	1	6	20	14	13
사채증가(감소)	(2)	12	17	12	7
유동성장기부채의 증가(감소)	(2)	(11)	(53)	(13)	(36)
배당금	(2)	(4)	(1)	(3)	(2)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	23
기타	3	(0)	0	2	(10)
기타활동에서의 현금흐름	12	(0)	0	2	1
현금증감	26	(0)	19	(11)	42
기초현금	4	30	30	48	46
기말현금	30	30	48	37	88

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

2010년부터 K-IFRS 적용

자료: 이지바이오, 삼성증권

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009	2010	2011
유동자산	218	365	363	376	521
현금 및 현금성자산	31	30	48	37	88
단기예금	46	93	98	89	79
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	67	105	96	124	147
채고자산	64	119	111	113	179
기타	9	18	10	13	29
비유동자산	202	211	247	310	560
투자자산	98	112	120	157	136
유형자산	95	93	119	135	375
무형자산	10	6	9	17	41
기타	0	0	0	(0)	8
자산총계	420	576	610	686	1,082
유동부채	186	368	350	394	656
매입채무	21	63	38	44	85
단기차입금	131	230	266	271	464
유동성장기부채	11	49	13	36	36
기타	24	25	34	44	71
비유동부채	67	45	68	86	169
사채	28	17	26	14	16
장기차입금	35	23	32	48	78
기타	5	6	11	24	74
부채총계	253	413	419	481	824
자본금	20	20	21	22	23
자본잉여금	68	68	61	66	77
자본조정	(9)	0	(0)	(0)	(2)
이익잉여금	25	25	39	52	86
기타	63	50	71	66	73
자본총계	167	163	192	205	257

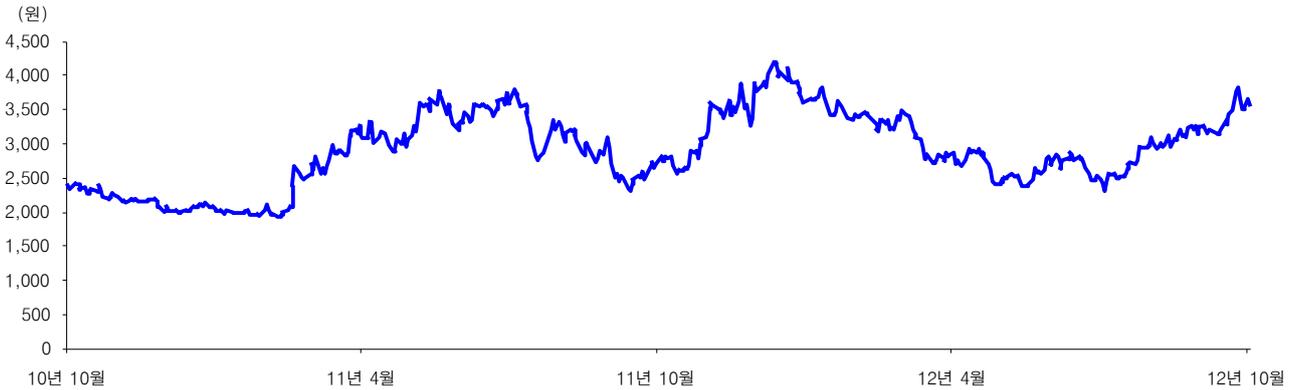
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2007	2008	2009	2010	2011
증감률 (%)					
매출액	386.2	54.0	15.7	17.3	29.5
영업이익	144.2	133.0	(24.6)	23.5	54.8
세전계속사업이익	200.8	(97.1)	8,121.0	(28.7)	3.9
순이익	136.2	(93.6)	3,486.6	(24.7)	(62.3)
EBITDA	168.5	81.4	(19.0)	22.1	66.3
EPS*	(28.2)	317.1	32.6	(14.5)	(56.4)
수익률 (%)					
영업이익률	3.6	5.4	3.5	3.7	4.5
세전계속사업이익률	4.3	0.1	5.7	3.5	2.8
순이익률	2.7	0.1	3.5	2.2	0.7
EBITDA 마진율	5.7	6.7	4.7	4.9	6.3
ROE	2.6	9.0	11.2	9.2	3.6
ROA	3.5	0.1	4.2	2.9	0.8
기타비율					
순부채비율 (%)	76.3	120.8	99.0	118.0	166.3
부채비율 (%)	151.3	254.1	218.2	234.4	320.4
이자보상비율 (배)	2.4	4.0	2.6	3.5	2.7
매출채권회전율 (배)	5.9	5.8	7.4	6.7	7.3
주당지표 (원)					
SPS	10,079	15,520	17,774	19,290	23,719
BPS	3,488	4,200	4,469	4,633	5,124
DPS	50	25	50	50	50
주당EBITDA	576	1,045	838	946	1,495

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 23일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2012/10/24
 투자 의견 not rated
 TP (원) n/a

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상