



2018년 4월 3일 | Equity Research



음식료/스몰캡 Overweight

이지바이오 그룹: 달라진 체력, 달라질 밸류에이션

- | 이지바이오 그룹: 달라진 체력
- | 우리손에프앤지/ 정다운 = 실적 모멘텀 부각 전망
- | 이지바이오 = 자회사 실적 개선 + 오버행 해소



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com



중소형 코스닥 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형 코스닥 Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Collaboration Report

Top picks 및 관심종목

이지바이오(035810) | BUY | TP 11,000원 | CP(4월2일) 7,160원
우리손에프앤지(073560) | BUY | TP 3,240원 | CP(4월2일) 2,360원
정다운(208140) | Not Rated | CP(4월2일) 4,060원



CONTENTS

1. '이지바이오' 그룹 소개	3
1) 축산 산업의 수직 계열화 완성	3
2) 재무 구조 빠르게 개선 중	4
2. 사업 현황 및 실적 전망	6
1) 사료 사업	6
2) 육가공 사업: 우리손에프앤지	8
3) 가금 사업: 마니커, 정다운	9
4) 동물 진단 사업: 옵티팜	10
Top Picks	12
이지바이오(035810)	13
우리손에프앤지(073560)	19
정다운(208140)	23

2018년 4월 3일 | Equity Research

음식료/스몰캡

이지바이오 그룹: 달라진 체력, 달라질 밸류에이션

이지바이오 그룹: 달라진 체력

'이지바이오 그룹'은 공격적인 인수합병으로 지난 10년 간 매출액 및 영업이익은 연평균 9.7%, 20.5% 증가했다. 2015년 '정다운' 인수를 정점으로 수직 수직 계열화가 완성 되었다. 캐쉬카우인 사료 사업(이지바이오, 팜스토리)을 바탕으로 육가공(우리손에프앤지, 팜스토리), 가금(정다운, 마니커), 동물 진단에 이르기까지 보폭이 확대되었다. 공격적인 인수합병은 '외형 확장'이란 긍정적인 측면 이면에 '재무구조 악화'라는 우려를 낳았다. 그러나, 팜스토리(2003년 7월), 우리손에프앤지(2005년 6월), 마니커(2011년 6월), 정다운(2015년 11월)의 성공적인 기업공개로 통해 부채비율은 2015년 300%→ 2017년 150%까지 하락했다. 올해 상반기는 '오퍼팜'의 기업공개로 앞두고 있다. 올해 말 부채비율은 138%까지 추가 하락할 것으로 전망된다. 2015년을 기점으로 대규모 투자가 일단락된 만큼 영업현금흐름도 빠르게 개선 중이다. 올해 영업현금흐름은 700억 원에 육박할 것으로 판단한다

우리손에프앤지/ 정다운 = 실적 모멘텀 부각 전망

'우리손에프앤지'는 2015년 12월 강원도 유일의 LPC를 인수함으로써 원종돈 생산에서부터 도축, 가공에 이르기까지 전 단계 수직 계열화를 완성했다. 도축단계를 추가함으로써 이익 가시성이 개선되었다. 올해는 출하량 증가 기인한 견조한 실적이 전망된다. '정다운'은 오리 공급 부족 현상(AI로 인한 입식 제한)에 대한 수혜가 전망된다. 오리 공급부족은 최소한 2018년 상반기까지 이어질 것으로 예상된다.

이지바이오= 자회사 실적 개선 + 오버행 해소

사업형 지주회사 '이지바이오'는 주요 계열사의 실적 개선 기인해 올해 영업이익이 YoY 18.8% 증가할 것으로 추정된다. 지난 달 전환사채가 전량 소진되면서 오버행 이슈도 말끔히 해소되었다. 현 주가는 올해 예상 PER 7~8배에 불과하다. 달라진 체력 감안시 밸류에이션도 달라질 것으로 판단한다.

Collaboration Report

Overweight

Top picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(4월2일)
이지바이오(035810)	BUY	11,000원	7,160원
우리손에프앤지(073560)	BUY	3,240원	2,360원
정다운(208140)	Not Rated		4,060원

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,401.4	1,398.1	1,429.1	1,457.7	1,486.9
영업이익	십억원	79.0	106.0	126.0	132.9	140.0
세전이익	십억원	56.1	88.6	108.0	117.3	127.4
순이익	십억원	23.1	29.8	51.4	56.3	58.7
EPS	원	437	544	893	971	1,013
증감률	%	(3.7)	24.5	64.2	8.7	4.3
PER	배	14.07	11.81	8.02	7.37	7.07
PBR	배	1.04	1.04	1.05	0.93	0.82
EV/EBITDA	배	9.96	7.86	7.20	6.64	6.11
ROE	%	7.91	9.03	13.90	13.36	12.33
BPS	원	5,914	6,154	6,809	7,731	8,693
DPS	원	50	50	50	50	50

주: 이지바이오 재무제표임



음식료 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

1. '이지바이오' 그룹 소개

1) 축산 산업의 수직 계열화 완성

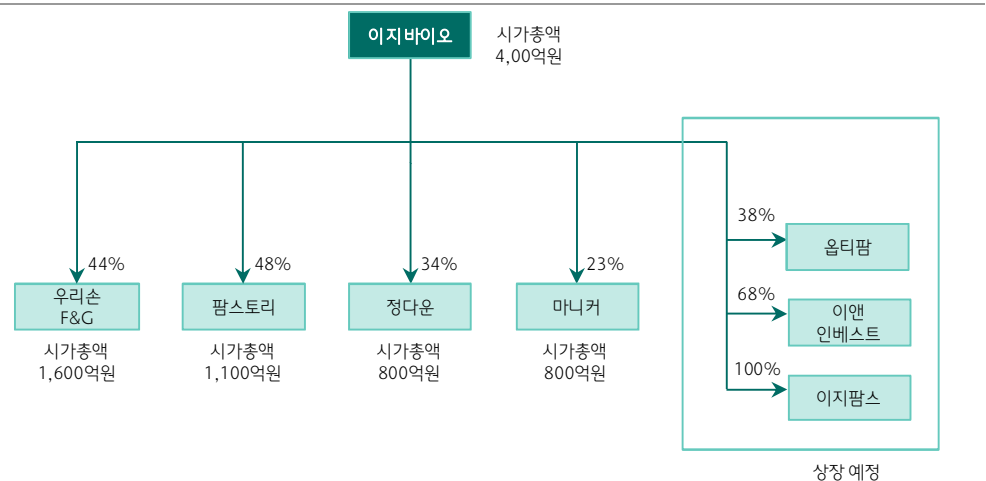
공격적인 인수합병 통해 외형
지난 10년 간 연평균 9.7% 증가

이지바이오 그룹은 사업형 지주사인 '이지바이오'를 중심으로 '우리손에프앤지(2005년 6월 인수)', '팜스토리(2003년 7월 인수)', '정다운(2005년 11월 인수)', '마니커(2011년 6월 인수)'를 주요 계열사로 보유하고 있다. 공격적인 인수합병으로 지난 10년 간 그룹사 외형은 연평균 9.7% 증가했다. 2007년 3,958억원에 불과했던 매출액은 2017년 1조 4천억원으로 큰 폭 증가했다. 동기간 영업이익은 연평균 20.5% 증가했다. 2007년 142억원에 불과했지만 2017년 1,060억원을 시현했다.

2015년 '정다운' 인수를 정점으로 수직 수직 계열화가 완성되었다. 캐쉬카우인 사료 사업(이지바이오, 팜스토리)을 바탕으로 육가공(우리손에프앤지, 팜스토리), 가금(정다운, 마니커), 동물 진단에 이르기까지 보폭이 확대되었다.

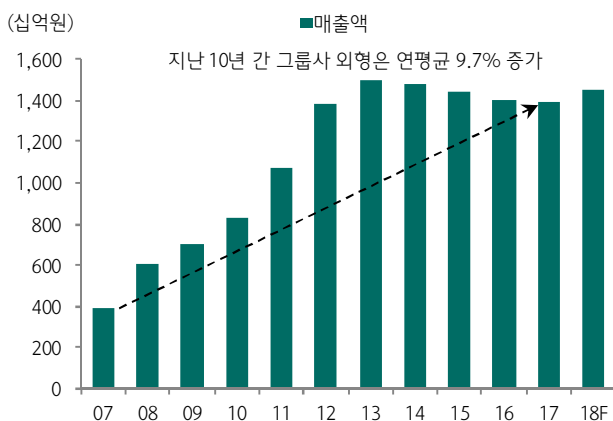
그림 1. 이지바이오 그룹: '이지바이오'를 중심으로 우리손F&G, 팜스토리 등 상장사 보유

수직 계열화의 완성



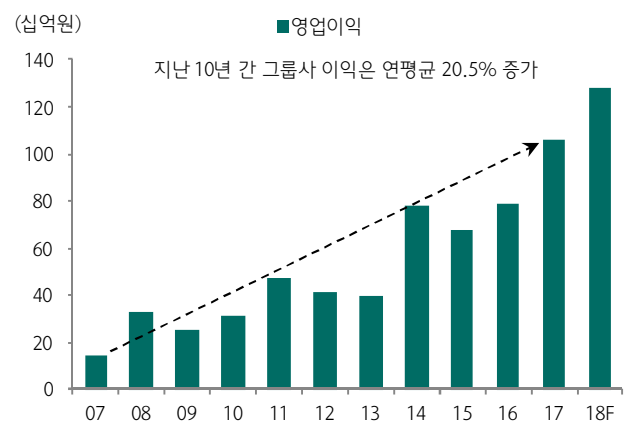
주: 시가총액은 3월 말 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 이지바이오 그룹 매출액 추이



자료: 하나금융투자

그림 3. 이지바이오 그룹 영업이익 추이



자료: 하나금융투자

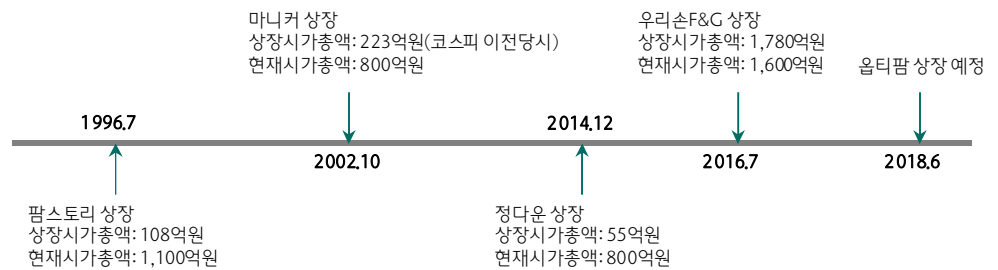
2) 재무 구조 빠르게 개선 중

자회사의 성공적인 기업공개 통해
재무 구조도 빠르게 개선 중

공격적인 인수합병은 ‘외형 확대’라는 긍정적인 측면 이면에 ‘재무구조 악화’라는 부정적인 측면이 존재했다. 그러나, 팜스토리(2003년 7월), 우리손에프앤지(2005년 6월), 마니커(2011년 6월), 정다운(2015년 11월)의 성공적인 기업공개(그림 4 참고)를 통해 부채비율은 2015년 300%→2017년 150%까지 하락했다. 올해 상반기는 ‘옵티팜’의 기업공개를 앞두고 있다. 구주 매출을 통한 차입금 상환으로 올해 말 부채비율은 138%까지 추가 하락할 것으로 전망된다. 2015년을 기점으로 대규모 투자가 일단락된 만큼 영업현금흐름은 빠르게 개선 중이다. 올해 영업현금흐름은 700억원에 육박할 것으로 판단한다.

