

매수 (신규)

목표주가 8,600원
현재가 (3/27) 6,740원

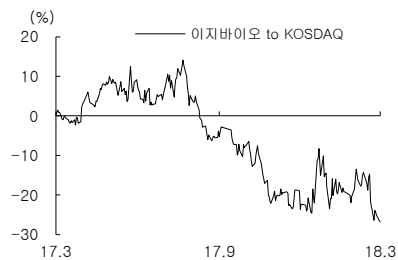
KOSDAQ (3/27) 858.84pt
시가총액 390십억원
발행주식수 57,927천주
액면가 500원
52주 최고가 8,100원
최저가 5,880원
60일 일평균거래대금 11십억원
외국인 지분율 10.9%
배당수익률 (2017F) 0.8%

주주구성
자원철 외 6 인 30.62%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-9%	-15%	-19%
절대기준	-10%	13%	15%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	8,600	-	-
EPS(17)	491	-	-
EPS(18)	632	-	-

이지바이오 상대주가 (%)



이지바이오 (035810)

작년 부진했던 사료부문의 기저효과 기대

올해 연결 매출액과 영업이익이 각각 4.1%, 7.6% 증가 전망

올해 연결 매출액과 영업이익이 각각 1조 4,550억원(+4.1% yoy), 1,141억원(+7.6% yoy)으로 추정된다. 육가공사업부와 가금사업부의 이익성장 기대감은 제한적이지만, 매출의 43.4% 비중(연결조정 제외)을 차지하는 사료사업부 실적 성장으로 전체 실적이 개선될 것으로 예상된다.

작년 상반기 부진했던 사료 실적이 기저효과로 작용할 듯

사료사업부의 2018년 매출액은 8,477억원(+5.7% yoy), 영업이익은 513억원(+25.5% yoy)으로 전망된다. 작년 상반기 부진했던 배합사료 판매 실적이 올해 기저효과로 작용할 전망이다. 고마진 사료 첨가제 수출도 전년 대비 58.6% 증가한 222억원을 기록할 것으로 예상됨에 따라 사료 사업부의 실적 개선폭이 클 것으로 기대된다.

육가공사업부와 가금사업부 실적 기대감은 제한적

육가공사업부는 비육돈 출하량이 늘면서 전년 대비 2.5% 매출 성장이 예상되지만 올 들어 돈가가 전년 대비 약세를 나타내고 있어 생물자산평가 손실로 인해 이익 성장이 제한적일 것으로 보인다. 또 작년 상반기 AI 이슈로 크게 상승했던 육계 시세가 올 들어 하락함에 따라 가금사업부 실적에 역기지 부담이 존재한다.

투자의견 '매수', 목표주가 8,600원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 8,600원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 632원에 최근 3개년(2015~17)의 각 년도 PER 배수 평균치의 평균값 13.6배를 적용했다. 실적 개선세와 하반기 자회사 옵티팜 상장 기대감을 감안하면 과거 3년 평균 PER 최저치(11.3배) 수준의 현 주가는 투자매력이 충분하다고 판단된다.

(단위: 십억원 배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,441	1,401	1,398	1,455	1,545
영업이익	68	79	106	114	121
세전이익	28	56	89	103	112
지배주주순이익	23	23	27	36	42
EPS(원)	454	437	491	632	725
증가율(%)	-28.6	-3.9	12.4	28.7	14.8
영업이익률(%)	4.7	5.6	7.6	7.8	7.9
순이익률(%)	1.1	2.4	3.6	4.3	4.3
ROE(%)	8.9	7.9	8.2	10.1	10.6
PER	12.6	14.1	13.1	10.7	9.3
PBR	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.6	10.1	8.4	8.5	8.3

