

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

이지바이오 (035810KQ | Buy 유지 | TP 10,000원 유지)**실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기**

2분기 영업이익은 전년대비 5.7% 하락했습니다. 이는 시세 하락과 생물자산 평가 이익이 축소되었기 때문입니다. 하반기는 높았던 시세 부담 완화와 체력 향상에 따른 이익 개선이 예상됩니다. 자회사 상장도 예정되어 있어 기업가치 재평가도 가능할 전망입니다. 투자 의견 Buy, 목표주가 10,000원 유지합니다.

2Q18 Review: 영업이익 -5.7%YoY

- 2018년 2분기는 연결기준 매출액 3,838억원(+10.8%YoY), 영업이익 440억원(-5.7%YoY) 실현
- 매출액 증가는 사료사업부(+17.3%YoY)가 견인함. 사료는 전년도 기저효과(AI로 육계 사료 물량감소)와 작년 12월부터 연결로 편입된 페스웨이(영업이익 6억원) 실적이 추가되면서 매출액과 영업이익(+39.0%YoY)이 전년대비 증가함
- 양돈사업부는 물량은 전년대비 9~10% 증가했으나 양돈 시세(2분기 평균 5,375원 → 4,903원) 하락과 생물자산 평가 이익이 적게 반영된(110억원 → 93억원) 영향으로 영업이익은 전년대비 37.3% 하락함
- 가금사업부는 작년 AI 영향으로 비정상적으로 높았던 시세가 정상화되면서(2분기 평균 2,100원 → 1,347원) 육계사업에서 적자가 발생하였으나 체질 개선과 오리 사업부의 실적 상승으로 영업이익 흑자 유지됨
- 기타 사업부 실적은 프렌차이즈 편입효과와 이엔인베스트먼트 매출상승에 의해 큰 폭으로 개선됨

하반기 영업이익 +53.4%YoY 증가 전망

- 2018년 하반기 연결기준 매출액 3.5%, 영업이익 53.4% 전년대비 증가할 전망
- 3분기부터는 양돈과 육계 시세의 높은 베이스가 제거됨에 따라 영업이익 개선 모멘텀 확대됨
- 사료 사업부는 하반기에는 전년도 기저효과가 제거되지만 페스웨이 실적이 추가되면서 실적 개선 추세는 이어질 전망
- 최근 글로벌 소맥 가격이 상승세를 보이고 있음. 하지만 사료 원재료 비중은 옥수수가 가장 높고 사료 사업은 판가 전이가 용이한 구조로서 곡물가 인상 영향 제한적일 전망

투자 의견 Buy, 목표주가 10,000원 유지

- 자체 펀더멘털 향상도 계속해서 이루어지고 있고, 하반기 생물자산 평가 손실도 제한적으로 영향을 줄 전망
- 자회사 옵티팜(지분율 37.5%) 상장(9월 중 예정)에 따라 기업 가치가 재평가될 전망

Stock Data			
주가(8/20)			7,410원
액면가			500원
시가총액			429십억원
52주 최고/최저가			9,480원/5,900원
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-3.0	2.9	6.2
상대주가(%)	-0.3	15.6	-11.2

경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	1,401	1,398	1,480	1,511	1,567
영업이익	(십억원)	79	106	125	130	138
영업이익률	(%)	5.6	7.6	8.5	8.6	8.8
지배주주순이익	(십억원)	23	30	86	90	97
EPS	(원)	437	544	873	912	983
증감률	(%)	-3.9	24.6	60.5	4.4	7.9
PER	(배)	14.1	11.8	8.5	8.1	7.5
PBR	(배)	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
ROE	(%)	7.1	9.1	13.6	12.3	11.6
EV/EBITDA	(배)	10.0	7.9	4.7	4.5	4.1
순차입금	(십억원)	590	529	392	254	127
부채비율	(%)	180.6	152.9	123.8	101.8	88.9

