

2015.05.11.

이지바이오 그룹, 근 10년간의 M&A 효과는?

김석우 기업평가본부 선임연구원 | 2014-6227 | seokwookim85@nicerating.com
 現 식품가공, 곡물가공, 외식업 신용평가 담당

Summary

■ 그룹 전반의 실적 개선에 있어 M&A를 통한 수직계열화의 실효성이 인정됨

이지바이오 그룹은 근 10년간 다수의 M&A를 통해 사업 영역 확대 및 수직계열화를 도모하였고, 이에 따라 2014년 말 기준 그룹(이지바이오 연결 기준) 총 자산 및 매출 규모는 2005년 대비 10 배 이상 확대되었다. 본 고에서는 공격적인 사업확대가 그룹 내 주요 사업인 사료, 양돈, 가금 부문 각각의 영업실적에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대한 분석과 함께 M&A의 실효성에 대해 살펴보았다. 그 결과, 사료 부문의 경우 수직계열화 효과를 통해 EBITDA가 확대되면서, 그룹 전반의 수익 창출력 개선에 기여한 것으로 분석된다. 양돈 부문의 경우 수직계열화 시너지에 따른 수혜는 상대적으로 적으나, 꾸준한 M&A를 통해 돈육생산(공급) 기반을 확대시킴으로써, 국내 돼지 고기 수요 증가 추세에 대응하여 그룹 주요 매출 기반으로 자리잡은 점에서 실효성이 인정된다. 다만, 가금 부문은 인수 완료 시점 이후 매출이 감소하고 영업적자가 지속되고 있는 점을 감안할 경우, M&A의 실효성은 아직 사료 및 양돈 부문 대비 낮은 수준인 것으로 판단된다. M&A에 따른 각 부문의 사업적 영향을 종합적으로 고려할 경우, 그룹 전반의 실적 개선에 있어 M&A의 실효성은 유의미한 것으로 판단된다. 이러한 실적 개선을 바탕으로, 다수의 M&A 직후 악화된 재무구조 역시 2012년 이후 점진적으로 개선되고 있는 것으로 판단된다.

■ 수직계열화 시너지는 지속될 것으로 판단되며, 이를 바탕으로 향후 그룹의 현금창출력 및 재무구조 개선이 가능할 것으로 판단됨

향후 해외곡물가격 안정세가 지속될 것으로 예상되는 가운데, 사료 수요 증가와 식육 수요 증가, 수직계열화 시너지 등에 힘입어 그룹 전반의 영업실적은 개선될 것으로 보인다. 다만, 그룹의 수익성이 국제곡물가격, 생계시세, 지육가 등 외생변수에 의존적인 점은 부담 요인이다. 재무위험의 경우 곡물가공업 특성상 운전자금 부담의 높은 변동성이 리스크 요인이나, 전방 수요 확대에 따른 매출 신장과 수직계열화 시너지를 기반으로 EBITDA 증가 추세가 지속될 것으로 판단된다. 이러한 가운데 정상적 수준의 CAPEX, 낮은 추가 M&A 가능성 등을 고려 시 현금창출력 및 재무구

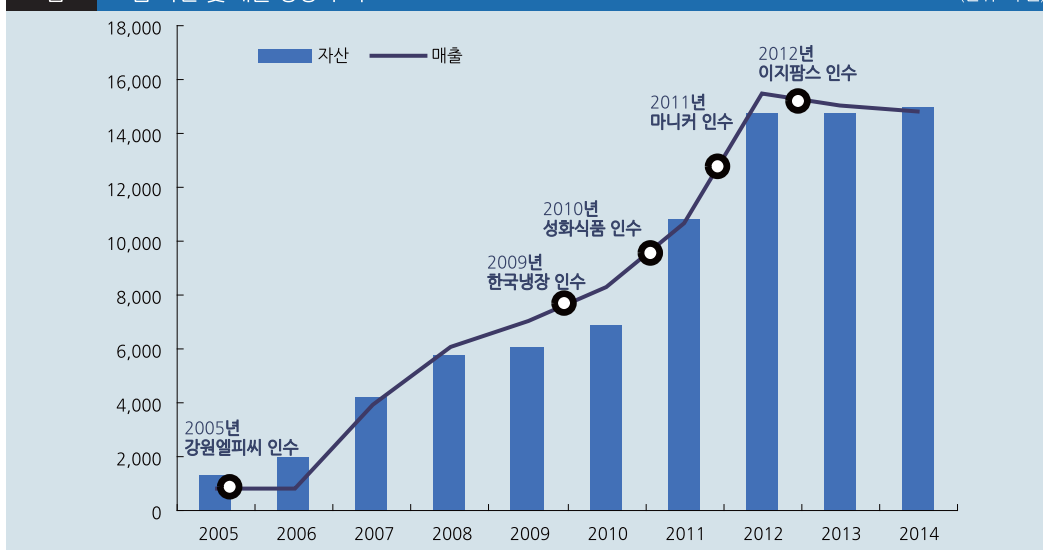
조 개선이 가능할 것으로 판단된다. 근 10년간 이지바이오 그룹의 M&A는 과거 하림 그룹의 M&A와 방향성 및 사업적, 재무적 실효성 측면에서 유사한 것으로 판단되며, 중장기적으로도 M&A의 긍정적인 영향은 지속될 가능성이 있는 것으로 판단된다.

I. 머리말

이지바이오 그룹은 근 10년간 다수의 M&A를 통해 사업 영역 확대 및 수직계열화 구축을 도모하였다. 이에 따라 그룹(이지바이오 연결 기준) 총 자산 규모는 2005년 말 1,318억 원에서 2014년 말 1조 4,944억 원으로, 매출 규모 역시 2005년 781억 원에서 2014년 1조 4,803억 원으로 10 배 이상 확대되었다. 따라서, 지난 10년간의 공격적인 M&A를 통한 외형 확대가 그룹의 사업 및 재무 위험에 미친 영향 및 향후 중장기적인 전망에 대한 논의가 필요하다. 이를 위해 본고에서는, 그룹 내 주요 사업인 배합사료, 양돈, 가금 부문의 사업현황과 수직계열화를 통한 시너지 효과, 재무현황 및 향후 재무구조 개선 여력 등을 종합적으로 고려하여 과거 10년간 M&A의 실효성을 분석해 보았다.

그림 1 그룹 자산 및 매출 성장 추이

(단위: 억 원)



