

이-글 벳(044960, 코스닥) - 동물약품과 반려동물 사업의 성장

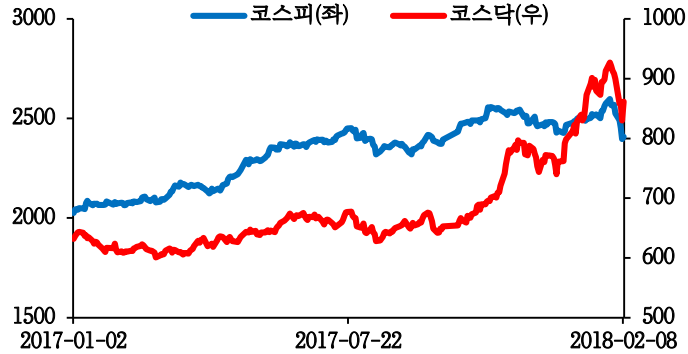
실적, 기술, 재료, 차트로 느끼는 폭풍전야

시가총액	주가전망	현재주가	목표주가	상승여력
623억	Positive	5,240원	7,500원	43.13%

이미 많이 오른 IT 바이오, 차세대 유망 업종은?

미국을 중심으로 시장이 조정을 받고 있는 시기다. 하지만 올 상반기까지는 4차산업과 관련한 IT, 고령화 사회와 관련한 제약, 바이오주의 강세가 지속될 전망이다. 그럼에도 불구하고 가파른 상승을 경험한 섹터를 매수하기에는 부담스러운 것이 사실이다. 하여 아직 시장의 눈길을 받지 못했으나 앞으로 주목 받을 가능성이 큰 업종에 선제적으로 투자할 필요성이 있다.

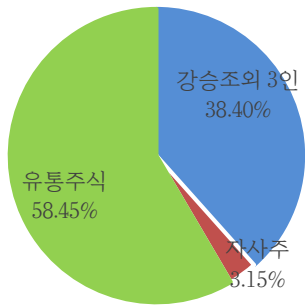
코스피 및 코스닥 지수 추이



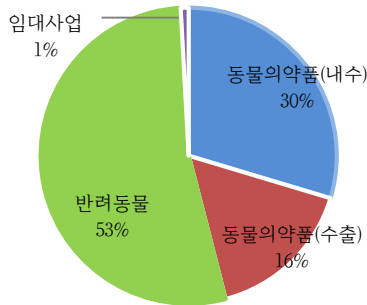
투자포인트

- 고령화 사회와 1인 가구의 증가로 반려동물 시장 확대 전망
- 신공장 증설로 인한 해외 매출 확대 기대, 아프리카 시장의 성장과 EU GMP발급으로 유럽 진출 발판 마련
- 반려동물 사업부의 급격한 성장
- 원화강세로 수익성 증가
- 차트로 보는 매수 시점과 동종 업계와의 비교를 통한 목표가 산정

주주현황

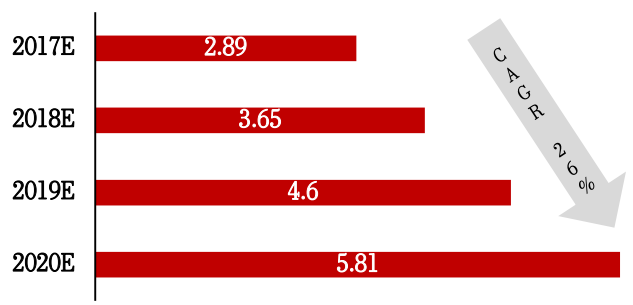


매출구성 (2017E)



반려동물 시장의 규모

(단위 : 조)



자료 : 농협경제연구소

이-글 벳 실적 및 주요 지표

(단위 : 백만원)

구분	2014	2015	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	20,263	25,105	28,846	28.53%	37,075	17.57%	43,589	8,773	10,400	7,838	9,516
동물약품(내수)	9,164	10,129	10,349	6.17%	10,988	6.17%	11,666	2,406	2,630	2,583	3,369
동물약품(수출)	3,131	3,604	3,021	100.65%	6,061	15%	6,970	1,750	2,149	647	1,515
CA사업	7,627	11,066	15,158	30%	19,705	25%	24,632	4,539	4,591	4,527	6,048
임대사업	341	306	318	0.95%	321	-	321	79	80	81	80
영업이익	1,603	2,054	1,127	178.34%	3,137	23%	3,845	915	949	534	799
영업이익률	7.91%	8.18%	3.91%	116.56%	8.46%	4.24%	8.82%	10.43%	9.12%	6.82%	8.40%
순이익	1,028	1,034	2,234	-19.62%	1,796	22.55%	2,201	601	737	331	547

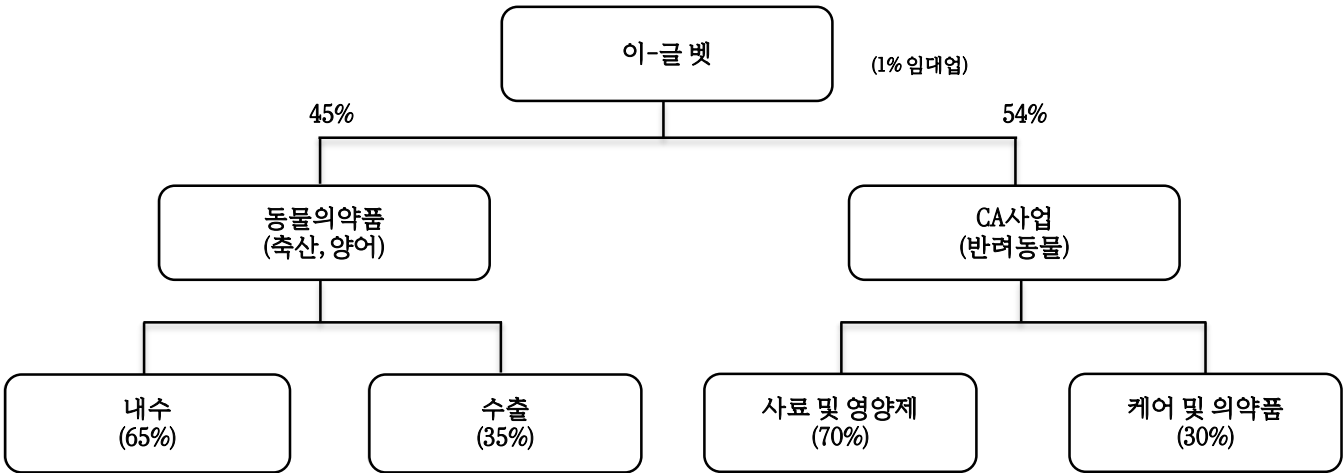
이-글 벳 : 이해

동물의약품과
반려동물 상품을
주력으로 성장하는
이-글 벳

이-글 벳은 동물의약품을 제조, 판매할 목적으로 1970년 설립된 기업이다. 2002년 신성장 동력으로 반려 동물 사업부를 신설하였다. 40년이 넘는 기업의 역사만큼 제품군도 다양하다. 돼지, 소, 닭 이외 양어시장 에까지 진출해 의약품 사업을 확장한 상태다. 현재 국내시장은 500개가 넘는 기업의 진출로 포화상태이 며 이-글 벳은 국내 시장보다 해외 시장 개척에 주력하는 모습이다. 동물에 대한 오랜 연구를 바탕으로 2002년부터 반려동물 사업에 진출했으며, 주력 상품으로는 반려 동물의 사료를 판매하고 있으며 의약품 과 케어 용품도 판매하고 있다. 반려동물 시장의 성장과 함께 2012년 이후 해당 사업부의 매출이 평균 50%이상씩 증가하고 있다.

