

2015년 4월 2일

# 씨케이에이치(900120)

Equity Research

Small Cap Report

## ‘정관장’과 ‘비타500’을 모두 파는 건강 식품 종합 기업으로 변모!

투자 의견 ‘BUY’, 목표주가 6,400원 유지

씨케이에이치에 대해 투자 의견 ‘BUY’ 와 목표주가 6,400원을 유지한다. 투자 의견과 목표주가를 유지하는 근거는 ① 4월 4종의 건강보조식품 신제품 허가 와 ② 전통차와 다이어트 식품을 포함한 일반 건강 식품 분야 진출로 그 동안의 매출 성장을 증가하는 양적 성장이 가능하기 때문이다. (2015년~2017년 연평균 +17.3% 성장 전망)

### 건강 기능 식품에 일반 건강 음료 라인업 추가

씨케이에이치는 과거 2년 간 건강보조식품의 신제품을 출시하지 못하였는데, 그 이유는 중국 정부에서 임상 1상을 완료한 건강보조식품에 한해 인허가와 판매허가를 받도록 하였기 때문이다. 2015년에 수익성이 높은 12종의 신제품 허가가 예상됨에 따라 영업이익은 +15.9%, 2016년 +36.9% 성장할 전망이다.

① 한국인삼공사의 “정관장”과 같은 꾸준한 성장: 한국인삼공사의 2000~2011년 연평균 매출 성장률은 18.1%를 기록하였다. 휴대 포장으로 섭취가 용이한 건강식품에 대한 관심 증대 때문으로 판단된다. 중국에서도 동충하초, 녹용, 영지버섯 등의 중약을 원료로 한 포장 건강 식품 시장이 빠르게 확대될 것으로 예상되며, 2015년, 2016년 씨케이에이치의 건강보조식품 매출액은 각각 +16.8%, +26.6% 성장할 것으로 예상된다.

② “정관장”과 같은 건강보조식품에서 “비타500”과 같은 일반 음료 시장에서의 본격적 매출 확대: 씨케이에이치는 우롱차/녹차와 같은 전통차, 다이어트 식품인 ‘미인갱’, 건강 기능성 음료인 ‘차오지단’을 판매하고 있다. 일반식품 라인업을 지속적으로 추가하고 있으며, 이 의미는 “정관장”을 파는 한국인삼공사의 역할뿐만 아니라 건강 요소를 가미한 일반 음료인 “비타500”을 판매하는 광동제약의 역할이 추가되었다고 판단된다. 2015년, 2016년 일반식품 매출액은 각각 +9.9%, +12.7% 성장할 것으로 예상된다.

### 2015년 (6월 결산 기준) 매출액과 영업이익

각각 +13.3%, +15.9% 성장 예상

2014년 하반기(7월~12월) 최대 실적을 기록하였으며, 중국인의 건강식품 관심 증가로 2015년 실적은 매출액 3,244억원(+13.3%), 영업이익 1,063억원(+15.9%)으로 호실적을 달성할 것으로 보인다.

**BUY**

| TP(12M): 6,400원 | CP(4월 1일): 4,600원

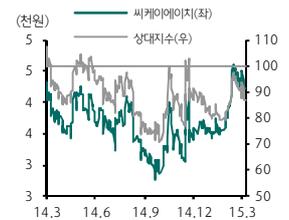
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	650.23
52주 최고/최저(원)	5,000/3,170
시가총액(십억원)	403.7
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	87,773.7
60일 평균 거래량(천주)	649.3
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	60.96
주요주주 지분율(%)	
왕위이런	43.86
Eternity Holdings Investments Limited	8.86
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.7 33.2 4.2
상대	3.4 17.4 (13.3)

#### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	336.5	0.0
영업이익(십억원)	104.3	0.0
순이익(십억원)	74.0	0.0
EPS(원)	0	0
BPS(원)	0	0

