



# 이지바이오

| Bloomberg Code (353810 KS) | Reuters Code (353810.KS)

2020년 9월 14일

[음식료]

홍세중 연구위원  
☎ 02) 3772-1584  
✉ sejonghong@shinhan.com

## 성장을 갖춘 저평가 사업자



**매수**  
(신규)



현재주가 (9월 11일)  
**58,300 원**



목표주가  
**78,000 원 (신규)**



상승여력  
**33.8%**

- ◆ 저평가 매력의 기초 생물자원 회사
- ◆ 안정성과 성장성을 두루 갖춘 저평가 회사
- ◆ 목표주가 78,000원, 투자이견 '매수'로 커버리지 개시



신한 리서치 투자정보  
www.shinhaninvest.com

투자판단	매수 (신규)
목표주가	78,000 원 (신규)
상승여력	33.8%

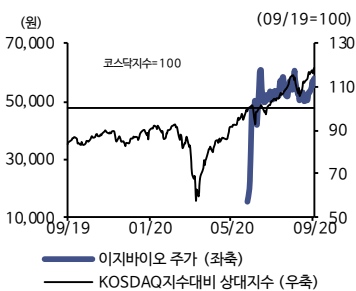
KOSPI	2,396.69p
KOSDAQ	888.44p
시가총액	133.3십억원
액면가	500 원
발행주식수	2.3백만주
유동주식수	1.3백만주 (58.6%)
52 주 최고가/최저가	61,200 원/15,200 원
일평균 거래량 (60 일)	133,037 주
일평균 거래액 (60 일)	7,535 백만원
외국인 지분율	

주요주주	
지현욱 외 6인	41.44%

절대수익률	
3개월	34.8%
6개월	0.0%
12개월	0.0%

KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	14.9%
6개월	0.0%
12개월	0.0%

### 주가차트



### 저평가 매력의 기초 생물자원 회사

이지홀딩스 그룹에서 자돈사료와 사료첨가제를 담당하는 사업 회사다. 이지홀딩스로부터 2020년 6월에 인적분할됐다. 이지홀딩스와의 지분 관계는 없다. 사료첨가제 매출액의 30% 이상은 해외에서 창출된다. 자돈사료와 사료첨가제 모두 국내 최상위 수준의 이익률을 자랑한다. 사료첨가제 주요 제품으로는 리피돌과 엔도파워가 있다.

### 안정성과 성장성을 두루 갖춘 저평가 회사

3Q20 연결 매출액은 353억원(+6.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 64억원(+7.4%)을 전망한다. 매분기 60억원 이상의 이익 기여가 가능한 사업자다. 2Q20의 경우 4월 실적이 제외(인적분할 영향)됨에 따라 39억원의 영업이익을 기록했다. 3Q는 3개월의 실적이 온기로 반영된다. 통상 하반기 이익 규모가 상반기 대비 소폭 크다.

2021년 연결 매출액은 1,431억원(+16.3%), 영업이익은 271억원(+19.9%)을 전망한다. 성장의 핵심 동력은 사료첨가제다. 2020년 539억원으로 예상되는 관련 매출액은 2021년 642억원(+19.1%)까지 증가할 가능성이 높다. 영양소 흡수촉진제, 복합 효소제, 천연 발표 제품, 면역 증강제, 대사 촉진제 등은 항생제 대신 사료에 첨가될 가능성이 높은 핵심 상품군이다. 기존 동남아의 고성장에 사료 내 항생제 투여가 금지된 중국이 얼마나 가세할지가 관전 포인트다. 전체 해외 매출 내 중국 비중은 10%를 소폭 하회한다(상반기 매출액 30% 성장).

자돈사료는 회사의 캐시카우다. 이지홀딩스 그룹이 보유한 계열사들이 안정적인 수요처 역할을 지속할 전망이다. 환율과 곡물가에서의 큰 변동만 없다면 수익성이 낮아질 이유가 전혀 없다.

