

이지바이오 (353810)

기업이슈 브리프 | 음식료

NR

목표주가	NR
현재주가	7,830 원
시가총액	2,677 억원
KOSDAQ (4/28)	998.27 pt

지분스왑 전 포인트 점검

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

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

90 일 일평균거래대금	160.99 억원
외국인 지분율	2.4%
절대수익률 (YTD)	26.3%
상대수익률 (YTD)	23.2%
배당수익률(21E)	0.0%

재무데이터 (IFRS 연결기준)

(십억원)	2017	2018	2019	2020
매출액	0	0	0	0
영업이익	0	0	0	0
순이익	0	0	0	0
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
PER (x)	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR (x)	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 이지바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

Stock Price



1. 지분스왑 및 지배구조 정리

이지바이오(이하 동사)의 분할 이전 존속법인인 이지홀딩스가 4월 20일에 공개매수신고서 및 공개매수설명서를 공시하며, 분할 전 예정되어있던 실적 외 이벤트의 마지막 단계인 지분스왑 및 지배구조 정리 과정을 마무리해나갈 예정임을 알렸다. 현재 이지홀딩스와 이지바이오는 분할 후 일시적으로 별개 회사인 상태며, 지분스왑 및 지배구조 정리를 통해 최종적으로 동사가 이지홀딩스 밑으로, 이지홀딩스 아래 있던 첨가제 관련 해외법인들이 이지바이오 밑으로 편입되는 구조다. 그 동안의 이러한 순차적 이벤트를 통해 순조롭게 향후 본격적으로 기업 기초체력을 쌓는 기반이 마련되었다는 판단이다.

2. 2021년 업황 점검

2020년은 국내외 육류시장 전체 축소로 인해 동사에게 오히려 비우호적인 업황이었다. 올해 전체 업황이 개선될만한 네 가지 요인에 주목한다. 1)중국 등 글로벌 사육두수가 회복할 여력이 충분히 남아있다고 판단, 2)올해 백신으로 인한 전체 소비시장 회복 기대에 따라 외식업향 육류 수요 증가 기대, 3)항생제 대체 수요 올해 본격화 될 것으로 기대, 4)글로벌 식량 수요 증가속도 대비 경작지 한정 문제로 인해 향후 단계별 곡물, 육류 생산에 있어 수율을 증가시킬 수 있는 기술 필요불가결 등이 해당 요인이다.

3. 곡물가 견해

3분기까지 현재 대비 비교적으로 달러가 강해질 것이라는 전망 하에 곡물가 상승폭은 하반기에 다소 둔화될 것으로 기대하나, 곡물가 추이에 포함되어 있는 또 다른 요인인 공급차질 및 중국 사육두수 증가 등의 수요우위 요인이 여전하기 때문에 크게 되돌아가지는 않을 것으로 전망한다. 곡물가 상승시 전통적으로 소재, 사료 기업에 수혜가 있을 것으로 기대되어왔기 때문에 현재 사료 기업의 주가가 강세 추이를 보이고 있지만, 사실 곡물가와 사료기업 실적의 상관관계는 시장 생각보다 높은 수준은 아니다. 오히려 판가 이외에 곡물가가 상승할수록 수요 자체가 늘어나는 첨가제 기업에 직접적 수혜가 있다.

4. 향후 실적 조정 포인트 및 실적 추이

작년 5월 실적부터 공시가 되었기에 4월 이전의 실적을 재계산해 성장률을 다시 계산해 주어야 하며, 지배구조 변경 이후 내부매출 조정과 새로 들어올 연결 차회사 실적 추이에 대한 이익 구조의 미세한 변동에 유의해야 한다. 참고로 분할 전 내부매출은 대략 30% 수준이었다.

