

이지바이오 (035810)

PSR 0.1x에 바이오 성장 동력 탑재하다

제약

Company Report
2013. 3. 27

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	9,000
현재주가(13/03/26, 원)	3,800
상승여력	137%

영업이익(13F, 십억원)	25
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	22
EPS 성장률(13F, %)	20.9
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.0
P/E(13F, x)	10.3
MKT P/E(13F, x)	9.2
KOSDAQ	549.90
시가총액(십억원)	179
발행주식수(백만주)	47
유동주식비율(%)	29.6
외국인 보유비중(%)	2.0
베타(12M, 일간수익률)	0.90
52주 최저가(원)	2,305
52주 최고가(원)	3,915
주가상승률(%)	1개월 23.2, 6개월 20.4, 12개월 11.9
절대주가	24.0, 20.3, 13.7
상대주가	



제약/바이오

김나연
02-768-3251
irene.kim@dwsec.com

PER 6배, PSR 0.1배의 매력적인 밸류에이션

이지바이오는 축산과 사료로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사이다. 관련 사업은 서산(쌀, 식용)과 러시아 연해주(옥수수, 귀리, 대두 등, 식용 및 사료용)의 곡물경작, 팜스토리, 이지팜 등의 사료사업, 이지바이오의 사료첨가제, 마니커, 성화식품, 가족농장의 양돈과 양계 사업, 팜스토리의 육가공에 이어 가축에 대한 진단 및 백신 시장 점유율 1위의 옵티팜솔루션 등으로 구성되어 있다.

동사는 2011년 구제역발생으로 양돈가격이 급등하면서 시장의 관심을 받았다. 이후 주가는 양돈, 양계 가격 및 곡물가격에 따라 움직여 valuation 매력이 있음에도 크게 주목을 받지 못하였다. 당사가 커버리지를 개시하는 이유는 1) 2013년 연결기준 PER 6.4배, PSR 0.1배의 매력적인 밸류에이션과 2) 원화강세, 곡물가격 안정, 하락하던 돼지와 닭가격의 안정세, 그리고 사료첨가제의 해외진출 가속화로 전 사업이 순항을 시작하는 원년으로 판단하고 있고, 3) 바이오자회사 옵티팜솔루션의 가치 때문이다.

수출 증가와 바이오 자회사 상장가치로 성장 동력 확보

사료첨가제 사업 부분: 이지바이오 본업의 사료첨가제 사업은 2012년 들어 해외수출 비중이 본격적으로 증가하기 시작하였다. 곡물가격이 상승하면서 효율성을 높여주는 사료첨가제의 사용량이 증가하고 있기 때문에 동사의 효소복합제인 엔도파워(NSP 첨가제, 비용 및 에너지 절감)와 리피돌(흡수촉진제, 비용 및 에너지 절감)은 ADM(Archer Daniels Midland Company, NYSE)이라는 미국 곡물회사와 중남미 및 아시아지역으로 수출을 확대하기 시작하였다.

자회사 옵티팜솔루션의 상장가치 부각: 옵티팜은 축산 동물 진단 1위 업체이면서 사람대상의 진단으로 사업을 확장 중에 있다. 또한 자체 기술로 사람과 동일한 조직적합성을 지녀 장기 이식을 가능하게 하는 개체를 만들어 내는데 성공하였다. 향후 강력한 성장 동력이 될 수 있을 전망이다. 2014년에는 상장 진행으로 기업 가치가 부각될 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 9,000원 신규 제시

이지바이오에 대한 투자의견 매수, 목표주가 9,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2가지 방법으로 산정하였다. 하나는 SOTP로 산출하였으며, 이지바이오 별도 가치는 2013년 순이익에 F&B 평균 PER 20배, 자회사 팜스토리에 대해서는 2013년 순이익에 시장 PER 8.9배, 옵티팜은 대표 비교회사 인트론바이오의 시가총액을 적용하였으며, 마니커는 관계사지만 투자유가증권으로 현 시가총액을 지분율만큼 반영하여 산정하였다. 다른 방법은 2013년 연결 EPS 565원에 F&B 평균 PER 20배를 적용하여 산출하였다.

결산기 (12월)	12/09	12/10	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
매출액 (십억원)	74	82	95	127	140	163
영업이익 (십억원)	9	15	13	21	26	31
영업이익률 (%)	12.6	17.9	13.9	16.1	18.2	18.7
순이익 (십억원)	15	10	5	14	17	22
EPS (원)	366	226	104	307	371	465
ROE (%)	13.3	7.5	3.3	9.2	10.1	11.4
P/E (배)	6.3	8.8	38.7	10.2	10.3	8.2
P/B (배)	0.8	0.6	1.2	0.9	1.0	0.9