자료: 이지바이오 공시

II. 그룹 개요 및 M&A 히스토리

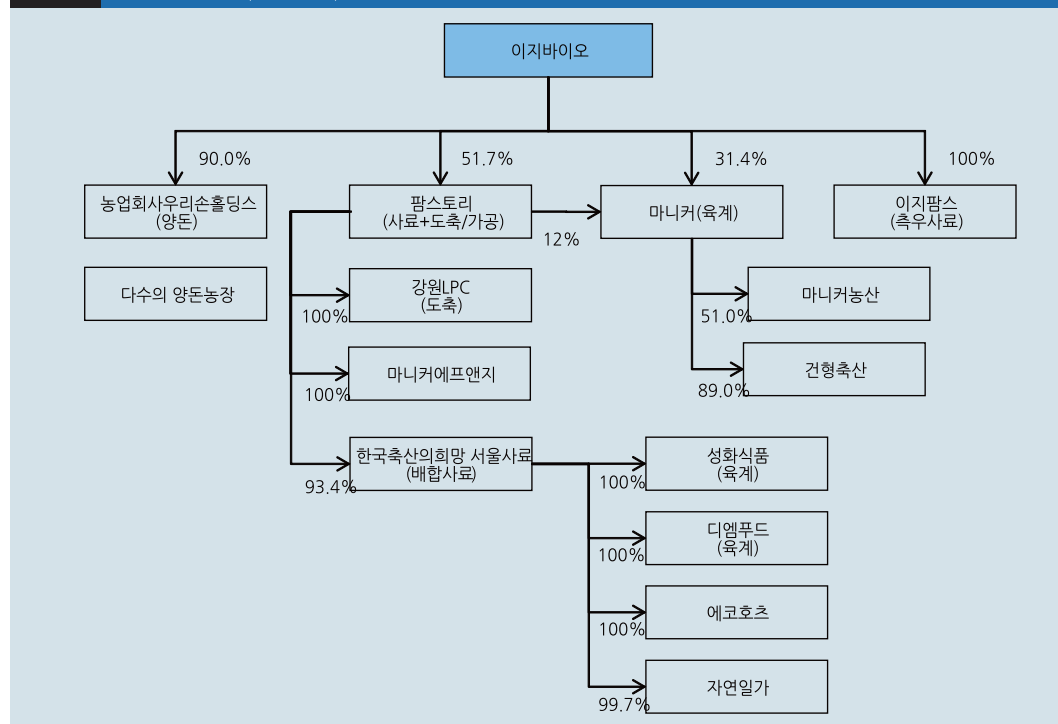
1) 그룹 개요

이지바이오 그룹은 사료 및 동물성약품 사업을 영위하는 이지바이오를 최상위기업으로 하여 38개의 계열사가 배합사료, 양돈, 육계, 육가공 사업 등을 영위하고 있다. 그룹의 주력 기업은 사업지주회사 역할을 맡고 있는 이지바이오를 비롯하여, 배합사료와 양돈업을 영위하는 팜스토리, 육계사업을 영위하는 마니커와 성화식품, 양계 배합사료를 생산하는 한국축산의희망서울사료(이하 '서울사료'), 축우 배합사료기업인 이지팜스, 양돈업을 영위하는 강원엘피씨, 육가공품을 생산하는 마니커에프앤지이다.

2) 지배구조

이지바이오가 사업지주회사로서 팜스토리, 마니커 등 중간지주회사 지분을 보유하고 있으며, 그 아래 팜스토리가 강원LPC와 마니커에프앤지, 서울사료의 지분을, 서울사료가 성화식품, 디엠푸드 등의 지분을, 마니커가 마니커농산과 건형축산 등의 지분을 보유하고 있다. 한편, 그룹의 자산 및 매출외형 대비 계열사 수가 다소 많은 것은 축산업의 특성상 중소형 사육농장과 사육지원 관련 사업 다각화가 요구되기 때문이다.

그림 2 그룹 지분구조(2014.12)



자료: 이지바이오 공시

3) M&A 히스토리

그룹의 모태기업인 이지바이오(설립 당시 사명- 이지시스템)는 지원철 대표이사에 의해 1988년 설립되었다. 동물약품 및 기능성 사료첨가제의 제조를 주된 사업으로 영위하다가, 2003년 도드람비엔에프(현. 팜스토리), 도드람비티인수를 통해 배합사료사업에 진출하여, 2004년 양계사료 전문기업인 서울사료를 인수하면서 사료부문 경쟁력을 강화하였다. 이후 2005년 우리손영농조합(현. 농업회사우리손홀딩스)을 설립하며 양돈업에 진출하였고, 돼지 도축업을 영위하는 강원엘피씨를 인수하면서 경쟁력을 강화하였다.

M&A를 통한 축산 관련 사업확대는 2012년까지 이어졌다. 2009년 한국냉장(팜스토리 식육부문, 인수금액100억 원), 2010년 10월 성화식품(인수금액 224억 원), 2011년 6월 마니커(인수금액 720억 원) 인수를 통하여 육계 계열화 사업으로 사업영역을 확장하였으며, 2012년 2월에는 삼양사 사료부문(이지팜스, 인수금액 180억 원)을 인수하여 축우 사료사업도 개시하였다.

Ⅲ. 그룹 사업위험 분석

[표1] 그룹 부문별 매출 및 수익성 추이

(단위: 억 원, %)

구분		'12	'13	'14
사료	매출액	9,377	9,616	9,226
	매출 비중	48.9	48.6	46.6
	EBIT	438	542	555
	EBIT마진	4.7	5.6	6.0
양돈	매출액	3,106	3,498	3,887
	매출 비중	16.2	17.7	19.6
	EBIT	-4	-35	407
	EBIT마진	-0.1	-1.0	10.5
가금	매출액	6,554	6,340	6,218
	매출 비중	34.2	32.0	31.4
	EBIT	-162	-68	-172
	EBIT마진	-2.5	-1.1	-2.8
기타	매출액	127	332	461
	매출 비중	0.7	1.7	2.3
	EBIT	-107	-68	-16
	EBIT마진	-84.3	-20.5	-3.5
전체	매출액	19,164	19,786	19,792
	EBIT	165	371	773
	EBIT마진	0.9	1.9	3.9
전체 (연결 조정)	매출액	15,446	15,045	14,803
	EBIT	274	393	781
	EBIT마진	1.8	2.6	5.3

자료: 이지바이오 공시

1) 사료사업

사료사업은 그룹 전체 자산 및 매출에 가장 큰 비중을 차지하는 동시에 근 10년간 그룹의 영업이익 증가에 가장 큰 기여를 하였다. 2014년 그룹(이지바이오 연결 기준) 내 사료부문의 매출 비중은 47%이며 영업이익 비중은 72%이다. 그룹 내 주요 사료 업체들은 팜스토리, 서울사료, 이지팜스이다. 팜스토리의 경우 배합사료(사료첨가제 포함) 매출이 전체 매출의 60% 비중을 차지하며, 양돈 및 양계용 배합사료를 생산한다. 그 외 서울사료의 경우 양계 및 양돈용 배합사료, 이지팜스의 경우 축우용 배합사료를 생산한다.

지난 10년간 그룹 사료부문은 우수한 매출 성장률을 기록하였다. 2005년 그룹 연결 대상 업체들의 총 사료 매출은 1,071억 원이나 팜스토리(구. 도드람비엔에프) 및 서울사료가 지분을 미달로 인해 연결 대상에 포함되어 있지 않았으며, 2개사의 사료 매출을 포함시킬 경우 2005년 그룹의 총 사료 매출은 3,882억 원이다. 따라서, 그룹의 총 사료 매출은 2005년 3,882억 원에서 2014년 9,226억 원으로 연평균 10% 성장하였다.

그룹의 사료 매출 성장은 그룹 내 주요 사료회사인 팜스토리 사료부문, 서울사료, 이지팜스가 주도(2014년 기준 3개사 매출이 그룹 배합사료 전체 매출의 약 82%를 차지)하였다. 2003년 그룹에 인수된 팜스토리(구. 도드람비엔에프)의 경우 사료부문 매출은 2005년 1,156억 원에서 2014년 2,425억 원으로 연평균 8.6% 성장하였다. 2004년 그룹에 편입된 서울사료의 매출은 2005년 1,655억 원에서 2014년 3,761억 원으로 연평균 9.6% 성장하였고, 2012년 인수된 이지팜스(구. 삼양사 사료부문)는 2012년 1,301억 원에서 2014년 1,397억 원으로 연평균 3.6% 성장률을 기록하였다.

팜스토리 및 서울사료 포함 그룹 전체 사료부문 영업이익은 2005년 약 122억 원에서 2014년 555억 원으로 증가하였고, 영업수익성의 경우 2005년 3.1%에서 2014년 6.0%로 개선되었다. 그룹 사료부문 수익성에 가장 큰 영향을 주는 요소로 판매가격 등락, 원재료가격 등락, 판매량증감이 있으며, 영업이익률 개선 원인을 분석하기 위해 2005년과 2014년 각각 요소들의 수치 변화를 살펴보았다.

우선 판매가격 등락이 영업수익성에 미치는 영향에 대해 살펴보면, 2005년 평균 사료판매가격(양계사료, 양돈사료 가중평균 가격)은 333.8원/kg에서 2014년 488.5원/kg으로 46.3% 상승하였다. 즉, 원재료가격 및 판매량이 일정하다는 가정 아래, 사료 판매가격 변동이 2005년 대비 2014년 영업수익성 개선에 있어 +46.3% 작용한 것으로 계산된다.