이지바이오 | 실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기

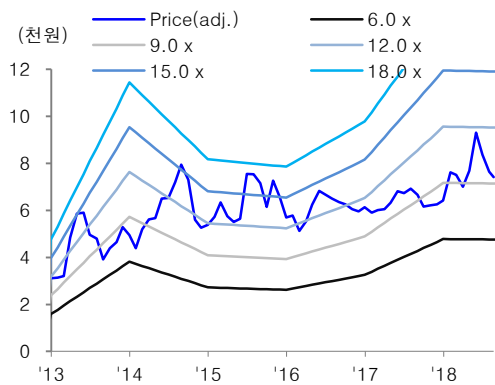
표1. 이지바이오 1분기 실적 Review

(단위:십억원, %)

	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A(a)	y-y	q-q	컨센서스	케이프(b)	차이(a/b)
매출액	346	392	331	349	384	10.8	10.0	360	354	8.6
영업이익	47	24	6	34	44	-5.7	28.9	47	47	-6.9
세전이익	44	19	-6	31	34	-23.8	6.9	45	57	-40.4
순이익	27	12	-6	20	15	-44.3	-24.4	21	18	-19.0
영업이익률	13.5	6.2	2.0	9.8	11.5			13.1	13.4	
세전이익률	12.8	4.9	-1.9	9.0	8.8			12.6	16.0	
순이익률	7.7	3.1	-1.8	5.7	3.9			5.9	5.2	

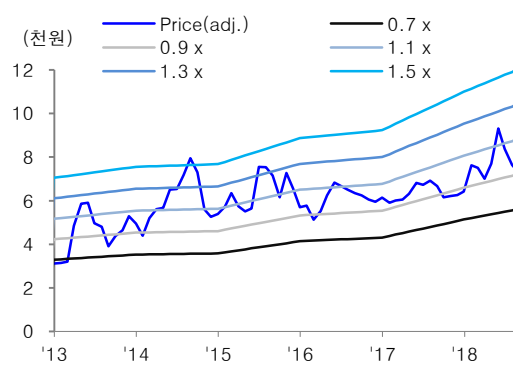
자료: 케이프투자증권

그림1. PER 차트



자료: 케이프투자증권

그림2. PBR 차트



자료: 케이프투자증권

표2. 생물자산 평가 손익 계산

(단위: 천원)

	비육돈	비육우	비육계	비육오리	비육유산양	곡물	총합계	곡물제외 합계
보유중인 소비용 생물자산의 순공정 가치의 변동								
2Q18	17,824,401	351,548	1,573,958	563,432	-2,046	-16,897	20,294,396	20,311,293
1Q17	8,505,873	560,283	1,519,418	1,234,555	-1,951	-	11,818,178	11,818,178
생물자산 평가 손익	9,318,528	-208,735	54,540	-671,123	-95	NA	8,476,218	8,493,115

자료: 이지바이오, 케이프투자증권

CAPE

Hidden Value 옵티팜

자회사 상장 예정

기술특례 방식으로 9월
중 코스닥 상장 계획

옵티팜은 이지바이오의 자회사로서 백신 및 이종장기 연구 개발 업체이다. 옵티팜은 동물질병진단 사업, 박테리오파지 사업, 동물약품 사업을 기반으로 연구개발에 지속적으로 투자하고 있다. 옵티팜이 진행하는 바이오 신사업분야는 인체용 백신사업, 이종장기 사업 등이다. 인체용 백신사업은 돼지의 바이러스 유사입자 백신을 기반으로 기존백신보다 생산성이 개선된 백신생산을 개발하는 것이다. 이종장기 사업은 형질전환 무균 미니돼지를 이용하여 부족한 장기를 공급하려는 시도이다.

이지바이오는 옵티팜을 기술특례 방식으로 코스닥 시장에 상장할 계획을 가지고 있다. 상장 주관사는 NH투자증권이며, '형질전환 이종장기 개발'과 바이러스 유사 입자 기반 의프프리미엄 백신 개발' 기술 특례로 상장에 도전한다. 지난 2017년 12월 22일 기술성평가를 통과했고 8월초에 코스닥 상장 예비심사를 청구도 통과했다. 현재는 본격적 공모 절차 진행 중에 있다. 옵티팜의 최대주주는 이지바이오 (지분율 37.5%)이다.