1. 마지막 단계: 지분스왑 및 지배구조 정리

- 이지바이오(이하 동사)의 분할 이전 존속법인인 이지홀딩스가 4월 20일에 공개매수신고서 및 공개매수설명서를 공시
- 분할 전 예정되어있던 실적 외 이벤트의 마지막 단계인 지분스왑 및 지배구조 정리 과정을 마무리하는 단계
- 현재 이지홀딩스와 이지바이오는 분할 후 일시적으로 별개 회사인 상태며, 지분스왑 및 지배구조 정리를 통해 최종적으로 동사가 이지홀딩스 밑으로, 이지홀딩스 아래 있던 첨가제 관련 해외법인들이 이지바이오 밑으로 편입되는 구조. 이러한 일련의 과정들은 즉시 되는 것은 아니기 때문에 시간 다소 소요될 것
- 공개매수 직후 보유주식은 1,800만주, 보유비율은 52.64%가 됨
- 규정에 따라 산정된 이지홀딩스 기명식 보통주식의 주당 발행가격은 4,885원이며, 교환 비율은 이지바이오:이지홀딩스=1주:1.4669396주
- 전체 과정은 4/22~5/12 사이 진행될 예정이며 결제일은 5/17, 이 이후에 바로 지분스왑 진행
- 해당 이벤트 직후의 주가는 아직 선제 판단하기 선부른 영역이지만, 실적만 보면 현재 개별회사인 이지바이오 아래 연결 자회사가 들어오므로 외형 성장은 일어날 것.

그림1 이지바이오 주가 이벤트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 최근 7개월간 거래 추이

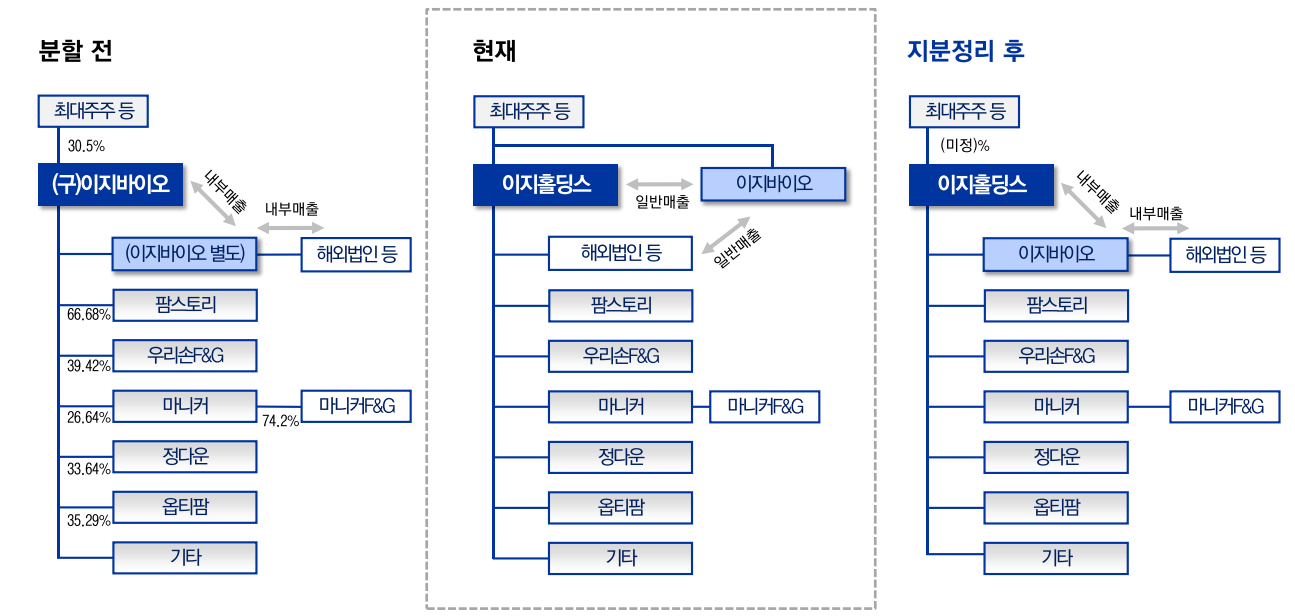
(단위: 원, 주)		2020년 9월	2020년 10월	2020년 11월	2020년 12월	2021년 1월	2021년 2월	2021년 3월
보통주	최고	67,900	79,900	104,100	35,200	10,350	7,100	7,600
	최저	50,700	57,000	36,450	30,900	6,660	6,290	6,450
	평균	62,054	73,203	73,937	32,083	9,047	7,024	7,169
월간 거래량		1,900,428	4,031,921	6,307,910	4,046,997	106,691,762	42,175,523	57,537,499

