한화금융네트워크 한화증권

한화 Mid Small-cap

중국 내수 소비 관련주에 주목할 시점!

2012. 1.17 스몰캡분석

Mid Small-cap Analyst 김희성
02.3772-7556
smallcap@hanwha.com

Mid Small-cap Analyst 오주식
02.3772-7688
osssy@hanwha.com

Mid Small-cap Analyst 정홍식
02.3772-7509
hongsik@hanwha.com

Mid Small-cap Analyst 서용희
02.3772-7468
yhseo@hanwha.com

투자 아이디어: 중국 내수 소비 관련업체에 주목

당사에서는 올해 상반기 중국 내수 관련주에 대한 시장의 관심이 높아질 것으로 판단한다.

그 이유는 1) 중국 경제의 의미 있는 전환점이 2월 이후가 될 것으로 전망하기 때문이다. 춘절 등 연휴가 이어지는 1월은 생산일수 부족으로 경기 확장 국면이 본격화 되지 않을 것으로 판단한다. 그러나 통화확장정책의 일환으로 추가적인 지준율 인하 가능성이 높으며, 2월 이후에는 본격적인 조업활동이 시작되며, 경기확장의 시그널이 시장에 전달될 것으로 예상한다. 이는 3월부터 발표되는 경제지표의 긍정적인 시그널로 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

2) 3월 5일 전인대를 전후하여 경기부양책이 구체화될 것으로 전망된다. 특히 내수확대에 대한 구체적인 정책 방안 수립이 기대되고 있는 상황이다.

3) 과거 5년 간 춘절기간(전후 한달) 중 중국 관련 소비주가 대체로 KOSPI를 Outperform하여 투자 전략 측면에서 긍정적이다.

4) 2011년 8월 163.02하였던 위안화가 최근 180원 대로 한 단계 레벨업되었으며, 위안화의 점진적인 절상 트랜드는 지속될 전망이다. 따라서 중국관련주(대중국 수출주)실적은 위완화 절상에 따른 환율 효과로 인한 추가적인 이익모멘텀 강화가 예상된다.

따라서 중국 내수산업의 확대와 밀접한 연관이 있는 것으로 판단되는 음식료, 의류, 제약/의료기기 등 내수 소비 사업과 농업/건설 및 기계 산업 등에 주목해야 한다.

중국 내수 소비 확대에 따라 수혜가 예상되는 Mid Small-Cap 기업

구분	종목명	투자 포인트
중국 내수 소비 관련주 투자유망 종목	삼광유리	중국 시장 잠재 성장성과 Capa 확장 효과
	케이비티	매력적인 시장이 될 중국 수주 시동!
	제닉	중국 화장품 시장으로의 진입이 가시화
	동원산업	중국 수산물 소비 급증
	휴비츠	중국 안경점용 진단시장 고성장 지속
	인터로조	중국과 일본 등 신규 매출처 확대 기대
	아비스타	중국시장 외형 성장 본격화에 따른 수혜
	완리	중국 보장성주택 공급 정책에 따른 수혜 기대
	차이나킹	중국 건강식품시장과 동반 성장

자료: 한화증권 리서치센터

Contents

중국 내수 관련주 주목 3

삼광유리 (005090/Buy): 2012년 글라스락 중국 수요 급증 7

케이비티 (052400/Not Rated): 매력적인 시장이 될 미국과 중국 시장에 수주 시동을 걸다! 10

제닉 (123330/Not Rated): 기다렸던 중국 시장 진입! 12

동원산업 (006040/Not Rated): 중국 수산물 소비 급증 14

휴비츠 (065510/Not Rated): 중국 안경 시장과 동반 성장 16

인터로조 (119610/Not Rated): 중국 렌즈시장에서의 성공스토리 18

아비스타 (090370/Not Rated): 2012년 중국사업 외형확대 본격화 20

완리 (900180/Not Rated): 테라코타 패널 확장효과 2012년 나온다! 22

차이나킹 (900120/Not Rated): 중국 건강식품 시장과 동반성장 24

투자 아이디어

중국 내수 소비 관련업체에 주목

투자 포인트

당사에서는 중국 관련주가 시장에서 다시 주목을 받을 가능성이 높다고 판단한다. 이는 1) 중국 경제의 의미 있는 전환점이 2월 이후가 될 것으로 전망되기 때문이다. 2) 3월 5일 전인대를 전후하여 경기부양책이 구체화될 것으로 전망된다. 3) 과거 5년 간 춘절기간(전후 한달) 중 중국 관련 소비주가 대체로 KOSPI를 Outperform하여 투자 전략 측면에서 긍정적이다. 4) 2011년 8월 163.02하였던 위안화가 최근 180원 대로 한 단계 레벨업되었다. 이로 인해 올해 상반기 중국 관련주의 실적은 환율 효과로 중국 관련주의 실적 증가요인이 될 것으로 보인다.

중국 내수 소비 확대에 따라 수혜가 예상되는 Mid Small-Cap 기업

삼광유리 (005090/Buy): 2012년 글라스락 중국 수요 급증

케이비티 (052400/Not Rated): 매력적인 시장이 될 미국과 중국 시장에 수주 시동을 걸다!

제닉 (123330/Not Rated): 기다렸던 중국 시장 진입!

동원산업 (006040/Not Rated): 중국 수산물 소비 급증

휴비츠 (065510/Not Rated): 중국 안경 시장과 동반 성장

인터로조 (119610/Not Rated): 중국 렌즈시장에서의 성공스토리

아비스타 (090370/Not Rated): 2012년 중국사업 외형확대 본격화

완리 (900180/Not Rated): 테라코타 패널 확장효과 2012년 나온다!

차이나킹 (900120/Not Rated): 중국 건강식품 시장과 동반성장

중국식품포장 (900060/Not Rated): 중국 음료산업 성장과 함께 간다

[Mid Small-Cap Analyst 김희성| 02)3772-7556, smallcap@koreastock.co.kr]

중국 내수소비 관련업체에 주목

중국 내수 소비관련 주 다시 주목 받을 것으로 전망

당사에서는 상반기에 중국 내수 관련주가 시장에서 다시 주목을 받을 가능성이 높다고 판단한다.

이는 1) 중국 경제의 의미 있는 전환점이 2월 이후가 될 것으로 전망되기 때문이다. 1~2월 추가 지준율 인하 가능성이 높고, 춘절연휴가 끝나는 2월부터 본격적인 조업활동 재개가 가능해, 연휴효과로 인해 1월까지는 경기 둔화 국면이 지속되겠지만 2월 이후 점진적인 경기가 개선되는 효과가 나타날 것으로 예상된다. 3월부터 발표되는 경제지표의 긍정적인 시그널을 확인할 수 있을 전망이다.

2) 3월 5일 전인대를 전후하여 경기부양책이 구체화될 것으로 전망된다.

3) 과거 5년 간 춘절기간(전후 한달) 중 중국 관련 소비주가 대체로 KOSPI를 Outperform하여 투자 전략 측면에서 긍정적이다.

4) 2011년 8월 163.02하였던 위안화가 최근 180원 대로 한 단계 레벨업되었다. 이로 인해 올해 상반기 중국 관련주의 실적은 환율 효과로 실적이 중국 관련주의 실적 증가요인이 될 것으로 보인다.

중국 내부적으로는 7대 신흥 산업뿐만 아니라, 내수 소비 진작(음식료, 섬유, 헬스케어 등)과 농민공의 도시화(보장성 공공주택 건설), 서부대개발 등 지역간의 불균형 해소를 위한 대책들이 마련될 것으로 보인다. 따라서 음식료, 의류 등의 내수 소비 산업과 농업/ 건설 및 기계 등의 산업에 주목해야 한다.

안정적인 소비 성장 기대

정책기조가 물가에서 성장으로 전환하면서 상당기간 중국의 성장 과제는 내수 확대이며 그 중에서도 민간소비 확대에 주력하게 될 것이다. 따라서 소비의 안정적인 성장이 기대되며 그 이유는 크게 세가지이다.

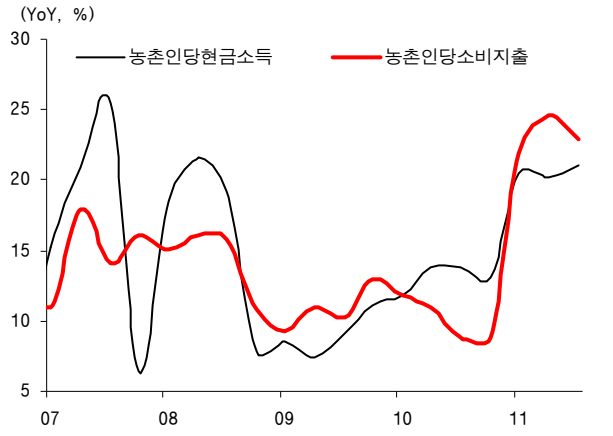
1) 정책 지원이 강화된다. 금년부터 연중 1개월을 '소비촉진월'로 지정하여 지역별로 캠페인을 진행할 계획이다.

2) 가처분 소득이 증가한다. 임금인상으로 명목소득이 증가하고 조세부담 감소와 물가 안정으로 실질소득이 확대될 전망이다. 이로 인한 소득 증가로 소비가 확대될 것으로 보인다.

3) 소비시장이 확대된다. 중서부지역과 농촌 소비가 활성화되고 소비트렌드의 변화로 여행, 문화 등 새로운 소비시장이 빠르게 성장하고 있다.

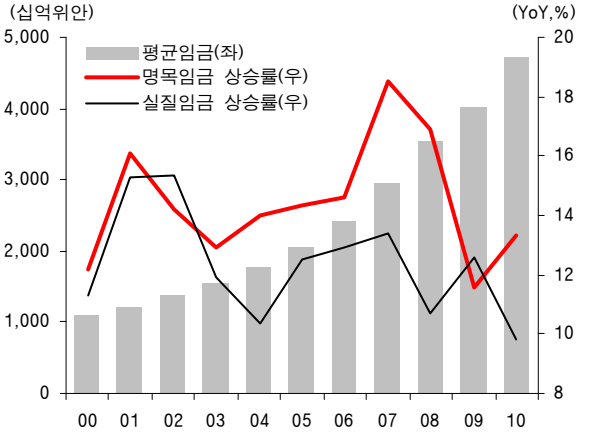
중국의 임금 인상의 불가피성은 노동시장의 구조에서도 예견된다. 30년 전부터 시작한 '1가구 1자녀 정책' 의 결과 청년층 노동력 공급 부족 현상이 계속 나타나고 있으며 경제활동 가능인구(15세~64세)도 감소하고 있다.

[그림1] 중국 농촌 1인당 현금소득과 소비



자료: CEIC, 한화증권 리서치센터

[그림2] 중국 평균 임금상승률 10% 상회



자료: CEIC, 한화증권 리서치센터

2015년까지 민생 안정이 최대 관심사

중국 정부는 앞으로 2015년까지 성장에서 분배에 초점을 맞추며 민생 안정이 최대 관심사가 될 것으로 보인다. 이를 위해 중국 당국은 사회 보장제도 정비, 최저임금인상, 일자리확대, 저소득층 세부담 경감을 추진할 것임을 밝혔다.

또한 연안지역의 소비가 내륙지역으로 파급되도록 노동집약적 산업을 중서부로 이전시키고, 거점 도시를 육성해 도시화율을 높이는 정책을 추진하기로 했다. 중국사회과학원 인구노동경제연구소에서는 중국의 미래 성장동력은 도시화 내륙지역 개발이라고 밝혀, 향후 내륙지역의 성장잠재력은 막대할 것으로 보인다.

앞으로 연안지역은 소비대중화가 확산되는 단계로, 내륙지역은 소비대중화가 시작되는 단계로 진입할 것으로 예상한다. 중국 소비정책 변화는 중산층을 증가시켜 소비기반이 확충되는 효과를 거둘 것이다. 중국은 저소득층일수록 소득대비 소비성향이 높다. 따라서 최저임금 인상은 저소득층의 소비 확대에 기여할 것으로 예상한다.

