Not Rated

차이나킹 (900120)

기업코멘트 | Small Cap

2010년 12월 30일

Analyst 정종선 ☎ 02 6915 5673 [cooljs@ibks.com]

한국인 : 홍삼 = 중국인 : 동충하초

- 경쟁력 있는 동충하초 건강보조제품 제조업체로, 고가의 신제품 출시와 동충하초 유통업 신규 진출로 꾸준한 매출증가 기대
- 건강식품제조 매출 총이익률이 70%에 달한다는 건 차이나킹의 제품 경쟁력이 매우 높다는 증거
- 고성장(매출 33% 증가), 고수익성(영업이익률 40%) 회사의 주가가 PER 5.8배, PBR 1.3배에 불과한 것은 매우 저평가
- 중국에서의 동충하초 인기가 제대로 알려지고, 중국기업 회계 정보에 대한 신뢰성이 커지면 저평가는 빠르게 해소될 것

경쟁력 있는 동충하초 건강보조제품 제조업체

차이나킹은 동충하초 등 중의약재 성분을 추출하여 캡슐, 정제, 드링크 등의 건강보조식품으로 제조하는 업체이다. 고가의 동충하초에서 핵심성분을 배양, 다른 의약재와 혼합하여 천연 동충하초 성분을 적게 사용하고도 큰 효과를 내는 것이 가장 중요한 경쟁력이다. 중국과학원, 상해생명과학대학, 복건보건대학등과 공동으로 연구개발을 수행하고, 9천평 규모의 생산공장을 의약품 제조 수준인 GMP 표준에 맞춰 건설하는 등 현대적인 생산 설비도 갖추었다.

복건성 무이산 등지에 위치한 천연약재 재배기지를 기존의 82만㎡에서 125만㎡로 52% 확대하면서 원재료 자급률을 10% 대에서 20~30% 대로 높일 전망이다. 천연약재의 자급률이 높아지면 원가절감 효과는 물론, 원재료의 신뢰성도 높일 수 있을 것으로 기대한다.

신제품 출시와 본사 대리점 체제 전환으로 매출 증가 기대

동충하초 건강보조식품의 인지도가 높아지고 매출이 증가하는 국면에서, 효능을 높인 신제품 '영생활력'을 출시했다. 비슷한 용량의 신제품을 출시하면서 제품 판매 가격을 236￥에서 여성용 378￥, 남성용 398￥으로 인상하였기 때문에 향후 큰 폭의 매출 신장이 기대된다. 동충하초를 이용한 건강보조 식품을 최초로 만든 차이나킹에 이어 최근에 동충하초를 이용한 다른 회사 제품들이 나오기 시작했다. 하지만 동충하초의 핵심 약용 성분을 배양하는 독보적인 기술을 보유하여 고가의 원재료를 직접 사용하는 다른 회사들보다 제조 원가가 낮아, 차이나킹의 경쟁력은 더욱 빛날 것이다.

현재 차이나킹은 건강보조식품을 생산하기만 하고 제품의 유통은 각 지역에 위치한 총판대리점이 담당하고 있다. 2007년에 9개에 불과했던 총판이 2010년 22개까지 늘어나면서 매출액이 166억원에서 1,300억원으로 증가할 수 있었다. 현재는 거점 도시에서 자체 마케팅을 하는 총판으로 제품이 넘어가면 본사에서 매출로 인식한다. 이렇게 반품이 불가능한 구조에서 총판은 높은 마진율을 보장받았다. 하지만 점차 제품 인지도의 상승으로 재고 부담이 줄어들고 있어 향후에는 본사에서 직접 관리하는 대리점 체제로 전환하고, 인터넷으로도 판매를 하면서 수익성을 높일 예정이다.

Valuation 지표

(단위: 억원,원,%,배)

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감율	PER	ROE
2007.6	166	56	57	31	39			58
2008.6	450	198	199	135	169	332		71
2009.6	841	400	400	298	372	120		61
2010.6	1,299	582	597	441	551	481	5.1	25
2011.6F	1,730	704	710	532	665	21	5.8	

주: 6 월 결산법인, 2011 년 6 월말 예상치는 차이나킹 가이던스(환율 1CN￥ = 173 원)

Company Data	
현재가(12/29)	3,895 원
시가총액	3,116 억원
발행주식수	80,000 천주
52 주 최고가	4,495 원
최저가	2,365 원

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 주가 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.

그림 1. 236¥의 기존제품

자료: 차이나킹, IBK투자증권

그림 2. 남성용 398¥, 여성용 378¥의 신규제품

자료: 차이나킹, IBK투자증권

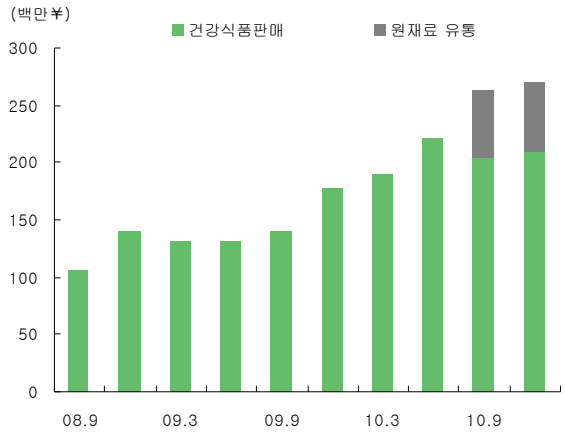
동충하초 유통업 진출도 외형 성장을 이끌 것

동충하초는 1,500마리 정도의 1kg에 2,800만원에 달하는 고급 약재이다. 인공 사육이 불가능해, 해발 3천미터의 티벳 고지에서 전량 채집한다.차이나킹은 동충하초 유통업 라이센스를 취득하면서 티벳족이 채집한 동충하초를 대도시의 약재상에 공급하는 유통업에도 진출했다. 원재료를 대규모로 조달하기 때문에 조달 원가가 낮아지는 효과도 기대한다.

