

퀘이사 월간지_2020년_06월호
건강기능식품 섹터_서흥(008490)

작성자: 땡기왕자

※06월호는 84page부터 기재되어 있습니다.

♣서흥(008490): 하드캡슐 1등 독점기업

♣비즈니스 요약(2019년12월20일)

=>1973년 설립되어 1990년 한국거래소에 상장하였으며 하드캡슐, 의약품 및 건강기능식품, 페인트볼 및 젤라틴부문 사업을 영위하는 제조 전문기업임.

=>주요사업부문은 캡슐 부문, 젤라틴 등 원료 부문, 화장품 부문으로 구성되며 캡슐부문에서 동사가 국내 시장 95% 이상을 지배하고 있음. 연결대상 종속법인을 8개 보유하고 있으며 각 기업들은 젤라틴, 캡슐 등 제조업, 건강기능식품 제조업, 부동산 임대업 등을 영위하고 있음.

=>2019년 9월 전년동기 대비 연결기준 매출액은 16.1% 증가, 영업이익은 27.3% 증가, 당기순이익은 44.3% 증가. 화장품 부문은 전기에 이어 아직 적자 시현 중이나, 다른 분야 매출 및 이익이 증가하며 실적 개선중임.

=>해외 시장은 다국적 제약회사를 중심으로 하드캡슐 수요가 꾸준히 증가하고 있는 바, 베트남공장 증설로 인한 공급 여력 증가로 점유율이 계속 늘어날 전망.

♣♣♣2019년6월호

♣고령화 핵심 수혜주



=>아마 많은 사람들이 하루에 종합비타민, 오메가3(소프트캡슐) 등을 음식 외에 꾸준히 복용하고 계실 것으로 생각합니다. 저 역시도 그렇습니다.

=>그 제품들의 뒤에 제조사를 보시면 거의 95%가 (주)서흥으로 되어 있을 겁니다. 한 번 확인해 보시길 바랍니다.



=>어떤 제약사든지 건강기능식품을 캡슐로 생산하게 되면 서흥에게 캡슐제작을 의뢰해야 됩니다. 독보적인 시장지위력과 함께 이게 사업성이 참 매력적입니다.

=>[서흥]은 하드캡슐 1위(국내 점유율95%), 소프트캡슐 1위 기업입니다.

=>이 캡슐은 사람의 인체에 들어가도 전혀 해롭지 않습니다.

=>[서흥]의 사업보고서에 따르면 캡슐원료는 젤라틴으로 제조되기 때문입니다.

=>우리나라 제약사들이 제품을 만들 때 캡슐 의뢰를 모두 [서흥]에게

하고 있습니다. 여기 말고는 대안이 없기 때문입니다. 독점입니다. 그럼 왜 신규업체가 없을까요?

=>[서흥]은 아직 증권사 쪽에서 이렇다할 분석 보고서가 없습니다. 그런데 1분기 실적 발표 이후 매수(수급)는 먼저 이루어지고 있습니다.



코스모 비오젬 SSCRDA 브리치 퓨어 스킨(미백전용스킨) 140ml
추천 sale 18,000원 (적립:50점)



코스모 SSCRDA 디코메도 시범 프리 로션(지성, 트러블) 120ml
new 추천 sale 14,500원 (적립:50점)



코스모 SSCRDA 디코메도 바이탈라이징 크림 50ml
추천 sale 0원 (적립:50점)



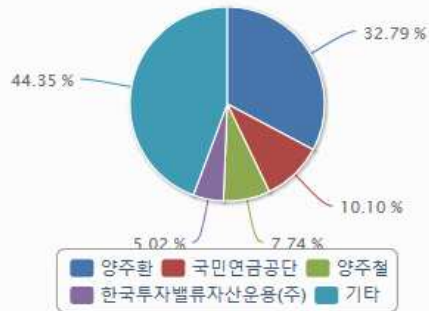
한국코스모 글레모아 이.지.에프(E.G.F) 리바이탈라이징 크림 (케이스-X)
추천 sale 80,000원 (적립:100점)

=>최근 2018년9월에는 20년 업력의 [한국코스모] 지분100%를 취득해 화장품 사업으로도 진출하였습니다.

=>우리나라 화장품 회사들이 해외에 진출하려면 해외의 판매법인을 만들어야 되고, 승인을 받아야 되고, 영업망, 유통망을 새로 만들어야 되는데 [서흥]은 이미 해외에 이런 네트워크가 잘 되어 있어서 [한국코스모]의 해외시장 진출이 매우 용이합니다.

♣주요 주주 구성

주요주주현황



=>주요 주주 구성을 보면, 국민연금이 무려 10%를 보유하고 있었네요? 국민연금이 지분 10%이상을 보유하고 있는 기업이 흔치는 않습니다. 가치투자를 지향하는 한국투자밸류에서도 지분 5%를 보유하고 있습니다.

안녕하십니까.
 사람과 화합으로 뭉쳐진 서흥가족은 인간생명의 존엄성을 깊이 명심하여 제품 하나하나에 온 정성을 다하고 있습니다.
 1973년 창립 이래, 부단한 연구와 순수한 자체기술개발을 통해 세계 선진기술 수준에 오른 저희 서흥은 한국의 캡슐 제조업계에 선도자적 역할을 담당하고 있으며, 세계시장에서 그 품질의 우수성을 인정받고 있습니다.
 이제, 서흥은 그간의 경험과 기술을 바탕으로 경질캡슐외에 연질캡슐, 다양한 기능성식품을 생산함으로써 **캡슐종합제조업체**로 성장하였습니다.
 저희 서흥 임직원일동은 이 모두가 고객 여러분의 절대적인 협조와 성원으로 이룩된 결실임을 알고, 항상 고객 여러분의 성원에 보답하고 국가 경제발전에 이바지하며, 나아가서는 **인류의 생명과 건강을 지켜야 한다는 사명**아래, **오늘도 쉬임없이 연구, 노력**하고 있습니다.
 앞으로도 끊임없는 지도편달 있으시기 바랍니다.
 감사합니다.

대표이사 양주환



=>양주환 대표 일가들이 합해서 53% 지분을 보유하고 있습니다.

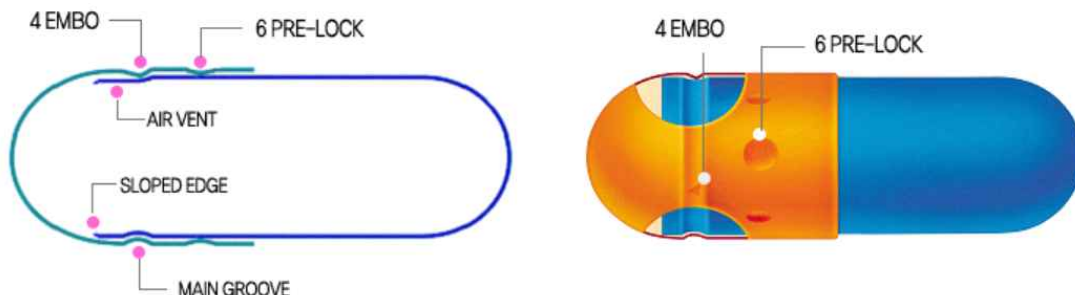
♣주요 매출 비중

사업부문	품 목	용도 및 기능	매출액	비 율
캡슐 부문	하드캡슐	의약품 등의 내용물 보관	42,839	36.4
	의약품	의약품 전 공정 수탁	13,893	11.8
	건강기능식품	건강기능식품 제조	45,149	38.3
	페인트볼 등	레저용 서바이벌 게임의 탄환	762	0.6
	상품	원료, 건강기능식품 등	603	0.5
원료 부문	젤라틴 등	젤리, 캡슐, 화장품 등의 원료	11,396	9.7
화장품 부문	화장품	화장품 전 공정 수탁 제조	3,149	2.7
합 계	-	-	117,792	100

=>주요 매출 비중을 보면 하드캡슐이 36.4%, 건강기능식품이 38.3%, 의약품이 11.8%, 캡슐원료(젤라틴)가 9.7%를 차지하고 있습니다.

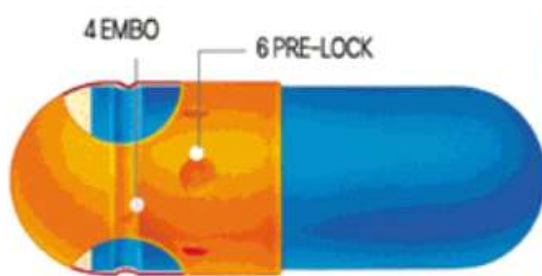
=>건강기능식품은 '오메가3' 등 소프트캡슐을 의미합니다.

♣하드 캡슐 (국내점유율 95%/독점적 지위)



=>하드캡슐은 '캡'과 '바디'로 구분되어 구성되어 있는데, 캡슐 안에 있는 내용물의 변질을 막아주고, 그 내용물이 인체에 들어갔을 때 흡수를 용이하게 해주는 역할을 하고 있습니다.

=>이 '캡'과 '바디'를 합쳐, 빠지지 않게끔 하는 기술(EMBO CAPS)이 세계특허를 받았습니다.



<하드캡슐>

(자료 : 서흥 홈페이지)



<소프트캡슐>



=>최근 베트남 공장 증설과 미국, 일본, 유럽 법인에서 생산 및 판매 활동으로 점유율을 확대할 전망입니다.

♣경쟁자는 없는가? 신규업체 진입은 어려운가? -YES!

=>하드캡슐 하나 만드는데 평균단가가 5원 정도 됩니다. 그래서 규모의 경제(엄청나게 많이 만들어야 마진이 남는다)를 갖추지 못하면 수익창출이 어렵습니다.

=>대규모 초기 설비투자가 필요하고, 생산된 제품이 다국적 제약사들의 엄격한 품질기준을 통과해야만 합니다.

=>현재 삼성전자/SK하이닉스와 마찬가지로 이치입니다. 대규모 초기 설비투자를 통해 반도체 가격을 삼성전자/SK하이닉스처럼 맞출 수 있는 회사가 앞으로 나오기 어렵겠죠?

=>신규로 대규모 설비투자를 통해 5원 아래로 평균단가를 맞추면서

기존 거래처를 뚫을 수 있는 기업이 나타난다? 불가능합니다.

=>대기업들이 이 시장이 탐나서 진출하여 대규모 설비투자를 한다고 가정해 봅시다. 그러면 기존의 95%나 되는 [서흥]의 거래처를 모두 뺏어와야 합니다. 물리적으로 불가능합니다.

=>따라서 이 시장의 성장과 이익이 탐난다고 이 시장에 새롭게 진출해야 한다고 상사에게 보고서를 작성한 대기업 직원은 많이 덜떨어진 직원입니다.

=>장기투자 대상 종목을 선정하는데 있어서 굉장히 중요한 기준이 됩니다. 이 시장에 새롭게 뛰어 들 수 있는 기업이 없어야 됩니다.

=>'새로운 업체가 이 시장에 감히 뛰어 들지 못할 정도로 엄청난 시장 지위력을 가지고 있느냐?'



=>워런버핏의 투자 판단 기준이었습니다. 만약 워런버핏이 한국사람이고 한국주식에 투자해야 되는 환경이었다면 이 [서흥]이란 기업을 분명히 샀을 겁니다.

=>워런버핏이 살만한 한국 주식은 거의 정해져 있습니다. 앞으로 이런 기업들에 대한 설명을 자주 드릴 생각입니다.

=>저의 도움 없이 여러분이 직접 찾을 수 있는 방법은 지난 10년동안 EPS가 계단식으로 꾸준히 증가하는 기업을 찾으시면 됩니다.

=>그다음 그중에서 그 성장이 지속될지 여부를 여러 가지로 통찰력을 발휘해서 판단해 보시면 됩니다.

♣소프트캡슐

*소프트캡슐 국내 점유율30%로 1위

=>의약품 중에 가루약이 아닌 액상으로 된 약이 있잖아요? 그걸 만들 때는 소프트캡슐에 담아야 됩니다.

=>하드캡슐과 달리 소프트캡슐은 완제품을 생산해야 됩니다. 즉, 조제된 내용물의 충전과 성형이 동시에 되어야 됩니다.

=>하드캡슐은 제약회사에서 [서흥]에게 캡슐을 받아 완제품을 만든다면, 소프트캡슐은 [서흥]이 제약회사에서 내용물을 받아 완제품을 만듭니다.

=>한마디로 OEM사업을 하는 것입니다. 그에 맞는 설비와 기술력을 보유하고 있어야 됩니다.

=>최근에 한국도 개인 소득 수준 증가와 선진국 진입으로 건강기능식품/미용에 대한 관심과 수요가 과거에 비해 더욱 높아지고 있습니다.

=>그러면서 주식시장에도 건강기능식품이란 하나의 테마가 형성되고 있습니다. 1차로 [에이치엘사이언스]가 그 시세를 분출하였습니다. 실질적으로 실적도 폭발적으로 증가하고 있습니다.

=>최근에 건강기능식품 회사들의 신제품개발과 출시가 활발하고 이루어지고 있어서 OEM/ODM 전문 시스템을 구축한 [서흥]의 성장 기반이 되고 있습니다. 2번째 장기투자 종목 대상인 [코스맥스]와 같은 이치입니다.

=>앞으로 건강기능식품 시장의 성장률이 제약 시장 성장률보다 더욱 높을 것으로 예상되고 있습니다.

=>참고로 예비군 훈련을 가서, 아군과 적군을 나누어 서바이벌 훈련(?)을 하면서 적군에게 총 안에 페인트볼을 쏘게 되는데, 그걸 맞으면 적군의 옷이 매우 지저분해 집니다. 그걸로 죽음(?)을 알 수 있습니다. 그것도 소프트캡슐입니다. 수출도 하고 있습니다.

♣원료 부문(젤라틴)

=>젤라틴은 천연고분자 단백질로 건강기능식품 분야에서 하드캡슐&소프트캡슐 주원료로 사용되고 있습니다.

=>젤라틴은 제약, 화장품, 식품 산업에 쓰이며 서로 상호 연관되어 있습니다.

=>앞으로 건강과 미용에 대한 관심이 높아지는만큼 젤라틴 원료 시장도 지속적인 성장이 예상됩니다.

=>[서흥]은 자체적으로 우수한 젤라틴 제품 생산능력을 보유하고 있고, 젤라틴 시장에서도 선두적인 지위를 가지고 있습니다.

=>2019년도 1분기에 지배회사에 입고된 젤라틴 금액은 45억원으로 지배회사 전체 원료 입고액 중 15.1%를 차지하며, 종속회사인 (주)젤텍(지분율43%) 및 미국, 유럽 등에서 안정적으로 공급받고 있습니다.

=>원료 부문의 (주)젤텍은 국내 의약품 젤라틴 시장에서 독보적인 위치를 확보하고 있으며, 식품 시장에도 그 영역을 넓혀가고 있습니다.

=>원료 부문은 최신식 자동화 설비 및 고도의 기술력과 노하우를 지닌 전문 인력을 확보하였고 고품질, 고효율 생산시스템을 구축한 바, 품질과 원가면에서 대외적인 경쟁력을 갖추고 있습니다.

=>최근에 화장품, 식품 사업에 진출한 이유도 바로 이 젤라틴의 경쟁력을 보유하고 있기 때문인 것으로 해석하고 있습니다.

=>(주)젤텍은 [서흥]에게만 젤라틴을 공급하는게 아니라, 전 세계 캡슐 생산 업체들에게도 공급을 하려고 하고 있습니다.

♣종속 회사

상호	설립일	주소	주요사업	최근사업연도말 자산총액	지배관계 근거	주요종속 회사 여부
(주) 젤 텍	1998년 7월	부산광역시 감서구 송정동	젤라틴 제조 및 판매	104,907	실질적 지배 (회계기준서 1110호 7)	해당
Suheung America Co., Ltd.	1998년 3월	Saturn st, Brea, CA, USA	하드캡슐, 소프트캡슐 등 판매	50,015	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	미해당
Suheung Vietnam Co., Ltd.	2006년 10월	Longthan industrial zone, Longthan district, VIETNAM	하드캡슐 제조 및 판매	117,890	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	해당
Suheung Japan Co., Ltd.	2006년 10월	11 Kanda Konya-cho Chiyoda-ku, Tokyo, Japan	하드캡슐 판매	2,962	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	미해당
SH Asset Management LLC.	2010년 12월	Marquardt Ave, Cerritos, CA, USA	부동산 임대	11,355	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	미해당
Suheung Europe SASU	2016년 2월	49 Square D'ALSACE 95470 FOSSES, FRANCE	하드캡슐 판매	974	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	미해당
Suheung Europe GmbH	2018년 7월	Frankfurter Str 100, 65760 Eschborn	하드캡슐 판매	4,724	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	미해당
(주) 위 너 웰	2016년 11월	충청북도 청주시 흥덕구	건강기능식품 제조	10,123	의결권 과반수 소유 (회계기준서 1110호 7)	미해당
(주) 한 국 코 스 모	2002년 4월	충청남도 천안시 동남구	화장품 제조업	11,252	실질적 지배 (회계기준서 1110호 7)	미해당

※ 주요 종속회사란 최근사업연도말 자산총액이 지배회사 자산총액(연결)의 10% 이상이거나 750억원 이상인 종속회사를 뜻합니다.

=>원료 사업인 젤텍과 더불어 해외 쪽은 '서흥베트남'의 자산이 제일

크기 때문에 '이쪽의 사업이 잘 되고 있는지, 없는지?'를 유심히 관찰하고 있습니다.

=>현재 미국, 일본, 베트남, 유럽까지 진출해 있습니다.

♣연간 실적

연간실적	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019(F)
매출액	878	942	1,214	1,461	1,995	1,879	2,070	2,700	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,546
영업이익	52	124	198	245	290	269	144	252	291	338	401	373	393	470
당기순이익	28	115	108	132	81	196	-24	138	222	252	307	264	294	354
영업이익률	5.9%	13.2%	16.3%	16.8%	14.5%	14.3%	7.0%	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%



=>2006년부터 매출액을 조사해봤는데, 제가 가장 선호하는 매출액 그래프입니다. 장기투자를 하려는 기업이라면 이런 매출 성장을 보여야 된다고 생각합니다.

=>주식시장에 상장되어 있는 기업들 중에 10년 이상 이런 매출 성장

을 보이는 기업이 정말 별로 없습니다.

=>매출액 성장률이 연평균 15%입니다. 15%씩 꾸준히 성장하고 있습니다. 안정적으로 연평균 15%~20% 성장을 원하는 워런버핏이 만약 한국사람이었다면 분명히 [서흥]이란 종목을 매수했을 것이라고 생각합니다.

=>이런 매출 성장이 가능한 이유는 바로 시장 1등기업이기 때문입니다. 왜 워런버핏이 1등 기업을 좋아하는지 매출액 성장률 추이를 보면 알 수 있습니다.

=>저런 연 매출 성장 그래프는 독점적 시장 지위를 가지고 있는 기업들에게만 보이는 현상입니다.

=>제약회사들이 “건강기능식품을 캡슐 안에 넣어야 되는데, 그 캡슐 어디서 만드냐? 회사 리스트좀 가지고 와 봐.”라고 상사가 얘기하면, 부하 직원이 “그거 [서흥]이란 회사밖에 안 만드는데요...?” 이렇게 되는 겁니다. 그러면 갑의 입장인 제약회사들이 가격 후려치기를 못 하게 됩니다.