자료: 이지바이오 공개매수설명서, 이베스트투자증권 리서치센터

주: ①기재된 주가는 종가 기준이며, ②평균가격은 월간 거래대금을 월간 거래량으로 나눈 가격으로, 원단위 미만은 절상

③공개매수 대상회사는 상기 기간 중 무상증자(기준 1주당 2주 발행, 2020.11.10 권리락 발생), 액면분할(500원→100원, 거래정지일 2020.12.21~2021.01.06)을 진행하였음에 유의

그림2 이지바이오와 이지홀딩스 지분 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 공개매수설명서 주요 내용

구분		내용
매수대금 (A)	현금	100,000,000원
	증권	26,404,912주
매매수수료 (B)		-
기타 (C)		277,139,610원
합계 (A+B+C)	현금	377,139,610원
	증권	26,404,912주
주석	(1) '매수대금 (A)' 중 '현금'은 (주)이지바이오 기명식 보통주식의 공개매수에 대한 대가로 (주)이지홀딩스의 신주지급시 발생하는 단수주에 대하여 지급하여야 할 단수주대금. (주)이지바이오의 주주수(2020년 12월 31일 기준으로 13,471명)에 (주)이지홀딩스 신주의 1주당 예정발행가격(5,070원)을 곱한 금액은 68,297,970원이며, 당사는 단수주 매수 대금으로 100,000,000원으로 설정. 동 금액은 확정된 금액이 아니며, 공개매수 응모결과 및 배정결과에 따라 변경 가능 (2) 매수대금 (A) 중 증권 26,404,912주는, (주)이지홀딩스의 신주를 의미 (3) '기타 (C)'는 금번 공개매수 응모에 대한 대가로 발행할 (주)이지홀딩스 기명식 보통주식 신주와 관련된 금액	

자료: 이지바이오 공개매수설명서, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 2021년 업황 점검

- **1)중국 사육두수:** 연말부터 빠르게 올라오며 중국의 사료 및 곡물 수요가 급증 중이나 장기 시계열을 놓고 보면 아직 낮은 수준이기 때문에 상방 여력은 충분, 사육두수 및 돈가 변화 사이클은 보다 장기 사이클로 접근해야 한다는 기존의 견해를 유지(2020년은 국내외 육류시장 전체 축소로 인해 동사에게 오히려 비우호적인 업황)
- **2)소비 턴어라운드:** 외식업 등 올해 백신으로 인한 전체 소비시장 회복 타이밍을 잡는 것이 중요. 아직 소비자들의 육류 자체에 대한 수요는 코로나19 이전보다 낮은 상황(현재의 곡물/육류 등 식량 가격 상승은 수요상승보다 공급차질 영향이 우세하다는 판단). 작년 한 해동안 글로벌 전체 육류시장이 축소되었기 때문에 국내 육류시장이 강세를 보였는데(돈가 상승), 이는 오히려 동사의 해외 첨가제 사업 확대 착수에 불리했던 조건
- **3)항생제 대체 수요:** 작년 7월에 중국에서 항생제를 금지시킨 것을 기점으로 글로벌 첨가 대체제에 대한 수요는 이제 성장 시작
- **4)식량 생산 수율 증가기술:** 글로벌 식량 수요 증가속도 대비 경작지 한정 문제로 인해 향후 장기적으로 단계별 곡물, 육류 생산에 있어 수율을 증가시킬 수 있는 기술 필요불가결. 일례로 최근 친환경, 미생물 등의 키워드를 가진 그린바이오, 화이트바이오 산업의 동향이 빠르게 움직이고 있으며, 연초 이후 미국 VC 자금이 농업 분야의 신기술로 빠르게 움직이고 있기 때문에 향후 음식료에서는 이런 식으로 식량 생산의 효율 자체를 높이는 기술력을 가진 기업에 무엇보다 주목해야 함