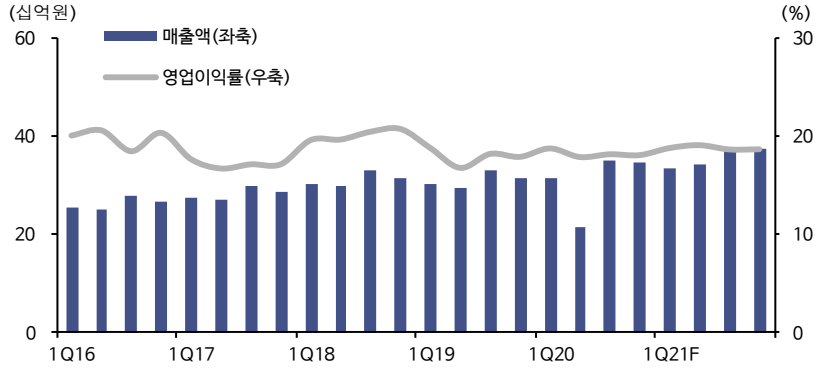
### 목표주가 78,000원, 투자이건 ‘매수’로 커버리지 개시

목표주가 78,000원으로 커버리지를 개시한다. 2020년 EPS(주당순이익)에 11배의 배수를 적용했다. 11배는 생물자원 관련 기초 사업자에게 부여 가능한 가장 보수적인 목표배수다. 15%를 상회하는 매출 내 해외 기여를 감안하면 추가적인 목표배수 상향도 향후 충분히 가능하다. 12개월 선행 PER(주가수익비율)은 8배에 불과하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금 비율 (%)
2018												
2019												
2020F	123.1	22.6	21.4	17.6	7,700	N/A	12,073	7.6	6.1	4.8	63.8	112.6
2021F	143.1	27.1	25.6	19.3	8,437	9.6	20,510	6.9	4.8	2.8	51.8	35.1
2022F	152.4	28.8	27.1	20.4	8,942	6.0	29,452	6.5	4.0	2.0	35.8	(2.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

이지바이오 별도 실적 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자

이지바이오 별도 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
<b>&lt;실적 추정&gt;</b>											
매출액	30.4	29.7	33.0	31.5	31.3	21.6	35.3	34.9	124.6	123.1	143.1
- 자돈사료	17.1	17.5	18.8	18.4	17.3	11.4	20.4	20.2	71.8	69.2	78.9
- 사료첨가제	13.3	12.3	14.2	13.1	14.1	10.2	14.9	14.7	52.8	53.9	64.2
매출원가	19.8	19.4	21.3	20.4	20.3	13.9	22.8	22.6	80.9	79.6	91.7
매출총이익	10.6	10.3	11.7	11.1	11.0	7.7	12.4	12.3	43.7	43.5	51.5
매출총이익률	34.9	34.8	35.3	35.2	35.2	35.6	35.3	35.3	35.0	35.3	36.0
판매관리비	4.9	5.3	5.7	5.4	5.1	3.8	6.0	6.0	21.2	20.9	24.4
판매비율	16.1	17.9	17.1	17.1	16.4	17.6	17.0	17.2	17.1	17.0	17.1
영업이익	5.7	5.0	6.0	5.7	5.9	3.9	6.4	6.3	22.4	22.6	27.1
순이익	5.7	5.0	6.0	5.7	5.9	2.8	4.5	4.4	22.4	17.6	19.3
<b>&lt;% YoY growth&gt;</b>											
매출액	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	3.2	(27.4)	6.9	10.8	(0.5)	(1.2)	16.3
영업이익	(5.2)	(15.1)	(12.0)	(13.6)	3.7	(22.7)	7.4	11.3	(11.5)	0.7	19.9
<b>&lt;이익률, %&gt;</b>											
영업이익률	18.8	16.9	18.2	18.1	18.9	18.0	18.3	18.2	18.0	18.3	18.9
순이익률	18.8	16.9	18.2	18.1	18.9	13.0	12.7	12.7	18.0	14.3	13.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1. 2019년의 경우 분기 실적 없는 관계로 당사가 연간을 바탕으로 추정