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	13.06	14.06	15.06F	16.06F	17.06F
매출액	십억원	264.7	286.4	324.4	384.7	461.6
영업이익	십억원	87.4	91.7	106.3	145.5	182.0
세전이익	십억원	84.2	88.7	106.3	145.5	182.0
순이익	십억원	60.5	63.6	76.3	104.4	130.6
EPS	원	756	775	869	1,190	1,488
증감률	%	(10.8)	2.5	12.1	36.9	25.0
PER	배	2.90	5.37	5.31	3.87	3.10
PBR	배	0.45	0.88	0.82	0.68	0.56
EV/EBITDA	배	N/A	1.24	0.80	N/A	N/A
ROE	%	17.04	15.80	16.83	19.22	19.76
BPS	원	4,879	4,729	5,598	6,787	8,276
DPS	원	0	0	0	0	0

주: 6월 결산 법인



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원  
02-3771-7606  
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영  
02-3771-7375  
jypark22@hanafn.com

RA 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

RA 오문영  
02-3771-8519  
moon.oh@hanafn.com

I. 신제품 출시

건강보조식품(영생활력) 신제품 4종: 4월 인증허가/9월 매출 발생 예상

4월 4종의 건강보조식품 허가 전망

2010년 건강보조식품도 임상 1상을 통과해야 한다는 법안으로 동사는 2년간 건강보조식품 신제품을 출시하지 못했음에도 불구하고 전사 매출액은 2010년~2014년 위안화 기준 연간 13.2% 성장하였다.

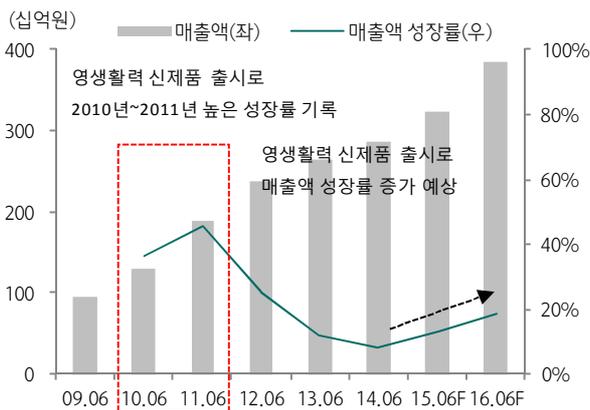
4월 4종의 건강보조식품 허가 예상 → 성장 모멘텀 확보: 씨케이에이치는 지연되고 있던 건강보조식품 4종의 허가를 4월에 받을 수 있을 것으로 예상된다. 정부의 허가 이후 3개월간 신제품 테스트 기간을 거치면 본격적인 매출이 발생할 것으로 예상된다. 씨케이에이치는 4,718개의 판매상을 보유하고 있기 때문에 신제품 다변화를 통해 9월부터 실적 Level Up이 가능할 전망이다. 올해 추가적으로 8종의 영생활력 제품의 허가가 예상됨에 따라 2015년 하반기부터 성장세가 가속화될 전망이다.

표 1. 씨케이에이치 신제품 인증 예정 시기

명칭(예정)	기능	진행 단계	인증예정일자
영생활력 홍구삼칠캡슐	혈지질 감소	마지막 인증 단계중	2015.4
영생활력 구글타블렛	안구피로개선 (시력개선)	마지막 인증 단계중	2015.4
영생활력 영지갈근캡슐	혈당 감소도움(당뇨병보조치료제)	마지막 인증 단계중	2015.4
영생활력 코엔자임Q10캡슐	면역력강화	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.4
영생활력 금력강캡슐	항산화기능	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.8
영생활력 부양화중캡슐	골밀도강화 (칼슘보충)	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.8
영생활력 삼이황정캡슐	안구피로개선 (시력개선)	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.10
영생활력 영지돌의캡슐	간손상으로부터 보호	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.10
영생활력 익력캡슐	면역력강화	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.10
영생활력 알로에서양삼캡슐	소화 촉진(변비개선)	1.2차 추가 자료 제출후 승인 대기	2015.10
영생활력 금산보과립	기억력 개선	12월말까지 국가 관리국 수리증 취득 예정	2015.10
영생활력 무이산과립	혈지질 감소	12월말까지 국가 관리국 수리증 취득 예정	2015.10

