

이지바이오 (035810)

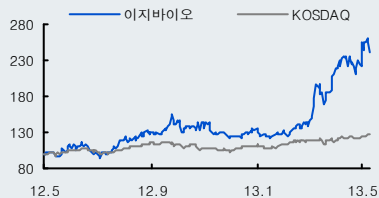
신약 이상의 마진율을 가진 첨가제 소유자

바이오

Results Comment
2013. 5. 31

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	9,000
현재주가(13/05/30, 원)	5,970
상승여력	51%

영업이익(13F, 십억원)	25
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	26
EPS 성장률(13F, %)	18.5
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.6
P/E(13F, x)	16.4
MKT P/E(13F, x)	9.6
KOSDAQ	581.13
시가총액(십억원)	280
발행주식수(백만주)	47
유동주식비율(%)	64.8
외국인 보유비중(%)	4.4
베타(12M, 일간수익률)	0.77
52주 최저가(원)	2,305
52주 최고가(원)	6,720
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.9 83.7 137.9
상대주가	0.0 80.2 129.4



제약/바이오

김나연
02-768-3251
irene.kim@dwsec.com

1Q13 Review: 영업이익, 순이익 시장 컨센서스 상회

IFRS 별도기준 1분기는 매출액 301억원(+9.9%YoY), 영업이익 55억원(+1.6%YoY), 순이익 32억원(+19.5%YoY)으로 각각의 시장 컨센서스(300억원, 50억원, 29억원)를 상회하였다. 영업이익과 순이익이 증가하고 있는 이유는 **사료첨가제 매출 증가에 따른 이익 개선이 가장 결정적인 이유이다**. IFRS 연결기준 매출액은 3,698억원, 영업이익 -1.9억원, 순이익 -67.7억원을 기록하였는데, 영업이익 적전은 축산물 가격정상화가 진행 중이기 때문이다. 양돈(우리손홀딩)과 가금(자연일자, 마니커)사업부의 손실폭은 줄었고 턴어라운드는 2분기에 예상된다. 순이익은 지난해 가격이 높았을 때 들여온 곡물로 인한 원가율 상승(lagging time고려)과 유산스에 대한 환차평가손실이 반영되었기 때문이다. 2분기 외환평가 손실부분은 1분기와는 반대로 숫자상의 효과(곡물가격 하락시기 원재료 반영, 원/달러환율)로 나타날 것이다.

마진 30%의 제품 개발 누구나 하는 건 아니다

2012년 들어 사료첨가제의 해외수출 비중이 본격적으로 증가하기 시작하였다. 이는 곡물가격이 상승하면서 에너지 효율성을 높여주는 사료첨가제의 사용량이 증가하고 있기 때문이다. 동사의 효소복합제인 엔도파워(NSP 첨가제, 비용 및 에너지 절감)와 리퍼돌(흡수촉진제, 비용 및 에너지 절감)은 ADM, Cargill이라는 미국 곡물회사와 중남미 및 아시아지역으로 수출이 확대되었다. 여기에 2012년말 출시한 항생제대체제인 ACCELA는 글로벌 경쟁 제품이 없고 어류 및 새우 등의 양식에 사용되는 첨가제로서 인도네시아로의 수출이 확정되었다. 다만, 태국 등지의 사료업체 및 양어업체들과의 추가 계약으로 아시아지역에서의 매출 증대효과가 나타날 것으로 예상된다. **이지바이오가 직접 개발한 첨가제는 제품에 따라 마진이 20~30%이상 되기 때문에 매출 증가는 결국 동사의 빠른 수익성 개선으로 이어질 것이다.**

게다가 지난해 약재요인이었던 양돈, 가금사업부의 턴어라운드로 연결순이익의 증가가 예상된다. 지난 23일 마니커는 무항생제친환경 브랜드 '닭터의자연'을 전국 이마트 140여 개 점포에 출시하였다. **6월부터 육계 가격이 상승할 것으로 예상되는 가운데, 무항생제 프리미엄 브랜드의 출시로 마니커는 1) ASP 상승 효과 및 2) M/S 증가를 기대할 수 있게 되어 하반기에는 영업이익 턴어라운드가 예상된다.**