=>삼성전자/SK하이닉스/현대차 같은 기업들이 거래처와 거래를 할 때, ‘혹시 그 기업들이 머리 좀 삠다고, 우리한테 갑질 하는 것은 아닐까? 너네를 누가 키워줬는데?’ 이걸 제일 두려워합니다.

=>그래서 간혹 거래처는 그저 열심히 일하고 그들의 요청에 따라 심부름한 죄밖에 없는데, 삼성전자/SK하이닉스/현대차에서 갑자기 거래처를 바꾸는 경우가 종종 있습니다. 왜냐? 그 이유를 알겠죠?

=>그래서 거래처가 1등기업이라도 오로지 삼성전자/SK하이닉스/현대차 등 전방산업의 소수 기업들에게 치중되어 있으면 나쁘다는 것이 아니라 투자에 대한 리스크가 커집니다.

=>또한 삼성전자/SK하이닉스/현대차 등 전방업체는 여러 거래처에 싸움을 붙여가며 가격경쟁을 시킵니다. 그러지 않고서는 그들도 가격에서 밀리면 글로벌 시장에서 살아남기 어렵습니다. 서로의 입장 차이입니다. 그들은 그렇게 제품 단가를 다운시켜야 전 세계적으로 제품의 가격경쟁력을 높일 수가 있겠죠?

=>그런 의미에서 [서흥]은 자유롭습니다. 왜냐? [서흥]을 버리면 제약회사들이 건강기능식품을 아예 만들 수가 없습니다. 이런 것은 기업분

석이 아니라 바로 사업분석입니다.

=>전방업체인 제약회사들이 캡슐 가격을 후려칠 수 없고, [서흥]이 달라는대로 돈을 그냥 줘야됩니다.

=>그러면서 영업이익률도 10%대를 계속 유지하고 있습니다. 영업이익률도 꾸준히 10%이상 유지하는 기업도 주식시장이 진짜 별로 없습니다. 월간지의 기업소개 밥상에는 그런 기업들만 가져오려고 노력하고 있습니다.

=>주식시장에서 상장되어 있는 기업들 중에 비교 분석하여 사업성과 수익성이 최고인 종목들만 엄선해서 <장기투자 대상 추천종목 20선>에 넣을 생각입니다.

=>비교 분석하려면 시간이 굉장히 오래 걸리는 일이긴 한데 한 번 해보겠습니다.

=>여기서 의미하는 장기투자 대상 종목이란 바로 워런버핏이 한국 주식에 투자하면 반드시 포트폴리오에 담아야 될 종목이란 의미입니다.

=>물론 워런버핏은 그의 투자 스타일 상, 5G/2차전지 종목은 담지 않았을 것입니다.

=>꾸준히 전 종목을 다 분석하고 있는데 어쩌다 반짝이 아닌 서흥처럼 15년 동안 꾸준히 연평균15%씩 매출 성장을 이루고 있는 기업은 별로 없었습니다. 그래서 이 기업은 반드시 장기투자를 해봐야겠다는 생각이 들었습니다.

=>최근에 설비투자도 마무리 했고, 향후 고령화 모멘텀과도 부합하여 중장기적으로 실적이나 주가가 괜찮을 것 같습니다.

=>실적은 매분기마다 업데이트가 되면 월간지에 기록하고 분석해 드리겠습니다. 기업이 내가 예상한 대로 잘 크고 있는지 꾸준한 점검과 관리가 필요합니다.

=>2012년에는 오송공장 이전에 따른 초기 고정비 부담과 설비이전 비용으로 영업이익률이 7%하락한 것으로 나타납니다.

=>2017년~2018년에는 고부가가치의 식물성 캡슐 확대과정에서 일시적 수율감소로 수익성이 소폭 저하되었으나 최근에 매출 성장에 따른 고정비 부담 완화로 수익성이 회복되고 있습니다.

♣2019년 1분기 실적 분석

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	전년1Q대비
매출액	990.7	1,041.00	947.8	955.3	1,177.90	19%
매출원가	802.8	825.7	767.5	795.8	950.8	18%
매출원가율	81%	79%	81%	83%	81%	0%
판관비	84.9	95.1	100.1	69.8	101.9	20%
판관비율	9%	9%	11%	7%	9%	1%
영업이익	102.9	120.2	80.2	89.7	125.2	22%
영업이익률	10%	12%	8%	9%	11%	2%

=>전년동기대비 매출액은 19%, 영업이익은 22% 증가하였습니다.

=>[서흥]은 이미 우리나라 독과점 기업입니다. 이미 독과점 기업의 매출액이 전년동기대비 18%증가하였다는 점도 신기한 일입니다.

“어디서 매출이 더 발생한거지?”

=>매출액 18%성장의 의미는 전년보다 우리나라 제약회사가 18%늘었다는 의미이거든요? 이미 성숙 시장에서 매출액이 18%성장하였다는 것은 대단한 겁니다.

=>우리나라 인구가 18%증가한 것은 아닐테고...그 상황에서 제약회사가 갑자기 확 생긴 것도 아닐테고...

=>결국 제약회사 말고도 건강기능식품 회사들이 엄청나게 증가하여, [서흥]한테 많이 주문을 넣었다는 의미입니다.

=>서흥은 이미 향후에 건강기능식품 회사들에게도 물량 주문을 더 받을 것을 예상하고 2015년에 시작한 설비투자를 통해 공장 증설을 완료했고, 그에 따라 물건을 과거보다 더 많이 뽑아낼 수 있는 능력치가 생기게 되었습니다. (제조기업은 설비투자 없이는 생산CAPA가 한정되어 있기 때문에 매출이 더 증가할 수 없다)

=>거기에 해외 쪽 성장도 새롭게 기대가 되는 상황입니다.

=>근데 또 하나 의문이... 매출액이 18%증가하였으면 영업이익은 22%보다 더 많이 증가해야 되거든요? 근데 왜 영업이익이 22%성장

(?)에 그쳤을까?

=>그리고 또 하나 의문이 매출액이 이 정도 증가하였으면, 매출원가율은 떨어져야 되는데, 그대로다? 판관비율도 그대로입니다. 이것 어떻게 해석해야 될까?

=>매출은 증가했지만...아직은 새롭게 증설된 공장에서의 수율 문제라든지... 고정비 증가...등을 통해 이익이 아직 회복단계까진 아닌 것으로 보입니다.

=>그런데 이건 시간이 지나면 지날수록 해소가 될 것입니다.

=>설비투자도 100%다 완료된 것이 아니기 때문에 당분간은 비용이 계속 발생할 것으로 보입니다.

=>그러면서 매출 성장에 따른 <이익 레버리지 효과>가(고정비 감소) 단기에 크게 증가하긴 어려울 것 같습니다.

♣2019년1분기 부문별 매출

매출비중	품목				18.1Q	19.1Q	증감율
9.0%	캡슐	제품	하드캡슐	내수	7934	10241	29%
28.0%				수출	26988	32598	21%
12.0%			의약품	내수	15540	13893	-11%
37.0%			건강기능식품	내수	36497	43520	19%
1.0%				수출	1207	1629	35%
0.2%			페인트볼	내수	148	256	73%
0.4%				수출	1130	507	-55%
1.0%	원료	상품	건강기능식품	내수	268	603	125%
3.0%		제품	젤라틴	내수	2982	4024	35%
6.0%				수출	6372	7372	16%
3.0%	화장품	제품	화장품	내수		3100	#DIV/0!
0.0%				수출		49	#DIV/0!
64.0%	합계			내수	63369	75637	19%
36.0%				수출	35697	42155	18%
100%				합계	99066	117792	19%

=>주요 사업인 하드캡슐, 건강기능식품, 젤라틴 부문이 고르게 성장하였습니다. 의약품 부문은 실적이 조금 떨어졌습니다.

=>내수 뿐만 아니라 수출까지 실적 성장세를 이끌었습니다. 해외 쪽에 큰 거래처를 확보한 것으로 보입니다.

=>[한국코스모] 인수로 신규로 진출한 화장품 사업도 매출 성장에 기

여했습니다.

=>평균적으로 20%이상씩 증가한 것 같네요? 소비재 기업이면서 거래처가 엄청 많아 리스크 관리가 되어 안정성이 높습니다.

=>하드캡슐은 한 번 먹으면 끝이죠? 제품 회전율이 굉장히 높습니다.

=>아마 인간이 건강기능식품은 평생 복용할 것입니다. 그래서 사업성이 무진장 좋습니다. 하루에 3번 복용하면 회전율이 하루에 3번이나 되겠죠? 거의 끼니마다 온 가족이 복용합니다.

=>건강 측면에서도 비타민D와 오메가-3는 평생 드시는 게 좋습니다. 비타민D는 음식으로 섭취하기 어렵습니다.

♣자산 분석

연평균	자산변동추이	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019.1Q
7%	당좌자산	547	396	584	701	741	913	975	825	907	1,217
6%	유형자산	2,404	3,115	2,781	2,839	2,981	3,173	3,295	3,449	3,816	3,819
12%	재고자산	475	541	620	931	972	1,038	1,145	1,116	1,162	1,068
14%	이익잉여금	830	1,410	1,320	1,419	1,599	1,795	2,022	2,192	2,422	2,491



=>[서흥]은 전형적인 제조기업으로 유형자산 투자로 이익을 창출하는 장치산업입니다.

=>공장 등 유형자산이 총자산의 58%에 해당합니다.

=>캡슐은 평균 단가가 낮기 때문에 규모의 경제를 이루어야 한다고 그랬죠?

=>대규모 초기 설비투자가 필요하고, 다국적 제약업체의 엄격한 품질 기준을 통과해야만 합니다. 이걸 신규업체가 새롭게 뛰어들어서 절대 못 합니다. [서흥]도 지금의 시스템을 만들기 위해 40년이란 세월이 걸렸습니다.

=>[서흥]은 FDA, KGMP, FGMP 승인을 받은 우수한 생산시설을 바탕으로 **매우 높은 진입장벽**을 가지고 있어서 신규 기업의 시장 진입이 어렵습니다.

=>따라서 앞으로도 동사의 독보적인 시장 지위는 지속 될 전망입니다.

=>장기투자 종목은 시장 지위와 진입장벽이 매우 중요합니다.

=>아무리 성장성과 실적이 좋아도, 새로운 기업이 이 시장에 뛰어들어 경쟁이 치열해진다면 나중에 어떻게 될지 모르겠죠?

=>지난 8년 동안 하드캡슐은 연평균 10%, 의약품 수탁 캡슐은 연평균 11% 성장을 하였고, 지난 3년 동안 건강기능식품 캡슐은 연평균 14% 성장을 하였고, 원료인 젤라틴은 연평균 17% 성장을 하였습니다.

=>포트폴리오에 건강기능식품과 관련된 기업을 추가하고 싶었는데 [서흥]이 딱입니다. 게다가 장기투자도 가능한 기업입니다.

가. 주요 품목의 생산실적 등

사업부문	품목	구분	제47기 1분기	제46기	제45기	생산능력 산출근거
캡슐 부문	하드캡슐 (백만개)	생산능력	10,313	41,250	41,250	하드캡슐 생산기계 한 대당 연 5.5억개 생산 총 기계 보유 75대 × 5.5억개 = 412.5억개 (젤라틴캡슐만 생산할 경우 기준임)
		생산실적	8,386	36,419	35,451	
		가동률(%)	81.3	88.3	85.9	
원료 부문	젤라틴 (톤)	생산능력	1,625	6,500	6,500	젤라틴 등 연 6,500톤 생산 (단일공정)
		생산실적	1,435	5,890	5,638	
		가동률(%)	88.3	90.6	86.7	

※ 캡슐 부문이 가동한 하드캡슐 생산기계(서흥 45대, 서흥베트남 30대)는 젤라틴캡슐과 VG캡슐 모두 생산 가능한 바, 상기 생산능력은 젤라틴캡슐만 생산할 경우의 이론적 수치이며, 실제 가동률은 해당 생산 가능수량이 젤라틴캡슐 보다 적은 VG캡슐 생산 비중에 따라 결정됩니다.

※ 의약품 및 건강기능식품, 화장품은 제형별, 포장 유형별로 생산기계가 다르고 생산능력 산출 방식도 상이하므로 기재할 생략하였습니다.

※ 페인트볼은 연결실체 전체 생산 실적에서 차지하는 비중이 미미하므로 기재하지 않았습니다.

=>최근 높은 성장성을 보이고 있는 건강기능식품의 캡슐 수요 증가로 동사는 생산능력을 최근 2년간 +11% 높이면서(캡슐 412.5억개 생산 가능/1개당 5원씩 판매) 점유율 확대를 하고 있습니다.

=>원료인 젤라틴 부문은 전방산업을 제약 외에 화장품, 식품 분야로

확대하려고 하고 있습니다.

=>최근 해외 시장 진출로 2년간 생산능력을 44%까지 확대(연 6,500톤 생산)하면서 외형 성장의 준비를 마쳤습니다.

=>기업의 경영진들이 아무 생각없이 생산능력을 확대하진 않을 겁니다. 함부로 생산능력을 확대하게 되면 고정비 부담이 증가하여 기업의 실적이 적자가 됩니다.

=>그래서 경영진은 철저한 수요예측에 따른 생산설비 확대를 추구할 겁니다.

=>이 수요예측은 수많은 거래처들과 이미 어느 정도 이야기가 된 부문일거라 생각합니다. 그러니깐 생산설비 확충에 투자를 하는 것이겠죠?

=>이 생산능력을 확보해야지만 신규 거래처에 영업을 할 수 있잖아요?

=>설비의 한계로 한 달에 10개의 제품밖에 못 만드는 회사가 현재 매달 9개, 10개 제품을 생산하고 있는데, 신규 거래처에 대한 영업을 해봤자 의미가 없잖아요?

=>따라서 제조업은 앞으로 매달 20개의 제품을 만들기 위해서는 신규로 설비투자에 따른 생산설비 확충이 필수입니다. 이때 비용이 많이 들어 이익이 하락하고 실적이 떨어져서 주가도 같이 떨어집니다.

=>드디어 생산설비가 확충이 되고, 이미 신규 거래처도 확보한 상태라면? 맨 처음에는 신규 공장에서 일어나는 예상치 못한 변수(인건비 증가/불량률 증가)들이 발생하여 곧바로 이익으로 연결되지 않는 경우가 많습니다.

=>그런 것들도 보완하여 본격적으로 매달 20개의 제품을 만들게 된다면? 그때부터 매출이 증가하게 됩니다. 매달 10개의 제품밖에 못 만드는 회사였는데, 이제 20개의 제품까지 만들어 팔 수 있다면?

=>매출이 증가하면 <영업이익 레버리지 효과>가 일어나며 영업이익이 큰 폭으로 증가하게 됩니다. 그러면서 주가도 큰 폭의 상승을 경험하게 됩니다. 왜냐하면 기업의 이익이 증가하면 주가도 오르게 되어 있습니다.

=>[서흥]도 신규 생산 설비를 확충하고, 과거보다 제품을 더 많이 생

산할 수 있게 되었고, 이미 해외에 신규 거래처도 확보한 것으로 보여서 2015년부터 4년 동안의 주가 하락을 마무리하고 이제 본격적으로 주가 상승이 일어날 때라고 판단하고 있습니다.

♣2019년 2분기 실적 예상치(시장-컨센서스)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q(F)	19.3Q(F)	19.4Q(F)	전년1Q대비
매출액	900	916	894	790	991	1,041	948	955	1,178	1,185	1,106	1,058	19%
영업이익	100	107	93	73	103	120	80	90	125	138	99	101	21%
당기순이익	61	100	75	28	83	108	42	61	123	87	42	65	48%
영업이익률	11.1%	11.7%	10.4%	9.2%	10.4%	11.5%	8.4%	9.4%	10.6%	11.6%	9.0%	9.5%	2%



=>전년분기대비 매출액은 19%, 영업이익은 21%가 증가하였습니다. 특히 매출액은 1,178억원으로 분기 사상 최대 매출액을 달성하였습니다.

=>영업이익이 21%증가했는데, 당기순이익이 48%증가했다? 왜?

=>이는 최근 환율 상승에 따른 효과로 보입니다.

=>1분기의 실적 성장이 올해 연간 실적을 기대하게 만듭니다.

♣주당순이익(연간)

성장률		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019(F)
17%	연간 EPS	1,058	1,846	1,974	2,360	1,995	2,225	2,654



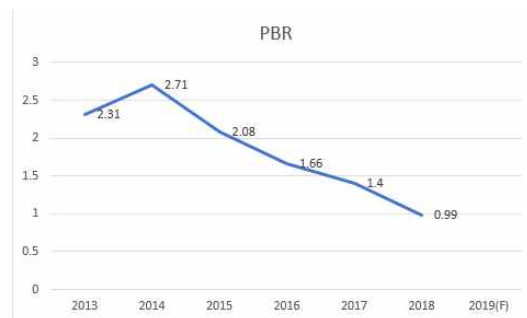
=>[서흥]은 연평균 17%씩 성장하는 기업인데 올해 예상EPS가 사상 최대치를 기록할 전망입니다.

=>성수기에 진입하는 2분기부터는 설비투자 종료에 따른 공장 가동률 증가(고정비 부담 완화)가 예상되어 실적이 굉장히 좋게 나올 것 같습니다.

=>다만, 예상되는 악재는 설비투자 종료에 따른 일회용 비용 출회 여부, 환율 상승 지속 여부에 따라서 2019년 EPS예상 추정치 변동이 있을 수 있겠습니다.

=>최근 환율이 다시 하락하면 환율 상승 지속에 따른 순이익 증가 기대는 다소 떨어진 상황입니다.

♣PER공식



=>현재가 33,900원(6월28일 종가)을 기준으로 보면 19년 예상PER는 12.07입니다.

=>올해 목표PER는 15.5배로 잡아보았습니다. 왜냐? 현재 중견 제약사 평균PER가 15.5배 정도 합니다. (원래는 평균PER가 20정도 됐는

데, 최근 제약사 주가 하락으로 PER15배가 되었다)

=>목표PER 15.5배로 잡으면 올해 목표가는 현재가보다 약21%상승하여 41,137원입니다. 과거 중견 제약사 평균PER인 20으로 목표PER20를 잡으면 현재가보다 약57%상승하여 53,080원입니다.

=>근데 이는(목표 PER15배) 굉장히 보수적으로 잡은 목표가로 주가 상승은 목표가 위로 더 올라갈 가능성이 높아 보입니다.

=>이 종목은 목표가에 도달한다고 하더라도 굳이 매도하지 않고 중장기적으로 계속 보유해도 괜찮은 종목입니다. 향후 목표가에 도달하면 그 때 다시 VIEW를 드리겠습니다.

♣재무안정성-개선 필요

	2014	2015	2016	2017	2018
유동비율	134.88	157.29	133.58	97.46	110.36
당좌비율	60.3	76.59	62.44	42.25	50.44
부채비율	107.01	111.66	103.13	97.88	107.38
순차입금비율	87.04	89.15	79.18	77.37	83.86
이자보상배율	3.97	5.62	7.02	5.56	4.93

=>부채비율이 100%이상이지만 유동비율이 109%로 단기부채 상환능력을 확보하고 있어서 큰 문제는 없을 것 같습니다.

=>다만 순차입금 비율이 자기자본의 83.86%에 달해 이자비용이 부담스럽긴 합니다.

=>2012년부터 시작된 대규모 투자기간 동안 부족한 자금을 대부분 외부(은행/사채)에서 차입했던 것으로 보입니다.

=>지금은 대규모 투자가 거의 막바지에 이르렀기 때문에 더이상 큰돈이 필요가 없습니다.

