2014년 2월 3일 이슈분석

SMART ON

현대 스몰캡 이슈분석 #1

지주/스몰캡 총괄 Analyst **전용기**
02-6114-2916 yong.jun@hdsrc.com

스몰캡 Analyst **진홍국**
02-6114-2928 kevin.jin@hdsrc.com

RA **김근종**
02-6114-2912 keunjong.kim@hdsrc.com

리서치센터 트위터 @QnA_Research

바이오 기반 소비재, 프리미엄이 정당하다!

바이오기반 소비재 기업들은 지속성장 가능성 높음

바이오 기반 소비재 기업은 기술의 유일성, 소비의 범용성, 효능의 검증성, 소비의 연속성, 목표시장 지향성, 외생변수의 원가독립성, 수요의 가격 비탄력성의 일곱 가지 고유의 특징을 가지고 있다. 이러한 특징들로 인해 지속 성장 가능성이 높은 섹터이다. 2014년은 바이오 기반 소비재 기업이 재평가 받는 해가 될 전망이다. 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍, 서흥캅셀, 씨케이에이치가 여기에 해당된다.

여성 경제활동 참가율 증가와 인구구조의 고령화는 이들 기업에 기회

여성 경제활동 참가율과 인구구조는 헬스케어 지출 비용과 밀접한 상관관계가 있다. 개인 지출 중 헬스케어 지출 비중은 미국, 독일, 일본 순으로 높다. 독일과 일본은 여성의 경제활동 참가율이 높으면서 인구 고령화가 빠르게 진행된 국가이다. 미국은 여성경제활동 참여율이 세계에서 가장 높은 국가이며, 인구구조 고령화는 선진국중 가장 더디게 진행되고 있다. 한국은 여성 경제활동 참가율이 OECD 중 가장 낮아 정부정책 등의 영향으로 올라갈 가능성이 높고, 인구구조 고령화는 가장 빠르게 진행중에 있어 장기적으로 한국의 헬스케어 지출 비중은 상승할 전망이다.

시장대비 프리미엄 받을만하고 글로벌 PEER대비 할인받을 유인 크지 않음

바이오 기술 기반이지만 의약품의 완치나 치료 목적이 아닌 증상의 개선을 목적으로 하는 여성용 건강기능식품을 생산하는 내츄럴엔도텍과 쎌바이오텍, 이들과 같이 성장하는 서흥캅셀은 국내와 해외에서 지속적인 성과를 낼 수 있는 기업으로 판단된다. 반면 씨케이에이치는 남성용건강기능식품 중심의 기업으로 중국의 빠른 인구 고령화 추세에서 충분한 성장기회가 있다. 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍, 서흥캅셀에 대해 투자의견 매수와 적정주가 각각 87,000원, 32,000원, 50,000원을 제시하며, 커버리지를 개시한다.

현대 스몰캡 이슈분석 #1 Top Picks

	투자의견	현주가		적정주가	시가총액	PER (배)		PBR (배)	ROE (%)
		(원)	일자	(원)	(십억원)	FY13F	FY14F	FY13F	FY13F
내츄럴엔도텍(168330)	BUY	59,100	(1/29)	87,000	622.9	22.6	23.4	17.6	106.5
쎌바이오텍(049960)	BUY	20,150	(1/29)	32,000	189.4	21.7	19.2	3.5	16.3
서흥캅셀(008490)	BUY	36,150	(1/29)	50,000	418.2	28.6	15.8	2.3	8.3
씨케이에이치(900120)	Not Rated	3,710	(1/29)	NA	296.8	6.0	5.6	0.7	15.4

자료: 현대증권

현대증권

바이오 기반 소비재는 프리미엄이 정당하다

1) 바이오 기반 소비재는 지속 성장 가능하다

바이오 기반 소비재는 바이오 기술이지만 의약품과는 거리가 멀고 일반 소비재의 특징을 보유

2014년 바이오 기반 소비재에 주목할 필요가 있다. 바이오 기반 소비재의 정의는 말 그대로 바이오 기반 기술로 원료 등을 생산하고 그 원료를 가공하여 소비재를 생산하는 기업을 의미한다. 제품은 의약 및 제약품 보다는 소비재의 성격이 강하나 옷, 음식료 등의 일반 소비재하고는 확연히 다른 특징을 지니고 있다. 원재료, 중간재, 최종재를 모두 생산하는 기업이 가장 비교우위에 있고, 중간재나 원재료만을 생산하는 기업도 있다.

바이온 기반 소비재 기업은 고유의 7개 정도의 특징으로 인해 지속성장 가능성이 높아 재평가 받을 전망

바이오 기반 소비재 기업은 기술의 유일성, 소비의 범용성, 효능의 검증성, 소비의 연속성, 목표시장 지향성, 외생변수의 원가독립성, 수요의 가격 비탄력성과 같은 일곱 가지 고유의 특징을 가지고 있다. 이러한 특징들로 인해 지속 성장 가능성이 높다. 2014년과 2015년은 바이오 기반 소비재 기업이 재평가 받는 해가 될 전망이다. 대표적인 상장기업으로 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍, 서흥캅셀, 씨케이에이치를 들 수 있다. 2014년에 신규 상장되는 바이오 기반 소비재나 원료 등을 생산하는 기업은 좋은 투자 기회를 줄 전망이다.

기반기술의 유일성으로 인해 높은 진입장벽

첫째, 기반 기술이 유일하거나 독특해 모방이 어려워 진입장벽이 높다. 고유의 기술이 특허화 되어있고, 유사기술로 모방하더라도 기존 진입자의 시장 지위를 뒤엎기는 어려워 높은 진입장벽을 가지고 있다. 간혹 새로운 경쟁자가 나타나 시장을 분할하는 경우도 있지만 기존업체는 새로운 시장 개척을 개척한다면 이 리스크 또한 극복될 수 있다.

제품은 질병의 치료가 아닌 건강 및 이미용과 관련이 깊어 범용성이 높음

둘째, 제품은 질병의 치료가 아닌 건강 및 이미용과 관련이 깊어 범용성을 가지고 있다. 특정 질병에 높은 효과를 보이는 제품은 질병의 빈도와 분포가 그 제품의 수요에 영향을 미치게 된다. 질병이 완치되면 소비자는 수요를 멈추게 된다. 이는 수요를 제한하는 요인이다. 물론 전세계 인구가 가장 많이 복용하는 혈압약이나 콜레스테롤 치료제처럼 많은 사람들이 지속적으로 소비하는 의약품은 다르다. 그러나 다른 관점에서 본다면 이 두 의약품은 바이오 기반 소비재와 성격이 유사하다고도 볼 수 있다.

검증이 용이해 승인까지의 시간이 길지 않음

셋째, 제품화가 쉽고 검증이 용이하다. 개발단계에서 상용화까지의 비용과 시간이 의약품에 비해 절약되는 특징이 있다. 일반 의약품 보다는 보조식품으로 승인되는 경우가 대부분이다. 국내에서 일단 허가되어 판매된다면 다른 국가에서도 승인절차가 상대적으로 의약품에 비해 간단해 신시장 개척이 용이한 장점이 있다.

구매동기가 완치 목적이 아닌 개선 목적으로 소비의 연속성에 긍정적 영향

넷째, 완치의 목적으로 구매를 하지 않기 때문에 소비의 연속성이 높은 특징을 지닌다. 증상 완화, 건강증진, 이미용 효과를 본 소비자들은 효과가 사라지면 다시 제품을 구매하는 경향이 있다. 소비자들이 해당 제품을 처음 구입할 때 이미 그 제품을 소비해도 증상이 개선이 안될 가능성을 염두해 두고 있고, 소비를 멈추면 원상태로 복귀될 가능성을 이미 인정하고 구매하기 때문이다. 예를 들면 다이어트 보조제를 구매하여 복용해 효과를 본 후 복용을 멈추면 효과가 사라져도 보조제의 효능을 탓하지는 않는 경우가 여기에 해당된다.

수요가 있는 목표 시장이 확실하게 존재

다섯째, 수요가 존재하는 확실한 목표 시장이 있어 이를 중심으로 마케팅이 이루어지는 측면에서 유리하다. 모두가 사용할 수 있는 범용제도 아니고 전문 의약품처럼 특정분야에 집중되지도 않는 특성이 기인하다. 목표하는 시장은 성별, 연령대, 효능 및 기능으로 구분될 수 있다.

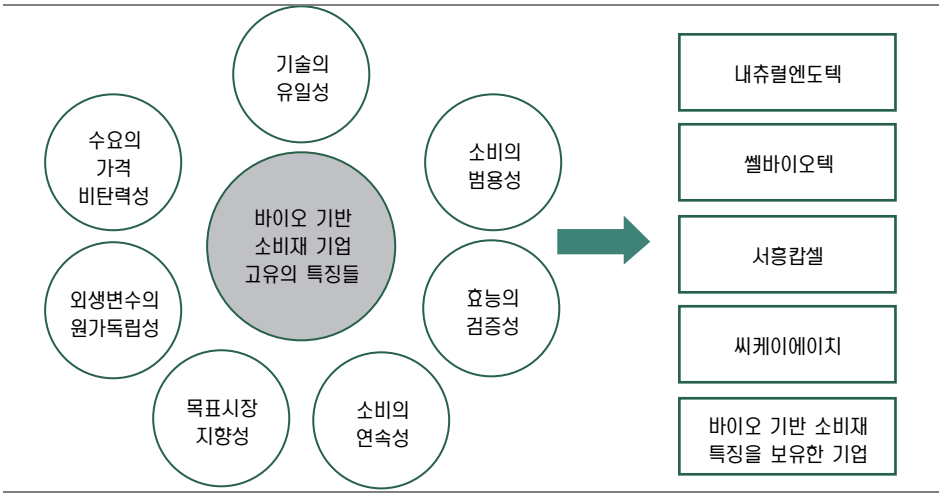
원가에 외생변수의 영향이 미미함

여섯째, 일반 소비재와 달리 원가적인 요인에 외생변수의 영향이 거의 없다. 음식료, 섬유/의복 등의 일반 소비재가 원재료 가격이나 환율 등의 외생변수에 원가율이 영향을 받는 특징을 보이나, 바이오 기반소비재 기업은 원재료보다는 원재료에 적용되는 기술에 높은 부가가치를 받고 있어 그러한 외생변수가 원가율 변동에 미치는 영향이 미미하다.

가격변화에 수요가 비탄력적임

일곱째, 가격 변화에 대한 비탄력적인 수요 변화를 보인다. 필수소비재들은 일반적으로 가격변화에 대해 탄력적인 수요변화를 보인다. 많은 대체재들이 있기 때문이다. 바이오 기반 소비재 제품들은 대체제가 매우 드물고, 대체재가 있더라도 그 효능이 완전히 일치 하지 않아 가격의 상승이 수요감소로 이어지지 않는다. 효능을 본 소비자가 재구매할 때 어느 정도의 가격인상은 중요한 판단기준이 아니기 때문이다.

그림 1> 바이오 기반 소비재 기업의 일곱 특징



자료: 현대증권

그림 2> 바이오 기반 소비재 기업의 일곱 특징 요약

기술의 유일성	특허 등 고유의 제반 기술을 가지고 있음
소비의 범용성	특정 연령대 전체를 대상으로 하는 범용성을 가짐
효능의 검증성	임상시험 기간이 제약품에 비해 짧고, 임상시험 비용이 적게 듦
소비의 연속성	구매할때 의도가 치료가 아닌 개선으로 주기적인 반복 구매가 가능함
목표시장 지향성	특정 목적에 맞게 목표하는 시장이 분명하게 존재함
외생변수의 원가독립성	환율, 원자재 등의 외생변수가 수익성에 미치는 영향이 미미함
수요의 가격 비탄력성	성능에 만족하는 소비자들은 가격 상승에 둔감함

자료: 현대증권

내츄럴엔도텍은 위와 같은 7개의 특징을 모두 보유해 지속성장 가능성이 높음

내츄럴엔도텍은 위에서 언급한 일곱개 특징을 모두 보유한 기업이다.

기반 기술로 백수오 등의 복합추출물에 대한 특허를 보유하고 있다. 주요 제품은 여성 갱년기 증상 완화에 효능이 있는 보조식품으로 갱년기 여성 전체를 대상으로 하는 범용성을 가지고 있다. 특허등록 후 한국, 미국, 캐나다에서 임상승인을 받기까지 5년 정도의 시간이 걸렸고 많은 비용이 소요되지 않았다. 신약 제약품에 비해 최종 임상 승인되는 시간이 짧아 다른 국가에 진입할 때도 유리하다.

백수오 제품을 구입할 때 갱년기 여성 소비자들은 증상의 개선을 목적으로 구입하지 완치될 것으로 믿고 구입하지는 않는다. 구매동기가 의약품과는 분명히 다르다. 저변이 넓은 확실한 소비층이 있어 마케팅과 홍보에도 유리하다. 원가적인 요인에 영향을 줄 수 있는 외생변수는 없다. 원재료-중간재-최종재를 모두 생산하고 있으며, 중간재는 그 상태로도 판매된다.

그림 3> 내츄럴엔도텍이 보유한 바이오 기반 소비재 기업의 일곱 특징

기술의 유일성	박주가리 대근우피소의 덩이 뿌리로 자양, 강장, 보혈의 효능이 있는 약재에서 추출
소비의 범용성	500만명의 40~50대 여성중 갱년기 증상이 있는 층으로 해외에서도 국내와 같음
효능의 검증성	국내 임상시험, 미국, 캐다에서 최종 승인을 받기까지 걸린 시간은 수년에 불과
소비의 연속성	홈쇼핑을 통해 반복구매하는 소비자들이 많은 것으로 나타남
목표시장 지향성	갱년기 증상을 보이는 여성을 주 타켓으로 마켓팅을 진행함
외생변수의 원가독립성	환율이나 원자재 등의 거시경제 변수가 원가나 실적에 미치는 영향 미미함
수요의 가격 비탄력성	건강 관심이 높고, 소득 수준이 높은 여성들이 주 소비자로 가격 비탄력성 보유

자료: 현대증권

쎌바이오텍은 위와 같은 7개의 특징을 모두 보유해 지속성장 가능성이 높음

쎌바이오텍 또한 이러한 일곱개 특징을 모두 보유한 기업이다.

기반 기술로 프로바이오틱스 이중코팅기술 특허를 보유하고 있다. 제품은 장내 면역력 증가 및 유산균 증식 촉진, 골다공증 예방, 피로회복 등의 증상 완화에 도움이 되는 보조식품성격이 강한 제품에 해당된다. 많은 비용을 들이지 않고 이미 2008년 이중코팅기술에 대한 유럽특허를 획득하여 유럽에 진출할 수 있는 계기를 마련하였다. 완치의 목적보다는 증상의 개선을 목적으로 제품을 구매해 구매동기도 내츄럴엔도텍과 유사하다.

남성보다는 다이어트 등을 위한 20~30대 여성과 골다공증 예방을 위한 50대 여성이 주 구매자로 저변이 넓은 확실한 소비층이 있어 마케팅과 홍보에 유리한 점도 내츄럴엔도텍과 유사하다. 원재료인 효모추출물과 식물성분말크림의 가격이 원가인데, 초과 수요외에는 다른 외생변수들이 가격 상승에 영향을 줄 수 있다고 보기는 어렵다. 중간재와 최종재를 생산하고 있으며, 중간재는 그 상태로도 판매된다.

그림 4> 쎌바이오텍이 보유한 바이오 기반 소비재 기업의 일곱 특징

기술의 유일성	프로바이오틱스 배양 기술, 유산균 이중코팅 기술
소비의 범용성	연령대 구분없이 남성, 여성이 모두 고객이고, 특히 다이어트에 관심이 많은 여성
효능의 검증성	국내와 해외에서 최종 임상승인 까지의 기간 길지 않음
소비의 연속성	재구매 비율이 60%로 높게 나타남
목표시장 지향성	유산균을 이용한 건강기능식품이라는 분명한 이미지를 각인
외생변수의 원가독립성	환율 등의 외생변수가 원가나 실적에 미치는 영향은 미미함
수요의 가격 비탄력성	약국, 홈쇼핑 등을 통한 판매로 인해 소비자들은 가격에 대해 비탄력적임

자료: 현대증권

서흥캅셀은 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍 과 같은 기업의 성장과 같이 성장하는 수익 구조

서흥캅셀은 바이오 기반 소비재 기업은 아니나 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍 등과 같은 기업의 성장과 같이 성장하는 수익 구조이다.