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

C O N T E N T S

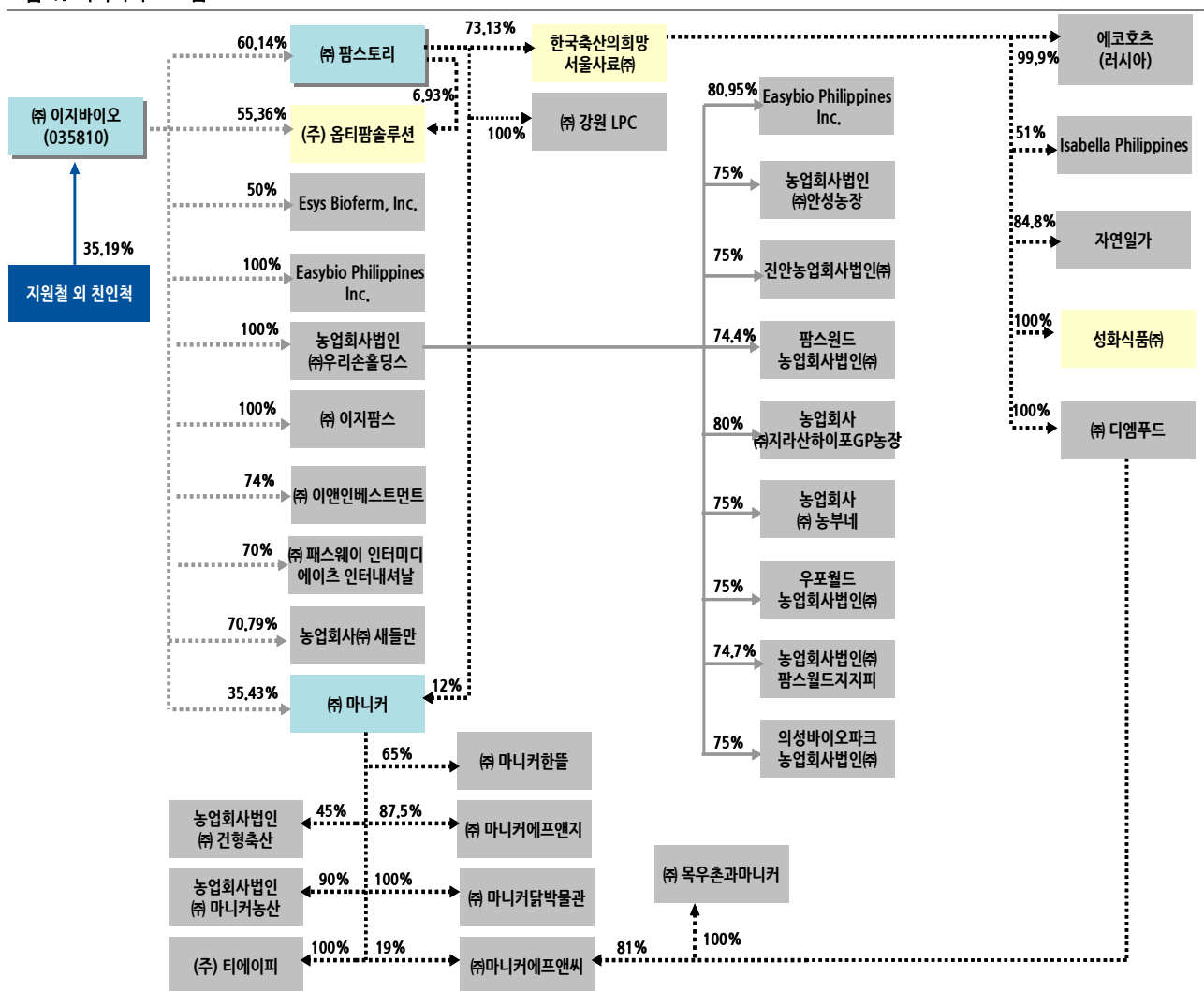
투자포인트	3
1. PER 6배, PSR 0.1배의 밸류에이션 매력 보유	4
2. 이지바이오 본업인 사료첨가제의 수출 확대 시작	7
3. 바이오 자회사 상장 가치 부각	8
4. 애그플레이션 발생시 유일한 대안	9
Valuation	10
리스크 요인	12
원가율에 영향을 미치는 환율과 곡물가격 변동	12

투자포인트

이지바이오는 축산과 사료로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사이다. 관련 사업은 서산(쌀, 식용)과 러시아 연해주(옥수수, 귀리, 대두 등, 식용 및 사료용)의 곡물경작, 팜스토리, 이지팜스 등의 사료사업, 이지바이오의 사료첨가제, 마니커, 성화식품, 가족농장의 양돈과 양계 사업, 팜스토리의 육가공에 이어 가축에 대한 진단 및 백신 시장 점유율 1위의 옵티팜솔루션 등으로 구성되어 있다.

동사는 2011년 구제역발생으로 양돈가격이 급등하면서 시장의 관심을 받았다. 이후 주가는 양돈, 양계 가격 및 곡물가격에 따라 움직여 valuation 매력에 있음에도 크게 주목을 받지 못하였다. 당사가 커버리지를 개시하는 이유는 1) 2013년 연결기준 PER 6.4배, PSR 0.1배의 매력적인 밸류에이션과 2) 올해를 원화강세, 곡물가격 안정, 하락하던 돼지와 닭가격의 안정세, 그리고 사료첨가제의 해외진출 가속화로 전 사업이 순항을 시작하는 원년으로 판단하고 있고, 3) 바이오자회사 옵티팜솔루션의 가치 때문이다.

그림 1. 이지바이오 그룹



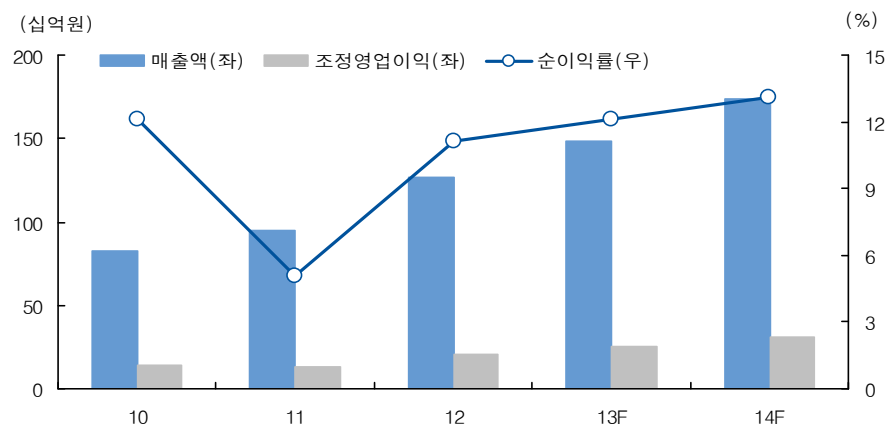
자료: KDB대우증권 리서치센터

1. PER 6배, PSR 0.1배의 밸류에이션 매력 보유

동사의 2013년 연결순이익은 265억원(+ 17.5%YoY, 2012년 226억원)으로 전년대비 높은 성장성이 기대된다. 이는 1) 자회사 마니커 손실분 반영 감소(2012년 종속 관계기업 투자손실 84.4억원)와 이 자비용의 감소 가능성(2012년 279억원), 2) 2013년 원가율에 반영될 생물 자산 기준 가격이 상승할 가능성이 높기 때문이다. 2012년 생물자산 평가 손익부분은 2011년보다 2012년말 돼지, 닭 가격이 하락하여 실질적으로 원가율을 2011년 85.5%에서 2012년 87.3%으로 1.8%p 상승시켰다.