=>그러나 신규 공장 가동을 위한 운전자금 확보가 필요한 상황이라 이런 것들이 다 해소가 되면 순차입금 비율은 점진적으로 낮아질 것으로 예상됩니다.

=>최근에 실적 개선이 이루어지면서 대출상환을 이루면서 이자 비용이 감소할 것으로 기대됩니다.

=>따라서 재무안정성 악화로 인해 유상증자, CB, CW 등을 발행할 이유는 없습니다.

=>이 기업은 앞으로 분기 실적이 나올 때마다 꾸준히 업데이트하여

점검하는 시간을 가지도록 하겠습니다.

=>지금은 사실상 주식시장이 주가 상승 공백기입니다. 왜냐? 2분기 실적 발표 전이기 때문입니다.

=>1분기 실적 발표가 되고, 지금은 2분기 실적 발표를 시장에서 기다리고 있는 상황이기 때문에 실적과 관련되어서는 특별한 매수세가 들어오진 않습니다. 2분기 실적을 보고 들어가겠다는 것이지요.

=>그래서 매일 호가창 보면서, '오늘 왜 떨어졌지? 오늘 왜 올랐지?' 하고 볼 필요가 전혀 없는 것입니다.

♣2019년6월호 기술적분석



=>1분기 실적이 굉장히 좋게 나와서 주가가 올라왔단 말이죠? 그러면 단기-추세가 완벽히 돌아선 모습이죠? 그럼 과연 2분기에도 이 실적 성장이 이어질까요? 이 걱정애 매집세력도 추격매수를 안 합니다. 오른 상태에서 2분기 실적이 나오기 전까지는 그냥 내버려두는 것입니다.

=>들고있는 사람도 매도를 안 하는 것이 2분기 실적이 좋게 나올 것 같단 말이죠? 그러니 매도를 못하고 있는 것입니다.

=>추격매수/비중확대를 하려고 하는 사람들도 2분기 실적을 일단 보고 들어가자는 심리가 강하게 반영되어 있습니다.

=>그래서 실적 임박 시즌이 되면 100%실적 증가가 예상되지 않는 이상 눈치 보기에 들어갑니다.

=>개인투자자나 차트보고 매일 단기-이평선만 바라보고 투자하지 글로벌 모든 투자자들이 다 그렇게 투자하고 있을 겁니다.

=>따라서 분기 실적이 발표 되기 전에는 주가가 보통 지지부진한 흐름을 보이는 것이 정상입니다.

=>“이 종목 언제 사야 되요? 언제 팔아야 되요?” 제일 궁금하시죠? TIP을 드리겠습니다.

=>일봉으로 추세가 전환되어 나오고 있는 종목들은 급등하고 있을 때 급하게 추격매수 하지 마시고 60일선 근처에서 매수 기회를 잡아 보십시오.

=>그리고 다음 분기 실적 발표가 임박해 있다면 그 실적 발표를 확인하고 사도 늦지 않습니다.

=>시장의 예상치보다 실적이 더 잘 나왔다면? 무조건 매수... 평소에 찌려보고 있던 종목이었는데 예상치 상회까진 아니지만 부합해도 괜찮습니다.

=>그런데 시장의 예상치를 크게 상회하게 나왔다면? 매도 혹은 투자를 보류할 수 있겠죠.

=>매매기법, 매매타이밍 그런 것 없습니다. 대중적으로 누구나 알고 있는 기술적분석 툴을 활용하며 시장이 기대하는 실적 예상치를 기준으로 매매 기준을 잡아보시면 됩니다.

=>5G종목들은 이미 실적 상승이 기정 사실화 되었기 때문에 다음 분기 실적 기다릴 필요도 없이 주가가 60일선 근처로 내려오면 매수하겠다는 전략을 가져가면 됩니다. 다른 투자자들도 다 그렇게 하고 있습니다.

=>서흥 같은 경우에는 2분기 실적 발표 전까지는 눈치보고 있는 상황입니다.

=>분기 실적 발표 기간이 바로 포트폴리오 조정/신규매수/비중확대/혹은 축소/매도 등을 하는 타이밍입니다.

=>서흥은 지금 위치에서 주가가 떨어지면 분할로 계속 주식을 모아보시길 바랍니다.

=====

♣♣♣2019년7월호

=>서흥은 경기 민감도는 낮으나 전방산업인 제약산업(+건강기능식품)과 인구통계학적인 영향을 많이 받습니다.

=>앞으로 고령화에 따른 건강기능식품 수요 증가에 따라 서흥의 실적 성장은 안정적으로 유지될 것으로 판단하고 있습니다.

=>하드캡슐 1위, 소프트캡슐 1위로 우리나라 모든 제약회사와 건강기능식품 회사에서 만드는 알약(캡슐)은 거의 모두 서흥 것을 씁니다.

=>서흥은 우리나라 제약회사 1세대 기업입니다. 지금은 경쟁사가 생길 수가 없습니다. (진입장벽)

=>이 가격대로 캡슐을 생산할 수 있는 기업이 생기기 어렵습니다.

=>우리나라 제약 회사들이 서흥과 거래를 잘 하고 있는데 서흥이 지난 30년 동안 설비투자를 통해 가격경쟁력을 확보하고 있는 상태에서 신규업체가 등장하여 서흥보다 더 싸게 캡슐을 생산하여 거래처를 뺏는다는 것은 거의 불가능하다고 보고 있습니다.

=>따라서 서흥은 앞으로도 계속 1등을 할 수밖에 없습니다. 시장점유율이 떨어질래야 떨어질 수가 없겠죠?

=>삼성전자처럼 평생 경쟁이 치열한 기업보다는 차라리 이런 기업을 물려받는 자손들이 더 행복할 것 같은데요?

=>그렇다고 어떤 기업이든 완벽할 수는 없겠죠. 모든 기업과 사업 그리고 투자는 단 1개라도 리스크를 안고 가야 됩니다.

=>서흥은 전방산업인 제약산업(+건강기능식품)의 성장성에 영향을 받습니다.

=>향후 고령화 진입으로 인해 꾸준한 성장성이 예상되나 전방산업의 애기치 못한 리스크가 발생할 경우 서흥의 실적에도 영향을 미칠 수 있습니다.

=>또한 화장품이든 제약이든 경기에 민감하진 않지만 ODM특성상 전방업체의 사정과 재고관리 등을 통해 분기 실적이 일시적으로 저조하게 나타날 수 있습니다.

=>수급적으로 단점이 있다면 국민연금/한국투자밸류/베어링자산 등에서 22.32%나 지분을 보유하고 있습니다. 이들이 언제 주식을 시장에 던지고 나갈지 모릅니다.

=>향후에 3곳 중에 한 곳만 EXIT(수익실현)을 한다면 일시적으로 주

가가 하락할 수도 있습니다.

♣연간실적

평균성장률	연간실적	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019(F)
13%	매출액	878	942	1,214	1,461	1,995	1,879	2,070	2,700	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,546
18%	영업이익	52	124	198	245	290	269	144	252	291	338	401	373	393	470
22%	당기순이익	28	115	108	132	81	196	-24	138	222	252	307	264	294	354
4%	영업이익률	5.9%	13.2%	16.3%	16.8%	14.5%	14.3%	7.0%	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%



=>지난 12년동안 매출액이 꾸준히 성장할 수 있다는 것이 1등 기업의 위엄입니다.

=>올해 시장-컨센서스는 지난달과 변동이 없습니다.

=>KCI와 매출 성장 추이와 비슷하죠? KCI는 연평균 13%의 매출성장 이었는데 서흥은 연평균 15%의 성장입니다.

=>근데 KCI는 고령화 수혜주까진 아니죠? 시장이 더 커지는 쪽입니다.

=>나이를 들면(고령화) 약을 많이 먹게 되기 때문에 서흥의 연평균 성장률은 앞으로 15%보다 더욱 증가할 것으로 보입니다.

=>일단 많이 먹게 되고, 인간이 오래 살게 되면 먹는 기간도 늘어나 게 되겠죠?

=>따라서 서흥 같은 경우에는 초장기적으로 성장할 수밖에 없는 그런 구조적인 환경에 놓여있는 기업이라고 보시면 되겠습니다.

=>따라서 서흥은 만약에 주가가 기술적으로 좋은 위치에 놓여 있으면 자신감을 가지고 비중확대 전략을 사용해도 됩니다.

=>지금 기준으로 평생 매도할 이유가 없는 종목 중에 하나입니다.

생산중단

1. 생산중단분야		부천 송내공장 (하드캡슐사업부, F&P사업부)
2. 생산중단내역	생산중단금액(원)	102,916,003,662
	최근 생산총액(원)	111,413,072,986
	생산액대비(%)	92.37
	대규모법인여부	미해당
3. 생산중단내용		충북 오송 신공장으로 생산설비 전부 이전
4. 생산중단사유		충북 오송 신공장으로 본점 및 공장을 이전하여 기존 공장의 생산이 중단됨
5. 향후대책		기존 공장에서의 생산활동은 신공장에서 이루어짐
6. 생산중단영향		해당 생산설비의 오송 신공장 이전 및 설치로 생산중단 영향은 없음
7. 생산중단일자		2013년 2월 14일

=>2012년도에 영업이익률이 갑자기 반토막(14%→7%)이 난 이유는 기업가치의 문제가 아니라 공장 이전(생산액대비92.37%) 때문입니다.
(공장 이전에 따른 생산가동 일시적 중단)

♣생산능력

가. 주요 품목의 생산실적 등

사업부문	품목	구분	제47기 1분기	제46기	제45기	생산능력 산출근거
캡슐 부문	하드캡슐 (백만개)	생산능력	10,313	41,250	41,250	하드캡슐 생산기계 한 대당 연 5.5억개 생산 총 기계 보유 75대 × 5.5억개 = 412.5억개 (젤라틴캡슐만 생산할 경우 기준임)
		생산실적	8,386	36,419	35,451	
		가동률(%)	81.3	88.3	85.9	
원료 부문	젤라틴 (톤)	생산능력	1,625	6,500	6,500	젤라틴 등 연 6,500톤 생산 (단일공정)
		생산실적	1,435	5,890	5,638	
		가동률(%)	88.3	90.6	86.7	

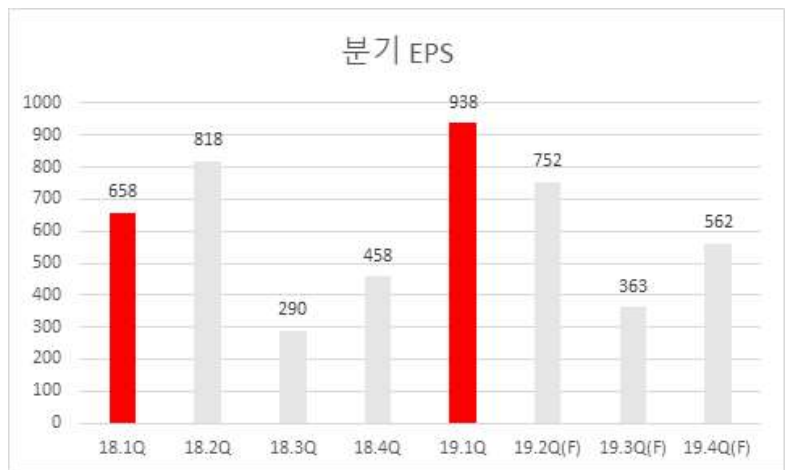
=>최근에 생산능력을 확대하면서 월봉상 지난 4년 동안 역배열 상태에 있던 주가 흐름도 다시 정배열 흐름을 보일 조짐을 보이고 있습니다.



=>서흥의 전방산업(제약회사/건강기능식품)에서 계속 물량을 요구하고 있기 때문에 지금의 생산CAPA로는 수요를 맞출 수가 없어서 그동안 생산CAPA를 지속적으로 확대하였습니다.

♣주당순이익

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q(F)	19.3Q(F)	19.4Q(F)	1Q.19증감	2Q.19증감	3Q.19증감	4Q.19증감
분기 EPS	658	818	290	458	938	752	363	562	42.6%	-8.1%	25.2%	22.7%



=>올해 1분기는 실적상승에 환율효과까지 더해지면서 전년동기대비 42.6%가 증가한 938원을 기록하였습니다. (이는 사상 최대 분기 이익)

=>2분기만 전년동기대비 약간 감소한 모습을 보일 것으로 예상되며 3분기/4분기는 전년동기대비 20%이상 증가할 것으로 예상됩니다.

=>신규 공장이 2분기때 준공이 될 것으로 예상되거든요?

=>인선이엔티처럼 이에 따른 1회성 비용 출회 여부와 환율 지속 여부 등에 따라 실적 추정치 변동은 있을 것으로 보고 있습니다.

=>그러나 이런 요소들로 인해 주가가 하락한다고 이 기업의 매도를 결정할 여부는 전혀 되지 못합니다. 비중 확대 또는 그냥 보유해야죠.



=>연간EPS 추정치는 지난 달과 변함이 없습니다. (2,654원)

♣PER공식



=>오스템임플란트 급의 우리나라 독점적 시장지위를 가지고 있는 기업의 PER가 11.77배(07/22일 기준)라는 것은 굉장히 저평가 국면에 있다고 봐야하지 않을까요?

=>아직은 시장에서 이 기업이 턴어라운드가 진행되고 있다는 사실을 잘 모르고 있는 것 같습니다.

=>따라서 여전히 목표PER는 15.5배(41.137원/주가상승여력32%)입니다.

=>제약업종(바이오 아님)평균 PER인 20배를 적용하면 53,080원(주가상승여력70%)입니다. 그러나 보수적으로 목표PER는 15.5배로 잡겠습니다.

♣기술적분석



=>제약*바이오*화장품 장세(2011년~2014년)때 5,000원 하던 주식이 61,000원까지 갔었네요?

=>주식투자를 하면서 이런 종목 바닥에서 사서 천정까지 한 번 딱 잡아보고 싶죠? 같이 노력해야죠.

=>보통 2년, 3년은 보유해야 됩니다. 그래서 5G나 2차전지도 지금부터 2년, 3년은 보유해야 됩니다.

=>참고로 지금은 무슨 장일까요? 다른건 몰라도 5G장세 초입기라고 보여집니다.

=>그다음 전기차/2차전지/OLED 장세가 올 것으로 보고 있어요.

=>한참 돈을 잘 벌 때, 서흥은 대규모 설비투자를 진행합니다.

=>그러면서 주가가 2015년부터 2018년까지 추세하락이 이어졌습니다.

=>그리고 올해 4년의 사선돌파를 하면서 추세가 전환되는 모습이거든요?

=>4년 사선을 돌파했다는 것은 굉장히 의미가 크다고 봅니다. 한국증시도 사선 돌파할 날이 그리 멀지는 않았다고 봐요.



=>지금은 바닥에서 급하게 들어 올렸다가 누른 자리입니다.

=>세력이 본인이 한 번 들어올린 자리 그 아래로까지 빠지는 않을 것 같은데...

=>30,000원~31,000원 가격대는 충분히 주식을 사서 모을 자리(신규매수/추가매수)라고 판단 되어 집니다.

=>주가가 한 4년 동안 하락하게 되면 독점기업이고 나발이고 투자자들 기억 속에 이미 사라졌습니다. 아마 관심종목에도 삭제되었습니다.

=>그래서 지금 PER이 낮게 형성되고 있는 것 같은데 나중에는 PER20배로 유지된다던가 하는 프리미엄을 받을 것으로 봐요.

=>현재는 시장지수가 하락하다보니 전반적으로 대부분의 종목들이 기업가치를 제대로 인정받지 못하고 있습니다.

=>그러나 시장이 다시 회복되게 될 경우에는 시장 때문에 억울하게

같이 저평가 되어 있던 종목들부터 먼저 반등하게 될 것입니다.

=====

♣♣♣2019년8월호

서흥: 독보적 시장 지위와 향후 고령화 탑클래스 수혜주

=>장기투자 종목이라도 설정해둔 목표가에 도달하면 수익실현하고(그래도 일부 주식은 계속 가져가야 됨), 신규 설비투자 등으로 앞으로 이익이 감소될 것 같으면, 보통 설비투자가 2년 정도 걸리기 때문에 2년 동안(장기투자 기간 중에 주가 하락/횡보 구간)은 매수를 하지 않다가, 설비투자가 종료된 시점에 다시 매수하면서 그렇게 장기투자를 이어나갈 생각입니다.

=>배당을 넉넉하게 주면 모를까 그게 아니면 장기투자는 하되, 성장주기에 따른 비중 조절은 계속 가져가야 됩니다.

=>물론 그냥 계속 보유하면서 추가매수만 해도 됩니다. 서흥이란 기업은 앞으로 한 3년, 4년 정도는 영업이익률이 꾸준히 증가할 것으로 보고 있습니다.

=>따라서 지금 상황에서는 한 3년, 4년 정도 보유하다가 그 이후 또 다른 신규 설비투자가 나오면 일단 절반만 매도(수익실현)하였다가 그 설비투자가 끝나면 또 팔았던 것 그대로 다시 매수하면서 장기투자를 하시면 됩니다.

=>옛날에는(특히 박근혜 정권 초중반때) 서흥이 굉장히 유명한 종목이었는데, 주가가 2014년 고점을 찍고, 4년 동안 하락을 하다보니 개인 투자자 관심 속에서 아예 사라진 것 같습니다.

=>서흥은 구조적으로 실적이 급락할 일이 없습니다. 그 이유는 위에서 설명을 드렸었죠?

=>이런 종목 가지고 있으면 주주 입장에서는 마음이 편하죠. 미중 무역전쟁을 하든, 일본이 경제보복을 하든 기업과 전혀 상관이 없기 때문입니다.

=>사실 메리츠자산운용 존리 대표의 투자철학을 가지고 주식투자로 돈을 벌기 위해서는(노후대비) 이런 종목들을 가지고 계속 투자를 해야 된다고 생각합니다.

=>왜냐하면 실적이 꼬꾸라질 일이 전혀 없잖아요? 돈이 생길때마다 계속 조금씩 사는 투자철학과 방향이 맞는 종목입니다. 이익이 감소한다면 그것은 미래의 더 큰 실적을 위한 설비투자 때문일 겁니다.

2. 회사의 연혁

2019.05.20 서흥베트남 제2공장 준공 및 생산기계 증설(8대)

=>드디어! 2019년5월20일에, 서흥베트남 제2공장 준공 및 생산기계 증설(8대)을 하였습니다. 설비투자를 마쳤습니다.

=>그동안은 이 공장에 대한 설비투자가 이익을 갉아먹어 주가 하락에 영향을 주었지만, 앞으로는 이 공장 덕분에 이익이 증가하여(비용 감소/매출액 증가) 주가 상승에 영향을 줄 것으로 보입니다. 좋은 소식입니다. 앞으로는 여기서 실적이 더 나온다는 의미입니다.

=>이 시장은 진입장벽이 높아서 신생업체가 생길 수가 없습니다. 계속 수요가 늘어날 것이고, 그 수요에 대응하기 위해서는 공장을 계속 증설할 수 밖에 없습니다.

=>따라서 나중에 서흥이 공시를 통해, “우리 또 신규시설투자하겠다.”란 공시가 나오면 자기자본대비 얼마의 시설투자인지? 확인해보고, ‘아, 앞으로 2년 동안은 공장 증설로 인해 비용이 많이 나오겠네.’ 싶으면, ‘장기투자 종목이지만 2년 동안은 잠깐 이별해 있자.’ 하면 됩니다.