의약품 중심의 캡슐 제조뿐만아니라 최근에 고 성장하고 있는 건강기능식품의 캡슐제조에서 경쟁력을 확보하고 있다. 건강증진 또는 보건용도에 유용한 영양소 및 기능 성분을 사용하여 캡슐, 정제, 액상 등의 형태로 제조, 가공되는 건강기능 식품분야에서 OEM을 수행하고 있어 건강기능식품 성장의 직접적인 수혜가 가능하다. 또한, 직접 건강기능식품을 생산 판매하고 있는데, 종속회사인 서흥아메리카를 통해 피시오일(Fish oil), 비타민 등의 제품을 해외로 판매하고 있다. 한편, 소프트 캡슐, 하드 캡슐 등의 원료로 사용되는 젤라틴을 직접 생산하고 있어 원가 구조가 매우 안정적이다.

그림 5> 바이오 기반 소비재 성장과 함께 가는 서흥캅셀의 특징

기술의 특이성	젤라틴을 이용한 소프트캡슐 및 하드캡슐 제조기술
소비의 범용성	해당사항 없음
효능의 검증성	55 개국으로 수출되고 있어 검증이 용이함을 시사함
소비의 연속성	의약품의 시장의 성장에 연동하여 수량이 증가하는 구조
목표시장 지향성	B2B 거래로 제약회사와 식품회사가 주 타켓 시장
외생변수의 원가독립성	대체 가능한 해외 기업이 있어 환율이 수익성이 미치는 영향 있음
수요의 가격 비탄력성	해당사항 없음

자료: Petronet, 각사 사업보고서, 현대증권

씨케이에이치도 중국 내수시장에에서 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍이 보유한 특징을 모두 보유하고 있고, 남성을 주 대상으로 하는 점이 여성을 주 대상으로 두 기업과 다름

중국기업인 씨케이에이치는 국내 시장에서 내츄럴엔도텍과 쎌바이오텍이 보유한 일곱개의 특징을 중국에서 모두 보유하고 있다.

과거 중국기업에 대한 투명성 문제에 따른 후유증으로 한국시장에서는 저 PER로 거래되고 있다. 중국시장에서 씨케이에이치와 유사한 기업들은 고 PER로 거래중에 있다. 다른 시각에서 보면 씨케이에이치의 수익모델은 과거 국내시장에서 문제가 되었던 기업과는 다른 수익모델로 투명성 측면에서 상대적으로 우위에 있을 가능성이 높다. 중국의 추계 인구구조 변화와 소득증가 추세는 씨케이에이치의 사업 환경에 유리하다. 위에서 언급한 일곱개의 특징들을 모두 보유하고 있어 지속성장 가능성이 높다.
씨케이에이치는 기반 기술로 단지 몇 건의 특허만을 보유하고 있는데, 기술유출과 복제가 잦은 중국의 특성을 고려하였다고 회사측은 밝히고 있다. 남성 여성 모두를 대상으로 하는 건강기능식품으로 중국인들에 친숙한 동충하초와 차를 원료로 하고 있어 범용성을 가지고 있다. 임상승인 후 판매승인을 받은 제품들로 의약품이 아니라 최종 판매 승인까지 오랜 시간이 걸리지 않았다. 내수시장의 높은 성장성으로 인해 아직 수출은 없어 해외 임상승인 결과는 없다.

모든 제품이 증상의 완치 보다는 개선을 목적으로 하고 있다는 점은 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍과 같다. 장년층과 노년층 남성을 주요 시장으로 삼고 있으며, 최근에는 중장년 여성을 위한 건강기능식품에 진입하고 있다. 원재료를 외부에서 구매도 하고 자체적으로도 농장에서 생산하고 있다. 원재료만을 판매하지는 않는다. 원재료-중간재-최종재의 수직계열화가 잘 이루어져 있어 원재료 가격 변동의 영향이 수익성에 미치는 영향은 크지 않다. 투자를 통해 원재료의 외부조달보다는 내부조달을 늘려가고 있는 추세이다.

그림 6> 씨케이에이치가 보유한 바이오 기반 소비재 기업의 특징

기술의 유일성	동충하초와 차를 이용한 건강보조식품 제조 기술
수요의 가격 비탄력성	중국 1인당 GDP를 고려하면 가격 인상에 대해 수요가 비탄력적이지는 않음
소비의 범용성	성인 남성 층 모두가 소비가 가능함
효능의 검증성	식품으로 임상승인 기간 길지 않음. 수출은 없어 해외에서 승인된 경우 없음
소비의 연속성	식품으로 허가되어 반복 재구매 가능성 높음
목표시장 지향성	남성중에서도 고령층의 남성을 주타켓으로 함
외생변수의 원가독립성	외생변수가 미치는 영향은 미미함

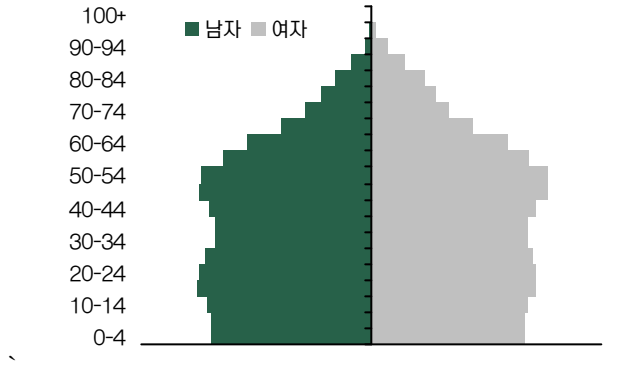
자료: 현대증권

2) 인구 구조 변화와 여성 경제활동 참여율에 답이 있다

대부분의 국가에서는 인구구조의 노령화 진행 중. 건강에 대한 관심은 지속적인 글로벌 이슈로 관련 산업 전망 밝음

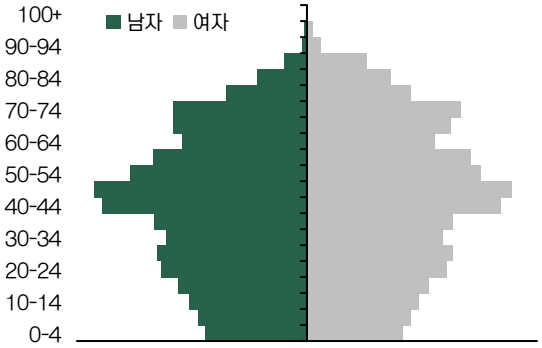
멕시코나 필리핀처럼 노령화 정도가 감소하고 있는 일부 국가를 제외하고 중국과 OECD 국가 대부분은 정도의 차이는 있지만 인구 구조의 노령화가 진행 중에 있다. 중국의 경우 인구구조의 노령화가 빨리 진행 중에 있다. 반면 미국은 상대적으로 OECD 국가 중에 노령화 속도가 가장 더디게 진행 중에 있다. 유럽 대부분의 국가, 남미 주요국, 중국, 한국, 일본 등에서 공통적으로 진행중임을 알 수 있다. 이러한 노령화 추세로 인해 건강에 대한 관심은 지속 중이고, 관련 제품의 수요에 긍정적으로 영향을 미칠 수 밖에 없다.

그림 7> 미국 현재 인구 연령구조



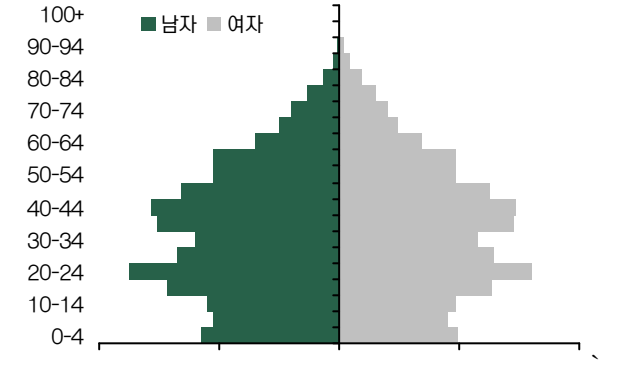
자료: UN 2011 글로벌 인구구조분석 자료

그림 8> 독일 현재 인구 연령구조



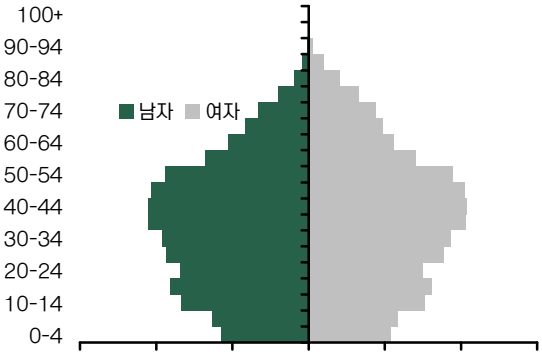
자료: UN 2011 글로벌 인구구조분석 자료

그림 9> 중국 현재 인구 연령구조



자료: UN 2011 글로벌 인구구조분석 자료

그림 10> 한국 현재 인구 연령구조



자료: UN 2011 글로벌 인구구조분석 자료

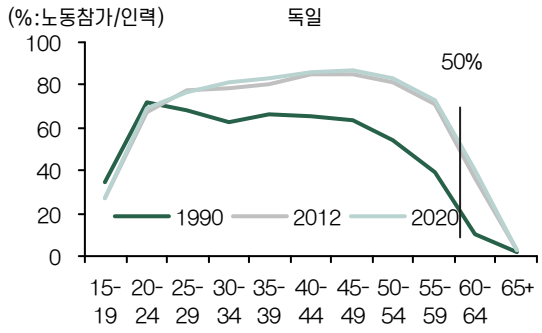
여성의 경제활동 참여율 증가는 개인의 헬스케어 비용 지출 증가에 영향을 미치고 있음

국제노동기구 분석 자료에 따르면 향후 대부분의 국가에서 여성의 경제활동 참여율 상승이 나타날 것으로 전망되고 있으며, 특히 연령층이 올라갈수록 상승률이 올라갈 전망이다. 여성의 경제활동 참여율 및 인구의 노령화와 헬스케이 지출 비용은 일정한 관계가 있다. 여성의 경제활동 참여율이 높을수록 여성 건강과 관련된 헬스케어 제품의 수요가 크며, 노령화 정도가 높은 국가일수록 건강기능 식품에 대한 상대적 수요가 높기 때문이다. 여성의 경제활동 참여율이 높고, 인구의 노령화 정도가 중간 정도인 국가에 속하는 미국이 개인의 총지출 중 헬스케어 지출 비중이 가장 높게 나타나고 있다. 경제활동활동 참여율이 높고, 노령화가 정도가 가장 높은 일본과 그 다음으로 노령화 정도가 높은 독일이 헬스케어 지출 비중이 미국 다음으로 높게 나타나고 있다.

한국의 인구구조 노령화와 여성 경제활동 참여율 상승으로 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍이 생산하는 건강 기능성 식품 및 여성용 건강 식품의 국내 수요 전망 밝음

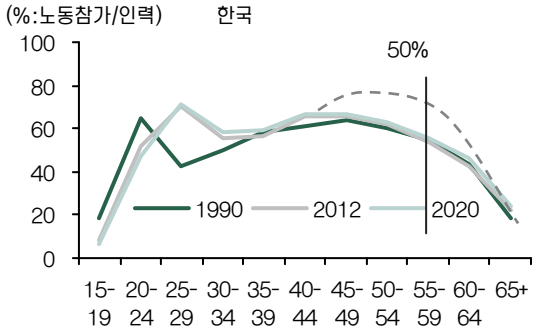
한국은 인구구조의 노령화가 일본 다음으로 급속히 진행중인 국가이다. 또한, 여성의 경제활동 참여율이 OECD 국가 중에 가장 낮은 국가로 분류된다. 한국의 급속한 노령화 추세는 단기적으로 바뀔 수 없는 문제로 건강 기능성 식품에 대한 수요 전망이 밝음을 의미한다. 여성의 경제활동 참여율이 너무 낮아 향후 상승할 가능성이 높은데, 이 또한 헬스케어 지출 비중이 올라갈 수 있는 요인이다. 정부의 서비스산업에 대한 규제 완화 움직임은 여성의 경제활동 참여율을 올리는데 기여할 전망이다. 이러한 변화는 향후 한국의 여성용 기능식품의 수요전망이 밝음을 시사한다. 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍이 생산하는 건강 기능성 식품 및 여성용 건강 기능성 식품의 국내 수요 전망이 밝다는 판단이다.

그림 11> 독일 여성 경제활동 참여율



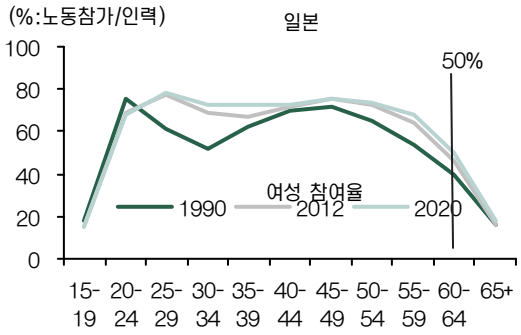
자료: 2011 UN 인구보고서, 현대증권

그림 12> 한국 여성 경제활동 참여율



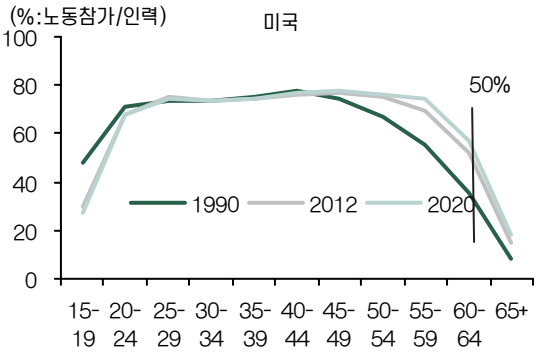
주) 점선은 정부 정책 등의 영향으로 한국 여성의 경제활동 참가율이 UN보고서 보다 늘어날 가능성을 고려함
자료: 2011 UN 인구보고서, 현대증권,

그림 13> 일본 여성 경제활동 참여율



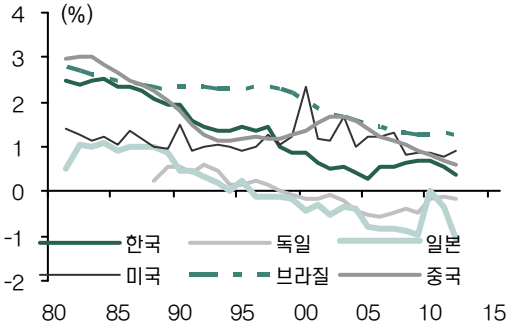
자료: 2011 UN 인구보고서 , 현대증권

그림 14> 미국 여성 경제활동 참여율



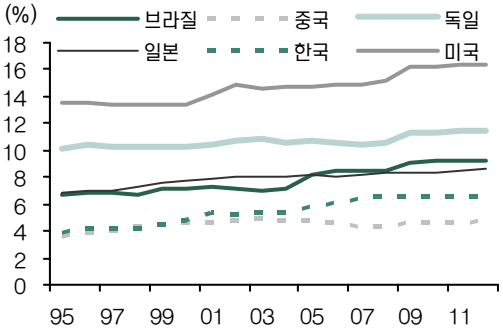
자료: 2011 UN 인구보고서, 현대증권

그림 15> 경제활동인구 증가율



자료: 2011 UN 인구보고서, 현대증권

그림 16> 헬스케어지출/ 개인총지출



자료: Data stream, 현대증권

3) 멀리 높게 밸류에이션해도 무리 없다

글로벌 PEER 기업들은 현재 PER 20~30배에서 거래 중

당사가 커버리지를 제시한 세 개의 바이오 기반 소비재 기업은 위에서 언급한 논리를 기반으로 멀리, 높게 밸류에이션을 적용해도 무리가 없다는 판단이다. 씨케이에이치는 중국 기업으로서 투명성에 대한 시장신뢰가 회복된다면 현재와 같은 PER 5배의 지나친 저평가가 해소될 여지는 충분히 있어 보인다.

바이오 기반 기술에 근거한 치료 목적이 아닌 기능 개선을 목적으로 하는 글로벌 PEER 기업들은 현재 PER 20~30배에서 거래되고 있다. 성장초기 국면에서 30배 이상에서 거래되었다. 이 PEER들은 당사가 제시한 기술의 유일성, 소비의 범용성, 효능의 검증성, 소비의 연속성, 목표시장 지향성, 외생변수에 대한 독립성, 수요의 가격에 대한 비탄력성과 같은 특징들을 대부분 가지고 있어 지속성장 가능성이 높기 때문이다. 게다가 세계 각국의 인구구조 변화와 여성의 경제활동 참여율 증가라는 글로벌 흐름은 이들 기업이 진출할 수 있는 국가와 시장이 무한히 열려 있어 성장기회가 있는 점도 영향을 미치고 있다. 시장은 이미 이러한 PEER의 장기성장에 투자하고 있다.