2013년 연결기준 이지바이오의 PER은 6배에 불과하다. 2013년 기대되는 실적 개선 요인은 첫째, 이지바이오 본연의 사업 성장이다.

그림 2. 이지바이오 별도기준 매출액과 영업이익 증가



자료: KDB대우증권 리서치센터

둘째, 연결기준 실적은 2012년 순이익 226억원에서 2013년 265억원으로 개선될 전망이다. 자회사 이익 변화의 핵심은 2가지이다. 사료부분과 가축(가금, 양돈)으로 사료부분은 2013년 전년대비 13.5% 성장을 예상하며, 가축사업은 2012년 대비 2013년 시장 가격 안정화에 따른 적자폭 감소로 연결기준 이익 증가가 예상되기 때문이다.

사료시장은 이미 구조조정이 완료된 사업이다. 농협을 제외하고 이지바이오, 카길의 M/S는 7.01%, 14.4%이었다. 2012년 상반기 이지팜스(삼양사) 인수 이후 9% 이상의 시장 점유율을 확보하면서 확고한 민간 2위 업체로 자리하였다. 따라서 고정비 조절 효과로 수익성이 개선될 여지가 충분하다고 판단한다. 동사 연결기준 매출액의 50% 이상을 차지하고 있는 사료사업부의 수익성은 원재료인 곡물의 sourcing, 옥수수, 대두가격 움직임에 민감하다. 원화 강세가 지속되고 있기 때문에 이익이 유지되거나 증가할 수 있을 것으로 본다. USDA에 따르면 옥수수 가격의 변동성은 크지 않을 것으로 예견되고 있다. 그러나 기후변화 및 뜻하지 않은 상황으로 옥수수 가격이 오르더라도 동사는 연해주에서 직접 경작을 하고 있기 때문에 타사대비 원가율을 통제할 수 있다는 점에서 매우 유리하다.

표 1. 사업부분별 매출액

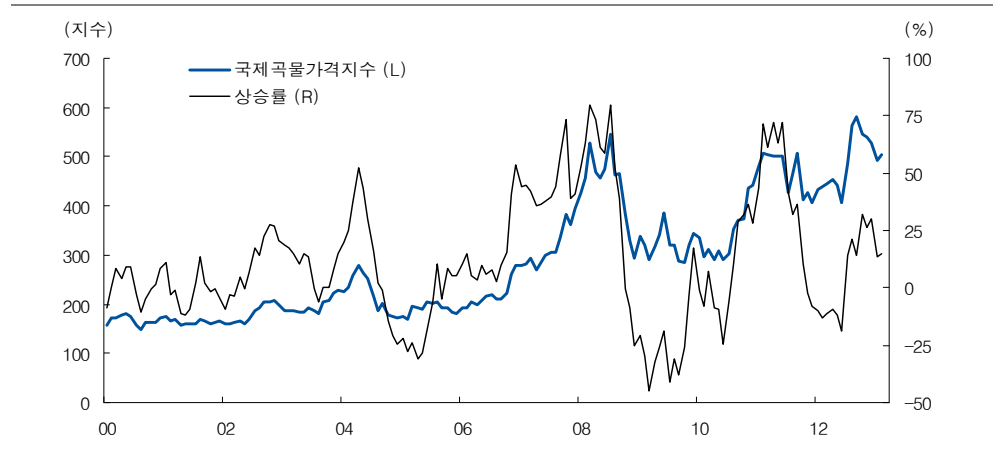
	매출액	사료부분	LB(가축)부분	PB(가금)부분	기타	내부거래	순이익
2010	826.4	582.0	428.8	-	33.3	217.7	18.5
2011	1,070.2	667.1	404.5	225.6	96.4	323.4	7.0
2012	1,388.7	919.1	340.8	218.2	101.9	191.3	22.6
2013F	1,631.3	1,042.9	382.2	244.2	116.9	154.9	26.6

주1: 이지바이오 관리회계기준, 사업부분별 매출액, 마니커는 연결 대상 제외

주2: 2010년 성화(가금) 인수, 2011년 마니커인수, 2012년 이지팜스 인수

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 곡물가격지수



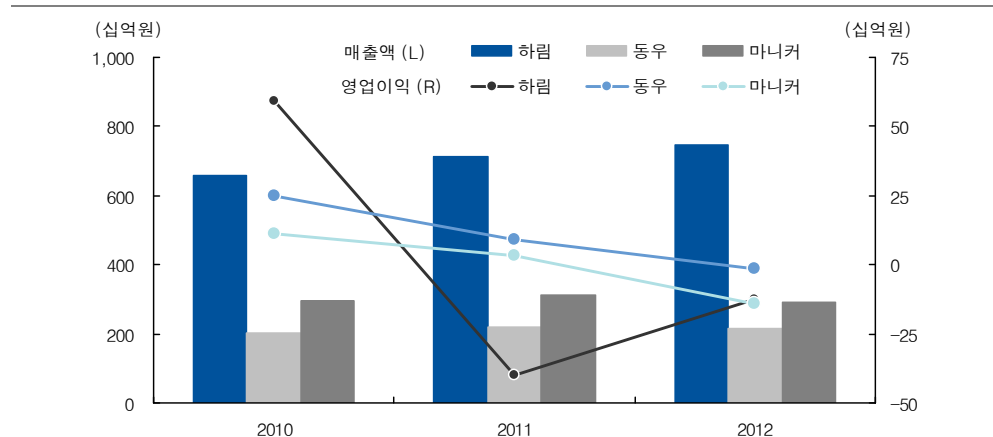
자료: USDA, KDB대우증권 리서치센터

세번째, 원가에 영향을 미치는 생물자산 평가손익 부분이 개선될 수 있다.