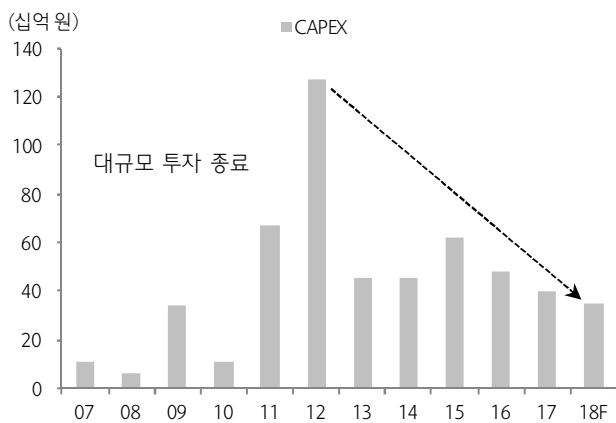
그림 4. 이지바이오 그룹 주요 업체 상장 스케줄

자회사 성공적 기업공개,
올해 ‘옵티팜’ 상장 예정



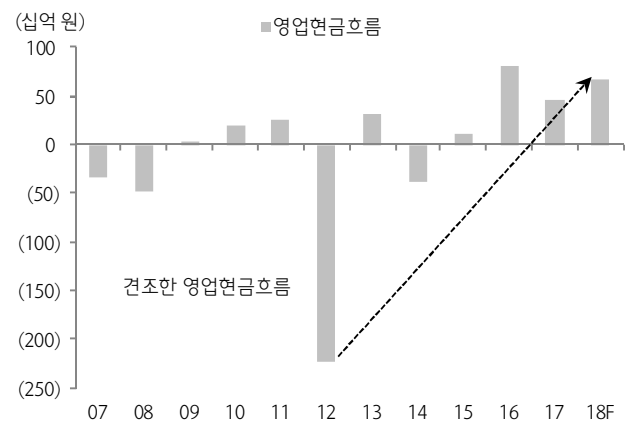
주: 시가총액은 3월 말 기준
자료: 하나금융투자

그림 5. ‘이지바이오’ 대규모 투자 종료 기인해



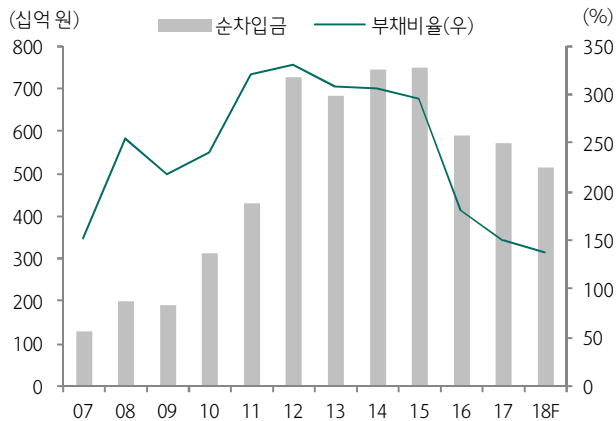
자료: 하나금융투자

그림 6. 영업현금흐름 빠르게 개선



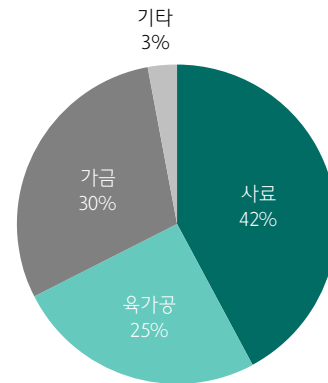
자료: 하나금융투자

그림 7. 순차입금 및 부채비율 추이



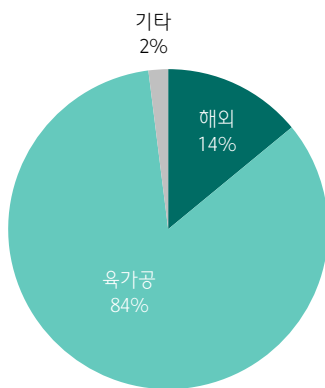
자료: 하나금융투자

그림 8. '이지바이오' 연결 기준 매출 비중



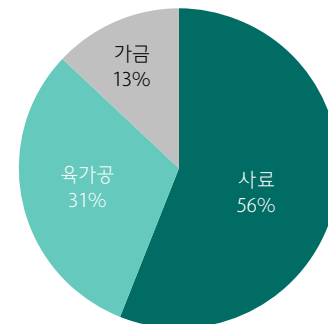
자료: 하나금융투자

그림 9. '우리손에프앤지' 단독 기준 매출 비중



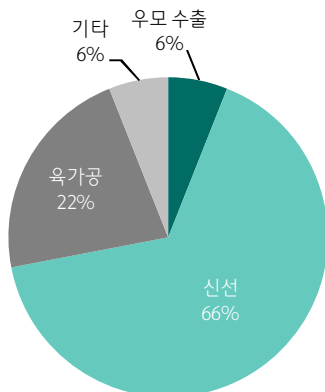
자료: 하나금융투자

그림 10. '팜스토리' 단독 기준 매출 비중



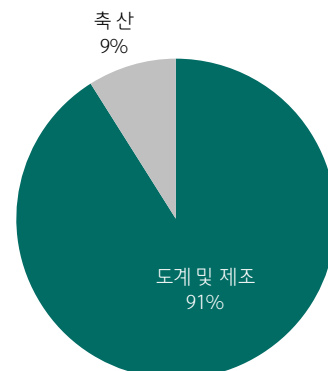
자료: 하나금융투자

그림 11. '정다운' 단독 기준 매출 비중



자료: 하나금융투자

그림 12. '마니커' 단독 기준 매출 비중



자료: 하나금융투자

2. 사업 현황 및 실적 전망

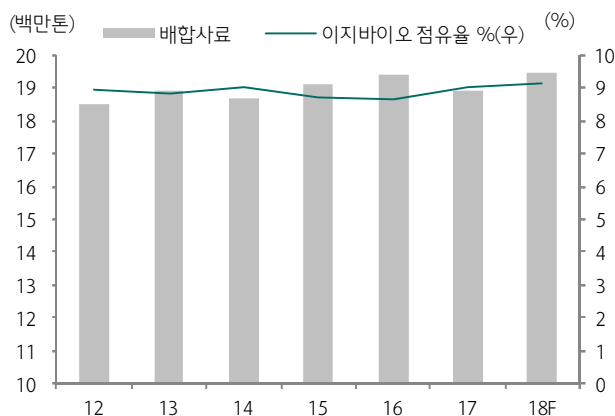
1) 사료 사업

올해 곡물 투입가 부담 없어
전년 기저효과 기인한
견조한 실적 개선 전망

국내 사료 시장은 지난 5년 간 연평균 0.4% 성장했다. 성숙 사업인 만큼 성장성은 제한적이거나 과점화되어 있어 안정적으로 사업을 영위할 수 있다는 장점을 보유한다. 참고로 지난 5년 간 이지바이오 그룹의 사료 사업 평균 OPM은 5%를 기록하며 그룹 내 캐쉬카우 역할을 담당했다.

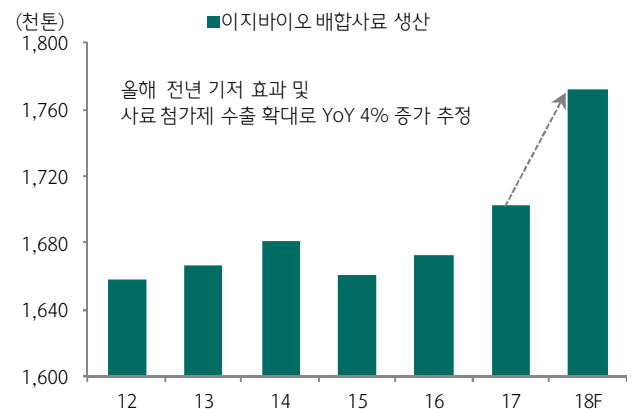
사료 시장 내 이지바이오 그룹(이지바이오, 팜스토리) 점유율은 약 9%로 추산된다. 올해 사료 매출은 전년 기저효과 및 사료첨가제 매출 증가 기인해 YoY 4.0% 내외 증가 가능할 것으로 추정한다. 한편, 평균 곡물 투입가는 전년과 유사할 것으로 추정한다. 사료 업체의 곡물 매입 비중은 옥수수 50%, 대두박 30%, 원맥 20% 내외로 파악된다. 올해 옥수수 투입가는 YoY Flat이 예상된다. 원맥 투입가 및 대두박 투입가는 YoY 5~10% 상승이 예상되나 원화 강세 흐름 감안시 가중 평균 투입가는 전년수준으로 추산된다.