해외 PEER와 차별화된 독특한 경쟁력, 내수와 수출에서 실적을 창출하고 있어 프리미엄 받을 만

한국기업인 내츄럴엔도텍과 쎌바이오텍, 이런 종류의 기업과 같이 성장하는 서흥캅셀은 해외 매출이 증가추세에 있고, 해외 PEER와 차별화된 독특한 경쟁력을 확보하고 있어 글로벌 PEER 대비 할인받을 유인은 없어 보인다. 내수와 수출에서 모두 실적을 창출하고 있는 소비재기업으로 국내 음식료, 유통 등의 내수기업 PER보다 할인 받을 유인은 없다는 판단이다. 내츄럴엔도텍과 쎌바이오텍은 성장초기 국면에 진입해 있어 당사가 제시한 2014년 실적에 대한 가시성은 매우 높아 2015년 예상실적을 기반으로 적정주가를 산출해도 무리는 없어 보인다.

두 기업과 매출규모가 유사한 해외 PEER인 바이헬쓰와 한센의 현재 평균 PER은 34배이다. 반면 매출 규모가 큰 미국기업들의 PEER은 현재 평균 PER 14배에서 거래되고 있으나, 과거 이들 기업도 성장초기 국면에서는 PER 20배 정도에서 거래되었다. 이러한 특징을 반영하여 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍에 2015년 예상실적에 PER 25배를 적용해도 무리는 없다는 판단이다. 다만 서흥캅셀은 내츄럴엔도텍, 쎌바이오텍, 기타 이와 유사한 기업의 매출 성장에 연동되는 종적인 특징과 B2C 소비재가 아닌 B2B 중간재를 생산하는 점을 고려하여 두 기업 보다는 낮은 PER 16배를 적용하여 적정주가를 산출하였다.

그림 17> 글로벌 PEER의 현재 Valuation 지표들

(백만USD)		GNC	Nu Skin	Herbalife	By-Health	Chr Hansen
Ticker		GNC US	NUS US	HLF US	300146 CH	CHR DC
국가		USA	USA	USA	China	Denmark
현재주가(USD)		51.1	85.2	64.4	12.6	38.6
시가총액		4,855	5,065	6,502	4,131	5,195
매출액	2012	2,430.0	2,169.7	4,072.3	167.3	912.3
	2013F	2,649.7	3,207.0	4,779.3	256.5	966.1
	2014F	2,908.6	3,835.2	5,224.8	356.6	1,052.5
영업이익	2012	429.7	340.8	661.4	46.9	241.6
	2013F	482.1	544.7	750.0	83.5	251.9
	2014F	557.3	653.4	872.7	119.1	278.0
영업이익률(%)	2012	17.7	15.7	16.2	28.1	26.5
	2013F	18.2	17.0	15.7	32.5	26.1
	2014F	19.2	17.0	16.7	33.4	26.4
순이익	2012	240.2	221.6	477.2	44.4	171.0
	2013F	276.0	356.7	528.0	70.7	180.3
	2014F	329.6	440.0	603.0	96.9	189.6
EPS(USD)	2012	2.32	3.66	4.25	0.14	1.25
	2013F	2.80	5.84	5.07	0.21	1.37
	2014F	3.44	6.88	5.65	0.30	1.43
EPS 성장률(%)	2012	82.7	48.2	21.1	54.2	4.9
	2013F	20.7	59.6	19.2	57.5	9.6
	2014F	22.9	17.8	11.5	40.4	4.1
PER(배)	2012	14.3	10.5	8.1	45.5	24.7
	2013F	18.3	14.6	12.7	59.1	28.1
	2014F	14.9	12.4	11.4	42.1	27.0
PBR(배)	2012	3.7	3.7	8.4	6.6	4.8
	2013F	4.9	6.2	13.0	11.3	4.8
	2014F	3.8	5.5	7.4	9.6	5.4
ROE(%)	2012	25.8	38.1	97.3	15.2	20.0
	2013F	30.9	49.2	119.5	18.4	20.6
	2014F	34.3	42.9	92.1	21.5	20.2
EV/EBITDA(배)	2012	8.8	5.6	5.0	35.8	15.8
	2013F	11.0	8.1	7.8	-	15.5
	2014F	9.6	6.7	6.9	-	16.4

자료: Bloomberg

KOSDAQ

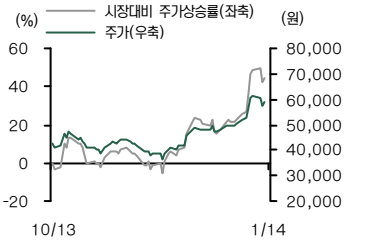
내츄럴엔도텍 (168330)

BUY (initiate)

주가(1/29)	59,100원	유동주식비율	136.0%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.8%
적정주가	**87,000원**	60일 평균 거래량	101,126주	52주 최고/최저가 (보통주)	61,300원
산업내 투자선호도	★★★	60일 평균 거래대금	80억원		36,500원
시가총액	6,229억원	외국인보유비중	5.9%	베타 (12M, 일간수익률)	1.3
발행주식수 (보통주)	5,270,120주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	89.2%	주요주주	김재수 등 32.0%

결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	11.2	21.6	81.7	106.1	144.3
영업이익 (십억원)	2.4	5.1	26.2	34.1	47.8
순이익 (십억원)	2.2	4.4	20.4	26.6	36.8
지배기업순이익 (십억원)	2.2	4.4	20.4	26.6	36.8
EPS (원)	279	515	2,177	2,527	3,491
수정EPS (원)	279	515	2,177	2,527	3,491
PER* (배)	NA	NA	22.6 - 16.5	23.4	16.9
PBR (배)	NA	NA	17.6	11.1	6.7
EV/EBITDA (배)	NA	NA	18.2	16.5	11.2
배당수익률 (%)	NA	NA	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	51.6	66.5	106.5	62.4	49.5
ROIC (%)	61.1	119.2	148.8	89.5	106.7

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-35.1%	NA	NA
상대	-37.4%	NA	NA



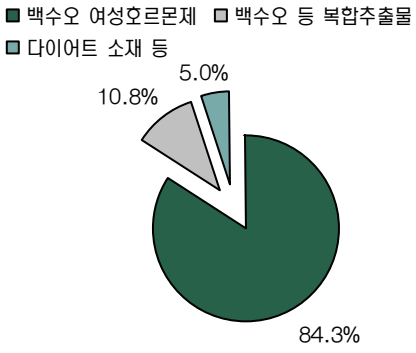
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

해외시장에서 무한한 성장 가능성 열려있다

여성 갱년기 치료제 '백수오궁', '백수오퀸' 생산업체

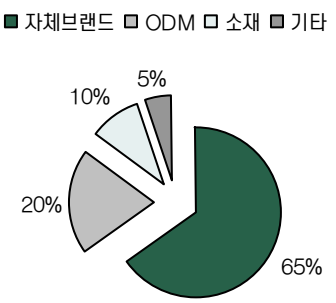
동사는 2001년 설립되어 2013년 10월 말 KOSDAQ에 상장된 건강보조식품 소재업체이다. 자양, 강장 등의 효능이 있는 것으로 알려져 있는 약재인 백수오를 주원료로 40-50대 갱년기 여성 대상의 건강보조식품을 생산하고 있다. 2013년 전체매출의 65% 가량은 자체 브랜드 제품('백수오궁', '백수오퀸'), 20%는 ODM제품, 10%는 원료매출로 이루어져 있다. 자체 브랜드 제품은 홈쇼핑 채널을 통해 판매되고 있으며 ODM과 원료매출은 국내 대형 제약사(동아제약, 한미약품), 식품업체(정관장, 천호식품), 해외업체(Herbalife, Nu Skin) 등 30개 업체를 통해서 발생되고 있다.

그림 18> 2013년 상반기 기준 제품별 비중



자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

그림 19> 2013년 상반기 기준 매출유형별 비중



자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

어머님들에게 잘 팔리는 백수오를 국내독점하고 있다

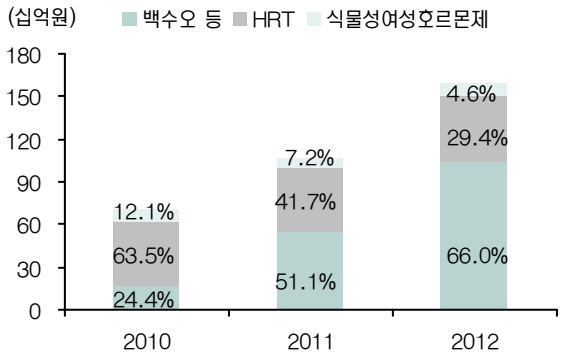
백수오 열풍의 주인공

갱년기 여성들을 타겟팅한 백수오 시장이 빠르게 개화하고 있어 백수오 첨가제품과 원료를 주력으로 생산하는 동사의 수혜가 예상된다. 백수오는 박주가리과 대근우피소(Cynanchum Bungei)의 덩이뿌리로 자양, 강장, 보혈의 효능이 있는 것으로 알려져 있는 약재이다. 우리나라 국민의 소득수준 향상과 함께 건강에 대한 관심도 높아지면서 건강보조식품에 대한 수요는 지속적으로 증가하고 있다. 최근에는 백수오가 부작용 없이 40-50대 여성들의 갱년기 증상완화에 효과가 좋다는 입소문이 퍼지면서 홈쇼핑을 통해 백수오 관련제품의 판매량도 호조세를 나타내고 있다. 이에 따라 GS홈쇼핑, 롯데 홈쇼핑 등에서 판매되고 있는 동사의 자체 브랜드 '백수오궁', '백수오퀸'의 매출도 매년 가파른 성장세를 나타내고 있다.

특허권으로 국내독점

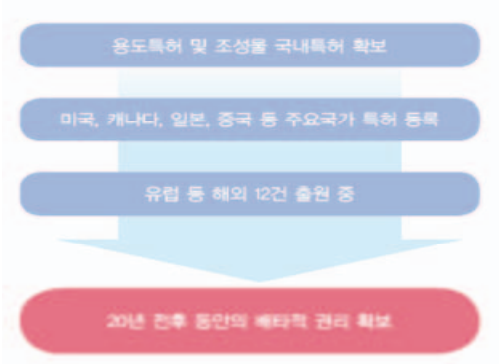
현재 동사는 백수오 기반의 제품으로 국내 여성 호르몬제 시장에서 점유율 약 65%를 차지하며 시장을 주도하고 있다. 또한 백수오를 이용한 갱년기 증상완화용 건강보조식품에 대한 독점특허권을 2011년부터 취득해 국내에서 생산되는 모든 백수오 관련제품에 원료를 독점납품하고 있다. 국내 40-50대 여성의 수는 약 500만명으로 추산된다. 이들 중 절반 정도가 갱년기 증상을 경험한 것으로 알려져 있다. 이들은 건강에 대한 관심이 높고 구매력도 가장 강한 소비층이기 때문에 백수오의 지속적인 판매호조가 예상된다.

그림 20> 국내 주요 여성 호르몬제 점유율 추이



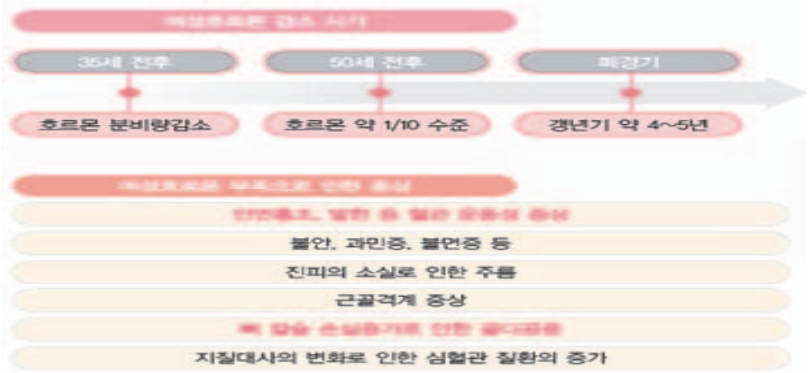
자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

그림 21> 백수오 특허현황



자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

그림 22> 여성 갱년기 감소 시기 및 증상



자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

백수오 글로벌 시장과 신제품이 신성장 동력이 될 것

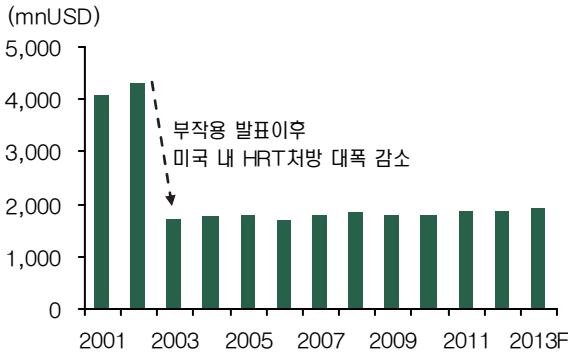
해외진출과 신제품 판매 기대

동사는 2010년 7월 미국 FDA로부터 NDI(New Dietary Ingredient), 2011년 캐나다로부터 NPN(Natural Product Number) 승인을 받고 올해 상반기부터 Herbalife 등 글로벌 업체들과의 파트너쉽을 통해 원료매출 형태로 북미시장에 진출할 계획이다. 동사는 이미 올해 초 캐나다 1위 건강기능식품 업체인 '내츄럴팩터스'를 통해 백수오 등 복합추출물을 캐나다에 수출하기로 결정하였다.

백수오의 해외시장 내에서의 인지도가 미미한 만큼 향후 해외 시장에서의 판매추이는 지켜봐야 할 것으로 판단된다. 그러나 1) 해외 파트너사의 인지도 및 영업망이 강하고 2) 기존 갱년기 증상 치료수단이었던 여성호르몬 대체요법 HRT(Hormone Replacement Therapy)나 식물성 여성호르몬제인 승마 및 이소플라본(Isoflavone)에 대한 부작용이 보고된 바 있어 백수오는 대체제로서의 안정적 시장진입이 가능할 것으로 기대된다.

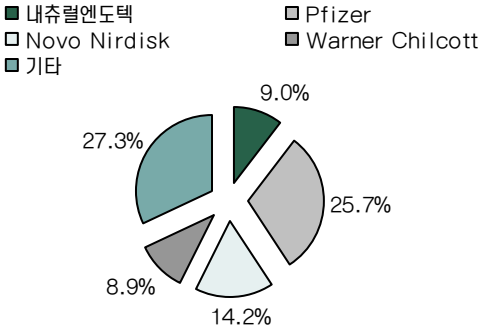
또한 동사는 페루의 산삼으로 알려진 마카(maca), 진생베리, 당귀 등이 첨가된 남성용 갱년기 건강보조식품 '마카력'을 2013년 12월 GS홈쇼핑을 통해 런칭하였고 그 외 다수의 신제품을 출시할 예정이다. 이에 따라 제한된 고객층에 단일품목만을 취급한다는 구조적 리스크는 점진적으로 해소될 전망이다.

그림 23> 글로벌 HRT 시장 추이



자료: GBI Research, 현대증권

그림 24> 여성 호르몬제의 글로벌 점유율



자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

그림 25> 여성 호르몬 소재 성능 및 특징 비교

성능구분	백수오 등 복합추출물	이소플라본	승마	HRT
갱년기 증상 효과	○ (10개 증상개선)	○ (2개 증상개선)	○ (2개 증상개선)	○
질건조 개선 효과	○	△	△	○
골대사 지표 효과	○	○	×	○
골밀도 효과	○ (대퇴골경부)	○	×	○ (척추)
중성지방 효과	○	×	×	×
부작용	×	암 우려 (복용장제한)	간 손상	암, 심장병, 뇌졸중 등
체중 및 BMI 변화	×	변화 없음	변화 없음	○ (증가)
E2, FSH 변화	×	변화 없음	변화 없음	○

자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

장기적 고성장 가능하다

백수오 열풍으로 2013년 실적 급증

2013년 동사는 매출액 817억원(YoY +277.6%), 영업이익 262억원(YoY +412.8%, OPm 32.0%)의 놀라운 실적성장을 달성할 전망이다. 1) 동사의 제품이 작년부터 홈쇼핑 채널을 통해 소개되면서 판매량이 급증하였고 2) 중년 여성들 사이에서 백수오 열풍이 불면서 고객사향 ODM과 소재매출도 크게 늘어났기 때문이다.

미국진출 성공여부가 동사의 중장기적 성장의 핵심요인

올해 동사는 매출액 1,107억원(YoY +35.5%), 영업이익 372억원(YoY +42.3%, OPm 33.6%)을 시현하며 높은 성장세와 이익률을 유지해나갈 전망이다. 이는 1) 올해에도 백수오 열풍이 지속되면서 전체매출이 전년 대비 약 10% 가량 성장하는 가운데, 2) 해외진출로 100억원 가량의 신규매출이 추가되고 3) 남성용 보조식품 등의 신제품도 출시되기 때문이다. 우리나라에서 백수오 열풍이 불기 시작한지 아직 1년이 채 되지 않았고 백수오가 홍삼을 빠르게 대체해 나가고 있기 때문에 올해에도 국내 시장에서의 백수오 판매신장은 무리가 없을 것으로 예상된다. 그러나 동사의 장기 성장성이 해외시장 진출과 신제품의 성공여부에 달려있다는 점에서 신사업의 진행상황에 대한 지속적인 관심이 필요할 것이라는 판단이다.

