

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

이지바이오 (035810KQ | Buy 유지 | TP 10,000원 유지)**지속 발전 가능한 축산업 지향**

2018년은 영업이익이 전년대비 2.9% 증가, 이익률은 8.5%로 향상될 전망입니다. 외부 환경의 우호적 흐름 때문에 사료 실적이 22.4% 향상되며 전체 실적 개선을 견인할 것으로 예상됩니다. 상반기 내로 옵티팜이 상장되면 히든 밸류도 부각될 것으로 전망합니다. 투자 의견 Buy와 목표주가 10,000원 유지합니다.

투자 의견 Buy, 목표주가 10,000원으로 유지

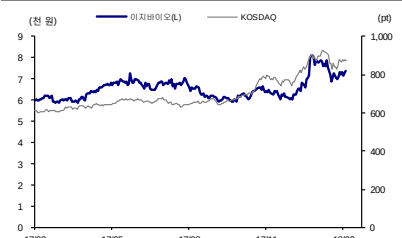
- 2018년에 우호적 외부 변수로 인해 사료 사업을 중심으로 한 수익성 개선 예상. 투자 의견 Buy 유지
- 2018년 음식료 평균 PER15배에서 30%를 할인한(곡물·환율 변동성 감안) 10.5배를 적용하여 목표주가 10,000원 산출함

2018년 이익 증가 추이 유지

- 사료 사업부 영업이익은 전년도 기저효과와 원화강세, 곡물가 하향안정화로 전년대비 +22.4%증가할 전망
- 돈육 시세는 2017년 평균 5,329원에서 4,900원대로 하락할 것으로 예상되지만, 출하 두수 9.4%YoY 상승으로 2017년 영업이익 수준을 유지할 전망
- 육계는 체질개선(공장매각, 합병, 인력 구조조정)을 통해 BEP를 1,500원에서 1,300원으로 낮추면서 전년대비 시세 하락에도 불구하고 흑자전환을 이어갈 것으로 예상됨
- 이종장기이식 연구를 하고 있는 옵티팜이 기술특례 방식으로 코스닥에 상장될 가능성 큼. 이를 통해 숨겨진 가치가 부각될 전망

수직계열화로 시장 대응, 생명공학과 융합을 통한 미래형 축산업

- 돈육과 육계는 수직계열화를 완성하며, 효율성과 생산성을 향상시켰음
- 고마진 사료첨가제(배합사료 OPM5%, 사료 첨가제 OPM 26%) 판매 확대를 통한 수익성 개선 기대
- 옵티팜은 축산업을 생명공학과 융합하면서 부가가치를 향상 시킬 것으로 기대

Stock Data

주가(2/26)	7,380원		
액면가	500원		
시가총액	415십억원		
52주 최고/최저가	8,100원/ 5,860원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-5.3	11.8	25.9
상대주가(%)	-1.1	-16.8	-11.5

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	1,441	1,401	1,444	1,461	1,491
영업이익	(십억원)	68	79	121	124	129
영업이익률	(%)	4.7	5.6	8.4	8.5	8.7
순이익	(십억원)	23	23	68	78	78
EPS	(원)	454	437	873	964	973
증감률	(%)	-28.6	-3.9	100.1	10.4	0.9
PER	(배)	12.6	14.1	7.4	8.3	8.2
PBR	(배)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	4.0	7.1	11.9	11.8	10.5
EV/EBITDA	(배)	11.4	10.0	4.7	4.9	4.6
순차입금	(십억원)	749	590	465	335	222
부채비율	(%)	295.9	180.6	150.5	126.1	105.9