그림3. 옵티팜 사업



자료: 회사자료, 케이프투자증권

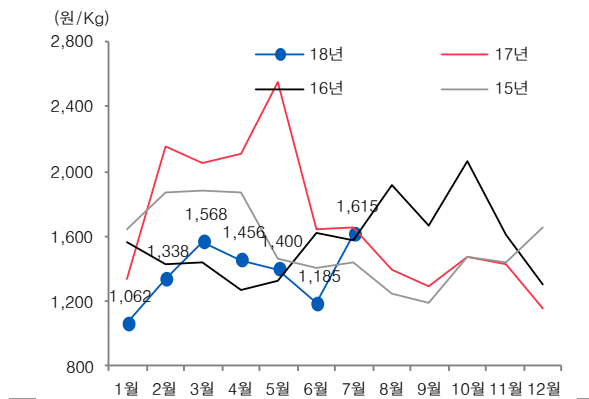
이지바이오 | 실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기

표3. 주요 사업부문별 실적 요약													(단위:십억원, %)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	Y2016	Y2017	Y2018E
매출액	336.4	359.8	336.4	368.8	329.1	346.3	392.0	330.7	348.8	383.8	409.7	338.0	1,401.4	1,398.1	1,480.3
사료	205.8	211.7	187.1	218.1	197.1	191.4	198.9	214.5	214.3	224.4	205.7	219.3	822.7	801.9	863.7
양돈	93.3	99.7	101.9	107.0	103.5	117.6	126.1	121.5	112.1	121.2	131.9	123.5	401.9	468.7	488.7
가금	136.6	145.6	142.3	136.1	136.7	147.1	129.0	116.5	126.2	136.8	133.3	118.4	560.6	529.2	514.8
기타	10.3	15.0	10.8	14.6	15.6	15.1	12.6	6.5	27.8	15.9	23.2	16.7	50.7	49.8	83.7
연결조정	-109.6	-112.1	-105.7	-107.0	-123.7	-124.9	-74.7	-128.3	-131.6	-114.6	-84.5	-139.9	-434.4	-451.5	-470.6
YoY	-1.3	-2.3	-3.4	-3.8	-2.2	-3.8	16.5	-10.3	6.0	10.8	4.5	2.2	-2.7	-0.2	5.9
사료	-0.6	-11.1	-10.5	-9.4	-4.2	-9.6	6.3	-1.6	8.7	17.3	3.4	2.2	-8.1	-2.5	7.7
양돈	2.8	5.2	10.3	6.4	10.9	18.0	23.8	13.6	8.3	3.0	4.6	1.7	6.2	16.6	4.3
가금	-9.6	-4.3	-4.6	0.2	0.1	1.0	-9.4	-14.4	-7.7	-6.9	3.4	1.7	-4.7	-5.6	-2.7
기타	15.1	40.2	14.1	-13.8	51.3	0.7	17.2	-55.6	78.6	5.6	83.7	157.9	10.1	-1.7	68.1
영업이익	15.8	31.9	23.5	7.8	28.6	46.6	24.4	6.5	34.1	44.0	28.0	19.3	79.0	106.0	125.4
사료	13.5	13.7	10.0	13.5	9.8	8.8	10.4	11.9	14.4	12.2	11.6	13.6	50.6	40.9	51.9
양돈	4.5	17.6	8.2	1.4	11.9	28.2	9.5	-5.0	16.0	17.7	9.6	1.6	31.7	44.6	44.9
가금	-6.2	-0.3	4.8	-3.7	3.2	9.3	3.6	2.0	1.8	3.1	4.1	1.3	-5.3	18.1	10.3
기타	3.0	1.4	0.5	-3.1	3.4	0.1	0.3	-2.5	4.4	6.6	2.9	2.4	1.8	1.4	16.3
연결조정	1.1	-0.5	-0.1	-0.4	0.2	0.2	0.6	0.1	-2.6	4.4	-0.2	0.4	0.2	1.0	2.0
OP YoY	76.8	-6.0	387.4	-61.2	79.4	45.8	4.2	-16.7	19.4	-5.7	14.9	198.7	16.6	34.1	18.2
사료	50.2	2.1	5.9	-35.3	-27.8	-35.8	4.7	-11.7	47.8	39.0	11.3	14.5	-3.8	-19.3	26.9
양돈	25.3	-7.5	100.1	-69.2	164.4	60.6	15.8	적전	34.3	-37.3	1.0	흑전	1.3	40.7	0.6
가금	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	-25.9	흑전	-43.9	-67.1	15.3	-35.4	적지	흑전	-43.2
기타	490.6	흑전	흑전	적전	16.7	-89.9	-49.9	적지	28.4	4440.0	1045.9	흑전	53.1	-24.2	1074.4
OMP	4.7	8.9	7.0	2.1	8.7	13.5	6.2	2.0	9.8	11.5	6.8	5.7	5.6	7.6	8.5
사료	6.6	6.5	5.3	6.2	5.0	4.6	5.2	5.5	6.7	5.4	5.6	6.2	6.2	5.1	6.0
양돈	4.8	17.6	8.1	1.3	11.5	24.0	7.5	-4.1	14.3	14.6	7.3	1.3	7.9	9.5	9.2
가금	-4.5	-0.2	3.4	-2.7	2.4	6.3	2.8	1.7	1.4	2.2	3.1	1.1	-1.0	3.4	2.0
기타	28.7	9.6	4.7	-21.0	22.1	1.0	2.0	-37.9	15.9	41.6	12.5	14.4	3.6	2.8	19.5