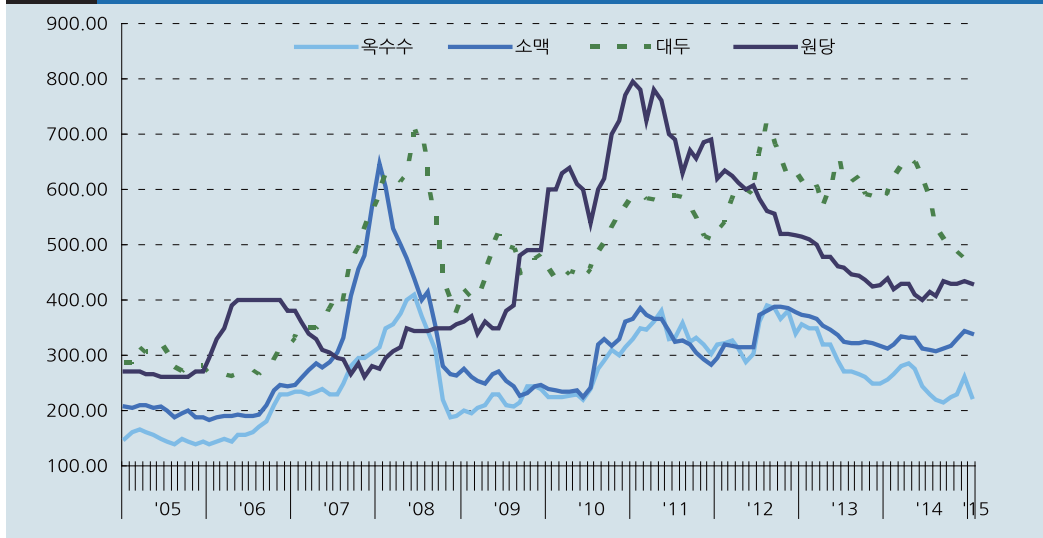
다음으로 사료사업의 주요 원재료인 곡물가격 등락이 영업수익성에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 그룹 사료사업부 원가에서 주요 해외곡물인 옥수수, 소맥, 대두가 차지하는 비중은 각각 약 25%, 25%, 20% 수준으로 파악된다. 2005년 옥수수, 소맥, 대두의 매입 평균가격은 각각 Metric Ton 당 15만 4천 원, 14만 7천 원, 27만 5천 원이며, 2014년의 경우 각각 Metric Ton 당 27만 3천 원, 32만 4천 원, 59만 9천 원이다. 옥수수, 소맥, 대두의 가중평균(그룹 전체 곡물원재료가에서 각 곡물 매입비가 차지하는 비중을 감안) 가격은 2005년 Metric Ton 당 18만 6천 원에서 2014년 38만 4천 원으로 106.4% 상승하였다. 사료사의 매출원가율이 약 85~90% 수준이며, 옥수수, 소맥, 대두가 매출원

가의 70%를 차지하는 것을 고려할 시, 주요 3개 곡물 가격 변동은 2005년 대비 2014년 영업수익성 개선에 있어 -63.3%~-67.0% 작용한 것으로 계산된다.

$$106.4\%(\text{평균 곡물가격 상승률}) \times 85 \sim 90\%(\text{매출원가율}) \times 70\%(\text{원가 내 곡물 비중}) = -63.3\% \sim -67.0\%$$

그림 3 주요 곡물가격 추이(원화 기준)

(단위: 천 원/MT)



자료: 한국수입업협회 자료 재가공

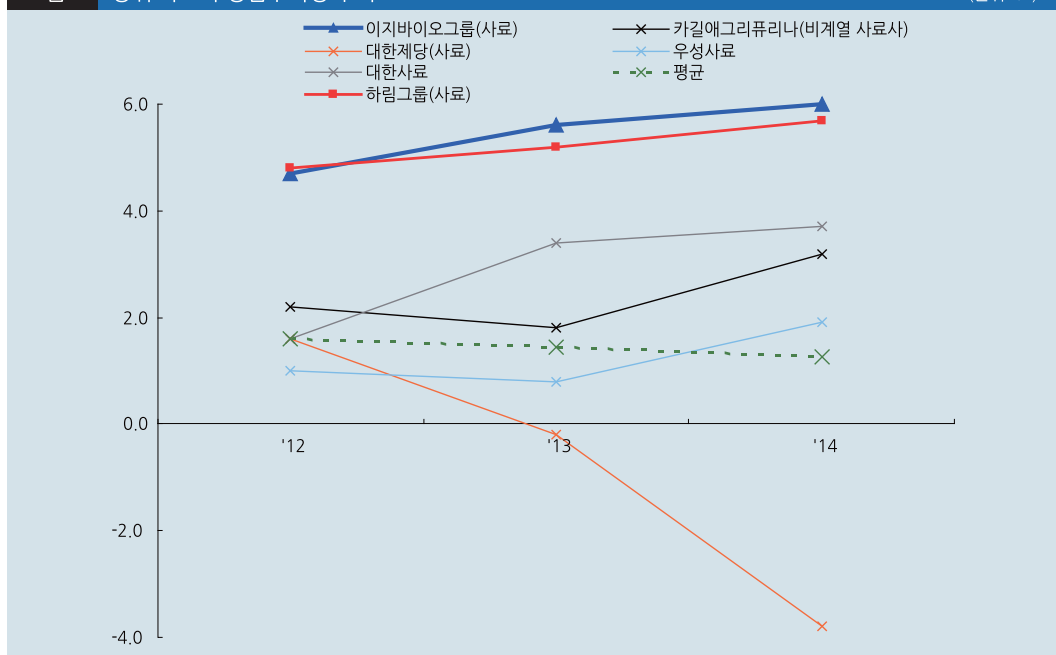
판매가격과 원재료가격 등락이 2005년 대비 2014년 그룹 사료부문 영업수익성 개선에 끼친 영향은 -17.0%~-20.7%(+46.3%-63.3%=-17.0%, +46.3%-67.0%=-20.7%)이다. 그러나 그룹 사료 부문 영업수익성은 2005년 3.1%에서 2014년 6.0%로 +2.9%p 개선되었다. 즉, 판매가격과 원재료 가격 등락 이외에 판매량 증가가 영업수익성 개선에 미친 영향이 +19.9%~+23.6%(+2.9%+17.0%=+19.9%, +2.9%+20.7%=+23.6%)수준인 것으로 계산된다. 판매량 증가는 상당 부분 1인당 육류소비 증가로 인한 국내 가축 개체수 확대에 영향을 받은 것으로 분석된다. 다만, 이에 맞춰 그룹은 양계, 양돈 업체 인수를 진행, 육류 수요증가에 대처하는 동시에 계열 내 고정 사료 판매처를 확보하면서 수직 계열화 효과를 도모하였고, 그 결과 판매량이 안정적으로 증가하면서 그룹 사료부문 영업수익성 개선에 기여한 것으로 판단된다. 완전경쟁구도에 가까운 국내 사료시장에서 계열 내 고정 사료 매출처 확보 없이 외부 판매물량 만으로는 현 수준의 안정적인 사료 판매량 확대를 실현하지 못했을 것으로 판단된다.

판매량 증가 뿐만 아니라 판매가격 상승 역시 일정 수준 그룹 사료부문 수익성 개선에 기여한 것으로 판단된다. 원재료가격(해외곡물가격) 상승이 사료 판매가격 인상에 있어 대부분의 영향을 끼치나, 매출처인 축산업체 인수를 통한 전방교섭력 혹은 가격결정력 강화가 일정 수준 원활한 판매가격 인상으로 이어진 것으로 보이며 이는 그룹 사료부문 수익성 개선에 기여한 것으로 판단된다. 종합하면, 근 10년간 그룹 사료사업 수익성 개선에 영향을 준 두가지 요소는 가격인상과 판매량 증가이며, 이 두 요소 모두 그룹의 양계, 양돈 업체 인수를 통한 수직계열화 구축으로부터 일정 수준 영향을 받은 것으로 분석된다.

계열 내 고정매출처 확보에 따른 시너지 효과는 비계열 타 사료사 대비 우위한 영업수익성으로 나타난다. 그룹 수직계열화가 완료된 2012년 이후 3년간 그룹 사료부문과 비계열 상위 사료사의 영업수익성을 비교해 보았다. 그 결과, 이지바이오 사료부문의 2012~2014년 영업수익성은 4.7~6.0% 수준을 유지한 반면, 수직계열구조 혜택을 받지 못하는 비계열 사료사들의 경우 평균 1.3 ~ 1.6%의 영업수익성을 기록하였다. 이지바이오 그룹 사료사들을 포함하여 국내 상위 사료사들이 거의 동일한 가격으로 해외곡물을 매입하는 점을 감안하면, 이러한 수익성 차이는 수직계열화에 따른 고정매출처 확보 및 가격결정력 강화 등의 시너지가 실질적인 수익성 개선으로 귀결된다는 점을 방증한다.