2. 2Q20의 경우 인적분할로 2개월분 실적만 반영

이지바이오 2020년 순이익 기준 PER Valuation: 목표주가 78,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2020년 순이익	17.6	2021년 순이익	19.3	2022년 순이익	20.4
EPS (원)	7,700	EPS (원)	8,437	EPS (원)	8,942
목표주가 (원)	78,000	목표주가 (원)	93,000	목표주가 (원)	98,000
Target PER (x)	11	Target PER (x)	11	Target PER (x)	11
현재주가 (원)	58,300				
현재주가 PER (x)	7.6				

자료: 신한금융투자 추정

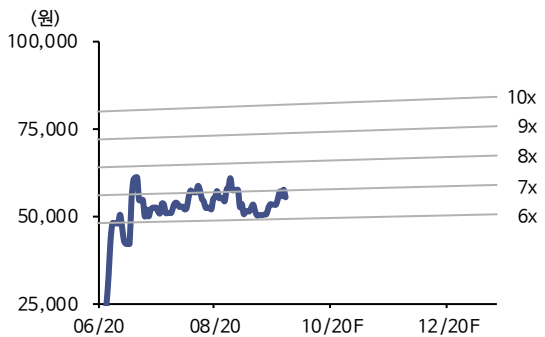
이지바이오 3Q20 실적 추정

(십억원)	3Q20F	2Q20	% QoQ	3Q19	% YoY	기존 실적 전망	컨센서스
매출액	35.3	21.6	63.4	33.0	6.9	N/A	N/A
영업이익	6.4	3.9	39.1	6.0	7.4	N/A	N/A
순이익	4.5	2.8	60.7	6.0	(33.3)	N/A	N/A
영업이익률(%)	18.3	18.0		18.2		N/A	N/A
순이익률(%)	12.7	13.0		18.2		N/A	N/A