2017년 매출액을 기준으로 이-글 벳은 동물의약품 사업부와 CA사업부로 나눌 수 있다. 동물의약품 사업 은 주로 축산업에 주력하며 양어 사업으로도 영역을 넓혀가고 있다. 내수와 수출시장이 있으며 현재까지 는 내수 시장의 매출 비율이 높지만 수출시장의 성장속도로 볼 때, 2020년에는 수출 규모가 내수규모를 넘어설 전망이다. CA사업부는 반려동물 사업부로서 사료 및 영양제의 매출이 약 70%이며, 케어 및 의약 품 분야의 매출은 약 30%를 차지한다. CA사업부의 지속적인 성장과 동물의약품의 해외 시장 공략을 통해 이-글 벳의 미래를 긍정적으로 전망한다.

[그림 1] 이-글 벳의 사업 구조



[그림 2] 이-글 벳의 CA사업부 매출 (단위 : 백만원)

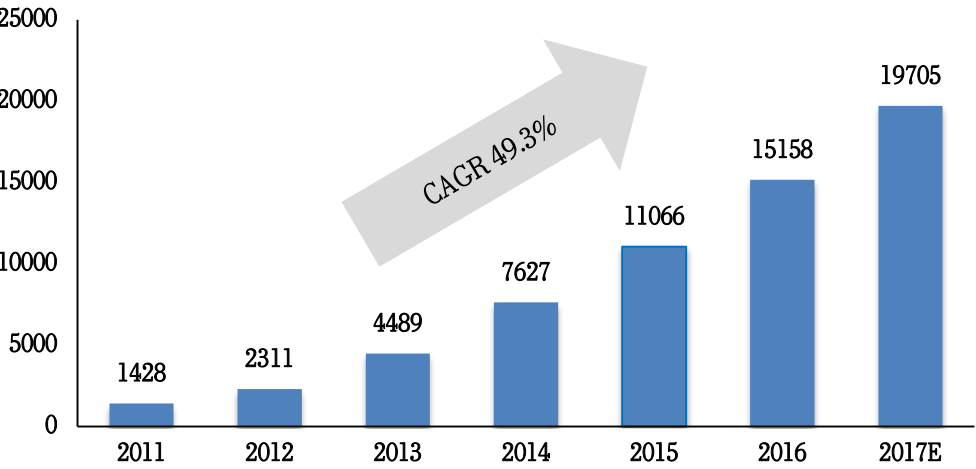


그림1,2의 자료: 이-글 벳, BAS

이-글 벳 : 성장의 당위성

고령화, 1인가구 증가 반려동물에 대한 인식 변화로 반려동물 시장 성장

세계적으로 인구구조는 두 가지 양상을 보이며 변화를 맞이하고 있다. 첫째는 많은 국가들의 인구 구조가 고령화 단계에 진입했다는 것이다. 국내 기준, 2015년 고령인구 비율이 13%가 넘었으며 2020년에는 15%를 넘어설 전망이다. 두번째는 비혼족들의 증가로 1인가구가 증가하고 있는 흐름이다. 국내 기준, 2015년 1인 가구는 27%를 기록하고 있으며 2020년에는 30%를 기록할 전망이다.

고령화와 1인가구 증가의 흐름은 반려동물에 대한 인식 변화로 이어지고 있다. 반려동물을 단순히 동물이 아닌 가족으로 여기는 문화가 형성되고 있으며 덕분에 반려동물에 대한 소비가 증가하고 있다. 반려동물 시장은 2020년까지 매년 평균 26%이상의 성장을 보일 전망이다.

1인당 육류 소비량 증가로 동물의약품 매출 기대

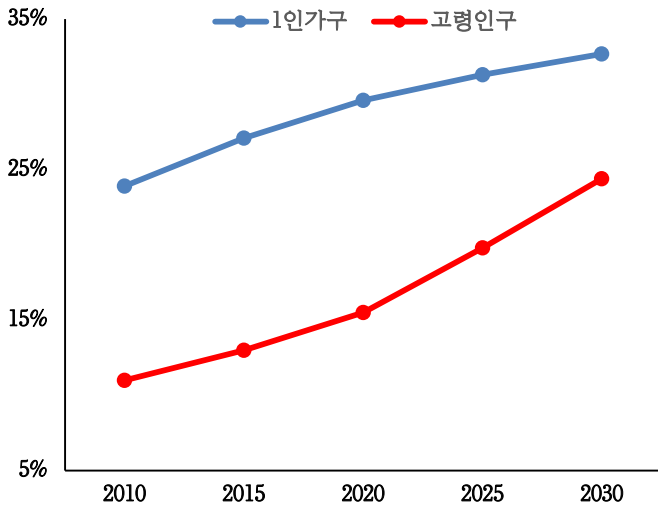
2017년 1인당 육류 소비량은 50.2kg으로 전년 대비 4.15% 증가했다. 2020년에는 약 52kg로 증가할 전망이다. 세계 경기 회복기에 힘입은 개도국과 아프리카의 소득 수준 향상도 동사의 사업 전망에 긍정적이다. 해외 동물의약품 수출을 늘리고 있는 상황에서 세계 경기 회복은 반가운 소식이다.

수산양식업 항생제 개발, 중소기업 적합업종, 정부의 정책적 지원

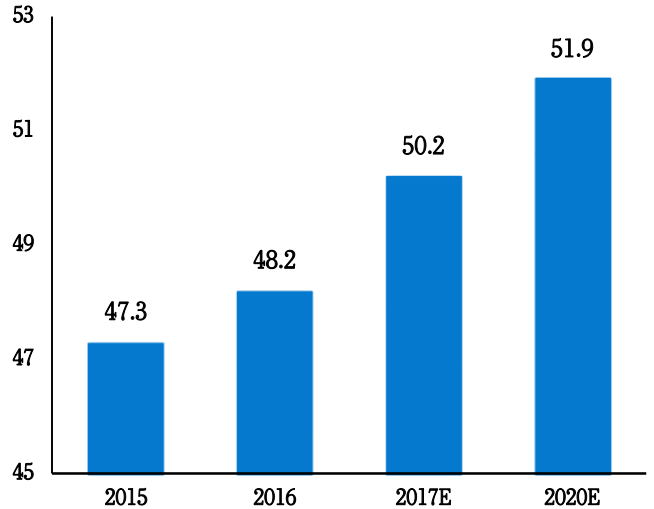
올해 이-글 벳은 수산용 항생제를 대체할 신제품 개발에 성공했다. 2016년 경제동물에 판매된 항생제는 총 964t이고 그 중 수산 생물에 판매된 양은 236t이다. 기존의 항생제는 해수 오염을 유발했고 어종내 균의 내성을 증가시키는 문제점이 있었으나 신제품은 이런 문제들을 보완했으며, 올 상반기 세계 최대 양식지인 동남아 시장에 판매될 계획이다.

동물 의약품은 중소기업 적합업종으로 지정돼 대기업의 진출이 금지돼 있다. 대기업의 진출로 점유율이 줄어들 리스크는 없으며 시장의 파이는 점점 커지고 있다. 뿐만 아니라 정부는 반려동물 산업을 미래 10대 산업으로 지정해 육성하고 있으며 작년 동사는 약 1억원의 보조금을 지급 받았다.