투자의견 매수, 목표주가 9,000원 유지

동사는 산과 사료 등으로 농축산업에서의 수평, 수직적 integration을 이룬 회사로 상호보완적인 선순환 사업구조를 보유하고 있다. 중요한 포인트는 마진 30%이상인 자체 개발한 사료첨가제의 수출확대가 시작되고 지난해의 약재 요인이었던 돼지가격, 닭 가격이 상승 전환하면서 생물자산 평가손실 폭이 줄어들고 있다는 점과 곡물가격 하락으로 원가부담이 감소하여 원가와 이익측면에서 스프레드가 확대되고 있어 밸류에이션 매력이 매우 높다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	82	95	127	140	163	191
영업이익 (십억원)	15	14	21	25	30	36
영업이익률 (%)	17.9	14.3	16.2	17.7	18.5	19.1
순이익 (십억원)	10	5	14	17	21	25
EPS (원)	226	104	307	364	439	535
ROE (%)	7.5	3.3	9.2	9.9	10.9	11.8
P/E (배)	8.8	38.7	10.2	16.4	13.6	11.2
P/B (배)	0.6	1.2	0.9	1.6	1.4	1.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

1Q13 Review: 영업이익, 순이익 시장 컨센서스 상회

1분기 실적은 IFRS 별도기준 매출액 301억원(+9.9%YoY), 영업이익 55억원(+1.6%YoY), 순이익 32억원(+19.5%YoY)으로 각각의 시장 컨센서스(300억원, 50억원, 29억원)를 상회하였다. 전년에 이어 본사의 영업이익이 높은 성장률을 유지하고 있는 이유는 1) **사료첨가제의 높은 마진의 힘입어 매출 비중이 증가하면서 나타나는 영업이익 개선과, 2) 수출비중 증가에 따라 외형 성장이 지속되면서 나타나는 고정비 감소 효과 때문이다.** 2011년 출시한 리피돌의 수출 증가가 2012년 실적 개선의 주요 요인 중 하나였다면, 2013년에는 지난해 출시한 항생제 대체제이면서 Aqua-culture에 적용되는 ACELLA의 수출효과가 기대되고 있어 지속적인 실적 개선을 전망한다. 상반기 국가별 품목허가 등록작업이 마무리되는 하반기부터 본격적인 수출이 시작되는 것으로 보인다.

사업구조적인 리스크는 곡물가격과 환율에 있다. 사료첨가제가 아닌 일반 사료사업(팜스토리)은 원재료인 곡물을 수입해야만 하는데 대부분 달러 결제여서, 원/달러 환율이 원가율에 직접적인 영향을 미치게 된다. 그러나 대우증권 전망에 따르면 1분기 원화 강세 이후 안정적인 움직임을 예상하고 있기 때문에 주요 곡물가격이 안정화 추세라면 원가율 변동성에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다.

표 1. 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	1Q12	4Q12	1Q13P			성장률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	27.8	31.7	30.1	30.0	30.0	8.1	-5.1
영업이익	4.6	4.6	5.5	5.0	5.0	19.0	18.5
영업이익률	16.6	14.6	18.3	16.8	16.8	1.7	3.6
세전이익	3.7	4.1	4.3	4.0	4.0	17.7	4.3
순이익	2.7	2.7	3.2	2.9	2.9	18.0	18.4

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 이지바이오 별도 분기별 실적 추이

(십억원, %, %p)

	2012					2013F					1Q13	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	YoY	QoQ
사료첨가제												
매출액												
사료첨가제 제품	19.6	20.6	21.2	19.1	80.5	21.5	22.5	23.6	26.0	93.6	9.9	12.3
사료첨가제 상품	6.0	9.2	10.7	9.6	35.5	8.6	8.9	11.7	7.9	37.1	43.7	-10.4
기타	2.3	3.1	2.7	3.0	11.0	0.0	6.2	2.6	0.3	9.1	-100.0	-100.0
계	27.9	32.9	34.5	31.7	127.0	30.1	37.5	38.0	34.1	139.7	7.7	-5.1
영업이익	4.6	5.8	5.5	4.6	20.5	5.5	7.3	7.6	4.3	24.8	18.1	17.6
영업이익률	16.6	17.7	15.8	14.6	16.2	18.2	19.6	20.0	12.7	17.7	1.6	3.5
세전계속사업이익	3.7	7.1	4.7	4.1	19.6	4.4	8.2	6.0	4.5	23.1	19.8	6.1
당기순이익	2.7	5.6	3.4	2.7	14.4	3.2	6.0	4.5	3.3	17.1	19.5	19.8
세전계속사업이익률	13.1	21.6	13.6	13.0	15.4	14.6	21.8	15.9	13.2	16.5	1.5	1.5
당기순이익률	9.7	17.0	9.9	8.5	11.4	10.8	16.1	11.7	9.8	12.2	1.1	2.2