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

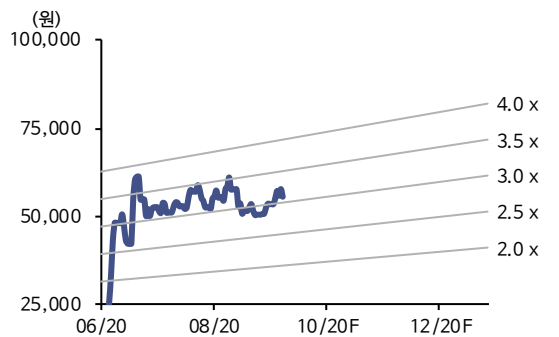
주: 2Q20의 경우 인적분할로 2개월분 실적만 반영

이지바이오 12MF PER 밴드



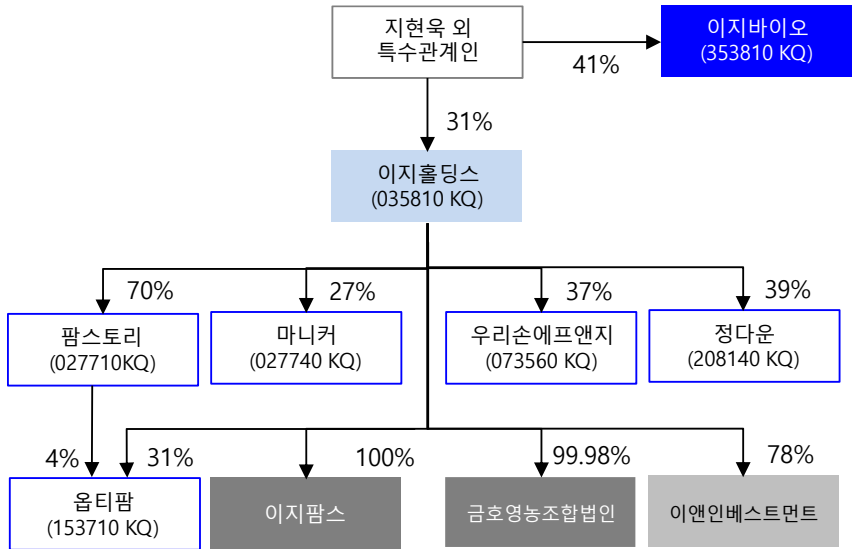
자료: Quantwise, 신한금융투자

이지바이오 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 신한금융투자

이지홀딩스 주요기업 지배구조



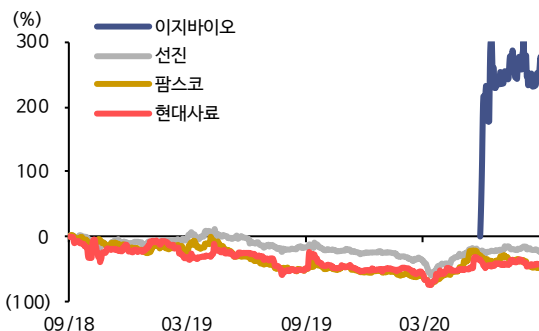
자료: DART, 신한금융투자

사료 첨가제 국내외 Peers

Ticker	353810 KS	136490 KS	036580 KS	016790 KS	ZTSUS	PAHCUS	BCPCUS	ANPLN	600299 CH
회사명	이지바이오	선진	팜스코	현대사료	Zoetis	Phibro	Balchem	Anpario PLC	Adisseo
시가총액(십억원)	133.3	225.9	191.7	90.4	89,145.3	892.0	3,735.5	147.7	6,279.5
Sales (십억원)									
2019	-	1,014.0	1,165.0	118.2	7,297.2	940.0	750.4	43.2	1,878.6
2020F	123.1	1,178.1	-	-	7,618.8	954.6	824.9	46.1	2,204.9
2021F	143.1	1,269.0	-	-	8,227.2	961.2	873.1	48.7	2,398.3
OP (십억원)									
2019	-	40.1	20.2	6.1	2,693.9	100.2	121.2	6.5	258.1
2020F	22.6	68.5	-	-	2,885.1	90.6	131.6	-	415.8
2021F	27.1	64.0	-	-	3,204.9	90.6	152.6	-	480.0
OP margin (%)									
2019	-	4.0	1.7	5.2	36.9	10.7	16.2	15.0	13.7
2020F	18.3	5.8	-	-	37.9	9.5	16.0	-	18.9
2021F	1.9	5.0	-	-	39.0	9.4	17.5	-	20.0
NP (십억원)									
2019	-	21.7	(1.8)	3.2	2,045.8	64.8	94.2	5.3	153.2
2020F	17.6	33.0	-	-	2,058.9	53.7	113.0	-	265.7
2021F	19.3	32.0	-	-	2,335.1	46.1	123.8	-	310.4
Sales Growth (%YoY)									
2019	-	11.1	14.7	12.7	13.8	4.4	5.9	4.1	(1.1)
2020F	-	16.2	-	-	4.4	1.6	9.9	6.7	17.4
2021F	(16.3)	7.7	-	-	8.0	0.7	5.8	5.5	8.8
EPS Growth (%YoY)									
2019	-	24.3	(129.8)	(605.1)	19.5	(9.7)	10.6	(7.8)	(0.5)
2020F	-	53.1	-	-	0.6	(16.5)	4.0	8.7	73.8
2021F	9.6	(3.3)	-	-	14.0	4.4	17.0	6.4	16.8
P/E (x)									
2019	-	10.4	-	23.8	36.4	22.6	40.9	18.8	29.9
2020F	7.6	6.8	-	-	43.6	16.5	38.0	23.3	23.6
2021F	6.9	7.0	-	-	38.3	15.8	32.4	21.9	20.2
P/B (x)									
2019	-	0.7	0.5	1.3	23.2	5.9	4.4	2.2	2.1
2020F	4.8	0.6	-	-	20.5	3.5	3.9	2.6	2.4
2021F	2.8	0.6	-	-	16.8	5.1	3.5	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)									
2019	-	10.9	14.8	14.7	24.5	13.2	22.6	9.9	11.1
2020F	6.1	7.0	-	-	29.4	10.6	20.1	15.0	10.3
2021F	4.8	7.5	-	-	26.5	10.3	18.6	14.0	9.3
ROE (%)									
2019	-	6.8	(0.6)	5.6	71.7	28.5	11.3	10.3	6.6
2020F	63.8	9.9	-	-	54.2	23.1	10.5	10.0	10.1
2021F	51.8	8.7	-	-	43.7	29.0	10.5	10.4	10.9