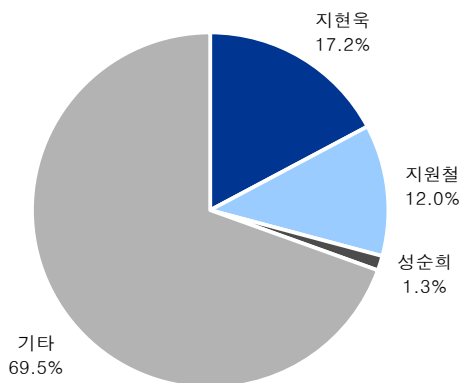
자료: Company data, IBK투자증권 예상

▶ 기업개요

이지바이오는 배합사료 생산, 양돈사육 및 도축, 육가공제품 생산에 이르는 농·축산 사업의 수직 계열화를 구축한 지주회사다. 주요 상장 계열사로는 양돈 배합사료 생산 및 축산물 유통업을 영위하는 팜스토리과 양돈 사육 및 육가공 사업을 영위하는 우리손에 프랜지, 계육 제품을 생산 판매하는 마니커, 오리 계열화 업체인 정다운 등이 있다. 또 비상장 계열사 중 동물 질병진단 및 이종장기 연구기업 옵티팜은 연내 상장할 것으로 전망된다. 작년 연결기준 사업부문별 매출 비중은 사료사업부(FB) 43.2%, 육가공사업부(LB) 24.8%, 가금사업부(PB) 28.9%, 기타 3.1%로 추정된다.

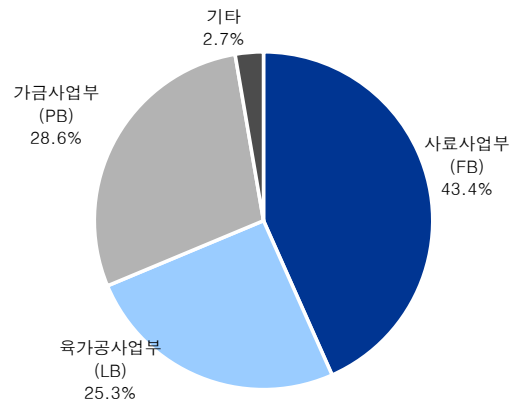
작년 3분기 기준, 동사의 최대 주주는 17.22% 지분을 보유한 지현욱 대표이며, 그 외 5% 이상 주주로는 지원철 전 대표가 있다.

그림 27. 이지바이오 주주현황



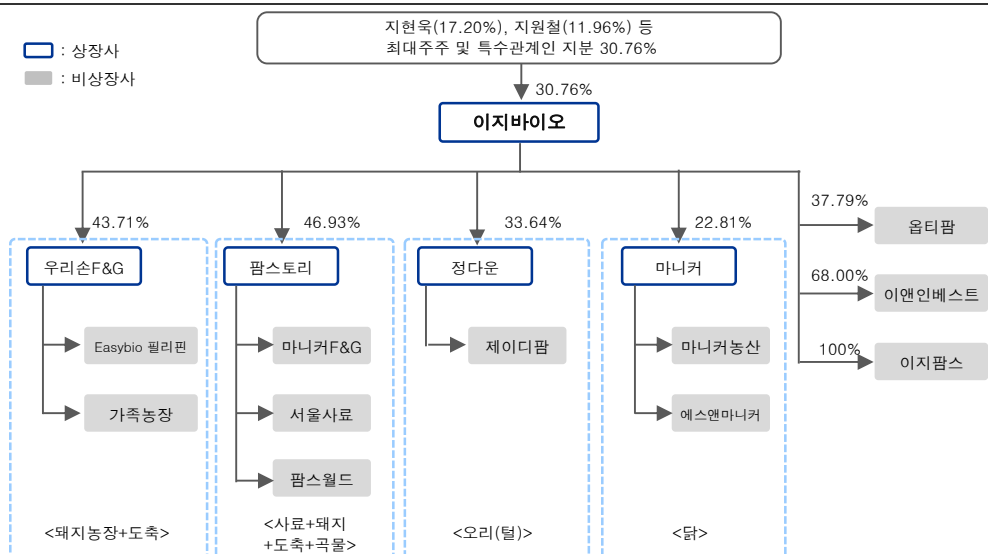
주: 2017년말 기준. 자료: 전자공시시스템, IBK투자증권 리서치센터