[그림3] 향후 전개될 중국 정부의 내수 정책

자료: 한화증권 리서치센터

[표1] 중국 내수소비 확대에 따른 수혜업체

종목명	분야	투자포인트
아모레퍼시픽	화장품	• 매장 확대와 브랜드(설화수와 에뛰드 등) 런칭
웅진코웨이	화장품	• 브랜드 확대와 내륙진출 본격화(점포수 확대)
오리온	음식료	• 신규지역 진출과 제품 카테고리 확대
LG생활건강	화장품	• 더페이스샵을 통한 신규 전략
제닉	화장품(마스크팩)	• 동방CJ 등을 통해 마케팅 진행 중
코스맥스	화장품 ODM	• 중국 Capa와 거래처 확대(2011년 매출 330억원 예상)
한국콜마	화장품 ODM	• 북경콜마 2010년 6월부터 생산 시작
CJ오쇼핑	홈쇼핑	• 동방CJ의 24시간 방송의 성공적인 런칭
두산인프라코어	굴삭기	• 중국 굴삭기 시장 점유율 확대의 수혜
진성티이씨	굴삭기 부품	• 전세계 Top tier 건설중장비 업체 고객 확보
우림기계	굴삭기 부품	• 중국 시장 성장으로 두산모트롤향 감속기 매출 본격화
케이피에프	화스너제품과 자동차용 단조부품	• 베어링 전세계 1위 기업인 SKF의 중국 매출 성장과 동반 성장
락앤락	플라스틱 밀폐용기	• 중국 주요 도시에서 브랜드 인지도 1위
삼광유리	유리 밀폐용기	• 중국 글라스락 수출 급증
베이직하우스	의류	• 매장과 브랜드 런칭 확대
코데즈컴바인	의류	• 매장 확대(10년 25개, 11년 60개, 12년 140개)
아비스타	의류	• 2011년 이후 중국 매장 공격적 확대
삼익악기	피아노, 기타 등 악기	• 전세계 피아노 1위 기업인 스타인웨이 인수
대륙제관	부탄가스	• 중국 부탄가스 초기시장으로 수출 1위 기업
농우바이오	종자	• 현지에 맞는 종자개발과 토착 마케팅
제이브이엠	약품포장자동화 장비	• 중국 최대 약품유통업체인 Sinopharm과 독점공급 계약
휴비츠	안경점용 및 안과용 진단기기	• 전세계 3위 시장점유율, 고가와 중가(상해휴비츠) 공략
부광약품	제약	• B형 간염치료제 금년 말~내년 1분기중 중국신약 허가전망
동원산업	수산물	• 중국을 비롯한 이머징 국가 수산물 소비 급증의 수혜
위메이드	게임	• 미르의전설3 중국에서 상용화

자료: 한화증권 리서치센터

[표2] 중국 내수 소비 확대에 따라 수혜가 예상되는 Mid Small-Cap 기업

종목명	매출액 (억원)		영업이익 (억원)		EPS (원)	PER (배)	투자포인트
	2011E	YoY	2011E	YoY			
삼광유리	3,116	8.6	242	58.2	8,217	8.2	• 중국 시장 잠재 시장 성장성 높을 것으로 기대 • 글라스락 중국 수요 급증세 2012년에도 이어질 전망
케이비티	1,485	23.0	292	25.9	2,336	7.7	• 중국 스마트카드 정책으로 시장 성장 본격화될 전망 • 2012년 NFC 도입 본격화로 수혜 기대
제닉	1,350	28.6	190	40.7	3,288	12.6	• 중국 화장품 시장으로의 진입이 가시화 • 국내 시장 석권은 한류 열풍을 타고 중국으로 전파
동원산업	7,052	16.4	1,268	44.9	29,674	5.7	• 중국을 비롯한 이머징 국가 수산물 소비 급증할 전망 • 선박 추가 매입 확대로 실적 개선 추세 이어질 것
휴비츠	659	22.3	115	19.8	1,062	10.2	• 중국 안경점용 진단시장 고성장 지속 • 사업영역(안과용과 광학현미경)과 시장점유율 확대
인터로조	342	43.1	116	38.1	1,782	7.0	• 콘텍트렌즈의 Main시장인 원데이렌즈 시장에 본격 진출 • 중국과 일본 등 신규 매출처 확대 기대
아비스타	1,673	19.9	67	67.5	498	13.8	• 중국 매출 성장 2012년 본격화될 전망 • 2011년 국내 턴어라운드, 2012년 실적개선 속도 가속화
완리	1,812	28.5	506	15.6	691	5.8	• 중국 보장성주택 공급 정책에 따른 수혜 기대 • 고마진제품 매출 확대로 수익성 개선 전망
차이나킹	2,363	25.1	1,002	24.0	883	2.8	• 고부가가치 신제품 출시와 총판대리점 확대로 성장동력 확보 • 중장기 성장성 고려하면 현재 주가 매력적

자료: 한화증권 리서치센터

Analyst 정홍식 | 02.3772-7509
hongsik@hanwha.com

삼광유리 (005090)

Buy(maintain)
목표주가: 95,000원
주가(1/16): 67,600원

Stock Data		
KOSPI(1/16)		1,859.27pt
시가총액		3,281억원
발행주식수		4,854천주
52주 최고가/최저가		82,000 / 56,200원
90일 일평균거래대금		3.5억원
외국인 지분율		5.0%
배당수익률(11.12E)		1.1%
BPS(11.12E)		46,790원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-0.4%
	3개월	17.5%
	6개월	24.1%
주주구성		
이복영 외 4인		45.1%
국민연금		8.1%

2012년 글라스락 중국 수요 급증

유리밀폐용기 글라스락 생산 기업

동사는 식기 유리밀폐용기인 글라스락과 음료·주류에 사용되는 유리병과 캔을 제조하는 기업으로, 글라스락은 일반소비자에게 판매(B2C)하고 있으며, 유리병과 캔은 음료회사와 주류회사에 공급(B2B)하고 있다. 동사의 핵심 사업은 글라스락(영업이익 기여도 80% 수준)으로서 환경호르몬 이슈에 따른 가정 내 유리밀폐용기 수요 증가로 2006년 이후 글라스락 판매는 지속적으로 증가하고 있다.

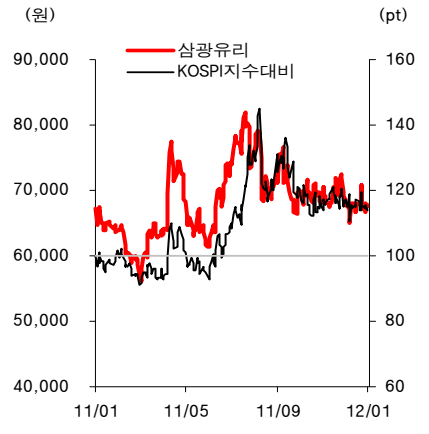
글라스락 중국 수요 급증세..2012년에도 이어질 전망

지난 2011년 5월 이후 대만지역에서 환경호르몬 문제가 대두되며 대만과 주변국가인 중국에서 글라스락 수요가 급증하고 있다. 글라스락 중국 수출은 2010년 50억원에서 2011년 약 160억원으로 큰 폭으로 급증하였고, 중국 수출 급증이 지난 7월 이후부터 나타났다는 점을 고려하면 2012년에는 230억원 이상 글라스락 중국 수출이 가능할 것으로 기대한다.

2012년 본격적인 실적 개선 기대

2012년 동사의 실적은 매출액 3,116억원(+8.6% YoY), 영업이익 242억원(+58.2% YoY, OP margin 7.8%)으로 큰 폭의 실적개선을 전망한다. 매출액 증가 이유는 2012년 선진국과 더불어 중국·대만 등으로의 글라스락 수출이 확대되며 글라스락 Capa 확장 효과가 나타날 것으로 전망하기 때문이다. 영업이익 증가 이유는 1)2011년 중 논산신공장 이전 과정에서 발생한 유틸리티, 인건비 등의 고정비성 비용에 대한 기저효과, 2)고마진 사업부인 글라스락의 매출비중 증가(2011년 33.9% → 2012년 40.6% 전망)를 전망하기 때문이다.

Stock Price



Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	2,425	2,616	2,869	3,116	3,457
영업이익(억원)	270	194	153	242	333
세전계속사업손익(억원)	309	296	307	409	523
순이익(억원)	268	263	278	399	511
EPS(원)	5,529	5,422	5,717	8,217	10,520
증감률(%)	48.2	-1.9	5.5	43.7	28.0
PER(배)	8.0	13.1	11.8	8.2	6.4
PBR(배)	1.2	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.1	14.9	14.2	10.5	8.2
영업이익률(%)	11.1	7.4	5.3	7.8	9.6
EBITDA 마진(%)	17.4	13.0	11.9	14.5	16.1
ROE(%)	16.8	14.0	12.8	16.2	17.7
순부채비율(%)	51.2	79.9	69.3	56.1	40.9

글리스락: 삼광유리의 성장 동력

글라스락 사업은 삼광유리의 핵심 사업으로 일반 가정에서 사용하는 유리밀폐용기를 생산·판매하는 것이다. 글라스락 사업부의 실적은 2005년 163억원에 그쳤던 매출액이 환경호르몬 이슈와 고객의 유리밀폐용기 편의성 증대에 영향을 받아 2010년 915억원 규모로 연평균 +41.2% 고성장을 보이고 있으며 2011년에는 972억원 수준으로 추정되고, 2012년에는 1,264억원 수준의 매출을 기대하고 있다.

이 같은 수요증가에 대비하여 동사는 기존 글라스락 Capa의 2배인 일산 180톤을 생산할 수 있는 논산 신공장으로 생산기지를 이전하였으며, 2011년 9월부터 본격적인 생산증가 효과가 나타나고 있다. 글라스락은 현재 북미 등 선진시장에서 견조한 수요증가를 보이고 있으며, 향후에는 중국 등으로 마케팅을 강화하여 신흥시장으로 판매 영역을 점차 다각화할 계획이다.

특히 2011년 5월 이후 대만지역에서 환경호르몬 문제가 대두되며 글라스락 수요가 급격히 증가하고 있는 상황(글라스락 대만 수출: 2010년 20억원 미만 → 2011년 약 60억원 → 2012년 100억원 이상 전망)이고, 이에 영향을 받은 대만의 주변국인 중국에서도 큰 폭의 글라스락 수요 증가(글라스락 중국 수출: 2010년 50억원 → 2011년 약 160억원 → 2012년 230억원 이상 전망)를 보이고 있다. 2012년에도 선진국의 견조한 수요에 대응한 공급 증가와 더불어 중국·대만지역 등의 아시아 지역 수출확대로 안정적인 실적개선이 나타날 것으로 기대한다.

2012년 매출액 3,116억원, 영업이익 242억원 전망

2012년 동사의 실적은 매출액 3,116억원(+8.6% YoY), 영업이익 242억원(+58.2% YoY, OP margin 7.8%)으로 큰 폭의 실적개선을 전망한다. 매출액 증가 이유는 2012년 선진국과 더불어 중국·대만 등으로의 글라스락 수출이 확대되며 글라스락 Capa 확장 효과가 발생할 것으로 전망하기 때문이다. 영업이익 증가 이유는 1)2011년 중 논산신공장 이전 과정에서 발생한 유틸리티, 인건비 등의 고정비성 비용에 대한 기저효과, 2)고마진 사업부인 글라스락의 매출비중 증가(2011년 33.9% → 2012년 40.6% 전망)를 전망하기 때문이다.