[그림 3] 1인가구와 고령인구 비율 추이



[그림 4] 1인당 육류 소비량 (단위: kg)



이-글 벳 : Performance

국내 동물약품 시장의 성장률, 현황 그리고 동사의 점유율

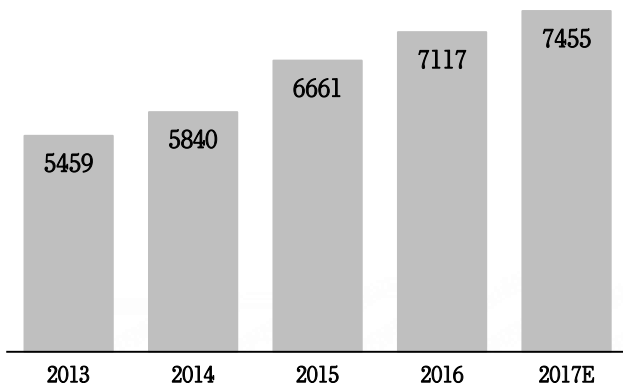
국내 동물약품 시장은 매년 평균 4.7%로 꾸준한 성장을 해오고 있다. 시장의 성장으로 이-글 벳의 매출도 오름세를 보인다. 하지만 현재 국내에는 263개의 제조회사와 299개의 판매회사가 경쟁을 펼치고 있기 때문에 파이가 커져도 동사의 시장 점유율은 1.8~2.0%를 넘지 못하고 있는 상황이다. 중소기업적합업종으로 지정돼 대기업이 진입하지 못하는 시장의 특성상 경쟁이 치열하며 구조조정이 이루어질 시점이다. 동사는 일찍부터 국내 시장의 한계를 느끼고 해외 진출을 목표로 사업을 진행해왔다. 세계 최고 수준의 품질관리 기준인 EU GMP인증을 획득한 만큼 경쟁력이 있기에 국내 사업 구조조정 과정이나 해외 사업 확장에 어려움을 겪지 않을 전망이다.

신공장의 생산능력 그리고 해외 사업 성장이 보여주는 잠재력

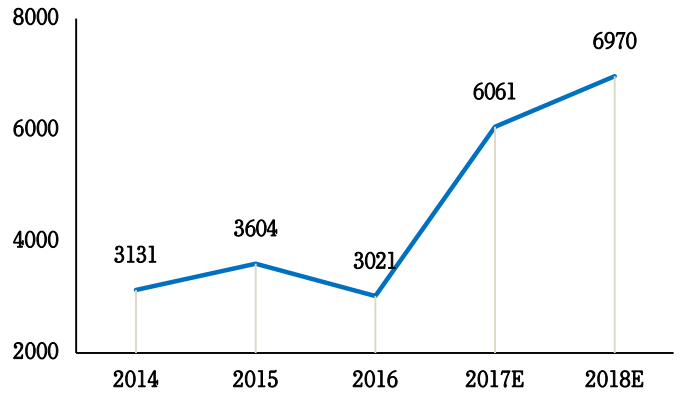
이-글 벳은 2016년을 제외하고 매년 동물약품의 해외 매출이 증가하고 있다. 특히 2017년의 해외 매출은 60.6억원(+105%yoy)에 달할 것으로 보인다. 아프리카와 아시아의 축산업이 지속적으로 성장하고 있어 한동안 동물약품의 해외 매출은 고성장을 기록할 전망이다. 2015년 하반기부터 가동을 시작한 예산 신공장 덕분에 추가적인 주문에 대응이 어려웠던 그간의 문제점을 해결했다.

예산 신공장이 가동된 후, 이-글 벳의 생산능력은 2배 이상 증가했다. 기존 주사제 1일 생산능력은 10,000VIAL이었으나 신공장 가동 후 30,000VIAL로 증가하였다. 또한 산정제 부문에서도 1일 3,000KG의 생산능력이 6,000KG로 증가했으며 그로인해 해외 매출 확대에 기여할 것으로 보인다. 이를 바탕으로 동물약품 업계의 CMO(위탁생산) 부문에서도 독보적인 지위를 가질 수 있는 발판을 마련했다.

[그림 5] 국내 동물약품 시장 규모 (단위 : 억원)



[그림 6] 해외 사업부 매출 (단위 : 백만원)



[그림 7] 신공장 건설 후 생산량 변화 (단위 : VIAL, KG)

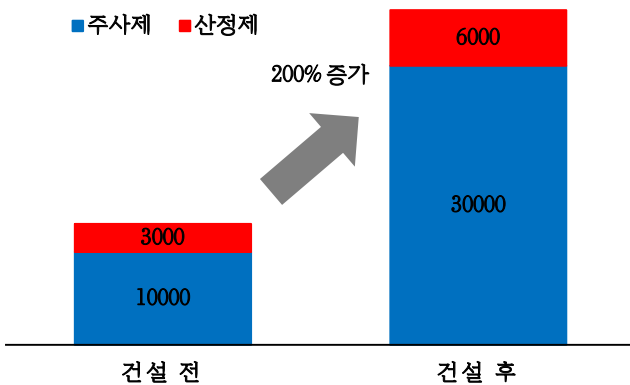


그림5,6,7의 자료 : DART, BAS

이-글 벳 : Performance

해외 지역별
매출과
EU GMP인증으로
유럽 시장
진출 가능성

이-글 벳은 아프리카, 아시아, 오세아니아에 각각 동물의약품 수출하고 있다. 오세아니아에서는 부진한 모습을 보이지만 아프리카에서의 매출은 눈부신 성장을 보여준다. 아프리카에서 17년 3분기까지 이미 전년도 매출을 넘어섰으며, 4분기까지는 55.1억원(+205.4%yoy)의 매출을 기록했을 것으로 예상된다. 아프리카와 아시아에서도 각각 16년, 17년 한번씩의 부진한 실적을 보여줬으나 전반적으로 동사의 해외 매출에 큰 기여를 하고 있으며 17년도 총매출은 370.75억원(+28.5%yoy)으로 사상 최고치를 경신했을 것으로 추정된다.

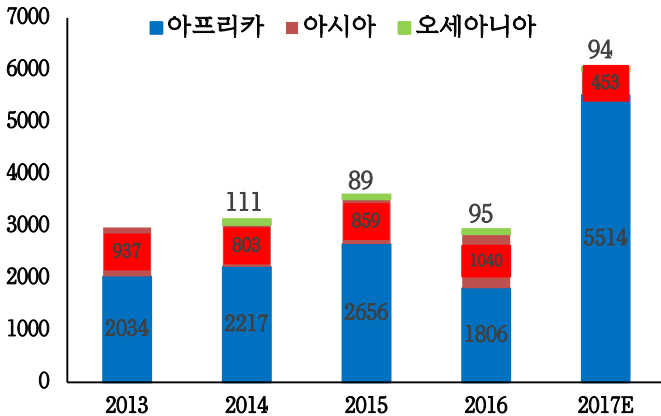
이-글 벳은 작년에 국내 동물의약품 업계에서는 최초로 EU GMP인증을 획득했다. EU GMP인증으로 생산 설비와 품질관리가 세계 최고 수준이라는 것을 확인했으며, 인증을 받지 못해 유럽에 진출하기 어려웠던 국내 동물의약품 업계의 선구자가 될 전망이다. 올 하반기에는 유럽에서도 매출을 올릴 것으로 예상된다.