동충하초 유통업에 진출하면서 매출도 증가할 것이다. 건강식품 매출액은 신제품으로 교체되는 초기 단계이기 때문에 2010 회계연도 1분기(2010년 7월~9월)에 전기의 2.22억¥에서 2.04억¥으로 줄어들었지만, 원재료 유통에서 0.58억¥ 신규 매출이 발생하면서 전체 매출액은 상승세를 유지하였다. 다만 초기 유통채널 구축 비용이 발생하면서 원재료 유통 부분의 매출총이익률은 13.7%에 불과했지만, 향후 20% 이상으로 올라갈 것으로 예상한다.

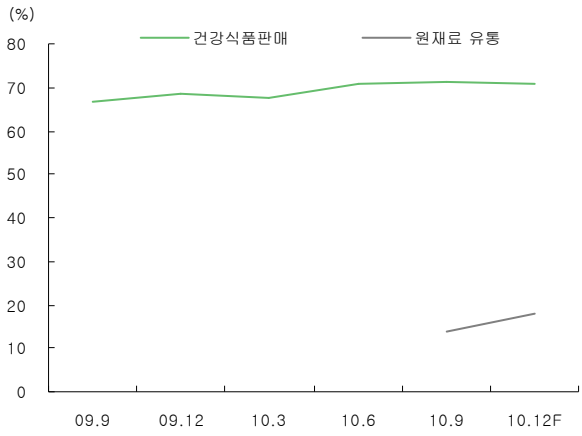
동충하초를 이용한 건강식품판매 부분의 매출총이익률은 70%대를 넘나들고 있다. 제품 매출액의 30%만이 원재료에 사용된다는 말은 차이나킹의 경쟁력이 얼마나 높은지를 잘 보여준다.

그림 3. 꾸준하게 증가하는 차이나킹 매출액



자료: 차이나킹, IBK투자증권

그림 4. 70%를 넘나드는 동충하초 건강식품 매출총이익률



자료: 차이나킹, IBK투자증권

중국인의 동충하초 사랑으로 꾸준한 성장을 기대

중국인들의 소득 수준이 올라가면서 건강에 대한 관심이 높아지고, 건강을 위해 지출하는 금액이 증가하고 있다. 과거 한국에서도 소득의 증가로 건강보조식품의 판매가 급증했던 사실을 고려해보면, 중국에서도 비슷한 상황은 되풀이 될 것으로 기대한다. 또한, 섭취하기 까다로웠던 한국의 홍삼이 한약방을 벗어나 건강보조식품으로 진화하면서 대중적인 인기를 얻게 된 것과 유사하게, 향후 중국에서 동충하초 건강보조식품의 매출액 역시 꾸준하게 증가할 것으로 기대한다.

회사에서 제시한 2010회계연도(2010년 7월~2011년 6월)의 예상 매출액은 10억¥로 현재 환율 173원/¥을 적용하면 1,730억원에 달한다. 전 회계연도의 1,299억원에 비교하면 33% 증가하는 수준이다. 총판과 계약을 맺을 때 사전 주문 받은 계약 물량을 기준으로 목표를 세웠고, 가장 비수기인 1분기에 2.6억¥의 매출을 올린 것을 감안하면 회사의 매출 목표는 보수적인 수치라고 판단한다. 다만, 신규로 진출한 동충하초 유통업의 수익성이 기존 동충하초 건강식품 제조업보다 낮기 때문에 전체적인 영업이익률은 2010년 6월에 종료한 회계연도의 44.8%에서 40%대로 소폭 낮아질 것으로 예상한다.

매우 저 평가 된 현재 주가 수준은 오래가지 않을 것

전년도에 비해 매출이 33% 증가할 정도로 고성장 하면서, 영업이익률이 40%에 달하는 수익성 높은 회사의 예상 PER이 6배, PBR이 1.3배에 불과한 것은 매우 저평가된 상태이다. 이것은 한국의 투자가들이 차이나킹이 생산하는 제품에 대해서 잘 모르거나, 아니면 차이나킹이 제시한 재무제표를 신뢰하지 못하기 때문이라고 생각한다.

하지만, 중국인들은 동충하초를 한국인들이 홍삼을 생각하는 것 이상으로 건강에 매우 좋은 약재로 인식하고 있으며, 차이나킹의 재무제표는 미국 Ernst & Young의 중국 파트너에서 감사를 받고 있기 때문에 현재의 매우 저평가된 상태는 오래가지 않을 것으로 판단한다. 더구나 부채비율이 15.3%에 불과하고, IPO자금도 아직 회사에 남아있기 때문에 향후 증시를 통해 대규모의 자금을 조달하는 등의 리스크도 거의 없다.

최근에 천연 약재를 이용한 다이어트차를 생산하는 건강식품업체 Besunyen이 홍콩 증시에 상장했다. 블룸버그에 따르면 2011년 예상 매출액이 10.9억¥, 예상 당기순이익이 2.6억¥으로 예상 EPS가 0.16¥인데, 현재 주가는 3.12HK$으로 2011년 기준 PER이 16.5배에 달한다. 차이나킹의 독보적인 동충하초 배양 능력을 고려해보면, Besunyen과 비교했을 때 지나치게 낮은 평가를 받고 있다. 현재의 저평가 된 주가 수준은 좋은 매수 기회라고 판단한다.

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 1 년간 주간사로 참여하지 않았습니다.
동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

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