[표3] 삼광유리 실적 전망 (단위: 억원)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	**1,675**	**1,542**	**1,781**	**2,003**	**2,267**	**2,425**	**2,616**	**2,869**	**3,116**	**3,457**
YoY		-7.9%	15.5%	12.5%	13.2%	6.9%	7.9%	9.7%	8.6%	10.9%
Glasslock	**188**	**163**	**284**	**478**	**577**	**854**	**915**	**972**	**1,264**	**1,520**
P: ASP(천원/kg)	*1.3*	*1.7*	*2.4*	*2.5*	*2.6*	*3.5*	*3.0*	*3.0*	*3.1*	*3.2*
Q: 판매량(천톤)	*14*	*10*	*12*	*19*	*22*	*24*	*31*	*32*	*41*	*48*
병유리	**714**	**695**	**747**	**733**	**799**	**764**	**721**	**789**	**753**	**783**
P: ASP(천원/kg)	*5.1*	*4.6*	*4.3*	*4.4*	*4.8*	*4.7*	*4.5*	*5.0*	*5.2*	*5.2*
Q: 판매량(천톤)	*139*	*152*	*173*	*167*	*165*	*162*	*160*	*157*	*146*	*150*
캔	**783**	**684**	**750**	**792**	**891**	**807**	**980**	**997**	**980**	**1,035**
P: ASP(백원/관)	*0.9*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*1.1*	*1.1*	*1.2*	*1.2*
Q: 판매량(백만관)	*904*	*714*	*757*	*808*	*887*	*814*	*916*	*879*	*838*	*860*
기타								110	120	120
영업이익	**60**	**65**	**111**	**141**	**134**	**270**	**194**	**153**	**242**	**333**
% of sales	3.6%	4.2%	6.2%	7.0%	5.9%	11.1%	7.4%	5.3%	7.8%	9.6%
% YoY		7.8%	72.0%	26.2%	-4.9%	102.0%	-28.1%	-21.1%	58.2%	37.7%

자료: 삼광유리, 한화증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서

(단위: 십억원)

12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	**242.5**	**261.6**	**286.9**	**311.6**	**345.7**
매출원가	198.5	223.5	250.9	266.3	290.4
매출총이익	**44.0**	**38.1**	**35.9**	**45.3**	**55.3**
판매비및관리비	17.0	18.7	20.6	21.1	22.0
영업이익	**27.0**	**19.4**	**15.3**	**24.2**	**33.3**
영업외손익	**3.9**	**10.2**	**15.4**	**16.7**	**19.0**
이자수익	1.5	1.0	1.0	0.8	0.9
이자비용	5.3	4.6	7.0	7.4	6.4
외환손익	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1
지분법평가손익	8.9	13.3	20.1	22.0	24.0
자산처분손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.5	-8.3	-12.4	-13.5	-12.3
세전계속사업손익	**30.9**	**29.6**	**30.7**	**40.9**	**52.3**
계속사업법인세비용	4.1	3.3	2.9	1.0	1.3
계속사업이익	26.8	26.3	27.8	39.9	51.1
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**26.8**	**26.3**	**27.8**	**39.9**	**51.1**
(포괄손익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	42.3	34.1	34.1	45.3	55.7
매출총이익률	18.1	14.6	12.5	14.5	16.0
EBITDA마진율(%)	17.4	13.0	11.9	14.5	16.1
영업이익률(%)	11.1	7.4	5.3	7.8	9.6
세전계속사업이익률(%)	12.8	11.3	10.7	13.1	15.1
ROA(%)	8.1	6.5	5.7	7.8	9.6
ROE(%)	16.8	14.0	12.8	16.2	17.7
수정ROE*(%)					

대차대조표

(단위: 십억원)

12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	**120.5**	**131.7**	**142.1**	**141.0**	**140.3**
현금및 현금성자산	20.6	18.4	37.0	26.4	14.9
단기금융상품	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0
단기투자자산	8.7	8.2	8.2	8.5	8.9
매출채권	50.3	62.9	49.4	53.5	58.4
재고자산	37.4	38.3	44.6	49.4	55.1
비유동자산	229.4	332.8	361.8	382.4	402.0
투자자산	99.9	126.6	142.0	147.7	153.7
유형자산	129.5	206.2	219.2	234.0	247.6
무형자산	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
자산총계	**349.9**	**464.5**	**503.9**	**523.4**	**542.3**
유동부채	**148.8**	**121.3**	**98.4**	**101.0**	**103.9**
매입채무	19.0	27.0	25.3	27.6	30.1
단기차입금	52.1	53.0	36.9	36.9	36.9
유동성장기부채	43.2	9.8	4.4	4.4	4.4
비유동성부채	29.2	138.4	177.7	158.3	127.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	23.1	128.3	161.7	141.7	109.7
부채총계	**178.1**	**259.7**	**276.1**	**259.3**	**230.9**
자본금	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
자본잉여금	58.8	58.8	17.4	17.4	17.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	90.9	113.7	189.6	225.8	273.3
자본총계	**171.9**	**204.7**	**227.8**	**264.0**	**311.5**
순차입금	**88.0**	**163.6**	**157.9**	**148.1**	**127.2**

주요지표

12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
투자지표					
PER(배)	8.0	13.1	11.8	8.2	6.4
수정 PER(배)					
PBR(배)	1.2	1.7	1.4	1.2	1.1
배당수익율(%)	1.7	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/ EBITDA(배)	7.1	14.9	14.2	10.5	8.2
성장성(%,YOY)					
매출액	6.9	7.9	9.7	8.6	10.9
영업이익	102.0	-28.1	-21.2	58.2	37.7
세전계속사업손익	43.7	-4.2	3.5	33.3	28.0
포괄손익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	n/a	-1.9	5.5	43.7	28.0
안정성(%)					
유동비율	81.0	108.6	144.4	139.5	135.1
부채비율	103.6	126.9	121.2	98.2	74.1
이자보상배율	7.1	5.4	2.5	3.7	6.1
순차입금/자기자본	51.2	79.9	69.3	56.1	40.9
주당지표					
EPS	5,529	5,422	5,717	8,217	10,520
SPS	0	0	0	0	0
BPS	35,404	42,174	46,790	54,257	64,026
EBITDA/Share	8,714	7,025	7,020	9,332	11,480
CFPS	7,110	6,078	6,681	7,923	10,077
DPS	750	750	750	750	750

* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임.

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동 현금	**50.6**	**19.6**	**31.7**	**32.0**	**41.2**
당기순이익	26.8	26.3	27.8	39.9	51.1
비현금수익비용가감	7.7	3.2	4.7	-1.4	-2.1
유형자산감가상각비	15.3	14.7	18.8	21.1	22.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-7.6	-11.5	-14.1	-22.5	-24.5
영업활동 자산부채변동	16.1	-9.9	-0.7	-6.4	-7.7
매출채권 감소(증가)	11.9	-12.1	17.3	-4.1	-4.8
재고자산 감소(증가)	-1.6	-2.6	-10.8	-4.9	-5.7
매입채무 증가(감소)	-3.2	8.1	-7.7	2.3	2.5
기타자산,부채변동	9.0	-3.3	0.5	0.3	0.3
투자활동 현금	**-40.0**	**-94.9**	**-25.4**	**-18.9**	**-17.1**
유형자산처분(취득)	-30.4	-93.5	-34.0	-36.0	-36.0
무형자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	-9.4	-0.8	8.5	17.1	18.9
기타투자활동	-0.2	-0.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**4.1**	**73.1**	**12.3**	**-23.6**	**-35.6**
차입금의 증가(감소)	7.6	72.8	11.9	-20.0	-32.0
자본의 증가(감소)	-3.5	-3.6	-4.3	-3.6	-3.6
배당금의 지급	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6
기타재무활동	0.0	3.9	4.7	0.0	0.0
현금의 증가	**14.7**	**-2.2**	**18.6**	**-10.5**	**-11.5**
기초현금	5.9	20.6	18.4	37.0	26.4
기말현금	20.6	18.4	37.0	26.4	14.9

Analyst 김희성 | 02.3772-7556
smallcap@hanwha.com

케이비티 (052400)

Not-Rated
주가(1/16): 18,050원

Stock Data		
KOSDAQ(1/16)		519.85pt
시가총액		1,692억원
발행주식수		9,375천주
52주 최고가/최저가		19,750 / 11,350원
90일 일평균거래대금		33.2억원
외국인 지분율		4.3%
배당수익률(12.12E)		2.5%
BPS(12.12E)		10,333원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	11.7%
	3개월	19.3%
	6개월	45.6%
주주구성		
조정일 외 1		27.9%

매력적인 시장이 될 미국과 중국 시장에 수주 시동을 걸다!

매력적인 시장으로 커질 중국과 미국 스마트카드 시장에 수주 시동!

전세계 스마트카드 시장은 2011년 72.1억 달러에서 2022년 157.7억 달러로 연평균 12%의 꾸준한 성장세가 지속될 것으로 예상하고 있다. 이러한 업황 호조속에 신규지역과 해외 통신 사업부의 매출이 가시화되고 있어 추가적인 성장 동력을 확보하였다. 올해부터 중국과 미국의 매출이 확대될 것으로 보인다. 중국은 카드 복제 문제로 신용카드가 활성화되지 않았으나 중국 정부가 스마트카드의 전환을 통해 중장기적으로 신용카드 활성화를 추진하고 있어 금년부터 스마트카드 시장이 개화될 것으로 보이며, 동사도 상반기 중에 수주를 받을 것으로 보인다. 또한 미국도 스마트카드 시장이 활성화되지 않았으나, 금년 이후 본격적으로 채용할 움직임을 보이고 있어 미국 향 매출도 가시화될 것으로 보인다. 또한 다소 지연되었던 통신용 스마트카드 수출도 본격화될 것으로 예상된다. 작년 중동 향으로 30억원 매출을 기록하였고, 올해 중동 향 매출 증가와 거래 지역 확대로 100억원으로 증가할 것으로 전망되며, 지속적으로 확대될 것으로 보인다..

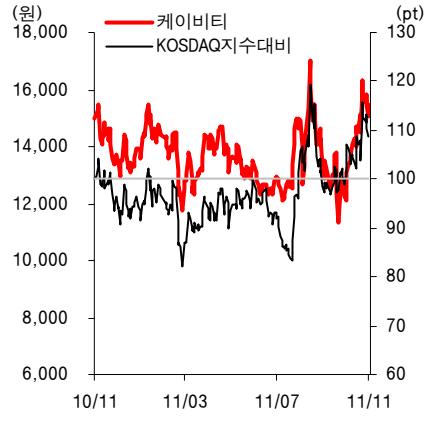
NFC도입은 새로운 성장 모멘텀

NFC는 2012년부터 본격화될 것으로 전망된다. NFC USIM은 기존 USIM보다 가격이 30~50% 비싸기 때문에 NFC가 확산되면 동사 실적에 크게 기여할 것으로 전망된다. 또한 LTE 확대에 따른 수혜도 예상된다. LTE USIM도 기존 USIM보다 고가로 LGU+향뿐만 아니라 최근 KT도 2G서비스가 종료됨에 LTE 서비스 개시함에 따라 향후 수혜가 기대된다.

실적 호조에도 불구하고 매우 저평가

2012년과 2013년 예상실적 기준으로 P/E가 각각 8.0배와 6.4배로 국내 소프트웨어 평균 P/E 17.1배에 비해 크게 저평가되어있다(BW전환할 경우 10.2배와 8.1배). 시장확대와 중장기 성장성을 감안하면 현재 주가는 매력적이다.

Stock Price



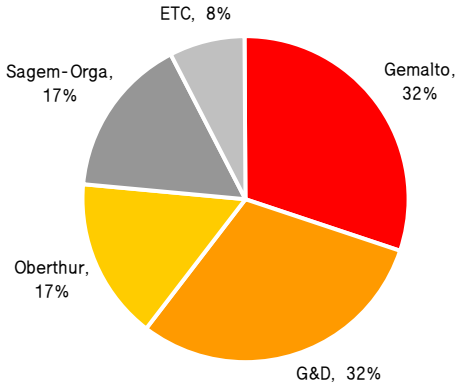
Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	648	851	1,207	1,485	1,813
영업이익(억원)	82	170	232	292	370
세전계속사업손익(억원)	84	138	200	274	351
순이익(억원)	95	111	161	219	274
EPS(원)	1,512	1,386	1,851	2,336	2,923
증감률(%)	19.9	-8.4	25.6	26.0	25.1
PER(배)	4.6	9.0	9.9	7.7	6.2
PBR(배)	1.4	2.0	2.3	1.8	1.4
EV/EBITDA(배)	9.7	7.5	7.7	5.8	4.5
영업이익률(%)	12.6	20.0	19.2	19.7	20.4
EBITDA 마진(%)	15.0	22.6	21.3	21.5	22.1
ROE(%)	27.2	21.4	25.8	26.5	27.4
순부채비율(%)	순현금	42.0	30.6	16.2	4.2

스마트카드 시장의 중장기적 성장성에 주목

전세계 스마트카드 시장은 2011년 72.1억 달러에서 2022년 157.7억 달러로 연평균 12%의 꾸준한 성장세가 지속될 것으로 전망된다. 이는 신분증의 위변조로 인한 금융사기와 테러 등에서 수법이 고도화되면서 스마트카드를 이용한 각종 ID카드의 채택이 늘어나고 있기 때문이다. 또한 최근 대두되고 있는 통신과 금융의 컨버전스(Convergence) 경향과 스마트폰의 보급 확대 및 4G로의 전환으로 신규 시장이 확대되고 있다.