그림 13. 사료 시장은 성숙 시장, 이지바이오 그룹 점유율 9% 수준



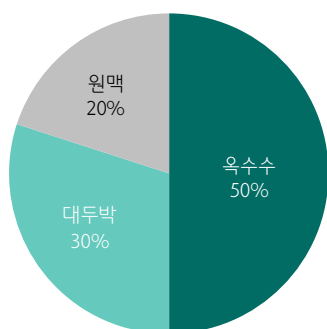
자료: 하나금융투자

그림 14. 이지바이오 올해 사료 매출은 기저 효과 기인 소폭 증가 전망



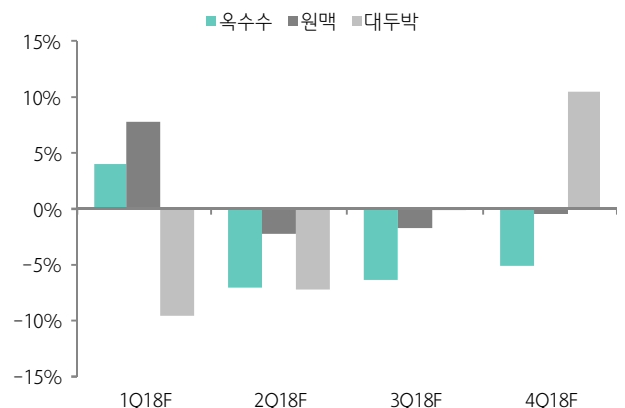
자료: 하나금융투자

그림 15. 사료 업체 곡물별 매입 비중



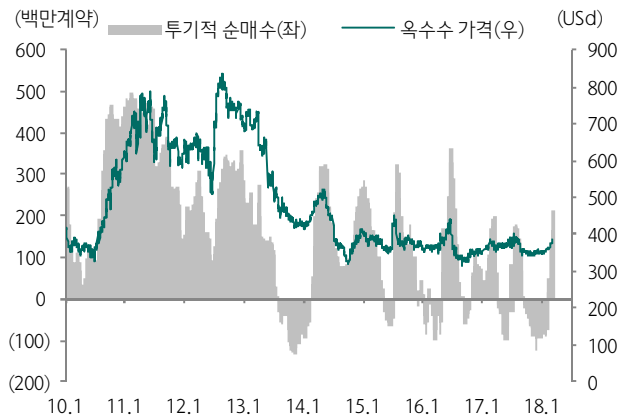
자료: 하나금융투자

그림 16. 환율 감안한 곡물 투입가 전망



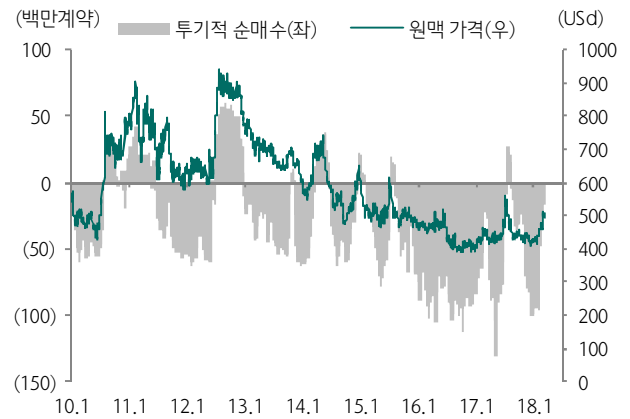
자료: 하나금융투자

그림 17. 옥수수 가격 추이



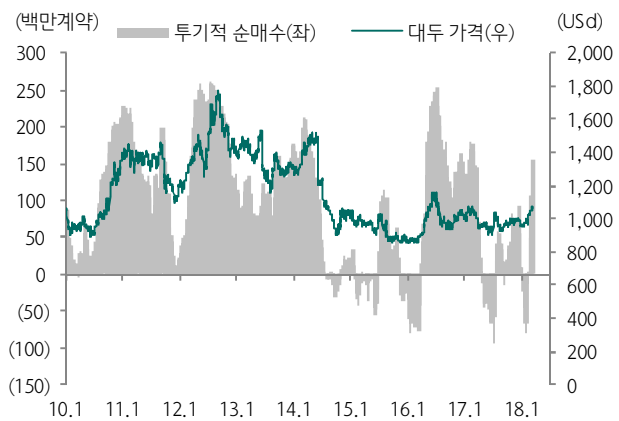
자료: 하나금융투자

그림 18. 원맥 가격 추이



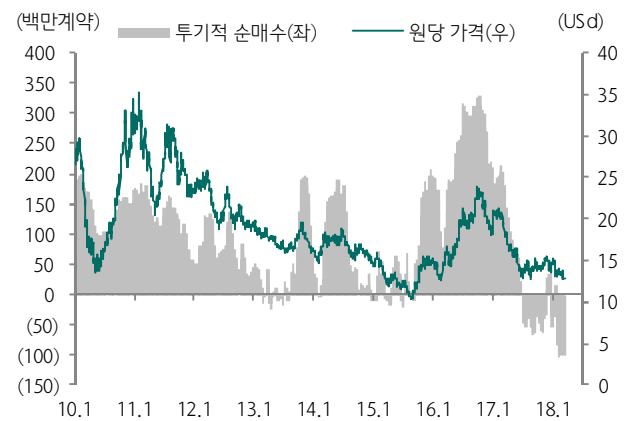
자료: 하나금융투자

그림 19. 대두 가격 추이



자료: 하나금융투자

그림 20. 원당 가격 추이



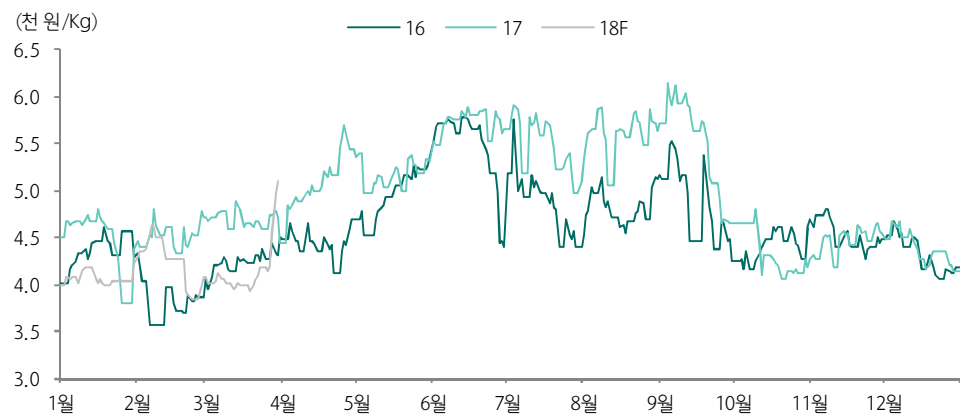
자료: 하나금융투자

전년의 높은 돈가 시세 유지되는 가운데 출하량 증가 기인한 '우리손에프앤지' 호실적 기대, 1분기 생물자산평가이익 전망

2) 육가공 사업: 우리손에프앤지

지난주 일부 지역 구제역 발생 기인해 돈가는 kg당 5천원을 돌파했다. 단기 돈가는 강보합세를 유지할 것으로 기대되나 연간으로는 보수적 추정을 위해 전년 수준을 전망한다. 2017년은 2016년 돼지 콜레라 및 폭염 등으로 인한 입식률 저하로 높은 시세를 형성했기 때문이다. 올해는 전년 수준의 높은 시세가 유지되는 가운데 출하량 증가 기인한 '우리손에프앤지'의 견조한 실적이 전망된다. 특히 '우리손에프앤지'는 2015년 12월 강원도 유일의 LPC를 인수함으로써 원종돈 생산에서부터 도축, 가공에 이르기까지 전 단계 수직 계열화를 완성했다. 도축단계를 추가함으로써 돈육가 변동에 따른 연간 손익 변동폭이 완화되었다. 이에 이익 가시성은 과거 대비 높아질 것으로 전망한다. 더불어, 모회사 '이지바이오'에게 전용 사료를 공급받는 우리손에프앤지는 근거리 배송을 통한 원재료비 절감이 가능할 것으로 판단한다. 또한 계열화 사업 확대를 통해 향후 견조한 생산능력 증가가 기대된다.

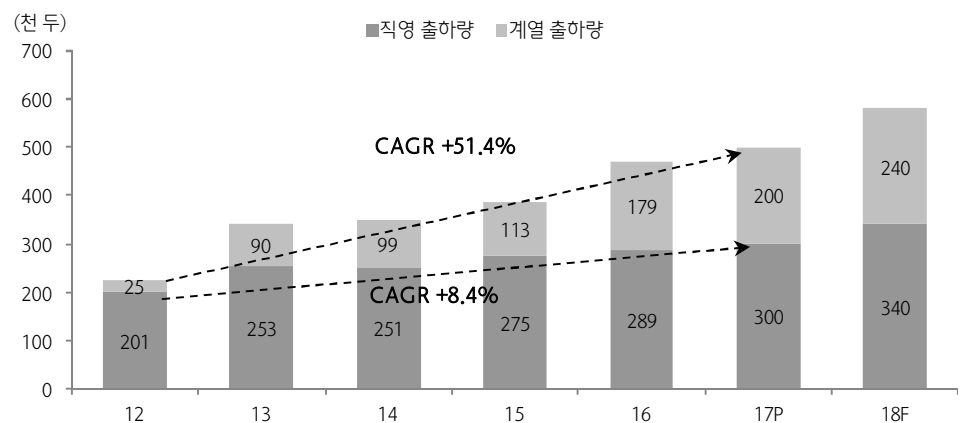
그림 21. 돈가 추이



자료: 축산유통정보센터, 하나금융투자

돈가는 지난 달 구제역 발생으로 단기 강보합세 전망, 1분기 생물자산평가이익 기대

그림 22. 이지바이오 그룹 LB 출하량 추이



자료: 하나금융투자

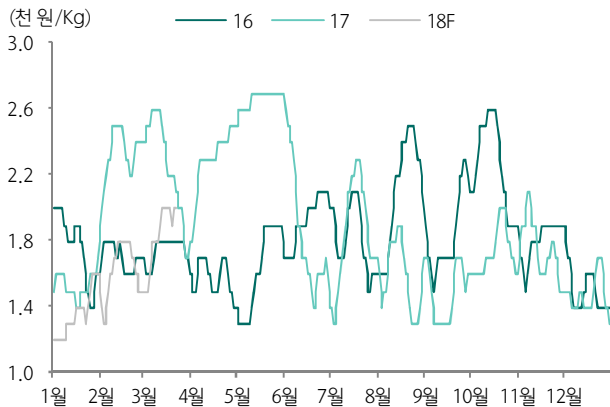
견조한 출하량 증가 기대

3) 가금 사업: 마니커, 정다운

공급 부족 기인한
오리 시세 강세로
'정다운' 실적 개선세 지속될 전망

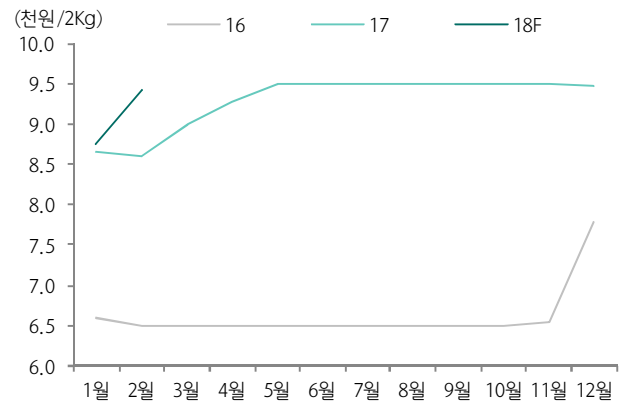
올해 기대되는 것은 '육계시장'보다는 '오리시장'이다. 현재 오리고기 생산량은 사육 휴지기제 및 AI로 인한 입식 제한으로 공급 부족 현상이 지속되고 있다. 공급부족은 최소한 2018년 상반기까지 이어질 전망이다. 이로 인해 오리가격은 4월 9,600원/3kg(YoY +23.1%), 5월 9,800원/3kg (YoY +23.3%)으로 상승할 전망이다. 가격상승과 더불어 시장점유율 확대까지 감안시 '정다운'의 견조한 실적 개선세가 당분간 유지될 것으로 판단한다.

그림 23. 육계 가격 추이



자료: 한국육계협회, 하나금융투자

그림 24. 오리 가격 추이



자료: 한국오리협회, 하나금융투자

4) 동물 진단 사업: 옵티팜

자회사 옵티팜은 동물 질병진단 및 동물약품 제조, 판매 사업 영위 이중장기 이식 통한 매출 성장 전망

자회사 옵티팜은 2000년 농장 전문 컨설팅 회사로 설립된 이후 동물 형질전환 기술용역, 질병진단 및 축산농가 기술컨설팅, 동물약품의 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다. 주요 사업 부로는 생물자원사업부, 진단사업부, 동물약품사업부, 생물제제사업부, 평가센터 등으로 구성되어 있다. 주요 제품으로는 동물질병 진단키트, 이중장기 원료동물(미니피그), 박테리오파지 등이 있으며, AI 예찰 및 질병진단 등의 용역 사업 또한 진행하고 있다.

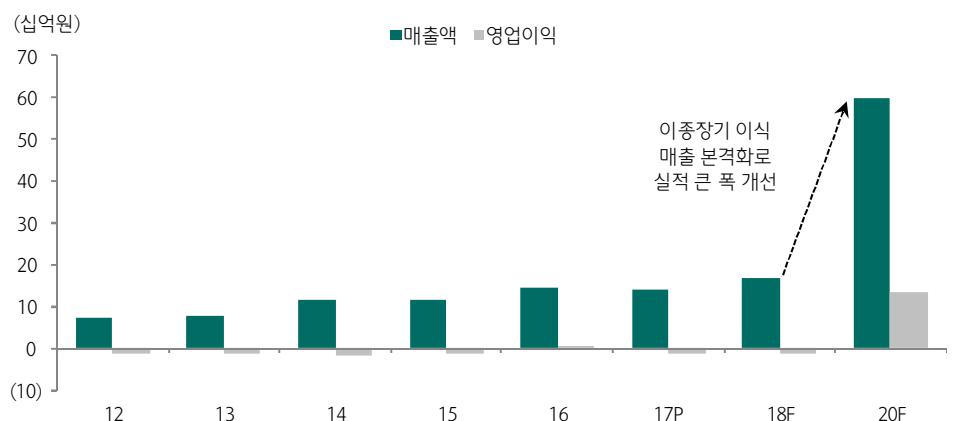
옵티팜은 연간 2~30억원 수준의 R&D 비용을 통해 이중장기 이식을 위한 임상을 준비 및 진행 중이다. 현재 이중각막의 경우 영장류 이식 단계 진행 중이며, 이중피부와 이중채도의 경우 2020년부터 임상이 진행될 예정이다. 사측에 따르면 2021년 이중각막 및 이중피부 판매, 2022년 이중채도 판매 예정이다.

옵티팜은 2017년 12월 '형질전환 이중장기 개발' 및 'VLP 기반 프리미엄 백신 개발' 기술로 기술성평가 통과했다. 사측에 따르면 2018년 4월 코스닥 상장 예비심사 청구 예정이며, 이르면 올해 하반기 초 상장 예정이다. 상장시 옵티팜의 가치는 보수적으로 3,000억~4,000억원 수준으로 평가되고 있다. 이지바이오는 옵티팜 상장시 구주 매출을 통한 차입금 상환으로 올해 말 부채비율이 138%까지 추가 하락할 것으로 전망된다.