그림 4 상위 사료사 영업수익성 추이

(단위: %)



자료: 각 사 공시자료 및 NICE신용평가가공자료
주1: 농협 제외 점유율 상위 사료사

향후 국내 육류 소비 증가에 따라 가축 개체수 역시 증가할 것으로 예상되는 가운데, 그룹 계열화 강화(자체 사육 수 확대)에 힘입어 중단기적으로 그룹 배합사료부문 매출액의 완만한 성장이 가능할 것으로 전망된다. 다만, 장기적으로 미국 및 EU와의 FTA발효로 인한 단계적인 관세 철폐(미국산 쇠고기 관세율 40%를 15년간, 냉동 닭고기 관세율 20%를 10년간 단계적 철폐 등)는 배합사료 매출 성장에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 존재한다. 영업수익성의 경우 중기적으로 주요 원재료인 밀, 옥수수 및 대두 가격 약세(미국농무부 2015/16년 국제곡물 가격지수 전년 대비 6.1% 하락 전망)에 힘입어 6~7% 수준의 영업수익성 유지가 가능할 것으로 전망된다.

[표2] 소, 돼지, 닭고기 1인당 소비량 추이

(단위: kg)

구분	'09	'10	'11	'12	'13	'14(P)
소고기	8.1	8.8	10.2	9.7	10.3	10.8
돼지고기	19.1	19.2	18.8	19.2	20.9	22.2
닭고기	9.6	10.7	11.4	11.6	11.5	12.6

자료: 한국농촌경제연구원 2015 농업전망

[표3] 주요 국제곡물가격 전망

(단위: 만톤)

	'14/'15'		'15/'16'(P)		'14/15 대비 증감율		'14/15 대비 가격 상승율(P)
	생산량	소비량	생산량	소비량	생산량	소비량	
콩	31,377	28,783	31,234	29,866	-0.5%	+3.8%	-12.7%
밀	71,841	71,540	71,600	71,420	-0.5%	-0.2%	+1.6%
옥수수	98,927	93,590	98,130	97,150	-0.8%	+3.8%	+0.9%
전체	250,800	242,300	251,300	248,100	+0.2%	+2.4%	-6.1%

자료: 미국농무부

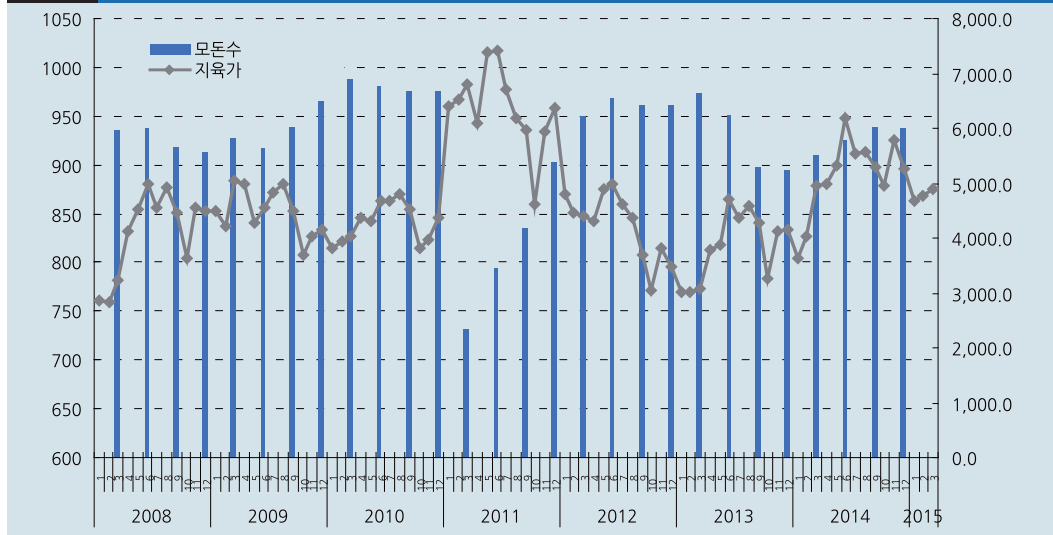
2) 양돈사업

2014년 그룹(이지바이오 연결 기준) 내 양돈부문(돼지 육가공 포함, 닭고기 육가공 제외)의 매출 비중은 20%이며 영업이익 비중은 52.6%이다. 그룹 내 주요 양돈 업체들은 팜스토리, 강원엘피씨이다. 팜스토리의 경우 양돈사업이 전체 매출에 40% 비중을 차지하며, 사육농가로부터 성돈을 매입하여 도축/가공/유통한다. 강원엘피씨 역시 성돈을 매입하여 도축/가공을 통해 지육, 부분육, 부산물 등을 판매한다.

2005년 그룹 양돈 사업은 미미한 수준이었으나, 2006년 강원엘피씨 인수, 2011년 팜스토리와 한국냉장 합병을 통해 본격적으로 확대되기 시작하여 2012년 3,106억 원, 2014년 3,887억 원까지 매출이 증가하였다. 그룹 내 주요 양돈업체인 팜스토리 양돈부문, 강원엘피씨의 2014년 매출 합은 2,333억 원으로 그룹 양돈사업 전체 매출의 67%를 차지한다. 그 외 팜스월드지피, 우리손홀딩스, 새들만 등 다수의 농장이 이지바이오 그룹 내 양돈사업을 영위하고 있다. 팜스토리의 경우 2005년 양돈부문 매출은 5,900만 원에 불과하였으나, 2011년 1월 한국냉장을 합병하며 양돈 유통 및 도축업에 본격적으로 진출, 2011년 매출 2,286억 원을 창출하였다. 그러나 이후 돼지 개체수 증가로 인한 지육가 하락으로 인해 2014년 매출액이 1,623억 원 수준으로 감소하였다. 2006년 그룹에 편입된 강원엘피씨의 매출은 2005년 61억 원에 불과하였으나, 2008년 7월 6월의아침을 흡수합병하면서 부분육 사업을 개시, 2010년 1,329억 원으로 성장하였다. 그러나, 2011년 구제역으로 인해 도축량이 급감하면서 매출이 579억 원으로 크게 감소한 이후, 점진적으로 회복중이며 2014년 710억 원의 매출을 기록하였다.

그림 5 지육가 추이

(단위: 원/kg, 천마리)



자료: 대한한돈협회 자료 재가공

그룹 양돈부문 영업이익을 살펴보면, 2012~2013년 구제역 이후 돼지 개체수의 급격한 증가로 인해 지육가 약세가 지속되면서 영업적자를 기록하였으나, 2014년 업계 내 개체수 조절로 인해 평균 지육가가 전년 대비 33% 상승하면서 영업이익률이 2013년 -1.0%에서 2014년 +10.4%(영업이익 407억 원)로 크게 개선되었다. 이처럼 그룹 양돈부문 수익성에 절대적인 영향을 끼치는 요소는 판매가격과 직결되는 지육가 등락이며, 그 외 원료돈(성돈)가격 등락, 판매량증감이 양돈사업 수익성에 소폭 영향을 주는 것으로 판단된다. 그룹 축산 수직계열구조의 한 축인 돼지사육농가로부터 원료돈(성돈)을 안정적으로 매입할 수 있는 점과 그룹 내 사료업체들로부터 돼지사육용 사료를 안정적으로 매입할 수 있는 점은 양돈부문 수익성에 긍정적인 영향을 끼치는 것으로 판단된다. 다만, 그룹 양돈사업의 전방업체는 계열 내 매출처가 아닌 대형마트, 단체급식업체, 중소형 정육점 등으로 그룹 수직계열구조가 양돈부문 판매량에는 영향을 주지 않는 것으로 판단된다. 사료부문과는 달리 수직계열구조가 판매량에는 영향을 주지 않기 때문에, 그룹 수직계열화에 따른 시너지 효과는 양돈부문 내 상대적으로 작게 작용하는 것으로 판단된다. 다만, 인당 고기 소비량 및 가축 개체수 증가 추세에 대응하여, 그룹은 근 10년간 꾸준한 M&A를 통해 돈육 생산 기반을 확대하였고, M&A 이후에도 양돈 부문은 돼지고기 소비 확대에 따라 매출이 추가적으로 증가하였다. 이러한 점을 감안할 경우 근 10년간 대규모 양돈업체 인수의 실효성은 인정된다고 판단된다.