=>물론 전부 매도해서는 안 되고, 장기투자 종목들은 일부분은 반드시 1주라도 포트에 가지고 있어야 됩니다.

=>기업과 동행하면서 개인투자자(소액주주)가 대주주보다 유리한 조건이 바로 이것입니다. 기업이 돈을 잘 벌 때(성장-주기)만 주식수를 더 늘려서 투자할 수 있습니다. 물론 쉬운 일은 아닙니다.

=><고령화 수혜주>를 선별할 때 다른 제약회사들보다 훨씬 사업성과 경쟁력이 좋습니다.

=>서흥은 경제적 해자가 있습니다. 2등, 3등 기업이 아예 존재하지 않

는 시장이고, 진입장벽이 높아서 앞으로 나오기도 어려운 구조입니다.

♣2분기 확정 실적

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	전년1Q대비	19.2Q	전년1Q대비
매출액	990.7	1,041.00	947.8	955.3	1,177.90	19%	1154	10.9%
매출원가	802.8	825.7	767.5	795.8	950.8	18%	912	10.5%
매출원가율	81%	79%	81%	83%	81%	0%	79%	-0.4%
판관비	84.9	83	100.1	69.8	101.9	20%	92	10.8%
판관비율	9%	8%	11%	7%	9%	1%	8%	0.0%
영업이익	102.9	120.2	80.2	89.7	125.2	22%	136	13.1%
영업이익률	10%	12%	8%	9%	11%	2%	12%	2.1%

(단위 : 원)

	제 47 기 반기		제 46 기 반기	
	3개월	누적	3개월	누적
매출액	115,400,371,723	233,192,399,377	104,099,001,818	203,164,821,652
매출원가	91,229,997,689	186,310,960,919	82,566,419,157	162,850,400,395
매출총이익	24,170,374,034	46,881,438,458	21,532,582,661	40,314,421,257
판매비와관리비	9,295,849,334	18,477,111,785	8,356,520,992	15,970,654,490
연구개발비	1,252,968,540	2,263,930,545	1,155,831,070	2,035,134,191
영업이익(손실)	13,621,556,160	26,140,396,128	12,020,230,599	22,308,632,576
금융수익	1,947,764,002	3,004,731,547	1,500,579,971	1,994,379,583
금융비용	2,932,814,419	5,286,053,439	2,078,761,180	4,262,904,721
기타수익	172,142,107	2,344,451,392	334,963,750	501,574,917
기타비용	254,333,950	411,385,602	23,184,871	130,173,829
관계기업투자손익	1,269,345,328	1,615,335,746	763,452,197	1,396,008,432
법인세비용차감전순이익(손실)	13,823,659,228	27,407,475,772	12,517,280,466	21,807,516,958
법인세비용	2,064,705,505	3,348,118,144	1,685,742,068	2,664,596,002
당기순이익(손실)	11,758,953,723	24,059,357,628	10,831,538,398	19,142,920,956

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q(F)	19.4Q(F)	전년1Q대비	전년2Q대비
매출액	900	916	894	790	991	1,041	948	955	1,178	1,154	1,106	1,058	19%	11%
영업이익	100	107	93	73	103	120	80	90	125	136	99	101	21%	13%
당기순이익	61	100	75	28	83	108	42	61	123	117	42	65	48%	8%
영업이익률	11.1%	11.7%	10.4%	9.2%	10.4%	11.5%	8.4%	9.4%	10.6%	11.8%	9.0%	9.5%	2%	2%

=>고령화 최대 수혜주가 될 가능성이 높은 종목입니다. 경쟁사가 없고, 고령화 시장 성장하는 것을 모두 독식(시장점유율95%)합니다.

=>이 캡슐을 만드는 회사가 서흥밖에 없습니다. (여기 자식은 좋겠다!)

=>서흥 같은 종목은 주변 사람에게도 자신 있게 권해도 될만한 종목입니다.

=>우리나라 제약회사, 건강기능식품 회사 캡슐 모두 서흥이 만듭니다.

=>고령화 시대 노인들이 많아지고, 오래 살고, 약을 많이 먹고, 건강기능식품도 많이 먹습니다.

=>제약회사들이 서로 경쟁하면서 생산CAPA를 더 늘리면 캡슐 수요가 더 늘어나고 서흥은 가만히 앉아서 돈을 벌게 됩니다.

=>고령화는 상식적으로 생각하면 됩니다.

“나이가 들면, 무엇이 가장 필요할까?”

=>나이가 들면, 신체적으로는 치아와 무릎이 가장 중요하겠죠? 그리고 약을 많이 먹게 됩니다. 그리고 병원에 자주 가게 됩니다.

=>병원에 자주 가면 수액제를 생산하는 기업이 가장 큰 수혜입니다.

=>따라서 오스템임플란트, 대한약품, 서흥 이런 종목들은 고령화 수혜주로 묶어서 평생투자해도 됩니다.

=>대한약품은 현재 설비투자가 진행중이어서 이 설비투자가 끝나면 레포트를 발행할 예정입니다. 아직은 비용이 계속 발생하고 있습니다.

=>월간지 구독이 만료되어 저랑 이별하시더라도 위 3종목은 스스로 기업가치를 점검하면서 계속 가져가야 될 종목들입니다.

=>지금 30대, 40대는 현재 장기투자 대상 종목들로 언급드리고 있는 종목들 중에 대략 10개 정도를 따로 선정하여 따로 다른 계좌에 포트폴리오를 구성하여 오래 들고간다면 노후는 걱정하지 않으셔도 됩니다.

=>이런 종목들을 장기투자 관점에서 접근은 하되, 주가의 고평가와 설비투자 증설 여부를 판단하여 일부 매도하였다가 2년, 3년 뒤 재투자하는 방식을 사용해줘야 시간을 좀 더 효율적으로 사용할 수 있습니다.

=>오스템임플란트도 설비투자 이후(2015년) 주가가 3년 정체하였고, 서흥은 2014년 이후 4년 정체하였습니다.

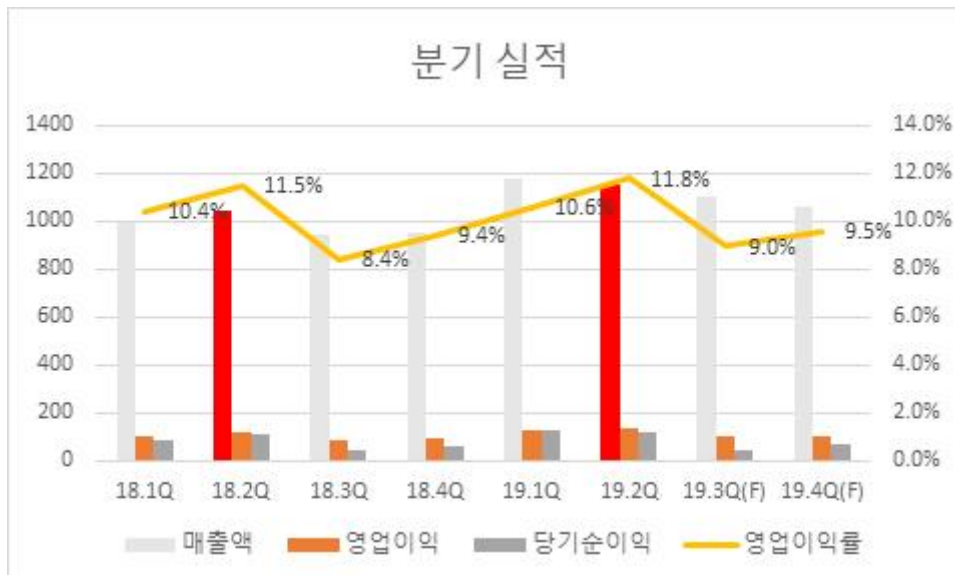
=>코스맥스도 글로벌 신규 투자 이후 주가가 4년 정체하고 있습니다. (이건 오히려 상장가로 돌아왔습니다)

=>그러나 이러한 기업들의 장기적인 실적 성장에 따른 주가 우상향은 의심할 여지가 없습니다.

=>어쨌든 그런 부분을 활용하여 중간중간에 일부(절반정도) 매도하였다가 저평가 구간에서 다시 매수하는 방법을 통해 평생 투자하시면 됩니다.

=>장기투자 대상 종목들이 대규모 설비투자 공시가 나오면 고점에서 일부 매도하였다가, 설비투자가 종료되는 시점에서 저점으로 다시 매수할 수 있는 기회입니다.

=>그 시기는 메일이나 월간지를 통해서 소식을 전해드리도록 하겠습니다.



=>전년동기대비 매출액은 11%증가, 영업이익은 13%증가, 당기순이익은 8%가 증가하였습니다.

=>1분기때 만큼의 실적 성장은 보여주지 못했습니다. 제가 기대했던 실적에도 약간은 못 미쳤습니다.

=>매출액 성장에도 매출원가율과 판관비율의 감소가 나타나지 않는 것으로 볼 때 최근 설비 증설에 따른 일시적 수율 감소와 고정비 증가 등의 영향 때문이 아닌가, 싶습니다.

=>이는 시간이 지날수록 회복 될 것으로 예상됩니다.

=>그러나 이 기업의 매출 11%증가의 의미는 크다고 봅니다. 이 기업의 시장점유율이 95%인데?

=>더 이상 외형성장이 어려운 상황에서 10%이상의 외형성장이 나타났다는 것은 대단한 성과라고 할 수 있겠습니다.

사업부문	매출유형	품 목		제46기 반기	제47기 반기	증감율	매출비중
캡슐 부문	제 품	하드캡슐	내 수	15,566	19,288	23.9%	
			수 출	57,919	65,242	12.6%	
			합 계	73,485	84,530	15.0%	36.2%
		의약품	내 수	28,749	27,571	-4.1%	
			수 출	-	-	#VALUE!	
			합 계	28,749	27,571	-4.1%	11.8%
		건강기능 식품	내 수	72,161	86,054	19.3%	
			수 출	3,361	3,545	5.5%	
			합 계	75,522	89,599	18.6%	38.4%
상 품 등	건강기능 식품,	내 수	319	2,010	530.1%		
	기계부품 등	수 출	-	586	#VALUE!		
		합 계	319	2,596	713.8%		
원료 부문	제 품	젤라틴 등	내 수	6,081	8,681	42.8%	
			수 출	16,348	15,249	-6.7%	
			합 계	22,429	23,930	6.7%	10.3%
화장품 부문	제 품	화장품 등	내 수	0	4,823	#DIV/0!	
			수 출	0	143	#DIV/0!	
			합 계	0	4,966	#DIV/0!	2.1%
합 계			내 수	123,428	148,427	20.3%	63.7%
			수 출	79,737	84,765	6.3%	36.3%
			합 계	203,165	233,192	14.8%	

=>주요사업인 하드캡슐, 건강기능식품, 젤라틴 부문이 고루 성장하였습니다.

=>특히 건강기능식품(매출비중 38.4%)쪽이 18.6%가 성장하였습니다.

=>국내뿐만 아니라 수출 실적까지 고르게 성장하면서 실적 성장에 대한 신뢰도가 높아졌습니다.

=>고령화는 무조건 온다고 생각하고 있고, 그러면 서흥의 실적도 안정적으로 꾸준히 고성장하며 올라갈 것으로 생각하고 있습니다.

=>나이가 들면 치아가 흔들리고 빠지는게 무섭고, 한 번 생긴 주름은 없어지지 않는다고 하니 주름이 두려워 다소 비싸더라도 기능성화장품을 사용하게 되고, 병 드는게 두려워 건강기능식품이나 약을 많이 복용하게 되어 있습니다. 순리입니다.

=>따라서 각 분야의 1등기업/독과점 기업등을 선정하여 전략적으로 고평가/저평가를 활용하여 비중확대/비중축소 등을 통해 1주라도 계속

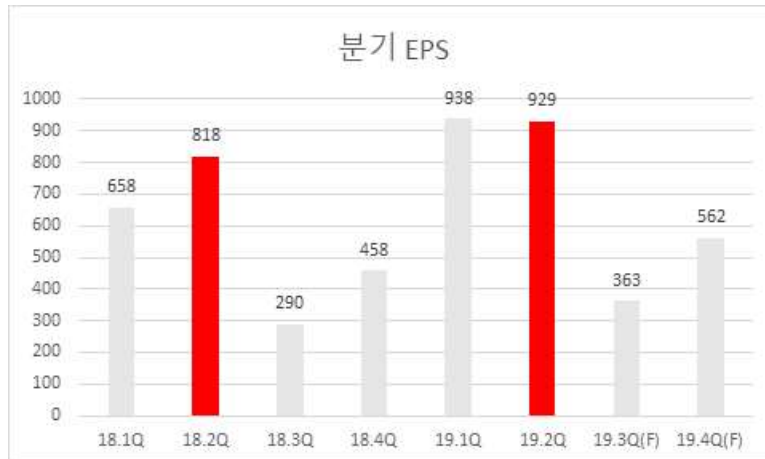
보유하면서 평생 투자해도 되는 종목들입니다.

=>은퇴 후 약값이 걱정된다면 서흥을 장기투자 하면 됩니다. 그러면 평생 약값 걱정없이 살 수 있게 될지도 모릅니다.

=>제약주에도 좋은 기업이 많은데 사업성과 경쟁력이 서흥만은 못합니다.

♣주당순이익

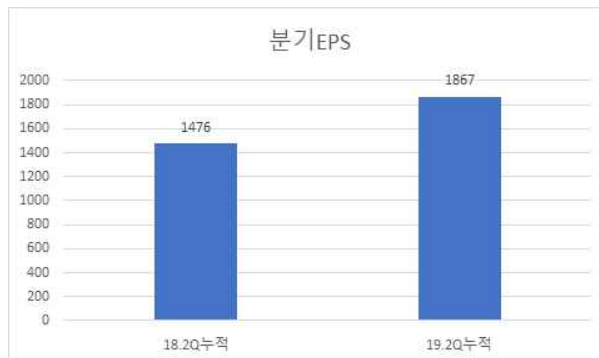
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q(F)	19.4Q(F)	1Q.19증감	2Q.19증감	3Q.19증감	4Q.19증감
분기 EPS	658	818	290	458	938	929	363	562	42.6%	13.6%	25.2%	22.7%



=>지난 1분기에 역대 분기사상 최대 실적을 달성하였습니다. 올해 실적이 좋아질 것으로 기대되는데, 지난해 3분기/4분기 실적이 별로였습니다.

=>1분기/2분기가 성수기이긴 하지만, 그렇다고 3분기/4분기가 비수기인 것은 아니거든요?

=>과거 분기 실적까지 봐도, 유난히 지난해 예외적으로 3분기/4분기 주당순이익이 많이 빠졌습니다.



=>2분기 누적으로 봐도, 지난해대비 26%의 성장을 보였습니다.

=>서흥베트남 공장의 설비투자가 5월에 끝났고, 성장률도 지난해대비 굉장히 잘 나오고 있어 기술적으로도 4년 만에 추세전환이 확실히 되고 있는 상황입니다.



=>목표가는 여전히 41,137원입니다.

=>올해 예상 주당순이익은 2분기 실적을 반영하여 소폭 하향되었습니다.

=>그러나 올해 주당순이익은 창사 이래 최대 실적을 달성할 것으로 예상됩니다. 이 기업은 비록 기대 수익률(30%정도)은 다른 종목들에 비해 낮지만 실적 신뢰도는 높은 편입니다.

=>서흥은 독보적 시장지위와 올해 대규모설비투자가 일단락되어 3분기부터는 이익회수구간에 접어들게 됩니다.

=>따라서 장기투자 대상 종목들도 설비투자 기간에는 비중을 축소하였다가 설비투자가 끝나는 지점(이익회수구간)에서는 다시 비중을 확대하며 수익을 극대화시키는 전략으로 가겠습니다.

=>고령화 시장의 성장에 따라 동사가 판매하는 제품들도 향후 지속적인 성장성이 지속될 것으로 전망되는 만큼 중장기적으로 포트폴리오에 계속 편입되어 있어야 될 종목입니다.

♣재무안정성

	2014	2015	2016	2017	2018	2019.2Q
유동비율	134.88	157.29	133.58	97.46	110.36	146
당좌비율	60.3	76.59	62.44	42.25	50.44	89.4
부채비율	107.01	111.66	103.13	97.88	107.38	124
순차입금비율	87.04	89.15	79.18	77.37	83.86	87.9
이자보상배율	3.97	5.62	7.02	5.56	4.93	5.8

=>최근에 설비투자를 많이 한 기업들은 재무안정성은 약간 훼손되기 마련인데 최근 부채비율이 높아졌습니다.

=>신규 생산설비 가동으로 인한 운전자금 확보를 위해 빌린 돈을 갚아나가는 것을 뒤로 미루면서 부채비율과 순차입금비율은 여전히 높아서 재무구조는 개선될 필요가 있습니다.

=>그러나 이런 것들을 커버할 수 있는 유동비율과 이 기업의 시장지위력을 감안한다면 같은 재무구조라도 이 기업은 걱정할 필요가 없습니다.

=>순차입금비율이 높다는 것은 지금은 개선이 필요한 것처럼 보이지만 재무제표도 결국 투자자가 해석하기 나름입니다.

=>이 기업의 매출액이 증가하여 빌린 돈(차입금)을 제일 먼저 갚으려고 합니다. 그러면 이자 비용이 크게 떨어집니다. 이자는 영업이익이 아니라 순이익이 반영됩니다. 그러면 주당순이익이 크게 증가할 여지가 큼니다.

=>따라서 서흥같은 독점기업의 순차입금비율이 높다는 것은, '아, 앞으로 주당순이익이 높아질 여력이 더 남아있구나?'라고 해석하는 것이 좋습니다.

=>독점기업은 사실 재무구조가 많이 안 좋을수록 앞으로 주주들이 가져갈 수 있는 파이가 크다고 할 수 있겠습니다.

♣PER공식



=>PER이 역사적인 저점 수준까지 와있습니다.

=>8월30일 기준 현재PER는 13.86배이고, 19추정PER는 11.77배가 됩니다.

♣기술적분석



=>그동안 4년 동안 하향하던 추세를 올해 전환시키려고 하고 있죠?

=>설비투자가 완료되었으니 아마 올해 추세가 전환될 겁니다.

=>신규매수/추가매수 모두 가능합니다.

시가총액	3,569억원
시가총액순위	코스피 330위
상장주식수	11,569,113
액면가 매매단위	500원 1주
주총일 전자투표	2019.03.15 미도입
외국인한도주식수(A)	11,569,113
외국인보유주식수(B)	649,632
외국인소진율(B/A) ?	5.62%

♣♣♣2019년9월호

=>국내 점유율 95%인 캡슐 제조업체인 서흥(008490)도 KCI(036670)와 마찬가지로 주가가 좀 지루해서 그렇지 고령화 최대 수혜주로 걱정이 없는 기업입니다.

=>기업가치대비 고평가/저평가에 따라 비중확대/비중축소는 있겠지만 기본적으로 2030년도까지는 계속 들고 갈 종목입니다.

=>사업부는 건강기능식품OEM(매출비중38%)/하드캡슐(매출비중36%)/의약품캡슐(매출비중12%)/원료(매출비중11%)로 구성되어 있습니다.