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 이지바이오 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

구분	변경 전			변경 후			변경률		
	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
매출액	127.0	139.7	163.1	127.0	139.7	163.1	0.0	0.0	0.0
영업이익	20.5	24.8	30.1	20.5	24.8	30.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	19.6	23.1	27.9	19.6	23.1	27.9	0.0	0.0	0.0
순이익	14.4	17.0	20.5	14.4	17.1	20.6	0.0	0.6	0.6
EPS	307	361	437	307	364	439	0.0	0.6	0.6
영업이익률	16.2	17.7	18.4	16.2	17.7	18.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익률	15.4	16.5	17.1	15.4	16.5	17.1	0.0	0.0	0.0
순이익률	11.4	12.2	12.6	11.4	12.2	12.7	0.0	0.1	0.1

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

마진 30%의 제품 개발 누구나 하는 건 아니다

사료는 가축의 성장에 필요한 영양소를 공급하기 위한 기본 에너지원이다. 국내 시장 규모는 생산 규모 1,500만 톤, 시장 규모 약 4조 5천억 원으로 현재 60여 개의 업체들이 생산활동을 하고 있다. 사료의 원료가 되는 곡물가격은 상승하였으나 사료가격이 그 증가만큼 반영되지 못하면서 사료업체들의 수익성이 악화되었다. 농장의 수익성도 악화되었는데, 이는 사료가격 상승으로 고정비는 증가하였으나 시장 공급량 조절 실패로 돼지, 닭 가격이 하락하였기 때문이었다. 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 비용을 효율적으로 만들어 주는데 있다.

2012년부터 이지바이오 본업인 사료첨가제의 해외수출 비중이 본격적으로 증가하기 시작하였다. 이는 곡물 가격이 상승하면서 에너지 효율성을 높여주는 사료첨가제의 사용량이 증가하고 있기 때문이다. 동사의 효소복합제인 엔도파워(NSP 첨가제, 비용 및 에너지 절감)와 리피돌(흡수촉진제, 비용 및 에너지 절감)은 ADM, Cargill이라는 미국 곡물회사와 중남미 및 아시아지역으로 수출이 확대되었다. 여기에 2012년 말 출시한 항생제대체제인 ACCELA는 글로벌 경쟁제품이 없고 어류 및 새우 등의 양식에 사용되는 첨가제로서 인도네시아로의 수출이 확정되었다. 다만, 태국 등지의 사료업체 및 양어업체들과의 추가 계약으로 아시아지역에서의 매출 증대효과가 나타날 것으로 예상된다. 이지바이오가 직접 개발한 첨가제는 제품에 따라 마진율이 20~30%이상 되기 때문에 매출 증가는 결국 동사의 빠른 수익성 개선으로 이어질 것이다.

그림 1. 사료첨가제 시장 빠르게 성장 중

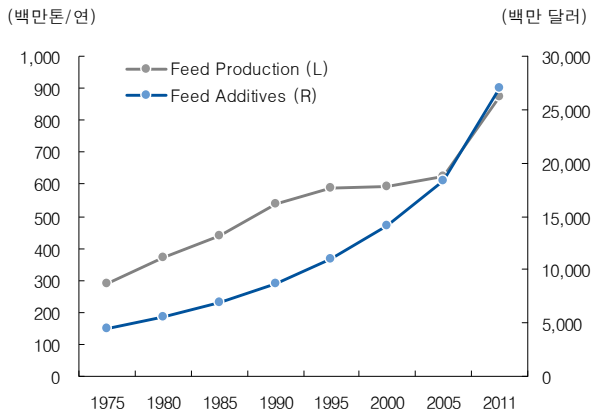
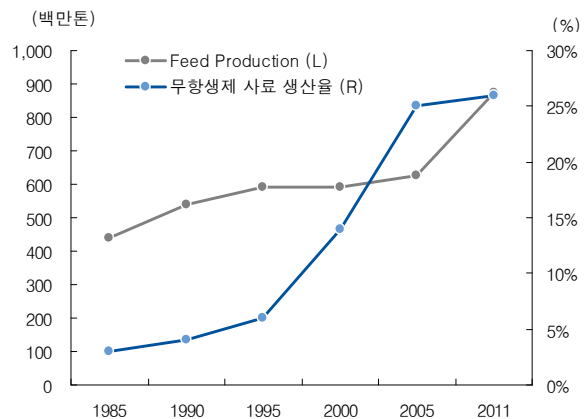


