2020년 6월 5일

이지바이오(035810)

기업이슈 브리프 | 음식료

NR

목표주가	NR
현재주가	4,260 원
시가총액	2,468 억원
KOSDAQ (6/4)	742.37pt

거래정지 해제 전 Update :홀딩스와 신설 모두 좋다

Analyst 심지현 _ 02 3779 8640 _ simjin@ebestsec.co.kr

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

90 일 일평균거래대금	31.31 억원
외국인 지분율	6.5%
절대수익률 (YTD)	-14.5%
상대수익률 (YTD)	-25.4%
배당수익률 (20E)	-

재무데이터 (IFRS 연결기준)

(십억원)	2016	2017	2018	2019
매출액	1,401	1,398	1,509	1,615
영업이익	79	106	93	42
순이익	33	51	47	-16
ROE (%)	7.9	9.0	9.6	0.6
PER (x)	14.1	11.8	6.9	107.0
PBR (x)	1.0	1.0	0.6	0.6

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

Stock Price

이지홀딩스: 중장기 돈가 사이클 수혜 + 해외 지사 장기 성장 초입

자산을 떼어냈기 때문에 남는 이지홀딩스의 적정 산정가치도 변하는 상황인 것은 맞지만, 1)거래정지 기간 동안 고돈가 및 성수기 모멘텀으로 자회사 전반의 2Q20 실적 호조가 기대되는 상황(생물자원평가이익 반영 기대 등), 2)해외 현지법인 매출 상승 구간이 올해부터 본격적으로 시작되는 구간이기 때문에, 자회사 및 해외법인의 이익이 이지홀딩스 주가에 반영될 여력이 단기 및 중장기적으로 충분히 열려있다.

자회사에 반영되는 고돈가 모멘텀의 경우, 올해 성수기까지의 단기적/계절적 사이클을 넘어 보다 장기성 사이클인 것으로 판단한다. 기존에 돈가를 끌어올렸던 주 요인인 육가공 공장 폐쇄 이슈는 다소 단기적이지만, 1)최근 ASF로 인해 중국 모돈 폐사, 2)미국 살처분 시작 등 두수 자체에 영향을 주는 요인이 나오고 있기 때문이다. 특히 미국 농장들은 그 동안 육가공 공장 폐쇄 이슈에 대해 돼지에게 연명사료를 먹이는 식으로 대응했었는데, 최근 미국 최대 돼지고기 생산지역인 아이오와 주에서 폐사 처리에 연방 보상금을 요구하는 등 드디어 살처분을 시작하는 모습을 보이고 있다. 이 경우 전체 생산 사이클을 회복하는 데까지 1~2년이 걸리며, 자국 소비뿐만 아니라 수출 여력까지 회복하려면 이보다 더 시간이 걸린다. 결국 중국 수요의 지속과 미국 공급의 축소로 인해 돈가 모멘텀은 보다 장기 사이클로 접어들 가능성이 높다는 판단이다.

신설 이지바이오: 사이클을 타지 않는 수익 + 고성장

4월 21일에 발간한 <육류에도 관심을 가져보자>에서 추정한 SOTP 밸류에이션 방식을 그대로 유지하고, 글로벌 유사기업의 Multiple을 고려해 사업부별 Target Multiple을 Bear Case와 Base Case으로 구분해 추정해보면 1Y 예상 시가총액(총 기업가치)의 범위는 1,500억~2,400억 사이라고 판단된다.

업종 사이클을 매출 사이클과 이익 사이클 둘로 나누어보았을 때, 축산에서는 매출 사이클에는 큰 변화가 없기 때문에 결국 평가손익으로 인한 수익 사이클을 생각할 수 있다. 기존 이지바이오의 주가 하방 압력 요인은 1)자회사 평가손익 계절성 때문에 이익 변동폭이 크고, 2)지주사로 묶여 고마진 사업부 멀티플이 디레이팅 되었기 때문이다. 반면 동사의 사료 및 사료첨가제 사업은 생물자원평가손익 이슈가 전혀 없기 때문에 이익이 안정적이다. 즉 신설은 안정성과 성장성 둘 모두를 잡은 상태에서 출발한다.

특히 사료첨가제 사업부는 사육두수 사이클에도 영향을 크게 받지 않는다. 1)돈가가 약세라서 빨리 키울 요인을 못 느낄 때와 강세라서 빨리 키워 출하하고 싶을 때, 효소 배합의 포지셔닝만 달라지고 소비량은 비슷하기 때문이다. 2)또한 양돈 사료 소비량이 줄어들 때 육계 사료 소비량이 증가하는 등 축종 내에서의 변화는 있지만 전체적으로는 안정적 소비량을 유지하기 때문이다.