CAPE

Hidden Value 옵티팜

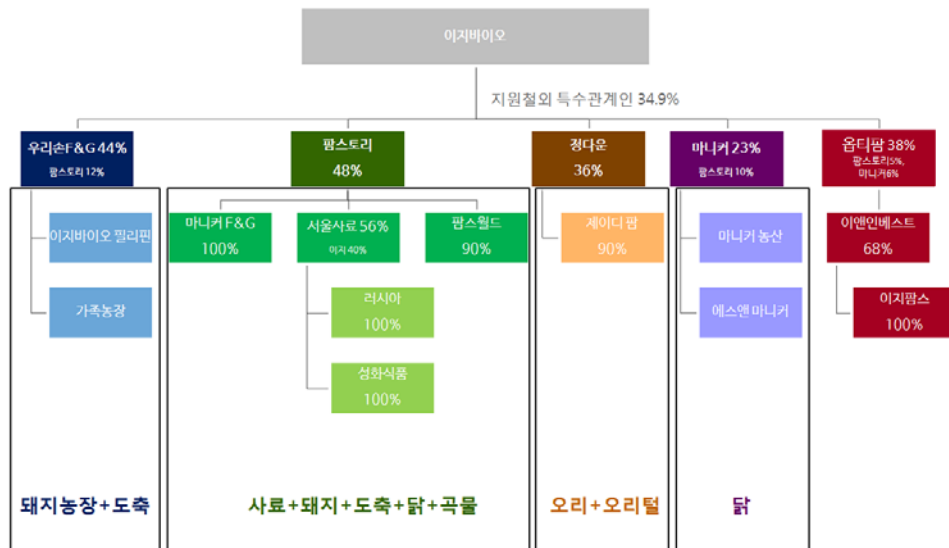
상반기에 자회사 상장 예정

기술특례 방식으로
코스닥 상장 계획

옵티팜은 동물병성감정 기관으로 시작하여 약 80%에 이르는 시장 점유율을 차지하고 있다. 현재 동물 약품 판매와 질병진단 사업을 기반으로 박테리오파지 항생제 대체제, 혈중암 진단키트, 나아가 인체 이종장기 원료 동물에 대한 연구를 진행 중에 있다. 이지바이오는 옵티팜을 기술특례 방식으로 올해 코스닥 시장에 상장할 계획을 가지고 있다. 지난 2017년 12월 22일 기술성평가를 통과했다. 이에 올 상반기내 코스닥 상장 예비심사를 청구하고 상장할 예정에 있다.

상장 주관사는 NH투자증권이며, '형질전환 이종장기 개발'과 바이러스 유사 입자 기반 의프프리미엄 백신 개발' 기술 특례로 상장에 도전한다. 상장시 옵티팜의 가치는 5,000억~6,000억원 사이로 평가되고 있다. 한편, 2016년 기준 매출액은 143억 7,600만원, 영업이익은 2006만원을 기록했다. 옵티팜의 최대주주는 이지바이오 (지분율 38%)이다.

그림1. 이지바이오 지배구조



자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림2. 옵티팜 사업



자료: 회사자료, 케이프투자증권

CAPE

벨류에이션

투자의견 BUY 유지, 목표주가 10,000 원으로 유지

사료와 돈육에서 이익
증가세 유지

이지바이오에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 10,000원을 유지한다. 원화강세와 곡물가 하향안정화에 따른 사료 사업부의 이익 확대가 유지될 전망이다. 2017년 AI로 인해 연초부터 육계 시세와 돈육 시세가 좋았는데 2018년은 정상화되면서 영업이익은 전년 대비 감소할 것으로 추정한다. 하지만 구조조정으로 수익성이 개선되었기 때문에 이익은 흑자를 유지할 것으로 예상한다.

목표주가는 외부 시세
및 곡물가격에 따른
변동성 고려한 값

목표주가는 2018년 EPS 964원에 Target Multiple 10.5배를 적용하여 산출하였다. Target Multiple은 금년도 실적 전망과 외부 변동성을 모두 고려하였다. 현 주가 7,380원 대비 35.5%의 상승여력을 가지고 있다.