3. 곡물가 견해

- 3분기까지 현재 대비 상대적으로 달러가 강세를 띠 것으로 전망하기 때문에 현재 가파르게 올라와있는 곡물가 상승폭은 하반기 접어들며 다소 둔화될 것으로 기대하나, 공급차질 요인(생산차질 등) 및 수요우위 요인은 여전하기에 크게 되돌아가지는 않는 수준을 전망
- 참고로 현재 곡물가에는 운임비 요인도 다소 반영되어 있음
- 곡물가 상승시 전통적으로 소재(밀가루, 설탕 등)/사료 기업에 수혜가 있을 것으로 기대되어왔기 때문에 현재 작은 사료기업들 주가 강세인 상황. 하지만 이것은センチ먼트 과하게 반영된 결과라고 판단. 왜냐하면 실제로 곡물가와 사료기업 실적의 상관관계는 시장 생각보다 높지 않음
- 오히려 평가 이외에, 곡물가가 상승할수록 수요 자체가 늘어나는 첨가제 기업에 직접적 수혜가 있음. 동사는 스페셜티 첨가제 부문에서 국내 유일 기업(커머더티 첨가제는 CJ제일제당 및 대상이 하는 아미노산 사업이 예시)

4. 실적 조정 포인트 및 실적 추이

- **1)작년과 올해 성장률 계산 조정:** 2020E, 2021E 성장률 추정 시 주의해야 할 점은 공시실적과 실질실적(추정)간의 차이. 2Q20 5월 실적부터 공시실적으로 잡히기 때문에 자산분할요건으로 재계산한 그 이전의 실적과 비교할 때 4월 실적이 빠지게 되는 문제 존재. 따라서 2Q20 실적을 재계산하지 않으면 실제보다 2020E 성장률이 낮게 잡히고 2021E 성장률이 높게 잡힐 수 있음
- **2)향후 실적 추정시 주의점:** 향후 지배기업과의 지분정리 이후에 내부매출 및 연결실적에 따른 변동은 조정해야 하는 점 또한 주의. 일시적으로 일반매출로 잡히고 있는 이지홀딩스와의 매출이 다시 내부매출로 바뀌고, 반영되지 않고 있던 해외법인 매출이 연결로 들어오는데서 이익 구조에 미세한 변동이 있을 수 있음. 분할 전 내부매출은 약 30% 수준이었던 것으로 파악
- **3)올해 실적에서 눈여겨볼 점:** 1Q20E 실적은 4Q20보다 양호한 수준일 것으로 추정하며, 올해 연간으로 상저하고 구조가 될 것으로 예상. 올해 새로 붙을 유럽시장은 6월부터 예정이라 2분기에 일부 잡히고 하반기에 본격적으로 들어올 예정. 중국 신규사업 매출기여분도 올해 해외첨가제 매출에 붙음. 이전 자료에서 분석했던 1)유통망 기여분, 2)신시장/신규사업 매출 기여분, 신규등록 제품 기여분 주목