2017년 옵티팜의 매출액 및 영업손실은 각각 139억원(YoY -3.6%), 16억원(YoY 적자 지속)을 시현했다. 매출 구성 내역으로는 상품매출(동물약품 수입 판매) 약 70억원, 제품매출(박테리오파지, 진단키트 등) 약 25억원, 용역매출(AI 예찰, 질병진단 등) 약 45억원이다. 회사측에 따르면 2018년 매출액 및 영업손실은 각각 170억원, 12억원을 기록할 것으로 예상되며, 향후 이중장기 임상 완료에 따른 관련 매출 증가로 2022년까지 연 매출 600억원을 기록할 전망이다.

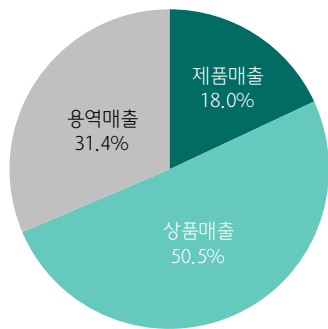
그림 25. 옵티팜 실적 추이

이중장기 이식 관련 매출 본격화로 2020년 옵티팜 매출액 600억, 영업이익 135억원 전망



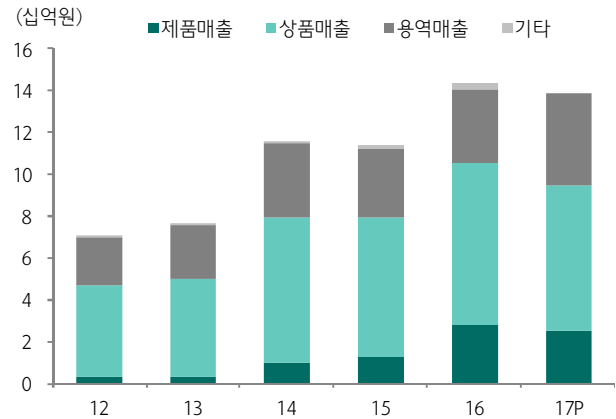
자료: 옵티팜, 하나금융투자

그림 26. 옵티팜 매출 구성



주: 사측 제공 2017년 연간 기준
자료: 옵티팜, 하나금융투자

그림 27. 옵티팜 매출 구성별 추이



주: 사측 제공 2017년 연간 기준
자료: 옵티팜, 하나금융투자

그림 28. 옵티팜 성장 전략

2021년 이종각막 및 이종피부 판매
2022년 이종체도 판매 개시 예정

2006-2010	2011-2016	2017-2021	2022-
• 동물질병 진단 • 실험동물 판매	• 동물약품 판매 • 이종장기 연구 • VLP백신 연구	• 이종각막 판매 • 이종피부 판매 • 동물복합백신 판매	• 이종체도 판매 • 인체HPV백신 판매 • 고형장기이식 연구

자료: 옵티팜, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

이지바이오 (035810)

13

우리손에프앤지 (073560)

19

정다운 (208140)

23

2018년 4월 3일

이지바이오 (035810)

산뜻한 출발

목표주가 11천원으로 커버리지 개시

이지바이오에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 11,000원을 제시한다. 목표주가 11,000원은 음식료 평균 멀티플 대비 20% 할인(PER 12배)된 수치를 적용한 값이다. ① 3월 초 전환사채 3.1%가 행사되면서 그 동안 주가 상승의 부담이었던 오버행은 전량 해소되었다. ② 본업의 견조한 펀더멘탈, ③ '옵티팜' 지분 가치 감안시 현 주가(올해 예상 PER 8.0배)는 현저히 저평가되어 있다는 판단이다.

실적 모멘텀 부각 전망 + 자회사 상장

2016년 12월 AI 발생에 기인해 2017년 상반기 캐쉬카우인 사료 부문은 최악의 실적을 시현했다. 올해 상반기는 기저효과가 부각될 공산이 크다. 더불어 해외 수출액도 증가할 것으로 예상된다. 올해 사료 첨가제 수출액은 고객사 다변화에 기인해 YoY 50% 증가할 것으로 판단된다. 사료 첨가제 영업마진이 기존 사료 대비 높다는 점을 감안하면 사료 사업부의 마진 개선이 기대된다. 육가공 부문은 도축량 증가에 기인해 견조한 실적 시현이 가능할 것으로 판단된다. 다만, 가금 부문은 작년 상반기 비경상적으로 높았던 육계 가격 기인해(2016년 12월 AI 발생) 올해는 보수적 접근이 필요해 보인다. 그러나 작년 마니커를 중심으로 한 육계 계열사 통합 및 구조조정으로 기초 체력이 향상된 점은 긍정적이다. BEP 판가가 낮아지면서 중장기적 이익 가시성이 높아졌다는 점은 긍정적이다.

자회사 '옵티팜' 상장 예정

자회사 '옵티팜'은 상장을 앞두고 있다. 작년 12월 기술성 평가를 통과했기 때문에 올해 6월 내 상장 가능할 것으로 예상된다. '옵티팜'은 동물 백신 및 의약 상품을 판매하는 업체이다. ① 진단 키트 및 이종 장기 개발로 사업을 확대할 계획을 가지고 있어, 중장기 성장 여력이 높아 보인다. ② 예상 시가총액은 3천억원~6천억원으로 이지바이오는 구주 매출을 통한 재무구조 개선 및 ③ 기업 가치 Level-up이 기대된다.

Top Picks

BUY(신규)

| TP(12M): 11,000원(신규) | CP(4월2일): 7,160원

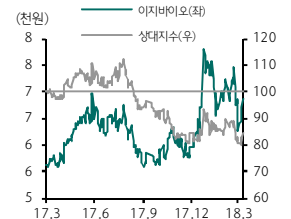
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	867.80
52주 최고/최저(원)	8,100/5,890
시가총액(십억원)	414.8
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	57,927.4
60일 평균 거래량(천주)	1,429.9
60일 평균 거래대금(십억원)	10.7
18년 배당금(예상, 원)	50
18년 배당수익률(예상, %)	0.70
외국인지분율(%)	10.36
주요주주 지분율(%)	30.62
지원철 외 6인	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) 16.2 18.3
상대	(3.8) (12.6) (15.5)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,435.8	1,473.4
영업이익(십억원)	116.8	123.0
순이익(십억원)	62.3	64.9
EPS(원)	784	832
BPS(원)	6,706	7,525

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,401.4	1,398.1	1,429.1	1,457.7	1,486.9
영업이익	십억원	79.0	106.0	126.0	132.9	140.0
세전이익	십억원	56.1	88.6	108.0	117.3	127.4
순이익	십억원	23.1	29.8	51.4	56.3	58.7
EPS	원	437	544	893	971	1,013
증감률	%	(3.7)	24.5	64.2	8.7	4.3
PER	배	14.07	11.81	8.02	7.37	7.07
PBR	배	1.04	1.04	1.05	0.93	0.82
EV/EBITDA	배	9.96	7.86	7.20	6.64	6.11
ROE	%	7.91	9.03	13.90	13.36	12.33
BPS	원	5,914	6,154	6,809	7,731	8,693
DPS	원	50	50	50	50	50



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

편더멘탈 및 자회사 지분가치 감안시 너무 싼 주가

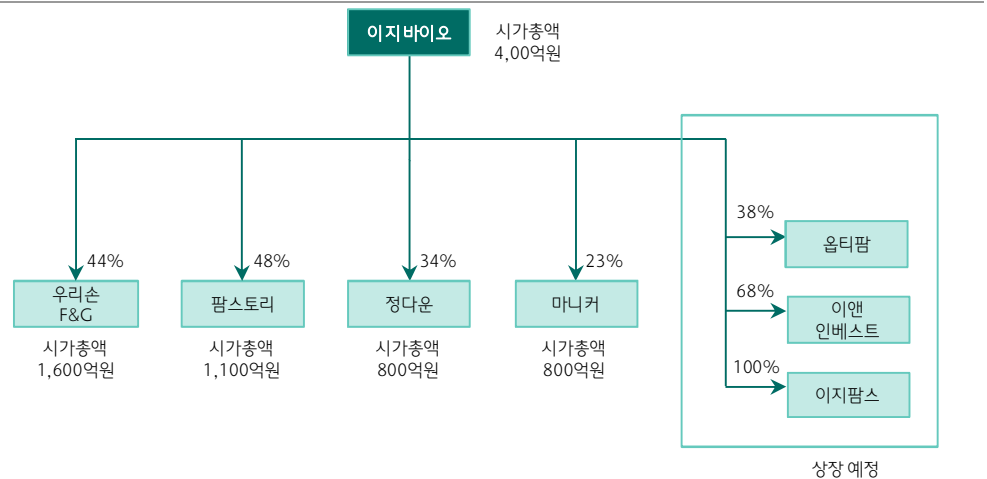
달라진 체력

올해 영업이익은 전년대비 18.8% 증가할 것으로 추정한다. 2016년 12월 AI 발생에 기인해 2017년 상반기 캐쉬카우인 사료 부문은 최악의 실적을 시현했다. 올해 상반기는 기저효과가 부각될 공산이 크다. 더불어 해외 수출액도 증가할 것으로 예상된다. 올해 사료 첨가제 수출액은 고객사 다변화에 기인해 YoY 50% 증가할 것으로 판단된다. 사료 첨가제 영업마진이 기존 사료 대비 높다는 점을 감안하면 사료 사업부의 마진 개선이 기대된다. 육가공 부문은 도축량 증가에 기인해 견조한 실적 시현이 가능할 것으로 판단된다. 다만, 가금 부문은 작년 상반기 비경상적으로 높았던 육계 가격 기인해(2016년 12월 AI 발생) 올해는 보수적 접근이 필요해 보인다. 그러나 작년 마니커를 중심으로 한 육계 계열사 통폐합 및 구조조정으로 기초 체력이 향상된 점은 긍정적이다. 정다운은 오리 공급 부족 영향으로 상장 이래 최대 실적이 기대된다.

더불어, 올해 상반기는 '옵티팜'의 기업공개를 앞두고 있다. 구주 매출을 통한 차입금 상환으로 올해 말 부채비율은 138%까지 추가 하락할 것으로 전망된다. 2015년을 기점으로 대규모 투자가 일단락된 만큼 영업현금흐름은 빠르게 개선 중이다. 올해 영업현금흐름은 700억원에 육박할 것으로 판단한다. 기초 체력이 과거 대비 큰 폭 개선되었다는 판단이다.