Target PER 10.5배
적용

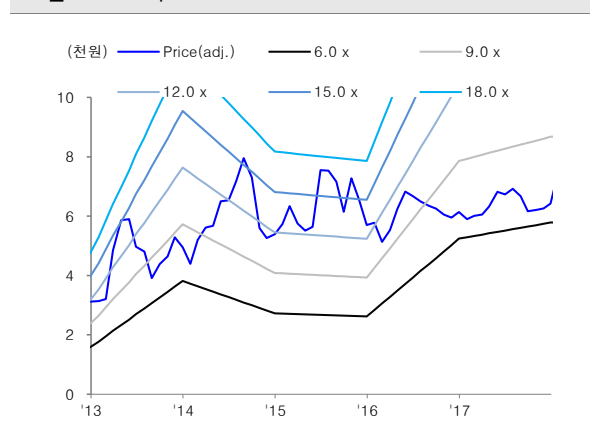
Target Multiple은 2018년 음식료 평균 PER15배에서 30%를 할인하였다. 외부변수(곡물가, 환율)와 유산스가 많은 사료산업 특성 상 재무구조가 불안정하다는 점을 고려하였다. 하지만 2018년 이익 개선을 고려하였을 때 벨류에이션은 매력적이라고 판단한다.

표1. 목표주가 산출 PER Valuation

2018년 순이익 (십억원)	78
2018년 EPS (원)	964
현재주가 (원)	7,380
현재주가 PER	8.3
적정주가 (원)	10,124
Target PER	10.5
목표주가 (원)	10,000
상승여력 (%)	35.5

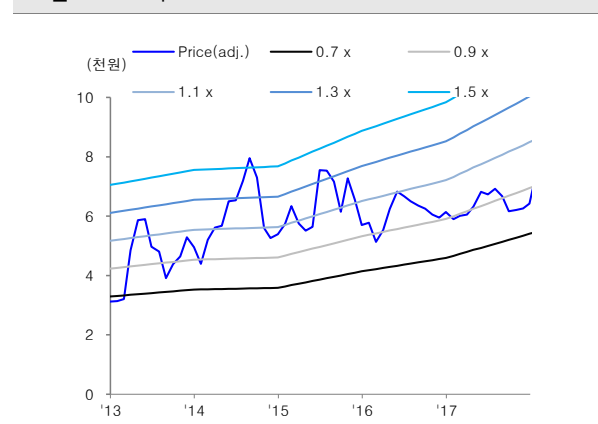
자료: 케이프투자증권

그림3. PER 차트



자료: 케이프투자증권

그림4. PBR 차트



자료: 케이프투자증권

CAPE

실적 추이 및 전망

2018 년 영업이익 2.9%YoY 증가 예상

전사업부 이익 증가
예상

연결기준 영업이익은 전년대비 +2.9% 증가할 것으로 예상된다. 2017년은 AI로 인해 가금류의 가격은 이례적으로 폭등했었고, 이 영향으로 사료 생산량은 감소했었다. 2018년은 전년대비 육계 시세 하락이 예상되지만, 이전과 달리 흑자를 유지할 전망이다. 마니커의 BEP는 공장매각, 합병(2016년 디엠푸드, 2017년 성화식품), 인력 감축 등을 통해서 기존 1,500원대에서 1,300원 이하로 낮아진 것으로 추정된다. 돈육도 2017년보다는 시세가 하락하지만 출하두수 상승으로 2017과 비슷한 영업이익 수준으로 유지할 것으로 예상된다. 사료는 2017년 상반기 AI로 인한 육계 사료 물량 감소로 인해 어려움을 겪었으나, 기저효과와 곡물가 하향 안정세로 22.4%YoY 큰 폭으로 이익 증가가 예상된다.