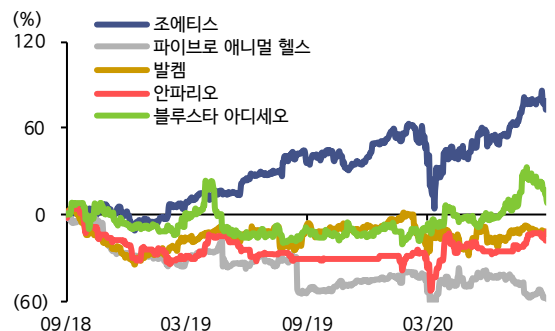
자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 사료 첨가제 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

해외 사료 첨가제 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>자산총계</b>	-	-	74.0	95.6	117.1
유동자산	-	-	40.5	61.1	81.8
현금및현금성자산	-	-	1.4	16.0	33.9
매출채권	-	-	21.2	24.6	26.1
재고자산	-	-	17.9	20.5	21.9
비유동자산	-	-	33.5	34.5	35.3
유형자산	-	-	32.8	33.5	34.1
무형자산	-	-	0.4	0.6	0.7
투자자산	-	-	0.3	0.3	0.4
기타금융투자자산	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	-	-	46.4	48.7	49.7
유동부채	-	-	41.5	43.7	44.7
단기차입금	-	-	28.0	28.0	28.0
매입채무	-	-	13.5	15.7	16.7
유동성장기부채	-	-	0.0	0.0	0.0
비유동부채	-	-	4.9	5.0	5.0
사채	-	-	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	-	-	4.5	4.5	4.5
기타금융투자부채	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	-	-	27.6	46.9	67.3
자본금	-	-	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	-	-	10.0	10.0	10.0
기타자본	-	-	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	-	-	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	-	17.6	36.9	57.3
<b>지배주주지분</b>	-	-	27.6	46.9	67.3
비지배주주지분	-	-	0.0	0.0	0.0
*총차입금	-	-	32.5	32.5	32.5
*순차입금(순현금)	-	-	31.1	16.5	(1.4)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	-	-	(3.4)	19.8	22.8
당기순이익	-	-	17.6	19.3	20.4
유형자산상각비	-	-	4.1	4.1	4.1
무형자산상각비	-	-	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	-	-	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	-	-	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	-	-	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	-	-	(25.2)	(3.7)	(1.8)
(법인세납부)	-	-	(3.8)	(6.3)	(6.6)
기타	-	-	3.8	6.3	6.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-	-	(37.7)	(5.1)	(5.0)
유형자산의증가(CAPEX)	-	-	(37.2)	(5.2)	(5.1)
유형자산의감소	-	-	0.3	0.4	0.3
무형자산의감소(증가)	-	-	(0.5)	(0.3)	(0.2)
투자자산의감소(증가)	-	-	(0.3)	(0.0)	(0.0)
기타	-	-	(0.0)	0.0	(0.0)
<b>FCF</b>	-	-	N/A	15.6	19.0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-	-	42.5	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-	-	32.5	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	-	-	0.0	0.0	0.0
배당금	-	-	0.0	0.0	0.0
기타	-	-	10.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-	-	0.0	0.0	0.0
연결법위반등으로인한현금의증가	-	-	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	-	-	1.4	14.6	17.8
기초현금	-	-	N/A	1.4	16.0
기말현금	-	-	1.4	16.0	33.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