국내 시장에서는 당사가 95% 이상의 시장지배력을 보이고 있는 바, 국내 상당 수의 제약회사를 거래처로 두고 있으며 지배회사인 (주)서흥이 국내 수요분을 모두 생산 및 판매하고 있습니다. 해외 시장은 다국적 제약회사를 중심으로 하드캡슐 수요가 꾸준히 증가하고 있는 바, 당사의 해외시장 점유율은 약 6~7%로 3위권을 형성하고 있으며, 베트남공장 증설로 인한 공급여력 증가로 점유율이 계속 늘어날 전망입니다. 해외 수요분에 있어서는 지배회사인 (주)서흥 뿐만 아니라 서흥베트남, 서흥아메리카, 서흥재팬, 서흥유럽GmbH 등 종속회사에서 생산 및 판매 활동을 수행 중에 있습니다.

=>하드캡슐은 국내95%점유율로 국내 1등이자 독과점입니다.

=>글로벌시장 점유율은 7%로 3등입니다.

※ 당반기 중 서흥베트남 하드캡슐 생산기계 8대가 추가 설치되어 3분기부터 생산실적을 반영할 예정입니다.

=>베트남 설비투자가 5월에 끝났다고 그랬죠? 이번 3분기부터 서흥베트남(주)의 하드캡슐 생산기계 8대가 추가로 설치되어 생산실적에 반영될 예정이라고 하네요?

=>서흥베트남(주)의 매출액은 2019년도에 전년대비 약27%가 증가할 것이라고 시장은 전망하고 있습니다.

=>2021년도가 되면(42대 가동) 2019년도대비 약34.9%의 매출이 증가

할 것으로 보입니다. 괜찮죠?

=>건강기능식품 OEM사업은 다품종 소량생산이라 대기업이 절대 진출하기 어렵고 앞으로 절대적으로 찾아오는 고령화에 따른 고령화 시장의 수혜를 온전히 받을 것으로 예상하고 있습니다.

♣연간실적

연간실적	2014	2015	2016	2017	2018	2019(F)	2020(F)	2021(F)
매출액	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,516	4,974	5,471
영업이익	291	338	401	373	393	490	554	629
당기순이익	222	252	307	264	294	412	441	507
영업이익률	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.9%	11.1%	11.5%



=>올해부터 영업이익률이 돌아서겠죠? 신규 공장 가동으로 인해 올해부터 본격적으로 실적-턴어라운드 할 예정입니다.

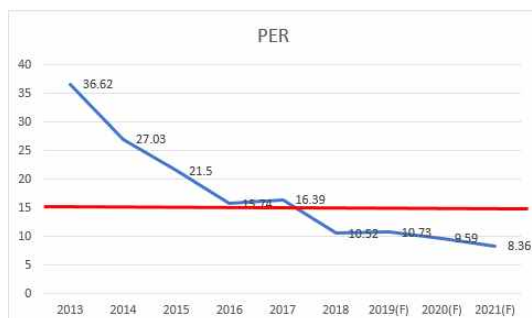
♣주당순이익



=>올해부터 2021년도까지 연평균13%씩 꾸준히 성장할 전망입니다.

=>서흥(008490)은 실적 신뢰도가 높은 기업 중에 하나입니다.

♣PER공식



=>9월25일 기준(31,950원) 현재PER이 14.35배인데, 19추정PER는 10.68배입니다.

=>여전히 목표PER15.5배를 적용하면 현재 주가 31,950원(09/25일 기준)에서 약 45%가 오른 46,360원(PER15.5배)을 적정주가로 제시합니다.

♣기술적분석



=>이 종목은 목표가에 도달하더라도 10년 넘게 가져가도 된다고 그랬죠?

=>그래도 되고, 아니면 주가가 고평가에 도달하면 일부 비중을 축소하였다가 다시 저평가 구간에 비중을 확대하는 전략도 매우 좋습니다.

♣♣♣2019년10월호

=>서흥은 독과점 기업이기 때문에 전혀 걱정이 없습니다. 실적도 어느정도 예상이 가능하며 목표가(적정주가)까지 진득하게 가져가면 되겠습니다.

2. 회사의 연혁

2019.05.20 **서흥베트남 제2공장 준공 및 생산기계 증설(8대)**

=>19.3Q부터 베트남에 식물성 하드캡슐 8대가 추가되어 실적으로 잡힐 것으로 보입니다.

=>서흥베트남(주)의 매출액은 2019년도에 전년대비 약27%가 증가할 것이라고 시장은 전망된다고 했었죠?

=>2021년도가 되면(42대 가동) 2019년도대비 약34.9%의 매출이 증가할 것으로 보입니다. 괜찮죠? 예상대로 잘 진행되고 있습니다.

=>19.3Q예상 실적과 다시 점검하고 가겠습니다.

♣분기실적

분기 실적	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q(F)	19.4Q(F)	전년1Q대비	전년2Q대비	전년3Q대비	전년4Q대비
매출액	900	916	894	790	991	1,041	948	955	1,178	1,154	1,104	1,076	19%	11%	16%	13%
영업이익	100	107	93	73	103	120	80	90	125	136	121	116	21%	13%	51%	29%
당기순이익	61	100	75	28	83	108	42	61	123	117	76	70	48%	8%	81%	15%
영업이익률	11.1%	11.7%	10.4%	9.2%	10.4%	11.5%	8.4%	9.4%	10.6%	11.8%	11.0%	10.8%	2%	2%	30%	14%



=>시장-컨센서스에 따르면 19.3Q에는 전년동기대비 매출액은 16%증가, 영업이익은 51%증가, 당기순이익은 81%가 증가할 전망입니다.

=>우리가 분석한대로 대규모 공장 증설이 완료된 이후 이익이 개선되고 있는 모습이죠?

=>주가는 결국 이익에 따라 움직이기 때문에 이익이 개선되는만큼 주가 상승도 기대해 볼 수 있겠습니다.

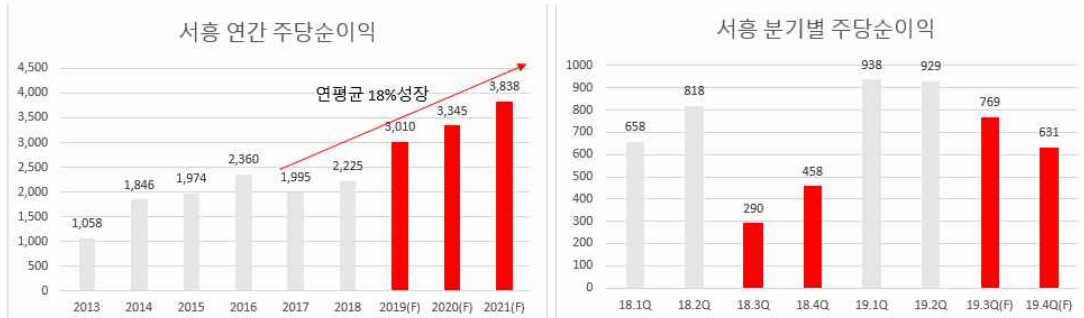
♣연간실적

연간실적	2014	2015	2016	2017	2018	2019(F)	2020(F)	2021(F)	전년대비	전년대비	전년대비
매출액	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,496	4,974	5,471	14.3%	10.6%	10.0%
영업이익	291	338	401	373	393	487	554	629	23.9%	13.8%	13.5%
당기순이익	222	252	307	264	294	398	441	507	35.4%	10.8%	15.0%
영업이익률	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.8%	11.1%	11.5%	8.5%	2.8%	3.2%



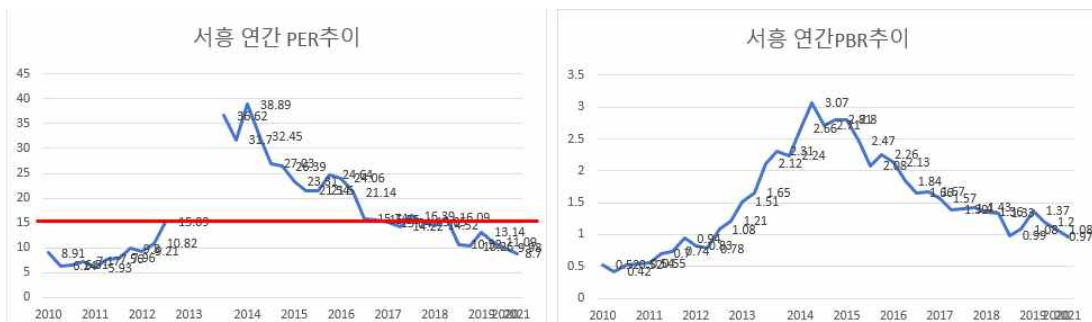
=>올해는 전년대비 매출액은 14.3%성장, 영업이익은 23.9%성장, 당기순이익은 35.4%가 성장할 전망입니다.

♣주당순이익



=>2017년부터 2021년까지 연평균 18%씩 성장할 전망이며 올해 19.3Q/4Q실적도 지난해 18.3Q/4Q실적이 부진하였기 때문에 기저효과 의 덕도 볼 수 있을 것 같습니다.

♣PER공식



=>목표PER는 여전히 15.5배로 목표가는 19/10/22일 기준으로 46,655원(주가상승여력 40%)입니다.

=>근데 이 기업은 목표가에 도달하더라도 계속 가져가도 된다고 그랬죠?

=>만약 2021년까지 계속 가져간다고 가정하면 2020년/2021년 예상 주당순이익을 바탕으로 20목표가/21목표가까지 산정해보면 2020년 목표가는 51,848원/2021년 목표가는 59,489원이 됩니다. 참고하세요.

♣기술적분석



=>설비투자가 완료되고 앞으로 실적이 회복되는 구간에 있기 때문에 기술적인 추세전환도 무리 없을 것으로 보입니다.

=====

♣♣♣2019년11월호

=>인간의 선한 본성(?)에 의하면 좋은게 있으면 막 주변 사람들에게 알려주고 싶잖아요?

=>근데 주식은 희한한게 지인한테 추천해준게 오르면 본전, 떨어지면 욕 한 바가지 얻어먹죠? 그리고 좋았던 관계도 서먹서먹해지죠?

=>‘이 기업은 참 좋은데...장기적으로 주식을 모아나가면 참 좋은데...’ 하는 기업이 있죠? 어차피 사회에서 주식 이야기를 해봤자 스스로한테 좋을게 하나도 없겠지만 그래도 정말 주변에 아끼는 사람이 있을 것 아니에요? ‘이 친구한테만은 순수한 마음으로 꼭 알려주고 싶다...’ 하는... 물론 관심도 없는데 먼저 권할 필요는 없고 혹시나 누군가 물어보면 그러면 돈 생길때마다 꾸준히 서흥을 모아가라고 해주십시오.

=>절대로 기술주를 추천해주면 안 되고, 고령화 수혜주 위주로 추천 해주면 좋은데 그중에서도 서흥은 실적 안정성과 신뢰도 측면에서는 TOP급인 기업입니다.

=>레포트는 반복적으로 처음부터 끝까지 계속 읽어보야 됩니다. 왜냐 하면 1번만 봐서는 잊어버립니다.

=>레포트를 여러번 반복해서 읽은 분들은 아시겠지만 서흥이 앞으로 고령화 최대 수혜주가 될 것 같지 않나요?

=>주변에서 “너 주식투자 한다며? 종목 좀 하나 짚어(?)줘봐.”할 때가 제일 난감하죠? 이게 종목 하나 알려준다고 되는게 아닌데... 똑같은 기업에 투자하더라도 그 사람이 가지고 있는 투자 그릇에 따라서 체력이 다릅니다. 주주라고 해서 똑같은 주주가 아닙니다.

=>그때는 그냥 서흥이라는 기업을 장기적으로 모아 나가보라고 해보세요.

=>박근혜 정권때는 제약/바이오 섹터 열풍이 불면서 서흥이 기업가치 대비 고평가가 되는 바람에 2014년 이후 2018년까지 4년 조정을 받았는데, 2019년은 좀 다르죠? 추세전환의 모습을 보이고 있습니다.

=>왜 추세전환의 모습을 보이는지?에 대해서는 레포트에 자세히 언급을 드렸습니다.

=>제약/바이오 섹터 버블과 함께 2014년 이후 서흥이 대규모 설비투자까지 하는 바람에 완벽하게 추세가 하향전환 되었습니다.

=>그러나 지금은 다릅니다.

=>대규모 설비투자가 19.2Q에 끝났습니다. 그동안 4년 동안의 주가 하락으로 인해 주가 부담도 없습니다.

=>주가 하락을 유발시켰던 악재2개가 모두 사라지고 악재가 호재로 전환이 되어버렸습니다.

=>하드캡슐 같은 경우에는 국내 독점 기업입니다. 독과점이 아니라 독점입니다.

=>중요한 것은 앞으로 고령화로 인해 제약회사/건강기능식품회사에서 몸에 좋다는 엄청난 약들을 만들어 낼 거잖아요?

=>자기들끼리는 엄청난 경쟁을 하면서 이익을 줄어들겠지만 서흥한테는 감사한 일이죠.

=>왜냐하면 모든 제약/건강기능식품 회사들이 서흥 캡슐 제품을 쓰거든요.

=>그래서 고령화가 진행되면 서흥과 오스템임플란트가 가장 큰 수혜를 받을 것 같아요. 여기에 이 번에 큰맘 먹고 무릎 관절염과 관련해서는 에이치엘사이언스(239610)를 신규로 편입하였습니다.

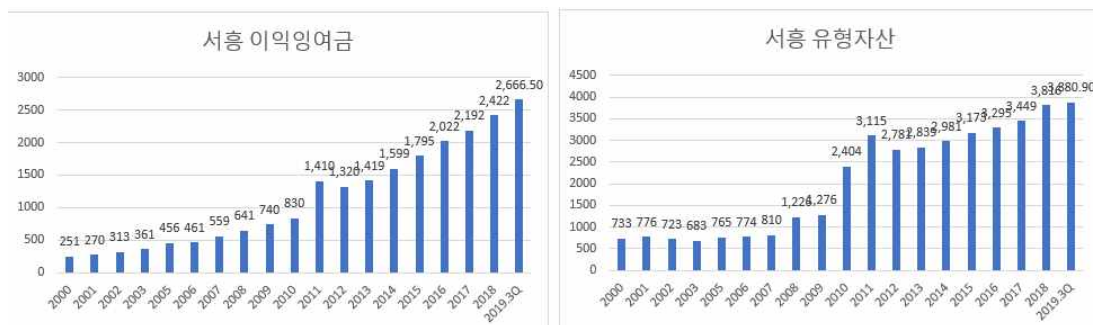
=>그 외 수혜 강도가 상대적으로 약해 보이는 그러나 좋아 보이는 제약회사들은 블로그를 통해서 분석을 해볼 생각입니다. 블로그에 언급

되는 기업들은 아직 필터링이 덜 되었거나 제가 생각할때는 좋은 기업이나 매력도가 상대적으로 많이 떨어지는 기업들입니다. 최근에는 보령제약을 언급했던 것 같더라고요?

=>근데 주가는 어떤 게 먼저 반응을 할지는 아무도 몰라요.

=>서흥은 캡슐 하나 만드는데 평균 단가가 4.8원 정도 밖에 안 됩니다. 엄청나게 가격경쟁력이 높죠?

=>근데 국내에서 원가 4.8원 정도로 캡슐을 만들 수 있는 곳이 없어요. 앞으로도 그럴거고요. 과거 대규모 초기 설비투자가 있었기 때문에 가능한 일입니다.



=>이 2개만(이익잉여금/유형자산) 봐도 왜 이 기업에 투자해야 되는지가 나옵니다.

=>서흥의 사업은 획기적인 아이디어/기술력을 가지고 승부를 보는 것이 아니라 공장 규모(유형자산)를 가지고, '얼마나 더 싸게 만들 수 있는가?'로 승부를 보는 사업입니다.

=>따라서 이 시장에 대규모 초기 설비투자를 해서 들어올 기업이 없다는 의미입니다.

=>만약 만들었다고 쳐도, 독점하고 있는 서흥의 거래처를 뺏어와야 되는데 기존에 거래 잘하고 있는 거래처를 뺏어올 수 있을까요?

=>서흥이 이미 기술 특허를 다 가지고 있는 마당에 서흥보다 더 싸게, 서흥보다 더 높은 기술력을 가지고, 서흥의 거래처를 다 뺏어올 수 있을까요?

=>상상해보면 거의 불가능하다는 결론에 도달하게 됩니다.

=>그러면 어떤 기업이든 아무리 고령화/헬스케어 쪽이 유망하다고 해도 이쪽에 신규 진출의 꿈(?)은 포기하게 됩니다.

=>다국적 제약업체들의 엄격한 품질 기준을 통과해야 되고, 서흥은

FDA/KGMP/FGMP 승인을 받은 우수한 생산시설을 바탕으로 높은 진입장벽을 쳐놓았기 때문에 탈철 장비를 만드는 대보마그네틱처럼 승자의 독식이 앞으로 시작되는 겁니다.

=>그 수혜 기간은 당연히 대보마그네틱 보다는 더 길겠죠? 고령화/헬쓰케어 섹터니깐...

=>서흥은 앞으로도 유형자산을 계속 늘려나가겠죠? 유형자산이 늘어난다는 것은 순이익도 계속 증가한다는 의미입니다.

=>순이익이 증가한다는 것은 이익잉여금도 계속 쌓여나간다는 의미입니다. 선순환이 일어나는 것이죠.

=>워런버핏은 주식을 팔지 않기 때문에 연평균20%의 수익으로 세계 최고 부자 반열에 올랐다고 말할 때 그 연평균20%의 증가가 매매수익으로 평가하는게 아니라 바로 소유하고 있는 기업의 이익잉여금 증가율을 수익률을 평가했습니다. 이익잉여금이 바로 주주의 돈이잖아요?

=>워런버핏이 한국인 이었다면 이런 주식(서흥)을 놓칠리 없을 겁니다.

=>버핏이 매매를 한다는 것이 아니라 그저 보유하면서 주식을 꾸준히 사서 모았을 것이란 의미입니다.

=>제가 알기로는 한국3대 가치투자자 중 한 분인 이채원 대표가 운용하는 한국밸류자산운용에서 편입을 한 것 같더라고요?

=>주가는 원래 오르락 내리락 하는건데, 특히 2014년 이후 대규모 설비투자에 들어가면서 4, 5년 조정을 받기도 하지만 그 순간에도 이익잉여금은 계속 증가하고 있죠?

=>아마 워런버핏이었으면 그 4, 5년도 주식을 팔지 않고 보유했을 겁니다. 왜냐? 이익잉여금이 계속 증가하고 있으니깐... 저 같아도 주가가 4년 조정을 받아도 비중 축소는 할 수 있어도 이 기업의 주식을 전량 매도하지는 않았을 것 같습니다.

=>대규모 설비투자가 끝나면 실적은 과거보다 더 증가할 것이고, 이익잉여금도 더 증가하게 될테니깐.

=>이런 기업의 주식을 팔 이유가 없는거죠. 매달 월급 받으면 능력껏 사서 모으면 되는거죠.

=>이런 이야기는 증권방송/경제방송에서는 절대 이야기하지 않습니다. 이야기하지 않는 이유는 여러분도 아시겠죠?

=>최근 서흥베트남에 8대 설비(CAPA +11%)를 증강하면서 이는 고수익의 식물성 하드캡슐 증설에 해당하며 2020년 말경에는 식물성 +4대가 계획돼 있어 향후 더 높은 성장성이 기대됩니다.

=>최근에는 고객사에서 동물성 단백질 보다는 식물성을 원하는 경우가 많다고 합니다. 식물성은 고수익 사업입니다.

=>2014년 이후 진행된 대규모 설비투자 덕분에 앞으로 2, 3년 동안은 실적 걱정을 거의 안 해도 될 것 같습니다.