표2. 주요 사업부문별 실적 요약

(단위:십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	341	368	348	383	336	360	336	369	329	346	392	376	1401	1444	1461
사료	207	238	209	241	206	212	187	218	197	191	199	230	823	817	873
- 배합사료	184	190	186	198	183	174	165	180	164	164	167	189	703	685	732
- 사료첨가제	13	33	14	30	14	27	14	28	21	23	23	29	83	96	104
- 기타	10	16	9	13	9	10	8	10	12	4	8	11	37	36	37
양돈	91	95	92	101	93	100	102	107	104	118	126	114	402	462	480
- 도축/가공	60	35	45	47	42	46	44	48	46	62	65	49	179	223	231
- 비육돈	25	50	39	42	39	45	44	48	46	54	55	54	177	210	220
- 기타	6	10	8	11	12	8	14	11	11	1	5	12	46	29	29
가금	151	152	149	136	137	146	142	136	137	147	129	128	561	541	525
- 육계	144	143	141	128	113	114	116	110	105	113	94	96	453	408	386
- 오리	5	6	6	5	19	29	24	21	28	29	30	29	94	116	120
- 기타	1	3	2	3	5	2	2	5	4	5	5	4	14	17	19
기타	9	11	9	17	10	15	11	15	16	15	13	15	51	58	61
- 수익서비스	3	3	3	3	3	4	4	4	4	3	3	4	14	14	15
- 금융	2	1	1	4	4	4	2	2	6	3	2	2	11	13	14
- 기타	5	6	6	10	3	8	6	9	6	9	8	9	25	31	32
연결조정	-117	-127	-112	-111	-110	-112	-106	-107	-124	-125	-75	-111	-434	-434	-478
YoY	-1.0	-3.3	-2.9	-3.4	-1.3	-2.3	-3.4	-3.8	-2.2	-3.8	16.5	2.0	-2.7	3.0	1.2
사료	-7.9	-1.2	-4.7	1.3	-0.6	-11.1	-10.5	-9.4	-4.2	-9.6	6.3	5.3	-8.1	-0.7	6.8
양돈	1.5	-5.9	-4.4	-1.3	2.8	5.2	10.3	6.4	10.9	18.0	23.8	6.9	6.2	14.9	3.9
가금	12.3	-3.6	-5.8	-20.6	-9.6	-4.3	-4.6	0.2	0.1	1.0	-9.4	-6.0	-4.7	-3.5	-3.0
기타	18.8	0.9	15.2	-14.5	15.1	40.2	14.1	-13.8	51.3	0.7	17.2	2.6	10.1	15.1	4.8
연결조정	4.6	-1.6	-9.8	-17.2	-6.2	-12.0	-5.5	-3.3	12.9	11.3	-29.3	3.6	-6.9	-0.1	10.0
영업이익	9.1	34.0	4.8	20.0	15.8	31.9	23.5	7.8	28.6	46.6	24.4	21.1	79.0	120.7	124.2
사료	9.0	13.4	9.4	20.8	13.5	13.7	10.0	13.5	9.8	8.8	10.4	13.5	50.6	42.5	52.0
양돈	3.6	19.0	4.1	4.6	4.5	17.6	8.2	1.4	11.9	28.2	9.5	6.4	31.7	56.1	54.6
가금	-4.8	1.5	-8.9	-7.8	-6.2	-0.3	4.8	-3.7	3.2	9.3	3.6	0.6	-5.3	16.7	10.1
기타	0.5	-0.7	-0.2	1.6	3.0	1.4	0.5	-3.1	3.4	0.1	0.3	0.3	1.8	4.1	6.0
연결조정	0.7	0.8	0.4	0.8	1.1	-0.5	-0.1	-0.4	0.2	0.2	0.6	0.3	0.2	1.3	1.5
OMP 영업이익	2.6	9.2	1.4	5.2	4.7	8.9	7.0	2.1	8.7	13.5	6.2	5.6	5.6	8.4	8.5
사료	4.3	5.6	4.5	8.6	6.6	6.5	5.3	6.2	5.0	4.6	5.2	5.9	6.2	5.2	6.0
양돈	4.0	20.1	4.4	4.6	4.8	17.6	8.1	1.3	11.5	24.0	7.5	5.6	7.9	12.1	11.4
가금	-3.2	1.0	-6.0	-5.7	-4.5	-0.2	3.4	-2.7	2.4	6.3	2.8	0.5	-1.0	3.1	1.9
기타	5.6	-6.6	-2.1	9.5	28.7	9.6	4.7	-21.0	22.1	1.0	2.0	2.0	3.6	7.1	9.8