그림 28. 이지바이오 사업별 매출 구성비



주: 2017년말 기준. 자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

그림 29. 이지바이오 지배구조



주: 2017년 3분기말 기준
자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

▶ 2018년 실적전망 및 투자포인트

표 2. 이지바이오 실적 추이 및 전망

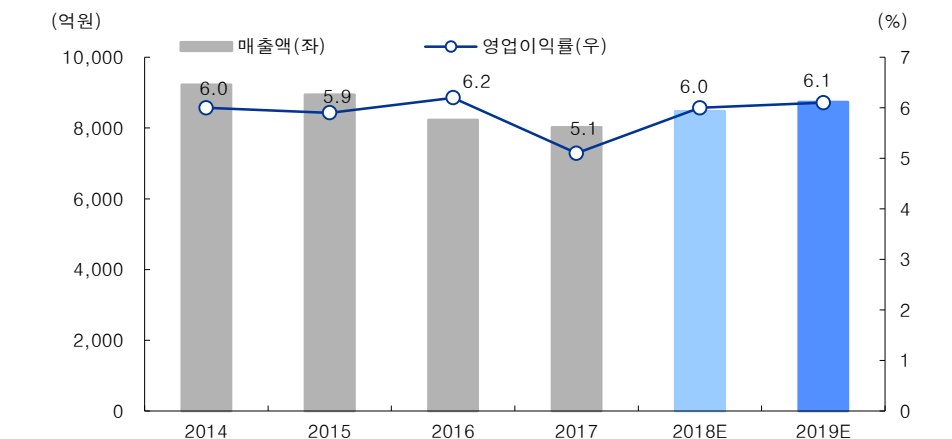
(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	336.5	359.9	336.2	368.8	329.1	346.3	392.0	330.7	358.5	380.1	356.3	360.2	1,398.1	1,455.0	1,544.9
사료사업부	205.9	211.6	187.1	218.1	197.1	191.4	198.9	214.5	211.3	211.6	205.1	219.7	801.9	847.7	873.2
육가공사업부	93.3	99.9	101.7	107.0	103.5	117.6	126.1	121.5	108.5	123.9	118.6	129.7	468.7	480.6	522.5
가금사업부	136.6	145.6	142.3	136.1	136.7	147.1	129.0	116.5	132.3	144.0	132.9	118.8	529.2	528.0	541.1
기타	10.3	15.0	10.8	14.6	15.6	15.1	12.6	6.5	21.4	15.6	14.7	7.0	49.8	58.7	68.1
연결조정	-109.6	-112.1	-105.7	-107.0	-123.7	-124.9	-74.7	-128.3	-115.0	-115.0	-115.0	-115.0	-451.5	-460.0	-460.0
매출액 YoY	-1.3%	-2.3%	-3.4%	-3.8%	-2.2%	-3.8%	16.6%	-10.3%	8.9%	9.8%	-9.1%	8.9%	-0.2%	4.1%	6.2%
사료사업부	-0.5%	-11.1%	-10.5%	-9.4%	-4.3%	-9.6%	6.3%	-1.6%	7.2%	10.6%	3.1%	2.4%	-2.5%	5.7%	3.0%
육가공사업부	2.8%	5.4%	10.2%	6.4%	10.9%	17.8%	24.0%	13.6%	4.8%	5.3%	-6.0%	6.8%	16.6%	2.5%	8.7%
가금사업부	-9.6%	-4.3%	-4.6%	0.2%	0.0%	1.0%	-9.4%	-14.5%	-3.2%	-2.1%	3.1%	2.0%	-5.6%	-0.2%	2.5%
기타	15.4%	39.9%	14.1%	-13.8%	50.9%	0.9%	17.2%	-55.6%	37.5%	3.2%	16.0%	8.0%	-1.7%	17.8%	16.0%
영업이익	15.9	32.0	23.4	7.8	28.6	46.6	24.4	6.5	29.4	47.5	25.7	11.5	106.0	114.1	121.5
사료사업부	13.5	13.7	10.0	13.5	9.8	8.8	10.4	11.9	14.4	13.8	11.1	12.1	40.9	51.3	53.0
육가공사업부	4.5	17.6	8.2	1.4	11.9	28.2	9.5	-5.0	9.9	23.9	9.2	1.6	44.6	44.6	49.8
가금사업부	-6.2	-0.3	4.8	-3.7	3.2	9.3	3.6	2.0	2.0	8.1	4.1	1.2	18.1	15.4	16.8
기타	3.0	1.4	0.5	-3.1	3.4	0.1	0.3	-2.5	2.6	0.5	0.3	-2.4	1.4	0.9	0.9
연결조정	1.1	-0.5	-0.1	-0.4	0.2	0.2	0.6	0.1	0.6	1.3	0.9	-0.9	1.0	2.0	1.0
영업이익 YoY	74.8%	-5.8%	385.4%	-61.3%	79.5%	45.8%	4.2%	-16.7%	2.9%	1.9%	5.2%	78.4%	34.1%	7.6%	6.5%
사료사업부	49.7%	2.4%	6.3%	-35.4%	-27.8%	-35.8%	4.7%	-11.7%	47.1%	56.5%	6.3%	1.7%	-19.3%	25.5%	3.4%
육가공사업부	26.7%	-7.3%	98.8%	-69.0%	164.4%	60.6%	15.8%	적전	-17.3%	-15.3%	-2.7%	흑전	40.7%	-0.1%	11.7%
가금사업부	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	-25.9%	흑전	-38.8%	-13.3%	15.9%	-40.9%	흑전	-15.2%	9.2%
기타	439.9%	흑전	흑전	적전	16.7%	-89.9%	-49.9%	적지	-25.4%	220.1%	16.0%	적지	-24.2%	-36.4%	-2.8%
영업이익률	4.7	8.9	7.0	2.1	8.7	13.5	6.2	2.0	8.2	12.5	7.2	3.2	7.6	7.8	7.9
사료사업부	6.6	6.5	5.3	6.2	5.0	4.6	5.2	5.5	6.8	6.5	5.4	5.5	5.1	6.0	6.1
육가공사업부	4.8	17.6	8.1	1.3	11.5	24.0	7.5	-4.1	9.1	19.3	7.8	1.2	9.5	9.3	9.5
가금사업부	-4.5	-0.2	3.4	-2.7	2.4	6.3	2.8	1.7	1.5	5.6	3.1	1.0	3.4	2.9	3.1
기타	28.6	9.7	4.7	-21.0	22.1	1.0	2.0	-37.9	12.0	3.0	2.0	-35.0	2.8	1.5	1.3