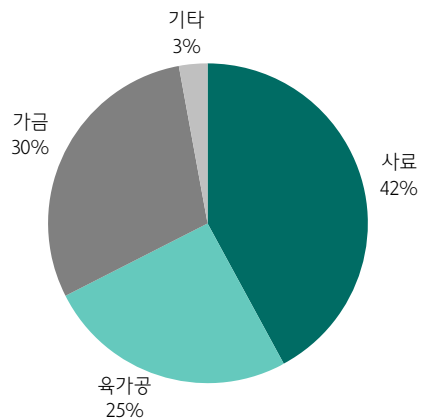
그림 1. 이지바이오 그룹: '이지바이오'를 중심으로 우리손F&G, 팜스토리 등 상장사 보유

수직 계열화의 완성



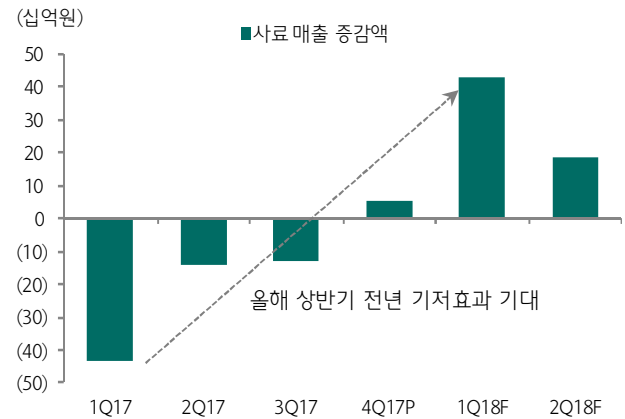
주: 시가총액은 3월 말 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 사업부별 매출 비중



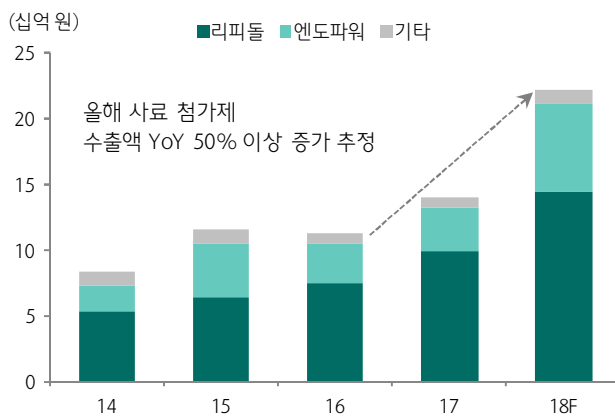
자료: 하나금융투자

그림 3. 올해 상반기 사료 부문 기저효과 기대 가능



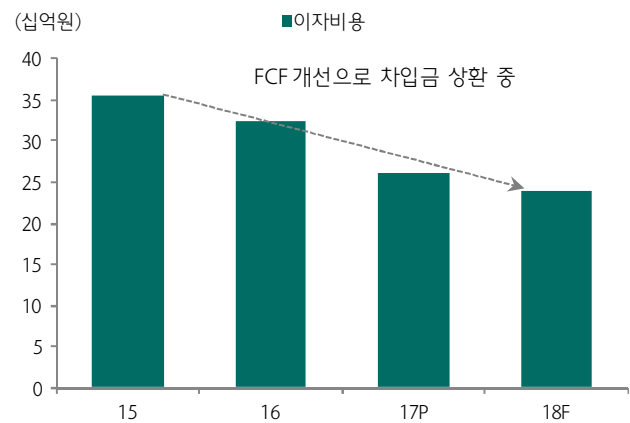
자료: 하나금융투자

그림 4. 올해 판로 개척으로 사료첨가제 해외 수출 확대 전망



자료: 하나금융투자

그림 5. 연간 이자비용 추이



자료: 하나금융투자

표 1. 이자바이오 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F
매출액	329.1	346.3	392.0	330.7	340.0	366.7	402.8	319.6	1,401.4	1,398.1	1,429.1
사료	197.1	191.4	198.9	214.5	220.0	210.0	210.0	200.0	822.7	801.9	840.0
육가공	103.5	117.6	126.1	121.5	100.0	120.0	128.0	125.0	401.9	468.7	473.0
가금	136.7	147.1	129.0	116.5	123.0	139.7	129.0	116.5	560.6	529.2	508.1
기타	15.6	15.1	12.6	6.5	17.0	17.0	12.0	9.0	50.7	49.8	55.0
조정	(123.7)	(124.9)	(74.7)	(128.3)	(120.0)	(120.0)	(76.1)	(130.8)	(434.4)	(451.5)	(447.0)
YoY	-2.2%	-3.8%	16.6%	-10.3%	3.3%	5.9%	2.8%	-3.3%	-2.7%	-0.2%	2.2%
사료	-18.1%	-7.0%	-6.0%	30.4%	11.6%	9.7%	5.6%	-6.8%	-8.1%	-2.5%	4.8%
육가공	2.9%	26.1%	26.3%	12.3%	-3.4%	2.0%	1.5%	2.9%	6.2%	16.6%	0.9%
가금	0.6%	7.6%	-11.4%	-18.3%	-10.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	-4.7%	-5.6%	-4.0%
기타	-7.9%	46.1%	-15.4%	-23.4%	9.1%	12.6%	-5.1%	39.1%	10.1%	-1.7%	10.4%
영업이익	28.6	46.6	24.4	6.5	29.0	54.0	29.0	14.0	79.1	106.0	126.0
사료	9.8	8.8	10.4	11.8	18.0	15.0	13.0	8.0	50.6	40.8	54.0
육가공	11.9	28.2	9.5	(5.0)	8.0	29.0	10.0	1.0	31.7	44.6	48.0
가금	3.2	9.3	3.6	2.0	0.0	7.0	5.0	4.0	(5.3)	18.1	16.0
기타	3.4	0.1	0.3	(2.3)	3.0	3.0	1.0	1.0	1.8	1.5	8.0
YoY	79.5%	45.8%	4.2%	-16.8%	1.5%	15.8%	19.0%	116.7%	16.4%	34.1%	18.8%
OPM	8.7%	13.5%	6.2%	2.0%	8.5%	14.7%	7.2%	4.4%	5.6%	7.6%	8.8%
사료	5.0%	4.6%	5.2%	5.5%	8.2%	7.1%	6.2%	4.0%	6.2%	5.1%	6.4%
육가공	11.5%	24.0%	7.5%	-4.1%	8.0%	24.2%	7.8%	0.8%	7.9%	9.5%	10.1%
가금	2.4%	6.3%	2.8%	1.7%	0.0%	5.0%	3.9%	3.4%	-1.0%	3.4%	3.1%
기타	22.1%	1.0%	2.0%	-35.8%	17.6%	17.6%	8.3%	11.1%	3.6%	3.1%	14.5%
세전이익	30.9	44.6	19.1	(6.0)	30.0	50.0	25.0	3.0	56.1	88.6	108.0
YoY	128.9%	91.0%	-18.0%	CR	-3.0%	12.1%	31.2%	-150.3%	98.5%	57.9%	21.9%
지배순이익	12.6	12.8	7.4	(3.0)	14.4	25.6	9.6	1.8	23.1	29.8	51.4
YoY	46.5%	11.6%	-2.4%	CR	14.5%	100.0%	29.9%	-159.4%	-0.6%	28.6%	72.6%
NPM	3.8%	3.7%	1.9%	-0.9%	4.2%	7.0%	2.4%	0.6%	1.7%	2.1%	3.6%

자료: 하나금융투자

표 2. 이지바이오 가치 추정

(단위: 십억원)

	18F	비고
지배순이익	51.4	음식료 업종
Target PER	12	음식료 업종대비 20% 할인
영업가치	616.3	
주식 수	56,190,905	
목표주가(원)	11,000	목표주가 1.1만원 도출

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,401.4	1,398.1	1,429.1	1,457.7	1,486.9
매출원가	1,151.4	1,119.2	1,157.6	1,177.8	1,198.4
매출총이익	250.0	278.9	271.5	279.9	288.5
판관비	170.9	172.9	145.5	147.0	148.4
영업이익	79.0	106.0	126.0	132.9	140.0
금융손익	(26.6)	(12.8)	(17.4)	(15.6)	(12.7)
종속/관계기업손익	1.1	4.1	(0.6)	0.0	0.0
기타영업외손익	2.6	(8.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	56.1	88.6	108.0	117.3	127.4
법인세	22.5	37.1	37.1	40.2	47.0
계속사업이익	33.6	51.6	71.0	77.1	80.3
중단사업이익	(0.5)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	33.1	50.9	71.0	77.1	80.3
비지배주주지분 손이익	10.0	21.1	19.5	20.8	21.7
지배주주순이익	23.1	29.8	51.4	56.3	58.7
지배주주지분포괄이익	35.5	21.8	38.1	41.3	43.1
NOPAT	47.4	61.7	82.8	87.3	88.3
EBITDA	114.4	143.7	163.4	170.3	177.5
성장성(%)					
매출액증가율	(2.7)	(0.2)	2.2	2.0	2.0
NOPAT증가율	15.6	30.2	34.2	5.4	1.1
EBITDA증가율	11.1	25.6	13.7	4.2	4.2
영업이익증가율	16.3	34.2	18.9	5.5	5.3
(지배주주)순이익증가율	(0.9)	29.0	72.5	9.5	4.3
EPS증가율	(3.7)	24.5	64.2	8.7	4.3
수익성(%)					
매출총이익률	17.8	19.9	19.0	19.2	19.4
EBITDA이익률	8.2	10.3	11.4	11.7	11.9
영업이익률	5.6	7.6	8.8	9.1	9.4
계속사업이익률	2.4	3.7	5.0	5.3	5.4

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	437	544	893	971	1,013
BPS	5,914	6,154	6,809	7,731	8,693
CFPS	2,575	3,218	2,826	2,940	3,065
EBITDAPS	2,159	2,625	2,836	2,940	3,065
SPS	26,440	25,543	24,800	25,165	25,668
DPS	50	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	14.1	11.8	8.0	7.4	7.1
PBR	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
PCFR	2.4	2.0	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	10.0	7.9	7.2	6.6	6.1
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	7.9	9.0	13.9	13.4	12.3
ROA	1.5	2.0	3.5	3.7	3.7
ROIC	4.6	6.1	8.0	8.3	8.4
부채비율	180.6	152.9	125.9	113.8	103.5
순부채비율	109.6	90.4	77.2	60.2	46.1
이자보상배율(배)	2.4	4.0	5.3	6.0	6.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	603.9	576.4	533.8	609.0	685.9
금융자산	138.7	137.5	85.2	151.5	219.3
현금성자산	62.2	55.9	1.8	66.4	132.4
매출채권 등	210.9	194.1	198.4	202.4	206.5
재고자산	170.4	155.8	159.3	162.5	165.7
기타유동자산	83.9	89.0	90.9	92.6	94.4
비유동자산	906.0	904.5	941.5	944.0	948.3
투자자산	163.5	157.1	160.6	163.8	167.1
금융자산	79.2	90.8	92.8	94.7	96.6
유형자산	659.7	677.6	693.7	693.6	695.2
무형자산	56.7	49.1	48.5	48.0	47.4
기타비유동자산	26.1	20.7	38.7	38.6	38.6
자산총계	1,509.9	1,480.8	1,475.2	1,553.1	1,634.2
유동부채	763.2	725.0	650.4	653.3	656.2
금융부채	580.3	571.0	493.3	493.3	493.3
매입채무 등	140.8	120.0	122.7	125.2	127.7
기타유동부채	42.1	34.0	34.4	34.8	35.2
비유동부채	208.6	170.2	171.8	173.3	174.9
금융부채	148.3	95.9	95.9	95.9	95.9
기타비유동부채	60.3	74.3	75.9	77.4	79.0
부채총계	971.8	895.2	822.2	826.6	831.1
지배주주지분	313.5	345.8	394.5	447.8	503.5
자본금	26.9	28.5	28.5	28.5	28.5
자본잉여금	112.7	126.5	126.5	126.5	126.5
자본조정	1.6	(6.5)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
기타포괄이익누계액	2.4	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	169.9	196.6	245.2	298.6	354.3
비지배주주지분	224.5	239.8	258.6	278.7	299.7
자본총계	538.0	585.6	653.1	726.5	803.2
순금융부채	589.9	529.4	504.0	437.7	370.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	128.8	118.8	103.5	109.9	113.2
당기순이익	33.1	50.9	71.0	77.1	80.3
조정	66.7	86.2	37.5	37.4	37.6
감가상각비	35.4	37.6	37.4	37.4	37.5
외환거래손익	9.4	(6.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	(4.1)	0.0	0.0	0.0
기타	22.8	58.9	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	29.0	(18.3)	(5.0)	(4.6)	(4.7)
투자활동 현금흐름	(32.7)	(73.8)	(41.0)	(42.4)	(44.3)
투자자산감소(증가)	(24.8)	6.4	(4.2)	(3.9)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(34.3)	(47.1)	(35.0)	(36.8)	(38.6)
기타	26.4	(33.1)	(1.8)	(1.7)	(1.7)
재무활동 현금흐름	(167.7)	(51.3)	(80.5)	(2.9)	(2.9)
금융부채증가(감소)	(231.3)	(61.6)	(77.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	2.2	15.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	64.3	(1.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.9)	(3.4)	(2.8)	(2.9)	(2.9)
현금의 증감	(72.1)	(6.3)	(54.1)	64.7	66.0
Unlevered CFO	136.5	176.1	162.8	170.3	177.5
Free Cash Flow	80.8	66.7	68.5	73.2	74.6

2018년 4월 3일

우리손에프앤지 (073560)

Q증가만 반영해도 PER 5배

투자이견 BUY, 목표주가 3,240원으로 커버리지 재개

우리손에프앤지에 대해 투자이견 BUY 및 목표주가 3,240원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 우리손에프앤지의 2018년 예상 EPS에 Target P/E 8배를 적용하여 산출하였다(Target P/E는 돈육업체 평균 12MF P/E 8배를 적용한 수치이다). 우리손에프앤지는 종돈에서 도축/가공까지 아우르는 수직계열화를 이룬 점, 업계 최고수준의 고품질 돈육 출하로(2017년 기준 1등급 판정 75.8% / 업계 평균 65.0%) 높은 수익성을 실현하기에 국내 경쟁사 대비 할인요인은 없다는 판단이다.