거래정지 해제(6/5)전후 타임라인

- 인적분할 이슈로 4/28(화)에 기존 이지바이오(035810) 거래정지,
- 동사 거래정지 기간에 축산 관련주 전체적으로 상승
- 6월 5일(금)에 정지해제가 되어 신설(353810)이 분할되어 나오고 존속 회사는 이지홀딩스로 사명 변경
- 신설 및 홀딩스 모두 신규상장처럼 시초가격 변동되어 시작

표1 거래정지 기간 동안 축산 업종 전체 상승 (단위: 원, pt)

구분		거래정지(20.04.27)	현재(20.06.04)	상승률
지수	KOSPI	1,922.77	2,151.18	11.9%
	KOSDAQ	646.86	742.37	14.8%
계열사	이지바이오	4,260	4,260	0.0%
	팜스토리	1,015	1,295	27.6%
	우리손에프앤지	2,040	2,295	12.5%
	마니커	836	966	15.6%
	정다운	2,225	2,370	6.5%
	옵티팜	7,180	12,650	76.2%
	마니커에프앤지	8,010	10,700	33.6%
경쟁사	하림지주	6,060	7,420	22.4%
	선진	8,260	9,660	16.9%
	팜스코	4,455	7,090	59.1%
	현대사료	12,050	16,400	36.1%
	우성사료	3,100	3,500	12.9%
	한일사료	1,655	2,010	21.5%
	하림	2,635	3,040	15.4%
	체리부로	2,230	2,550	14.3%
	동우팜투테이블	3,200	3,855	20.5%
평균상승률				26.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

분할 비율

- 기존에 자사주가 아예 없는 상태에서 주수 기준으로 3.9%가 신설에 배당되고, 이 분할비율 산정은 순자산 기준으로 결정되었음
- 분할 시에는 원래 적격분할요건에 따라 관련된 자산 및 부채를 보냄. 기존 이지바이오 자산은 대부분 주식이고, 나머지 비즈니스 관련 실질자산(첨가제, 자돈, 공장, 채권, 재고 등)은 신설로 넘어가는데 그 규모가 크지 않음
- 이 때문에 매출 및 이익이 대부분 신설에서 나오게 됨에도 불구하고 할당된 자산 및 부채는 크지 않아 분할비율이 작게 산정된 것
- 신설 이지바이오는 사료 및 사료첨가제 두 가지 사업을 영위

신규 이지바이오 적정 시가총액 범위 추정

● Target Multiple을 약세 케이스와 기본 케이스 둘로 나눠 1Y 적정 시가총액 범위를 1,500억~2,400억 사이라고 추정한다. 해외 유사기업 Multiple의 범위를 고려하였다.

표2 분할 후 신규 이지바이오 추정 - SOTP Valuation (1): Bear Case, Target Multiple 하단 적용

(십억원, 배)	OP	EBITDA	Target Multiple	가치산정	비고
사료	10.9	12.7	**5.0**	63.3	국내 사료기업 멀티플 하단 근처
사료첨가제	12.2	14.2	**11.0**	156.3	글로벌 사료첨가제 멀티플 밴드 내
영업가치			219.7		사료 및 사료첨가부 추정 가치 합산
순차입금			68.7		기존 이지바이오 개별 2019년말 순차입금
예상 시가총액(총 기업가치)			**151.0**		**영업가치-순차입금**
분할예정주식수 (개)			2,286,728		분할 후 신규 이지바이오에게 할당되는 주수
적정주가 (원)			**66,025**		**예상 시가총액/할당 예정 주수**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 분할 후 신규 이지바이오 추정 - SOTP Valuation (2): Base Case, Target Multiple 중간 적용

(십억원, 배)	OP	EBITDA	Target Multiple	가치산정	비고
사료	10.9	12.7	**10.0**	126.6	국내 사료기업 멀티플 중간 근처
사료첨가제	12.2	14.2	**13.0**	184.8	글로벌 사료첨가제 멀티플 밴드 내
영업가치			311.4		사료 및 사료첨가부 추정 가치 합산
순차입금			68.7		기존 이지바이오 개별 2019년말 순차입금
예상 시가총액(총 기업가치)			**242.7**		**영업가치-순차입금**
분할예정주식수 (개)			2,286,728		분할 후 신규 이지바이오에게 할당되는 주수
적정주가 (원)			**106,148**		**예상 시가총액/할당 예정 주수**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 해외 유사기업 현황