정부개입의 시장 공급량 조정으로 가격이 안정화 되면서 가축사육은 전년도의 적자폭을 완화시킬 수 있을 것이다. 최근 3년간의 닭, 돼지 가격은 사료가격 상승에도 불구하고 공급과잉으로 하락세를 보여왔다. 이로 인해 양계 상위 3사의 이익율은 2012년 모두 적자로 돌아섰으며 하위 업체의 상황은 더욱 악화되고 있다.

2012년 말 닭가격은 전년대비 5.1% 상승하였으나 돼지가격이 42.5% 하락하였다. 수요보다 공급량이 많아서인데 다행스러운 점은 최근 정부가 돼지, 닭가격 안정을 위한 공급량 조절에 들어갔다. 각각 공급량 10% 감축을 결정했기 때문에 시장가격은 상승할 것으로 예상된다. 따라서 2013년에는 마니커의 실적 개선을 기대해 볼 수 있고 최소 손익분기점을 달성해준다면, 2013년 연결 순이익은 큰 폭으로 개선될 수 있을 것이다.

그림 4. 양계 주요 3사의 3년간 이익변화, 2013년 시장의 구조조정이 예상되는 시점



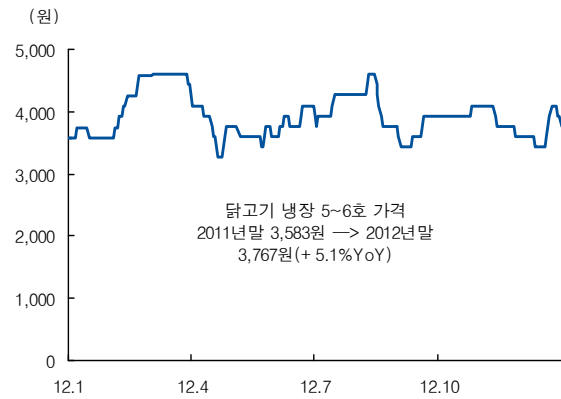
자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 돼지가격 전년대비 42.5% 하락



자료: 한국돈육협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 닭가격 전년대비 5.1% 상승



자료: 한국육계협회, KDB대우증권 리서치센터

이지바이오는 2013년 연결기준 매출액 1.63조원으로 PSR은 0.1배에 불과한 상황이다. PSR(시가총액/매출액) 0.1배인 경우 이익률이 1%p 개선되면 시가총액의 10%에 해당하는 이익 변화가 나타나기 때문에 매력적인 밸류에이션으로 판단한다. 보통 PSR 0.1배 기업은 적자기업인 경우거나 가능한 밸류에이션이다. 2012년까지는 별도기준으로 실적을 발표하였기 때문에 시장에서는 밸류에이션에 대한 오해의 소지가 있었다. 그러나 2013년부터 연결기준으로 발표하여 그 매력이 더해질 것으로 본다.

2. 이지바이오 본업인 사료첨가제의 수출 확대 시작

사료는 가축의 성장에 필요한 영양소를 공급하기 위한 기본 에너지원이다. 국내 시장 규모는 생산 규모 1,500만톤, 시장 규모 약 4조 5천억원으로 현재 60여개의 업체들이 생산활동을 하고 있다. 사료의 원료가 되는 곡물가격은 상승하였으나 사료가격이 그 증가만큼 반영되지 못하면서 사료업체들의 수익성이 악화되고 있다. 농장의 수익성도 악화되고 있는데 이는 사료가격 상승으로 고정비는 증가하였으나 시장 공급량 조절 실패로 돼지, 닭 가격이 하락하였기 때문이다.

이에 사료의 효율성을 높이기 위한 사료첨가제의 소비량이 증가하기 시작하였다. 첨가제의 가장 중요한 역할은 필수 영양소이면서 동물을 영양적 최상의 상태로 만들어 수율을 높임과 동시에 키우는 시간을 단축하여 cost effective하게 만들어 주는데 있다. FA에 따르면 전세계 동물과 관련한 기능성 사료 및 보조제 시장은 약 35조원이며 영양상태개선, 건강상태개선, 동물용 의약품, 질병진단의 시장으로 이루어진다. 이중 영양상태 개선을 목적으로 하는 아미노산, 비타민, 효소, 미네랄을 포함, 영양과 관련한 사료첨가제 시장은 약 12.5조원이다. 동물영양개선 식품시장은 전체 시장에서 약 35.7%를 차지하고 있다.

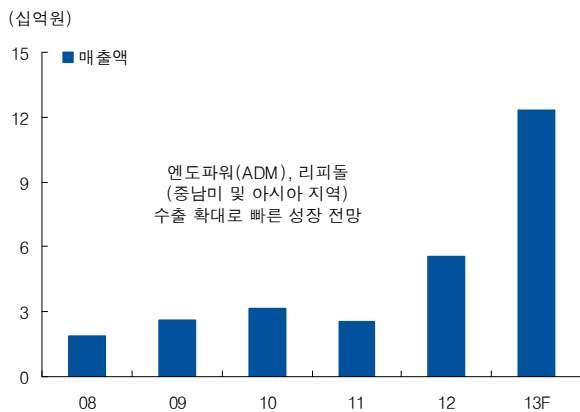
2012년 이지바이오 사료첨가제의 수출확대가 시작되었다. 곡물가격이 상승하면서 효율성을 높여주는 사료첨가제의 사용량이 증가하고 있기 때문인데 동사의 효소복합제인 엔도파워(NSP 첨가제, 비용 및 에너지 절감)와 리피돌(흡수촉진제, 비용 및 에너지 절감)은 ADM(Archer Daniels Midland Company, NYSE)이라는 미국 곡물회사와 중남미 및 아시아지역으로 수출을 확대하기 시작하였다.