확실한 Q증가 효과 반영, P상승은 제한적

2018년 우리손에프앤지의 비육돈 출하를 34만두로 추정한다. 2017년 30만두 대비 4만두가 증가한 수치이다. 이는 부여농장 실적이 2018년도에 온기로 반영되기 때문이다. 2017년 2월부터 부여농장에서는 입식이 진행되었다. 모돈에서 비육돈 출하까지 평균 1년정도 소요되는 점을 감안 시 2018년 2월부터 비육돈 출하가 정상화 되는 시점이다(모돈 1,800두 / 비육돈 생산 MAX 40,860두). 육돈가격은 2017년의 높은 시세를 형성하였다. 요인은 2016년 돼지 콜레라 및 폭염 등으로 인한 입식을 저하로 2017년 비육돈 공급량이 감소한 효과 때문이다(육류소비 2005년 14.6kg → 2016년 24.4kg). 2018년 육돈 가격은 지난해 대비 소폭 감소할 것으로 추정한다(탕박기준: 2017년 4,825원 → 2018년F 4,600원).

2018년 영업이익 450억원, Q증가 효과만 반영한 숫자

2018년 매출액 2,311억원 (YoY, +10.2%), 영업이익 450억원 (YoY, +8.7%)을 전망한다. 추가적인 실적 향상 여지는 있다. 적극적인 위탁농가 M&A를 통해 원가개선 여부, 필리핀 농장의 사육두수 증가에 따른 외형 성장이 주요인이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 3,240원 | CP(4월2일): 2,360원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	867.80
52주 최고/최저(원)	2,830/2,155
시가총액(십억원)	163.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	69,237.6
60일 평균 거래량(천주)	367.6
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.48
주요주주 지분율(%)	
이지바이오 외 11인	61.37
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.5) (0.4) 9.5
상대	(5.3) (25.1) (21.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	186.7	209.7	231.1	252.8	283.7
영업이익	십억원	27.2	41.4	45.0	48.7	54.1
세전이익	십억원	22.5	40.8	42.8	47.2	53.4
순이익	십억원	13.0	26.5	28.0	30.9	34.9
EPS	원	220	382	405	446	504
증감율	%	(43.4)	73.6	6.0	10.1	13.0
PER	배	10.55	6.15	5.83	5.29	4.68
PBR	배	1.20	1.02	0.87	0.75	0.64
EV/EBITDA	배	6.28	4.14	3.70	2.91	2.10
ROE	%	11.50	17.99	16.12	15.21	14.79
BPS	원	1,941	2,308	2,713	3,159	3,664
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

RA 김중훈
02-3771-3112
joonghun@hanafn.com

육돈업계의 완성된 인프라 보유

3가지 장점 보유

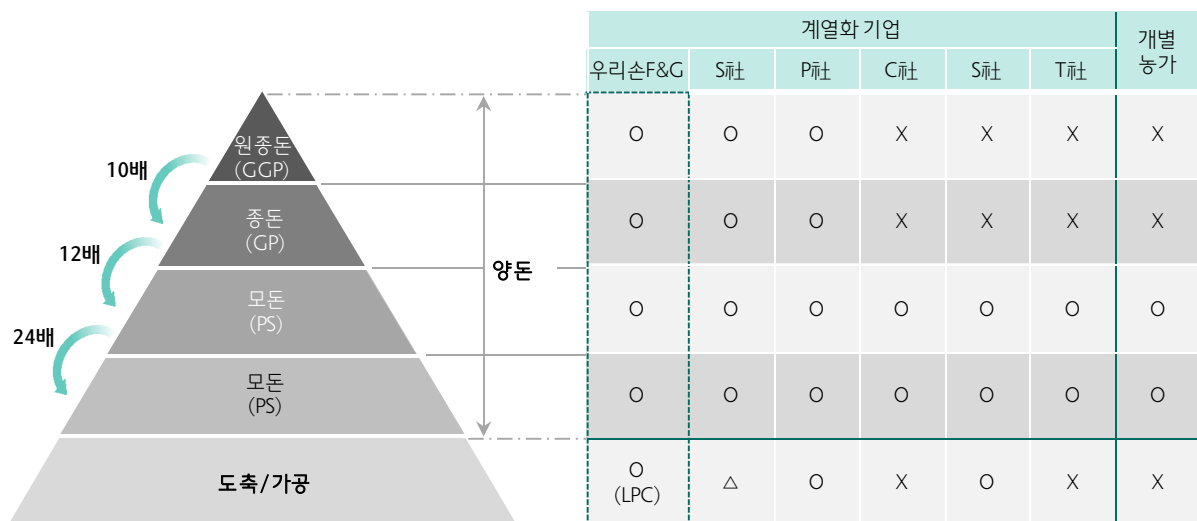
- 1) 육돈업 수직계열화
- 2) 계열사 시너지
- 3) 높은 사육생산성 보유

1) **육돈업 수직계열화 완성으로 외형성장 및 수익성 개선 기대**: 2015년 12월, 우리손에프앤지는 강원도 유일의 LPC를 인수함으로써 원종돈 생산에서부터 도축, 가공에 이르기까지 전 단계를 수직계열화하였다. 도축단계를 추가함으로써 돈육가 변동에 따른 연간 손익변동폭을 완화시켜 안정적인 이익률을 유지할 것이라는 판단이다.

2) **계열사를 통한 원가절감 및 계열화 사업 확대로 생산능력 증대**: 계열사 이지바이오로부터 전용 사료를 공급받는 우리손에프앤지는 사료 대량구매 및 전국에 분포되어 있는 공장으로부터 근거리 배송을 통한 원재료비 절감이 가능하다. 또한 직영농장을 바탕으로 계열화 사업을 확대하여 향후 생산능력 증가를 전망한다.

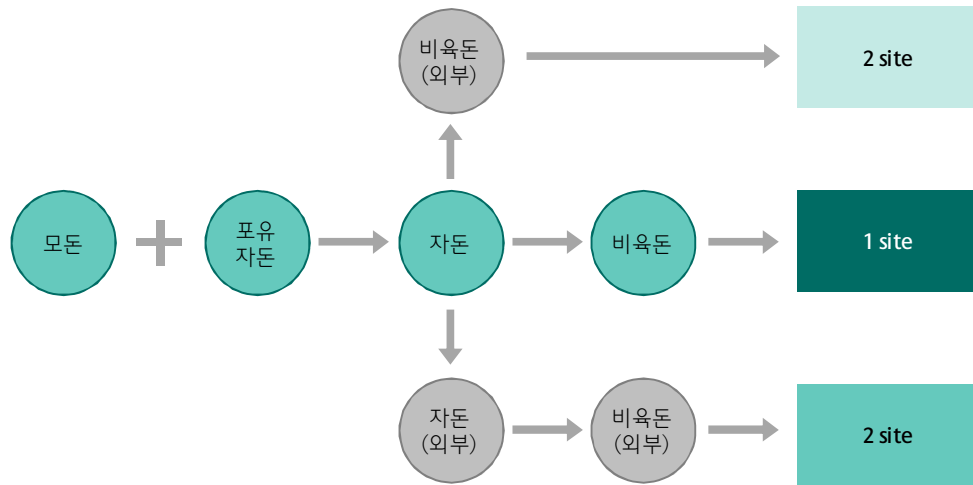
3) **높은 사육생산성 및 우수한 사업인프라 구축**: 우리손에프앤지의 MSY(모돈 한 마리 당 연간 생산 두 수)는 22.7두(국내평균 17두), 지급률(생체당 돈가를 적용 받는 시세)은 약 72%(국내평균 68%)로 높은 생산성을 보인다. 또한 국내 육류소비량 증가, 환경규제에 따른 높은 시장진입 장벽 등 우호적인 전방산업 환경으로 안정적인 수급과 고품질의 상품을 갖춘 우리손에프앤지의 수혜를 예상한다.