매출원가에
영향을 미친
신공장과
아프리카 바이어
그리고
판관비가 보내는
긍정적 시그널

CA사업부의 성장으로 매년 흑자를 기록하고 있지만 동물의약품 사업에서는 적자를 면치 못하고 있는 상황이다. 동물의약품 사업의 부진 원인은 매출액에서 차지하는 매출원가가 지나치게 높기 때문이다. 동물의약품의 매출원가율은 2014년 65.3%에서 2017년 78.6%에 이를 것으로 예상된다. 2015년 이후 매출원가가 증가한 것은 신공장 가동에 따른 고정비가 증가했기 때문이다. 고정비 증가와 함께 아프리카와의 대규모 계약이 취소됨에 따라 공장 가동률도 큰 폭으로 하락했다. 또한 동사는 수출판매중 60%가 신용거래이며, 유동성 확보를 위해 할인정책을 취하고 있기 때문에 매출액에서 매출원가의 비중이 높을 수밖에 없다. 그러나 올해 중동시장 회복과 유럽시장 진출로 안정적인 거래처를 점차 늘려간다면, 신용거래와 할인정책으로 인한 리스크를 줄일 수 있을 것이다. 수출 기업이 성장하는 과정에서 겪는 어려움이지만 이-글 벳은 CA사업부로 인해 유동성에 문제 발생하지 않아 장기적으로 유망하다.

판관비가 전체매출액에서 차지하는 비중은 지속적으로 줄어들고 있다. 매출액에서 차지하는 비중이 2015년 28%에서 2017년 19%까지 감소했을 것으로 추정된다. 사료공장, 전문판매점, 동물병원에 지급하는 판매수수료 비중이 줄었고 광고선전비와 견본비의 비중도 지속적으로 줄어들고 있기 때문이다. 내수 시장보다는 해외사업에 집중한 선택이 판매수수료의 감소를 이끌었고, KV GMP와 EU GMP 인증으로 기술력과 품질을 인정받아 광고선전비와 견본비 지출을 줄일 수 있었을 것으로 보인다.

[그림 8] 해외 지역별 매출 (단위 : 백만원)



[그림 9] 사업부별 영업이익 (단위 : 백만원)

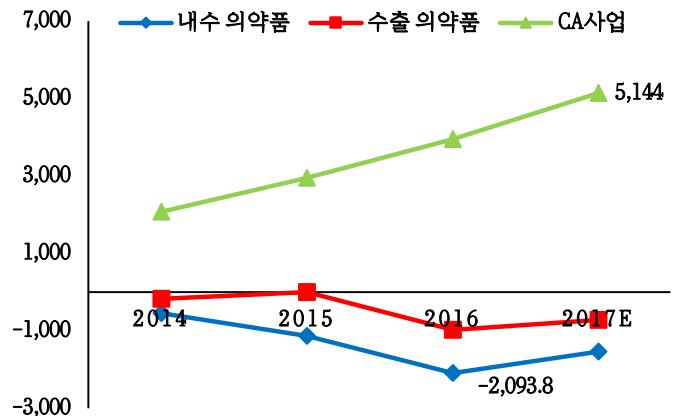


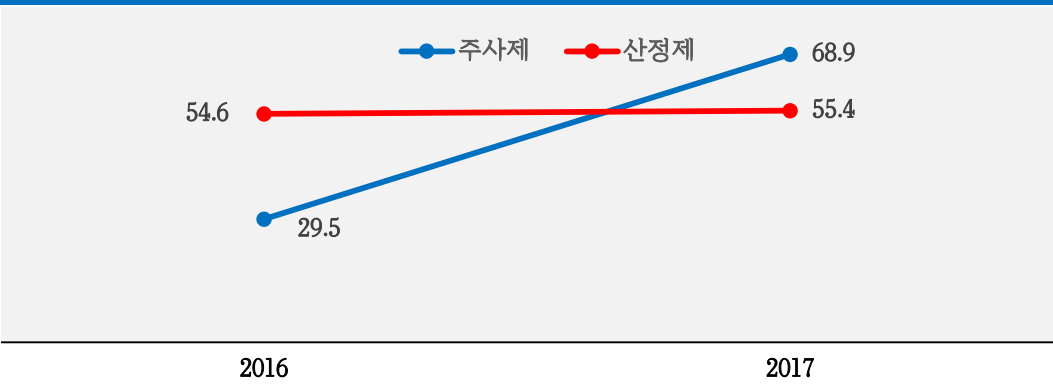
그림8,9의 자료 : DART, BAS

이-글 벳 : Performance

[그림 10] 매출원가, 판관비

구분	2015	2015	2016	2017E
동물의약품의 매출원가율	65.30%	65.25%	78.98%	78.59%
판관비/전체매출액	28.49%	27.71%	25.51%	19.41%
판매수수료/판관비	8.44%	10.85%	8.43%	7.22%
지급수수료/판관비	3.10%	5.57%	6.21%	7.05%
광고선전비/판관비	3.83%	2.75%	2.75%	0.73%
건본비/판관비	3.03%	4.71%	7.04%	5.59%

[그림 11] 2016년도 공장 가동률, 2017년도 공장 가동률 (단위 : %)



CA사업부의 성장과 반려동물 의약품 독점 판매 계약

이-글 벳의 CA사업부(반려동물)는 2012년 이후 매년 평균 약 50%이상의 성장률을 보이고 있다. CA사업부는 반려동물에 대한 약품과 케어상품도 판매하지만 주된 매출은 북미에서 수입하는 프리미엄 사료로 구성된다. 동사의 대표적인 프리미엄 사료인 ‘고’, ‘나우’, ‘게더’는 알레르기나 피부병의 원인이 되는 부산물을 포함하지 않고 포장지마저도 식물성 재료를 사용해 시장 점유율을 늘리고 있다. 반려동물 사료 시장에서 수입사료 비중이 70%에 이른다는 것도 동사에는 긍정적이며, 현재 동사의 국내 수입 사료 시장 점유율은 8.8%이고 올해 10%대에 진입할 것으로 예상된다.

동사는 작년에 글로벌 제약사 ‘일라이 릴리’의 동물의약품 자회사인 엘랑코와 국내 반려동물 의약품 독점 판권 계약을 체결했다. CA사업부의 매출이 사료 제품에 편중되는 것을 방지하고 심장사사충과 외이염 치료제 등 제품 라인업 강화로 인한 시너지 효과를 기대하게 한다.

그림10,11의 자료 : DART, BAS

추가 정보 : 2016년 아프리카 매출 감소, 2017년 아시아 매출 감소, 유통구조, 반려견에 대한 인식 변화

이-글 벳은 매년 증가해오던 아프리카 매출이 2016년 감소했다. 아프리카 Buyer의 수입대금 납입 지연으로 계약이 취소됐고 매출을 충당할 다른 계약을 수주하지 못했다. 뿐만 아니라 2014년도에 예산 신공장을 완공했으나, KV GMP가 발급되지 않아 공장 가동이 지연되었고 2015년 8월에야 가동이 가능했다. 하지만 공장 가동이 언제 정상화될지 회사측은 알지 못했고 추가적인 발주가 어려웠으며 생산 물량이 확보되지 못한 상황에서 공장 가동률은 떨어질 수밖에 없었다. 이미 가동되는 공장의 고정비와 인건비로 매출원가는 상승했고 2016년과 2017년의 이익률 감소로 이어졌다.

2017년도에는 아시아 매출이 감소했다. 사우디의 내부 사정으로 계약이 취소됐다. 이-글 벳이 거래 취소에 따른 리스크를 상대방한테 전가하지 않는 것은 아직 시장 점유율을 많이 확보하지 못했기 때문이다. 수출 중심의 사업구조를 갖추기 위해 기업의 이미지를 제고시키고 기술력을 높이는 과정이다. 그 결과 2016년 최고수준의 품질 관리를 의미하는 EU GMP를 얻었다. 아프리카와 아시아에서 계약 취소 사태가 발생했지만 기술력과 품질을 통해 세계 시장에서 점차 점유율을 높여 나간다는 복안이다.