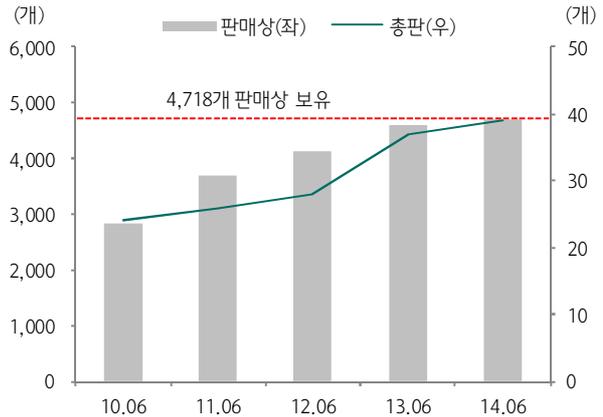
자료: 씨케이에이치, 하나대투증권

그림 1. 매출액 및 매출액 성장률



자료: 씨케이에이치, 하나대투증권

그림 2. 총판 및 판매상 추이



자료: 씨케이에이치, 하나대투증권



II. 실적 전망

2015년 6월 결산

매출액 3,244억원 (+13.3%)

영업이익 1,063억원 (+15.9%) 전망

15년 실적 매출액과 영업이익 각각 +13.3%, +15.9% 성장 전망

2015년 매출액은 3,244억원(+13.3%), 영업이익 1,063억원(+15.9%)을 전망한다. 2014년 하반기 최대 실적을 기록하였으며 실적 호조세가 유지될 것으로 예상하는데 그 이유는 다음과 같다.

① **휴대용 포장 건강식품에 대한 관심 증가:** 동충하초는 중국 3대 건강식품 중 하나로 동충하초를 활용한 건강보조식품을 생산하는 업체는 동사가 유일하다. 우리나라가 2000년대부터 '정관장'을 대표로 하는 홍삼시장이 확대되었듯이 중국에서도 동충하초, 녹용, 영지버섯 등의 중약을 원료로 하는 건강 식품 시장이 빠르게 확대될 전망이다.

② **사회적으로 건강 식품 관심 증대:** 사회적으로 증산층 확대, 사무직 증가에 따라 부족한 체력 보충 욕구 증가, 고령화 인구 증가에 따른 건강에 대한 관심 증가 등으로 건강 식품 시장이 확대될 것으로 예상된다.

이와 더불어 2014년 1월 1일부터 중국 정부에서 중국내 판매되는 건강보조식품의 OEM 생산을 전면 금지하였기 때문에, 100% 중국 내 자체 생산하여 출시하는 씨케이에이치에 반사이익이 기대된다.

③ **일반 식품, 대형마트로 유통 채널 다변화:** 스모그 이슈로 폐에 좋은 동사의 은이버섯 일반식품(미인갱) 판매 증가도 긍정적이다. 동사는 일반식품 라인업을 지속적으로 추가할 것으로 예상되며, 기존 판매상을 통해 판매되던 일반 식품이 대형 마트를 통해 납품될 것으로 보이기 때문에 매출액 성장세가 가속화될 전망이다.

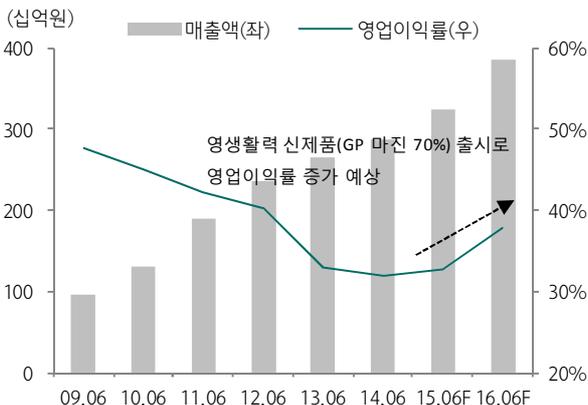
표 1. 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1QF	15.2QF	15.3QF	15.4QF	16.1QF	16.2QF	2014.06	2015.06F	2016.06F
매출액	72.9	69.7	71.6	72.1	74.4	79.2	80.3	90.5	82.5	92.2	96.5	113.5	286.4	324.4	384.7
YoY%	15.7%	10.1%	10.3%	-1.7%	2.0%	13.6%	12.1%	25.5%	10.9%	16.4%	20.2%	25.4%	8.2%	13.3%	18.6%
건강식품	43.8	41.8	42.5	42.9	45.6	49.0	49.8	55.5	51.5	60.5	65.5	81.5	171.1	199.9	259.0
일반식품	10.7	10.2	11.2	11.2	11.1	11.9	12.1	12.5	12.5	13.2	13.5	14.5	43.4	47.7	53.7
원재료	18.4	17.7	17.9	18.0	17.7	18.3	18.4	22.5	18.5	17.5	16.5	15.5	72.0	76.9	72.0
영업이익	24.5	22.9	25.7	18.7	24.2	25.2	26.7	30.2	26.5	33.9	36.7	48.4	91.7	106.3	145.5
YoY%	13.2%	4.6%	21.2%	-17.9%	-1.2%	10.2%	3.9%	61.8%	9.5%	34.5%	37.5%	60.3%	4.9%	15.9%	36.9%
OPM	33.6%	32.8%	35.9%	25.9%	32.5%	31.8%	33.3%	33.4%	32.1%	36.8%	38.0%	42.6%	32.0%	32.8%	37.8%

