

적극매수(유지) / TP 5,900원

이지바이오(035810)

기업코멘트 | SME분석

2011년 06월 23일

Analyst 홍진호 ☎ 02 6915 5723 [siggy00@ibks.com]

양돈업의 강자, 마니커의 날개를 달다

이지바이오 그룹, 마니커 경영권 취득

지난 6월 16일, 이지바이오는 국내 육계시장 2위권 업체인 마니커의 경영권을 인수한다고 공시하였다. 지분인수는 이지바이오(035810)와 상장 자회사인 팜스토리한냉(027710)이 진행하였으며, 인수가격은 주당 약 3,709원으로 책정하였다. 이지바이오는 한형석 前 마니커 회장의 지분 9,405,300주(20.0%)를 인수하였고, 팜스토리한냉은 마니커의 임원인 서대진씨와 관계사인 (주)택산상역의 지분 5,734,400주(12.2%)를 인수하였다. 이로써 이지바이오그룹은 마니커의 지분 총 32.2%를 취득, 최대주주의 지위에 오르게 되었다. 마니커 지분 인수로 이지바이오 지배구조는 [그림1]과 같이 변경되었으며, 육계사업이 대폭 강화되었다.

표 1. 마니커 지분인수 관련 내용 정리

매수자	매도자	주식수	지분율	매입금액	주당 인수가격
이지바이오	한형석	9,405,300주	20.0%	349억원	3,709원
팜스토리한냉	서대진	2,917,970주	6.2%	108억원	
	(주)택산상역	2,816,430주	6.0%	104억원	
Total		15,139,700주	32.2%	561억원	

자료: 전자공시, IBK투자증권

마니커 인수를 통해 육계산업 재편을 노린다

이지바이오는 설립 이후 사료 관련 사업으로 축적한 자금을 바탕으로 M&A를 진행하여 축산업 수직계열화를 구축하고 있었다. 금번 마니커 인수는 양돈에 이어 양계산업 강화로 풀이된다. 당사는 마니커 인수를 통해 이지바이오가 그룹 내 시너지를 극대화시켜 육계시장에서 판도 변화를 일으킬 것으로 전망한다.

우선 마니커 인수를 통해 이지바이오그룹은 단번에 육계시장 2위로 등극하게 되었다. 지난해 하반기 인수한 육계업체인 '성화식품'과 마니커 합산 시장점유율은 12.8%(마니커+목우촌과마니커+성화식품 도계량 기준)로 20.7%인 하림에 이어 단독 2위로 올라서게 된다.

Valuation 지표

(단위: 십억원, 원%, 배)

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증가율	PER	ROE
2009	74.3	9.4	19.4	14.9	375	985.4	5.8	13.2
2010	82.2	14.3	18.9	14.7	344	-8.4	6.5	11.1
2011F	78.9	14.4	49.5	38.1	853	148.0	3.9	23.7
2012F	99.7	17.8	56.6	43.6	972	14.0	3.4	22.1
2013F	103.6	18.2	63.0	48.5	1,080	11.2	3.1	20.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Company Data	
현재가(6/22)	3,310원
시가총액	1,486억원
발행주식수	44,918천주
52 주 최고가	3,750원
최저가	1,930원