향후 국내 돼지고기 소비는 증가추세를 지속할 것으로 예상되는 가운데, 브랜드육 선호 현상 및 축산 업체의 대형화, 계열화 등을 감안할 때 그룹 양돈부문 지육 판매량은 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단된다. 미국 및 EU FTA발효, 관세 인하로 인한 수입 돼지고기 증가 추세는 부정적이나, 원산지 표시제 등 국내 생산분에 대한 기본적인 수요를 감안할 때 수입 증가폭은 제한적인 것으로 판단된다.

양돈부문 영업수익성에 가장 큰 영향을 끼치는 지육가에 대해 살펴보면, 2015년 모든 마릿수 증가로 사육 마릿수가 전년 대비 약 2~4% 증가(한국농촌경제연구원 2015년 농업 전망 자료)할 것으로 예상됨에 따라 지육가는 전년대비 소폭 하락할 것으로 판단된다. 다만, 영업수익성 -1.0%를 기록한 2013년

평균 지육가격 보다는 높은 수준을 유지할 것으로 예상되어 영업흑자는 실현 가능할 것으로 판단된다.

[표4] 돼지 사육 마릿수 전망

(단위: 천 마리)

구분	3월	6월	9월	12월
2015년	997	990~1,010	1,000~1,020	-
2014년	970	968	997	1,009
증감율	+2.8%	+2.3~4.3%	+0.3%~2.3%	-

자료: 한국농촌경제연구원

[표5] 돼지고기 수급 추이

(단위: 천 톤)

구분	'90	'95	'00	'04	'09	'10	'11	'12	'13	'14(P)
전년이월	1.5	6.7	25.0	39.8	44.0	48.0	47.9	55.2	120.0	109.5
공 생산	506.5	639.3	714.4	747.7	722.2	761.1	575.6	749.7	853.8	827.1
급 수입	2.6	34.4	95.9	108.8	209.8	179.5	370.4	275.2	185.0	273.9
계	510.6	680.4	835.3	896.3	976.0	988.6	993.9	1,080.1	1,158.8	1,210.5
소비	540.8	661.7	779.9	856.7	915.5	940.2	938.2	958.8	1,047.5	1,117.6
수 수출	5.8	14.3	16.1	15.8	12.5	0.5	0.5	1.3	1.8	1.7
요 차년이월	-	4.4	39.3	24.7	48.0	47.9	55.2	120.0	109.5	91.2
계	546.6	680.4	835.3	897.2	976.0	988.6	993.9	1,080.1	1,158.8	1,210.5
1인당소비(kg)	11.8	14.8	16.5	17.3	19.1	19.2	18.8	19.2	20.9	22.2

자료: 한국농촌경제연구원 2015 농업전망

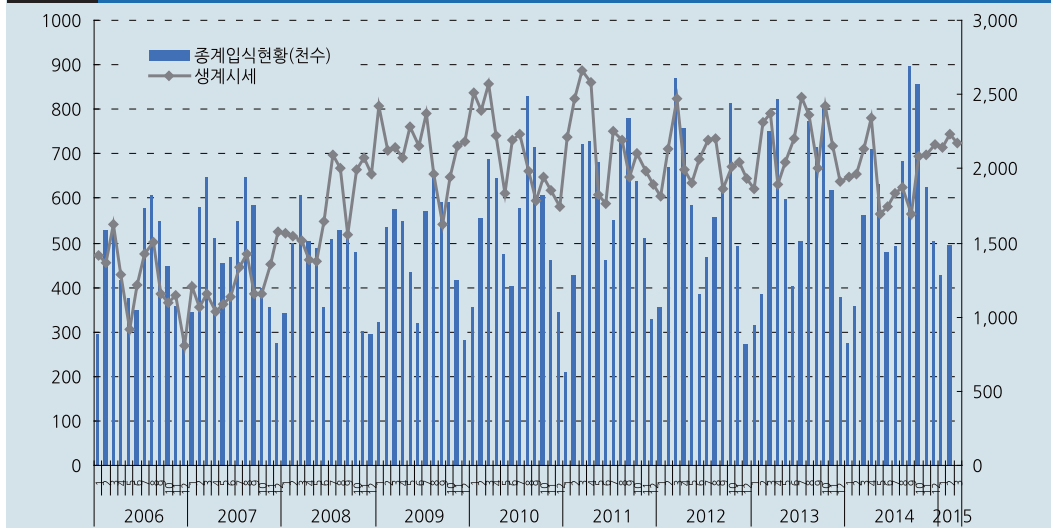
3) 가금사업

2014년 그룹(이지바이오 연결 기준) 내 가금부문(양계 및 닭고기 육가공)의 매출 비중은 31%이며, 마니커와 성화식품이 그룹 가금사업의 주축을 이루고 있다. 육계계열화 기업인 마니커와 성화식품은 종란의 부화에서부터 도계, 육계의 생산, 판매에 이르는 사업영역을 영위하고 있다.

2005년 그룹 가금 매출은 미미한 수준이었으나, 2010년 성화식품 인수, 2011년 마니커 인수를 통해 본격적으로 확대되기 시작하여 2014년 매출 6,218억 원을 창출하였다. 그룹 내 주요 양계업체인 마니커와 성화식품의 2014년 매출 합은 4,190억 원으로 그룹 가금사업 전체 매출의 67%를 차지한다. 그 외 디엠푸드가 양계사업을, 자연일가가 오리 사육사업을, 마니커에프앤지가 닭고기 육가공사업을(일부 돼지고기 육가공)을 영위하고 있다. 마니커의 경우 2011년 높은 생계시세를 바탕으로 3,131억 원의 매출을 창출하였으나 이후 생계시세 하락 및 도계량 감소로 인해 매출이 2013년 2,780억 원까지 감소하였다. 2014년의 경우 생계시세가 전년 대비 일정수준 하락하였음에도 불구하고, 도계량이 증가하면서 매출은 소폭 증가하였다. 성화식품의 경우 일반 신선육 시장 대비 상대적으로 경쟁강도가 낮고 거래 관계가 안정적으로 유지되고 있는 프랜차이즈 회사(에땅(오븐에 빠진 닭, 오븐에 구운 닭), 교촌에프앤비(교촌치킨) 등)에 대한 매출 비중이 30% 내외로 타사 대비 높은 수준인 가운데, 프랜차이즈 치킨 유통업지육 수요 증가를 바탕으로 매출이 비교적 안정적으로 성장(2011년 1,076억 원 → 2014년 1,231억 원)하고 있다.

그림 6 종계입식, 생계시세 추이

(단위: 천 수, 원/kg)



자료: 한국육계협회

그룹 가금부문 영업이익은 판매가격과 직결되는 생계시세 등락에 가장 큰 영향을 받는 것으로 분석된다. 2012년의 경우 평균생계시세가 전년 대비 -4.0% 하락하면서 영업수익성이 -2.5%로 하락하였고, 2013년에는 업계 내 개체수 조절로 인해 시세가 전년 대비 5.5% 상승, 영업적자폭이 소폭 감소하였다. 그러나 2014년 생계시세가 다시 하락(전년 대비 -9.5%)하면서 영업수익성 또한 -2.8%(영업이익 -172억 원)수준으로 하락하였다. 이처럼 그룹 가금부문 수익성에 절대적인 영향을 끼치는 요소는 판매가격과 직결되는 생계시세 등락이며, 그 외 주요 원재료인 닭 사료비용, 판매량증감이 양계사업 수익성에 일정 수준 영향을 주는 것으로 판단된다. 그룹 축산 수직계열구조의 가장 중요한 축을 담당하는 그룹 내 사료업체들로부터 닭사육용 사료를 안정적으로 매입할 수 있는 점은 양계부문 수익성에 긍정적인 영향을 끼치는 것으로 판단된다. 다만, 그룹 양계사업의 전방업체는 계열 내 매출처가 아닌 대리점, 체인점, 대형마트 등으로 그룹 수직계열구조가 양계부문 판매량에는 영향을 주지 않는 것으로 판단된다. 사료부문과는 달리 수직계열구조가 판매량에는 영향을 주지 않기 때문에, 그룹 수직계열화에 따른 시너지 효과는 가금부문 내 상대적으로 작게 작용하는 것으로 판단된다. 또한, 인당 닭고기 소비량 증가 추세에 따라, 판매량이 증가한 면에 있어서 대규모 양계업체 인수의 실효성은 다소 인정되나, 지난 3년간 매출 감소와, 영업적자 추세가 지속되고 있는 점을 감안 할 경우 그 실효성은 양돈업체 인수보다는 낮은 수준인 것으로 판단된다.