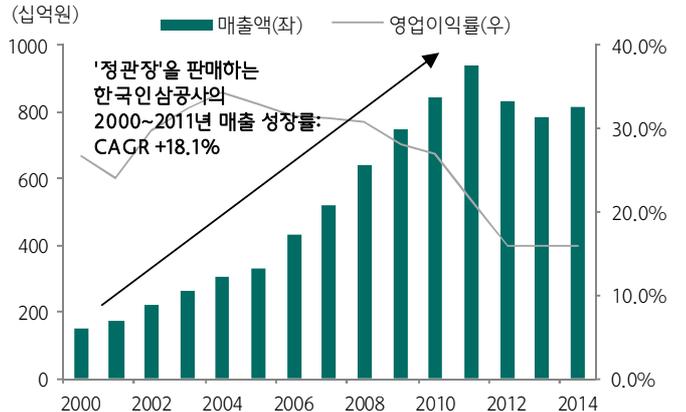
자료: 하나대투증권  
주: 6월 결산 법인

그림 3. 씨케이에이치, 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 씨케이에이치, 하나대투증권

그림 4. 한국인삼공사, 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한국인삼공사, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>264.7</b>	<b>286.4</b>	<b>324.4</b>	<b>384.7</b>	<b>461.6</b>
매출원가	128.0	137.1	153.9	166.3	205.8
매출총이익	136.7	149.3	170.5	218.4	255.8
판매비	49.2	57.6	64.2	72.9	73.8
<b>영업이익</b>	<b>87.4</b>	<b>91.7</b>	<b>106.3</b>	<b>145.5</b>	<b>182.0</b>
금융손익	(5.0)	(4.6)	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	1.6	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>84.2</b>	<b>88.7</b>	<b>106.3</b>	<b>145.5</b>	<b>182.0</b>
법인세	23.7	25.1	30.0	41.1	51.4
계속사업이익	60.5	63.6	76.3	104.4	130.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>60.5</b>	<b>63.6</b>	<b>76.3</b>	<b>104.4</b>	<b>130.6</b>
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>60.5</b>	<b>63.6</b>	<b>76.3</b>	<b>104.4</b>	<b>130.6</b>
지배주주포괄이익	60.5	63.6	76.3	104.4	130.6
NOPAT	62.9	65.8	76.3	104.4	130.6
EBITDA	88.9	93.3	107.8	146.9	183.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	11.9	8.2	13.3	18.6	20.0
NOPAT증가율	(7.6)	4.6	16.0	36.8	25.1
EBITDA증가율	(7.8)	4.9	15.5	36.3	24.8
(조정)영업이익증가율	(8.1)	4.9	15.9	36.9	25.1
(지분법제외)순이익증가율	(10.9)	5.1	20.0	36.8	25.1
(지분법제외)EPS증가율	(10.8)	2.5	12.1	36.9	25.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	51.6	52.1	52.6	56.8	55.4
EBITDA이익률	33.6	32.6	33.2	38.2	39.7
(조정)영업이익률	33.0	32.0	32.8	37.8	39.4
계속사업이익률	22.9	22.2	23.5	27.1	28.3