표 2. 동물약품 및 첨가제 판매 현황

	2007	2008	2009	2010	2011
판매액	4,099	4,293	4,703	5,594	5,953
성장률	-0.5%	4.7%	11.0%	18.9%	6.5%

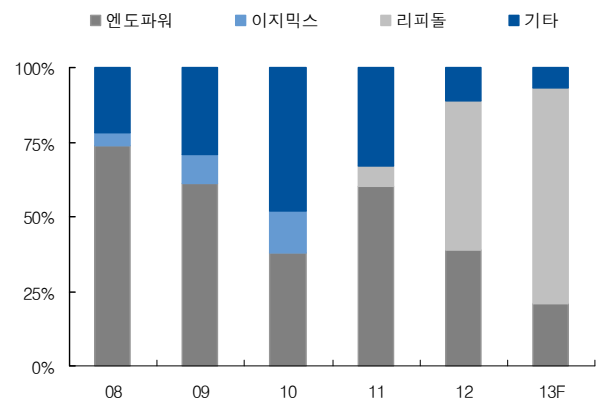
자료: 한국동물약품협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 본격적 수출 확대 시작



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 리피돌의 빠른 매출 성장



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

3. 바이오 자회사 상장 가치 부각

자회사 중 옵티팜솔루션이라는 회사가 있다. 이 회사는 축산 진단 및 백신 1위 업체로 사람을 대상으로 하는 진단으로 사업 영역을 확장하려 하고 있다. 또한 자체 기술로 사람과 동일한 조직적합성을 지녀 장기이식을 가능하게 하는 개체를 만들어 내는데 성공하였다.

옵티팜솔루션은 2006년 7월 옵티팜솔루션센터로 시작해서, 9월 동물병원 개설신고를 마쳤으며, 2008년 1월에는 줄기세포 연구기관인 '아비코아생명공학연구소'와 '메디피크코리아' 등의 회사와 통합했다. 2008년 4월에는 동물약품 회사인 '팜스케어'를 흡수하였다. 사업 영역은 크게 진단, R&D, SPF, 동물약품 사업부로 구성되어 있다.

SPF 사업부는 서울대 의과대학의 형질전환 돼지를 위탁 사육해주다가 자체적으로도 항생제 대체제(박테리오파지) 개발은 물론 식약청 허가를 얻어 사람의 생명연장을 위한 인공장기(간) 개발 연구를 삼성의료원과 공동으로 진행하고 있다. 동물약품 사업부는 백신과 항생제, 첨가제들을 개발해 판매하고 있다. 최근 옵티팜은 EGFP 유전자의 형질을 전환시킨 복제돼지 생산에 성공했다. 하반기에는 알츠하이머 모델 동물과 당뇨 모델 동물을, 2014년 상반기에는 장기이식의 가능성을 높여주는 이중장기 원료 동물을 생산할 계획이다.

2011년 매출액은 52억에 불과하였으나 2013년에는 100억원 이상의 매출액과 순이익의 턴어라운드를 예상하고 있으며 2014년 이후 상장 진행도 기대할 수 있다.

그림 9. EGFP 5016 (male) 형질전환 돼지



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

4. 애그플레이션 발생시 유일한 대안

2013년 이지바이오 사료 및 첨가제 사업부는 곡물가격 상승 추세 속에 첨가제의 매출 성장 및 수익성 개선이 기대된다. 사료의 원재료로 많이 사용되고 있는 곡물은 옥수수로 가격의 변동성은 크지 않을 것으로 예견되고 있다(USDA). 그러나 기후변화 및 뜻하지 않은 상황으로 옥수수 가격이 오르더라도 동사는 연해주에서 직접 경작을 하고 있기 때문에 타사대비 원가율을 통제할 수 있다는 점에서 매우 유리하다.

농림수산식품부는 식량안보 강화 일환으로 식량 자급률 목표치 재설정 및 자급률 제고 방안을 위해 2020년까지 10조원을 투자할 계획이라 한다. 이는 해외곡물 자원 생산 기반 및 조달망 확보 전략을 마련한바 있는 정부의 국내 1차 산업 육성에 대한 의지를 재확인시켰다. 정부의 식량안보 강화 이전부터 해외곡물 개발에 적극적으로 나서고 있는 이지바이오는 러시아 연해주 경작 규모 확대와 아시아로 지역 확대를 통해 국가별 식량 정책 리스크를 회피하기 위한 사업 확장을 진행하고 있다.

2013년 3월 22일 러시아 연해주에서 경작한 옥수수 3,100톤이 국내로 첫 반입되었다. 이는 국내 회사가 해외농장에서 곡물을 직접 경작하여 반입한 첫 사례로 이지바이오는 연해주 경작지를 통해 식량용은 물론 사료용 곡물의 반입량을 확대할 예정이다. 국내 전체 곡물 자급률은 22.6%에 불과하고 사료용 곡물의 자급률은 1% 정도이기 때문에 해외 농업투자에 대한 곡물자원 확보가 애그플레이션 발생시 유일한 대안이 될 수 있다.

그림 10. 연해주 농장 개간



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 연해주 옥수수 농장



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 옥수수 수확



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 연해주 경작 옥수수 국내 반입 시작



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

Valuation

이지바이오에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 9,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 와 상대 PER 비교를 통해 각각 구한 후 중간값으로 정하였다. 현주가(3/26) 대비 136.8%의 상승여력이 있다. 2가지 방법으로 구한 이유는 연결기준 EPS에 상대 PER를 적용하여 산출하는 것이 통상 사용 되는 방법이나 당사가 이지바이오의 자회사 가치에 초점을 두고 있어서이다.