**포괄손익계산서**

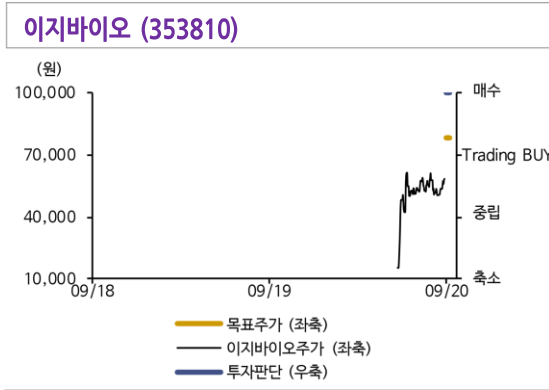
12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	-	-	123.1	143.1	152.4
증감률 (%)	-	-	N/A	16.3	6.5
<b>매출원가</b>	-	-	79.6	91.7	97.7
<b>매출총이익</b>	-	-	43.5	51.5	54.7
매출총이익률 (%)	-	-	35.3	36.0	35.9
<b>판매관리비</b>	-	-	20.9	24.4	25.9
<b>영업이익</b>	-	-	22.6	27.1	28.8
증감률 (%)	-	-	N/A	19.9	6.5
영업이익률 (%)	-	-	18.3	18.9	18.9
영업외손익	-	-	(1.1)	(1.5)	(1.7)
금융손익	-	-	(2.0)	(2.0)	(1.0)
기타영업외손익	-	-	0.9	0.5	(0.7)
종속 및 관계기업관련손익	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	-	-	21.4	25.6	27.1
법인세비용	-	-	3.8	6.3	6.6
계속사업이익	-	-	17.6	19.3	20.4
중단사업이익	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	-	-	17.6	19.3	20.4
증감률 (%)	-	-	N/A	9.6	6.0
순이익률 (%)	-	-	14.3	13.5	13.4
(지배주주)당기순이익	-	-	17.6	19.3	20.4
(비지배주주)당기순이익	-	-	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-	-	17.6	19.3	20.4
(지배주주)총포괄이익	-	-	17.6	19.3	20.4
(비지배주주)총포괄이익	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	-	-	26.8	31.3	33.0
증감률 (%)	-	-	-	16.8	5.7
EBITDA 이익률 (%)	-	-	21.7	21.8	21.7

**주요 투자지표**

12월 결산	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS (당기순이익, 원)	-	-	7,700	8,437	8,942
EPS (지배순이익, 원)	-	-	7,700	8,437	8,942
BPS (자본총계, 원)	-	-	12,073	20,510	29,452
BPS (지배지분, 원)	-	-	12,073	20,510	29,452
DPS (원)	-	-	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	-	7.6	6.9	6.5
PER (지배순이익, 배)	-	-	7.6	6.9	6.5
PBR (자본총계, 배)	-	-	4.8	2.8	2.0
PBR (지배지분, 배)	-	-	4.8	2.8	2.0
EV/EBITDA (배)	-	-	6.1	4.8	4.0
배당성향 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>	-	-	-	-	-
EBITDA 이익률 (%)	-	-	21.7	21.8	21.7
영업이익률 (%)	-	-	18.3	18.9	18.9
순이익률 (%)	-	-	14.3	13.5	13.4
ROA (%)	-	-	23.8	22.7	19.2
ROE (지배순이익, %)	-	-	63.8	51.8	35.8
ROIC (%)	-	-	N/A	33.5	33.6
<b>안정성</b>	-	-	-	-	-
부채비율 (%)	-	-	168.1	103.8	73.9
순차입금비율 (%)	-	-	112.6	35.1	(2.0)
현금비율 (%)	-	-	3.4	36.7	75.7
이자보상배율 (배)	-	-	N/A	N/A	N/A
<b>활동성</b>	-	-	-	-	-
순운전자본회전율 (회)	-	-	4.8	5.2	5.0
재고자산회수기간 (일)	-	-	53.2	49.0	50.7
매출채권회수기간 (일)	-	-	62.8	58.3	60.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 9월 14일	매수	78,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 홍세중).
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장 시 대표 주 관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2020년 09월 11일 기준)

매수 (매수)	90.63%	Trading BUY (중립)	2.60%	중립 (중립)	6.77%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------