=>이미 서흥이 우리나라 모든 거래처를 독식하고 있기 때문에 서흥 거래처를 뺏어올 수도 없고, 원가 경쟁력도 안 되고, 약의 특성상 제품의 질을 굉장히 중요하게 생각하잖아요?

=>그래서 신규 경쟁사가 새로 등장할 수가 없어요. 기존에 거래 잘하고 있는 거래처(서흥)을 바꿀 이유도 없고요.

=>그러므로 성장하는 제약 산업/건강기능식품 산업과 고령화 시장을 서흥이 아마 독식을 할 것 같아요.

=>고령화가 본격 진행되면서 제약/건강기능식품 회사들이 새로운 약들을 계속 출시할 겁니다.

=>그들의 경쟁이 치열해지면 치열해질수록 서흥의 실적은 앞으로도 계속 좋아질 것으로 보입니다. 괜찮죠?

=>2015년 이후 2018년도까지 이익이 떨어졌는데, 그 이유는 젤라틴(캡슐을 만드는 원료) 설비투자(젤라틴)로 인해 떨어졌습니다.

=>그런데 올해 19.2Q에 설비투자가 완료가 되었죠? 올초에 주담과 통화를 통해 확인하였습니다.

=>그러면 앞으로 이익이 회복되는 추세가 되겠죠.

=>소프트캡슐은 국내 점유율30%로 국내 1등입니다.

=>소프트캡슐은 하드캡슐처럼 뚜껑이 없잖아요? 그래서 제약회사한테 이를 줄 수가 없어요.

=>반대로 제약회사에서 원료를 서흥한테 주는 겁니다.

=>그러면 서흥이 소프트캡슐 안에 그 원료를 담는 겁니다. (OEM사업)

=>특히 건강기능식품은 소프트캡슐에 담는 경우가 많습니다.

=>서흥의 종속회사인 젤텍(지분율43%)은 국내 의약품 젤라틴 시장에서 독보적인 위치를 확보하고 있습니다.

=>서흥은 하드캡슐도 1등, 소프트캡슐도 1등, 젤라틴도 1등이네요.

♣재무안정성

재무안정성	2014	2015	2016	2017	2018	2019,2Q	2019,3Q
유동비율	134.88	157.29	133.58	97.46	110.36	146	146.67
당좌비율	60.3	76.59	62.44	42.25	50.44	89.4	80.35
부채비율	107.01	111.66	103.13	97.88	107.38	124	114.94
순차입금비율	87.04	89.15	79.18	77.37	83.86	87.9	85.42
이자보상배율	3.97	5.62	7.02	5.56	4.93	5.8	4.53
자본유보율	3,433.36	3,755.68	4,128.58	4,408.25	4,785.20	5,050.99	5,187.37

=>부채비율이 114.9%로 다소 높은편이나 유동비율이 146%로 위험하지 않습니다.

=>최근에 대규모 설비투자 이후 본격적으로 돈을 더 벌 수 있는 시즌이기 때문에 순차입금비율이 점점 줄어들면 이자비용이 감소가 되면서 이익이 점점 개선되는 구조로 갈 수 있겠죠?

=>순차입금비율이 과거보다 증가한 것은 2012년부터 시작된 대규모 설비투자 기간 동안 부족한 자금을 대부분 외부에서 차입했기 때문입니다.

=>지금은 대규모 투자가 어느정도 일단락 되었기 때문에 순차입금 비율은 운전자금 확대 등의 이유로 급격한 감소 수준은 아니지만 점진적으로 개선될 것으로 생각합니다.

♣19.3Q실적

연결 포괄손익계산서

제 47 기 3분기 2019.01.01 부터 2019.09.30 까지

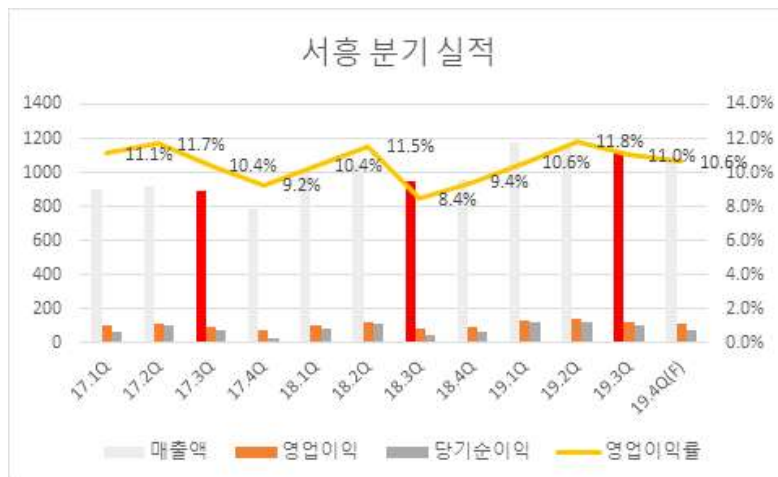
제 46 기 3분기 2018.01.01 부터 2018.09.30 까지

(단위 : 원)

	제 47 기 3분기		제 46 기 3분기	
	3개월	누적	3개월	누적
매출액	112,774,240,160	345,966,639,537	94,780,677,993	297,945,499,645
매출원가	90,147,848,364	276,458,809,283	76,747,787,166	239,598,187,561
매출총이익	22,626,391,796	69,507,830,254	18,032,890,827	58,347,312,084
판매비와관리비	8,879,902,423	27,357,014,208	8,714,144,142	24,684,798,632
연구개발비	1,273,320,944	3,537,251,489	1,294,675,638	3,329,809,829
영업이익(손실)	12,473,168,429	38,613,564,557	8,024,071,047	30,332,703,623
금융수익	1,344,881,277	4,349,612,824	210,733,872	2,205,113,455
금융비용	2,814,466,551	8,100,519,990	2,568,505,312	6,831,410,033
기타수익	436,039,489	2,780,490,881	399,101,706	900,676,623
기타비용	306,004,555	717,390,157	38,863,886	169,037,715
관계기업투자손익	1,121,829,745	2,737,165,491	791,602,819	2,187,611,251
법인세비용차감전순이익(손실)	12,255,447,834	39,662,923,606	6,818,140,246	28,625,657,204
법인세비용	2,050,503,572	5,398,621,716	2,654,021,382	5,318,617,384
당기순이익(손실)	10,204,944,262	34,264,301,890	4,164,118,864	23,307,039,820

=>19.1Q/2Q 모두 양호한 실적을 기록했었죠? 19.3Q실적도 한 번 보도록 하겠습니다.

분기실적	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q(F)	전년1Q대비	전년2Q대비	전년3Q대비	전년4Q대비
매출액	900	916	894	790	991	1,041	948	955	1,178	1,154	1,127	1,063	19%	11%	19%	11%
영업이익	100	107	93	73	103	120	80	90	125	136	124	113	21%	13%	55%	26%
당기순이익	61	100	75	28	83	108	42	61	123	117	102	70	48%	8%	143%	15%
영업이익률	11.1%	11.7%	10.4%	9.2%	10.4%	11.5%	8.4%	9.4%	10.6%	11.8%	11.0%	10.6%	2%	2%	30%	13%



=>시장-컨센은 19.3Q 매출액은 1,104억원, 영업이익 121억원, 당기순이익 76억원을 예상했었는데 뚜껑을 열어보니 매출액은 1,127억원, 영업이익 124억원, 당기순이익은 102억원이 나왔습니다.

=>시장-컨센대비 매출액은 2.1%상회, 영업이익은 2.5%상회, 당기순이익은 34.2%를 상회하였습니다.

=>전년동기대비 매출액은 19%증가, 영업이익은 무려 55%증가, 당기

순이익은 143%가 증가하였고, 영업이익률도 30%가 증가하였습니다.

=>전형적인 설비투자 종료 이후 턴어라운드의 모습이죠?

♣19.3Q 부문별 매출

사업부문	품 목	용도 및 기능	18.3Q	19.3Q	비 율	증감율
캡슐 부문	하드캡슐	의약품 등의 내용물 보관	109,143	125,276	36.2	14.8%
	의약품	의약품 전 공정 수탁	40,835	42,226	12.2	3.4%
	건강기능 식품	건강기능 식품 제조	109,995	130,241	37.6	18.4%
	상품 등	원료, 건강기능식품 등	3,507	3,066	0.9	-12.6%
원료 부문	젤라틴 등	캡슐, 화장품 등의 원료	439	38,612	11.2	8695.4%
화장품 부문	화장품	화장품 전 공정 수탁 제조	34,026	6,546	1.9	-80.8%
합 계	-	-	297,945	345,967	100	16.1%

=>뒤늦게 사업을 시작한 <건강기능식품>이 기존 주력 사업인 <하드캡슐>매출 비율을 넘어섰네요? 대단하네요.

=>주력제품인 하드캡슐 매출액이 전년동기대비 14.8%가 증가했고, 건강기능식품을 담는 소프트캡슐 매출액이 전년동기대비 18.4%가 증가하였습니다.

=>원래 하드캡슐이 주력 사업이었는데 이제는 소프트캡슐이 주력사업이 되고 있네요?

=>주목해 볼 것은 젤라틴... 과거에는 젤라틴을 수입해서 썼는데 지난 4년 동안 자기들이 직접 공장을 만들고 설비투자를 하면서 (수직계열화) 확실히 좋아지고 있는 모습이죠?

=>수직계열화에 성공하면서 이익은 과거보다 더 올라가겠죠?

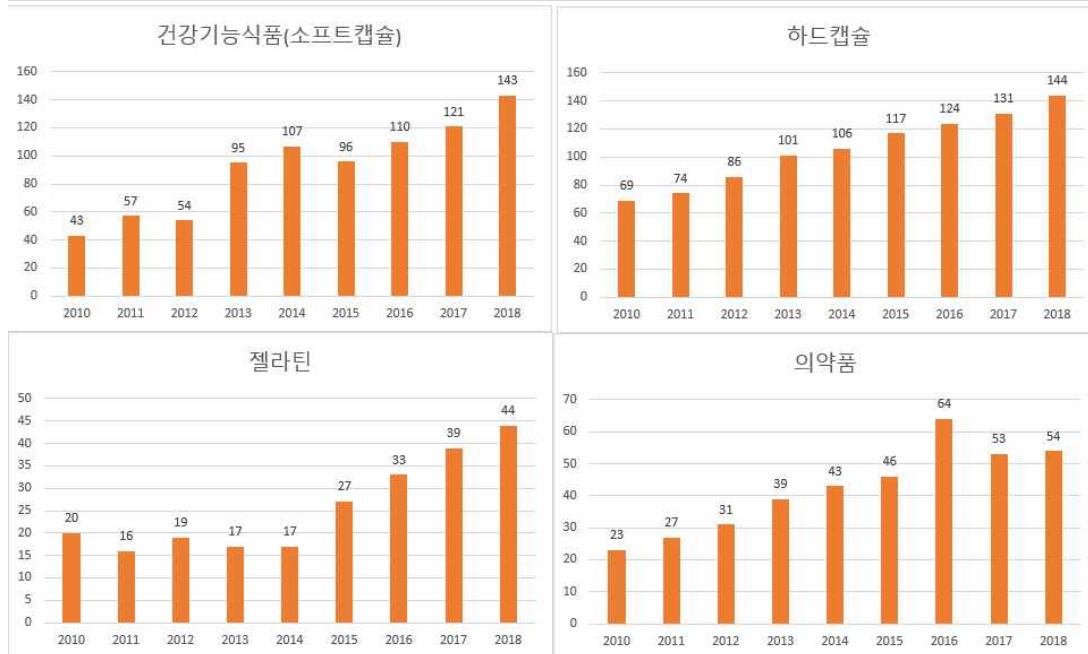
=>이렇게 투자자의 예상된 흐름대로 기업이 움직여주면 그때만큼 짜릿한 순간이 없죠.

=>캡슐을 만들고 남은 젤라틴은 다른 기업에 또 판매를 합니다.

=>그래서 젤라틴의 성장도 앞으로 기대가 됩니다. 19.4Q의 젤라틴 사업 성장률도 전년동기대비 저정도 상승률을 보여주겠죠?

=>원료 부문인 젤라틴은 콜라겐 CAPA를 대규모로 확대(2018년 1,000톤->2019년 3,000톤)하며 수익성이 큰 폭으로 개선되었습니다.
=>19.3Q누적 135억원으로 2018년 87억을 이미 상회하였습니다.

사업부문	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
건강기능식품	43	57	54	95	107	96	110	121	143
하드캡슐	69	74	86	101	106	117	124	131	144
젤라틴	20	16	19	17	17	27	33	39	44
의약품	23	27	31	39	43	46	64	53	54



=>그래프(시각적)로 보니깐 이 기업의 사업 부문별 성장이 눈에 확 보 이시죠?

=>항상 시각화하는 훈련을 하는 것이 좋습니다. 숫자로만 보면 잘 안 보이거든요.

=>향후 이러한 흐름이 계속 이어질까요, 아니면 성장이 둔화될까요? 여러분 생각은 어떠신가요? 저는 계속 이어질 것 같은데요?

=>경기에 영향을 받지 않고, 특정 거래처에 의존하는 사업도 아니잖 아요?

=>아파 죽겠는데 경기가 안 좋다고 약을 안 먹을 수는 없잖아요?

=>인구통계학적으로 고령화는 반드시 오고, 그에 따른 건강해지고 싶 은 욕구와 약을 많이 먹게 되는 사회적 구조는 필연입니다.

=>기업이 성장을 하려면 투자를 해야 됩니다. 개인도 자산을 증식시 키려면 월급만으로는 안 되니깐 투자를 하는거잖아요?

=>기업의 투자를 보려면 생산설비를 봐야 됩니다.

=>다만 생산설비를 증대시키면 단기적으로는 비용이 증가하고, 이익이 감소하기 때문에 주가는 하락할 수도 있겠지만 그 투자를 통해 기업의 매출액과 영업이익은 과거보다 더 좋아지면서 주가는 오르락내리락을 하면서 우상향하게 됩니다.



=>하드캡슐과 건강기능식품 매출액 추이(왼쪽)와 하드캡슐 생산기جه 증가 추이(오른쪽)입니다.



=>현재 서흥의 공장가동률이 85%정도로 거의 FULL로 차있습니다.

=>그러면 대형 거래처를 잡기 어렵습니다. 왜냐하면 대형 거래처를 따와도 그 물량을 납품을 못 하잖아요?

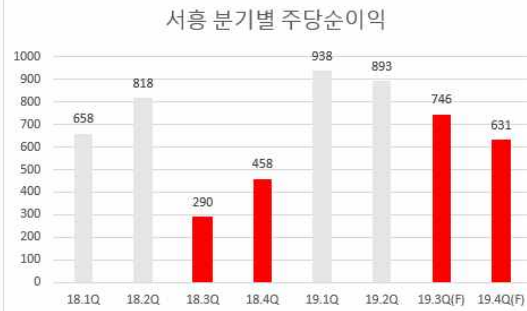
=>그렇기 때문에 최근 캡슐 부문에서 설비를 계속 증대시키고 있습니다. (최근 3년간 +15%증대)

=>젤라틴 생산설비는 폭발적으로 올려 두었죠?

=>이런 것들이 향후 실적 증가의 요소가 되겠죠.

=>최근에는 원료인 젤라틴 사업 부문을 전방산업을 제약 뿐만 아니라 화장품/식품 분야와 해외 시장 진출 등으로 최근 2년간 생산능력을 +44%로 확대하면서 외형 성장에 대한 기대감을 높이고 있습니다.

♣주당순이익



=>지난해 18.3Q/4Q실적이 눈에 확 들어오죠? 굉장히 별로예요?

=>그럼 올해 19.3Q/4Q실적을 기대(기저효과)해 볼 수 있겠죠?

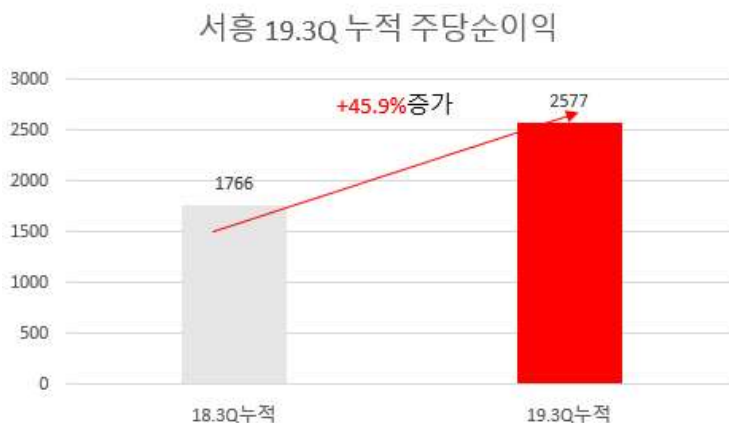
=>특별한 실수만 하지 않는다면 올해 하반기 실적은 무조건 좋아질 것 같은데요?

=>서흥의 분기 실적을 보면 전강후약이에요. 하반기보다 상반기 실적이 좋긴 했어요.

=>근데 지난해에 특히 하반기 실적이 별로 안 좋았어요. 젤라틴 설비 투자 때문에.

=>올해 하반기 주당순이익은 올해 상반기보다는 조금 낮아질 수도 있겠지만 지난해 하반기보다는 좋아질 것 같죠?

♣19.3Q누적 주당순이익



=>3Q누적으로 보면 전년보다 45.9%가 증가하였습니다. 굳이 19.4Q실적을 보지 않더라도 올해 실적이 작년보다 좋아지겠죠?

♣연간실적

연간실적	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019(F)	2020(F)	2021(F)
매출액	878	942	1,214	1,461	1,995	1,879	2,070	2,700	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,482	4,966	5,477
영업이익	52	124	198	245	290	269	144	252	291	338	401	373	393	487	556	634
당기순이익	28	115	108	132	81	196	-24	138	222	252	307	264	294	401	444	513
영업이익률	5.9%	13.2%	16.3%	16.8%	14.5%	14.3%	7.0%	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.9%	11.2%	11.6%

=>저는 계속해서 베트남 제2공장 준공을 기다리고 있었습니다. 아무리 장기투자 종목이라고 하더라도 준공되면 투자하려고...

=>2019년5월에 준공이 완료됐고, 지금 시점은 투자하기에도 좋은 시점이 아닌가 싶습니다.

=>설비의 감가상각이 보통 7년 정도 되는데 오송 공장을 2012년에 이전을 했죠?

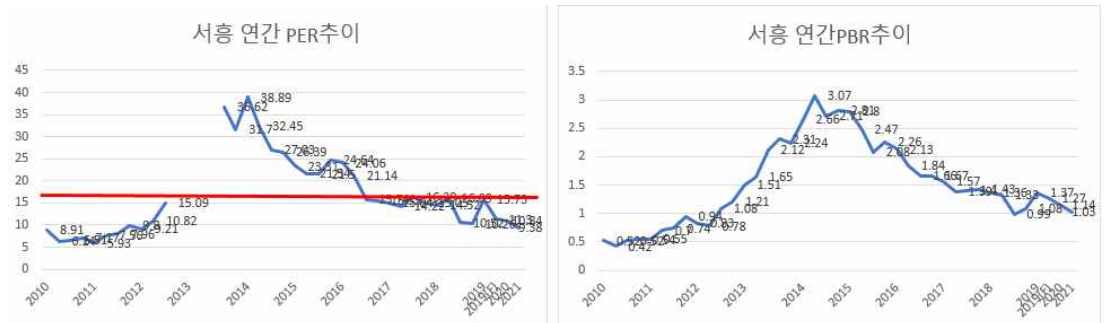
=>그럼 2020년도부터는 오송 공장 설비에 대한 감가상각비가 거의 출회되지 않을 수도 있다는 의미입니다. 그쵸?