종목명	Zoetis	Phibro Animal Health	Balchem Corporation	Anpario PLC	Adisseo	이지바이오
국가	USA	USA	USA	UK	China	한국
단위	mil USD	mil USD	mil USD	mil GBP	thou CNY	십억원
매출액	6260	828	644	29	1114	60
영업이익	2311	88	104	4	153	11
영업이익률	**36.9**	**10.7**	**16.2**	**15**	**13.7**	**18.3**
당기순이익	1500	55	80	4	126	7
당기순이익률	**24**	**6.6**	**12.4**	**12.8**	**11.3**	**11.7**
PER	**36.4**	**22.6**	**40.9**	**18.8**	**29.9**	**-**
EV/EBITDA	**27.82**	**12.88**	**23.01**	**9.86**	**-**	

자료: Bloomberg, 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 해외 기업은 2019년 실적, 이지바이오는 신설 기준으로 추정한 2019년 상반기 기준

글로벌 육류시장 현황

- 잇따른 글로벌 육가공 공장 셧다운으로 인해 주요 육류 생산 국가에서 육류 재고가 부족한 상황
- 이는 기존처럼 가축 살처분 등의 단기 요인에서 기인한 것이 아니라, 코로나19라는 장기 요인에서 기인. 즉 도축장, 육가공 공장은 노동집약적이며 이주민들 노동력 중심으로 돌아가기 때문에 코로나19 집단감염에 취약함
- 한편 농장 입장에서는 생산비용에서 사료가 가장 큰 비중을 차지하는데 비용 들여서 키웠으면 빨리 출하해야 하지만 못 하고 있는 상황이라서 최근까지 연명사료라는걸 먹였음. 이는 생명 부지는 하되 더 크지 않게끔 하는 사료고, 곡물, 대두박, 비타민, 미네랄 등 기본적인 것만 배합함(평상시엔 여기다가 사료첨가제 추가함)
- 그러나 상황이 심각해지자 최근 미국 아이오와 주는 폐사 처리에 주정부 지원금을 요구
- 한편 코로나19로 인해 해외지사 소폭 상승, 코로나19로 인해 해외 출장이 힘들어진 상황이었는데 다행스럽게 현지 지사에 집중할 수 있었으며 상대적으로 다른 해외지사 없는 회사는 영업활동이 위축되었기 때문에 현지에서 비즈니스 모멘텀 약간 붙음

사료첨가제

- 육류 kcal당 생산하는데 곡물이 얼마나 들어가는지가 핵심이라서 대형가축에서 중소가축(닭 돼지 중심)으로 생산 이동할 가능성 큼. 또한 정육이 끝났는데 버려지는 고기의 비율은 25~40%기 때문에 실제 60% 늘어나는 kcal 열량 기준 수요 맞춰주려면 가축 생산량은 300% 이상이 되어야만 함. 그런데 곡물경작지를 50% 증가시키는 것은 물리적으로 불가능. 여러 국제기구도 필요한 50%는 절약해서(효율 높여서) 충족해야 한다고 발표. 바로 이게 첨가제의 역할
- 성장성과 OPM이 높은 사료첨가제 사업부문의 매출 비중이 지속적으로 증가, 특히 동기간 해외수출 성장률은 CAGR 15.1%로 훨씬 높은 상황. 전세계 성장률이 국내랑 비슷한데, 이게 실제로는 작은 것이 아님. 아직까지 배합사료 시장 주도 국가가 유럽 북미(성장정체시장)라 평균으로 작아 보이는데, 실제로 인구증가 빠른 중후진국에서 성장이 빠르다. 이런 곳에서 앞으로 동물성단백질 생산량 크게 늘어날 것이다.
- 한국은 15일만에 등록 되기 때문에 사료첨가제 사업 하기 가장 쉬운 국가. 대부분의 국가는 사료를 식품 개념으로 봐서 제품 등록하는데만 6개월 -2년 소요. 여기에 공급할 수 있는 회사 품질 기준도 높고, 등록하면 마케팅 하고 고객들이 평가를 하는 과정이 또 1-2년. 따라서 실제로 제품을 판매하는데까지 시간 오래 걸린다는 점이 이 산업의 진입장벽. 동사는 공격적으로 등록을 추진해왔기 때문에 해외에 124개 등록 되어있음. 기본 전략은 태국, 베트남, 중국, 미국 같은 주요 국가들에 따로 지사 만들어서 여기서 먼저 성공한 다음 성공스토리를 다른 국가에 복제하자는 것

이지바이오 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.06.05	변경	심지현									
2020.06.05	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)