■ SOTP(Sum of the parts) 적용 시 목표주가 7,000원

2013년, 2014년 이지바이오의 영업가치와 옵티팜솔루션의 자회사가치를 감안하여 Sum of the parts valuation으로 산출하였다. 이지바이오 별도 가치는 2013년 순이익에 F&B 평균 PER 20배, 자회사 팜스토리에 대해서는 2013년 순이익에 시장 PER 8.9배, 옵티팜은 대표 비교회사 인트론바이오의 시가총액을 적용하였으며 마니커는 관계사지만 투자유가증권으로 현 시가총액을 지분율만큼 반영하여 산정하였다.

표 3. Sum-of-the-parts valuation 에 의한 이지바이오 목표주가

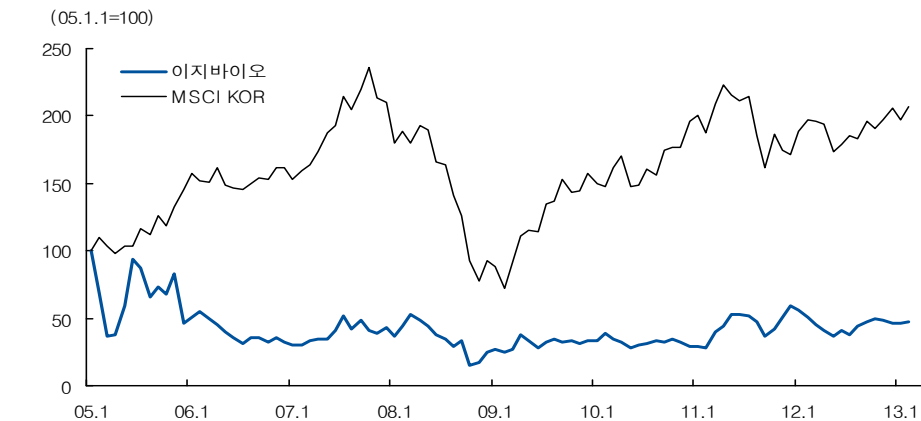
(십억원, 원)

	가정	가치	
		2013	2014
영업가치(A, 십억원)	2013년 순이익에 음식료섹터 PER 적용	348.4	436.8
자회사가치(B, 십억원), 연결대상		309.8	309.8
- 옵티팜솔루션	인트론바이오 시총	175.1	175.1
- 팜스토리	2013년 순이익에 시장 PER 적용	134.7	134.7
투자자산가치(C, 십억원)		15.2	15.2
- 마니커(지분 23.42%)	3/26 증가, 640원	10.8	10.8
- 기타 투자유가증권		4.4	4.4
기업가치(D=A+B+C, 십억원)		673.4	761.8
순차입금(E)	2012년 4분기말 기준(연결)	370.6	370.6
NAV(F=D-E, 십억원)		302.8	391.2
주식수 (G, 백만주)	발행주식수(46,979,739주)	4.7	4.7
주당 NAV(H=F/G, 원)		6,445	8,327
현재주가(원)		3,800	
목표주가(원)		9,000	

주: 국내 F&B sector PER 20배 적용

자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 14. 이지바이오 주가 및 한국 MSCI 지수 흐름 비교

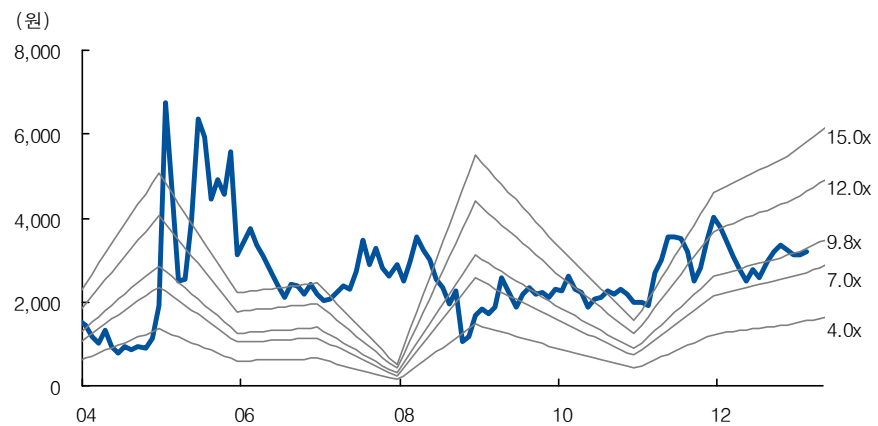


자료: Dataguide, KDB대우증권 리서치센터

■ 상대 PER 적용 시 목표주가 11,000원

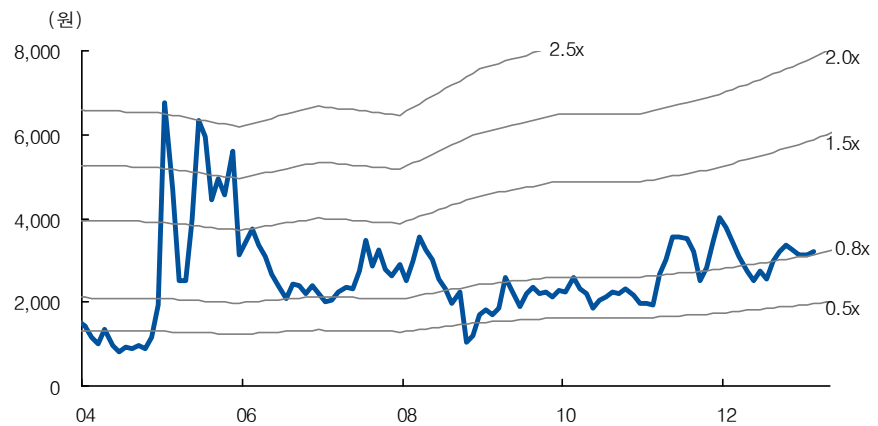
또 다른 방법은 2013년 연결 EPS 565원에 음식료 섹터 평균 PER multiple 20배를 적용하여 산출하였다. 동사는 1차 산업의 수직계열화 완성 이후 연해주에서의 직접 경작을 통해 곡물가 상승에 대한 부담 및 고정비 감소를 통한 수익성 개선에 노력 중이다. 동사의 사료첨가제의 경우에는 곡물가 상승으로 사료에 대한 비용 부담을 낮추는 동시에 에너지 효율을 강화시키기 위한 사료첨가제 시장이 성장하고 있는데 동사의 효소복합제 엔도파워와 리피돌은 그러한 역할을 하는 첨가제로 미국의 ADM(Archer Daniels Midland Company, NYSE)이라는 미국 곡물회사와 중남미 및 아시아지역으로 수출을 확대하기 시작하였다.