자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

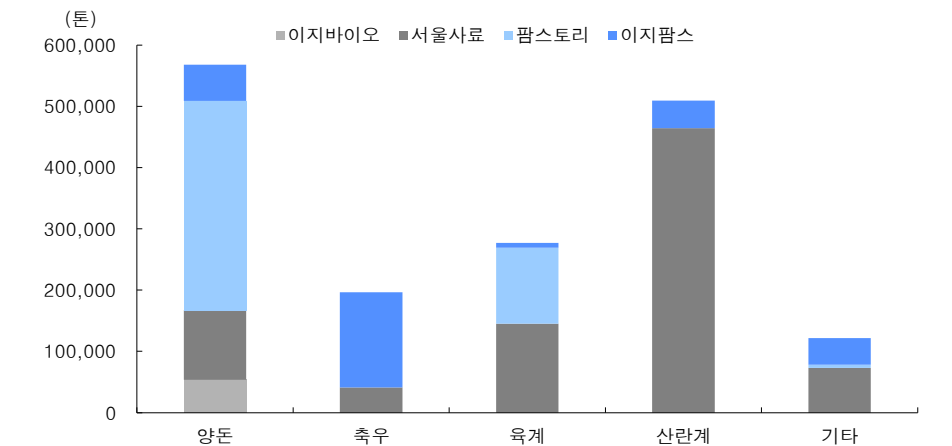
올해 사료 사업부의 매출액과 영업이익이 각각 8,477억원(+5.7% yoy), 513억원(+25.5% yoy)으로 전망된다. 2016년 11월 AI 발생으로 가축들이 살처분됨에 따라 닭과 오리 사육수수가 감소, 작년 상반기 부진했던 배합사료 판매 실적이 올해 기저효과로 작용할 전망이다. 더욱이 고마진 사료 첨가제(리피돌, 엔도파워 등) 수출이 전년대비 58.6% 증가한 222억원을 기록할 것으로 예상됨에 따라 사료사업부의 실적 개선폭이 클 것으로 기대된다.

그림 30. 사료사업부문의 실적 추이 및 전망



자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

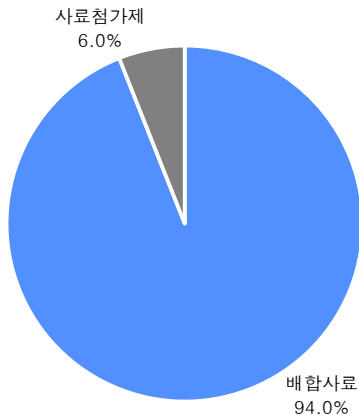
그림 31. 축종별 그룹 계열사 배합사료 생산량



주: 2016년 기준

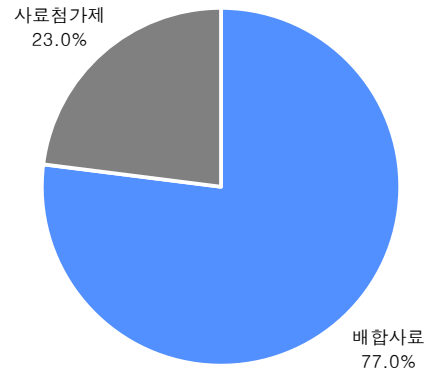
자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