1분기 구정선물 수요로 강한 실적 모멘텀 예상

동사의 실적은 제품의 특성상 선물수요가 강한 1분기(구정, 1-2월)와 3분기(추석, 10-11월)가 성수기가 될 것이란 판단이다. 구정연휴가 있는 올해 1분기는 제품 인지도 상승과 재구매 수요발생이 예상되는 바, 강한 실적 모멘텀이 기대된다.

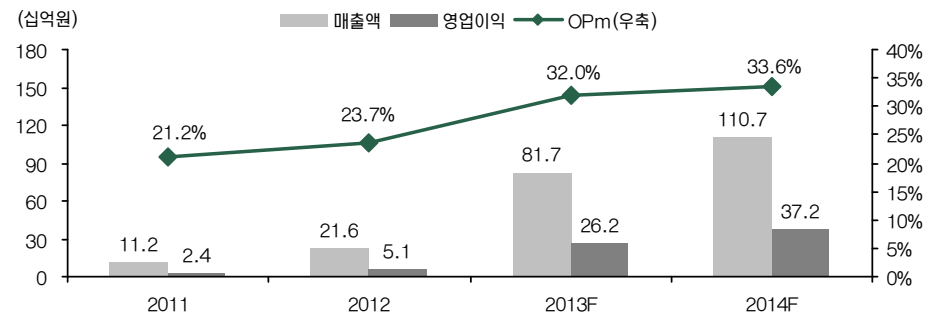
그림 26> 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013F	2014F
매출액	17.1	19.6	25.5	19.5	20.9	26.4	32.5	26.3	81.7	106.1
YoY	-	-	-	-	*22.6%*	*34.8%*	*27.5%*	*34.6%*	***277.6%***	***29.9%***
B2B(ODM)	3.3	3.6	4.5	4.0	4.5	4.5	4.8	4.2	15.4	21.0
B2C(홈쇼핑)	10.3	13.6	18.0	11.0	15.0	15.0	20.0	11.0	52.9	69.8
소재 및 기타	3.5	2.4	3.0	3.0	3.5	3.8	4.0	4.0	11.9	15.3
매출비중										
B2B(ODM)	*19%*	*18%*	*18%*	*21%*	*21%*	*17%*	*15%*	*16%*	***19%***	***20%***
B2C(홈쇼핑)	*61%*	*69%*	*71%*	*56%*	*72%*	*57%*	*62%*	*42%*	***65%***	***66%***
소재 및 기타	*20%*	*12%*	*12%*	15%	*17%*	*14%*	*12%*	15%	***15%***	***14%***
영업이익	5.7	6.6	8.3	5.6	6.5	8.6	10.5	8.5	26.2	34.1
YoY	-	-	-	-	*14.5%*	*30.9%*	*25.9%*	*53.6%*	***412.8%***	***30.6%***
OPM	33.2%	33.6%	32.7%	28.5%	31.0%	39.0%	32.3%	32.5%	32.0%	32.2%

주: 동사는 신규상장 종목으로 2012년 분기 실적이 공개되지 않았음

자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

그림 27> 실적 추이 및 전망



자료: 내츄럴엔도텍, 현대증권

투자의견 매수, 적정주가 8만 7천원으로 커버리지 개시

현재의 높은 Valuation은 장기지속된다

동사에 대해 투자의견 매수, 적정주가 8만 7천원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2015년 EPS 3,491원에 Target PER 25배를 적용하여 산출하였다. Target PER 25배는 동사를 포함하여 국내에서 유사한 사업모델 및 투자지표를 보유하고 있는 Peer 업체들(셀바이오텍, 아미코젠)의 2013년과 2014년 PER의 평균치이다. 이들 업체들은 1) 높은 영업이익률과 ROE, 2) 지속적 수요 증가와 시장 내 견고한 입지를 기반으로 높은 Valuation을 받고 있는 것으로 사료된다. 현재 동사의 주가 역시 2014년 기준 PER 23.4배로 거래되고 있다. 그러나 동사가 1) 성장성과 수익성이 타 업체들 대비 대등하거나 우월하고 2) 국내 시장을 독점하고 있으며 3) 해외시장으로 본격적으로 진출함에 따라 높은 성장세가 지속될 것으로 예상되기 때문에 현재의 Valuation은 내년에도 유지될 수 있어 주가는 장기적 관점에서 긍정적인 흐름을 보일 것이란 판단이다. 4) 향후 캐나다 수출이 본격화되고 미국 진출이 가시화될 경우 동사의 실적과 Valuation은 크게 레벨업될 수 있으므로 동사 주식에 대해 지속적인 관심을 권고한다.

그림 28> Peer Group Valuation

(십억원)		내츄럴엔도텍	셀바이오텍	아미코젠
Ticker		168330 KR	049960 KR	092040 KR
현재주가(원)		59,100	20,150	72,000
시가총액		311	189	304
매출액	2012	21.6	25.9	16.3
	2013F	81.7	30.3	22.5
	2014F	106.1	36.1	34.9
영업이익	2012	5.1	6.5	5.8
	2013F	26.2	8.6	8.8
	2014F	34.1	10.1	15.0
영업이익률(%)	2012	23.7	25.2	35.7
	2013F	32.0	28.3	39.1
	2014F	32.2	28.0	43.0
순이익	2012	4.4	6.1	4.6
	2013F	20.4	6.9	7.3
	2014F	26.6	8.1	12.6
EPS(USD)	2012	515	795	1,416
	2013F	2,177	889	1,992
	2014F	2,527	1,047	2,989
EPS 성장률(%)	2012	84.9	18.0	1,316.0
	2013F	322.5	11.7	40.7
	2014F	16.1	17.9	50.1
PER(배)	2012	NA	22.1	0.0
	2013F	22.6	21.7	36.1
	2014F	23.4	19.2	24.1
PBR(배)	2012	NA	3.7	0.0
	2013F	17.6	3.5	13.1
	2014F	11.1	3.1	8.5
ROE(%)	2012	66.5	18.0	36.0
	2013F	106.5	16.3	0.0
	2014F	62.4	17.5	42.8

자료: Fnguide, 현대증권

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	06/12A	06/13A (IFRS-C)	06/14F (IFRS-C)	06/15F (IFRS-C)	06/16F (IFRS-C)
매출액	**NA**	**264.7**	**295.0**	**324.5**	**360.2**
매출원가	NA	128.0	150.5	172.0	194.5
매출총이익	**NA**	**136.7**	**144.6**	**152.5**	**165.7**
판매비와관리비	NA	49.2	55.0	56.0	58.0
기타영업손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**NA**	**87.4**	**89.6**	**96.5**	**107.7**
EBITDA	**NA**	**88.9**	**91.1**	**98.0**	**109.2**
영업외손익	NA	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
금융손익	NA	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
지분법손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	NA	1.7	2.0	2.0	2.0
세전이익	**NA**	**84.2**	**86.6**	**93.5**	**104.7**
법인세비용	NA	23.7	21.6	23.4	26.2
당기순이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
지배기업순이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
총포괄이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
지배기업총포괄이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
순비경상손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**

현금흐름표

(십억원)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
당기순이익	NA	60.5	64.9	70.1	78.5
유무형자산상각비	NA	1.4	1.5	1.5	1.5
기타비현금손익 조정	NA	11.6	21.6	23.4	26.2
운전자본투자	NA	(4.0)	1.2	0.0	0.0
기타영업현금흐름	NA	1.9	(21.6)	(23.4)	(26.2)
영업활동 현금흐름	**NA**	**71.5**	**67.6**	**71.6**	**80.0**
설비투자	NA	(3.5)	0.0	0.0	0.0
무형자산투자	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자현금흐름	NA	1.2	(8.0)	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**NA**	**(2.3)**	**(8.0)**	**0.0**	**0.0**
금융부채 증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	NA	(5.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무현금흐름	NA	(1.0)	23.2	(1.5)	(1.5)
재무활동 현금흐름	**NA**	**(6.4)**	**23.2**	**(1.5)**	**(1.5)**
기타현금흐름	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**NA**	**62.8**	**82.8**	**70.1**	**78.5**
기초 현금 및 현금성자산	NA	181.3	229.4	312.3	382.4
기말 현금 및 현금성자산	NA	244.1	312.3	382.4	460.9
총영업현금흐름	**NA**	**64.4**	**68.7**	**73.9**	**82.3**
잉여현금흐름	**NA**	**(55.1)**	**61.9**	**73.9**	**82.3**
순현금흐름	**NA**	**16.8**	**82.1**	**70.1**	**78.5**
순현금 (순차입금)	**NA**	**189.8**	**257.3**	**327.4**	**405.9**

성장성 및 수익성 비율

(%)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
매출액 성장률	NA	NA	11.5	10.0	11.0
영업이익 성장률	NA	NA	2.4	7.8	11.6
EBITDA 성장률	NA	NA	2.4	7.6	11.4
지배기업순이익 성장률	NA	NA	7.3	8.0	11.9
수정순이익 성장률	NA	NA	7.3	8.0	11.9
영업이익률	NA	33.0	30.4	29.7	29.9
EBITDA이익률	NA	33.6	30.9	30.2	30.3
당기순이익률	NA	22.9	22.0	21.6	21.8
수정순이익률	NA	22.9	22.0	21.6	21.8

재무상태표

(십억원) (적용기준)	06/12A	06/13A (IFRS-C)	06/14F (IFRS-C)	06/15F (IFRS-C)	06/16F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	NA	244.1	312.3	382.4	460.9
단기금융자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	NA	79.3	80.0	80.0	80.0
재고자산	NA	5.6	5.0	5.0	5.0
기타유동자산	NA	21.7	22.0	22.0	22.0
유동자산	**NA**	**350.7**	**419.3**	**489.4**	**567.9**
투자자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	NA	21.3	12.0	12.0	12.0
무형자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	NA	112.0	120.0	120.0	120.0
비유동자산	**NA**	**133.3**	**132.0**	**132.0**	**132.0**
자산총계	**NA**	**484.0**	**551.3**	**621.4**	**699.9**
매입채무	NA	14.7	16.0	16.0	16.0
단기금융부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
단기충당부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	NA	24.6	25.0	25.0	25.0
유동부채	**NA**	**39.4**	**41.0**	**41.0**	**41.0**
장기금융부채	NA	54.2	55.0	55.0	55.0
장기충당부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**NA**	**54.2**	**55.0**	**55.0**	**55.0**
부채총계	**NA**	**93.6**	**96.0**	**96.0**	**96.0**
자본금	NA	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	NA	101.2	101.2	101.2	101.2
기타자본항목	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	NA	283.9	348.8	418.9	497.4
지배기업 자본총계	**NA**	**390.3**	**455.3**	**525.4**	**603.9**
비지배지분	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**NA**	**390.3**	**455.3**	**525.4**	**603.9**
부채와자본총계	**NA**	**484.0**	**551.3**	**621.4**	**699.9**

주당지표

(원)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
EPS	NA	756	811	877	981
수정EPS	NA	576	618	667	747
주당순자산(BPS)	NA	4,879	5,691	6,567	7,549
주당매출액(SPS)	NA	3,308	3,688	4,056	4,502
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	NA	805	859	924	1,029
주당배당금	NA	0	0	0	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	NA	9.1	NA	NA

주주가치 및 재무구조

(%)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
ROE	NA	15.5	15.4	14.3	13.9
ROA	NA	12.5	12.5	12.0	11.9
ROIC	NA	31.4	33.7	36.6	40.8
WACC	NA	10.4	10.9	11.1	11.0
ROIC/WACC (배)	NA	3.0	3.1	3.3	3.7
경제적이익 (EP, 십억원)	NA	0.0	45.2	50.5	58.9
부채비율	NA	24.0	21.1	18.3	15.9
순금융부채비율	NA	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	NA	NA	NA	NA	NA

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 씨케이에이치푸드앤엘스, 현대증권

KOSDAQ

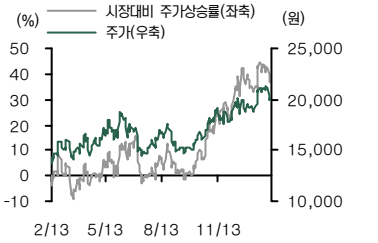
쎌바이오텍 (049960)

BUY (initiate)

주가(1/29)	20,150원	유동주식비율	39.1%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.8%
적정주가	**32,000원**	60일 평균 거래량	100,750주	52주 최고/최저가 (보통주)	21,350원
산업내 투자선호도	★★★	60일 평균 거래대금	20억원		13,700원
시가총액	1,894억원	외국인보유비중	6.6%	베타 (12M, 일간수익률)	1.1
발행주식수 (보통주)	9,400,000주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	16.5%	주요주주	정명준 등 25.1%

결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	23.3	25.9	30.3	36.1	42.0
영업이익 (십억원)	5.7	6.5	8.6	10.1	12.1
순이익 (십억원)	5.2	6.1	6.9	8.1	9.7
지배기업순이익 (십억원)	5.2	6.1	6.9	8.1	9.7
EPS (원)	674	795	889	1,047	1,258
수정EPS (원)	674	795	889	1,047	1,258
PER* (배)	10.6 - 6.3	22.6 - 7.2	23.4 - 15.1	19.2	16.0
PBR (배)	1.4	3.7	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA (배)	5.6	20.0	15.4	13.2	10.4
배당수익률 (%)	2.6	0.9	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	16.4	18.0	16.3	17.5	17.6
ROIC (%)	36.7	43.6	109.4	129.4	161.9

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	5.5%	13.5%	25.9%
상대	1.7%	17.6%	32.2%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 쎌바이오텍, 현대증권

넓은 시장을 개척할 경쟁력 있다

프로바이오틱스 글로벌 강자

동사는 1995년 설립되어 2002년 KOSDAQ에 상장된 프로바이오틱스 전문생산업체이다. 프로바이오틱스란 당류를 에너지원으로 사용하여 다량의 유산과 2차 기능성 성분을 생성하는 장내 유익균이다. 항체생산을 증강하여 악성면역을 활성화하는 등의 면역조절 작용을 한다. 매출은 Amway를 통한 OEM('뉴트리라이트')과 자체 브랜드인 '듀오락'을 통해 발생된다. 국내에서는 약 45%의 점유율로 1위를 차지하고 있으며 현지 제약사들을 통해 미국, 아시아, 유럽 등으로 수출된다. 수출비중은 약 60%이다. 프로바이오틱스 배양기술을 갖춘 글로벌 주요 경쟁사는 4개 업체(덴마크 크리스챤 한센, 다니스코, 일본 모리나가, 프랑스 로셀)에 불과하다. 특히 유산균 종주국인 덴마크에서는 점유율 70%로 1위를 차지하는 등 품질을 전세계적으로 인정받고 있다. 국내 최대의 종균을 보유하고 있어 고객사의 요구대로 종균배합이 가능하며 자체기술인 이중코팅 기술을 보유하고 있다는 점이 동사의 성공원인으로 분석된다.

이중코팅 기술로 재구매율 60% 이상의 높은 충성도

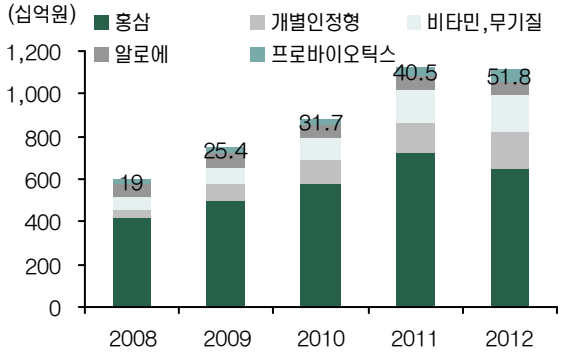
동사는 국내, 일본, 유럽 등에서 이중코팅에 대한 특허를 보유하고 있다. 이중코팅은 위산에 불안정한 유산균이 장까지 안전하게 도달할 수 있게 해주기 때문에 타 제품 대비 효능이 뛰어나다. 다양한 제품으로 아이, 어른 등 남녀노소 구분없이 모두가 복용할 수 있어 높은 잠재수요가 예상된다. 재구매율도 60%에 달할 정도로 소비자들이 강한 충성도를 보이고 있어 '듀오락'의 판매신장은 장기지속될 전망이다.