자료: 케이프투자증권

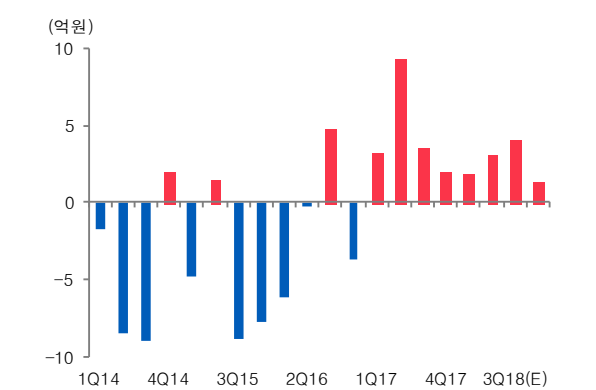
이지바이오 | 실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기

그림4. 육계 가격 추이



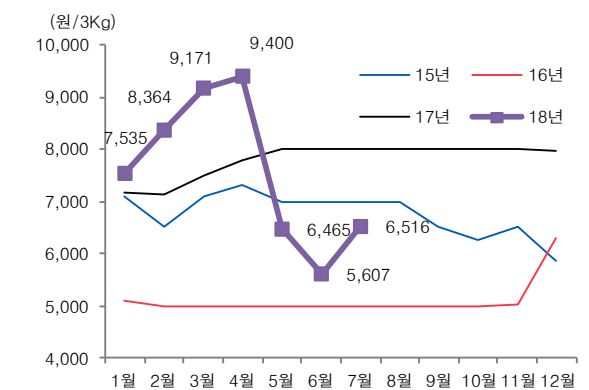
자료: 한국양계협회, 케이프투자증권

그림5. 가금사업부 분기별 영업이익 추이 및 전망



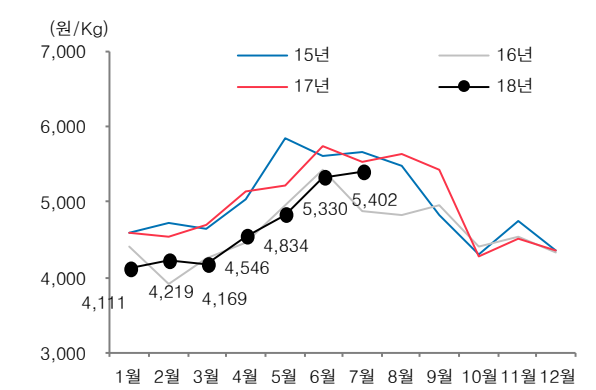
자료: 케이프투자증권

그림6. 오리 가격 추이



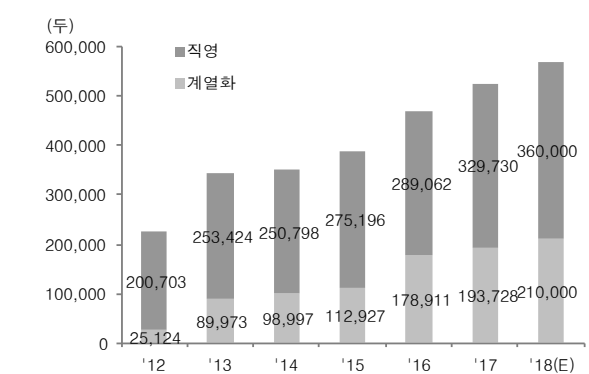
자료: 한국오리협회, 케이프투자증권

그림7. 돈육(탕박) 가격 추이



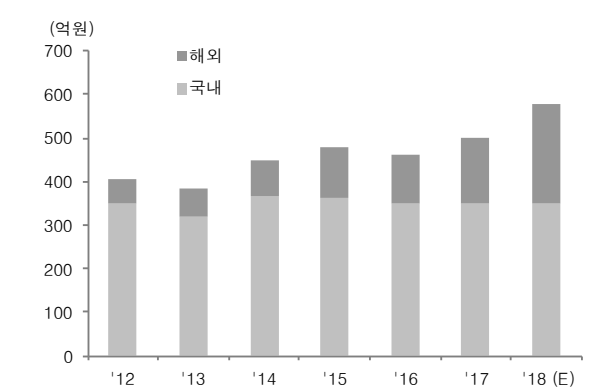
자료: 대한한돈협회, 케이프투자증권

그림8. 비육돈 출하두수



자료: 회사자료, 케이프투자증권

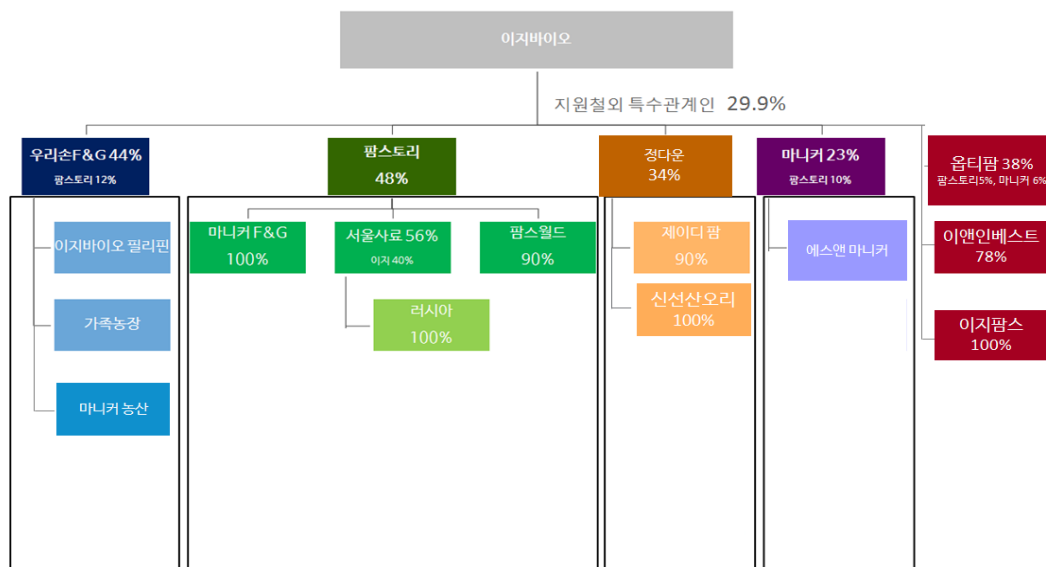
그림9. 사료 첨가제 매출



자료: 회사자료, 케이프투자증권

이지바이오 | 실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기

그림10. 이지바이오 지배구조



자료: 회사자료, 케이프투자증권

이치바이오 | 실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	576	676	773	907	매출액	1,398	1,480	1,511	1,567
현금및현금성자산	56	125	211	324	증가율(%)	-0.2	5.9	2.1	3.7
매출채권 및 기타채권	194	206	210	218	매출원가	1,119	1,169	1,191	1,232
재고자산	156	165	168	175	매출총이익	279	311	320	335
비유동자산	904	852	813	788	매출총이익률(%)	20.0	21.0	21.2	21.4
투자자산	157	166	170	176	판매비와 관리비	173	186	190	197
유형자산	660	598	555	525	영업이익	106	125	130	138
무형자산	49	49	49	49	영업이익률(%)	7.6	8.5	8.6	8.8
자산총계	1,481	1,528	1,586	1,696	EBITDA	144	232	223	221
유동부채	725	672	629	626	EBITDA M%	10.3	15.7	14.7	14.1
매입채무 및 기타채무	120	127	130	135	영업외손익	-17	19	22	25