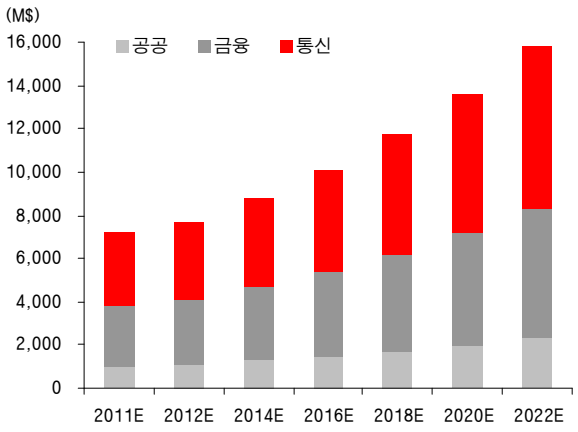
유럽시장이 스마트카드를 가장 먼저 도입한 만큼 전세계 스마트카드 시장 규모 면에서도 유럽의 비중이 가장 클 뿐만 아니라(유럽 35%, 동아시아 26%, 중남미 17%, 인도 및 동남아 11%), 스마트카드 칩 운영체제(OS) 및 애플리케이션 글로벌 4대 메이저 회사인 Gemalto, G&D, Oberthur, Sagem-Orga가 전 세계 시장점유율을 92% 이상 차지하고 있다.

[그림4] 세계 스마트 카드 시장 점유율



자료: IMS Research(08), 한화증권 리서치센터

[그림5] 세계 스마트카드 시장 전망



자료: Frost & Sulivan, 한화증권 리서치센터

레퍼런스 확보로 수주 확대 전망

이러한 글로벌 4개사가 시장을 과점하고 있고, 고객이 보수적인 성향인 정부, 금융기관과 통신사인 점인 감안하면 객관적으로는 시장 침투가 어려워 보인다. 당사가 동사를 주목하는 것은 레퍼런스 확보에 따라 지속적으로 수주 국가가 확대되고 있다는 점이다. 2007년 세계 1위인 Gemalto와 경쟁에서 태국 1차 전자주민증 사업 수주에 성공하였으며, 2009년에 2차 수주에도 성공했다. 그 후 인도, 러시아, 중동, 말레이지아, 아프리카(나이지리아 등), 중남미(브라질) 등 이머징 마켓에서 지속적으로 수주가 확대되고 있다.

올해부터 중국과 미국의 매출이 확대될 것으로 보인다. 중국은 카드복제 문제로 카드가 활성화되지 않았으나 중국 정부가 스마트카드의 전환을 통해 중장기적으로 카드 활성화를 추진하고 있어 금년부터 스마트카드 시장이 개화될 것으로 보이며, 동사도 상반기 중에 수주를 받을 것으로 보인다. 또한 미국도 스마트카드 시장이 활성화되지 않았으나, 금년 이후 본격적으로 채용할 움직임을 보이고 있어 미국 향 매출도 가시화될 것으로 보인다.

또한 통신부문의 해외 수주 가시화로 인한 중장기적 성장 동력 확보를 예상한다. 상대적으로 금융에 비해 다양한 제품을 보유하지 못했으나, 최근 글로벌 규격에 맞춘 제품을 잇달아 개발 완료하였다. 드디어 작년 중동 향으로 30억원 매출을 기록하였고, 올해 중동 향 매출 증가와 거래 지역 확대로 100억원으로 증가할 것으로 전망되며 지속적으로 확대될 것으로 보인다. 통신부문이 스마트카드 시장의 47%인 점을 감안하면 기존 금융부문보다 훨씬 매출이 커질 것으로 보인다.

Analyst 오주식 | 02.3772-7688
osssy@hanwha.com

제닉 (123330)

Not-Rated
주가(01/16): 41,500원

Stock Data		
KOSDAQ(1/15)		519.85pt
시가총액		2,019억원
발행주식수		4,867천주
52주 최고가/최저가		51,000/29,500원
90일 일평균거래대금		38.2억원
외국인 지분율		7.7%
배당수익률(11.12E)		0.0%
BPS(11.12E)		6,312원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	9.8%
	3개월	-15.6%
	6개월	-%
주주구성		
유현오외 4인		27.5%

기다렸던 중국 시장 진입!

중국시장으로의 진입조건 확보!

1월 6일 중국 화장품시장 위생승인을 취득하였다. 3분기 이후 중국향 수출이 가시화될 전망이다. 국내 마스크팩 시장 점유율은 현재 35%수준으로 시장점유율 1위를 확보하고 있는 상황에서, 중국시장으로의 진출을 위한 교부보 확보로 새로운 성장 동력을 확보한 것으로 판단된다. 특히 중국내 한류열풍의 핵심인 국내 화장품 제품에 대한 중국 소비자들의 높은 관심의 수혜를 직접 입을 것으로 전망한다.

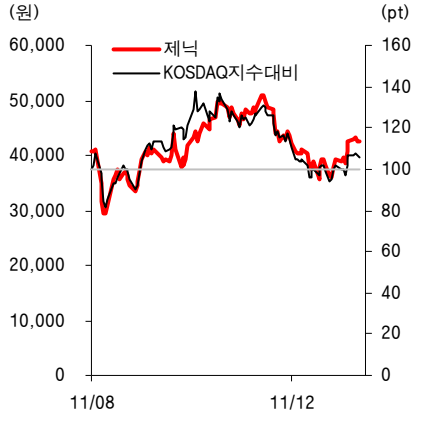
국내 시장 석권은 한류 열풍을 타고 중국으로 전파

2011년 말 신규공장 설립으로, 기존 생산능력 대비 70%이상 증가한 연간 1600억원 규모의 Capa.를 확보하였다. 중국시장으로의 진입 가시화로 늘어난 생산능력은 하반기 이후 본격적인 실적개선으로 연결될 전망이다.

하반기 생산능력 확대로 실적 호전이 본격화 될 전망

2012년 예상실적은 매출액 1,350억원(+29%YoY), 영업이익 190억원(+41%YoY)를 기록할 전망이다. 중국 시장의 홈쇼핑 업체 수수료는 국내보다 낮은 수준으로 중국 시장 매출 확대는 영업이익률 호전으로 나타나 외형성장 및 수익성 호전이 동시에 나타날 것으로 보인다. 2012년 예상실적 기준 형재 동사 주가는 P/E 12.9x 수준. 2012년 이후 중국시장의 성장 가능성을 고려하면, 동사의 Multiple은 빠른 수준으로 낮아질 가능성이 높다고 판단된다.

Stock Price



Financial Data	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액(억원)	137	419	819	1,050	1,350
영업이익(억원)	7	29	122	135	190
세전계속사업손익(억원)	4	26	119	129	190
순이익(억원)	4	31	89	110	160
EPS(원)	-		4,630	2,260	3,288
증감률(%)	-	-	-	-34.0	45.5
PER(배)	-	-	-	18.4	12.6
PBR(배)	-	-	-	4.1	3.3
EV/EBITDA(배)	-	-	-	15.5	11.3
영업이익률(%)	5.1	6.8	14.9	12.9	14.1
EBITDA 마진(%)	12.1	9.5	17.0	13.8	15.6
ROE(%)	12.1	63.7	81.9	28.4	30.2
순부채비율(%)	125.5	63.4	순현금	순현금	순현금

중국 시장 진입을 눈앞에 두고 있는 상황

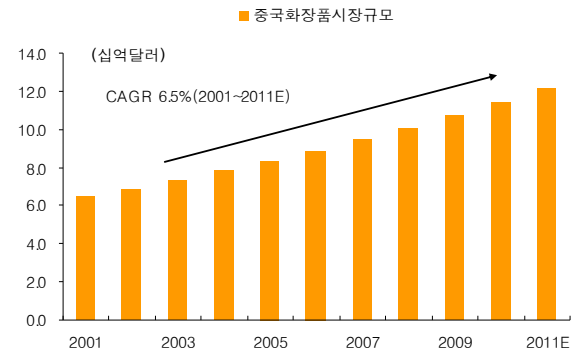
중국의 화장품 시장규모는 2011년에는 120억달러의 시장규모에서 2012년에는 150억 달러 규모로 성장할 것으로 전망된다. 10년간 연평균 6.5%의 성장 속도로 시장이 확대되고 있으며, 소득 수준증가와 더불어 화장품이 선택 및 사치성 소비재에서 필수 소비재로 전환되며, 시장성장의 속도는 한층 높아질 전망이다.

제닉은 지난 1월 6일 중국 수출을 위한 위생허가 승인과 함께 중국 공장 임대계약을 완료하며, 중국 시장 진입을 위한 모든 준비를 완료하였다. 향후 1분기 이내에 중국 홈쇼핑 채널 유통을 책임질 동방 CJ와 제품판매를 위한 구체적인 협의가 진행될 예정이므로 빠르면 2분기 늦어도 3분기내에는 중국향 제품 판매가 본격화될 전망이다.

한류 열풍과 더불어 중국 소비자들의 한국 화장품에 대한 선호도와 동사의 하이드로겔 마스크가 국내에서 이미 35%에 다하는 절대적인 시장점유율로 소비자들에게 검증을 받은 점을 고려하면, 중국 진출 및 성공의 가능성은 매우 높다고 판단된다.

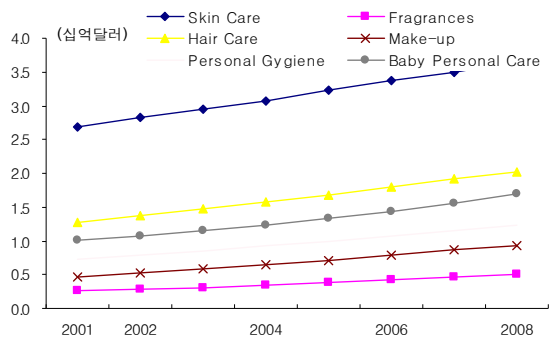
2012년 예상실적은 매출액 1,350억원(+29%YoY), 영업이익 190억원(+41%YoY)을 기록할 전망이다. 중국 시장의 홈쇼핑 업체 수수료는 국내보다 낮은 수준으로 중국 시장 매출 확대는 영업이익률 호전으로 나타날 것으로 예상한다. 따라서 2012년은 외형성장 및 수익성 호전이 동시에 진행될 것으로 전망한다. 2012년 예상실적 기준 현재 동사 주가는 P/E 12.9x 수준이며. 2012년 이후 중국시장의 성장 가능성을 고려하면, 동사의 Multiple은 빠른 수준으로 낮아질 가능성이 높다고 판단된다.