프로바이오틱스 시장 고성장세 지속

국내 시장 지난 5년간 약 3배 성장

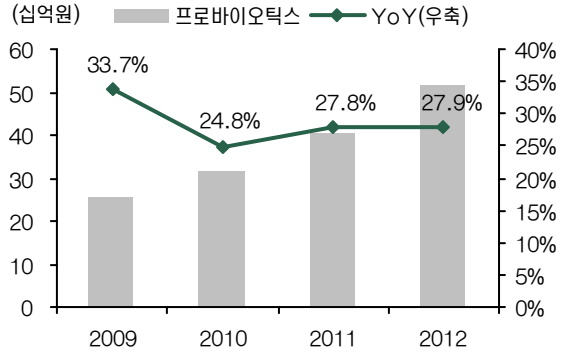
건강에 대한 관심증대로 국내 건강기능식품 시장은 매년 꾸준한 성장세를 나타내고 있다. 그 중 프로바이오틱스는 2008년부터 2012년까지 3배 가량 매출이 신장하였다. 건강기능식품 시장 내에서 프로바이오틱스가 차지하는 점유율도 확대되고 있는 추세이다. 2008년 약 8천억원에 달하던 건강기능식품 시장에서 프로바이오틱스가 차지하는 비중은 190억원으로 2.4%에 불과했다. 그러나 2012년 건강기능식품 시장은 1조 4천억으로 2008년 대비 75% 증가하였고 프로바이오틱스는 점유율이 3.7%로 확대된 518억원으로 2.7배 증가하였다.

그림 29> 국내 건강보조식품 시장 제품별 매출추이



자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 30> 프로바이오틱스 국내시장 매출추이

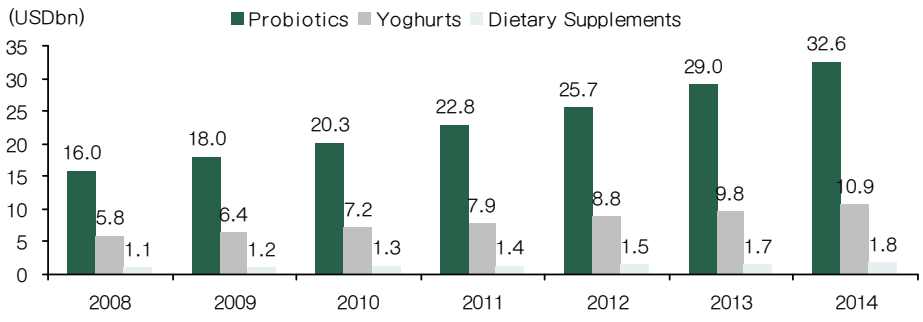


자료: 셀바이오텍, 현대증권

해외 시장 연평균 12.6% 성장

글로벌 프로바이오틱스 시장 역시 2008년 160억 달러에서 2013년 290억 달러로 매년 연평균 12.6% 성장할 전망이다. 올해 시장규모는 326억 달러에 달할 것으로 예상되어 동사에 우호적인 영업환경이 조성되고 있다. 326억 달러 중 지역별 매출을 보면 유럽이 12.9억 달러, 아시아가 8.7억 달러, 기타 11억 달러로 구성된다. 특히 매출규모가 가장 큰 유럽에서 동사의 제품이 강세를 나타내고 있다는 점이 긍정적이다.

그림 31> 프로바이오틱스 글로벌 시장 추이 및 전망



자료: Market and Market Research, 셀바이오텍, 현대증권

자체 브랜드 '듀오락'의 판매신장 본격화

자체브랜드 '듀오락' 가파른 성장세

프로바이오틱스의 OEM제품만을 생산해오던 동사는 2009년 자체 브랜드인 '듀오락'을 출시하였다. '듀오락'은 매년 가파른 판매신장을 나타내고 있어 동사의 실적개선을 직접적으로 견인할 전망이다. 주요 판매처는 자체 온라인 쇼핑몰과 약국, 병원, 한의원 등이다. 국내 1,200개의 약국채널, 유럽 내 약 20개의 고객사를 확보하고 있다.

'듀오락'의 첫 출시해인 2009년 매출액은 3억원에 불과하였으나 효능에 대한 인지도가 높아짐에 따라 매년 가파른 성장세를 나타내면서 2013년에는 60억원에 달할 것으로 추산된다. 2013년 10월부터 TV광고를 시작하였기 때문에 '듀오락'의 판매량은 4분기부터 본격적으로 증가할 전망이다.

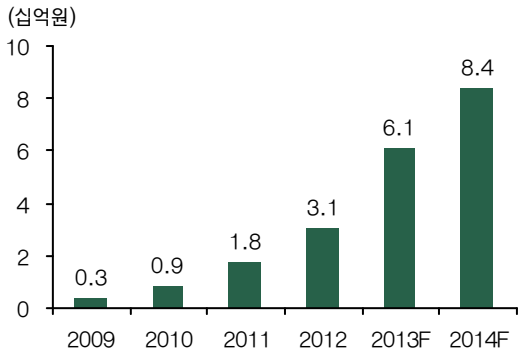
그림 32> 다양한 '듀오락' 제품들

자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 33> '듀오락' TV광고

자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 34> '듀오락' 매출 추이 및 전망



자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 35> 동사의 단백질 이중코팅 기술

자료: 셀바이오텍, 현대증권

캐파증설과 TV광고, 2014년에도 사상최대 실적행진

캐파증설과 TV광고 효과 기대

프로바이오틱스의 국내외 판매호조로 2013년은 매출액 303억원(YoY +17.2%), 영업이익 86억원(YoY +31.2%, OPm 28.3%)으로 사상최대 실적을 기록할 전망이다. 2014년에도 견조한 성장세는 유지될 것으로 전망되는데 이는 1) 지난 해 9월 김포 신공정 증설을 완료함에 따라 연간 생산능력이 연 300억원에서 600억원 수준으로 증가(토지포함 설비투자액 약 80억원)하고 2) 지난해 10월부터 '듀오락'의 TV광고를 개시함에 따라 제품 인지도 상승에 따른 판매량 증가가 예상되기 때문이다.

2014년에도 사상최대 실적 이어질 것

이에 따라 2014년에도 매출액 361억원(YoY +19.0%), 영업이익 108억원(YoY +26.4%, OPm 30.0%)으로 사상최대 실적을 갱신하며 성장세를 유지해나갈 전망이다. 생산성 향상으로 인해 원가율이 지속하락함에 따라 수익성이 매년 개선되고 있는 동사는 상대적으로 수익성이 높은 '듀오락'의 매출비중도 확대되면서 개선세를 이어나갈 것이란 판단이다.

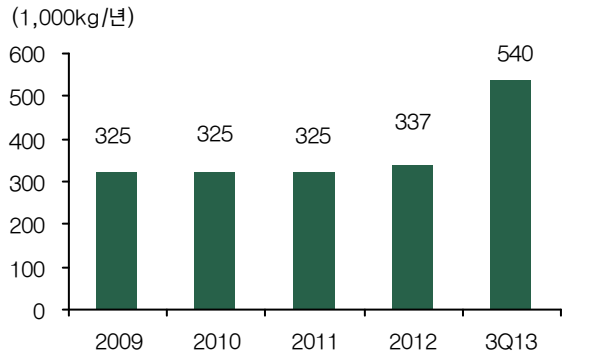
그림 36> 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013F	2014F
매출액	6.2	8.0	7.4	8.8	8.8	9.2	9.5	9.8	30.3	37.3
YoY	-1.6%	22.8%	6.0%	43.3%	41.7%	15.7%	28.7%	11.4%	17.2%	22.9%
QoQ	1.2%	28.1%	-7.2%	19.1%	0.1%	4.5%	3.3%	3.2%	-	-
원말	1.4	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	5.4	5.6
완제품	4.8	6.5	6.2	7.4	7.4	7.8	8.1	8.4	24.9	31.7
매출비중										
원말	22.5%	17.7%	16.6%	15.9%	15.9%	15.2%	14.7%	14.3%	17.9%	15.0%
완제품	77.4%	82.3%	83.4%	84.1%	84.1%	84.8%	85.3%	85.7%	82.1%	85.0%
(매출원가)	2.0	2.5	2.4	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	9.7	12.3
매출대비	31.5%	31.8%	31.8%	32.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	31.8%	33.0%
(판관비)	3.6	2.8	2.6	3.1	4.0	3.2	3.2	3.2	12.1	13.6
매출대비	57.4%	35.1%	35.6%	35.6%	45.5%	34.8%	33.7%	32.7%	39.9%	36.5%
영업이익	0.7	2.6	2.4	2.8	1.9	3.0	3.2	3.4	8.6	11.4
YoY	-58.8%	27.8%	-0.6%	634.2%	175.7%	12.4%	31.8%	18.1%	31.2%	32.8%
QoQ	77.2%	283.4%	-8.9%	18.6%	-33.5%	56.3%	6.8%	6.4%	-	-
영업이익률	11.1%	33.1%	32.5%	32.4%	21.5%	32.2%	33.3%	34.3%	28.3%	30.5%

주: IFRS연결기준

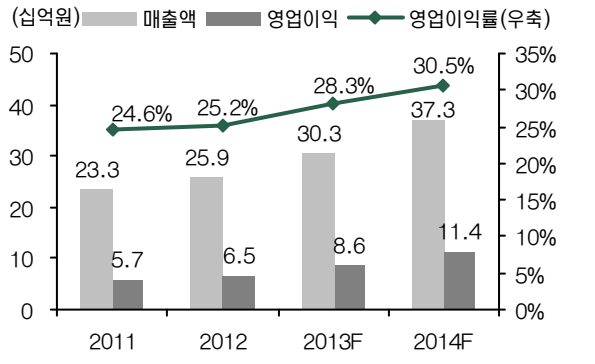
자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 37> 완제품 캐파 추이



자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 38> 연간실적 추이 및 전망, 이익률 지속개선 중



자료: 셀바이오텍, 현대증권

투자의견 매수, 적정주가 32,000원으로 커버리지 개시

시장 고성장, 견고한 MS 고성장과 이익개선 유지

동사에 대해 투자의견 매수, 적정주가 32,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2015년 예상 EPS 1,258원에 Target PER 25배를 적용하여 산출하였다. Target PER 25배는 동사를 포함하여 국내에서 유사한 사업모델 및 투자지표를 보유하고 있는 Peer 업체들(내츄럴엔도텍, 아미코젠)의 2013년과 2014년 PER의 평균치이다. 이들 업체들은 1) 높은 영업이익률과 ROE, 2) 지속적 수요 증가와 시장 내 견고한 입지를 기반으로 높은 Valuation을 받고 있는 것으로 사료된다. 동사는 1) 성장성과 수익성이 타 업체들 대비 대등하거나 우월하고 2) 국내 및 글로벌 시장에서 입지가 견고하며 3) 수출비중도 지속 확대될 예정임에 따라 현재의 Valuation은 내년에도 유지될 수 있어 주가는 장기적 관점에서 긍정적인 흐름을 보일 것이란 판단이다. 동사의 주식이 높은 Valuation을 적용받고 있는 이유는 프로바이오틱스 시장의 고성장과 동사의 시장 내 견고한 입지를 기반으로 1) 2007년부터 2012년까지 매출액이 CAGR 15.9%로 꾸준히 성장해 왔으며 2) 2007년 13.5%였던 영업이익률도 2009년 29.4% 달성한 이후 현재까지 높은 이익률을 유지해 오고 있고 (2010년 29.0%, 2011년 24.6%, 2012년 25.2%) 3) 2013년 9월 캐파증설과 10월 TV광고 개시로 2014년 이후 성장성 본격화에 대한 기대감이 반영되었기 때문인 것으로 판단된다.

그림 39> Peer Valuation

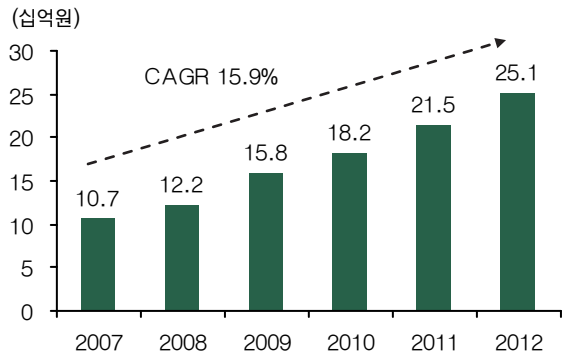
(십억원)		내츄럴엔도텍	셀바이오텍	아미코젠
Ticker		168330 KR	049960 KR	092040 KR
현재주가(원)		59,100	20,150	72,000
시가총액		311	189	304
매출액	2012	21.6	25.9	16.3
	2013F	81.7	30.3	22.5
	2014F	106.1	36.1	34.9
영업이익	2012	5.1	6.5	5.8
	2013F	26.2	8.6	8.8
	2014F	34.1	10.1	15.0
영업이익률(%)	2012	23.7	25.2	35.7
	2013F	32.0	28.3	39.1
	2014F	32.2	28.0	43.0
순이익	2012	4.4	6.1	4.6
	2013F	20.4	6.9	7.3
	2014F	26.6	8.1	12.6
EPS(USD)	2012	515	795	1,416
	2013F	2,177	889	1,992
	2014F	2,527	1,047	2,989
EPS 성장률(%)	2012	84.9	18.0	1,316.0
	2013F	322.5	11.7	40.7
	2014F	16.1	17.9	50.1
PER(배)	2012	NA	22.1	0.0
	2013F	22.6	21.7	36.1
	2014F	23.4	19.2	24.1
PBR(배)	2012	NA	3.7	0.0
	2013F	17.6	3.5	13.1
	2014F	11.1	3.1	8.5
ROE(%)	2012	66.5	18.0	36.0
	2013F	106.5	16.3	0.0
	2014F	62.4	17.5	42.8

자료: Fnguide, 현대증권

올해에도 고 Valuation은 지속될 전망

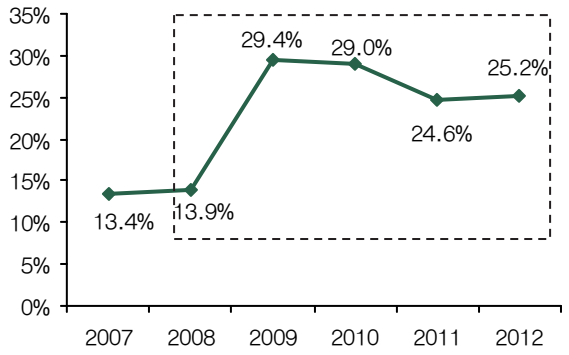
당사는 동사 주식이 내년에도 25배 이상의 높은 Valuation을 적용받을 수 있을 것으로 예상한다. 그 이유는 1) 소비자들의 건강에 대한 관심증대로 프로바이오틱스 시장의 고성장세가 지속되는 가운데 2) 올해 캐파증설과 TV광고 효과가 본격적으로 나타나면서 향후 실적성장은 더욱 견고해질 것으로 전망되기 때문이다.
참고로 동사의 해외 경쟁사인 덴마크 Christian Hansen(CHR DC)의 경우에도 2013년과 2014년의 PER은 각각 28.9배, 25.6배 수준이다. 동사는 Christian Hansen과 비교하여도 영업이익률, ROE, EPS 성장률 등 여러 측면에서 손색이 없어 동사의 적정주가에 적용된 PER 25배는 무리한 수준은 아니라는 판단이다.