이-글 벳은 국내 동물의약품을 사료공장과 판매처를 통해 각각 유통한다. 판매처는 동물병원과 전문 판매점으로 나뉘는데 사료공장으로 유통할 경우에는 취할 수 있는 수익이 적어 동물병원과 전문판매점을 중심으로 유통되고 있다. 작년, 엘랑코와 국내 반려동물 의약품 독점 판권 계약을 체결한 것은 유통구조를 통한 새로운 수익처 발굴과 제품 라인업을 다양화한다는 측면에서 긍정적이다.

1인 가구 증가와 고령화 사회로 점차 반려동물에 대한 인식이 변화하고 있다. 반려동물은 이제 단순히 같이 사는 동물이 아닌 가족으로서의 지위를 얻고 있다. 반려동물 산업은 국내 10대 산업으로 지정될 정도로 유망한 분야이다. 코스닥 부양에 힘입어 이-글 벳이 시장에서 주목받을 날도 머지 않았다.

원화 강세

세계 금융시장의
흐름,
보호무역주의,
트럼프

경기 회복과 함께 시중에 풀렸던 유동성들이 점차 회수되는 과정에 있다. 장기간 지속됐던 저물가와 저성장률이 회복되기 시작했고 채권시장으로 쏠렸던 자금이 위험자산으로 점차 옮겨가고 있다. 선진국보다는 신흥국으로 채권보다는 주식으로의 움직임이 활발해짐에 따라 안전자산인 달러와 엔에 비해 다른 통화의 가치가 부각되고 있다. 한국의 원화도 박스피를 탈출한 코스피만큼이나 강세를 보이고 있다.

트럼프가 미국의 대통령으로 당선됨에 따라 보호무역주의가 확산되고 있다. 무역협정을 조정하기 시작했으며 대미 흑자를 기록하고 있는 국가들을 대상으로 환율조작 의혹을 제기하고 있다. 특히, 한국은 수출 증가, 외국인 자금 유입 등으로 원화가 강세를 보이는 상황에서 환율조작국 지정을 의식해 외환시장에 개입하지 못하는 실정이다.

지속될 원화강세,
달러 결제
그리고
이-글 벳의
수입과
수출

유가, 환율, 금 등 금융시장에서 한번 흐름을 탄 자산들은 험사리 기세가 꺾이지 않는 경향이 있다. 원달러 환율이 바닥이라고 생각하는 의견도 있으나 아직도 갈길이 많이 남아있을지 모르는 일이다. 미국은 대통령제가 중임제이고 성과와 관련 없이 대부분의 경우 대통령을 2번 연속으로 하는 구조다. 트럼프가 당선된 지 2년도 되지 않았다. 원화강세는 한동안 계속 이어질 것이다.

이-글벳은 의약품의 원재료중 65%를 수입하고 있다. CA사업부 매출의 대부분을 담당하는 프리미엄 사료도 미국과 캐나다에서 수입해오는 구조다. 이-글 벳은 수입대금 결제중 98%를 달러로 하기 때문에 원화가 강세를 보이고 있고 한동안 지속된다면 이-글 벳의 수익성에도 좋다. 반면, 수출에는 부정적이라고 보기 어렵다. 많은 통화가 달러에 비해 강세를 보이고 있는 상황에서 원화 강세가 수출함에 있어서 부담스러운 수준은 아니다. 원화강세로 인해 수입하는 원재료 가격도 낮아지고 있다. TYLOSIN TARTRATE와 PROPYLENE GLYCOL은 수입 원료중 비중이 가장 크며 작년 기준으로 전년 대비 각각 5%, 1% 저렴한 가격에 수입했다. 다른 원료들도 물가상승률을 감안하면 가격이 올랐다고 판단하기 어렵다.

[그림 12] 원재료의 가격 변화

(단위 : 원)

원재료명	단위	2016	2017E	변화율
TYLOSIN TARTRATE	Kg	55,989	53,175	-5.0%
PROPYLENE GLYCOL	Kg	2,728	2,700	-1.0%
DIMINAZINE	Kg	33,365	33,976	1.8%
OXYTETRACYCLINE HCL	Kg	15,456	15,504	0.3%
DIHYDROSTREPTOMYCIN SULFATE	Kg	45,318	45,498	0.4%

[그림 13] 원달러 환율

(단위 : 원)

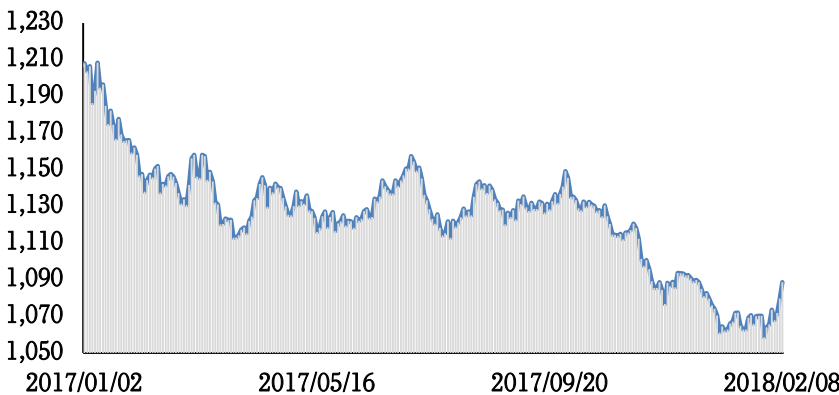


그림12의 자료 : 이-글 벳, BAS / 그림13의 자료 : 신한금융투자 HTS, BAS

이-글 벳 : Valuation

**SOTP 방식을
이용한
기업가치평가**

이-글 벳은 동물약품, CA사업, 임대업을 통해 매출을 올린다. 하지만 각 사업부가 지향하는 시장과 방향이 다르며 보여주는 성장률도 다르기 때문에 사업부별로 가치를 평가해 합산하는 방식을 적용했다. 각 사업부별로 최적의 Peer Group을 선정해 기업가치를 평가했으며 동사의 목표주가를 7,500원으로 최종 결정하였다.

목표주가를 달성하기 전, 1차 저항선으로 6500원을 선정한다. 7500원은 적정 목표주가인 7387원보다 높으나 7500원전에는 뚜렷한 저항선이 없으므로 월봉상 강력한 저항선이 있는 7500원선에서 매도하길 목표로 한다. 기회비용을 고려한 최적의 목표가로 7500원을 선정한다.

[그림 14] SOTP 방식을 이용한 2018년 이-글 벳의 실적 추정

구분(백만)	내용	
A) 동물약품	69,290	
1. 매출액(Selling)	18,636	→ 2018년도 예상 매출액
2. 적용 Multiple	3.72	→ 우진비앤지(2.43)+중앙백신(4.28)+제일바이오(1.87) → 30% 할증
B) 반려동물 사업부	18,252	
1. 매출액(selling)	24,632	→ 2018년도 예상 매출액
2. 적용 Multiple	0.74	→ 우성사료(0.35)+케이씨피드(0.75)+대주산업(0.915)+고려산업(0.685)+한일사료(0.265)+팜스코(0.435) → 30% 할증
C) 임대업 사업부	2,905	
1. 매출액(selling)	321	→ 2018년도 예상 매출액
2. 적용 Multiple	9.06	→ 코스닥 평균 PSR
D) 기업가치	90,447	$D = A + B + C$
E) 순차입금	12,083	→ 2018년도 예상 순차입금
F) 총주주가치	78,364	$F = D - E$
G) 보통주주식수	11,668,434	
H) 적정주가(원)	6,716	$H = F / G$
I) 시장 흐름 반영 할증	7,387	$I = H * 1.1$ (적정주가에서 10% 할증)
* 1차 목표주가(원)	6,500	
* 2차 목표주가(원)	7,500	