[그림6] 중국 화장품 시장규모 연평균 6.5% 성장



자료: Datamonitor Personal Cara Market, 한화증권 리서치센터

[그림7] 중국 화장품 유형별 시장 규모 추이



자료: Datamonitor Personal Cara Market, 한화증권 리서치센터

Analyst 김희성 | 02.3772-7556
Smallcap@hanwha.com

동원산업 (006040)

Not-Rated
주가(01/16): 170,500원

Stock Data		
KOSPI(01/16)		1,859.27pt
시가총액		5,734억원
발행주식수		3,363천주
52주 최고가/최저가		203,000/143,000원
90일 일평균거래대금		7.14억원
외국인 지분율		2.4%
배당수익률(12.12E)		1.8%
BPS(12.12E)		162,665원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	0.3%
	3개월	9.2%
	6개월	2.4%
주주구성		
동원엔터프라이즈 외 7		60.83%

중국 수산물 소비 급증

중국 수산물 소비에 주목

중장기적으로 글로벌 참치가격은 상승 추세를 보일 것으로 전망된다. 이는 세계 수산물 소비증가 속도가 공급증가보다 훨씬 빠를 것으로 예상되며, 특히 인구가 많은 중국을 비롯한 이머징 국가들의 수산물 소비가 큰 폭으로 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 특히 당사에서는 중국의 수산물 소비에 주목하고 있다. 중산층 확대 및 소득수준 증가에 따라 수산물 소비가 지속적으로 증가하고 있다. 참치 수요증가에도 불구하고 수산기구의 쿼터규제, 유가상승으로 인한 채산성 악화로 인한 소규모 선사의 구조조정 등 공급이 제한되고 있다.

2012년부터 신규 선박 투입 효과 발생

참치가격의 불확실성과 함께 디스카운트 요인이었던 어획량도 지속적인 선박 추가매입 확대로 실적 개선 추세가 지속되는 계기가 될 것으로 보인다. 선망선 2척(1척은 이미 건조하여 조업시작), 트롤선 2척과 연승선 1척을 매입할 계획이며 지속적으로 확대할 전망이다. 신규선박 투입 효과가 2011년 2분기부터 발생할 것으로 예상되었으나, 고장과 시행착오로 인해 오히려 적자를 기록하였다. 그러나 3분기부터 소폭 흑자 전환되었고 2012년부터는 본격적으로 신규선박 투입 효과가 나타나 2012년 이후 실적 기대감을 높이고 있다.

Valuation 매력도 높음

동사의 주가는 참치가격 등락에 따라 참치가격이 낮을 때는 P/E가 5배, 참치가격이 최고가를 경신할 때는 P/E가 11배 수준을 적용 받아왔다. 최근 참치가격이 상대적으로 높은 상황이고, 선박 수 증가와 자회사 스타키스트의 중장기 실적 및 상장 모멘텀을 고려할 때 2012년 실적기준으로 밴드 하단 수준인 P/E 5.7배는 매우 저평가되어 있는 것으로 판단된다.

Stock Price

Financial Data	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액(억원)	6,028	5,955	5,720	6,057	7,052
영업이익(억원)	1,147	782	1,042	875	1,268
세전계속사업손익(억원)	600	993	1,262	883	1,305
순이익(억원)	430	751	959	675	998
EPS(원)	12,784	22,335	28,515	20,070	29,674
증감률(%)	-1.1	74.7	27.7	-29.6	47.8
PER(배)	7.8	4.4	4.4	8.5	5.7
PBR(배)	1.5	1.2	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.7	7.0	5.7	6.5	4.2
영업이익률(%)	19.0	13.1	18.2	14.4	18.0
EBITDA 마진(%)	21.0	16.0	21.5	20.7	23.5
ROE(%)	23.1	28.3	26.4	15.5	19.2
순부채비율(%)	136.0	84.2	58.9	31.0	17.6

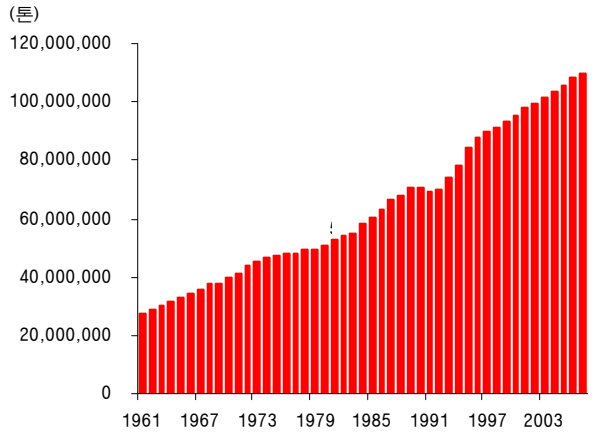
글로벌 참치가격은 지속적으로 상승 추세를 보일 것으로 전망

중장기적으로 글로벌 참치가격은 상승 추세를 보일 것으로 전망된다. 이는 세계 수산물 소비증가 속도가 공급증가보다 훨씬 빠를 것으로 예상되며, 특히 인구가 많은 중국을 비롯한 이머징 국가들의 수산물 소비가 큰 폭으로 증가할 것으로 보이기 때문이다.

특히 당사에서는 중국의 수산물 소비에 주목하고 있다. 중산층 확대 및 소득수준 증가에 따라 수산물 소비가 지속적으로 증가하고 있기 때문이다. 캔용 참치는 샌드위치와 샐러드 수요증가로, 횟감용 참치는 상류층을 중심으로 소비가 확대되고 있어 중장기적으로 참치 소비는 크게 확대될 것으로 전망된다.

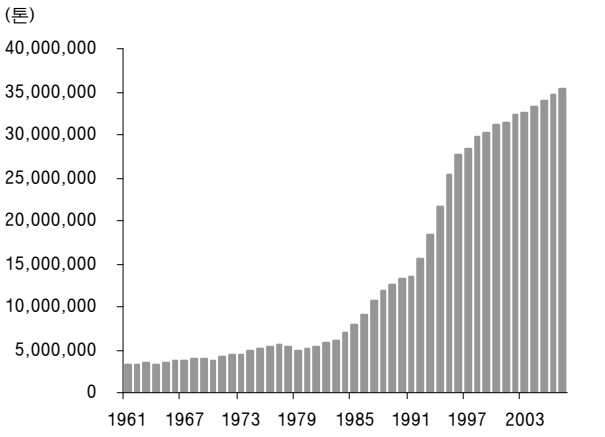
참치 수요증가에도 불구하고 수산기구의 쿼터규제, 유가상승으로 인한 채산성 악화로 인한 소규모 선사의 구조조정 등 공급제한의 영향으로 견조한 수요우위의 구조로 진행될 것으로 전망된다. 중서부태평양수산위원회(WCPFC)에서는 매년 다랑어 어획 쿼터를 점진적으로 줄이고 있는 상황이며, 대서양참치보존위원회(ICCAT)의 제 17차 특별회의(2010년 11월 17일~27일)에서도 2011년 눈다랑어 총 허용어획량을 2010년보다 적은 8억5천만톤 수준으로 합의했다. 또한 CITES(멸종위기에 처한 야생 동식물종의 국제거래에 관한 협약)에서 대서양 북방 참다랑어의 2011년 총 허용 어획량을 전년대비 4.5%(2010년 1.35만톤→2011년 1.29만톤) 감소시켰다.

[그림8] 전세계 수산물 소비량 추이



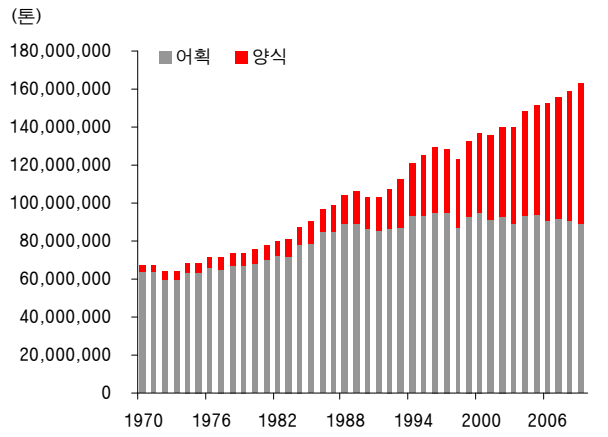
자료: FAO statistics, 한화증권 리서치센터

[그림9] 중국 수산물 소비량 추이



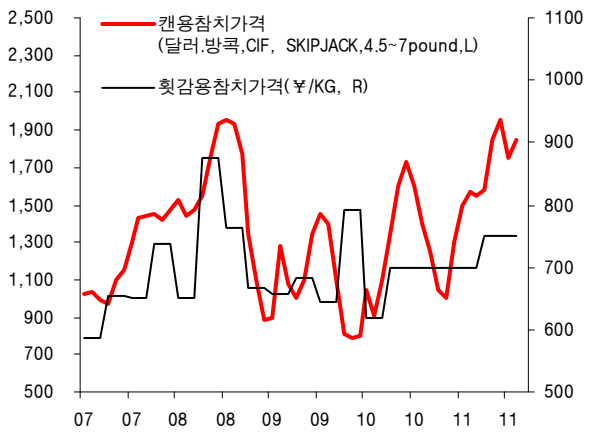
자료: FAO statistics, 한화증권 리서치센터

[그림10] 세계 수산물 생산량 추이



자료: FAO statistics, 한화증권 리서치센터

[그림11] 참치가격과 횟감용참치가격 추이



자료: 동원산업, 사조산업, 한화증권 리서치센터

Analyst 김희성 | 02.3772-7556
smallcap@hanwha.com

휴비츠 (065510)

Not-Rated
주가(01/16): 10,850원

Stock Data		
KOSDAQ(01/16)		519.85pt
시가총액		1,104억원
발행주식수		10,172천주
52주 최고가/최저가		13,750 / 4,835원
90일 일평균거래대금		131.57억원
외국인 지분율		11.3%
배당수익률(12.12E)		0.9%
BPS(12.12E)		4,952원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-8.5%
	3개월	34.1%
	6개월	69.7%
주주구성		
김현수 외 6인		30.1%

중국 안경 시장과 동반 성장

중국 안경점용 진단 시장은 고성장이 지속될 듯

2010년 중국 안경 협회 자료에 의하면 중국의 안경인구는 약 2억 명(약 15%)이나 실제로 시력 교정이 필요한 인구는 약 4억 명으로 추산되고 있다. 국내 및 선진국 안경 착용률이 약 50% 내외여서 인구 및 착용률을 감안할 때 중국의 안경점용 진단시장은 중장기적으로 크게 성장할 것으로 전망된다. 동사는 이러한 중국 시장의 고성장을 감안한 제품 포지셔닝을 차별화를 통해 중국 시장에서의 외형이 크게 증가하고 있다(High-end 제품은 휴비츠, Middle-end 제품은 상해 휴비츠)

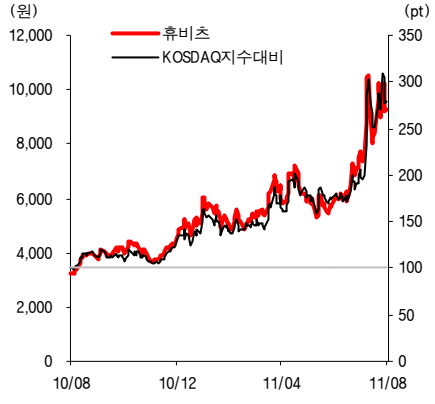
사업 영역과 시장점유율 확대에 주목

안경점용 진단기기에서 시장 점유율이 지속적으로 상승하고 있으며, 안과용과 광학 현미경으로 사업 영역 확대도 가시화되고 있어 중장기적으로 성장 모멘텀을 보유하고 있다. 안과용 세극등 현미경과 안압측정기 출시에 이어 작년 안저카메라도 출시되었다. 또한 2007년 출자한 일본 광학기기 회사인 베르노기연과 공동개발한 광학 현미경이 2011년 말부터 제품화되었으며 제품 수를 지속적으로 확대할 계획이다. 금융위기 이후 경쟁 업체인 일본 업체는 엔화 강세로 가격 경쟁력이 크게 약화되며 경쟁력이 떨어지고 있다. 가격 경쟁력과 더불어 제품 레퍼런스가 확대되고 있는 상황에서 경쟁업체들의 경쟁력 약화로 시장점유율 확대가 지속될 전망이다.