향후 국내 닭고기 소비는 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상되는 가운데, 브랜드육 선호 현상 및 축산 업체의 대형화, 계열화 등을 감안할 때 그룹 생계 판매량은 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단된다.

[표6] 닭고기 수급

(단위: 천 톤)

구분	'95	'00	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14(P)
공급	270.3	329.0	445.6	452.8	486.7	547.4	596.5	609.1	608.9	664.6
생산	263.1	261.5	380.3	376.6	408.5	435.5	456.5	463.7	473.4	520.3
수입	5.7	67.5	60.0	70.2	70.6	105.8	130.9	130.4	126.7	141.4
이월	1.5	-	5.2	6.1	7.5	6.1	9.1	15.0	8.8	2.9
수요	268.5	329.0	445.5	452.8	486.7	547.4	596.5	609.1	608.9	664.6
소비	268.3	327.3	433.8	436.0	469.1	522.3	566.2	597.4	579.9	635.5
수출	0.2	1.7	5.7	9.3	11.5	16.0	15.3	20.9	26.1	19.3
재고	-	-	6.1	7.5	6.1	9.1	15.0	8.8	2.9	9.8
수입비중	2.1	20.5	13.5	15.5	14.5	19.3	21.9	21.4	20.8	21.3
1인당소비(kg)	na	na	8.6	9.0	9.6	10.7	11.4	11.6	11.5	12.6

자료: 한국농촌경제연구원 2015 농업전망

양계부문 영업수익성에 가장 큰 영향을 끼치는 생계시세는 종계입식과 밀접한 관련이 있다. 종계입식 규모가 육계 사육 마릿수에 영향을 주는데 소요되는 기간은 약 8개월(종계병아리를 산란가능 종계로 키우는데 약 6개월 소요, 알을 부화시키는데 약 21일 소요, 종계에서 부화한 병아리가 육계로 자라는데 1달 소요)인 것으로 분석된다. 즉, 이론상 2015년 1~12월 평균 생계시세는 8개월 전인 2014년 5월~2015년 4월 종계입식수에 영향을 받는다. 2014년 5월~2015년 2월 월평균 종계입식수는 61만 수로 2014년 평균 생계시세(1,962원/kg)에 영향을 미쳤던 2013년 5월~2014년 4월 월평균 종계입식수인 55만 9천 수 보다 9% 증가한 것으로 확인된다. 이에 따라 2015년 평균 생계시세는 2014년 대비 추가적으로 하락할 가능성이 있으며, 2015년 그룹 가금부문의 영업적자 추세는 지속될 가능성이 높을 것으로 판단된다. 다만, 2016년의 경우 2014년 12월부터 지속되고 있는 원종계(종계의 어미닭) 수입 금지 조치(미국, 영국 내 AI 발생으로 인한 정부 조치이며, 원종계입식이 생계시세에 영향을 미치는데 약 1년 3개월 소요됨)로 인해 시세가 상승할 것으로 예상되어 영업흑자 전환 가능성이 있다.

IV. 그룹 재무위험 분석

1) 금융비용 Coverage

마니커 인수로 인해 그룹 순차입금이 급격히 증가하기 시작한 2011년 이후 정상수익성 추이를 분석해보았다. 2011년 수입곡물 가격 상승으로 인해 그룹 사료부문의 수익성이 저하되었음에도 불구하고, 마니커의 그룹 편입 및 감가상각비 확대로 인해 EBITDA가 2010년 405억 원에서 2011년 669억 원으로 증가하였다. 그러나, 마니커 인수에 따라 순차입금이 크게 증가(2010년 말 2,739억 원 → 2011년 4,514억 원)하면서 EBITDA/순금융비용(금융비용 → 금융수익)의 경우 2010년 4.2배에서 2011년 3.8배로 하락하였다. 2012년의 경우 낮은 생계시세 및 저육가격으로 인해 양계, 양돈부문의 실적이 크게 저하되면서 EBITDA가 531억 원으로 감소한 가운데, 사료공장 및 양돈, 양계 농장 관련 대규모 투자자금 소요로 인해 순차입금(2011년 4,514억 원 → 2012년 7,530억 원)과 금융비용 규모 역시 증가하면서 EBITDA/순금융비용은 2011년 3.8배에서 2012년 1.5배로 크게 하락하였다. 다만,

2013년부터 곡물가격안정세 및 M&A 수직계열화 효과를 통해 사료부문의 수익성이 크게 개선되면서 그룹 전체 EBITDA가 크게 증가(2012년 531억 원 → 2014년 1,095억 원), EBITDA/순금융비용은 다시 3.4배 수준까지 회복하였다.

[표7] 그룹 고정비부담능력

(단위: 억 원)

구분	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	405	669	531	685	1,095
금융비용	179	271	495	398	405
순금융비용	96	177	351	333	326
EBITDA/순금융비용(배)	4.2	3.8	1.5	2.1	3.4

자료: 이지바이오 공시(연결기준)

2) 현금흐름

그룹의 현금흐름은 지육가, 생계시세, 국제곡물가 등의 외생변수에 영향을 받을 뿐만 아니라, 곡물 가공업 특성상 곡물 재고 증감에 따른 운전자금 변동, 농장 기초 인프라 확충에 따른 유형자산 투자 규모에 큰 영향을 받는 것으로 분석된다. 2011년부터 살펴보면, 마니커의 그룹 편입 및 사육농장 등 유형 자산 투자 증가로 인해 EBITDA가 전년대비 258억 증가한 가운데, 매출채권 감소에 따른 운전자금 부담 완화로 인해 영업활동현금 창출력이 크게 개선(영업활동현금흐름 2010년 303억 원 → 918억 원)되었다. 이에 따라 사육농가 관련 투자 확대 등으로 인한 649억 원 규모의 CAPEX에도 불구하고 잉여현금흐름 269억 원을 창출하였다. 다만, 2012년의 경우 신규사업자의 시장 진입에 따른 도계량 증가로 생계시세가 하락하면서 양계부문의 실적이 저하되었고, 양돈부문 역시 규제역 이후 개체수가 급격히 증가, 지육가격이 크게 하락하면서 역시 실적이 저하, 그룹의 2012년 EBITDA는 531억 원 수준으로 감소하였다. 이러한 가운데 국제곡물가격 안정화 추세에 맞춰 곡물 매입량을 늘리면서 재고 및 운전자금 부담이 크게 증가, 영업활동현금흐름 -980억 원을 창출하였다. 뿐만 아니라 사료공장 및 양돈, 양계 농장 관련 대규모 유형자산 투자(CAPEX -1,193억 원)로 인해 잉여현금흐름 -2,153억 원을 창출하였다. 2013년에는 사료부문 실적개선으로 EBITDA 685억 원을 창출하였고, 기존 곡물재고 소진으로 운전자금 부담이 완화된 가운데 경상적 수준의 CAPEX가 진행되면서 영업활동현금흐름, 잉여현금흐름 각각 770억 원, 433억 원을 창출하였다. 2014년 역시 곡물가격 안정화 및 수직계열화 효과에 따른 사료부문 실적 개선추세를 기반으로 EBITDA가 크게 증가(2013년 685억 원 → 2014년 1,095억 원)하였으나, 곡물 매입량 증가 및 거래 정상화에 따른 매입채무 감소로 인해 운전자금 부담이 크게 확대 80억 원의 영업활동현금흐름을 창출하였다. 이러한 가운데 경상적 수준의 CAPEX(-303억 원)로 인해 잉여현금흐름 -223억 원을 기록하였다.