그림 40> 동사의 매출성장 추이



자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 41> 동사의 영업이익률 추이



자료: 셀바이오텍, 현대증권

그림 42> 경쟁업체 Christian Hansen과의 비교

(mnUSD, 십억원)		2012	2013F	2014F
Christian Hansen	매출액	912	966	1,053
(CHR DC)	영업이익	242	252	278
국가: Denmark	영업이익률(%)	26.5%	26.1%	26.4%
시가총액: 5,260	당기순이익	171	180	190
	EPS(USD)	1.25	1.37	1.43
	EPS 성장률(%)	4.9	9.6	4.1
	PER(x)	**24.7**	**28.1**	**27.0**
	PBR(x)	4.8	4.8	5.4
	ROE(%)	20.0	20.6	20.2
셀바이오텍	매출액	25.9	30.3	36.1
(049960 KS)	영업이익	6.5	8.6	10.1
국가: Korea	영업이익률(%)	25.2%	28.0%	28.0%
시가총액: 189	당기순이익	6.1	6.9	8.1
	EPS(원)	795.4	888.6	1,047.3
	EPS 성장률(%)	18.0	11.7	17.9
	PER(x)	**22.1**	**21.7**	**19.2**
	PBR(x)	3.7	3.5	3.1
	ROE(%)	18.0	16.3	17.5

자료: Bloomberg, 현대증권

포괄손익계산서

(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액	**23.3**	**25.9**	**30.3**	**36.1**	**42.0**
매출원가	8.3	8.6	9.7	12.1	13.9
매출총이익	**15.0**	**17.3**	**20.7**	**24.0**	**28.1**
판매비와관리비	9.3	10.7	12.1	13.9	16.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**5.7**	**6.5**	**8.6**	**10.1**	**12.1**
EBITDA	**6.5**	**7.3**	**9.6**	**11.1**	**13.1**
영업외손익	0.5	0.7	0.0	0.0	0.0
금융손익	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	**6.2**	**7.2**	**8.6**	**10.1**	**12.1**
법인세비용	1.0	1.1	1.7	2.0	2.4
당기순이익	**5.2**	**6.1**	**6.9**	**8.1**	**9.7**
지배기업순이익	**5.2**	**6.1**	**6.9**	**8.1**	**9.7**
총포괄이익	**5.2**	**5.9**	**6.9**	**8.1**	**9.7**
지배기업총포괄이익	**5.2**	**5.9**	**6.9**	**8.1**	**9.7**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**5.2**	**6.1**	**6.9**	**8.1**	**9.7**

현금흐름표

(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
당기순이익	5.2	6.1	6.9	8.1	9.7
유무형자산상각비	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
기타비현금손익 조정	0.6	0.4	1.7	2.0	2.4
운전자본투자	(0.1)	(1.4)	1.6	1.0	0.0
기타영업현금흐름	(1.0)	0.2	(1.5)	(2.0)	(2.4)
영업활동 현금흐름	**5.5**	**6.2**	**9.7**	**10.1**	**10.7**
설비투자	(0.6)	(3.4)	(8.0)	(3.0)	(3.0)
무형자산투자	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증감	(4.9)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타투자현금흐름	0.0	(4.4)	0.2	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(3.2)**	**(8.4)**	**(7.8)**	**(3.0)**	**(3.0)**
금융부채 증감	(0.6)	0.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(1.2)	(1.2)	(1.2)	0.0	0.0
기타재무현금흐름	0.0	0.0	28.0	1.5	2.0
재무활동 현금흐름	**(1.8)**	**(0.4)**	**26.9**	**1.5**	**2.0**
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**0.5**	**(2.7)**	**28.8**	**8.6**	**9.7**
기초 현금 및 현금성자산	7.5	8.0	5.3	34.1	42.7
기말 현금 및 현금성자산	8.0	5.3	34.1	42.7	52.4
총영업현금흐름	**5.2**	**6.8**	**8.1**	**9.1**	**10.7**
잉여현금흐름	**5.2**	**1.6**	**1.9**	**7.1**	**7.7**
순현금흐름	**7.9**	**2.6**	**14.9**	**8.6**	**9.7**
순현금 (순차입금)	**18.0**	**19.2**	**34.1**	**42.7**	**52.4**

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 성장률	NA	11.0	NA	19.0	16.3
영업이익 성장률	NA	13.8	NA	17.9	20.1
EBITDA 성장률	NA	12.4	NA	16.0	18.3
지배기업순이익 성장률	3.3	18.0	11.7	17.9	20.1
수정순이익 성장률	3.3	18.0	11.7	17.9	20.1
영업이익률	24.6	25.2	28.3	28.0	28.9
EBITDA이익률	27.9	28.2	31.6	30.8	31.3
당기순이익률	22.4	23.7	22.6	22.4	23.1
수정순이익률	22.3	23.7	22.6	22.4	23.1

재무상태표

(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
현금 및 현금성자산	8.0	5.3	34.1	42.7	52.4
단기금융자산	10.0	14.7	0.0	0.0	0.0
매출채권	4.4	3.1	4.0	4.0	4.0
재고자산	3.0	2.6	3.0	3.0	3.0
기타유동자산	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0
유동자산	**25.7**	**26.7**	**41.1**	**49.7**	**59.4**
투자자산	1.0	1.3	1.5	1.5	1.5
유형자산	8.3	10.9	3.5	4.0	4.0
무형자산	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
이연법인세자산	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동자산	**11.0**	**13.6**	**6.0**	**6.5**	**6.5**
자산총계	**36.7**	**40.3**	**47.1**	**56.2**	**65.9**
매입채무	2.5	1.0	2.0	3.0	3.0
단기금융부채	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
단기충당부채	0.0	0.1	1.0	1.0	1.0
기타유동부채	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
유동부채	**4.6**	**3.9**	**5.0**	**6.0**	**6.0**
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**0.4**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**5.0**	**3.9**	**5.0**	**6.0**	**6.0**
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
기타자본항목	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
기타포괄손익누계액	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	19.3	24.3	30.0	38.1	47.8
지배기업 자본총계	**31.7**	**36.4**	**42.1**	**50.2**	**59.9**
비지배지분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**31.8**	**36.4**	**42.1**	**50.2**	**59.9**
부채와자본총계	**36.7**	**40.3**	**47.1**	**56.2**	**65.9**

주당지표

(원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
EPS	674	795	889	1,047	1,258
수정EPS	674	795	889	1,047	1,258
주당순자산(BPS)	4,104	4,718	5,456	6,504	7,762
주당매출액(SPS)	3,020	3,354	3,930	4,676	5,440
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	673	881	1,050	1,177	1,388
주당배당금	150	150	0	0	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	10.9	15.8	16.5	NA	NA

주주가치 및 재무구조

(%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
ROE	16.4	18.0	16.3	17.5	17.6
ROA	14.2	15.9	14.6	15.6	15.9
ROIC	36.7	43.6	109.4	129.4	161.9
WACC	13.9	13.9	12.3	12.6	12.8
ROIC/WACC (배)	2.6	3.1	8.9	10.2	12.6
경제적이익 (EP, 십억원)	2.5	4.4	5.2	7.3	8.9
부채비율	15.7	10.7	11.9	12.0	10.0
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	1,215.5	750.4	NA	NA	NA

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 벨바이오텍, 현대증권

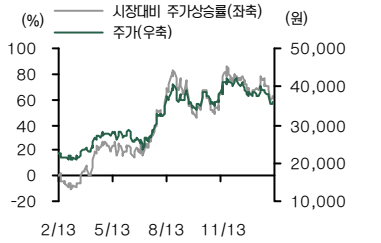
서흥캅셀 (008490)

BUY (initiate)

주가(1/29)	36,150원	유동주식비율	45.9%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.8%
적정주가	**50,000원**	60일 평균 거래량	24,781주	52주 최고/최저가 (보통주)	42,000원
산업내 투자선호도	★★☆	60일 평균 거래대금	10억원		20,650원
시가총액	4,182억원	외국인보유비중	6.4%	베타 (12M, 일간수익률)	0.7
발행주식수 (보통주)	11,569,113주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	NA	주요주주	양주환 등 54.1%

결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	187.9	207.0	275.3	321.6	370.5
영업이익 (십억원)	26.9	14.4	26.5	35.7	45.8
순이익 (십억원)	19.6	(2.4)	15.4	25.8	35.5
지배기업순이익 (십억원)	17.9	(4.3)	15.4	25.8	35.5
EPS (원)	1,603	(383)	1,357	2,283	3,134
수정EPS (원)	1,603	(383)	1,357	2,283	3,134
PER* (배)	10.1 - 4.5	NA	31.7 - 13.5	15.8	11.5
PBR (배)	0.9	1.2	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	11.3	15.7	11.2	9.3	7.4
배당수익률 (%)	1.8	0.8	0.4	0.5	0.5
ROE (%)	9.6	(2.4)	8.3	12.7	15.3
ROIC (%)	7.1	1.7	4.1	14.1	15.7

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-6.5%	0.8%	12.4%
상대	-3.5%	6.6%	10.1%



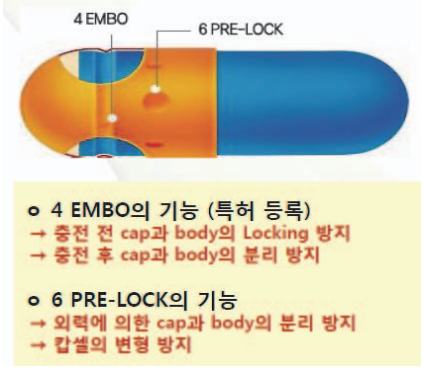
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 서흥캅셀, 현대증권

바이오 기반 소비재 기업과 같이 성장한다

국내 점유율 1위
세계 점유율 3위의
높은 시장지배력

동사는 1973년에 설립되어 1990년 유가증권시장에 상장된 의약품용 캡슐 제조사이다. 주요 제품으로는 하드캡슐과 소프트캡슐(건강기능식품), 젤라틴 등으로 구성되어 있으며 'Embo Caps'라는 자체상표로 시장에 출시되고 있다. 하드캡슐은 캡슐 내 내용물의 변질을 막아주고 내용물의 섭취와 인체 흡수를 용이하게 해주는 역할을 한다. 보건당국의 승인과 높은 기술력을 요하기 때문에 진입장벽도 높은 아이템이다. 국내 대부분의 제약사에 제품을 공급하고 있으며 55개국으로 수출도 하고 있다. 국내 시장 점유율은 95% 이상이며 세계 점유율은 7-8%로 3위이다. 따라서 의약품 시장의 성장으로 동사는 안정적인 실적 성장이 가능하다. 또한 소비자들의 소득증가로 건강에 대한 관심이 높아짐에 따라 건강보조식품에 주로 사용되는 소프트캡슐의 수요도 지속적으로 증가하고 있다.

그림 43> 서흥캅셀의 자체 브랜드 'Embo Caps'



자료: 서흥캅셀, 현대증권

그림 44> 서흥캅셀의 다양한 경쟁력

Key Point	서흥캅셀의 경쟁력
고도의 기술력	제로에 가까운 불량률
고품질 자동화 설비	생산기계, 충전기, 검삭, 인쇄기 등 자동화 설비를 독자기술로 개발하여 보유
시장지배력	국내 95% 이상 점유 세계 시장 점유율 3위(점유율 7-8%)
안정적인 원료조달	주원료 젤라틴을 계열회사 ㈜젤텍에서 안정적으로 공급
다양한 거래선 확보	국내 대부분의 제약회사에 공급 약 55개국에 수출 (미국 60%, 유럽 30%, 아시아 등 10%)

자료: 서흥캅셀, 현대증권

하드캡슐의 캐파증설로 올해도 안정적 성장 기대

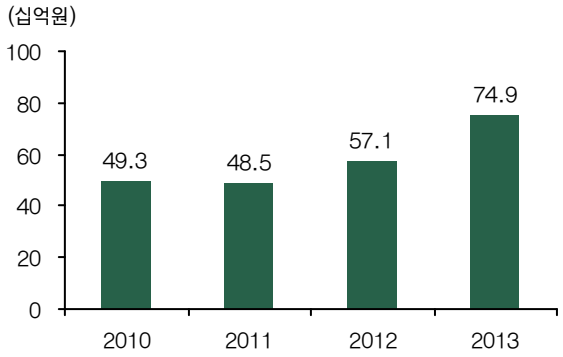
지속적 캐파증설로 실적 드라이브

동사는 낮은 불량률과 독자기술로 개발된 자동화 설비를 기반으로 연간 300억개 가량의 하드캡슐을 생산하고 있다. 전세계 연간 총 생산량은 약 4,300억개로 추정된다. 주원료인 젤라틴을 계열사인 젤텍으로부터 안정적으로 공급받고 있어 원가측면에서 유리하다. 건강에 대한 관심과 수출물량 확대로 하드캡슐의 수요는 지속적으로 증가하고 있다. 하드캡슐은 2013년 기준으로 매출비중은 30% 수준에 불과하나 영업이익 기여도는 50%에 달하는 동사의 핵심 사업부문이다. 2013년 8월 하드캡슐 설비를 40대에서 45대로 증설함에 따라 동 사업부는 올해 동사의 실적 개선을 크게 이바지할 것으로 판단된다. 2014년 연결기준 하드캡슐 매출은 전년 1,020억원에서 1,212억원으로 증가할 것으로 추정된다.

건강기능식품 판매호조에 소프트캡슐 수혜

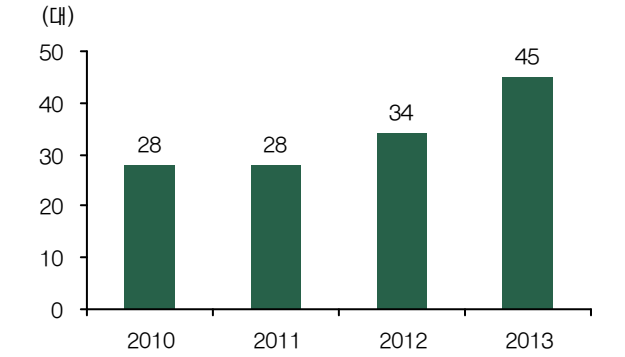
액체 및 현택제를 담고 있는 소프트 캡슐은 내용물의 충전과 성형이 동시에 요구되는 제품이다. 동사는 OEM/ODM 방식으로 Nu Skin 코리아, 내츄럴엔도텍, 한국인삼공사, CJ제일제당, 종근당, 사노피-아벤티스코리아 등 150개 이상의 제약사 및 건강기능식품 제조업체들에 납품하고 있다. 국내 점유율은 약 40% 수준으로 추정되며 최근에는 동물성 대비 마진이 좋은 식물성 캡슐의 출하량이 늘어나고 있어 실적도 점진적으로 개선되고 있다.

그림 45> 하드캡슐부문 매출 추이(개별기준)



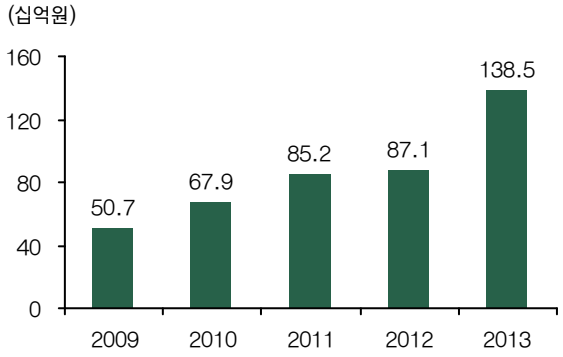
자료: 서흥캡셀, 현대증권

그림 46> 하드캡슐 설비 추이



자료: 서흥캡셀, 현대증권

그림 47> F&P(소프트캡슐) 매출추이(개별기준)



자료: 서흥캡셀, 현대증권

그림 48> 주요 고객사 및 제품

구 분		판매처	기 능	구 분		판매처	기 능
	백수오 시리즈	내츄럴 엔도텍	갱년기 여성 영양 보충		V-food 시리즈	한국 야쿠르트	천연원료 복합 비타민
	TR90 시리즈	뉴스킨 코리아	체중조절 프로그램		퍼스트 레이디 에버 플라본	대상	갱년기 여성 영양 보충
	트리 플러스	사노피 아벤티스 코리아	비타민+ 미네랄+ 오메가3 복합 기능		슈퍼 오메가3 沈	LG 생활건강	프리미엄 고함량 오메가3

자료: 서흥캡셀, 현대증권

실적성장은 2014년에도 이어질 전망

내년 견조한 성장과 마진율 개선 기대

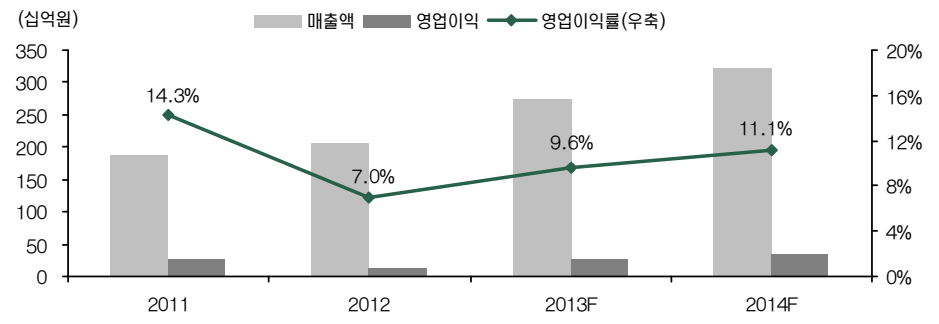
2013년은 연결기준으로 매출액 2,753억원(YoY +33.0%), 영업이익 265억원(YoY 83.4%, OPm 9.6%)의 견조한 실적성장이 예상된다. 1) 하드캡슐 사업부문의 캐파증설 효과와 2) 건강기능식품의 판매호조 그리고 3) 높은 시장지배력 등을 기반으로 동사의 성장세는 장기지속될 것이란 판단이다. 전년 각각 약 1,000억원과 1,400억원 가량을 매출을 기록한 하드캡슐과 소프트캡슐의 올해 매출은 각각 1,200억원과 1,600억원 수준으로 증가할 전망이다. 페인트볼 사업부문(레저용 서바이어벌 게임 탄환)과 젤라틴 및 콜라겐을 생산하는 연결 자회사 젤텍(지분율 42.8%), 하드캡슐을 생산하는 베트남 현지법인(지분율 100%) 및 미국법인(지분율 100%)의 매출도 소폭 증가하면서 2014년 매출액은 3,216억원(YoY +16.8%)이 예상된다. 수익성 높은 하드캡슐 매출비중 확대로 수익성이 개선되면서 영업이익은 357억원(YoY 35.0%, OPm 11.1%) 수준으로 확대될 것으로 추정된다.