중장기 성장성과 Valuation 겸비

사상 최대 실적 경신이 지속되고 있으며 당분간 이러한 추세는 지속될 것으로 전망된다. 중국 시장과 사업 영역 확대 등 중장기 성장 동력을 확보하였음에도 불구하고 2012년 예상실적 기준으로 P/E가 10.1배와 글로벌의료업종(16.5배) 대비 매우 저평가되어 있다.

Stock Price



Financial Data	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액(억원)	309	386	447	539	659
영업이익(억원)	58	76	78	96	115
세전계속사업손익(억원)	47	76	75	88	120
순이익(억원)	41	68	67	79	102
EPS(원)	448	736	715	799	1,062
증감률(%)	64.2	64.2	-2.9	19.3	24.5
PER(배)	5.1	5.5	6.7	12.5	10.2
PBR(배)	1.2	1.7	1.7	2.9	2.2
EV/EBITDA(배)	2.7	4.2	4.5	8.7	7.1
영업이익률(%)	18.7	19.7	17.4	17.8	17.5
EBITDA 마진(%)	27.2	27.3	25.7	24.5	22.9
ROE(%)	19.2	24.9	19.7	18.8	20.4
순부채비율(%)	31.7	13.3	3.8	6.7	순현금

중국의 안경 인구 감안하면 안경점용 진단시장은 크게 성장할 듯

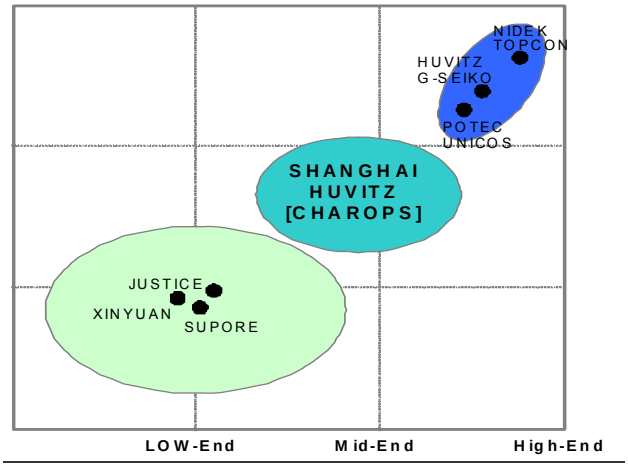
2010년 중국 안경 협회 자료에 의하면 중국의 안경인구는 약 2억 명(약 15%)이나 실제로 시력 교정이 필요한 인구는 약 4억 명으로 추산되고 있다. 1인당 안경점을 비교해 보아도 국내는 5천명 당 한 곳이나, 중국은 3만 7천명 당 한 곳으로 약 7배 이상 성장이 가능하다. 국내 안경 인구가 50%가 넘는 점을 감안하면 향후 시장규모는 엄청나게 증가할 것으로 전망한다. 중국의 안경점용 진단시장은 신규 수요 및 수동형에서 자동화된 제품들에 대한 전환 수요까지 발생하기 때문에 매우 수요가 높다. 중국 안경 및 광학협회는 중국의 안경관련 시장은 2000년 이후부터 급격하게 성장하기 시작했으며 연평균 성장률은 17%를 기록할 것으로 예상하고 있어 고성장이 지속될 것으로 예상된다.

휴비츠는 High-end 제품은 중국으로 직수출하고 Middle-end 제품은 중국 현지에 설립한 상해휴비츠정밀기기유한공사에서 자체 생산해서 판매하고 있다. 따라서 직수출 제품은 국내 매출로 인식되고 있으며, Middle-end 제품은 자회사의 지분법으로 계상되었으나, IFRS 기준으로는 매출부터 포함된다. Nidek, Topcon, 휴비츠가 High-End 시장, 중국 현지업체들이 Low-End 시장을 두고 경쟁하고 있는 가운데 Middle-end 시장에서는 아직까지 뚜렷한 경쟁사가 없는 상황이다. 상해휴비츠는 뚜렷한 경쟁 업체가 없는 상황에서 제품 시장을 선점하고 있다. 상해휴비츠 매출은 2008년 18억원에서 2010년 65억원으로 성장했고, 2011년과 2012년에는 각각 80억원과 100억원을 기록할 것으로 전망된다. 중국 시장 및 동사의 브랜드 포지션 등을 감안할 때 경영 계획을 상회할 가능성이 높다는 판단이다.

[그림12] 상해휴비츠 생산라인

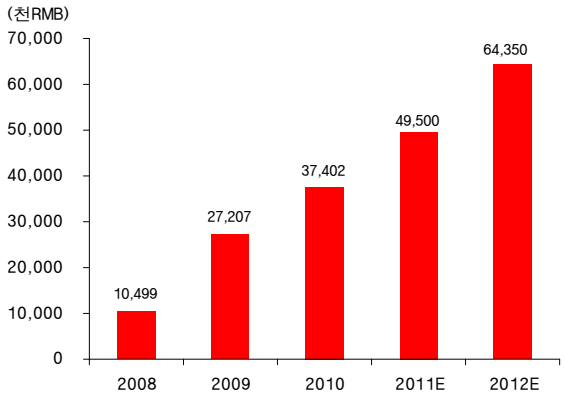
자료: 휴비츠, 한화증권 리서치센터

[그림13] 중국 안경점용 진단기기 업체 포지셔닝



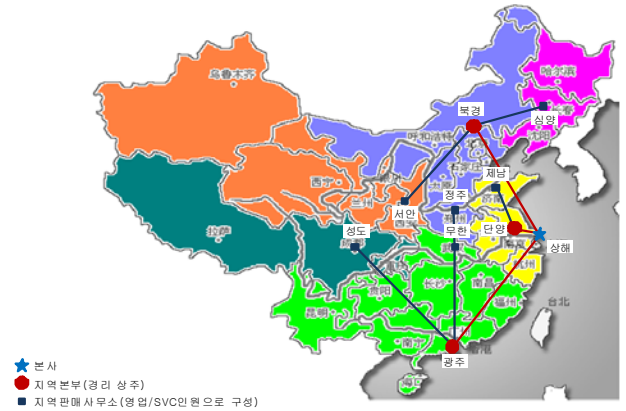
자료: 휴비츠, 한화증권 리서치센터

[그림14] 상해휴비츠 매출전망



자료: 휴비츠, 한화증권 리서치센터

[그림15] 상해휴비츠의 중국 직영 판매망



자료: 휴비츠, 한화증권 리서치센터

Analyst 오주식 | 02.3772-7688
osssy@hanwha.com

인터로조 (119610)

Not-Rated
주가(01/16): 12,550원

Stock Data		
KOSDAQ (1/16)		519.85pt
시가총액		671억원
발행주식수		5,350천주
52주 최고가/최저가		13,200/7,200원
90일 일평균거래대금		3.8억원
외국인 지분율		23.7%
배당수익률(11.12E)		0.0%
BPS(11.12E)		8,437원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	1.4%
	3개월	39.0%
	6개월	30.5%
주주구성		
노시철외 4인		42.4%

중국 렌즈시장에서의 성공스토리

중국: 새로운 기회!

2011년 동사는 중국에 400만불 규모의 수출을 시작하며, 중국 시장 진입에 성공하였다. 중국은 아직 콘텍트렌즈 시장의 형성 초기단계이다. 이는 동사와 같은 신규후발업체들의 자사브랜드 공략을 위한 유리한 조건이다. 현재 동사는 중국 1위 렌트 유통업체인 호리엔사를 통한 ODM 매출과 자사브랜드 런칭을 동시에 진행중에 있다.

Capa. 확대 완료! - 실적 증가로 연결된다

동사는 기존 8개라인에서 최대 17개 라인까지 확대할 수 있는 신공장을 1월 완공하였다. 1차적으로 5개라인에 설비를 확보하여, 현재 Capa.는 전년대비 100% 증가한 연간 6,000만개 수준의 생산능력을 확보하였다. 동시에 원데이 서클렌즈도 제품라인업에 추가하여, 생산능력 증가는 실적 증가로 나타날 전망이다.

중국에서 안타의 행보도 신뢰할만한 수준

2012년 동사는 중국과 일본 러시아 등 신규 매출처 확대 및 원데이 렌즈 시장으로의 진입으로 큰 폭의 성장을 나타낼 전망이다. 2012년 예상실적은 매출액 342억원(+43%YoY), 영업이익 116억원(+38%YoY), 당기순이익 95억원(+40%YoY)이다. 2012년 예상실적 기준 현재 동사 주가는 P/E 7.0배 수준이다(대만의 동종업체인 St.Shine이 현재 2012년 예상 P/E 가 21.2배)

Stock Price

Financial Data	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액(억원)	107	141	176	239	342
영업이익(억원)	37	64	65	84	116
세전계속사업손익(억원)	36	63	64	83	115
순이익(억원)	24	53	55	68	95
EPS(원)	-	-	587	1,282	1,782
증감률(%)	-	-	-	118	39
PER(배)	-	-	-	9.8	7.0
PBR(배)	-	-	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	-	-	-	7.9	6.2
영업이익률(%)	35.0	45.6	37.1	35.0	32.0
EBITDA 마진(%)	38.3	52.1	42.3	38.8	37.2
ROE(%)	30.1	44.9	36.6	41.0	48.9
순부채비율(%)	11.5	순현금	순현금	순현금	순현금

중국 콘택트 시장 확대의 수혜

중국은 콘텍트렌즈 시장 형성의 초기단계이다. 이점은 동사에 새로운 기회로 작용하고 있다. 렌즈는 특성상 소비자가 기존 사용하던 제품에서 다른 제품으로 교체시 이물감을 느끼게 되고 이를 품질 차이로 인식하는 현상이 나타난다. 이점이 바로 렌즈 시장의 브랜드에 대한 높은 충성도로 연결되고, 후발 업체들이 자사 브랜드를 통한 시장 점유율 확보가 매우 어려운 이유로 작용한다.

그러나 중국은 아직 렌즈 시장 규모를 데이터화 하기 어려울 정도로 시장형성이 이루어지고 있지 않다. 그러나 현재 전세계 최고수준의 33%의 근시발병율을 나타내고 있으며, 산업화 발전에 따른 시력약화 인구는 점차 늘어날 것임이 분명하다는 점과 소득증가에 따른 미용에 대한 비례적인 관심 증가는 중국렌즈 시장 성장의 당위성을 증명한다. 동사는 이미 2011년 중국내 렌즈 유통 1위 업체인 호리엔사를 통해 연간 400만불 규모의 렌즈를 수출하였다. 2012년은 최소 600만불 이상의 중국 수출을 달성할 전망이며, 동시에 동사는 자사브랜드 클라렌등도 중국내에서 유통시킬 계획이다.

따라서 중국은 기존의 주요 해외 매출처와는 달리 ODM 비즈니스와 자사브랜드 유통의 두가지 전략을 동시에 진행시킬 예정이다. 아직 중국시장은 글로벌 유통브랜드인 아큐브, 바슈롬등에 대한 소비자들의 충성도가 생성되기 이전이며, 동사의 가격경쟁력(30% 이상) 및 높은 품질은 향후 중국시장에서의 성공스토리가 충분히 가능할 것으로 판단한다.

동사는 기존 8개라인에서 최대 17개 라인까지 확대할 수 있는 신공장을 1월 완공하였다. 1차저으로 5개 라인에 설비를 확보하여, 현재 Capa.는 전년대비 100% 증가한 연간 6,000만개 수준의 생산능력을 확보하였다. 동시에 원데이 서클렌즈도 제품라인업에 추가하여, 생산능력 증가는 실적 증가로 나타날 전망이다.