단기차입금	493	463	423	423	지분법관련손익	4	3	3	3
유동성장기부채	78	46	39	30	금융손익	-13	11	13	19
비유동부채	170	173	171	172	기타영업외손익	-9	5	6	3
사채 및 장기차입금	93	91	88	86	세전이익	89	145	152	164
부채총계	895	845	800	798	법인세비용	37	59	61	66
지배기업소유지분	346	407	473	544	당기순이익	51	86	90	97
자본금	28	28	28	28	지배주주순이익	30	50	53	57
자본잉여금	127	127	127	127	지배주주순이익률(%)	3.6	5.8	6.0	6.2
이익잉여금	197	244	294	348	비지배주주순이익	21	36	37	40
기타자본	-6	8	24	41	기타포괄이익	-10	14	16	17
비지배지분	240	275	313	353	총포괄이익	41	100	106	114
자본총계	586	683	786	898	EPS 증가율(% , 지배)	24.6	60.5	4.4	7.9
총차입금	667	603	553	542	이자손익	-20	-16	-11	-5
순차입금	529	392	254	127	총외화관련손익	18	18	14	15

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	119	162	164	157	총발행주식수(천주)	56,191	57,927	57,927	57,927
영업에서 창출된 현금흐름	158	236	235	226	시가총액(십억원)	361	429	429	429
이자 수취	6	8	11	16	주가(원)	6,420	7,410	7,410	7,410
이자 지급	-20	-24	-22	-21	EPS(원)	544	873	912	983
배당금 수입	2	2	2	2	BPS(원)	6,154	7,030	8,168	9,395
법인세부담액	-27	-59	-61	-66	DPS(원)	50	50	50	50
투자활동 현금흐름	-74	-27	-25	-30	PER(X)	11.8	8.5	8.1	7.5
유동자산의 감소(증가)	-5	-5	-2	-3	PBR(X)	1.0	1.1	0.9	0.8
투자자산의 감소(증가)	6	-9	-3	-6	EV/EBITDA(X)	7.9	4.7	4.5	4.1
유형자산 감소(증가)	-47	-45	-50	-52	ROE(%)	9.1	13.6	12.3	11.6
무형자산 감소(증가)	7	0	0	0	ROA(%)	3.4	5.7	5.8	5.9
재무활동 현금흐름	-51	-67	-53	-14	ROIC(%)	7.4	7.9	8.4	9.3
사채및차입금증가(감소)	-62	-64	-50	-11	배당수익률(%)	0.8	0.7	0.7	0.7