그림 15. 이지바이오 별도기준 12M-Forward PER Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 이지바이오 별도기준 12M-Forward PBR Band



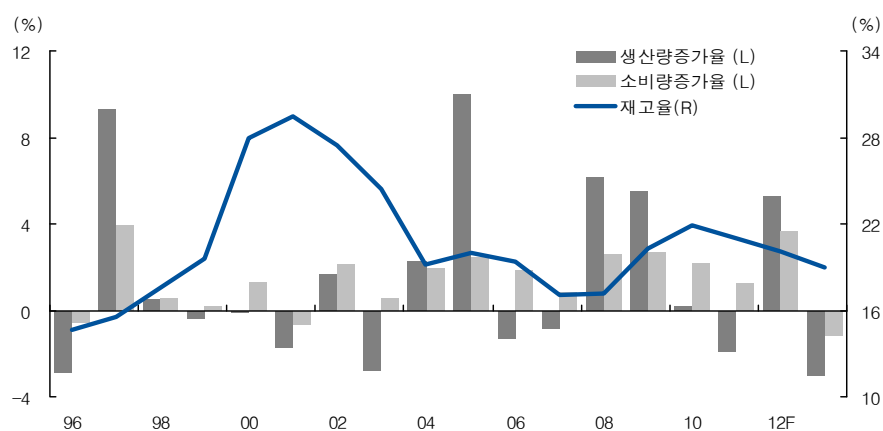
자료: KDB대우증권 리서치센터

리스크 요인

원가율에 영향을 미치는 환율과 곡물가격 변동

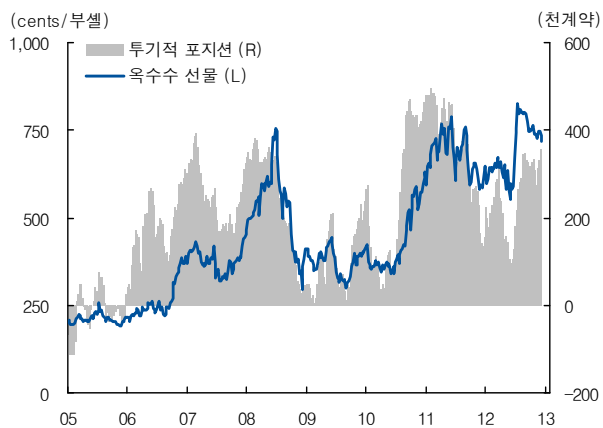
이지바이오의 사료사업부는 음식료 업체들과 마찬가지로 곡물가격과 환율변동성에 따라 수익성이 달라진다. USDA에 의하면 2013년 상반기 국제 곡물가격은 약보합세를 유지할 것이라 한다. 미국의 작황부진이 당초 예상했던 것보다 호전되었고, 남미지역의 생산량 증가가 전망되면서 2012년 9월 상순부터 하락세를 이어오던 국제 곡물가격은 2013년 2월 현재까지 약보합세를 유지하고 있다. 또한 달러화 강세, 세계 인플레이션 안정세 유지, 국제유가 하락추세는 국제 곡물가격 하락요인으로 작용하고 있다.

그림 17. 2013년 곡물가격 안정화 전망



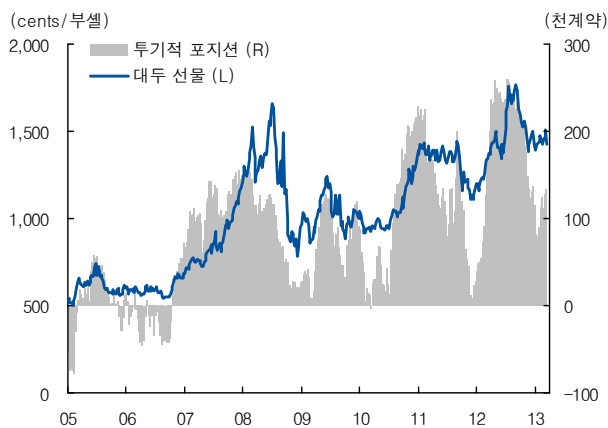
자료: USDA, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 옥수수 선물 가격