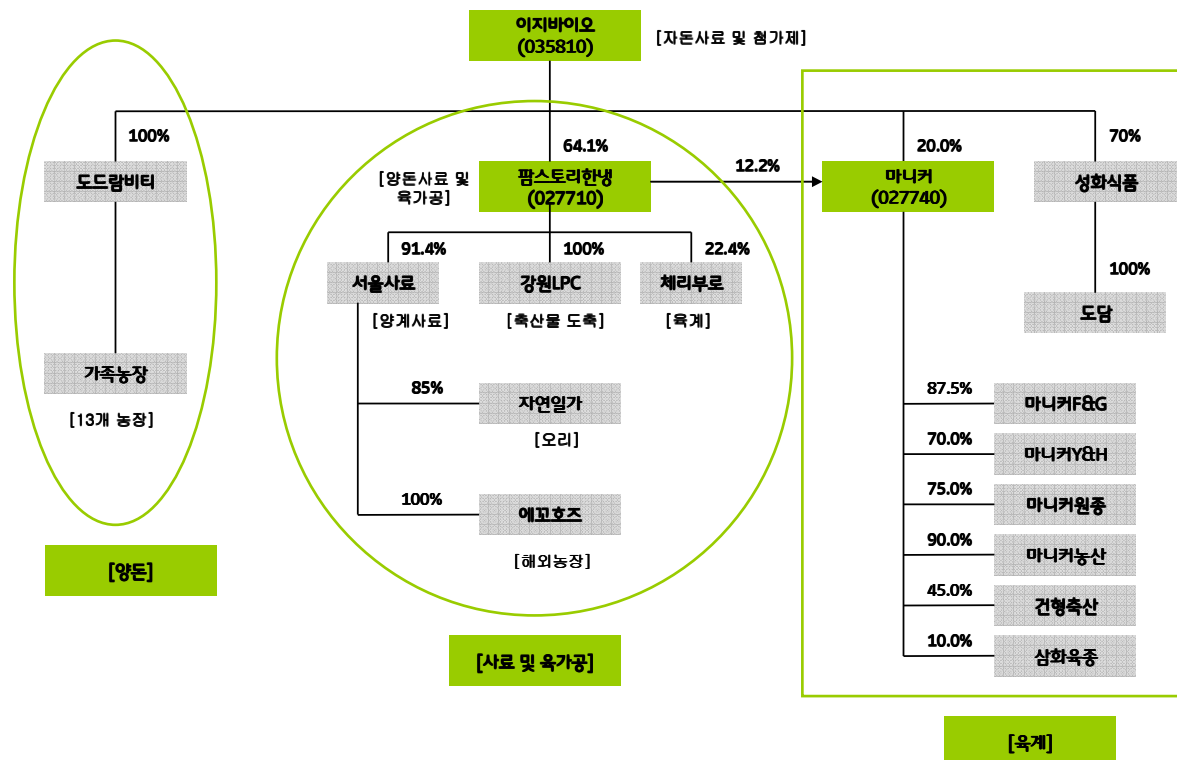
본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 2. 도축장별 도축검사 점유율 추이

	하림	올품	마니커	목우촌과 마니커	성화식품	동우	체리부로	키토랑	기타
2006	19.0%	7.0%	4.4%		2.9%	7.0%	4.9%	3.1%	51.7%
2007	18.5%	7.4%	3.9%		2.8%	8.3%	5.5%	2.9%	50.7%
2008	18.7%	6.1%	4.4%		2.7%	8.8%	7.0%	3.1%	49.3%
2009	18.3%	8.8%	5.6%		2.4%	9.1%	7.4%	2.8%	45.5%
2010	20.7%	10.3%	7.3%	3.1%	2.4%	9.5%	7.4%	2.6%	36.7%

주: 목우촌과마니커는 농협과 마니커의 전략적 제휴 형태
자료: 국립수의과학검역원, IBK투자증권

그림 1. 마니커 인수 이후의 이지바이오 지배구조 변화



자료: 이지바이오, 마니커, IBK투자증권

두 번째로, 기존에 사료부문을 내재화한 육계 계열화업체는 하림과 체리부로 뿐이었는데, 마니커도 이지바이오로의 피 인수 이후로 사료부문 내재화를 이루게 되었다. 마니커는 기존에도 전체 사료구매의 약 50%를 이지바이오의 손자회사인 ‘서울사료’를 통해 구매하고 있었는데, 궁극적으로 이 비율은 100% 가까이 상승할 전망이다. 사료부문 내재화는 안정적인 공급처를 확보했다는 의미 외에 양계 컨설팅 확보를 통한 생산성 향상을 꾀할 수 있다.