그림 49> 분기별 실적 추이 및 전망

연결기준	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013F	2014F
매출액	**63.9**	**69.4**	**69.4**	**72.7**	**72.5**	**78.1**	**84.8**	**86.1**	**275.3**	**321.6**
YoY	28.2%	29.9%	31.0%	43.0%	13.6%	12.7%	22.3%	18.4%	**33.0%**	**16.8%**
QoQ	25.6%	8.6%	0.0%	4.8%	-0.3%	7.7%	8.6%	1.5%	-	-
캡슐부문	**57.8**	**63.8**	**64.1**	**67.1**	**66.4**	**72.0**	**78.7**	**80.0**	**252.9**	**297.2**
매출비중	90.4%	92.0%	92.4%	92.3%	91.6%	92.2%	92.8%	92.9%	**91.8%**	**92.4%**
하드캡슐	24.4	27.4	24.3	25.9	29.4	30.4	30.8	30.8	**102.0**	**121.2**
의약품	8.8	10.2	10.7	11.0	10.1	11.7	12.3	12.7	**40.7**	**46.8**
건강기능식품	20.0	22.5	27.3	28.0	23.9	26.9	32.7	33.6	**97.7**	**117.2**
페인트볼	2.1	3.2	2.1	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	**9.5**	**10.0**
상품	2.5	0.6	- 0.2	-	0.5	0.5	0.5	0.5	**3.0**	**2.0**
젤라틴 부문	**6.1**	**5.5**	**5.3**	**5.6**	**6.1**	**6.1**	**6.1**	**6.1**	**22.5**	**24.4**
매출비중	9.6%	8.0%	7.6%	7.7%	8.4%	7.8%	7.2%	7.1%	**8.2%**	**7.6%**
젤라틴	4.7	4.1	4.3	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6	**17.6**	**18.4**
콜라겐	1.4	1.4	0.9	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	**4.9**	**6.0**
(매출원가)	**52.2**	**54.1**	**57.0**	**59.9**	**58.2**	**62.5**	**69.8**	**68.8**	**223.4**	**259.3**
매출대비	81.8%	78.1%	82.2%	82.4%	80.2%	80.0%	82.3%	79.9%	**81.1%**	**80.6%**
(판관비)	**6.4**	**6.4**	**6.2**	**6.5**	**6.5**	**6.6**	**6.8**	**6.7**	**25.5**	**26.6**
매출대비	10.1%	9.2%	9.0%	8.9%	9.0%	8.4%	8.0%	7.8%	**9.3%**	**8.3%**
영업이익	**5.2**	**8.9**	**6.1**	**6.3**	**7.9**	**9.0**	**8.2**	**10.6**	**26.5**	**35.7**
YoY	0.8%	76.1%	190.9%	194.0%	51.1%	1.9%	34.9%	68.2%	**83.4%**	**35.0%**
QoQ	142.6%	70.6%	-31.1%	3.2%	24.7%	15.0%	-8.9%	28.6%	-	-
영업이익률	8.1%	12.8%	8.8%	8.7%	10.8%	11.6%	9.7%	12.3%	**9.6%**	**11.1%**

자료: 서흥캡셀, 현대증권

그림 50> 연간실적 추이 및 전망



자료: 서흥캡셀, 현대증권

실적 가시성과 성장성을 고려하면 높은 Valuation이 타당

투자의견 매수, 적정주가 50,000원 커버리지 개시

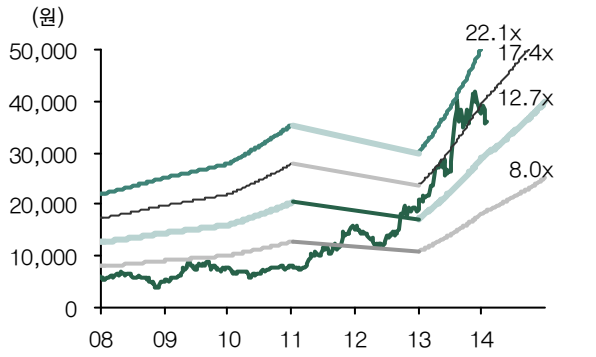
동사에 대해 투자의견 매수, 적정주가 50,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가 2015년 EPS 3,134원에 Target PER 16배를 적용하여 산출하였다. 현 주가는 올해 기준 약 15.8배에 거래되고 있으며 이는 동사의 장기성장성과 안정성을 고려할 시 내년 이후에도 지속될 것이라는 판단이다. 동사의 고객사에 해당하는 건강기능식품 생산업체들은 올해 20배 이상의 높은 Valuation을 받고 거래되고 있다. 이는 건강에 대한 관심도가 높아지면서 건강보조식품 시장이 꾸준히 성장할 것으로 기대되기 때문이다. 이에 따라 동사 역시 이들의 높은 성장성에 직접적인 수혜를 받을 수 밖에 없을 것이란 판단이다. 또한 동사는 국내 캡슐시장을 독점하고 있어 제품의 유행, 특정 고객사의 시장 내 퍼포먼스와 관계없이 건강기능식품 시장 확대에 직접적인 수혜를 입을 수 있다. 동사 주가의 역사적 PER Band를 보면 지속적으로 Re-rating되고 있다는 점도 이러한 사실을 방증한다. 1) 지속적인 캐파증설, 2) 수출물량의 확대 등으로 성장성과 수익성 개선은 장기적으로 지속될 전망이기 때문에 Target PER 16배 적용은 무리없는 수치라는 판단이다.

그림 51> Peer Group Valuation

(십억원)		내츄럴엔도텍	셀바이오텍	아미코젠
Ticker		168330 KR	049960 KR	092040 KR
현재주가(원)		59,100	20,150	72,000
시가총액		311	189	304
매출액	2012	21.6	25.9	16.3
	2013F	81.7	30.3	22.5
	2014F	106.1	36.1	34.9
영업이익	2012	5.1	6.5	5.8
	2013F	26.2	8.6	8.8
	2014F	34.1	10.1	15.0
영업이익률(%)	2012	23.7	25.2	35.7
	2013F	32.0	28.3	39.1
	2014F	32.2	28.0	43.0
순이익	2012	4.4	6.1	4.6
	2013F	20.4	6.9	7.3
	2014F	26.6	8.1	12.6
EPS(USD)	2012	515	795	1,416
	2013F	2,177	889	1,992
	2014F	2,527	1,047	2,989
EPS 성장률(%)	2012	84.9	18.0	1,316.0
	2013F	322.5	11.7	40.7
	2014F	16.1	17.9	50.1
PER(배)	2012	NA	22.1	0.0
	2013F	22.6	21.7	36.1
	2014F	23.4	19.2	24.1
PBR(배)	2012	NA	3.7	0.0
	2013F	17.6	3.5	13.1
	2014F	11.1	3.1	8.5
ROE(%)	2012	66.5	18.0	36.0
	2013F	106.5	16.3	0.0
	2014F	62.4	17.5	42.8

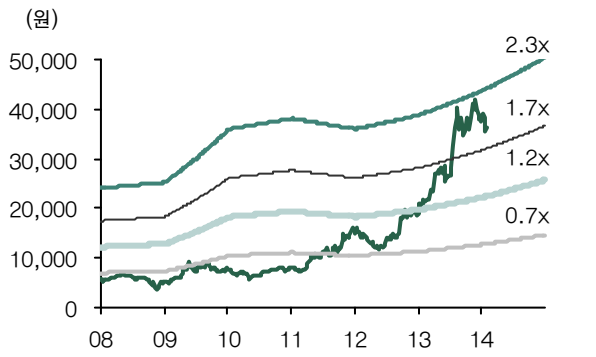
자료: Fnguide, 현대증권

그림 52> 12개월 Forward PER Band



자료: 서흥캡셀, 현대증권

그림 53> 12개월 Forward PBR Band



자료: 서흥캡셀, 현대증권

포괄손익계산서

(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	**187.9**	**207.0**	**275.3**	**321.6**	**370.5**
매출원가	140.2	166.7	223.4	259.3	295.7
매출총이익	**47.7**	**40.3**	**52.0**	**62.3**	**74.8**
판매비와관리비	20.8	25.9	25.5	26.6	29.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**26.9**	**14.4**	**26.5**	**35.7**	**45.8**
EBITDA	**34.7**	**29.2**	**41.5**	**50.7**	**60.8**
영업외손익	(2.5)	(20.0)	(8.8)	(8.5)	(8.5)
금융손익	(4.8)	(10.4)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
지분법손익	2.3	1.0	0.7	1.0	1.0
기타영업외손익	0.0	(10.7)	1.0	1.0	1.0
세전이익	**24.4**	**(5.6)**	**17.7**	**27.2**	**37.3**
법인세비용	4.8	(3.2)	2.3	1.4	1.9
당기순이익	**19.6**	**(2.4)**	**15.4**	**25.8**	**35.5**
지배기업순이익	**17.9**	**(4.3)**	**15.4**	**25.8**	**35.5**
총포괄이익	**17.7**	**(5.3)**	**15.4**	**25.8**	**35.5**
지배기업총포괄이익	**16.1**	**(7.2)**	**15.4**	**25.8**	**35.5**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**17.9**	**(4.3)**	**15.4**	**25.8**	**35.5**

현금흐름표

(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
당기순이익	19.6	(2.4)	15.4	25.8	35.5
유무형자산상각비	7.8	14.8	15.0	15.0	15.0
기타비현금손익 조정	6.2	20.9	3.9	2.7	3.2
운전자본투자	(13.6)	(15.7)	(4.8)	(6.0)	(4.0)
기타영업현금흐름	(9.4)	(10.3)	(12.5)	(1.4)	(1.9)
영업활동 현금흐름	**10.6**	**7.4**	**16.9**	**36.1**	**47.8**
설비투자	(99.7)	(38.1)	(20.0)	(20.0)	(30.0)
무형자산투자	(1.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	0.3	(0.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산증감	(0.3)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타투자현금흐름	1.1	5.2	45.6	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(99.7)**	**(34.5)**	**25.6**	**(20.0)**	**(30.0)**
금융부채 증감	84.8	33.4	30.0	30.0	30.0
자본의 증감	5.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(3.7)	(3.6)	(2.2)	(1.8)	(1.9)
기타재무현금흐름	0.0	0.0	(24.6)	(81.3)	(26.3)
재무활동 현금흐름	**86.9**	**29.8**	**3.2**	**(53.1)**	**1.8**
기타현금흐름	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**(2.3)**	**2.5**	**45.8**	**(37.0)**	**19.5**
기초 현금 및 현금성자산	6.7	4.4	6.8	52.6	15.6
기말 현금 및 현금성자산	4.4	6.8	52.6	15.6	35.2
총영업현금흐름	**36.1**	**21.5**	**26.8**	**47.3**	**56.9**
잉여현금흐름	**(71.4)**	**(32.6)**	**1.6**	**21.3**	**22.9**
순현금흐름	**(128.4)**	**(24.4)**	**226.5**	**(37.0)**	**19.5**
순현금 (순차입금)	**(193.7)**	**(220.9)**	**5.6**	**(31.4)**	**(11.8)**

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 성장률	NA	10.2	33.0	16.8	15.2
영업이익 성장률	NA	(46.4)	83.4	35.0	28.4
EBITDA 성장률	NA	(15.7)	41.7	22.3	20.0
지배기업순이익 성장률	28.5	(124.2)	NA	68.3	37.3
수정순이익 성장률	28.5	(124.2)	NA	68.3	37.3
영업이익률	14.3	7.0	9.6	11.1	12.4
EBITDA이익률	18.5	14.1	15.1	15.8	16.4
당기순이익률	10.4	(1.1)	5.6	8.0	9.6
수정순이익률	9.6	(2.1)	5.6	8.0	9.6

재무상태표

(십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
현금 및 현금성자산	4.4	6.8	52.6	15.6	35.2
단기금융자산	0.1	1.6	3.0	3.0	3.0
매출채권	33.2	48.0	50.0	53.0	55.0
재고자산	54.1	62.0	65.0	68.0	70.0
기타유동자산	3.6	51.7	6.0	6.0	6.0
유동자산	**95.4**	**170.1**	**176.6**	**145.6**	**169.2**
투자자산	18.7	9.8	10.0	10.0	10.0
유형자산	311.5	278.1	95.0	150.0	160.0
무형자산	6.7	6.6	7.0	7.0	7.0
이연법인세자산	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
비유동자산	**338.8**	**296.4**	**114.0**	**169.0**	**179.0**
자산총계	**434.2**	**466.5**	**290.6**	**314.6**	**348.2**
매입채무	1.8	12.9	13.0	13.0	13.0
단기금융부채	96.7	52.0	50.0	50.0	50.0
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	8.3	12.8	13.0	13.0	13.0
유동부채	**106.8**	**77.7**	**76.0**	**76.0**	**76.0**
장기금융부채	101.4	177.4	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	0.3	0.9	1.0	1.0	1.0
이연법인세부채	16.4	10.3	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**118.6**	**188.8**	**1.0**	**1.0**	**1.0**
부채총계	**225.4**	**266.5**	**77.0**	**77.0**	**77.0**
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	42.8	42.8	42.8	42.8	42.8
기타자본항목	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타포괄손익누계액	(0.9)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
이익잉여금	141.0	132.0	145.7	169.7	203.2
지배기업 자본총계	**187.7**	**177.2**	**190.9**	**214.9**	**248.5**
비지배지분	21.2	22.7	22.7	22.7	22.7
자본총계	**208.9**	**200.0**	**213.6**	**237.6**	**271.2**
부채와자본총계	**434.2**	**466.5**	**290.6**	**314.6**	**348.2**

주당지표

(원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
EPS	1,603	(383)	1,357	2,283	3,134
수정EPS	1,603	(383)	1,357	2,283	3,134
주당순자산(BPS)	16,579	15,658	16,865	18,987	21,951
주당매출액(SPS)	16,783	18,290	24,325	28,413	32,731
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	3,226	1,898	2,366	4,177	5,028
주당배당금	280	150	160	170	180
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	2.4	12.5	NA	NA	NA

주주가치 및 재무구조

(%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
ROE	9.6	(2.4)	8.3	12.7	15.3
ROA	5.3	1.1	5.9	10.8	12.8
ROIC	7.1	1.7	4.1	14.1	15.7
WACC	6.1	4.0	5.0	5.4	5.6
ROIC/WACC (배)	1.2	0.4	0.8	2.6	2.8
경제적이익 (EP, 십억원)	15.1	(9.2)	(7.1)	21.5	27.4
부채비율	107.9	133.3	36.0	32.4	28.4
순금융부채비율	92.7	110.5	순현금	13.2	4.4
이자보상배율 (배)	7.8	3.1	4.6	5.6	6.8

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 서울랩셀, 현대증권

KOSDAQ

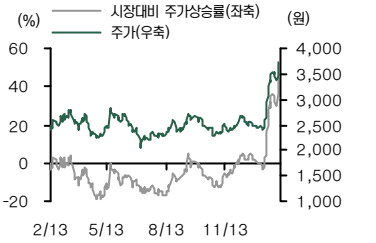
씨케이에이치푸드앤헬스 (900120)

Not Rated

주가(1/29)	3,710원	유동주식비율	43.9%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.8%
적정주가	**NA**	60일 평균 거래량	381,103주	52주 최고/최저가 (보통주)	3,710원
산업내 투자선호도	**NA**	60일 평균 거래대금	12억원		2,040원
시가총액	2,968억원	외국인보유비중	67.1%	베타 (12M, 일간수익률)	1.0
발행주식수 (보통주)	80,000,000주	수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	9.1%	주요주주	Wang Yue Ren 56.1%

결산기말	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
(적용기준)		(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	NA	264.7	295.0	324.5	360.2
영업이익 (십억원)	NA	87.4	89.6	96.5	107.7
순이익 (십억원)	NA	60.5	64.9	70.1	78.5
지배기업순이익 (십억원)	NA	60.5	64.9	70.1	78.5
EPS (원)	NA	756	811	877	981
수정EPS (원)	NA	576	618	667	747
PER* (배)	NA	6.8 - 3.3	6.0	5.6	5.0
PBR (배)	NA	0.4	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	NA	NA	0.4	NA	NA
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	NA	15.5	15.4	14.3	13.9
ROIC (%)	NA	31.4	33.7	36.6	40.8

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	50.8%	59.2%	61.7%
상대	45.4%	65.0%	69.7%



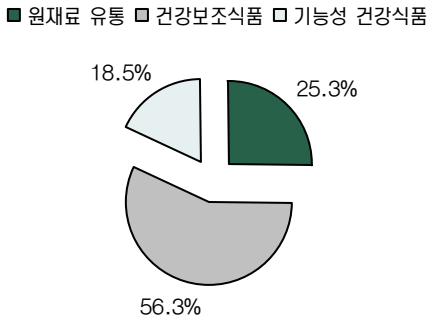
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 씨케이에이치푸드앤헬스, 현대증권

중국 남성용 건강기능식품 시장에서 경쟁력 있다

동충하초를 주원료로한 건강식품 제조업체

동사는 2009년 2월 케이만 군도에 지주회사를 설립하여 2010년 3월 KOSDAQ에 상장된 중국의 건강식품 제조 및 유통업체이다. '원강', '영생활력' 등 60여 개 제품을 중국 내 약 37개 총판, 777개 도매상, 4,681개 판매상 등을 통해 판매하고 있다. 주요 사업은 건강보조식품 (매출비중 56%), 녹차 등의 음료로 구성된 기능성 건강식품(매출비중 23%), 그리고 원재료 유통(매출비중 21%)으로 구성되어 있다. 동사 제품의 주원료는 동충하초로 면역력 강화, 원기회복과 기력강화, 항암효과 등으로 중국 진시황제와 양귀비가 애용했다는 것으로 알려져 있다. 동충하초는 중국의 청해, 서광, 운남성등지의 해발 4,000m이상의 인적이 드문 고원지대에서 자생하는 버섯으로 생육조건이 무척 까다로워 인공재배가 거의 불가능하다. 그러나 동사는 동충하초 및 녹차의 자체 재배단지를 보유하고 있어 안정적인 원재료 수급이 가능하다.