그림 1. 육돈 단계별 업계 현황



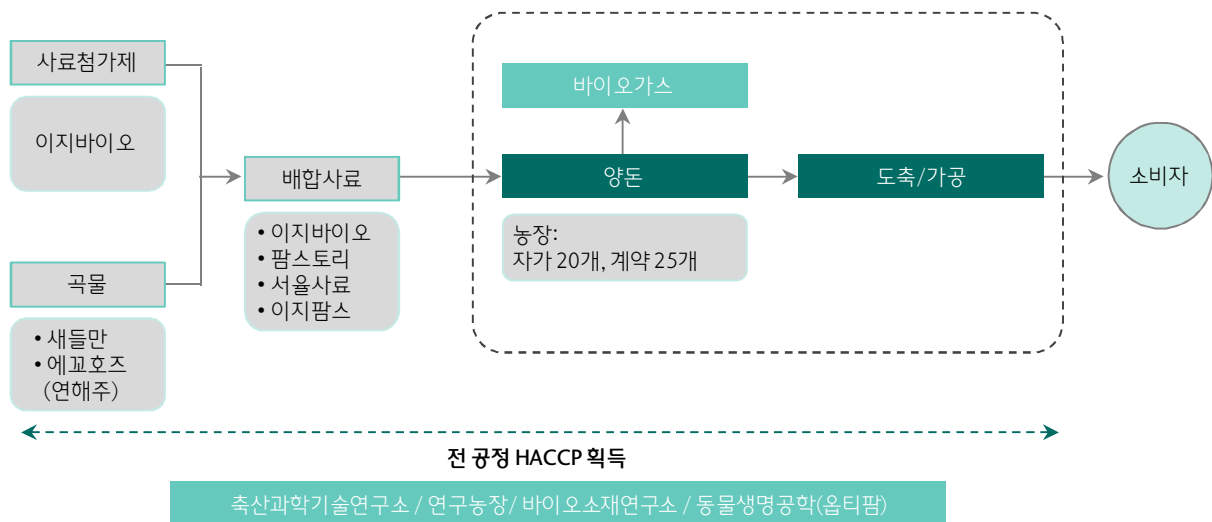
자료: 우리손에프앤지, 하나금융투자

그림 4. Site 확대 Flow



자료: 우리손에프앤지, 하나금융투자

그림 5. 우리손에프앤지 비즈니스 Value Chain



주: HACCP(Hazard Analysis Critical Control Point): 위해요소중점관리기준

자료: 우리손에프앤지, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	186.7	209.7	231.1	252.8	283.7
매출원가	142.2	150.0	165.3	180.9	202.9
매출총이익	44.5	59.7	65.8	71.9	80.8
판매비	17.4	18.3	20.8	23.3	26.7
영업이익	27.2	41.4	45.0	48.7	54.1
금융손익	(5.1)	(2.9)	(2.2)	(1.5)	(0.7)
종속/관계기업손익	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	1.9	0.0	0.0	0.0
세전이익	22.5	40.8	42.8	47.2	53.4
법인세	8.7	13.3	13.7	15.1	17.1
계속사업이익	13.8	27.5	29.1	32.1	36.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.8	27.5	29.1	32.1	36.3
비지배주주지분 손이익	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
지배주주순이익	13.0	26.5	28.0	30.9	34.9
지배주주지분포괄이익	12.4	25.4	28.5	31.5	35.6
NOPAT	16.7	27.9	30.6	33.1	36.8
EBITDA	35.9	52.3	54.9	57.8	62.4
성장성(%)					
매출액증가율	20.5	12.3	10.2	9.4	12.2
NOPAT증가율	(3.5)	67.1	9.7	8.2	11.2
EBITDA증가율	8.8	45.7	5.0	5.3	8.0
영업이익증가율	3.4	52.2	8.7	8.2	11.1
(지배주주)순이익증가율	(10.3)	103.8	5.7	10.4	12.9
EPS증가율	(43.4)	73.6	6.0	10.1	13.0
수익성(%)					
매출총이익률	23.8	28.5	28.5	28.4	28.5
EBITDA이익률	19.2	24.9	23.8	22.9	22.0
영업이익률	14.6	19.7	19.5	19.3	19.1
계속사업이익률	7.4	13.1	12.6	12.7	12.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	84.7	96.2	99.9	143.3	191.2
금융자산	23.4	31.0	28.0	64.7	103.0
현금성자산	11.8	16.0	11.5	46.6	82.7
매출채권 등	14.0	13.7	15.1	16.5	18.6
재고자산	4.9	5.4	5.9	6.5	7.2
기타유동자산	42.4	46.1	50.9	55.6	62.4
비유동자산	181.1	194.2	206.1	199.0	193.5
투자자산	18.0	19.1	21.0	23.0	25.8
금융자산	5.1	5.6	6.1	6.7	7.5
유형자산	161.4	168.2	168.2	159.1	150.8
무형자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.6	6.9	16.9	16.9	16.9
자산총계	265.9	290.4	306.0	342.3	384.7
유동부채	80.1	78.1	61.9	63.6	65.9
금융부채	55.4	57.4	39.6	39.6	39.6
매입채무 등	19.2	15.0	16.6	18.1	20.4
기타유동부채	5.5	5.7	5.7	5.9	5.9
비유동부채	47.7	48.3	50.8	53.5	57.2
금융부채	28.7	23.0	23.0	23.0	23.0
기타비유동부채	19.0	25.3	27.8	30.5	34.2
부채총계	127.7	126.3	112.7	117.0	123.1
지배주주지분	134.3	159.8	187.8	218.8	253.7
자본금	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6
자본잉여금	36.8	36.8	36.8	36.8	36.8
자본조정	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)
기타포괄이익누계액	0.1	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	74.5	100.5	128.6	159.5	194.4
비지배주주지분	3.8	4.3	5.4	6.6	8.0
자본총계	138.1	164.1	193.2	225.4	261.7
순금융부채	60.6	49.4	34.6	(2.1)	(40.4)

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	220	382	405	446	504
BPS	1,941	2,308	2,713	3,159	3,664
CFPS	689	820	793	835	902
EBITDAPS	607	755	793	835	901
SPS	3,162	3,029	3,338	3,652	4,097
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	10.6	6.1	5.8	5.3	4.7
PBR	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
PCFR	3.4	2.9	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	6.3	4.1	3.7	2.9	2.1
PSR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	11.5	18.0	16.1	15.2	14.8
ROA	5.2	9.5	9.4	9.5	9.6
ROIC	8.7	13.3	13.9	15.0	16.9
부채비율	92.5	77.0	58.3	51.9	47.0
순부채비율	43.9	30.1	17.9	(0.9)	(15.4)
이자보상배율(배)	5.7	12.8	16.0	19.8	22.0

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	17.0	32.9	36.6	38.7	41.1
당기순이익	13.8	27.5	29.1	32.1	36.3
조정	17.8	19.6	10.0	9.1	8.3
감가상각비	8.7	10.9	9.9	9.1	8.3
외환거래손익	0.4	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타	9.1	9.5	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(14.6)	(14.2)	(2.5)	(2.5)	(3.5)
투자활동 현금흐름	(30.0)	(26.7)	(3.5)	(3.5)	(5.0)
투자자산감소(증가)	1.2	(1.1)	(1.9)	(2.0)	(2.8)
유형자산감소(증가)	(16.0)	(20.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(15.2)	(5.1)	(1.6)	(1.5)	(2.2)
재무활동 현금흐름	17.8	(2.0)	(17.8)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(13.5)	(3.7)	(17.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	31.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	1.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	4.4	4.2	(4.5)	35.2	36.1
Unlevered CFO	40.7	56.8	54.9	57.8	62.4
Free Cash Flow	(7.5)	12.1	36.6	38.7	41.1

2018년 4월 3일

정다운(208140)

2005년 양계시장 성장 스토리 = 2018년 오리시장

수직계열화를 이룬 오리육 생산 가공업체

정다운은 오리의 부화, 사육, 도압, 가공, 유통 등 농장에서 소비자에 이르기까지 푸드체인 전 과정을 일괄적으로 관리하는 오리 계열화업체이다. 2017년 기준 주요사업의 매출구성은 신선육 65%, 육가공 24%, 우모 6%, 기타 5%이다. 정다운은 오리의 부화에서 제품화까지의 모든 공정을 효율적으로 운영하여 경쟁력을 확보하고 있다. 또한, 국내 업체 중 우모 수출량 M/S 1위(40%)로 우모 시장 성장에 따른 수혜를 받을 것으로 기대한다.

P와 시장점유율의 동반상승으로 실적 성장 기대

2017년 상반기 AI 발생으로 국내 주요 업체의 오리 사육 마릿수 및 도압실적이 크게 하락했다. 국내 오리도축 마릿수는 2016년 7,145만마리에서 2017년 4,610만마리로 약 35% 감소했다. 이에 반해 정다운 농장이 위치한 나주 지역은 AI에 의한 피해가 상대적으로 작아 오리고기 생산이 감소한 경쟁사의 고객사를 확보하면서 시장점유율을 크게 확대했다. 현재 오리고기 생산량은 사육 휴지기제 및 AI로 인한 입식 제한으로 여전히 감소하고 있는 추세이며 오리의 공급부족은 2018년 상반기까지 이어질 전망이다. 이로 인해 오리가격은 4월 9,600원/3kg(YoY +23.1%), 5월 9,800원/3kg (YoY +23.3%)으로 상승할 전망이다.

우모 사업은 안정적인 가격을 바탕으로 완전한 상승세를 지속하고 있다. 최근 초경량 아웃도어 제품이 각광받으면서 다운함량 90%의 아웃도어 제품이 대세를 이루고 있다. 현재 국제 우모시세는 1kg당 3.2 ~ 4.5달러를 형성하고 있으며 변동성이 크지 않아 안정적인 성장을 지속할 것으로 기대한다.

2018년 매출 928억원, 영업이익 144억원 전망

2018년 매출액 928억원 (YoY, +15.1%), 영업이익 144억원 (YoY, +29.7%)을 전망한다. 2018년 상반기까지 오리의 공급부족으로 오리고기 가격은 9,000원대를 유지할 전망이다. 가격상승과 더불어 시장점유율 확대까지 감안시 정다운의 실적은 더욱 호조세를 보일 것으로 기대한다.

Top Picks

Not Rated

CP(4월2일): 4,060원

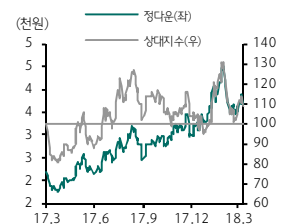
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	867.80
52주 최고/최저(원)	4,900/2,160
시가총액(십억원)	83.4
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	20,529.8
60일 평균 거래량(천주)	815.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.4
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.52
주요주주 지분율(%)	
이지바이오	33.64
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.0) 26.9 79.2
상대	(1.8) (4.6) 27.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	십억원	55.1	58.3	57.8	80.6	92.8
영업이익	십억원	4.5	5.1	3.3	11.1	14.4
세전이익	십억원	2.2	3.4	(0.0)	13.0	14.6
순이익	십억원	1.8	2.8	(1.1)	9.9	11.6
EPS	원	103	161	(55)	482	563
증감율	%	N/A	56.3	적전	흑전	16.8
PER	배	20.30	12.44	N/A	7.54	7.21
PBR	배	2.09	1.75	3.61	1.90	1.64
EV/EBITDA	배	4.26	3.50	20.69	5.46	4.24
ROE	%	10.32	14.39	(4.19)	29.03	25.65
BPS	원	1,003	1,140	1,439	1,914	2,478
DPS	원	68	0	0	0	0



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

RA 김중훈
02-3771-3112
joonghun@hanafn.com

기업개요

수직계열화를 이룬 오리육 생산 가공 업체

매출구성: 신선육 65%, 육가공 24%, 우모 6%

정다운은 오리의 부화, 사육, 도압, 가공, 유통 등 농장에서 소비자에 이르기까지 푸드체인 전 과정을 일괄적으로 관리하는 오리 계열화업체이다. 2017년 기준 주요사업의 매출구성은 신선육 65%, 육가공 24%, 우모 6%, 기타 5%이다. 정다운은 오리의 부화에서 제품화까지의 모든 공정을 효율적으로 운영하여 경쟁력을 확보하고 있다. 또한, 국내 업체 중 우모 수출량 M/S 1위(40%)로 우모 시장 성장에 따른 수혜를 받을 것으로 기대한다.

오리고기의 경우 가정내 소비와 외식소비 비중이 약 37%대 63%로 외식 편중 현상이 심한 소비 형태를 보이고 있다. 정다운은 훈제오리 슬라이스, 간편 오리백숙 등 제품을 출시하며 성장잠재력이 높은 가정내 소비 시장을 공략하고 있다. 특히 훈제육제품은 구입 및 조리가 쉽고 간편하여 오리고기의 소비시장은 매년 꾸준히 성장하는 추세다. 간편한 훈제육제품의 증가에 따라 가정내 소비 및 오리고기 시장규모 또한 증가할 전망이다.

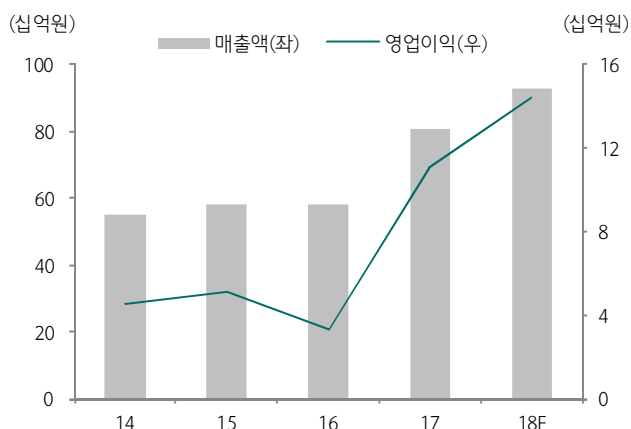
표 1. 정다운 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F
매출액	18.1	22.8	22.6	17.0	20.9	27.7	25.4	18.8	57.8	80.6	92.8
우모	1.2	1.3	1.6	1.2	1.2	1.3	1.8	1.4	5.2	5.2	5.7
신선육	11.8	15.9	13.9	10.4	13.5	19.1	16.0	11.3	31.0	52.0	59.9
육가공	3.3	4.8	6.3	4.7	4.6	6.1	6.9	5.2	16.9	19.0	22.7
기타	1.9	0.9	0.9	0.7	1.5	1.2	0.8	1.0	4.6	4.3	4.5
영업이익	2.5	4.1	3.4	1.1	3.0	5.4	4.3	1.7	3.3	11.1	14.4
영업이익률	13.9%	17.7%	15.0%	6.5%	14.2%	19.6%	17.1%	8.9%	5.6%	13.7%	15.5%
지배주주순이익	2.7	4.5	3.0	-0.3	2.47	4.35	3.48	1.34	-1.0	9.9	11.6
순이익률	14.7%	19.9%	13.0%	-1.6%	11.8%	15.7%	13.7%	7.1%	-1.7%	12.3%	12.5%

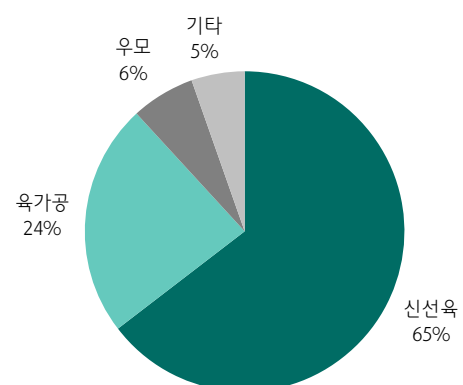
자료: 정다운, 하나금융투자

그림 1. 정다운 매출 및 영업이익 추이



자료: 정다운, 하나금융투자

그림 2. 정다운 사업별 매출비중



자료: 정다운, 하나금융투자

투자포인트

1. P와 시장점유율의 동반상승으로 실적 성장 기대

2017년 AI 발생으로 시장점유율 확대

2017년 상반기 AI 발생으로 국내 주요 업체의 오리 사육 마릿수 및 도압실적이 크게 하락했다. 국내 오리도축 마릿수는 2016년 7,145만마리에서 2017년 4,610만마리로 약 35% 감소했다. 이에 반해 정다운 농장이 위치한 나주 지역은 AI에 의한 피해가 상대적으로 작아 오리고기 생산이 감소한 경쟁사의 고객사를 확보하면서 시장점유율을 크게 확대했다.