곡물가공업 특성상 실적과 연계되지 않는 곡물재고량의 높은 변동성을 반영하여 운전자금 증감 영향을 제외한 조정잉여현금흐름(EBITDA → 금융비용 → CAPEX)을 산출해 보았다. 그 결과 조정잉여현금흐름은 2010년 124억 원에서 2012년 -1,157억 원까지 악화되었으나, 이후 2013년 -50억 원, 2014년 387억 원을 창출, 개선추세를 나타내고 있다. 이처럼 조정잉여현금흐름은 2012년 이후 개선되는 추세를 보이고 있으며, 그 중심에는 전방 수요 확대에 따른 매출 증가와 수직계열화 시너지를 기반

으로 한 EBITDA 창출력 개선이 있다. 그룹의 전체 EBITDA는 다수의 M&A를 통한 수직계열화 구축이 상당 수준 완료된 2012년 이후 2014년 까지 증가세를 유지 중이며, 이러한 전방 수요 확대와 수직계열화 시너지를 바탕으로 한 EBITDA 성장 추세는 향후 그룹 전반의 조정잉여현금 창출력 및 재무구조 개선에 있어 긍정적인 작용을 할 것으로 판단된다. 다만, 곡물재고량의 높은 변동성은 회사의 운전자금 부담 및 현금창출의 안정성에 있어 부담 요인이다.

[표8] 그룹 현금흐름

(단위: 억 원)

구분	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	405	669	531	685	1,095
금융비용	-179	-271	-495	-398	-405
운전자금증감	-176	158	-1,086	650	-754
영업현금흐름	303	918	-960	770	80
자본적지출	-102	-649	-1,193	-337	-303
잉여현금흐름	202	269	-2,153	433	-223
조정잉여현금흐름	124	-251	-1,157	-50	387

자료: 이지바이오 공시(연결기준)

3) 재무안정성

2011년 마니커 인수 자금 유출 및 유형자산 투자 자금 소요로 인해 차입금이 크게 증가하면서 그룹(이지바이오 연결기준)의 부채비율은 2010년 234.4% 에서 2011년 320.4%로, 순차입금 의존도는 39.9%에서 41.7%로 악화되었다. 2012년 역시 양계, 양돈부문 실적 저하, 곡물매입 자금 소요, 대규모 유형자산 투자자금 소요로 인해 차입금이 추가적으로 증가하면서, 그룹의 부채비율은 330.3%, 순차입금 의존도는 51.5%까지 상승하였다. 이후 2013년 사료부문을 중심으로 한 영업수익성 개선, 곡물 재고 감소, 경상적수준의 유형자산투자를 통해 재무안정성 지표가 개선되었다. 그러나, 2014년의 경우 운전자금부담이 다시 가중되면서 순차입금의존도가 상승하였다. 2014년 말 그룹의 부채비율과 순차입금의존도는 각각 306.7%, 50.2%로 재무안정성 지표는 열위한 수준이다. 향후 전방 수요 확대에 따른 매출 증가와 수직계열화 시너지를 통해 EBITDA 및 조정잉여현금 창출력이 개선될 것으로 전망되는 가운데, 중장기적으로 추가적인 M&A로 인한 자금유출 가능성은 낮은 것으로 판단되어, 점진적인 차입금 감축을 통한 재무안정성 지표 개선이 가능할 것으로 예상된다.

[표9] 그룹 재무안정성

(단위: 억 원)

구분	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12
부채비율	234.4	320.4	330.3	308.2	306.7
순차입금의존도	39.9	41.7	51.1	46.7	50.2
총차입금	3,685	5,944	8,817	8,647	9,123
순차입금	2,739	4,514	7,530	6,884	7,504

자료: 이지바이오 공시(연결기준)

V. 하림그룹과의 비교

이지바이오 그룹과 사업구조가 유사한 하림 그룹 역시 과거 공격적인 M&A를 통해 수직계열화 구축을 도모하였다. 이지바이오 그룹은 2000년 대 중반 사료사업 기반을 선구축한 이후, 양계 및 양돈 사업에 진출하면서 기존 사료사업의 계열 내 매출처를 확보하였고, 동시에 축산부문의 안정적인 주요 원재료 공급처를 확보하는 등 사료와 양돈/양계부문 간 시너지를 바탕으로 사업실적을 개선시켜 왔다. 하림 그룹의 경우에는 반대로 양계사업에서 시작하여, 2001년 제일사료(제일곡산, 천하제일사료 포함) 인수를 통해 사료사업에 진출하여 양계부문과 사료부문간 수직계열화를 구축하였다. 이후 2007년 선진, 2008년 팜스코 인수를 통해 사료사업부문을 확장시키는 동시에, 양돈사업에 진출하여 추가적인 시너지를 도모한 것으로 판단된다.

2007~2008년 공격적인 M&A 자금 유출로 인해 하림 그룹(제일홀딩스 연결 기준)의 순차입금은 2006년 1,048억 원에서 2007년 4,218억 원, 2008년 7,513억 원까지 증가하였다. 부채비율은 2006년 183.4%에서 2007년 292.6%, 2008년 328.8%까지 상승하였고, 순차입금의존도 또한 2006년 14.9%에서 2007년 40.1%, 2008년 44.1%까지 상승하였다. 그러나 공격적인 M&A 이후 수직계열화 구축을 통한 시너지 효과에 힘입어 그룹의 매출액 및 EBITDA가 크게 증가하기 시작하였다.

사료사업의 경우 주요 사료업체 편입이 완료된 시점인 2008년 1조 1,537억 원에서 2014년 1조 6,356억 원으로 성장하였고, EBITDA 규모 역시 2008년 692억 원에서 2014년 약 1,200억 원 수준까지 확대되었다. 하림 그룹 사료부문 수익성에 가장 큰 영향을 주는 요소 역시 이지바이오 그룹과 마찬가지로 판매가격 등락, 원재료가격 등락과 판매량 증감이며, 영업이익률 개선 원인을 분석하기 위해 사료업체 편입 완료 시점인 2008년과 2014년 각각 요소들의 수치 변화를 살펴보았다. 우선 판매가격 등락이 영업수익성에 미치는 영향에 대해 살펴보면, 2008년 평균 사료판매가격(사료 가중평균 가격)은 469.2 원/kg에서 2014년 512.4원/kg으로 9.2% 상승하였다. 즉, 원재료가격 및 판매량이 일정하다는 가정 아래, 사료 판매가격 변동이 2008년 대비 2014년 영업수익성 개선에 있어 +9.2% 작용한 것으로 계산된다. 다음으로 사료사업의 주요 원재료인 곡물가격 등락이 영업수익성에 미치는 영향에 대해 살펴보면, 옥수수, 소맥, 대두의 가중 평균 매입 가격은 2008년 Metric Ton 당 36만 8천 원에서 2014년 41만 8천 원으로 13.7% 상승하였다. 사료사의 매출원가율이 약 85~90% 수준이며, 옥수수, 소맥, 대두가 매출원가의 70%를 차지하는 것을 고려할 시, 주요 3개 곡물 가격 변동은 2005년 대비 2014년 영업수익성 개선에 있어 -8.1% ~ -8.6% 작용한 것으로 계산된다. 판매가격과 원재료가격 등락이 2008년 대비 2014년 그룹 사료부문 영업수익성 개선에 끼친 영향은 +0.6% ~ +1.1% (+9.2% - 8.1% = +1.1%, +9.2% - 8.6% = +0.6%)이다. 그러나 그룹 사료부문 영업수익성은 2008년 3.0%에서 2014년 5.7%로 +2.7% 개선되었다. 즉, 판매가격과 원재료가격 등락 외 수익성에 영향을 주는 요소인 판매량 증가가 영업수익성 개선에 미친 영향은 +1.6%~+2.1%(+2.7% - 0.6% = +2.1%, +2.7% - 1.1% = +1.6%)수준인 것으로 계산된다. 사료부문 수익성 개선에 있어 판매량 증가의 기여도는 이지바이오 그룹 대비 낮은 것으로 파악되나, 하림 그룹 역시 계열 내 안정적인 거래처 확보를 통해 사료부문 내 수직계열화 시너지를 일정 수준 창출한 것으로 판단된다.