그림 54> 1Q13(2013년 7-9월) 기준 제품별 매출비중



자료: 씨케이에이치, 현대증권

그림 55> 동사의 주요 브랜드들

자료: 씨케이에이치, 현대증권

건강에 대한 관심증대는 중국도 예외는 아니다

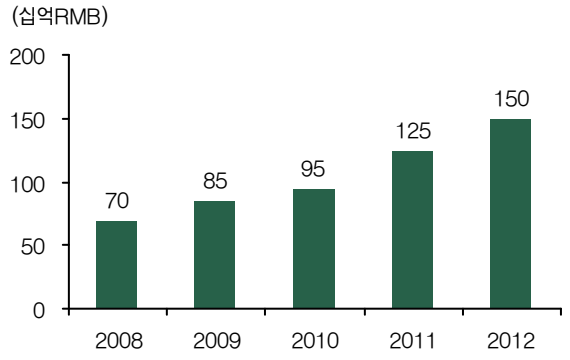
중국 건강식품시장성장 수혜

중국 건강식품 시장은 약 1,500억 위안(약 26조원)으로 매년 10-15%로 고성장해 오고 있으며 2020년에는 약 4,500억 위안에 달할 것으로 전망되고 있다. 선진국 국민들의 경우 전체 소득의 2% 가량을 건강식품에 소비하고 있는 반면 현재 중국 국민들은 전체 소득의 0.07%에 불과하다. 따라서 중국시장 내에서 건강기능식품 사업을 영위하고 있는 동사에 우호적인 영업환경이 조성되고 있다는 판단이다.

신규사업 추가와 원가절감 효과 기대

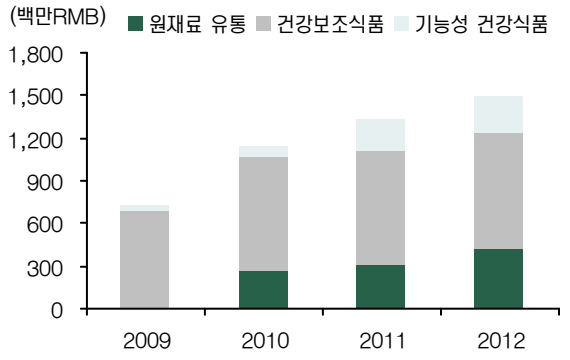
동사는 꾸준한 신제품 출시전략을 기반으로 매년 안정적인 매출신장과 수익성을 영위해 왔다. 2011년 원재료 유통, 2012년 차(茶)사업, 2013년 기능성건강식품 사업을 차례대로 추가하면서 중장기적 성장성을 확보해 나가고 있다. 또한 원재료의 안정적 물량확보를 위해 올해 3월~4월경 5억 위안을 투입하여 한약제 재배단지를 매입할 예정이다. 이에 따라 내년 초부터는 원재료비 절감에 따른 수익성 개선도 기대해 볼 수 있다.

그림 56> 중국 건강식품시장 추이



자료: 씨케이에이치, 현대증권

그림 57> 제품별 매출추이



자료: 씨케이에이치, 현대증권

중국 디스카운트를 감안하더라도 싸다

Re-Rating을 기대하며..

현재 동사의 주가는 2014년 기준 PER 4.2배, BW를 감안하더라도 5.6배로 거래되고 있다. 동사와 유사한 건강기능식품 업체들의 PER이 약 25배에 달한다는 점을 감안하면 현 주가는 파격적인 저평가 상태이다. 이는 중국업체들에 대한 국내 주식시장의 불신에 기인한다. 그러나 동사는 회계법인을 국내업체로 지정하고 한국 사무소를 운영하며 기관투자자들을 대상으로 정기적인 현지탐방을 유치하는 등 신뢰도 강화를 위해 시장과의 소통을 확대해나가고 있다. 향후 동사의 주가는 실적보다는 시장으로부터의 신뢰감 획득에 따른 Valuation의 Re-rating에 달려있다는 판단이다.

그림 58> 글로벌 업체들의 PER은 20배를 훨씬 상회하고 있다

(백만USD, 십억원)		GNC	Nu Skin	Herbalife	By-Health	Chr Hansen	내츄럴엔도텍	셀바이오텍	서흥캅셀	씨케이에이치	아미코젠
Ticker		GNC US	NUS US	HLF US	300146 CH	CHR DC	168330 KR	049960 KR	008490 KR	900120 KR	092040 KR
국가		USA	USA	USA	China	Denmark	Korea	Korea	Korea	Korea	Korea
현재주가(USD, 원)		51.1	85.2	64.4	12.6	38.6	59,100	20,150	36,150	3,710	72,000
시가총액		4,855	5,065	6,502	4,131	5,195	311	189	418	297	304
매출액	2012	2,430.0	2,169.7	4,072.3	167.3	912.3	21.6	25.9	207.0	264.7	16.3
	2013F	2,649.7	3,207.0	4,779.3	256.5	966.1	81.7	30.3	275.3	295.0	22.5
	2014F	2,908.6	3,835.2	5,224.8	356.6	1,052.5	106.1	36.1	321.6	324.5	34.9
영업이익	2012	429.7	340.8	661.4	46.9	241.6	5.1	6.5	14.4	87.4	5.8
	2013F	482.1	544.7	750.0	83.5	251.9	26.2	8.6	26.5	89.6	8.8
	2014F	557.3	653.4	872.7	119.1	278.0	34.1	10.1	35.7	96.5	15.0
영업이익률(%)	2012	17.7	15.7	16.2	28.1	26.5	23.7	25.2	7.0	33.0	35.7
	2013F	18.2	17.0	15.7	32.5	26.1	32.0	28.3	9.6	30.4	39.1
	2014F	19.2	17.0	16.7	33.4	26.4	32.2	28.0	11.1	29.7	43.0
순이익	2012	240.2	221.6	477.2	44.4	171.0	4.4	6.1	(4.3)	60.5	4.6
	2013F	276.0	356.7	528.0	70.7	180.3	20.4	6.9	15.4	64.9	7.3
	2014F	329.6	440.0	603.0	96.9	189.6	26.6	8.1	25.8	70.1	12.6
EPS(USD)	2012	2.32	3.66	4.25	0.14	1.25	515	795	(383)	756	1,416
	2013F	2.80	5.84	5.07	0.21	1.37	2,177	889	1,357	811	1,992
	2014F	3.44	6.88	5.65	0.30	1.43	2,527	1,047	2,283	877	2,989
EPS 성장률(%)	2012	82.7	48.2	21.1	54.2	4.9	84.9	18.0	NA	NA	1,316.0
	2013F	20.7	59.6	19.2	57.5	9.6	322.5	11.7	NA	7.3	40.7
	2014F	22.9	17.8	11.5	40.4	4.1	16.1	17.9	68.3	8.0	50.1
PER(배)	2012	14.3	10.5	8.1	45.5	24.7	NA	22.1	NA	3.8	0.0
	2013F	18.3	14.6	12.7	59.1	28.1	22.6	21.7	28.6	6.0	36.1
	2014F	14.9	12.4	11.4	42.1	27.0	23.4	19.2	15.8	5.6	24.1
PBR(배)	2012	3.7	3.7	8.4	6.6	4.8	NA	3.7	1.2	0.4	0.0
	2013F	4.9	6.2	13.0	11.3	4.8	17.6	3.5	2.3	0.7	13.1
	2014F	3.8	5.5	7.4	9.6	5.4	11.1	3.1	1.9	0.6	8.5
ROE(%)	2012	25.8	38.1	97.3	15.2	20.0	66.5	18.0	(2.4)	15.5	36.0
	2013F	30.9	49.2	119.5	18.4	20.6	106.5	16.3	8.3	15.4	0.0
	2014F	34.3	42.9	92.1	21.5	20.2	62.4	17.5	12.7	14.3	42.8
EV/EBITDA(배)	2012	8.8	5.6	5.0	35.8	15.8	NA	20.0	15.7	NA	0.0
	2013F	11.0	8.1	7.8	-	15.5	18.2	15.4	11.2	0.4	31.2
	2014F	9.6	6.7	6.9	-	16.4	8.0	13.2	9.3	NA	18.6

자료: Bloomberg, Fnguide, 현대증권

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	06/12A	06/13A (IFRS-C)	06/14F (IFRS-C)	06/15F (IFRS-C)	06/16F (IFRS-C)
매출액	**NA**	**264.7**	**295.0**	**324.5**	**360.2**
매출원가	NA	128.0	150.5	172.0	194.5
매출총이익	**NA**	**136.7**	**144.6**	**152.5**	**165.7**
판매비와관리비	NA	49.2	55.0	56.0	58.0
기타영업손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**NA**	**87.4**	**89.6**	**96.5**	**107.7**
EBITDA	**NA**	**88.9**	**91.1**	**98.0**	**109.2**
영업외손익	NA	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
금융손익	NA	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
지분법손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	NA	1.7	2.0	2.0	2.0
세전이익	**NA**	**84.2**	**86.6**	**93.5**	**104.7**
법인세비용	NA	23.7	21.6	23.4	26.2
당기순이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
지배기업순이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
총포괄이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
지배기업총포괄이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**
순비경상손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**NA**	**60.5**	**64.9**	**70.1**	**78.5**

현금흐름표

(십억원)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
당기순이익	NA	60.5	64.9	70.1	78.5
유무형자산상각비	NA	1.4	1.5	1.5	1.5
기타비현금손익 조정	NA	11.6	21.6	23.4	26.2
운전자본투자	NA	(4.0)	1.2	0.0	0.0
기타영업현금흐름	NA	1.9	(21.6)	(23.4)	(26.2)
영업활동 현금흐름	**NA**	**71.5**	**67.6**	**71.6**	**80.0**
설비투자	NA	(3.5)	0.0	0.0	0.0
무형자산투자	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자현금흐름	NA	1.2	(8.0)	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**NA**	**(2.3)**	**(8.0)**	**0.0**	**0.0**
금융부채 증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	NA	(5.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무현금흐름	NA	(1.0)	23.2	(1.5)	(1.5)
재무활동 현금흐름	**NA**	**(6.4)**	**23.2**	**(1.5)**	**(1.5)**
기타현금흐름	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**NA**	**62.8**	**82.8**	**70.1**	**78.5**
기초 현금 및 현금성자산	NA	181.3	229.4	312.3	382.4
기말 현금 및 현금성자산	NA	244.1	312.3	382.4	460.9
총영업현금흐름	**NA**	**64.4**	**68.7**	**73.9**	**82.3**
잉여현금흐름	**NA**	**(55.1)**	**61.9**	**73.9**	**82.3**
순현금흐름	**NA**	**16.8**	**82.1**	**70.1**	**78.5**
순현금 (순차입금)	**NA**	**189.8**	**257.3**	**327.4**	**405.9**

성장성 및 수익성 비율

(%)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
매출액 성장률	NA	NA	11.5	10.0	11.0
영업이익 성장률	NA	NA	2.4	7.8	11.6
EBITDA 성장률	NA	NA	2.4	7.6	11.4
지배기업순이익 성장률	NA	NA	7.3	8.0	11.9
수정순이익 성장률	NA	NA	7.3	8.0	11.9
영업이익률	NA	33.0	30.4	29.7	29.9
EBITDA이익률	NA	33.6	30.9	30.2	30.3
당기순이익률	NA	22.9	22.0	21.6	21.8
수정순이익률	NA	22.9	22.0	21.6	21.8

재무상태표

(십억원) (적용기준)	06/12A	06/13A (IFRS-C)	06/14F (IFRS-C)	06/15F (IFRS-C)	06/16F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	NA	244.1	312.3	382.4	460.9
단기금융자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	NA	79.3	80.0	80.0	80.0
재고자산	NA	5.6	5.0	5.0	5.0
기타유동자산	NA	21.7	22.0	22.0	22.0
유동자산	**NA**	**350.7**	**419.3**	**489.4**	**567.9**
투자자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	NA	21.3	12.0	12.0	12.0
무형자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세자산	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	NA	112.0	120.0	120.0	120.0
비유동자산	**NA**	**133.3**	**132.0**	**132.0**	**132.0**
자산총계	**NA**	**484.0**	**551.3**	**621.4**	**699.9**
매입채무	NA	14.7	16.0	16.0	16.0
단기금융부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
단기충당부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	NA	24.6	25.0	25.0	25.0
유동부채	**NA**	**39.4**	**41.0**	**41.0**	**41.0**
장기금융부채	NA	54.2	55.0	55.0	55.0
장기충당부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**NA**	**54.2**	**55.0**	**55.0**	**55.0**
부채총계	**NA**	**93.6**	**96.0**	**96.0**	**96.0**
자본금	NA	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	NA	101.2	101.2	101.2	101.2
기타자본항목	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	NA	283.9	348.8	418.9	497.4
지배기업 자본총계	**NA**	**390.3**	**455.3**	**525.4**	**603.9**
비지배지분	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**NA**	**390.3**	**455.3**	**525.4**	**603.9**
부채와자본총계	**NA**	**484.0**	**551.3**	**621.4**	**699.9**

주당지표

(원)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
EPS	NA	756	811	877	981
수정EPS	NA	576	618	667	747
주당순자산(BPS)	NA	4,879	5,691	6,567	7,549
주당매출액(SPS)	NA	3,308	3,688	4,056	4,502
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	NA	805	859	924	1,029
주당배당금	NA	0	0	0	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	NA	9.1	NA	NA

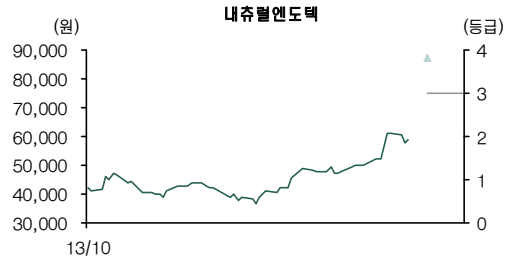
주주가치 및 재무구조

(%)	06/12A	06/13A	06/14F	06/15F	06/16F
ROE	NA	15.5	15.4	14.3	13.9
ROA	NA	12.5	12.5	12.0	11.9
ROIC	NA	31.4	33.7	36.6	40.8
WACC	NA	10.4	10.9	11.1	11.0
ROIC/WACC (배)	NA	3.0	3.1	3.3	3.7
경제적이익 (EP, 십억원)	NA	0.0	45.2	50.5	58.9
부채비율	NA	24.0	21.1	18.3	15.9
순금융부채비율	NA	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	NA	NA	NA	NA	NA

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 씨케이에이치푸드앤엘스, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	적정주가 (원)
내츄럴엔도텍	14/2/3	BUY	87,000

종목명	변경일	투자의견	적정주가 (원)
쎌바이오텍	14/2/3	BUY	32,000

종목명	변경일	투자의견	적정주가 (원)
서흥캅셀	14/2/3	BUY	50,000

종목명	변경일	투자의견	적정주가 (원)
씨케이에이치푸드앤헬스	14/2/3	NA	

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.