오리 공급부족으로 오리가격 YoY +23%

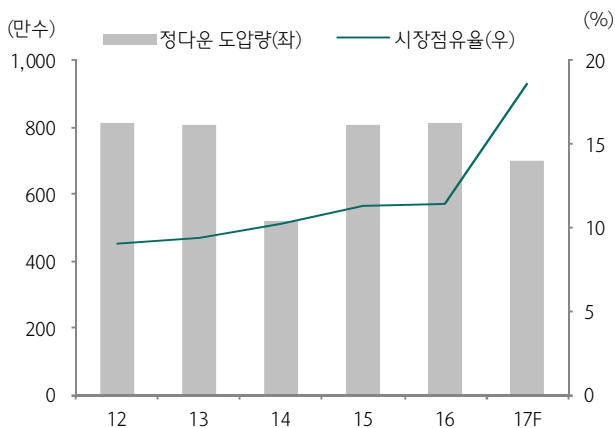
현재 오리고기 생산량은 사육 휴지기제 및 AI로 인한 입식 제한으로 여전히 감소하고 있는 추세이며 오리의 공급부족은 2018년 상반기까지 이어질 전망이다. 이로 인해 오리가격은 4월 9,600원/3kg(YoY +23.1%), 5월 9,800원/3kg (YoY +23.3%)으로 상승할 전망이다. 가격상승과 더불어 시장점유율 확대까지 감안시 정다운의 실적은 더욱 호조세를 보일 것으로 기대한다.

2. 오리 우모의 견조한 수요로 안정적인 실적 지속할 전망

우모사업부 시장의 높은 수요로 안정적 성장 지속할 전망

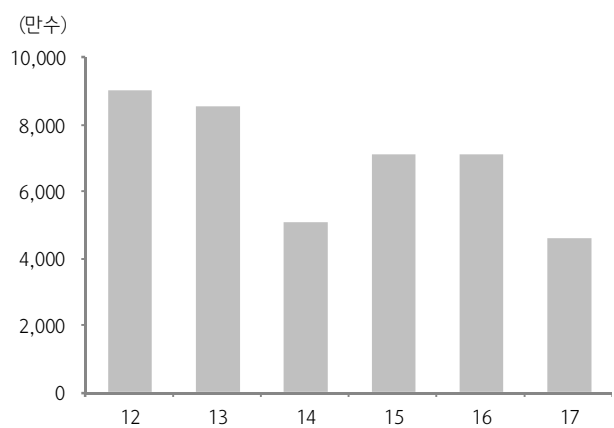
우모(덕다운)는 중량대비 가장 따뜻한 보온재로 천연 및 인조솜에 비해 수습배 가볍고, 탄성 및 탄성 회복율이 높으며, 발수성이 우수해 세탁이 용이한 장점으로 시장의 수요가 꾸준한 제품이다. 특히 최근 초경량 제품을 선호하면서 다운함량 90%의 제품이 대세를 이루고 있다. 현재 국제 우모시세는 1kg당 3.2 ~ 4.5달러를 형성하고 있으며 변동성이 크지 않아 안정적인 Cash-Cow 역할을 지속할 것으로 기대한다.

그림 3. 정다운 도압실적 및 시장점유율 추이



자료: 정다운, 하나금융투자

그림 4. 연도별 전국 도압실적



자료: 한국오리협회, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	55.1	58.3	57.8	80.6	92.8
매출원가	44.5	46.4	46.2	61.0	69.2
매출총이익	10.6	11.9	11.6	19.6	23.6
판매비	6.0	6.7	8.3	8.4	9.2
영업이익	4.5	5.1	3.3	11.1	14.4
금융손익	(1.2)	(0.6)	(0.6)	(0.2)	0.3
종속/관계기업손익	0.2	(0.0)	(2.0)	0.9	0.0
기타영업외손익	(1.3)	(1.1)	(0.7)	1.3	0.0
세전이익	2.2	3.4	(0.0)	13.0	14.6
법인세	0.5	0.6	1.0	3.1	3.1
계속사업이익	1.8	2.8	(1.0)	9.9	11.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.8	2.8	(1.0)	9.9	11.6
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	0.1	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	1.8	2.8	(1.1)	9.9	11.6
지배주주지분포괄이익	1.4	2.7	(1.1)	9.9	11.6
NOPAT	3.6	4.2	365.4	8.4	11.3
EBITDA	6.6	7.2	5.6	13.1	16.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	5.8	(0.9)	39.4	15.1
NOPAT증가율	N/A	16.7	8,600.0	(97.7)	34.5
EBITDA증가율	N/A	9.1	(22.2)	133.9	23.7
영업이익증가율	N/A	13.3	(35.3)	236.4	29.7
(지배주주)순이익증가율	N/A	55.6	적전	흑전	17.2
EPS증가율	N/A	56.3	적전	흑전	16.8
수익성(%)					
매출총이익률	19.2	20.4	20.1	24.3	25.4
EBITDA이익률	12.0	12.3	9.7	16.3	17.5
영업이익률	8.2	8.7	5.7	13.8	15.5
계속사업이익률	3.3	4.8	(1.7)	12.3	12.5

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
유동자산	18.2	20.6	30.9	37.4	49.2
금융자산	8.0	8.4	10.7	23.5	33.1
현금성자산	5.6	6.6	1.9	3.4	10.0
매출채권 등	3.8	5.8	7.6	5.3	6.0
재고자산	2.1	3.0	5.7	1.8	2.1
기타유동자산	4.3	3.4	6.9	6.8	8.0
비유동자산	38.6	34.1	29.8	29.9	29.0
투자자산	3.7	3.7	1.7	1.4	1.6
금융자산	0.9	1.0	1.1	1.4	1.6
유형자산	28.2	26.5	24.0	26.8	25.3
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	6.7	3.9	4.1	1.7	2.1
자산총계	56.8	54.7	60.7	67.4	78.2
유동부채	19.9	19.7	22.7	20.0	19.1
금융부채	13.1	15.6	18.0	13.3	11.5
매입채무 등	5.7	4.0	4.6	5.4	6.3
기타유동부채	1.1	0.1	0.1	1.3	1.3
비유동부채	19.7	13.5	9.0	7.9	8.0
금융부채	17.2	12.3	7.5	6.9	6.9
기타비유동부채	2.5	1.2	1.5	1.0	1.1
부채총계	39.5	33.2	31.8	27.9	27.2
지배주주지분	17.2	21.4	28.8	39.3	50.8
자본금	2.0	2.2	2.0	2.1	2.1
자본잉여금	1.6	3.3	11.5	12.5	12.5
자본조정	0.0	(0.0)	0.5	0.1	0.1
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
이익잉여금	13.6	15.9	14.8	24.6	36.2
비지배주주지분	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
자본총계	17.3	21.5	29.0	39.5	51.0
순금융부채	22.3	19.6	14.8	(3.4)	(14.8)

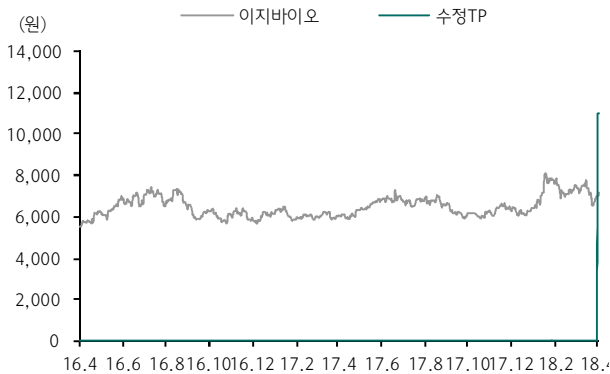
투자지표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
주당지표(원)					
EPS	103	161	(55)	482	563
BPS	1,003	1,140	1,439	1,914	2,478
CFPS	346	453	342	691	791
EBITDAPS	384	414	292	639	791
SPS	3,213	3,372	3,029	3,928	4,518
DPS	68	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	20.3	12.4	N/A	7.5	7.2
PBR	2.1	1.8	3.6	1.9	1.6
PCFR	6.1	4.4	15.2	5.3	5.1
EV/EBITDA	4.3	3.5	20.7	5.5	4.2
PSR	0.7	0.6	1.7	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	10.3	14.4	(4.2)	29.0	25.6
ROA	3.1	5.0	(1.8)	15.4	15.9
ROIC	10.5	11.9	948.4	21.8	31.4
부채비율	229.0	154.2	109.7	70.7	53.2
순부채비율	129.0	91.0	51.0	(8.5)	(28.9)
이자보상배율(배)	2.3	4.1	3.6	15.5	23.8

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
영업활동 현금흐름	6.7	(0.1)	(1.8)	19.7	12.3
당기순이익	1.8	2.8	(1.0)	9.9	11.6
조정	2.2	2.8	6.1	2.6	1.8
감가상각비	2.0	2.0	2.3	2.0	1.9
외환거래손익	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	0.0	2.0	(0.9)	0.0
기타	0.6	0.8	1.8	1.5	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	2.7	(5.7)	(6.9)	7.2	(1.1)
투자활동 현금흐름	1.6	3.3	(1.9)	(13.0)	(3.3)
투자자산감소(증가)	(3.5)	0.1	4.0	1.2	(0.2)
유형자산감소(증가)	(0.5)	(0.4)	0.4	(4.8)	0.0
기타	5.6	3.6	(6.3)	(9.4)	(3.1)
재무활동 현금흐름	(8.2)	(2.2)	(1.1)	(5.2)	(1.7)
금융부채증가(감소)	30.3	(2.3)	(2.5)	(5.3)	(1.7)
자본증가(감소)	3.6	1.9	8.0	1.1	0.0
기타재무활동	(41.8)	(1.5)	(6.6)	(1.0)	0.0
배당지급	(0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.0)	0.0
현금의 증감	0.1	1.0	(4.8)	1.5	6.6
Unlevered CFO	5.9	7.8	6.5	14.2	16.2
Free Cash Flow	6.1	(0.5)	(2.5)	14.8	12.3

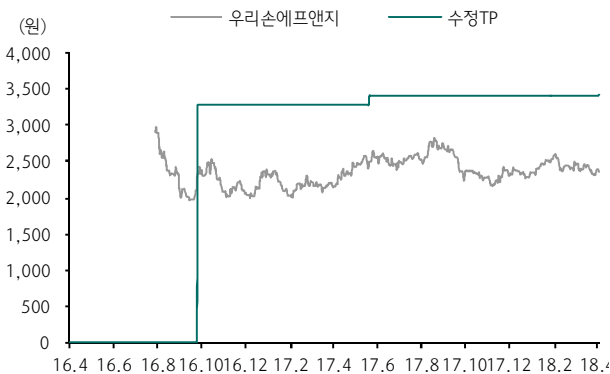
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이지바이오



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.3	BUY	11,000		

우리손에프앤지



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.3	BUY	3,240		
17.5.21	BUY	3,410	-27.98%	-17.01%
16.9.26	BUY	3,280	-31.94%	-21.34%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	8.4%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2018년 3월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주/이정기/김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 4월 3일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주/이정기/김두현)는 2018년 4월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.