=>공장을 증설하게 되면 감가상각비로 회계에서 처리되어 비용 중에서 매출원가에 들어가게 됩니다.

=>비용에는 매출원가와 판관비가 있잖아요? 연구개발비 같은 경우에는 판관비에 들어갑니다.

=>그래서 앞으로는 매출원가가 낮아지게 되면서 영업이익이 회복될 것으로 저는 보고 있습니다. 충분히 그럴 가능성이 있죠?

♣PER공식



=>목표PER는 15.5배로 목표주가는 48,000원(2019/11/26일 기준)입니다. 추가상승여력은 37%입니다. 목표가는 살짝 상향 조정되었습니다.

=>국내 압도적인 1위 기업이잖아요? 독점기업이고. 고령화는 앞으로 무조건 오는 미래이고요.

=>제약회사(+건강기능식품회사) 자기들끼리 치고 박으면서 약을 더 많이 생산하겠죠?

=>서흥이 창업한지 45년이 되었어요. 굉장히 오래 됐습니다.

=>업력이 있고, 앞으로도 장기성장이 기대가 되는 기업입니다.

=>같은 고령화 섹터에서 오스템임플란트가 PER가 30배 이상에서 거래가 되고 있는데 서흥이 PER10배 언저리에서 거래가 되는 것은 좀

지나친 저평가가 아니겠느냐? 그렇게 보여집니다.

=>일단 시장의 저평가 의견도 존중하면서 목표PER15.5배로 잡았습니다.

=>서흥이 2014년도에는 주가 고평가(PER38배)가 일어났습니다. 그 이후 기업가치로 주가가 회귀하는 동안 기업의 대규모 설비투자도 있었고...

=>보통 주가가 한 3년 이상 하락하게 되면 개인투자자의 관심도에서 멀어지게 마련입니다.

=>개인투자자는 지금 당장 인기 있는 종목(이미 주가가 바닥에서 많이 오른)만 좋아하잖아요?

♣기술적분석



=>국내에서 생산하는 모든 제약 회사의 제품 캡슐은 서흥이 만듭니다.

=>현재 먹고 계시는 건강기능식품(캡슐로 되어 있는) 병의 제조사를

확인해보세요.

=>2014년도에 시장에서 <제약/바이오 섹터>가 시장의 주도 섹터로 부상하면서 서흥도 워낙에 주가가 고평가 됐었는데(아무리 좋은 기업이라도 주도 섹터의 고점에서 풀베팅하면 그 뒤는 처참하다) 그 이후 대규모 설비 투자 등으로 인해 주가가 4년 간 조정을 받으면서 2019년도에는 대규모 설비투자가 마무리 되고 주가도 저평가 구간에 들어섰습니다.

=>일단 어떤 기업이 돈을 벌면 대출금을 갚을 겁니다. 개인도 마찬가 지잖아요?

=>그러면 매출 상승에 따른 감가상각비와 이자비용 감소가 진행되면 서 이익 성장폭은 훨씬 커지게 됩니다.

=>만약에 나중에 목표가에 도달하더라도 이 기업의 주식은 전부 매도 하는게 아니라 절반만 매도한다거나 그렇게 접근하시길 바랍니다. 왜 냐?

=>나중에 주가가 다시 적정가치 이하로 떨어지게 되면 다시 만나게 (투자) 될 겁니다.

=====

♣♣♣2019년12월호

=>국내 독점(95%)으로 제약회사들이 서흥을 거치지 않고서는 캡슐약 을 못 만듭니다. 그리고 최근 4년동안 해외 시장 진출과 대규모 설비 투자를 통해 생산능력을 올려놓았기 때문에 영속적이며 지속가능한 성장이 가능한 기업으로 KCI(036670)와 마찬가지로 만약에 피터린치 와 워런버핏이 한국의 펀드매니저였다면 반드시 포트폴리오에 편입했 을 기업이라고 생각합니다.

=>자전거처럼 영속적인 기업을 사랑하는 슈퍼개미 박영옥님이라도 분 명 관심을 가졌을법한 기업인데...이 기업은 투자하지 않으신 것 같아 요? 최근에는 카지노...파라다이스... 이쪽에 관심이 많으신 것 같아요.

=>국내에 서흥처럼 원가가 60원인가요? 그 가격으로 캡슐을 만들 수 있는 곳이 없습니다. 앞으로도 그럴 가능성이 높습니다.

=>만약에 이 사업이 탐나서(?) 새롭게 시장에 진출하고 싶어서 60원 이하로 대량생산을 할 엄두가 나지 않을까요?

=>서흥이 본격적으로 실적이 좋아지는 시즌은 2021년도로 보고 있습니다.

‘근데 왜 지금부터 투자해야 되느냐?’

=>2019년부터 설비투자 완료로 실적이 턴어라운드 되고 있기 때문입니다.

=>2019년도 실적도 좋고, 2020년도 실적은 더 좋고, 2021년 실적은 더더 좋을 것으로 전망합니다. 두 다리 쪽 뻗고 자면 되겠죠.

=>국내 독점기업이기 때문에 실적 신뢰도가 매우 높은 편입니다.

=>그러면 적어도 2021년도까지는 보유를 해야겠죠?

=>급변하는 글로벌 사업 환경 속에서 평생 투자해도 되는 종목이라는 말을 함부로 써서는 안 되는데 서흥이 갑자기 시장 지위력(독점)을 상실하지 않는 이상은 평생 보유해도 되는 종목의 리스트로 올려도 되겠죠?

=>그러나 월간지에서는 적정주가 이상 주가가 도달하면 매도(비중 축소)하고, 다시 적정주가 이하로 주가가 도달하면 재매수(비중 확대)하는 것으로 투자 전략을 짜나가려고 합니다. 괜찮죠?

=>‘그럼 왜 2021년도부터 실적이 좋아지느냐?’

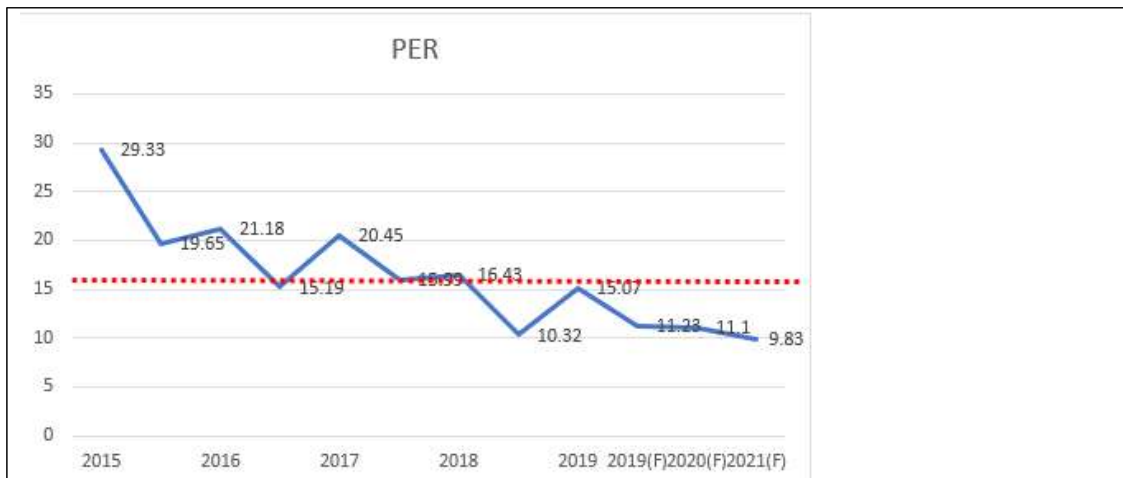
=>감가상각비 때문입니다. 2021년이 되어야 감가상각비가 확 줄어들 것입니다.

=>매출은 당연히 꾸준하고 비용이 줄어들면 이익이 확 올라가겠죠?

=>근데 이 기업의 비중을 너무 많이 가져가면 지루하기 때문에 적은 비중으로 오래 가져가시면 좋겠습니다.

♣PER공식(밸류에이션 점검)

밸류에이션	2015		2016		2017		2018		2019	2019(F)	2020(F)	2021(F)
PER	29.33	19.65	21.18	15.19	20.45	15.99	16.43	10.32	15.07	11.23	11.1	9.83



=>2019/11/22일 기준 PER는 15.70배, 19추정PER는 11.23배입니다.

=>목표PER는 15.5배로 목표 주가는 48,000원(주가상승여력38%)입니다.

♣기술적분석



=>배당락날에도 주가가 상승했다는 것은 힘이 그만큼 좋은 겁니다.

=>2019년4월4일, 5월15일 주가 흐름을 보면 거래량이 터지면서 주가가 급등하는 모습이죠?

=>거래량이 그렇게 많은 종목도 아니고, 시총이 큰 종목도 아니기 때문에 누군가 자본이 큰 세력이 들어오면 주가 모양이 저렇게 됩니다.

=>주식을 싸게 그리고 더 많이 매집하기 위해 주가를 충분히 관리를 하면서 물량(자본)으로 끌어올리고 있는 모습입니다. 계속 보유합니다.

=====

♣♣♣2020년01월호

=>서흥은 장기투자 종목으로 손색이 없습니다. 그 판단이 틀리지 않았다고 봅니다. 목표가에 도달하더라도 계속 보유하셔도 상관없습니다.

=>고령화 사회로 진입이 되고, 주식시장에서 절대라는 말을 함부로 쓰면 안 되는데, 고령화 사회로 진입하는 것은 절대적, 반드시 올 미래라고 보고 있습니다.

=>수명이 늘어나면서 건강에 대한 욕구는 더욱 커질 것이고, 약을 먹는 시기가 굉장히 길어지잖아요?

=>아마 50대 이후로는 약을 달고 살 겁니다. 100세 시대에 50년을 약 먹고 살아야 되네요?

=>앞으로 이 시장을 장악하기 위해서 제약회사, 건강기능식품회사들의 **피 터지는 전쟁**이 시작될 겁니다.

=>근데 서흥은 뒤에서 조용히 웃고 있을 겁니다. 어차피 서흥한테 캡슐 가져와서 자기들끼리 싸우는거니깐.

=>그러니깐 서흥은 구조적으로 성장할 수밖에 없는 상황에 있다는 것입니다.

=>이런 고성장 산업에는 늘 경쟁사가 생기기 마련인데, 서흥은 경쟁사가 생길 수가 없습니다.

=>지금 창업해서 하드캡슐 하나 만드는데 6.5원으로 만들 수가 없어요.

=>그래서 서흥이 성장하는 고령화 시장의 성장을 독식하게 됩니다.

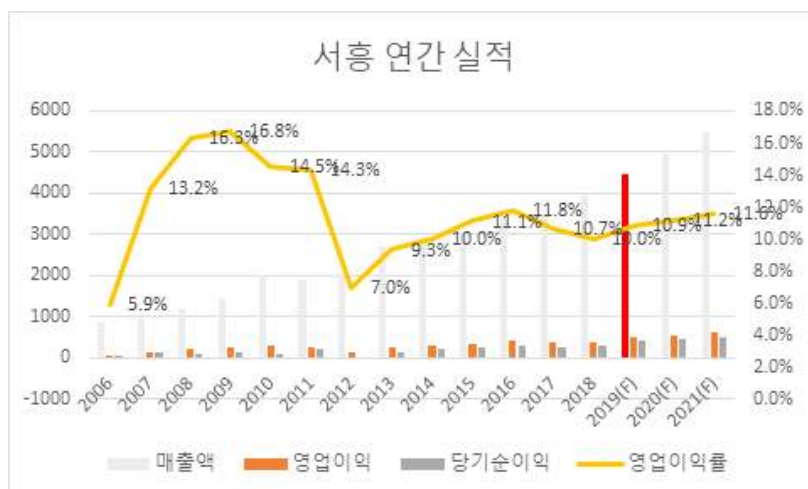


=>2006년부터 서흥의 매출액 추이를 보고 계십니다. 이런 기업에 저축을 하면 자산이 계속 증가할 수밖에 없습니다. 피터린치가 한국의 펀드매니저였다면 반드시 포트에 담았을 기업입니다.

=>앞으로 은행에 적금을 하는게 유리할까요, 아니면 서흥에 적금을 하는게 유리할까요? 저 같으면 서흥에 저축할 것 같습니다.

=>그리고 통계청에 따르면 고령화가 2018년부터 본격적으로 된다고 하잖아요?

=>그러면 2020년대는 과거보다 더 높은 매출 성장이 되겠죠.



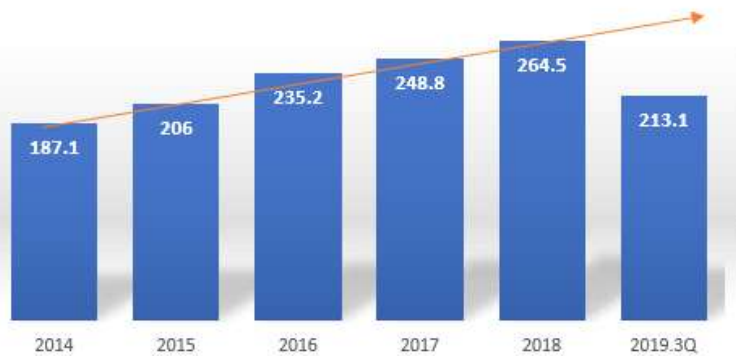
=>2012년도에 대규모 설비투자를 진행하면서 영업이익률이 뚝 떨어졌죠?

=>그리고 2018년에도 설비투자를 또 한 번 했죠?

=>근데 당분간은 회사측에 따르면, 대규모 설비투자가 없다고 합니다.

=>그러면 영업이익률이 떨어질 일도 없겠네요?

서흥 유형자산 감가상각비



=>2014년부터 2019년도까지 감가상각비가 계속 증가하는 모습이죠?

=>그 감가상각비가 2021년부터는 줄어든 것으로 예상됩니다.

=>그래서...2020년도 실적도 좋지만, 2021년도 실적은 감가상각비 하락으로 인해 영업이익률이 더 좋아질겁니다. (영업레버리지 효과)

=>그래서 월간지에서 목표가 도달로 공식적인 매도 의견을 드리더라도 개인적으로는 비중 조절을 약간 하면서 장기투자를 할 생각입니다.

=>국내 압도적인 시장 점유율을 가지고 있는데, 전방에서 시장 장악을 위해 제약회사, 건강기능식품 회사들이 약을 계속 쏟아내니깐... 더 이상 신규 거래처를 늘릴 수 없음에도 불구하고 고성장을 할 수밖에 없는 구조입니다.

=>근데 여기서 서흥이 수출에도 성공하게 되면 신규 거래처가 또 확보가 되기 때문에 얘기가 또 달라지죠. 그럼 장난 아닐 것 같은데요?

♣부문별 매출

사업부문	매출유형	품 목		18.3Q누적	19.3Q누적	매출비중	증감율
캡슐 부문	제 품	하드캡슐	내 수	24,812	27,488	7.9%	10.8%
			수 출	84,331	97,788	28.3%	16.0%
			합 계	109,143	125,276	36.2%	14.8%
		의약품	내 수	40,835	42,226	12.2%	3.4%
			수 출	-	-		
			합 계	40,835	42,226	12.2%	3.4%
		건강기능 식품	내 수	105,016	125,983	36.4%	20.0%
			수 출	4,979	4,258	1.2%	-14.5%
			합 계	109,995	130,241	37.6%	18.4%
	상 품 등	건강기능 식품, 기계부품 등	내 수	439	2,456	0.7%	459.5%
			수 출	-	610	0.2%	신규
			합 계	439	3,066	0.9%	598.4%
원료 부문	제 품	젤라틴 등	내 수	9,421	13,638	3.9%	44.8%
			수 출	24,605	24,974	7.2%	1.5%
			합 계	34,026	38,612	11.2%	13.5%
화장품 부문	제 품	화장품 등	내 수		5,791	1.7%	신규
			수 출		755	0.2%	신규
			합 계		6,546	1.9%	신규
합 계			내 수	181,254	217,582	62.9%	20.0%
			수 출	116,691	128,385	37.1%	10.0%
			합 계	297,945	345,967	100.0%	16.1%

=>전반적으로 실적이 다 좋아졌죠? 그동안 과감한 설비투자를 통한 규모의 경제로 시장점유율을 확대해나가면서 매출 성장을 이어나가고 있습니다.

=>오송 공장의 설비투자는 2019년도에 이미 마무리가 되었고, 베트남 법인은 제2공장에 240억원 투입, 기계 8개를 추가로 들여놓았었죠?

=>2020년에는 120억원을 투입하여 기계 4대를 추가 설치할 계획이라고 합니다.

=>2020년엔 본업도 잘 되고, 자회사도 잘 될 것 같습니다. 자회사인 젤텍, 서흥베트남, 서흥아메리카, Uni-caps가 있는데, 베트남법인은 설비투자를 통해 외형 고성장의 기대가 큼니다.

=><건강기능식품>은 서흥이 직접 생산하는 것이 아니라, 위탁 생산입니다.

=>근데 이쪽이 기존 주력 사업인 <하드캡슐> 매출 비중을 넘어섰어요.

=>하드캡슐, 소프트캡슐 원료가 <젤라틴>이죠? 이 사업도 시작을 했

습니다.

=>그러면서 수직 계열화가 완성되었네요?

사업부문	구 분	18.3Q누적	19.3Q누적	증감율
캡슐 부문	매출액	297,025	345,170	16.2%
	영업이익	22,687	26,586	17.2%
	유형자산	317,372	325,039	2.4%
	감가상각비	15,663	16,631	6.2%
원료 부문	매출액	48,010	64,772	34.9%
	영업이익	6,658	13,472	102.3%
	유형자산	62,138	65,703	5.7%
	감가상각비	3,913	4,553	16.4%
화장품 부문	매출액		6,775	신규
	영업이익		-1,276	신규
	유형자산		9,667	신규
	감가상각비		358	신규

=>부문별 영업이익을 보시면, <캡슐 부문>이 17.2%가 증가했고, <원료 부문>이 무려 102.3%가 증가했습니다. 대단하네요.

=>젤라틴이 단백질이 있고, 식물성이 있는데, 식물성이 고부가가치입니다.

=>최근에는 천연(식물성)재료를 원하는 곳이 많아졌잖아요?

=><화장품 부문>은 신규 사업이라 아직 손익분기점을 넘기지 못했습니다. 고정비가 많이 들고 있습니다.

=>감가상각비가 꾸준히 증가하고 있는데, 이런 것들이 2021년부터 꾸준히 사라진다는 의미입니다.

=><캡슐 부문>의 영업이익대비 감가상각비 비중이 62.3%이고, <원료 부문>의 영업이익대비 감가상각비 비중은 33.8%입니다.

=>감가상각비 비중이 굉장히 높잖아요? 이런 것들이 사라지면 앞으로 영업이익은 더 좋아지겠죠.

=>서흥은 시장을 주도하는 기업은 아니지만, 주가가 조용히 잘 가고 있죠? 언론에서 시끄럽게 떠드는 종목도 아니고, 아주 좋습니다.

=>시장을 주도하지 않는 기업들의 주가(시세)가 장수(?)합니다.