자본금및자본잉여금 증감	15	0	0	0	부채비율(%)	152.9	123.8	101.8	88.9
배당금 지급	-3	-3	-3	-3	순차입금/자기자본(%)	90.4	57.4	32.3	14.1
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	79.5	100.5	123.0	144.9
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	4.0	5.2	5.9	6.7
현금증감	-6	69	86	113	총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0
기초현금	62	56	125	211	매출채권 회전율	6.9	7.4	7.3	7.3
기말현금	56	125	211	324	재고자산 회전율	8.6	9.2	9.1	9.1
FCF	67	117	114	105	매입채무 회전율	8.6	9.5	9.3	9.3

자료: 케이프투자증권

이지바이오 | 실적 개선과 기업가치 재평가가 기대되는 하반기

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

이지바이오(035810) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-05-23	2017-07-25	2017-08-11	2018-01-16	2018-01-31	2018-02-27	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	9,300원	9,300원	9,300원	10,000원	10,000원	10,000원	
제시일자	2018-03-16	2018-04-23	2018-05-15	2018-08-21			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	10,000원	10,000원	10,000원	10,000원			

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-05-23	Buy	9,300원	-27.01	-21.72
2018-01-16	Buy	10,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2018.06.30까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(90.06%) · 매도(0.00%) · 중립(9.94%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.