그림 32. 사료사업부의 매출 비중



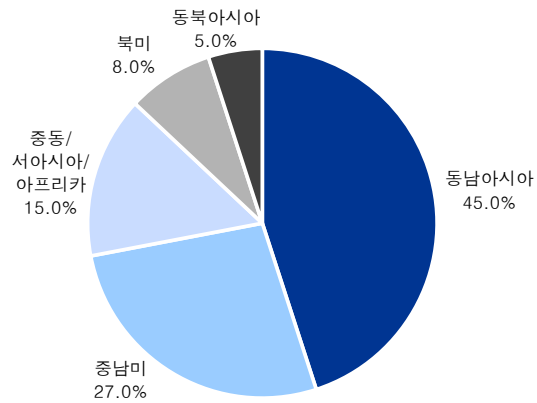
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권 리서치센터 / 주: 2017년 3분기 기준

그림 33. 사료사업부의 영업이익 비중



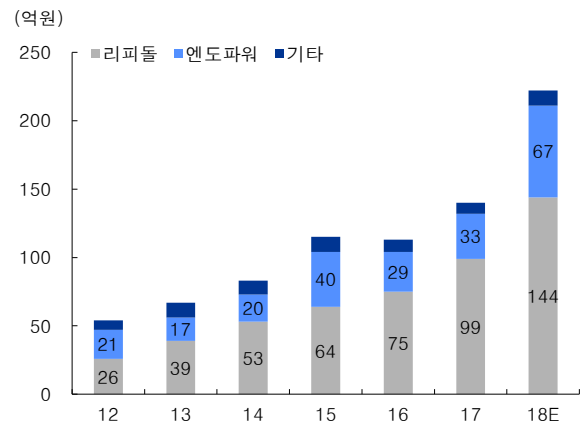
자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

그림 34. 사료첨가제 지역별 매출 비중(해외)



주: 2017년 3분기 기준. 자료: 전자공시시스템, IBK투자증권 리서치센터

그림 35. 사료첨가제 매출 추이(해외)



자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

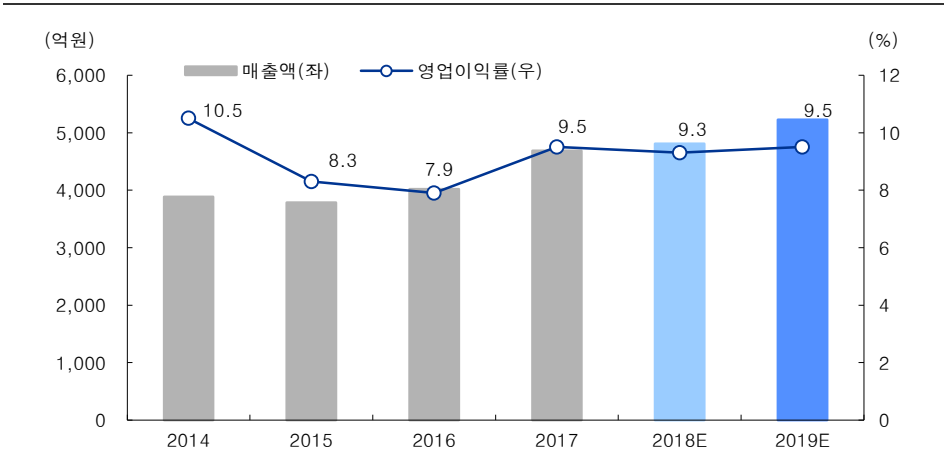
표 3. 사료 첨가제 정리

제품명	출시년도	제품 설명
펄키토	1996	성장촉진용 항생제의 대체제
이스취	2000	자연에서 선발된 효모 배양물질
엔도파워	2000	사료 효율 향상과 원가절감용 효소제
리파돌	2011	영양소 흡수 촉진제
악셀라	2012	세포내 대사촉진제

자료: 이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

2018년 육가공사업부 매출액은 4,806억원(+4.5% yoy), 영업이익은 446억원(-0.1% yoy)으로 전망된다. 비육돈 출하량이 늘면서 전년 대비 소폭의 매출 성장이 예상된다. 다만 올 들어 돈가가 전년 대비 약세를 나타내고 있어 생물자산평가 손실로 인해 이익 성장은 제한적일 것으로 보인다.