이-글 벳 : Valuation과정

2017년,
2018년
매출액
추정

이-글 벳의 2017년 매출은 2016년까지의 매출과는 다른 관점에서 평가해야 한다. 2016년에는 아프리카 Buyer의 계약 취소에 따른 매출 감소가 있었고, 예산 실패도 기대한 만큼 가동하지 못했다. 하지만 2017년부터 다시 해외 매출이 급격하게 늘었고, 주사기 부문에서는 공장 가동률이 전년 대비 100%이상 증가하였다. 2017년도 3분기까지의 해외 사업 매출은 이미 직전연도 해외 사업 매출을 넘어섰고, 전체매출에서도 전년도를 뛰어넘는 성과를 거두었다. 실패한 가동률과 3분기까지의 실적을 바탕으로 의약품 사업분야의 실적을 추정했으며 CA사업 분야는 가파른 성장세를 감안하여 2017년도 3분기까지의 매출과 최근 3년 사이의 매출을 가중평균해서 구했다. 임대업은 이-글 벳의 Target Market이 아니며 성동구에 위치한 이-글타운의 일부분을 임대해 주고 있을 뿐이다. 종합해서 2017년 총매출은 370.75억원(+28.53%yoy), 영업이익은 31.37억원(+178.34%yoy)을 기록할 전망이다.

이-글 벳은 국내 축산필드를 Target으로 사업을 진행하는 기업이 아니다. 축산필드는 국내 동물의약품 시장의 성장률과 최근 3년 매출액을 감안하여 2018년 매출을 추정하였다. CA사업 부문은 매년 30%이상의 성장을 기록하는 부문이기에 최근 성장률과 2017년도 실적 추정치를 바탕으로 매출을 계산했다. 동물의약품의 해외사업부문은 2016년도 아프리카에서의 대형 계약 취소에 따른 손실분을 조정한 후, 구매력이 올라간 아프리카와 아시아의 성장률을 고려하여 매출액을 가중평균했고 그에 따라 실적치를 추정하였다. 2018년 매출은 435.89억원(+17.57%yoy), 영업이익은 38.45억원(+22.55%yoy)을 기록할 것으로 예상된다.

Perer Group
선정 기준

동물의약품 사업의 Peer Group으로는 우진비앤지, 중앙백신, 제일바이올을 선정하였다. 선정 기준은 코스닥 기업이면서 동물의약품 사업을 주력으로 하는 기업이다. 업종 특성상 적절한 Multiple을 찾기 어려웠다. PBR을 지표로 삼기는 어려웠으며 PER은 음수이거나 지나치게 큰 경우가 많았다. 그래서 기업의 수익성보다는 성장성에 초점을 두는 PSR을 활용했다. Peer Group의 2018년 예상 PSR을 평균하여 구한 후, 30%할증 적용했다. 이-글 벳의 동물의약품 사업은 해외로 무대가 옮겨가고 있으며, 업계 최초로 EU GMP인증을 획득하여 차별성을 둘 필요가 있었다. 최고 수준의 품질 인증으로 유럽시장에 진출할 발판이 마련됐으며 실제로도 동물의약품 매출은 2016년을 제외하고는 매년 두 자리수의 성장률을 기록하고 있다.

반려동물 사업은 Peer Group선정에 더욱 어려웠다. 반려동물 사업을 주력으로 하는 기업이 거의 없었을 뿐더러 그중에서도 반려동물 사료를 전문으로 취급하는 기업은 없었다. 하여 반려동물 사료가 아닌 모든 부문의 사료를 포함하기로 했고 Peer Group으로는 우성사료, 케이씨피드, 대주산업, 고려산업, 한일사료, 팜스코로 정했다. 사료 매출이 50%이상인 기업이며, 각 기업의 PSR을 평균화한 후 다시 30%할증했다. 우선 이-글 벳은 성장의 당위성이 충분한 반려동물 사료를 취급하고 있으며, 국내 시장의 70%가 수입사료라는 점에서 동사의 신뢰성과 성장성이 보장돼 있다. Peer Group과는 차별화가 필요했다.

임대업은 이-글 벳 매출의 1%만을 차지하고 있으며, 서울에 있는 이-글 타운의 공간중 사용하지 않는 일부분을 임대해주고 있다. 따라서 코스닥 평균 PSR을 구해 적용했다.

유럽시장과
양어시장,
그리고
올해
시장 흐름을
가정한
10%할증

이-글 벳은 업계 최초로 EU GMP인증을 획득했다. 그 동안 인증 문제로 유럽에 진출하기 어려웠던 동물의약품 업계로서도 호재고 이-글 벳이 글로벌 브랜드들과 경쟁할 수 있는 무대로 진출했다는 점에서 의미가 있다. 올 하반기에는 유럽 거래처도 확보할 전망이기에 더욱 기대되는 이-글 벳의 미래다. 또한 기술력을 앞세워 양어시장으로의 매출도 넓히고 있다. 기존의 항생제는 환경오염 뿐 아니라 어류에도 부작용이 발생할 수 있는 문제가 있었다. 하지만 올해 1월 '네추럴 이문'이라는 신제품을 출시했고 기존 항생제가 가지고 있던 문제점을 보완했으며 국립수산물품질관리원에서 인증해준 제품으로 신뢰성도 높다.

문재인 정부는 코스닥 기업을 포함한 벤처기업들을 부양하려는 의지가 강하다. 코스닥 기업에 기관투자자는 물론 국민연금의 투자도 독려하고 있는 상황이다. 기업과 투자자에게 세제혜택은 물론 각종 지원책들을 아끼지 않는 상황이다. 글로벌 자금이 위험자산으로 흘러들어가는 것도 긍정적인 상황이다. 적정주가에 추가적으로 10%를 할증해도 무리가 없다고 판단했다.

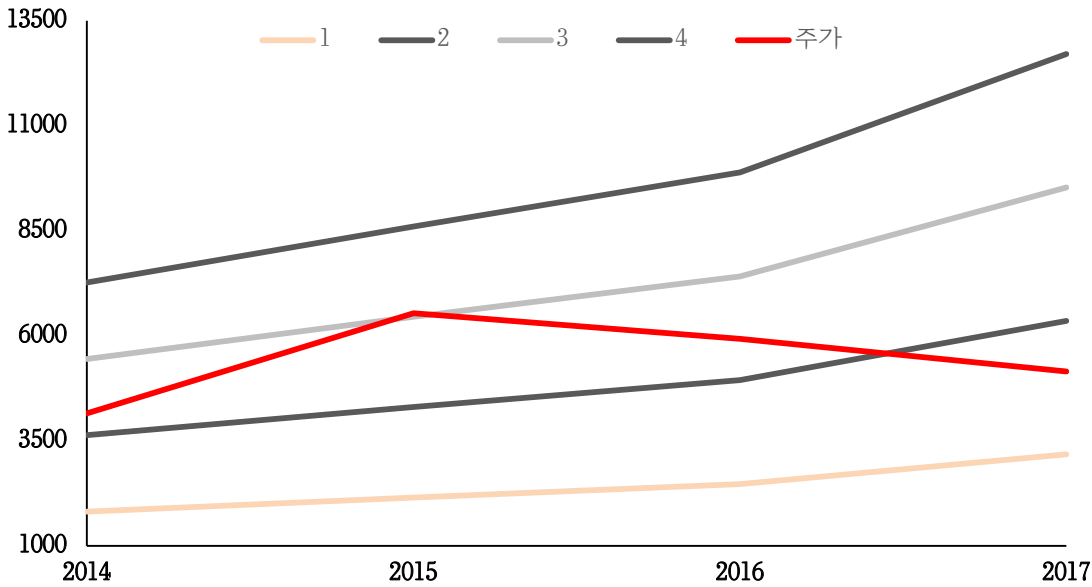
이-글 벳 : 경영자

**경영자의
이력과
신뢰성**

기업에 투자할 때 중요한 지표중 하나는 대표이사의 이력이다. 강승조 대표이사는 중앙대 약대를 졸업했으며 1972년 이후 이-글 벳에서 근무했다. 약 35년을 동사와 함께 했으며 약대 출신이라는 점이 이-글 벳 대표이사로서의 신뢰성을 높여준다. 작년 기준으로 대표이사 자리에 강승조와 강태성이 공동으로 등록됐다. 강태성은 강승조의 아들로 중앙대학교 축산학과를 졸업했으며, 필라델피아에 있는 Drexel 대학교에서 MBA과정을 수료했다. 축산업에 대한 지식과 기업경영에 대한 능력도 갖추고 있어 투자자로서 기업 대표이사를 신뢰할 수 있다. 대표이사가 각각 30년, 20년 넘게 동사와 동거동락을 해온 만큼 책임감을 갖고 기업을 운영할 것이라 판단된다.