자료: 케이프투자증권

환율과 곡물가격 모두 우호적

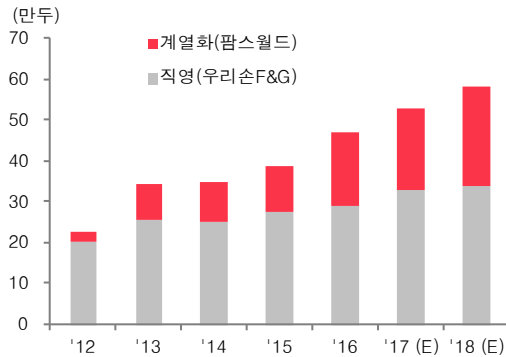
사료사업부는 이지바이오의 Cash Cow로 양돈, 양계, 축우 등의 사료를 생산 판매한다. 환율과 원재료 가격이 사료 수익성에 영향을 주는데, 이 2가지 모두 이지바이오에게 우호적일 전망이다. 보통 원재료 매입에서 투입까지 6개월 레깅이 발생한다. 연초부터 원화강세가 지속되고 있고, 곡물가는 하향 안정화 상태이다. 우호적 외부 환경 속에서 마진스프레드 확대로 수익성이 개선될 것으로 전망한다.

고마진 사료첨가제 판매 확대 위해 노력

환율과 곡물가에 영향을 받지만, 비교적 안정적으로 마진을 6%대를 유지하고 있다. 축종별로 사료 마진을 세분화하면, 사료첨가제 25%, 양돈 7~8%, 육계 2~3%이다. 이지바이오는 사료첨가제, 자돈사료 등 고부가 사료 비중이 크기 때문에 상대적으로 변동성이 적다. 사료첨가제(MS30%)와 자돈사료(MS20%) 모두 압도적 1위 브랜드로 입지를 굳건히 차지하고 있다. 안정적 매출 확보와 수익성 개선을 위해 이와 같은 사료첨가제와 자돈사료의 추가 판매 확대를 위해 노력하고 있다.

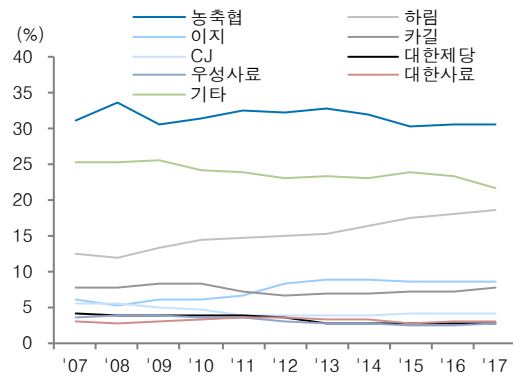
특히, 사료첨가제의 경우 국내는 거의 포화 상태라 해외 쪽 매출 증가를 위해 노력 중에 있다. 주력제품은 엔도파워((사료 효율 향상과 원가 절감용 효소제)와 리피돌(영양소 흡수 촉진제)이다. 2016년 해외 시장에서 매출 113억원을 달성하였고, 2017년은 이보다 32.7% 증가한 150억원, 2018년은 53.3% 증가한 230억원 기록할 것으로 기대한다. 각국에 대리점 구축 및 현지직원을 뽑아 향후 성장을 위해 노력하고 있다. 또한 2017년 말부터 자본법으로 포함되던 영국 사료 첨가제 회사 '패스웨이'의 실적이 연결로 포함되게 된다(2017년 기준 매출액 108억원, 영업이익 27억원, OPM 25%).

그림5. 비육돈 출하두수



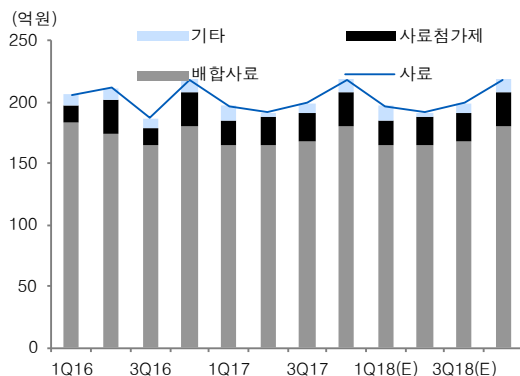
자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림6. 국내 배합사료 주요사들 MS 추이