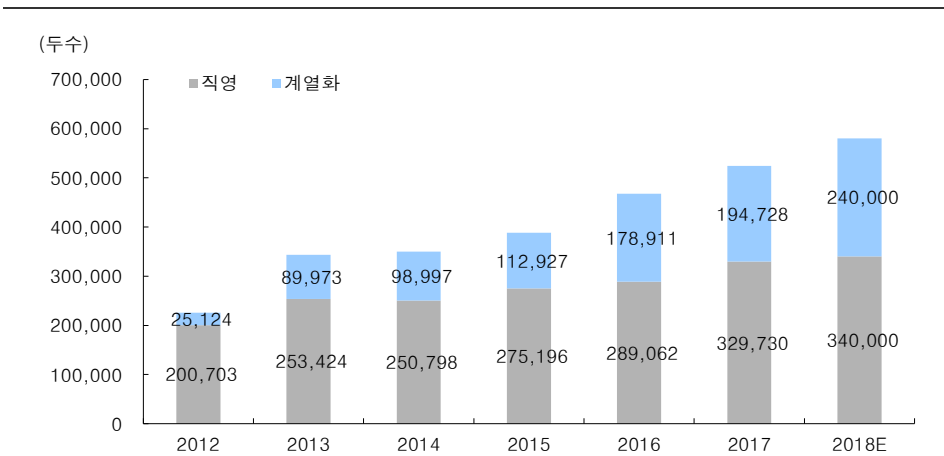
그림 36. 육가공사업부 실적 추이 및 전망



자료:이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

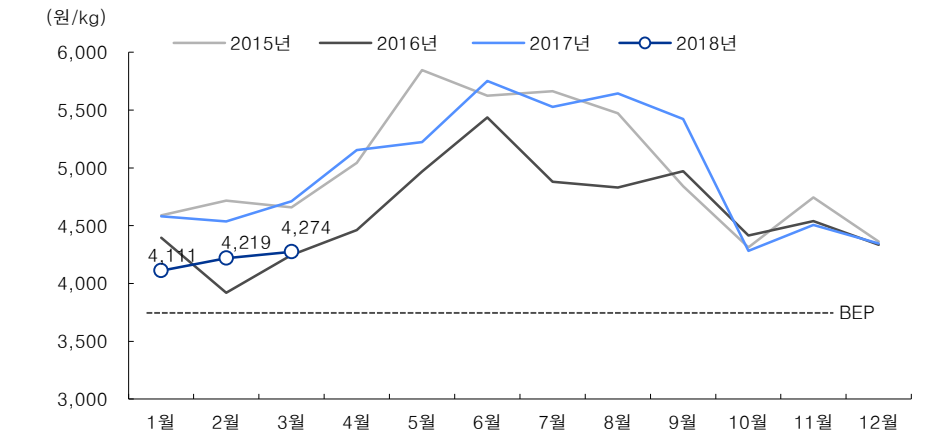
작년 비육돈 출하두수는 2016년 대비 12.1% 증가한 524,458두수를 기록했다. 올해 직영농장과 계열화농장에서 각각 329,730두(+8.8% yoy), 194,728두(14.1% yoy)가 출하될 것으로 예상됨에 따라 비육돈 총 출하량이 전년 대비 10.6% 늘어날 것으로 예상된다.