[그림 15] 이-글 벳 PSR밴드

(단위 : 원)



추가 정보 : 2016년, 영업이익에 비해 당기순이익이 큰폭으로 증가한 이유

2016년도 영업이익은 전년 대비 약 50% 감소했음에도 당기순이익은 전년 대비 약 100% 증가했다. 그 이유는 기타손익 계정의 잡이익이 약 20억 증가했기 때문이다. 기업내 내부자 정보를 이용해 주식 매매 차익을 거둔 정황이 드러나 해당 손익분을 동사에 반납했다. 그 결과 2016년 당기순이익이 큰 폭으로 증가하게 되었다.

그림15의 자료 : BAS

이-글 벳 : 차트

좋은 기업 선택
But,
기회비용
그리고
매수와 매도
시점은?

유망한 섹터의 실적 좋은 기업은 장기투자하면 우상향하며 수익을 거둘 확률이 크다. 하지만 투자에는 기회비용이라는 것이 있기 때문에 비슷한 조건을 갖춘 기업들 중에서도 더 빠르게 수익을 가져다 줄 수 있는 기업을 골라야 한다. 아무리 좋은 기업일지라도 매수할 타이밍과 매도할 타이밍이 있기 마련이며 목표가도 설정할 수 있어야 한다. 현 시점에서 유망한 섹터, 실적, 차트, 재료 모두 이-글 벳을 매수할만한 근거가 된다.

현재 이-글 벳의
차트
매수와
목표가

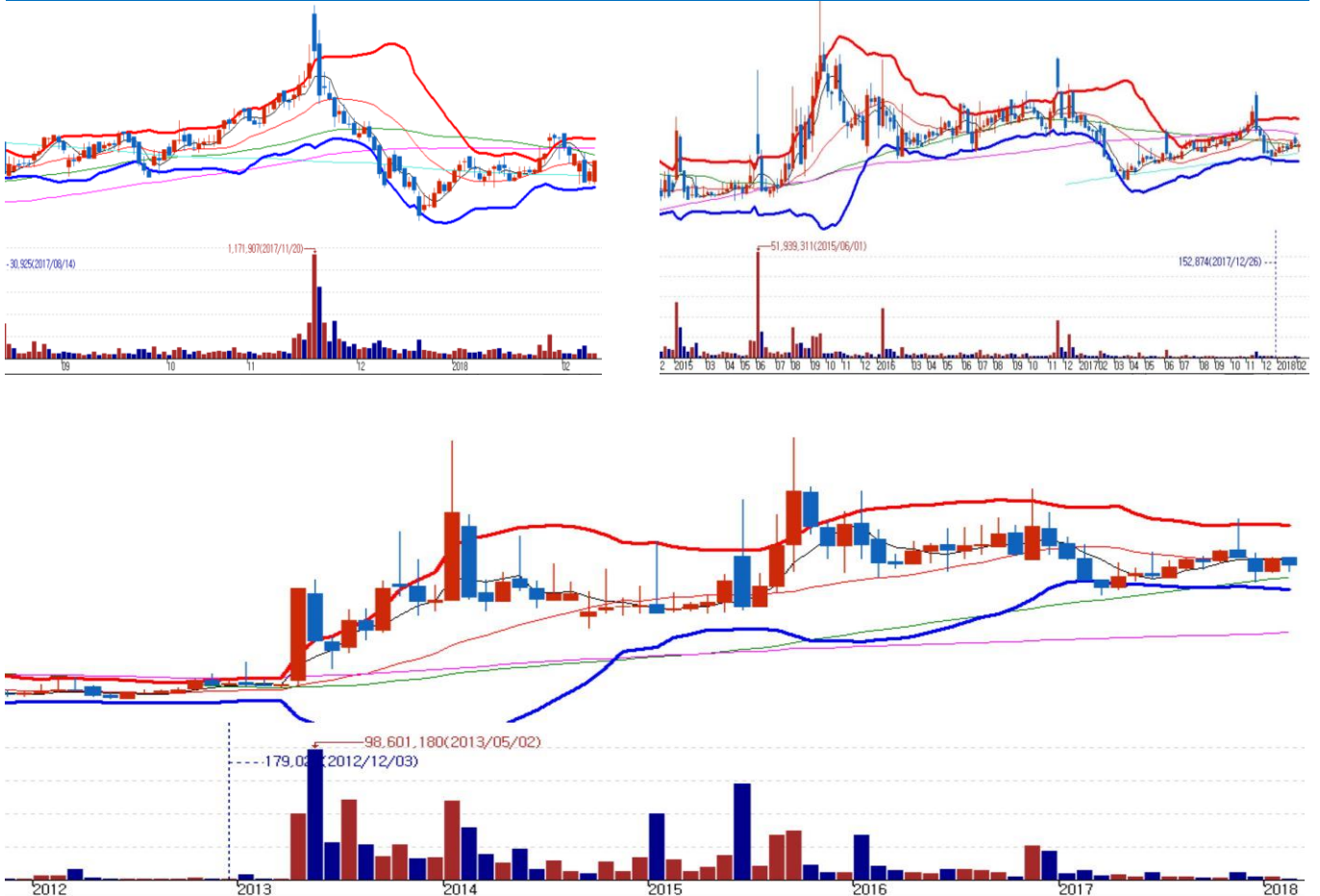
이-글 벳은 일봉상 볼린저 밴드 하단(파란선)을 지지선 삼아 계속 반등하고 있다. 장,단기 이평선들이 모이고 있으며 볼린저 밴드도 수렴하는 구간이다. 100% 반등한다고 할 수는 없지만 좋은 기업이라는 확신이 있고 매수 시점을 고민하고 있다면 지금이 적기라고 볼 수 있다.

주봉을 관찰하더라도 긍정적이다. 계속해서 저점을 높여가고 있으며 240일선(하늘색)과 볼린저 밴드 하단(파란색)을 지지선 삼아 우상향하고 있다. 주봉에서의 지지선과 일봉에서의 지지선이 가격대가 일치하는 모습이기 때문에 더욱 신뢰성이 가며 실제로 기관투자자들도 매수, 매도 시점을 고려할 때는 차트를 참고하므로 지지선을 형성하는 모습을 보일 수밖에 없다.

월봉상 2011년전부터 매집이 있었고 2013년에 거래량이 증가했다. 우상향하는 흐름에서 2017년도 놀리는 현상이 발생했다. 하지만 마찬가지로 60일선(초록색)과 볼린저 밴드 하단(파란색)에서는 여지 없이 지지해주고 있다. 우연이라고 생각할 수도 있지만 많은 투자자들이 지지선에서는 매수를 지속적으로 한다는 방증이다. 거래량이 줄어들며 하락한 모습이 나왔고, 일봉, 주봉, 월봉 모두 지지선 근처에서 반등을 시도하고 있다. 이-글 벳은 섹터, 재료, 차트, 실적 모두 매수하기에 적합하다고 신호를 보내준다.