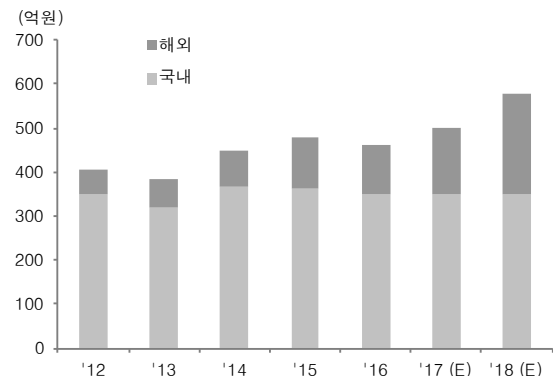
자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림7. 배합사료 / 사료 첨가제 매출 추이



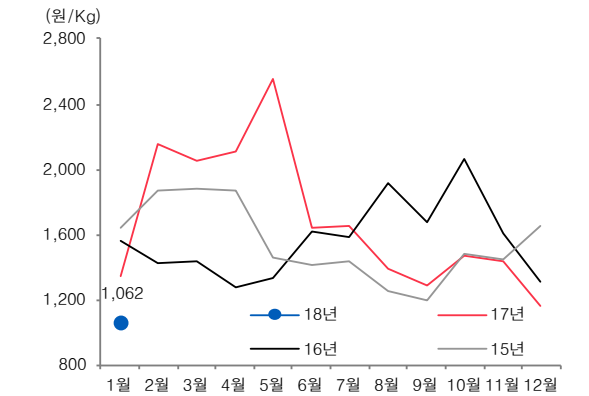
자료: 케이프투자증권

그림8. 사료 첨가제 매출 추이



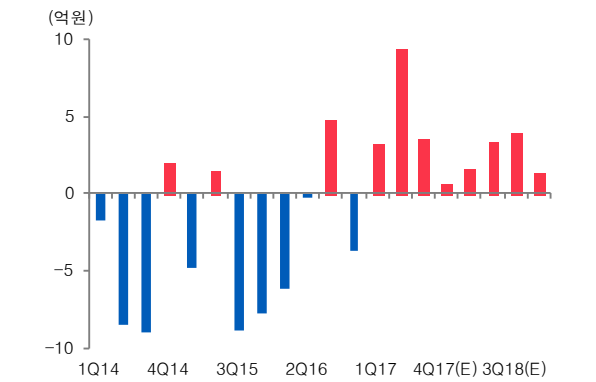
자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림9. 육계 가격 추이



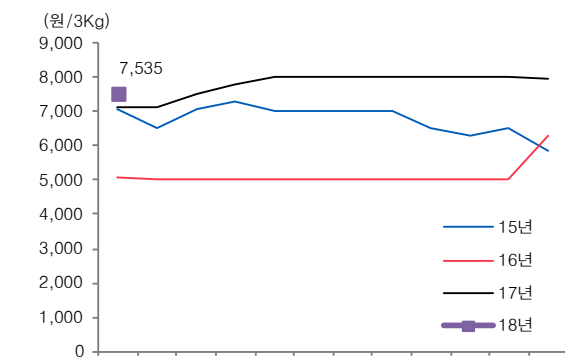
자료: 한국양계협회, 케이프투자증권

그림10. 가금사업부 분기별 영업이익 추이 및 전망



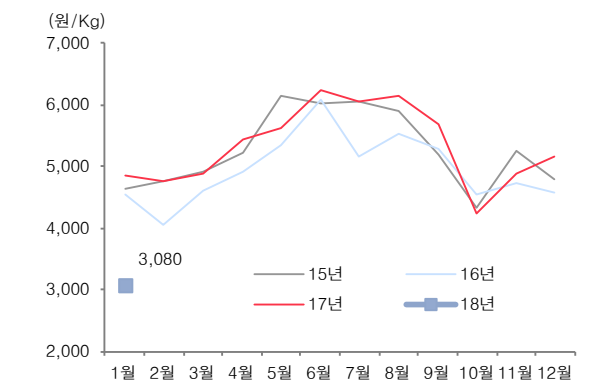
자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림11. 오리 가격 추이