2012년 동사는 중국과 일본 러시아등 신규 매출처 확대 및 원데이 렌즈 시장으로의 진입으로 큰 폭의 성장을 나타낼 전망이다. 2012년 예상실적은 매출액 342억원(+43%YoY), 영업이익 116억원(+38%YoY), 당기순이익 95억원(+40%YoY)이다. 2012년 예상실적 기준 현재 동사 주가는 P/E 7.0배 수준이다(대만의 동종업체인 St.Shine이 현재 2012년 예상 P/E 가 21.2배)

Analyst 정홍식 | 02.3772-7509
hongsik@hanwha.com

아비스타 (090370)

Not-Rated
주가(01/16): 6,850원

Stock Data		
KOSPI(1/16)		1,859.27pt
시가총액		685억원
발행주식수		10,000천주
52주 최고가/최저가		7,300/4,280원
90일 일평균거래대금		1.0억원
외국인 지분율		23.7%
배당수익률(11.12E)		0.6%
BPS(11.12E)		7,303원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	1.6%
	3개월	7.6%
	6개월	39.0%
주주구성		
김동근외 4인		49.4%
Templeton Asset		19.2%

2012년 중국사업 외형확대 본격화

BNX, TANKUS 등을 보유한 여성 캐주얼 전문 기업

아비스타는 여성 영 캐주얼 전문기업으로 상대적으로 중고가 라인업인 비엔엑스(BNX), 탱커스(TANKUS), 에린 브리니에(Eryn brinie), 카이아크만(Kai-aakmann) 브랜드를 보유하고 있다. 동사의 라인업이 중고가이기 때문에 유통망은 대부분 백화점을 통해서 판매되고 있는 상황이다. 다만 중가 브랜드인 Kai-aakmann의 경우는 향후 대리점 중심으로 외형 확대를 진행할 계획이다.

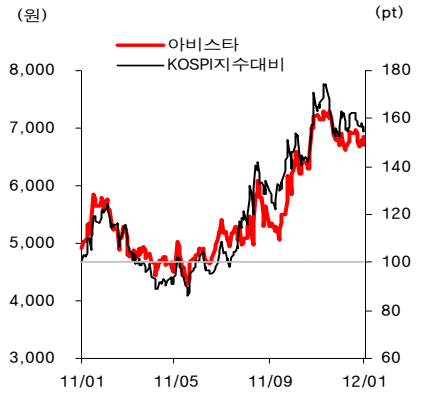
중국에서 성장동력을 찾다

동사의 성장동력은 중국사업에서 나타날 것으로 기대한다. 동사는 지난 2004년부터 중국 의류 시장조사를 시작하였고, 2007년 4월 아비스타 중국 현지법인(지분 100%)을 설립하여 약 3년간 BNX 매장 20개를 운영하며 Test 기간을 거쳤다. 동사는 중국 내 Test가 마무리된 2010년 하반기부터 본격적으로 외형 확장을 진행(중국 매장 수: 2010년 하반기 27개 → 2011년 상반기 36개 → 2011년 하반기 63개)하였다. 이러한 체계적인 중국 진출은 동사의 실적 개선으로 직결될 것으로 보이는데, 회사측은 중국 사업 매출액을 2010년 110억원 → 2011년(E) 200억원 → 2012년(E) 400억원으로 계획하고 있다.

2011년 턴어라운드 원년, 2012년 실적개선 가속화

동사는 2007년 신규브랜드 에린 브리니에와 카이아크만 동시 런칭에 따른 부담으로 2007년~2010년 실적악화가 이어졌으나, 2011년 브랜드 인지도 강화에 따른 실적개선으로 순이익 턴어라운드에 성공하였다. 2012년에는 신규 2개 브랜드의 외형성장을 통한 규모의 경제효과와 중국 사업의 매출액이 큰 폭으로 증가하여 실적개선 속도는 더욱 가속화될 것으로 보인다.

Stock Price



Financial Data	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액(억원)	1,156	1,270	1,245	1,395	1,673
영업이익(억원)	72	15	21	40	67
세전계속사업손익(억원)	35	-46	-59	37	64
순이익(억원)	17	-41	-24	29	50
EPS(원)	170	-412	-235	290	498
증감률(%)	-84.8	적전	적지	흑전	71.6
PER(배)	24.3	0.0	0.0	23.1	13.8
PBR(배)	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	6.3	10.2	12.3	11.6	9.5
영업이익률(%)	6.2	1.2	1.7	2.9	4.0
EBITDA 마진(%)	9.3	4.8	5.0	6.0	6.6
ROE(%)	2.0	-5.1	-3.2	4.0	6.4
순부채비율(%)	30.4	30.0	38.1	40.8	45.2

아비스타: 여성 캐주얼을 주력으로 생산하는 기업

아비스타는 의류 생산기업으로서 중고가 라인업을 타겟으로 하는 여성 캐주얼 브랜드인 비엔엑스(BNX), 탱커스(TANKUS), 에린 브리니에(Eryn brinie)와 중가 라인업을 타겟으로 하는 남녀 영 캐주얼 브랜드인 카이아크만(Kai-aakmann)을 운영하고 있다. 동사의 라인업이 중고가이기 때문에 유통망은 대부분 백화점을 통해서 판매되고 있는 상황이다. 다만 향후 중가 브랜드인 Kai-aakmann의 경우는 대리점 중심으로 외형 확대를 진행할 계획이다.

중국에서 답을 찾다!

동사는 중국 진출로 인한 시장 포트폴리오 다각화로 2012년 이후 고성장을 보일 것으로 기대한다. 동사는 국내에서만 사업을 집중하게 될 경우 이미 성숙단계에 접어든 여성 캐주얼 의류 시장에서 고성장을 기대하기는 다소 어려울 수 있다는 판단으로 향후 의류시장에서 고성장이 기대되는 중국 사업을 강화하고 있다. 즉, 국내에서는 안정적인 성장을 타겟으로 하고 향후 성장동력은 중국을 통해서 나타날 것으로 보인다.

동사는 중국 진출이라는 명분을 가지고 짧은 시간 내 중국시장에서 외형확장을 도모하기 보다는 장기적으로 철저한 조사와 전략을 기반으로 중국 시장에 진출하고 있다. 동사는 이를 위해 지난 2004년부터 중국 의류 시장조사를 시작하였고, 2007년 4월 아비스타 중국 현지법인 Acrex China(지분 100%)를 설립하였다. 2007년 이후 약 3년간 BNX 매장 20개 시범운영 통해서 중국 내 충분한 여성 의류시장 동향과 동사의 마케팅 전략에 대해서 학습하였기 때문에 동사의 중국 진출의 성공 가능성은 높을 것으로 기대한다. 동사는 중국 내 Test가 마무리된 2010년 하반기부터 본격적으로 외형 확장을 진행(중국 매장 수: 2010년 하반기 27개 → 2011년 상반기 36개 → 2011년 하반기 63개)하였고, 이러한 체계적인 중국 진출은 동사의 실적 개선으로 직결될 것으로 보이는데, 회사측은 중국 사업 매출액을 2010년 110억원 → 2011년(E) 200억원 → 2012년(E) 400억원으로 계획하고 있다.

2011년 국내 턴어라운드의 원년, 2012년 실적개선 속도 가속화

동사는 2007년 신규브랜드 에린 브리니에(Eryn brinie)와 카이아크만(Kai-aakmann) 동시 런칭에 따른 부담으로 2007년~2010년 실적악화가 이어졌으나, 신규 2개 브랜드가 외형성장을 하여 규모의 경제효과가 본격적으로 나타나는 2011년을 기점으로 실적은 점진적으로 회복될 전망이다.

이는 2011년 동사의 매장당 매출액 추이를 살펴보면 알 수 있는데, 매장당 월별 매출액은 2010년 3,800만원 수준에서 2011년 약 4,500만원으로 +15.9% 상승하며 고성장 추세를 보이고 있다. 이는 기존 브랜드인 BNX, TANKUS의 실적 호조와 더불어 신규 2개 브랜드인 Eryn brinie, Kai-aakmann 인지도 상승에 기인한 것으로 보인다.

중고가 여성 캐주얼인 BNX, TANKUS, Eryn brinie는 현재와 같이 백화점 유통망을 중심으로 300여개 매장을 향후 2~3년 내에 450여개까지 확장할 계획이며, 중가 남녀공용 영 캐주얼인 Kai-aakmann은 대리점을 중심으로 현재 80여개 매장을 130개까지 확대하여 동사의 국내 사업부문 외형은 점진적으로 확대될 것으로 보인다.

Analyst 정홍식 | 02.3772-7509
hongsik@hanwha.com

완리 (900180)

Not-Rated
주가(1/16): 4,030원

테라코타 패널 확장효과 2012 년 나온다!

Stock Data		
KOSDAQ(1/16)		519.85pt
시가총액		1,962억원
발행주식수		48,696천주
52주 최고가/최저가		6,270 / 2,650원
90일 일평균거래대금		18.0억원
외국인 지분율		63.6%
배당수익률		-
BPS(11.12)		3,036원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-11.5%
	3개월	-34.7%
	6개월	48.0%
주주구성		
WU RUI BIAO		61.6%
산업은행 외 1인		13.3%
KB자산운용		8.9%

중국 내 건설용 외벽타일 전문기업

완리는 건축용 외벽타일 전문업체인 복건성진강만리자업유한공사(1991년 설립)와 만리(중국)태양능과기유한공사(2010년 설립)를 자회사로 소유하고 있는 지주회사로서 기존 타일의 수분 흡수율을 개선한 통체타일과 건축용 외장재로 널리 사용되는 벽개타일, 벽개암석타일을 주력으로 생산하고 있으며, 2011년 하반기부터는 건축용 고급 외장재로 사용되는 테라코타 패널 생산을 시작하였다.

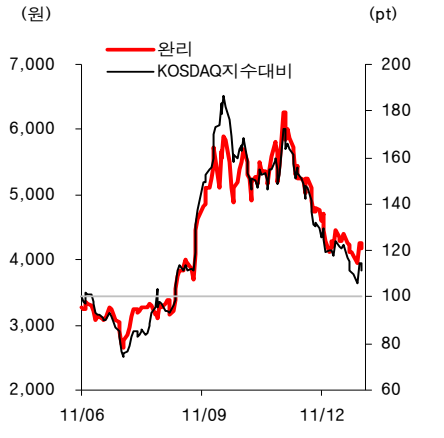
중국 내 주택공급 증가의 수혜

중국 내 주택 공급 증가로 동사의 생산 제품인 타일의 수요는 안정적으로 증가할 것으로 기대한다. 이는 중국에서 2~3급 도시 개발이 지속적으로 나타나고 있어 중국 내 도시화 비율은 지속적으로 상승하고 있고, 중국의 12차 5개년 계획에 따라 2015년까지 보장성주택 3,600만호 건설을 추진하고 있어 향후 중국의 주택건설 공급은 안정적으로 증가할 것으로 보인다. 이는 완리가 생산하는 건설 외장재 타일 수요 증가 요인으로 작용할 수 있기 때문에 현재 중국 내 상황은 완리에게 우호적으로 작용하고 있다고 해석할 수 있다.

테라코타 패널 양산 본격화로 실적 개선 기대

동사는 고마진 제품인 테라코타 패널의 Capa 확장을 지속적으로 진행할 계획이기 때문에 동사의 장기적인 성장성은 테라코타 패널의 실적이 Key Factor가 될 것으로 보인다. 현재는 중국 내 테라코타 패널이 공급부족이기 때문에 동사가 제품을 본격적으로 양산하게 된다면 견조한 수요 하에서 실적 개선은 큰 폭으로 나타날 가능성이 높다. 2012년 동사의 테라코타 패널의 공급 Capa는 약 600만 ~700만 제곱미터(7개 라인, 1개 공장동), 생산 금액으로는 약 1,500~1,800억원에 달할 것으로 보인다.

Stock Price



Financial Data	2008	2009	2010	2011E
매출액(억원)	827	1,058	1,410	1,812
증감률(%)		28.0%	33.3%	28.5%
영업이익(억원)	209	292	438	506
증감률(%)		39.6%	49.8%	15.6%
세전계속사업손익(억원)	204	288	435	475
순이익(억원)	134	211	308	337
EPS(원)	447	704	926	691
증감률(%)		57.5%	31.5%	-25.4%
PER(배)				5.8
영업이익률(%)	25.3	27.6	31.0	27.9
순이익률(%)	16.2	19.9	21.9	18.6

중국 복건성에 위치하고 있는 외벽타일 전문 기업

완리는 건축용 외벽타일 전문업체인 복건성진강만리자업유한공사(1991년 설립)와 만리(중국)태양능과기유한공사(2010년 설립)를 자회사로 소유하고 있는 지주회사로서, 현재 중국 내 총판대리상 31개를 포함한 522개 대리상을 기반으로 전국적인 판매 네트워크를 구축하여 중국의 경제발전과 소득증가, 정부투자 확대로 인한 주택공급 증가에 기인한 외벽타일 수요 증가로 안정적인 성장을 보이고 있다.