[그림 16, 17, 18] 이-글 벳의 차트(일봉, 주봉, 월봉)

(자료 : 신한금융투자 HTS)



이-글 벳 : 리스크

**대기업의
반려동물 시장
진출**

반려동물 산업이 미래 10대 산업으로 부각됨에 따라 대기업들도 하나둘씩 진출하기 시작했다. 롯데, 신세계, 풀무원 등 이미 반려동물 관련 점포를 운영하고 있는 기업들도 있다. 신세계는 정용진 부회장이 실제로 반려견을 키우고 있어 더욱 반려동물 사업에 애정이 깊다. 용품 판매, 분양, 병원, 미용실 등 윈스톱 솔루션이 가능한 지점을 가지고 있다. 롯데도 ‘집사’, ‘펫가든’ 등 반려동물 관련 브랜드를 론칭하고 사업에 적극적으로 나서고 있다. 이-글 벳의 CA사업부가 나날이 성장하고 있지만 대기업의 시장 진출로 안심할 수는 없다. 이-글 벳의 기술력과 품질을 앞세워 대기업에 납품하며 안정적인 수익구조를 갖추는 것도 좋은 방법이 될 수 있다.

**아시아와
아프리카
계약취소 사태,
그리고
유럽진출**

이-글 벳은 수출을 확대하기 위해 초기 신용 거래를 통한 현지 영업망을 확보하는 전략을 취한다. 수출 판매중 60%가 외상매출이며, 신속한 유동성을 확보하기 위해 할인 정책을 사용하고 있다. 당사는 신용거래를 통해 거래처를 확보하는 단계에 있는 기업이므로 수출시 리스크가 동반된다. 2016년 아프리카, 2017년 사우디의 계약 취소 사태는 당사가 안고 있는 리스크를 보여주는 사례다. 수출 기업이 거래처를 확보하고 성장하는 과정에서 필연적으로 안고가야 할 리스크라고 볼 수 있다.

동물 의약품 업계 최초로 EU GMP인증을 받았지만 최초인 만큼 업계의 유럽진출 사례가 많지 않아 거래처 확보에 용이할지 가능하기 어렵다. 당사는 올 하반기에 유럽에서 첫 거래를 성사시킬 것으로 보고 있다. 최고 수준의 품질관리 인증을 받은 만큼 높은 가능성을 지닌 도전이라 평가할 수 있다.

**CA사업부의
매출 다각화**

CA사업부에서 프리미엄 수입사료가 차지하는 매출 비중이 높다. 대략 70%이상의 매출이 반려동물 사료와 사료 첨가제 판매를 통해 이루어진다. 작년, 엘랑코와 국내 판권 계약을 맺었기 때문에 반려동물 상품의 라인업 변화가 예상된다. CA사업부의 매출 다각화만 탄력 받는다면 이-글 벳의 미래는 더욱 밝아질 전망이다.

[그림 19] 이-글 벳의 실적 및 주요 지표

(단위 : 백만원)

구분	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	28,846	28.53%	37,075	17.57%	43,589	8,773	10,400	7,838	9,516
동물의약품(내수)	10,349	6.17%	10,988	6.17%	11,666	2,406	2,630	2,583	3,369
동물의약품(수출)	3,021	100.65%	6,061	15%	6,970	1,750	2,149	647	1,515
CA사업(반려동물)	15,158	30%	19,705	25%	24,632	4,539	4,591	4,527	6,048
임대사업	318	0.95%	321	-	321	79	80	81	80
영업이익	1,127	178.34%	3,137	23%	3,845	915	949	534	799
영업이익률	3.91%	116.56%	8.46%	4.24%	8.82%	10.43%	9.12%	6.82%	8.40%
순이익	2,234	-19.62%	1,796	22.55%	2,201	601	737	331	547
PER	31.0	-	33.5	-	-	-	-	-	-
PBR	2.2	-	1.9	-	-	-	-	-	-
EPS	191	-	154	-	-	-	-	-	-

[그림 20] 지역별 해외 매출

(단위 : 백만원)

구분	2013	2014	2015	2016	2017E
아프리카	2,034	2,217	2,656	1,806	5,514
아시아	937	803	859	1,040	453
오세아니아	0	111	89	95	94
전체	2,971	3,131	3,604	2,941	6,061

그림19의 자료 : 이-글 벳, BAS / 그림20의 자료 : 이-글 벳, BAS

Compliance Notice

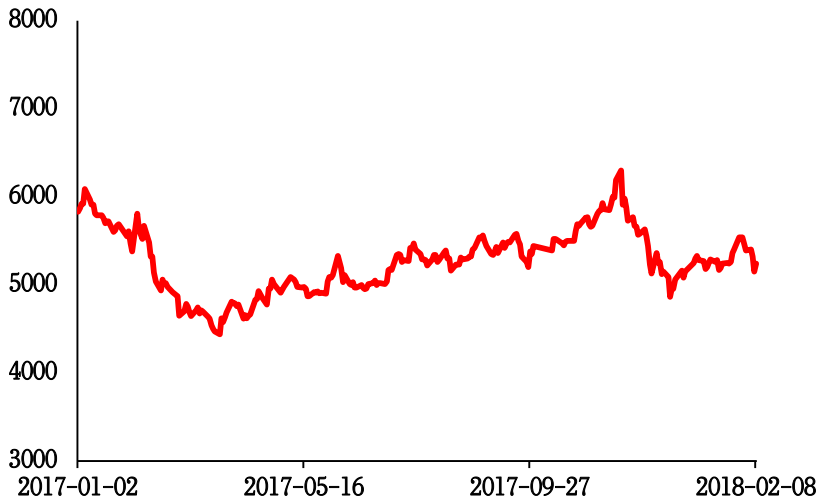
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자: BAS, 장재호)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 등 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 등 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 추가전망 구분

Positive	3개월 내 시장 대비 30% 이상의 추가 상승이 예상될 경우
Neutral	3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 추가 등락이 예상될 경우
Negative	3개월 내 시장 대비 10% 이상의 추가 하락이 예상될 경우

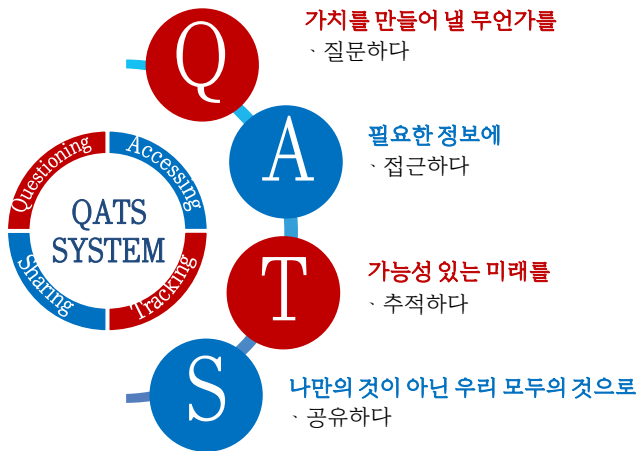
이-글 벳 주가추이

(단위: 원)



적정주가, 목표가, 추가전망

적정주가	목표주가
7,387원	7,500원
추가전망	상승 여력
Positive	43.13%



독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다

당사는 유사투자자문업을 영위함에 있어
금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37
에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9871

FAX : 02-6405-9870