표 3. 마니커 인수 이후 계열업체별 육계 계열화 진행 정도

		사육호수 (호)	사육규모 (백만수)	도계수 (백만수)	중계	사료	도계	유통
하림계열	하림	340	85	124	○	○	○	○
	올품	210	56	59	○	○	○	○
이지바이오계열	마니커	255	66	73	○	○	○	○
	성화식품	90	25	16	△	○	○	○
	동우	160	44	62	○	△	○	○
	체리부로	200	44	51	○	○	○	○

주: ○표사는 계열업체가 소유(자본 50% 이상)한 경우이며, △표사는 제휴 및 계약의 형태임
자료: 농촌경제연구원, IBK투자증권

마지막으로, 지난해 하반기 인수한 양계업체인 ‘성화식품’과의 시너지 효과이다. 성화식품은 전남 나주시에 현 Capa의 3배 규모로 ‘도담’이라는 신설법인을 건립 중이다. 마니커는 기존에 사육규모 대비 도계 및 육가공 설비 부족으로 외주에 위탁 가공을 맡기고 있었는데, 내년부터는 도담 설비를 이용하면 되기 때문에 기존에 외부로 나가던 비용을 내부 이익으로 돌릴 수 있을 것이다. 한편, 마니커 인수 이후로 도담 건립은 Capa 재조정 이유로 현재 잠정 중단된 상태이다.

인수가격이 너무 높다? 그렇지 않다

이지바이오그룹의 마니커 지분 인수가격인 주당 3,709원은 지분인수 계약일인 6월 16일 마니커 주식의 종가 1,105원 대비 약 3.6배 높은 가격이다. 이에 따라 주식시장에서는 고가(高價) 인수 논란이 일어나고 있다. 표면적으로 나타난 가격을 보면 인수가격이 다소 높아 보이는 것이 사실이다. 그러나 당사에서는 주당 3,709원의 인수가격은 적절한 가격이라고 판단한다.

M&A시장에서 평가되는 기업가치와 주식시장에서 거래되는 기업가치는 분명 차이가 있다. 주식시장에서 책정되는 기업가치는 주주입장에서의 기업가치가 반영된 것이며, M&A시장에서는 인수 이후의 시너지효과가 기업가치에 크게 작용하기 때문이다.

마니커는 1) 낮은 병아리 자급률, 2) 사료구매 시 높은 외부 의존도 등의 요인으로 경쟁업체인 하림, 동우 대비 낮은 수익성을 기록하고 있었다. 특히, 도계량 기준으로 시장점유율이 유사한 동우와 비교했을 때 영업이익률은 3배 가량 차이가 날 정도로 그 동안 비효율적인 경영이 기업을 억누르고 있었다.

표 4. 육계업체별 실적 현황

	하림			동우			마니커		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
매출액	4,453	5,752	6,577	1,508	1,890	2,026	2,536	3,178	2,954
영업이익	66	495	593	118	211	250	3	108	114
영업이익률	1.5%	8.6%	9.0%	7.9%	11.2%	12.3%	0.1%	3.4%	3.8%

주: 하림은 기업분할 이전의 실적임
자료: 각 사 사업보고서, IBK투자증권

따라서, 양계용 사료공장(서울사료)과 축산업에 노하우를 지니고 있는 이지바이오 입장에서 마니커는 매력적인 투자대상이었으며, 2~3년간의 노력 끝에 마니커 인수에 성공하게 된 것이다.

주당 3,709원이라는 가격은 경영권 프리미엄을 포함한 마니커 전체 기업가치를 1,681억원(자사주 167.7만주 감안)으로 책정한 것이다. 마니커와 유사한 규모로 양계사업을 영위하는 동우(088910)의 시가총액이 약 1천억원 임을 감안하면

68% 수준의 경영권 프리미엄이 반영된 것인데, 마니커는 동우 보다 사육 및 도계규모(외주로 나가는 도계량 포함)가 크고, 특히 브랜드 인지도가 높다는 점을 감안하면 높은 가격에 인수한 것은 아니라는 판단이다.