동사는 2011년 상반기까지 기존 타일의 수분 흡수율을 개선한 통체타일과 건축용 외장재로 널리 사용되는 벽개타일, 벽개암석타일을 주력으로 생산하였으며, 2011년 하반기부터는 건축용 고급 외장재로 사용되는 테라코타 패널 생산을 시작하여 2012년 이후부터는 본격적으로 신규 성장동력인 테라코타 패널 판매를 강화할 계획이다.

중국 주택 공급 증가로 타일 수요 증가!

중국 내 주택 공급 증가로 동사의 생산 제품인 타일의 수요는 안정적으로 증가할 전망이다. 중국에서 2~3급 도시 개발이 지속적으로 나타나고 있어 중국 내 도시화 비율은 지속적으로 상승하고 있고, 중국의 12차 5개년 계획에 따르면 중국은 2015년까지 보장성주택 3,600만호 건설을 추진하고 있어 향후 중국의 주택건설 공급은 안정적으로 증가할 것으로 보인다. 이는 완리가 생산하는 건설 외장재 타일 수요 증가 요인으로 작용할 수 있기 때문에 현재 중국 내 상황은 완리에게 우호적으로 작용하고 있다고 판단된다.

테라코타 패널 양산 본격화로 실적 개선 기대

중국 내 테라코타 패널 수요는 약 3천만 제곱미터 정도 되는 것으로 회사측은 추측하고 있다. 이중 중국 내에서 테라코타 패널을 기존에 생산하고 있는 3개 기업의 생산 Capa는 약 650만 제곱미터 정도로 추정되는데 이는 중국 내 수요의 약 20% 수준에 불과하다. 즉, 중국 수요의 20%만 중국 내에서 조달하고 나머지는 주로 유럽에서 수입을 하고 있는 상황이기 때문에 완리가 테라코타 패널을 신규로 생산하게 된다면 상대적으로 높은 가격경쟁력을 바탕으로 빠르게 시장에 테라코타 패널을 공급할 수 있을 것으로 보인다.

테라코타 패널은 기존 제품대비 상대적으로 고가이기 때문에 동사의 수익성 개선에도 긍정적일 것으로 보여 향후 동사의 장기적인 성장성은 테라코타 패널의 판매상황이 어떻게 진행되느냐가 가장 중요할 것으로 보인다. 현재로서는 중국 내 테라코타 패널이 공급부족이기 때문에 동사가 제품을 본격적으로 양산하게 된다면 실적개선이 빠르게 진행될 가능성이 높다. 2012년 테라코타 패널의 공급 Capa는 약 600만~700만 제곱미터(7개 라인, 1개 공장동) 생산 금액으로는 약 1,500~1,800억원에 달할 것으로 보인다.

장기적으로 동사의 계획은 2012년에 가동되는 테라코타 패널 1개 동을 시작으로 총 6개의 공장 동을 건설하여 테라코타 패널의 생산 Capa를 점진적으로 증가시킬 계획이다. 라인 1개에 약 100만개의 테라코타 패널을 생산할 수 있으며, 라인 당 설비투자 금액은 약 50억원 수준으로 회사측은 파악하고 있다. 즉, 테라코타 패널 Capa 확대는 향후 5~8년 동안 진행될 가능성이 높으며 장기적으로 회사의 Capa 확장이 마무리되면 동사의 테라코타 패널 Capa는 약 4,000~4,500 제곱미터(1개 라인 100제곱미터 * 1개 공장 동당 약 7개 라인 * 6개 공장 동)에 달할 전망이다.

Analyst 김희성 | 02.3772-7556
smallcap@hanwha.com

차이나킹 (900120)

Not-Rated
주가(01/16): 2,500원

Stock Data		
KOSDAQ(01/16)		519.85pt
시가총액		2,108억원
발행주식수		80,000천주
52주 최고가/최저가		4,355 / 2,035원
90일 일평균거래대금		21.4억원
외국인 지분율		63.7%
배당수익률(10.06)		2.6%
BPS(10.06)		2,291원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	1.4%
	3개월	-19.1%
	6개월	19.2%
주주구성		
WANG YUEREN		56.1%

중국 건강식품 시장과 동반성장

한국인삼공사와 비슷한 성장 스토리 예상

건강식품 초기 시장은 값싸고 기초적인 영양소를 공급하는 비타민제, 영양제 시장이 시장을 주도하고 하지만 그 이후에는 기능성 및 보신성을 가미한 고가의 약재를 원재료로 하는 시장이 형성되었다. 동충하초는 중국의 3대 중의약재 중 최고의 약재로 평가되고 있으며, 가격이 워낙 고가여서 중산층이 사기에는 부담스러운 수준이나, 동사가 추출과 배양 기술로 가격을 대중화시켰다. 따라서 당사에서는 차이나킹을 장기적으로 한국인삼공사와 같은 성장 스토리를 예상한다. 중국의 인구와 건강에 대한 관심을 감안하면 충분히 가능할 것으로 전망된다.

고부가가치 신제품 출시와 총판대리점 확대로 성장동력 확보

고부가가치 신제품 출시와 총판대리점 확대로 중장기 성장성이 예상된다. 동사의 동충하초 건강식품이 인지도가 높아지면서 매출이 증가하는 국면에서, 효능을 높인 신제품 '영생활력'을 출시하였다. 비슷한 용량의 신제품을 출시하면서 제품 판매 가격을 236위안에서 여성용 378위안, 남성용 398위안으로 인상하였기 때문에 향후 지속적인 실적 모멘텀이 부각될 것으로 예상된다. 또한 2007년 9개에 불과한 총판이 2010년 6월 23개, 2011년 6월 26개까지 확대되었고 2012년 6월에는 약 30개 내외로 증가할 계획이다.

중장기 성장성 고려하면 현재 주가 매력적

2012년 예상실적 기준으로 P/E가 3.0배로 현재 중국 또는 홍콩에 상장되어 있는 건강식품업체에 비해 크게 저평가있다(12.6배~43배). 회계 문제가 불거진 중국고섬이 상장폐지되며 일련의 중국 기업에 대한 불신감이 커지면서 모든 중국기업들이 시장에서 크게 Discount받고 있다. 그러나 동사는 고성장뿐만 아니라 배당과 한국사무소 개설 등 지속적으로 Discount 해소 노력을 하고 있어 중기적으로 주가는 제자리를 찾아 갈 것으로 전망된다.

Stock Price

Financial Data	2008.6	2009.6	2010.6	2011.6	2012.6E
매출액(억원)	413	954	1,299	1,889	2,363
증감률(%)	171.0	86.8	43.7	45.4	25.1
영업이익(억원)	182	454	582	808	1,002
증감률(%)	254.5	101.7	35.5	35.0	24.0
세전계속사업손익(억원)	182	454	597	808	1,002
순이익(억원)	124	338	441	570	706
EPS(원)	249	549	551	712	883
증감률(%)	329.3	120.5	0.4	29.2	24.0
PER(배)	-	-	5.1	3.4	2.8
영업이익률(%)	44.1	47.6	44.9	42.8	42.4
순이익률(%)	30.0	35.4	34.0	30.2	29.9

중국의 한국인삼공사와 비슷한 성장 스토리 예상

동사는 동충하초 등 중의약재 성분을 추출해서 배양하여 캡슐, 정제, 드링크 등의 건강보조식품을 생산하는 업체이다.

중국인들은 건강에 관심이 많다. 음료시장에도 소득 수준 확대 초기에는 탄산음료가 크게 성장하다가 최근에는 차음료 시장이 오히려 탄산음료 시장을 추월하였다. 건강보조식품 시장도 비슷한 경향을 보일 것으로 보인다.

건강식품 초기 시장은 값싸고 기초적인 영양소를 공급하는 비타민제, 영양제 시장이 시장을 주도하고 하지만 그 이후에는 기능성 및 보신성을 가미한 고가의 약재를 원재료로 하는 시장이 형성된다. 중국 역시 최근에는 고가의 중약(동충하초, 녹용, 영지버섯, 인삼 등)을 원재료 하는 건강식품 시장으로 점차적으로 이전되고 있다.

자연산 동충하초는 고산 해발 3,000m 이상에서 자라며 인공사육이 불가능해, 중국에서도 티벳고지에서 전량 채집한다. 자연산 동충하초는 진시황과 양귀비가 매우 애용했다고 하며 항암작용, 해독작용, 세포와 피에 정화 작용으로 피로 회복이 빠르고, 노화 방지 및 정력강화 같은 효능이 있다고 알려지고 있다. 동충하초는 인삼, 녹용과 함께 중국의 3대 중의약재로 그 중 최고의 약재로 평가되고 있으며, 1kg에 2,800만원에 판매되고 있다.

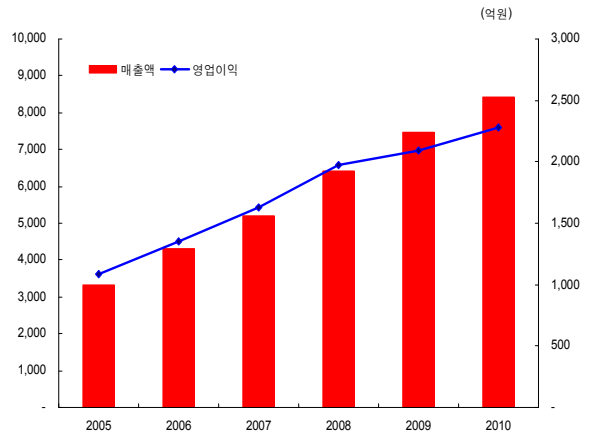
당사가 중국 동인당 등 주요 약재를 방문한 결과 동충하초가 매장에 가장 핵심 진열대에 배치되어 있고, 많이 차지하고 있어 중의약재 중 최고의 약재로 평가되고 있는 것은 의심할 여지가 없다. 현재 동충하초의 가격이 워낙 고가여서 중산층이 사기에는 부담스러운 수준이나, 동사가 추출과 배양 기술로 가격을 대중화시켰다. 참고적으로 원강브랜드는 236위안, 영생활력은 378~398위안이다.

따라서 당사에서는 차이나킹을 장기적으로 한국인삼공사와 같은 성장 스토리를 예상한다. 중국의 인구와 건강에 대한 관심을 감안하면 충분히 가능할 것으로 전망된다.

[그림16] 동인당에서 판매되고 있는 동충화초

자료: 한화증권 리서치센터

[그림17] 한국 인삼공사 매출액과 영업이익 추이



자료: 차이나킹, 한화증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김희성, 오주식, 정홍식, 서용희)

상기종목에 대하여 2012년 01월 16일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

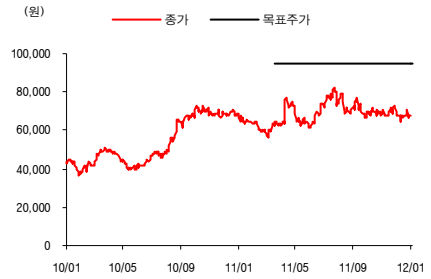
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2012년 01월 16일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 2012년 01월 16일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

삼광유리 주가 및 목표주가 추이



투자의견 변동내역 (삼광유리)

일 시	2011.03.02	2011.03.28	2011.04.18	2011.06.07	2011.07.04	2011.07.25	2011.08.29	2011.11.07
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	정홍식	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2011.11.22	2012.01.11	2012.01.16					
투자의견	Buy	Buy	Buy					
목표가격	95,000	95,000	95,000					

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업

Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대
N/R(Not Rated)	투자의견 없음

산업

Overweight	비중확대
Neutral	중립
Underweight	비중축소