그림 37. 이지바이오 돼지농장의 비육돈 생산량 추이



자료:이지바이오, IBK투자증권 리서치센터

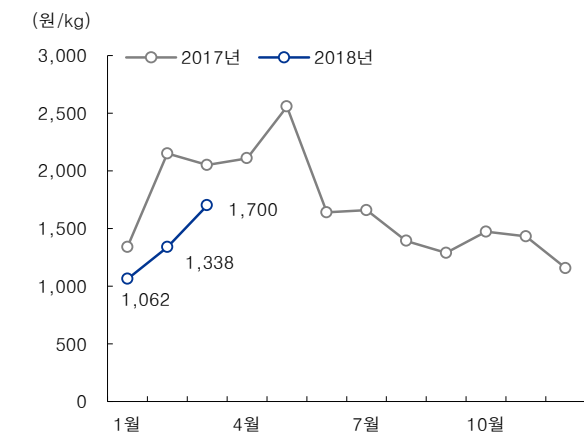
그림 38. 돼지자육(탕박) 가격 추이



자료: 축산물식품평가원, IBK투자증권 리서치센터

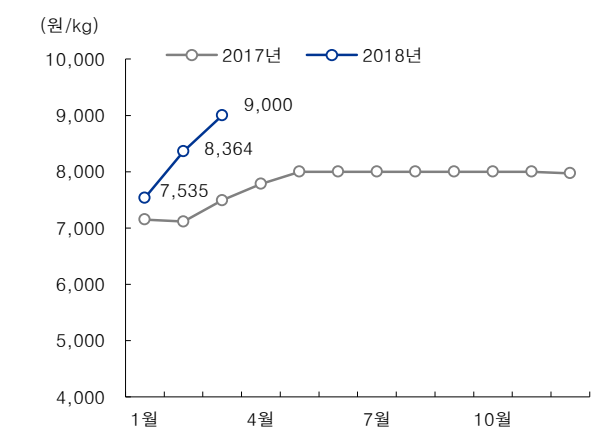
가금사업부의 2018년 매출액과 영업이익은 각각 5,280억원(-0.2% yoy), 154억원(-15.2% yoy)으로 전망된다. 작년 상반기 AI로 인해 시중 유통 오리과 닭 물량이 감소함에 따라 시세가 평년대비 크게 상승했었다. 올들어 오리 가격은 여전히 높은 가격이 유지되고 있지만 육계는 가격 정상화 과정으로, 전년 대비 가격이 하락세를 나타내고 있다. 가금사업부(육계+오리)에서 육계 매출비중이 약 80%에 달하기 때문에 육계 가격 하락의 영향으로 가금사업부의 실적이 부진할 전망이다.

그림 39. 육계 가격 추이



자료: 양계협회, IBK투자증권 리서치센터

그림 40. 생체오리 가격 추이



자료: 오리협회, IBK투자증권 리서치센터

▶ 밸류에이션

이지바이오에 대해 투자의견 ‘매수’, 목표주가 8,600원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 632원에 최근 3개년(2015~17)동안 각 년도의 PER 배수 평균치의 평균값 13.6배를 적용했다.

올해 연결 매출액과 영업이익이 각각 1조 4,550억원(+4.1% yoy), 1,141억원(+7.6% yoy)로 추정된다. 돈가와 육계 시세가 전년 대비 하락할 것으로 예상됨에 따라 육가공 사업부와 가금사업부의 이익성장은 제한적일 전망이다. 다만 매출의 43.4% 비중(연결 조정 제외)을 차지하는 사료사업부 실적 호조로 전체 실적 성장 기대감은 유효하다.

실적 개선세와 하반기 자회사 옵티팜(동물 질병진단 및 이종장기 연구기업) 상장 기대감을 감안하면 과거 3년 평균 PER 최저치(11.3배) 수준의 현 주가는 투자매력이 충분하다고 판단된다.

표 4. 이지바이오 목표주가 산출

구분	내용	비고
2018년 EPS	632원	2018년 EPS 적용
Target PER	13.6배	과거 3개년(15~17) 동안 각 년도 PER 배수 평균치의 평균값
적정주가	8,618원	2018년 EPS x Target PER
목표주가	8,600원	
현재주가	6,740원	(2018.03.27 종가 기준)
상승여력	27.6%	

자료: IBK투자증권 리서치센터

표 5. 이지바이오 과거 3년간 PER 평균치, 최고치, 최저치 추이

(단위: 배)

	2015	2016	2017	과거 3년 평균
PER (평균치)	13.9	14.1	12.9	13.6
PER (최고치)	20.3	17.3	14.9	17.5
PER (최저치)	11.0	11.2	11.7	11.3