그림 2. 항생제 대체제 시장 성장 속도



자료: Feed international/ Feedinfo News Service/ Modified estimation of FAO 2011

자료: Feed international/ Feedinfo News Service

그림 3. 본격적 수출 확대 시작

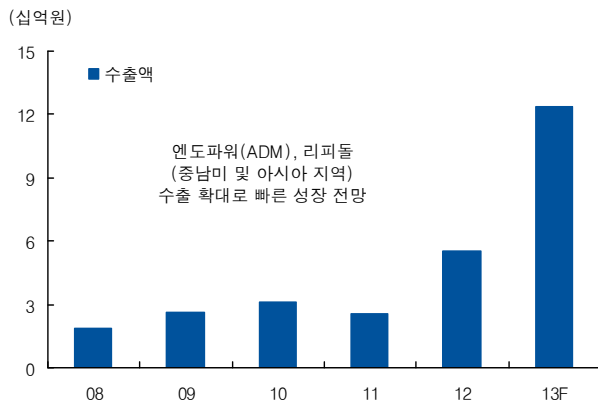
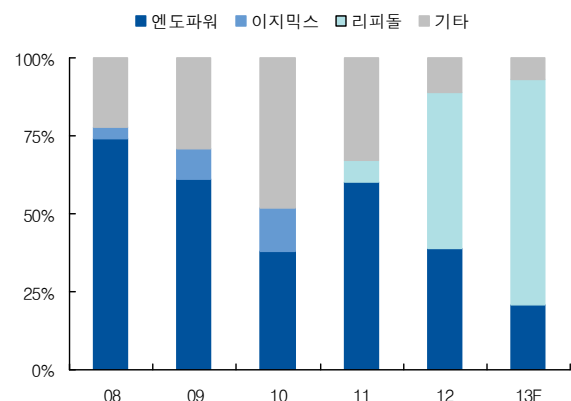


그림 4. 리피돌의 빠른 매출 성장



자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

지난해 악재요인이 호재로 전환하고 있다

지난 5월 23일 마니커는 무항생제친환경 브랜드 ‘닭터의자연’을 출시하였다. ‘닭터의자연’은 전국 이마트 140여개 점포에서 한달 이상 하림계열 프리미엄 라인 대신 공급하게 되었다. **6월부터 육계 가격이 상승할 것으로 예상되는 가운데, 무항생제 프리미엄 브랜드의 출시로 마니커는 1) ASP 상승 효과 및 2) M/S 증가를 기대할 수 있게 되어 하반기에는 영업이익의 턴어라운드가 예상된다.** 마니커의 2012년 연결기준 당기순손실은 211억 원이었고 이지바이오와 팜스토리(마니커의 지분을 각각 23.42%, 12.01% 보유하고 있다. 따라서 지난해 악재요인이었던 사업부의 턴어라운드는 이지바이오와 팜스토리의 연결순이익의 증가로 이어질 것이다.

최근 정부의 모계 10% 조정에 따른 공급량 조절효과로 1) 양계사업의 턴어라운드가 이루어질 수 있을 것으로 예상되며, 2) 사료의 주원료인 옥수수(가격이 하락하고, 3) 2012년 평가순실 57억 원 발생요인이 되었던 양돈가격이 상승하고 있어 이지바이오 전체 사업에서의 이익 개선을 위한 spread가 확대되고 있다.