자료: USDA, KDB대우증권 리서치센터

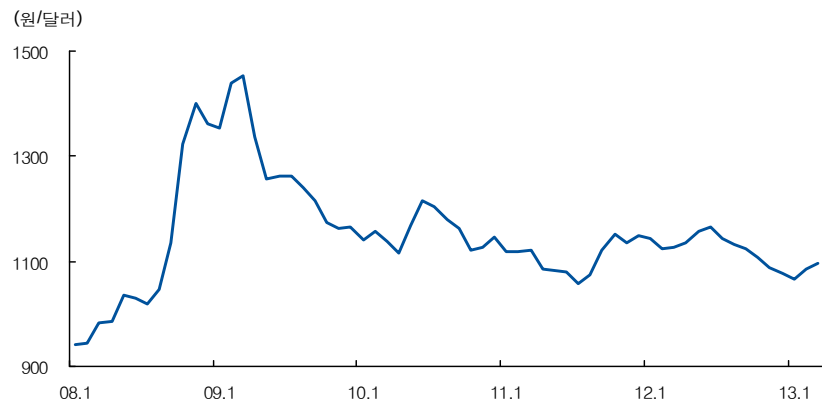
그림 19. 대두 선물 가격



자료: USDA, KDB대우증권 리서치센터

원재료가 되는 곡물을 수입에 의존하고 있고 대부분 달러 결제이기 때문에, 원/달러 환율이 원가에 직접적인 영향을 미친다. 그러나 2012년 하반기 원화 강세 이후 안정적인 움직임을 보여주고 있기 때문에 2013년 상반기 주요 곡물가격의 가격 동향에 따라 원가율 변동성에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다.

그림 20. 원/달러 환율 변동



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치 센터

2013년 상반기 옥수수 국제가격은 2012년 하반기보다 하락하였으나 전년보다는 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 재배면적은 증가하고 있지만 기후 변화로 총 생산량 3.6% 감소하였기 때문이며 반면에 사료용 소비량이 증가하면서 가격이 상승하는 것이다.

그림 21. 옥수수 가격 상승 이후 나타나는 사료가격 인상



자료: USDA, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 대두 가격 상승 이후 나타나는 사료가격 인상



자료: USDA, KDB대우증권 리서치센터

그러나 이지바이오는 농장, 사료, 유통의 수직계열화 완성 이후 곡물가격 상승에 대한 부담 및 고정비 감소로 수익성 개선을 위한 전략적 사업 확장을 진행하고 있다. 특히 M&A로 operating cost 절감과 연해주, 아시아 등지 해외 곡물 사업 확대로 수평적 사업 다각화를 진행하고 있어 안정적인 매출액 성장 및 수익성 개선이 예상된다. 2013년부터는 연해주에서 사료용 및 식량용 옥수수 반입이 시작되었기 때문에, 곡물가격 상승 또는 원화 강세 기조가 깨지더라도 타사 대비 원가에 대한 경쟁력을 보유하기 시작하였다.

이지바이오 (035810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
매출액	95	127	140	163
매출원가	67	89	97	111
매출총이익	28	38	43	52
판매비와관리비	14	17	18	21
조정영업이익	14	21	26	31
영업이익	13	21	26	31
비영업손익	-3	-1	-2	-1
순금융비용	5	6	5	4
관계기업등 투자손익	2	0	0	0
세전계속사업손익	11	19	23	29
계속사업법인세비용	6	5	6	7
계속사업이익	5	14	17	22
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	5	14	17	22
지배주주	5	14	17	22
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	5	14	17	22
지배주주	5	14	17	22
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	15	21	26	31
FCF	-16	4	17	16
EBITDA마진율 (%)	15.8	16.8	18.8	19.2
영업이익률 (%)	13.9	16.1	18.2	18.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	11.4	12.5	13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
유동자산	83	106	146	189
현금 및 현금성자산	20	43	77	110
매출채권 및 기타채권	24	32	36	42
재고자산	12	16	18	21
기타유동자산	5	7	8	9
비유동자산	217	208	189	173
관계기업투자등	44	48	48	48
유형자산	28	29	28	27
무형자산	1	1	1	1
자산총계	301	314	335	363
유동부채	120	125	128	134
매입채무 및 기타채무	11	15	16	19
단기금융부채	95	91	91	91
기타유동부채	15	20	22	25
비유동부채	31	26	26	26
장기금융부채	18	12	12	12
기타비유동부채	13	13	13	13
부채총계	151	150	154	160
지배주주지분	150	164	181	203
자본금	23	24	24	24
자본잉여금	62	63	63	63
이익잉여금	65	77	94	116
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	150	164	181	203

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	10	17	16
당기순이익	5	14	17	22
비현금수익비용가감	12	8	9	9
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-1	4	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-3	-3	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-1	-3	-6
재고자산 감소(증가)	-2	-4	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-1	1	3
법인세납부	-2	-9	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-32	35	23	23
유형자산처분(취득)	-3	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	17	0	0
기타투자활동	-33	20	23	23
재무활동으로 인한 현금흐름	27	-22	-6	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	34	-10	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	0	0
기타재무활동	-5	-10	-6	-6
현금의증가	3	23	34	34
기초현금	18	20	43	77
기말현금	20	43	77	110

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
P/E (x)	38.7	10.2	10.3	8.2
P/CF (x)	29.5	9.6	9.8	7.9
P/B (x)	1.2	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	17.4	9.6	7.7	5.4
EPS (원)	104	307	371	465
CFPS (원)	136	324	388	482
BPS (원)	3,245	3,477	3,844	4,305
DPS (원)	50	0	0	0
배당성향 (%)	48.2	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	1.3	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	15.7	33.5	10.0	16.7
EBITDA증가율 (%)	-5.0	41.6	23.2	19.0
영업이익증가율 (%)	-10.0	54.3	24.5	19.8
EPS증가율 (%)	-54.1	195.9	20.9	25.4
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.7	6.2	6.3
재고자산 회전율 (회)	8.5	8.9	8.2	8.4
매입채무 회전율 (회)	17.8	18.8	17.2	17.7
ROA (%)	1.7	4.7	5.4	6.3
ROE (%)	3.3	9.2	10.1	11.4
ROIC (%)	12.8	23.9	26.8	30.2
부채비율 (%)	100.5	91.6	84.8	78.9
유동비율 (%)	69.2	85.3	113.8	141.1
순차입금/자기자본 (%)	47.0	31.8	10.1	-7.6
영업이익/금융비용 (x)	2.3	3.1	4.1	5.0

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