표3 이지바이오 분기 실적 추이 및 추정(실질 실적 재계산 기준, 자본스왑 조정 반영 전)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출	30.4	29.7	33.0	31.5	31.3	32.7	35.8	32.4	34.4	35.4	39.3	35.8	124.6	130.7	144.9
사료	17.1	17.5	18.8	18.4	18.1	17.4	19.4	19.0	18.7	18.1	19.9	18.3	71.8	72.4	74.9
사료첨가제	13.3	12.3	14.2	13.1	13.3	15.3	16.4	13.5	15.7	17.3	19.4	17.5	52.8	57.7	70.0
- 해외	-	-	-	-	4.2	5.5	3.5	4.0	5.2	5.5	6.7	7.0	15.1	17.3	24.4
- 국내	-	-	-	-	9.0	9.8	12.9	9.4	10.5	11.8	12.7	10.5	37.7	40.4	45.6
매출 YoY (%)	2.7	-7.9	5.2	-1.5	3.0	10.2	8.6	3.0	9.9	8.1	9.6	16.4	-0.5	4.9	10.9
사료	0.3	-1.5	2.5	-2.2	5.4	-0.2	3.0	3.2	3.5	3.8	2.5	4.2	-0.2	0.8	3.5
사료첨가제	6.0	-15.7	9.0	-0.6	0.0	25.0	16.1	2.8	18.5	13.0	18.0	39.0	-0.8	9.2	21.4
GP	10.6	10.5	11.6	11.6	11.1	7.1	12.2	10.3	12.1	12.5	14.0	12.7	44.2	44.5	51.4
사료	5.3	5.5	5.6	5.6	5.5	3.3	5.5	5.1	5.5	5.3	5.8	5.4	22.0	21.0	21.9
사료첨가제	5.3	5.1	5.9	5.9	5.6	3.8	6.7	5.1	6.6	7.3	8.2	7.4	22.2	23.2	29.5
GPM (%)	34.8	35.4	35.1	36.7	35.5	21.6	34.1	31.8	35.2	35.4	35.7	35.5	35.5	34.0	35.5
사료	31.0	31.3	29.8	30.6	30.7	19.0	28.4	27.2	29.4	29.1	29.1	29.3	30.6	29.1	29.2
사료첨가제	39.8	41.2	42.0	45.4	42.1	24.5	40.9	38.2	42.1	42.0	42.4	42.0	42.1	40.3	42.1
OP	5.7	5.0	6.0	5.4	5.9	5.9	6.8	5.3	6.3	6.6	7.0	6.5	22.1	23.1	26.5
사료	2.6	2.2	2.5	3.1	2.6	2.5	1.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.5	10.4	9.3	10.4
사료첨가제	3.2	2.8	3.6	2.2	3.4	3.4	3.1	2.8	3.6	4.0	4.5	4.0	11.7	15.7	16.1
OP YoY (%)	-5.1	-23.8	3.3	-22.5	3.0	18.4	13.7	-1.5	6.5	12.0	2.7	47.1	-12.7	4.5	14.5
사료	0.9	-15.0	-3.8	-2.4	-0.7	12.6	-29.5	-21.1	4.5	3.8	48.5	2.9	-5.0	-10.7	12.1
사료첨가제	-9.4	-29.6	8.8	-39.9	6.0	23.1	-12.6	26.1	7.9	18.0	43.1	-31.9	-18.6	34.1	2.3
OPM (%)	18.9	16.8	18.3	17.0	18.9	18.1	19.1	16.3	18.3	18.7	17.9	18.2	17.7	17.7	18.3
사료	15.0	12.8	13.0	17.0	14.2	14.4	8.9	13.0	14.3	14.4	12.9	13.9	14.5	12.8	13.9
사료첨가제	23.8	22.6	25.2	17.0	25.2	22.2	19.0	20.9	23.0	23.2	23.0	22.7	22.2	27.3	23.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2Q20부터 신설 이지바이오 실적이 공시되었으므로, 그 이전 실적은 분할 이전 이지홀딩스 실적에서 분할 사업부 기준으로 계산한 기준
첨가제 해외매출 추정은 현재 사업을 영위하는 각 국가들의 2020년 실적을 기준으로 보수적 가정 적용

이지바이오 목표주가 추이	투자 의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	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 하시기를 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)