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	756	775	869	1,190	1,488
BPS	4,879	4,729	5,598	6,787	8,276
CFPS	919	928	1,228	1,674	2,089
EBITDAPS	1,111	1,137	1,228	1,674	2,089
SPS	3,308	3,490	3,696	4,383	5,259
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	2.9	5.4	5.3	3.9	3.1
PBR	0.4	0.9	0.8	0.7	0.6
PCFR	2.4	4.5	3.8	2.8	2.2
EV/EBITDA	N/A	1.2	0.8	N/A	N/A
PSR	0.7	1.2	1.2	1.1	0.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	17.0	15.8	16.8	19.2	19.8
ROA	13.6	13.1	14.5	16.8	17.5
ROIC	30.5	34.7	43.8	57.0	66.4
부채비율	24.0	17.0	15.2	13.7	12.4
순부채비율	(48.6)	(60.1)	(64.9)	(69.1)	(72.5)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

주: 6월 결산 법인

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>350.7</b>	<b>377.1</b>	<b>459.0</b>	<b>571.5</b>	<b>711.8</b>
금융자산	244.1	283.7	353.2	446.1	561.3
현금성자산	244.1	283.7	353.2	446.1	561.3
매출채권 등	79.3	75.7	85.7	101.7	122.0
재고자산	5.6	5.3	6.0	7.2	8.6
기타유동자산	21.7	12.4	14.1	16.5	19.9
<b>비유동자산</b>	<b>133.3</b>	<b>108.6</b>	<b>107.1</b>	<b>105.7</b>	<b>104.4</b>
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	21.3	22.9	21.4	20.0	18.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	112.0	85.7	85.7	85.7	85.7
<b>자산총계</b>	<b>484.0</b>	<b>485.7</b>	<b>566.1</b>	<b>677.2</b>	<b>816.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>39.4</b>	<b>36.2</b>	<b>40.4</b>	<b>47.0</b>	<b>55.5</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	31.8	31.4	35.6	42.2	50.6
기타유동부채	7.6	4.8	4.8	4.8	4.9
<b>비유동부채</b>	<b>54.2</b>	<b>34.4</b>	<b>34.4</b>	<b>34.4</b>	<b>34.4</b>
금융부채	54.2	34.4	34.4	34.4	34.4
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>93.6</b>	<b>70.6</b>	<b>74.8</b>	<b>81.4</b>	<b>89.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>390.3</b>	<b>415.1</b>	<b>491.3</b>	<b>595.8</b>	<b>726.4</b>
자본금	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	101.2	102.8	102.8	102.8	102.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	283.9	307.2	383.5	487.9	618.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>390.3</b>	<b>415.1</b>	<b>491.3</b>	<b>595.8</b>	<b>726.4</b>
순금융부채	(189.8)	(249.3)	(318.9)	(411.7)	(526.9)

현금흐름표

(단위: 십억원)

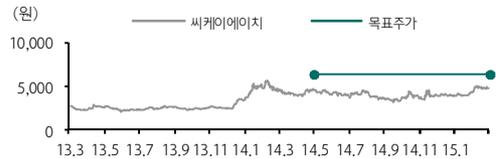
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>71.5</b>	<b>77.9</b>	<b>69.5</b>	<b>92.8</b>	<b>115.3</b>
당기순이익	60.5	63.6	76.3	104.4	130.6
조정	15.0	6.7	1.4	1.4	1.3
감가상각비	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3
외환거래손익	(1.7)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.3	5.4	(0.1)	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(4.0)	7.6	(8.2)	(13.0)	(16.6)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(3.5)	(5.9)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	1.2	0.9	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	3.0	(19.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	3.1	1.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.1)	16.5	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>62.8</b>	<b>70.8</b>	<b>69.5</b>	<b>92.8</b>	<b>115.3</b>
Unlevered CFO	73.6	76.1	107.8	146.9	183.3
Free Cash Flow	68.0	72.1	69.5	92.8	115.3



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

씨케이에이치(900120, KQ)

날짜	투자 의견	목표주가
2015.04.02	BUY	6,400 원
2014.05.27	BUY	6,400 원



투자 의견 분류 및 적용

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

- BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
- Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

- Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 4월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2015년 4월 2일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