표 4. 사업부별 영업이익의 움직임으로 살펴본 턴어라운드 가속화

	2012	2013F	2014F
사료첨가제(이지바이오 별도)	↑	↑↑	↑↑
사료(팜스토리)	↗	↗	↗
가금(자연일가, 성화, 마니커)	↓	→	↑
양돈(이지바이오 자회사)	↓	→	↑

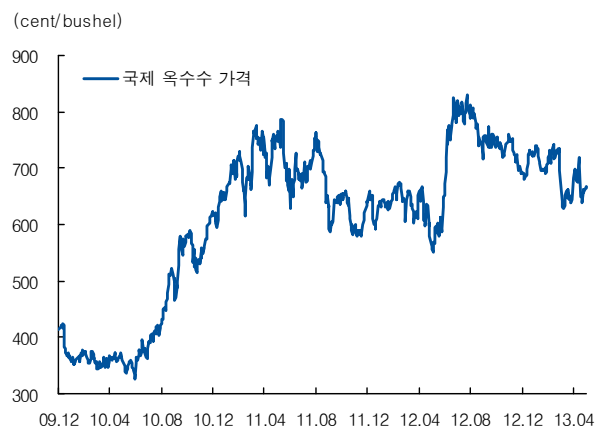
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 양돈가격 턴어라운드



자료: 대한한돈협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 사료의 주원료인 옥수수가격 하락



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

이지바이오 (035810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	127	140	163	191
매출원가	89	97	112	130
매출총이익	38	43	52	61
판매비와관리비	17	18	21	25
조정영업이익	21	25	30	36
영업이익	21	25	30	36
비영업손익	-1	-2	-2	-2
순금융비용	4	4	5	5
관계기업등 투자손익	-1	-1	-1	-1
세전계속사업손익	20	23	28	34
계속사업법인세비용	5	6	7	9
계속사업이익	14	17	21	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	14	17	21	25
지배주주	14	17	21	25
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	14	17	20	25
지배주주	14	17	20	25
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	25	31	37
FCF	9	15	16	20
EBITDA마진율 (%)	17.3	18.1	18.8	19.4
영업이익률 (%)	16.2	17.7	18.5	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.4	12.2	12.7	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	57	57	67	77
현금 및 현금성자산	5	0	1	2
매출채권 및 기타채권	24	27	31	37
재고자산	15	17	20	23
기타유동자산	5	6	7	8
비유동자산	229	248	268	288
관계기업투자등	47	46	45	45
유형자산	28	27	27	26
무형자산	1	0	0	0
자산총계	287	305	335	365
유동부채	108	110	113	117
매입채무 및 기타채무	11	12	14	16
단기금융부채	91	91	91	91
기타유동부채	7	7	8	10
비유동부채	13	16	22	24
장기금융부채	1	3	9	11
기타비유동부채	12	12	12	12
부채총계	122	126	135	140
지배주주지분	165	180	200	225
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	77	91	112	137
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	165	180	200	225

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	5	16	17	20
당기순이익	14	17	21	25
비현금수익비용가감	9	8	10	12
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-4	3	3	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-4	-7	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-2	-5	-5
재고자산 감소(증가)	-3	-2	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	2	2
법인세납부	-8	-6	-7	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	8	-15	-16	-16
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	22	0	0	0
기타투자활동	-14	-15	-16	-16
재무활동으로 인한 현금흐름	-28	-5	0	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	-21	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	0	0
기타재무활동	-5	-5	-6	-6
현금의증가	-15	-5	1	1
기초현금	20	5	0	1
기말현금	5	0	1	2

자료: 이지바이오, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	10.2	16.4	13.6	11.2
P/CF (x)	9.2	15.9	13.2	10.9
P/B (x)	0.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	10.5	14.7	12.3	10.2
EPS (원)	307	364	439	535
CFPS (원)	337	376	451	546
BPS (원)	3,508	3,816	4,250	4,778
DPS (원)	50	0	0	0
배당성향 (%)	16.3	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	1.6	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	33.5	10.0	16.7	16.9
EBITDA증가율 (%)	45.9	15.4	20.9	20.4
영업이익증가율 (%)	51.4	20.6	21.5	20.9
EPS증가율 (%)	196.0	18.5	20.8	21.7
매출채권 회전율 (회)	7.7	7.8	8.1	8.1
재고자산 회전율 (회)	9.3	8.8	9.0	9.0
매입채무 회전율 (회)	20.5	20.1	20.7	20.7
ROA (%)	4.9	5.8	6.5	7.2
ROE (%)	9.2	9.9	10.9	11.8
ROIC (%)	24.3	27.4	31.1	34.4
부채비율 (%)	73.5	70.0	67.4	62.5
유동비율 (%)	53.1	52.1	59.0	65.9
순차입금/자기자본 (%)	47.7	47.8	45.2	40.8
영업이익/금융비용 (x)	3.5	4.6	5.5	6.2

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.