투자의견 적극매수, 목표주가 5,900원 유지

마니커 인수 이후 이지바이오 그룹의 축산업 내의 입지는 더욱 강화될 것이다. 기존에 양돈시장에 편중되어 있던 기업 균형을 양계시장으로 다변화시켰기 때문이다. 지난해 하반기 인수한 성화식품은 시장점유율(15위권) 및 인지도 측면에서 열위에 있었기 때문에, 이지바이오는 시장지배력 및 브랜드 인지도가 높은 마니커 인수를 통해 육계시장의 재편을 노릴 것으로 전망한다.

회사측에서는 우선적으로 마니커의 경영 정상화를 추진하겠다고 밝히고 있다. 당사에서는 사료부문 내재화 및 병아리 자급률 확대를 통한 원가절감으로 수익성을 경쟁업체 수준으로 끌어 올릴 것으로 예상한다. 또한 궁극적으로는 마니커와 성화식품의 합병 가능성도 높다고 판단한다.

한편, 마니커 인수자금은 인수계약과 동시에 현금으로 지급되었으며, cash out으로 인한 운전자금융 자금조달(유상증자, CB 또는 BW발행)은 없을 것이라고 회사측에서는 밝히고 있다.

이지바이오의 투자의견 적극매수, 목표주가 5,900원을 유지한다. 중장기적으로 **[곡물-사료-양돈/양계-육가공-유통]** 단계에 이르는 수직계열화를 통해 축산업의 강자로 부상하고 있는 이지바이오가 꿈꾸는 그림에 동참하고자 한다.

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계약회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등 자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 1년간 주가변로 참여하지 않았습니다.
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

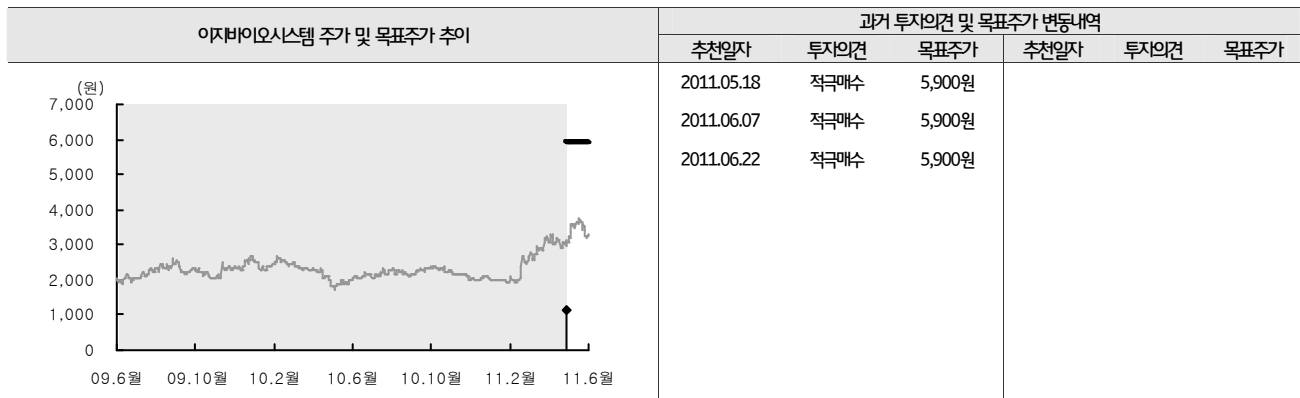
Not Rated

◆적극매수

▲매수

●중립

■비중축소



투자의견 안내

종목 투자의견 (절대수익률 기준)		업종 투자의견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%			