이지바이오 그룹과 마찬가지로 수직계열화에 따른 시너지 효과는 비계열 타 사료사 대비 우위한 영업수익성으로 나타난다. 하림 사료부문의 2012~2014년 영업수익성은 4.8~5.7% 수준으로, 동 기간 이지바이오 사료부문 영업수익성과 동일 수준이며 수직계열구조 혜택을 받지 못하는 비계열 사료사들 대비 우위한 수준이다.

가축 개체수 증가 추세에 따른 사료 수요 증가에 대응하여, 하림 그룹은 M&A를 통해 사료사업을 확대하였고, M&A 이후에도 사료 매출은 개체수 확대에 따라 꾸준히 증가, 그룹 매출 규모는 2조 765억 원에서 2014년 3조, 9,324억 원으로 성장하였다. 이러한 가운데 그룹 내 사료부문과 축산부문간의 시너지 효과를 기반으로 그룹 EBITDA 규모 역시 2008년 1,715억 원에서 2014년 3,161억 원으로 성장하였다. 이러한 영업실적 성장을 바탕으로 정읍 도계공장 및 양돈농장 투자 관련 대규모 자금 유출에도 불구하고 자산 대비 순차입금은 감소, 순차입금의존도는 2014년 말 21.9%까지 개선되었고 부채비율 역시 2014년 182.9% 수준으로 개선되었다. 이처럼 하림 그룹이 자산 및 매출 규모를 확대시키는 동시에 양호한 수익성을 유지하며 재무안정성을 개선시킬 수 있었던 핵심요인은 바로 사료사업체 인수를 통한 사료 수요 대응 및 수직계열화 구축을 통한 기존 사업과의 시너지 창출인 것으로 판단된다. 이러한 하림 그룹의 전략은 이지바이오 그룹의 성장 전략과 유사하다. 하림 그룹과 마찬가지로 이지바이오 그룹은 M&A를 통해 가축 개체수 확대에 대응하는 동시에 수직계열화를 통한 시너지를 도모하였다. 또한, 이지바이오 그룹의 M&A 효과에 따른 사업적 성장 및 재무적 개선 역시 하림 그룹과 마찬가지로 여전히 진행 중인 것으로 파악되며, 향후에도 지속될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

[표10] 하림 그룹 주요 재무지표

(단위: 억 원, %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
자산	7,035	10,531	17,050	19,271	20,647	27,288	29,630	27,710	34,802
부채	4,553	7,849	13,074	13,854	13,582	18,361	19,939	16,555	22,482
총차입금	2,803	5,411	9,650	10,103	9,395	12,771	14,963	11,067	16,538
순차입금	1,048	4,218	7,513	5,440	5,681	6,336	9,086	7,173	7,620
부채비율	183.4	292.6	328.8	255.7	192.2	205.7	205.7	148.4	182.9
순차입금의존도	14.9	40.1	44.1	28.2	27.5	23.2	30.7	25.9	21.9
매출	8,956	12,941	20,765	26,610	27,087	31,145	35,953	36,855	39,324
EBITDA	1,251	870	1,715	2,607	2,850	1,594	1,671	2,152	3,161
EBITDA/매출	14.0	6.7	8.3	9.8	10.5	5.1	4.7	5.8	8.0

자료: 제일홀딩스 연결 기준

VI. 결론

근 10년간 이지바이오 그룹은 다수의 M&A를 진행하였고, 그 실효성은 그룹 각 사업 부문마다 다른 것으로 분석된다. 사료 부문의 경우 수직계열화 효과에 기반하여 EBITDA가 확대되면서, 그룹 전반의 EBITDA 창출력 개선에 기여한 것으로 분석된다. 양돈 부문의 경우 수직계열화 시너지에 따른 수혜는 상대적으로 적으나, 꾸준한 M&A를 통해 돈육생산(공급) 기반을 확대시킴으로써, 국내 돼지 고기 수요 증가 추세에 대응하여 그룹 주요 매출 기반으로 자리잡은 면에서 실효성이 인정된다. 다만, 가

금 부문의 경우 인수 완료 시점 이후 매출이 감소하고 있고 영업적자가 지속되고 있는 점을 감안할 경우, M&A의 실효성은 아직 사료 및 양돈 부문 대비 낮은 수준인 것으로 판단된다. M&A에 따른 각 부문의 사업적 영향을 종합적으로 고려할 경우, 그룹 전반의 실적 개선에 있어 M&A의 실효성은 유의미한 것으로 판단된다.

향후 전방 수요 증가 추세, 수직계열화 시너지 등에 힘입어 그룹 전반의 영업실적은 개선될 것으로 보인다. 다만, 그룹의 수익성이 국제곡물가격, 생계시세, 지육가 등 외생변수에 의존적인 점은 부담 요인이다. 재무위험의 경우 곡물가공업 특성상 운전자금 부담의 높은 변동성이 리스크 요인이나, 전방 수요 확대에 따른 매출 신장과 수직계열화 시너지를 기반으로 EBITDA 증가 추세가 지속될 것으로 판단된다. 근 10년간 이지바이오 그룹의 M&A는 과거 하림 그룹의 M&A와 방향성 및 사업적, 재무적 실효성 측면에서 유사한 것으로 판단되며, 중장기적으로도 M&A의 긍정적인 영향은 지속될 가능성이 있는 것으로 판단된다. ⁸⁾ 

〈참조〉

[이지바이오 계열사 현황]

(단위: %)

사업부문	지분율	대상회사명	비고
사료 및 사료첨가제부문	35.2	이지바이오(지주회사)	코스닥
	53.3	팜스토리 사료부문	코스닥
	73.1	한국축산의회망 서울사료	
	100.0	이지팜스	
	100.0	Easybio philippines inc(필리핀)	
	50.0	Esys Bioferm Inc.(캐나다)	
	70.0	(주)패스웨이인터내셔널미디어츠	
양돈도축 및 가공 등의 식육부문	70.0	PII	
	53.3	팜스토리 식육부문	코스닥
	100.0	(주)강원LPC	
육가공	100.0	마니커에프앤지	
축산업부문 (양돈의 사육 및 판매)	75.0	농업회사(주)안성농장	
	100.0	농업회사(주)우포월드	
	100.0	농업회사(주)의성바이오파크	
	100.0	농업회사(주)팜스월드지지피	
	90.0	농업회사(주)지리산하이포GP농장	
	70.8	농업회사(주)새들만	
	90.0	농업회사(주)우리손홀딩스	
	100.0	햇살촌	
	100.0	농업회사(주)팜스월드	
	99.9	창친영농조합법인	
	99.9	문경양돈영농조합법인	
	51.0	I Feed Isabela(필리핀)	
	98.3	금호영농조합법인	
종란/중계 생산, 도계, 생계의 생산/판매 등의 육계부문	43.4	마니커	상장
	100.0	성화식품	
	100.0	디앰푸드	
	100.0	농업회사(주)마니커농산	
	65.0	에스앤마니커	
	100.0	농업회사(주)건형축산	
	84.8	자연일가	
기타	68.0	(주)이앤인베스트먼트	
	55.4	(주)윙터팜솔루션	
	99.9	에코호츠(러시아)	
	40.0	Southernpeak Realty Corporation	
	100.0	씨엔이	
	98.3	피디엘상아	
	100.0	그레고리예프카(러시아)	
	100.0	바까돌까(러시아)	
	100.0	아그로대순항카플러스(러시아)	
	100.0	아그로인베스트(러시아)	
	100.0	라콥스코예(러시아)	

자료: 각 사 공시자료(2014년 말 기준)

〈유의사항〉

NICE신용평가사가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가사 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견입니다. NICE신용평가사는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사의 신용등급은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권/유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가사의 신용등급은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가사의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가사는 신용등급 결정에 활용하고 보고서에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 그러나, NICE신용평가사는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가사는 신용등급 결정 시 활용된 또는 평가보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 시기 및 허위 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가사에서 작성한 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가사의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가사의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.