자료: 한국오리협회, 케이프투자증권

그림12. 돈육(박피) 가격 추이



자료: 대한한돈협회, 케이프투자증권

재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	604	687	782	855
현금및현금성자산	62	129	217	279
매출채권 및 기타채권	211	217	220	224
재고자산	170	175	178	181
비유동자산	906	850	807	780
투자자산	164	168	170	174
유형자산	646	585	540	509
무형자산	57	57	56	56
자산총계	1,510	1,537	1,588	1,635
유동부채	763	717	681	638
매입채무 및 기타채무	141	145	147	150
단기차입금	504	474	444	404
유동성장기부채	76	55	46	39
비유동부채	209	206	205	203
사채 및 장기차입금	147	143	141	138
부채총계	972	924	886	841
지배기업소유자본	313	368	434	502
자본금	27	27	27	27
자본잉여금	113	113	113	113
이익잉여금	170	215	266	318
기타자본	4	14	28	44
비지배지분	225	245	269	292
자본총계	538	614	702	794
총차입금	729	673	632	582
순차입금	590	465	335	222

포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	1,401	1,444	1,461	1,491
증가율(%)	-2.7	3.0	1.2	2.1
매출원가	1,151	1,147	1,157	1,179
매출총이익	250	296	304	312
매출총이익률(%)	17.8	20.5	20.8	20.9
판매비와 관리비	171	176	179	183
영업이익	79	121	124	129
영업이익률(%)	5.6	8.4	8.5	8.7
EBITDA	114	226	215	210
EBITDA M%	8.2	15.7	14.7	14.1
영업외손익	-23	-6	6	2
지분법관련손익	1	3	2	3
금융손익	-27	-11	3	-5
기타영업외손익	3	2	1	4
세전이익	56	115	131	131
법인세비용	22	44	53	53
당기순이익	33	68	78	78
지배주주순이익	23	48	54	55
지배주주순이익률(%)	2.4	4.7	5.3	5.3
비지배주주순이익	10	21	23	24
기타포괄이익	14	10	14	16
총포괄이익	47	78	92	94
EPS 증가율(%, 지배)	-3.9	100.1	10.4	0.9
이자손익	-27	-21	-17	-12
총외화관련손익	-5	8	19	3

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	129	159	146	151
영업에서 창출된 현금흐름	165	224	215	215
이자 수취	6	6	9	11
이자 지급	-27	-27	-25	-23
배당금 수입	1	1	1	1
법인세부담액	-17	-44	-53	-53
투자활동 현금흐름	-33	-34	-15	-36
유동자산의 감소(증가)	0	-2	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	-25	-5	-2	-4
유형자산 감소(증가)	-34	-45	-45	-50
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-168	-58	-44	-53
사채및차입금증가(감소)	-231	-55	-41	-50
자본금및자본잉여금 증감	2	0	0	0
배당금 지급	-3	-3	-3	-3
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-72	67	88	62
기초현금	134	62	129	217
기말현금	62	129	217	279
FCF	81	114	101	101

주요지표

	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	53,005	56,191	56,191	56,191
시가총액(십억원)	325	361	448	448
주가(원)	6,140	6,420	7,970	7,970
EPS(원)	437	873	964	973
BPS(원)	5,914	6,557	7,721	8,929
DPS(원)	50	50	50	50
PER(X)	14.1	7.4	8.3	8.2
PBR(X)	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	10.0	4.7	4.9	4.6
ROE(%)	7.1	11.9	11.8	10.5
ROA(%)	2.1	4.5	5.0	4.9
ROIC(%)	4.8	7.7	8.1	8.9
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.6	0.6
부채비율(%)	180.6	150.5	126.1	105.9
순차입금/자기자본(%)	109.6	75.8	47.7	27.9
유동비율(%)	79.1	95.8	114.8	134.2
이자보상배율(X)	2.4	4.5	4.9	5.5
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권 회전율	6.6	6.7	6.7	6.7
재고자산 회전율	7.7	8.3	8.3	8.3
매입채무 회전율	8.6	8.0	7.9	8.0

자료: 케이프투자증권