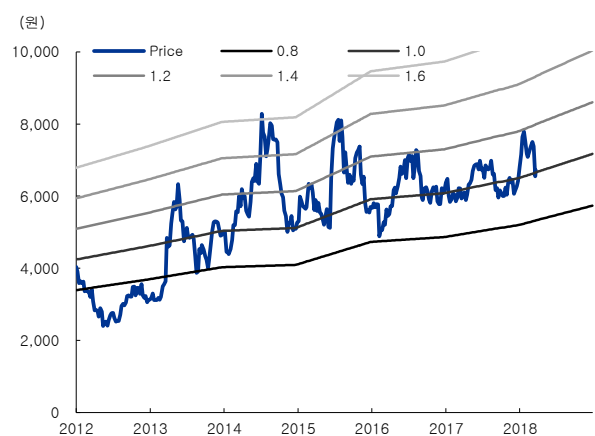
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 41. 이지바이오 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 42. 이지바이오 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,441	1,401	1,398	1,455	1,545
증가율(%)	-2.7	-2.7	-0.2	4.1	6.2
매출원가	1,204	1,151	1,119	1,164	1,236
매출총이익	236	250	279	291	309
매출총이익률 (%)	16.4	17.8	20.0	20.0	20.0
판매비	168	171	173	177	188
판매비율(%)	11.7	12.2	12.4	12.2	12.2
영업이익	68	79	106	114	121
증가율(%)	-17.3	16.4	34.1	7.6	6.5
영업이익률(%)	4.7	5.6	7.6	7.8	7.9
순금융손익	-35	-27	-21	-10	-10
이자손익	-29	-27	-21	-21	-21
기타	-6	0	0	10	11
기타영업외손익	-9	3	-1	-1	0
종속/관계기업손익	4	1	5	0	0
세전이익	28	56	89	103	112
법인세	11	22	37	41	45
법인세율	39.6	40.1	42.2	39.8	40.0
계속사업이익	17	34	51	62	67
중단사업손익	-2	-1	0	0	0
당기순이익	15	33	51	62	67
증가율(%)	-11.2	114.2	53.6	22.1	7.8
당기순이익률 (%)	1.1	2.4	3.6	4.3	4.3
지배주주당기순이익	23	23	27	36	42
기타포괄이익	-3	14	-11	0	0
총포괄이익	13	47	40	62	67
EBITDA	103	114	143	148	155
증가율(%)	-9.2	11.1	24.5	4.0	4.8
EBITDA마진율(%)	7.1	8.2	10.2	10.2	10.1

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	454	437	491	632	725
BPS	5,117	5,914	6,082	6,495	7,169
DPS	50	50	50	50	50
밸류에이션(배)					
PER	12.6	14.1	13.1	10.7	9.3
PBR	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.6	10.1	8.4	8.5	8.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.7	-2.7	-0.2	4.1	6.2
EPS증가율	-28.6	-3.9	12.4	28.7	14.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	8.9	7.9	8.2	10.1	10.6
ROA	1.0	2.1	3.4	4.0	4.0
ROIC	1.6	3.6	5.6	6.5	6.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	295.9	180.6	152.8	147.6	139.6
순차입금 비율(%)	190.9	112.9	100.7	92.7	83.9
이자보상배율(배)	1.9	2.4	4.0	4.5	4.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.5	7.2	8.0	8.3	7.6
재고자산회전율	7.1	7.7	8.5	8.2	7.2
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	703	604	533	649	730
현금및현금성자산	134	62	50	77	103
유가증권	58	54	44	48	51
매출채권	194	197	154	198	209
재고자산	193	170	159	198	228
비유동자산	878	906	954	956	977
유형자산	644	646	668	675	688
무형자산	57	57	56	57	57
투자자산	139	164	202	194	200
자산총계	1,581	1,510	1,487	1,605	1,707
유동부채	947	763	712	764	798
매입채무및기타채무	72	86	45	49	52
단기차입금	684	500	485	528	558
유동성장기부채	95	76	82	78	74
비유동부채	235	209	187	193	197
사채	60	41	37	37	37
장기차입금	116	106	83	83	83
부채총계	1,182	972	899	957	995
지배주주지분	271	313	342	376	415
자본금	27	27	28	29	29
자본잉여금	110	113	127	127	127
자본조정등	-6	2	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	-10	2	-1	-1	-1
이익잉여금	150	170	194	228	267
비지배주주지분	128	225	246	272	297
자본총계	399	538	588	648	712
비이자부채	227	248	212	231	243
총차입금	955	724	687	726	751
순차입금	762	607	592	601	598

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	74	129	112	-7	38
당기순이익	15	33	51	62	67
비현금성 비용 및 수익	82	103	104	45	44
유형자산감가상각비	34	35	36	34	33
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	15	29	-3	-77	-37
매출채권등의 감소	-8	-3	40	-44	-11
재고자산의 감소	22	22	11	-39	-30
매입채무등의 증가	9	14	-41	4	3
기타 영업현금흐름	-39	-37	-41	-37	-35
투자활동 현금흐름	-55	-33	-89	-38	-65
유형자산의 증가(CAPEX)	-62	-48	-60	-41	-46
유형자산의 감소	8	14	5	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-14	-21	-59	8	-6
기타	12	23	26	-4	-12
재무활동 현금흐름	18	-168	-35	72	52
차입금의 증가(감소)	52	21	3	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	0
기타	-35	-189	-37	71	52
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	36	-72	-12	27	26
기초현금	98	134	62	50	77
기말현금	134	62	50	77	103