=>지금 당장 시장에서 인기 있는 기업들은 그만큼 리스크가 높습니다. 인기가 있다는 것은 저평가가 아니라는 의미이기도 합니다.

=>아마 기업분석과 가치분석을 제대로 하지 않았다면 고평가 종목 사서 두 다리 뻗고 잠 못 잘걸요?

=>19.4Q실적이 발표가 되면, 주가의 위치도 지금보다 더 한 단계 Level-up되지 않을까 기대하고 있습니다.

=>이 기업을 능가하는 기업이 나오지 않는 이상은 장기투자가 가능한 종목입니다.

=>설령 목표가에 도달하더라도, 전부 매도하지는 마시고, 비중 축소의 관점에서 일부라도 계속 보유해 보시길 바랍니다.

=>이 기업은 목표가(48,000원)에 도달할 수밖에 없는 기업입니다.

♣재무안정성

재무안정성	2014	2015	2016	2017	2018	2019.3Q
유동비율	134.88	157.29	133.58	97.46	110.36	146.67
당좌비율	60.3	76.59	62.44	42.25	50.44	80.35
부채비율	107.01	111.66	103.13	97.88	107.38	114.94
순차입금비율	87.04	89.15	79.18	77.37	83.86	85.42
이자보상배율	3.97	5.62	7.02	5.56	4.93	4.53
자본유보율	3,433.36	3,755.68	4,128.58	4,408.25	4,785.20	5,187.37

=>동사의 현금성 자산은 비유동현금자산을 포함하여 402억원입니다.

=>근데 차입금은 1,726억원입니다. 현금성 자산보다 4배가 더 많죠?

=>차입금에서 현금성 자산을 뺀 순차입금은 1,324억원입니다.

=>연결기준으로 현금성 자산은 531억원, 차입금은 3,190억원, 순차입금은 2,659억원, 순차입금비율은 85.42%입니다.

=>2012년부터 시작된 대규모 투자기간 동안 부족한 자금을 대부분 외부(은행/사채)에서 차입했던 것으로 보입니다.

=>지금은 대규모 투자가 거의 막바지에 이르렀기 때문에 더이상 큰돈이 필요가 없습니다.

=>그러나 신규 공장 가동을 위한 운전자금 확보가 필요한 상황이라 이런 것들이 다 해소가 되면 순차입금 비율은 점진적으로 낮아질 것으로 예상됩니다.

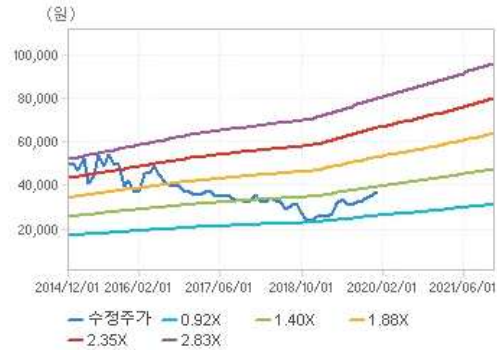
=>최근에 실적 개선이 이루어지고 있고, 번 돈으로 대출 상환을 이루면서 이자 비용은 앞으로 감소할 것으로 기대됩니다.

♣PER공식

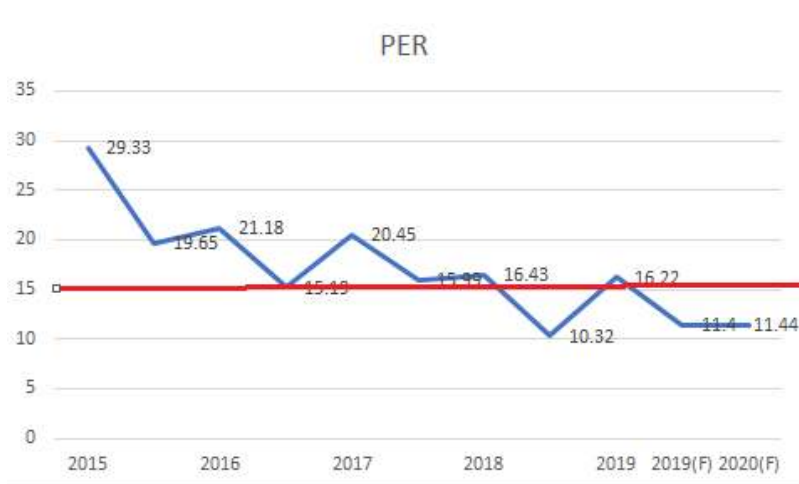
PER Band



PBR Band



밸류에이션	2015		2016		2017		2018		2019	2019(F)	2020(F)	2021(F)
PER	29.33	19.65	21.18	15.19	20.45	15.99	16.43	10.32	16.22	11.4	11.44	9.83



=>19추정PER는 11.4배로(2020년1월30일 기준), 2019년도 실적을 기준으로 목표PER15.5배로 목표주가는 48,000원(주가상승여력33%)입니다.

=>과거 평가를 받았던 서흥의 평균값(PER15배)을 목표주가로 잡았습니다. 근데 목표가를 굉장히 보수적으로 잡고 있지않아요? 목표PER20배로 잡아도 전혀 이상할게 없는 기업입니다.

=>근데 사실 목표PER가 의미가 없는 종목입니다. 이 종목은 누적수익률 때문에, '누가 얼마나 오래 들고 있느냐?' 사실 이 싸움이거든요.

=>아니면 약간 고평가 되면 비중 축소했다가, 다시 저평가되면 비중을 늘리면서 가도 되고요. 그건 각자 판단에 맡기겠습니다.

=>노후가 걱정인 분들은 이 종목 하나로도 충분히 노후 준비 되겠는데요?

=>노인이 되면 건강기능식품, 비타민, 오메가3 등등... 그것 뿐이겠습

니까?

=>일반인은 이름도 잘 모르는 영양제들 다 챙겨먹잖아요? 주가가 올라갈 수밖에 없습니다. 그래서 장기투자입니다.

=>장기투자는 단순히 실적만 보는게 아니고, 사업의 영속성...이거 슈퍼개미 박영욱님이 제일 중요하게 생각하는 지표잖아요? 솔직히 박영욱님은 실적도 안 봐요. 오로지 사업성...영속성... 시장지위...1등이냐 아니냐... 이것만 봐요.

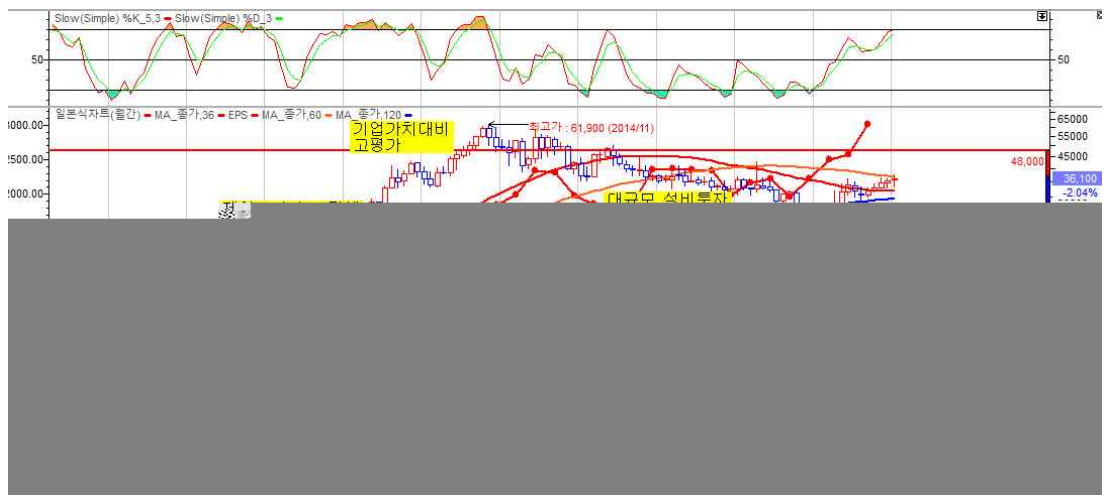
=>독보적인 시장 지위... 성장성...고령화 때문에 성장할 수밖에 없잖아요? 답은 나왔잖아요? 이 기업이 성장을 안 하면, 논리적으로 말이 안 되잖아요?

=>물론, 인생사 요지경, 예외적인 일이 터질 수도 있겠지만 그 확률이 적잖아요? 이런 합리적인 판단에 의해서 장기투자를 하는 거겠죠.

=>아주 좋습니다.

=>실적이 좋아지고 있다는 것을 시장에서 서서히 알아 갈 겁니다.

♣기술적분석



=>우리는 왜 2015년 이후 주가가 떨어졌고, 2019년도부터 주가가 올라갈지 이미 분석을 다 했죠?

=>감가상각비는 2020년부터 본격적으로 감소를 하기 시작합니다. 그러면 이익이 증가하겠죠?

=>그래서 장기적으로 들고가다보면 분명 좋은 결과가 있을 것으로 봐요.

=>서흥의 최고 주가였던 61,000원은 지금부터 3년 안에는 무난히 돌

파할 것으로 생각합니다.

=>명절 때, 친인척들이 “주식 뭐 사면 되냐?”라고 물어보면, 자신있게 “서흥, 사십시오. 그리고 잊어버리세요.”라고 답해도 좋은 기업입니다.

=>그러면 나중에 절대 욕먹을 일은 없지 않을까, 싶은 기업입니다.

♣♣♣2020년02월호

현금·현물배당 결정

1. 배당구분	결산배당	
2. 배당종류	현금배당	
- 현물자산의 상세내역	-	
3. 1주당 배당금(원)	보통주식	400
	종류주식	-
- 차등배당 여부	미해당	
4. 시가배당율(%)	보통주식	1.1
	종류주식	-
5. 배당금총액(원)	4,447,645,200	
6. 배당기준일	2019-12-31	

=>서흥은 1주에 400원, 배당 결정이 나왔습니다. 시가배당률은 1.1%입니다. 이 종목은 고령화가 진행되는 동안에는 팔지 않고 배당금 받으면서 보유해도 좋을 기업입니다. 이번 달 다른 변동사항은 없습니다.

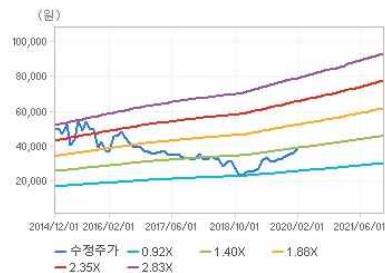
♣PER공식

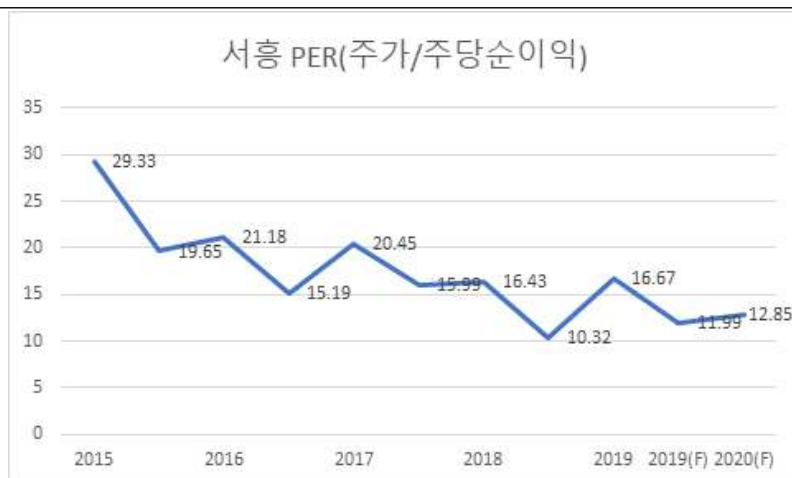
별류에이션	2015		2016		2017		2018		2019	2019(F)	2020(F)	2021(F)
PER	29.33	19.65	21.18	15.19	20.45	15.99	16.43	10.32	16.67	11.99	12.85	11.09

PER Band



PBR Band





=>28일 기준, 2020년 추정PER는 12.85배 수준입니다.

=>서흥의 올해 목표PER는 15.5배로, 목표주가는 기존 2019년도 실적을 바탕으로 한 48,000원에서 45,000원(주가상승여력22%)으로 하향 조정합니다.

=>서흥은 목표가에 도달하면, 레포트만 종료될 수 있고, 상황에 따라 목표가를 상향조정하여 레포트를 계속 이어나갈 수도 있는데, 레포트가 종료되더라도 계속 보유해 나갈만한 종목이라고 생각합니다.

♣기술적분석



=>주식이 참 잔인한게, 상승하기 전에는 완전 오바이트하고 가네요.

=>2012년 상반기에도 그랬고, 2018년 하반기에도 그랬네요. 월봉으로 봐서 그렇지, 일봉으로 보면 무지막지 합니다.

=>참, 주식투자는, “좋은 기업, 좋은 주식의 변동성을 어떻게 건딜 것

이냐?”에 대한 물음에 자기만의 답을 찾아야 되는 것 같습니다.

=>목표가에 도달하더라도 원금만 매도하고, 수익금은 평생 가져가도 좋을 기업입니다.

=>예를 들어, 적립식투자를 하다보니 100만원 투자했는데, 그게 150만원이 되었다면 100만원은 매도하고, 나머지 50만원은 평생 보유하는 것입니다.

♣♣♣2020년03월호



이베스트
사과나무
시리즈
1

기업분석 | Mid-Small Cap

서흥

(086450)

매년 성장하는 기업

=>이베스트에서 서흥에 대한 레포트를 발행했는데, 사과나무 시리즈 1탄으로 서흥을 소개했네요.

=>레포트 내용을 보면 그동안 월간지에서 분석했던 내용 그대로입니다.

'사과나무 시리즈'를 발간합니다.

'내일 지구의 종말이 와도 나는 한 그루의 사과나무를 심겠다' 철학자 스피노자가 한 말로 알려져 있지만 어떤 이는 마틴 루터 킹이 한 말이라고도 합니다. 누가 한 말이냐는 중요하지 않습니다. 글로벌 증시가 마치 지구가 종말 하는 것처럼 폭락하는 상황에서 떠오른 문장이었기 때문입니다.

시장급락의 원인을 사후적으로 설명하기 보다, 이미 우리 앞에 주어진 상황에서 할 일을 찾아보았습니다. 안정적 재무구조와 경쟁우위를 확보한 기업, 지속 가능한 성장을 보여준 기업을 찾아내어, 변동성이 마무리 되는 구간에서는 다시 기업가치가 복원될 기업들을 소개하고자 합니다.

저 역시 정답은 모릅니다. 하지만 긴 호흡으로 볼 때, 주주가 되고 싶은 기업은 늘어나고 있습니다. 가을이 되면 풍성하게 수확할 수 있는 사과 나무를 심고 기다립시다. 더 뒤져보고, 더 고민하겠습니다.

우리는 가격이 아닌 시간과의 싸움을 준비하고 있습니다.

이베스트 투자증권
리서치 센터장 윤지호



=>내일 지구가 멸망하더라도 주식을 사고 싶은 기업.

=>저는 이 사과나무로 서흥, 오스템임플란트, KCI를 언급하고 싶습니다.

=>세계대전이 발발해도, 코로나 경제위기가 와도 인간은 활동을 할 것이고, 고령화는 진행될 것이고, 건강기능식품(서흥)을 먹어야 되고, 머리를 감아야 되고(KCI), 흔들리는 치아를 임플란트로(오스템임플란트)로 교체해야 할 것입니다.

=>다만, 그것은 있죠. 만약 코로나가 소멸되고 시장이 급등하면 이들 기업들의 상승력은 다른 것들에 비해 못 할 것입니다.

그림3 서흥 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 서흥 하드캡슐 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 서흥 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

=>단 한번의 역성장없이 2009년~2019년동안 연평균 12.2%성장했던 기업. 앞으로도 그 성장률이 유지될 가능성이 높은 기업.

=>참고로, 동진세미캠도 단 한번의 역성장없이 성장하고 있죠? 서흥은 생활필수품이고, 동진세미캠은 반도체임에도 대단한거죠. 아무튼...

=>서흥이야말로, 지금의 증시 사태(?)와는 전혀 상관이 없는 기업이죠?

=>서흥은 상대적으로 이번 증시 폭락에 선방을 했기 때문에 향후 증시가 반등을 하게 되면, 반대로 주가 상승여력은 낮을 겁니다.

=>그런 부분을 감안한다면 서흥의 비중을 좀 줄여서, 향후 증시 회복 때, 주가상승여력이 높은 기업의 주식비중을 늘리는 방법도 있습니다.

=>그냥 보유하는 것도 좋고요. 목표가 도달하면 비중을 좀 축소해도 되겠죠.

♣4분기 실적

분기실적	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	전년1Q대비	전년2Q대비	전년3Q대비	전년4Q대비
매출액	900	916	894	790	991	1,041	948	955	1,178	1,154	1,127	1,148	19%	11%	19%	20%
영업이익	100	107	93	73	103	120	80	90	125	136	124	88	21%	13%	55%	-2%
당기순이익	61	100	75	28	83	108	42	61	123	117	102	31	48%	8%	143%	-49%
영업이익률	11.1%	11.7%	10.4%	9.2%	10.4%	11.5%	8.4%	9.4%	10.6%	11.8%	11.0%	7.7%	2%	2%	30%	-19%



=>4분기 매출액 1,148억, 영업이익 88억, 당기순이익 31억으로 전년 동기대비 매출액은 20%증가, 영업이익은 -2%감소, 당기순이익은 -49%감소하였습니다.

=>시장-컨센서스보다 매출액은 상회, 영업이익/당기순이익은 모두 하회하였는데, 매출액 증가 이유는 우리가 예상한대로 베트남에 신규로 투입된 하드캡슐 신규장비 효과로 외형이 확대된 결과로 보입니다.

(기존 한국 45대, 베트남 30대에서 베트남에 8대 추가->CAPA +10.7%증가)

=>영업이익이 하락한 이유는 베트남 신규 가동에 따른 원가상승, 1회성 비용(대손상각)등이 반영된 것으로 보입니다.

=>신규설비는 3분기에 가동이 되었지만, 관련 비용들은 주로 마지막 분기(4분기)이 털고 가는 경우가 많거든요? 그런 것들이 4분기에 반영되면서 이익률이 감소한 것으로 보입니다. 핵심 가치가 변한 것은 아닙니다.

=>2019년3분기에 들여온 베트남 8대의 신규설비에 대한 매출액 증가는 올해도 이어질 것으로 보이고 수익성 개선 효과는 2021년도에 본격화될 것으로 보입니다.

손익계산서	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	전년1Q대	전년2Q대	전년3Q대	전년4Q대
매출액	900	916	894	790	991	1041	948	1,148	10.1%	13.6%	6.0%	45.3%
매출원가	803	826	767	796	951	912	901	929	18.4%	10.4%	17.5%	16.7%
매출원가율	89.2%	90.2%	85.8%	100.8%	96.0%	87.6%	95.0%	80.9%	7.6%	-2.8%	10.8%	-19.7%
판관비	85	95	100	70	102	105	102	131	20.0%	10.5%	2.0%	87.1%
판관비율	9.4%	10.4%	11.2%	8.9%	10.3%	10.1%	10.8%	11.4%	9.0%	-2.7%	-3.8%	28.8%
영업이익	100	107	93	73	103	120	80	88	3.0%	12.1%	-14.0%	20.5%
영업이익률	11.1%	11.7%	10.4%	9.2%	10.4%	11.5%	8.4%	7.7%	-6.5%	-1.3%	-18.9%	-17.0%

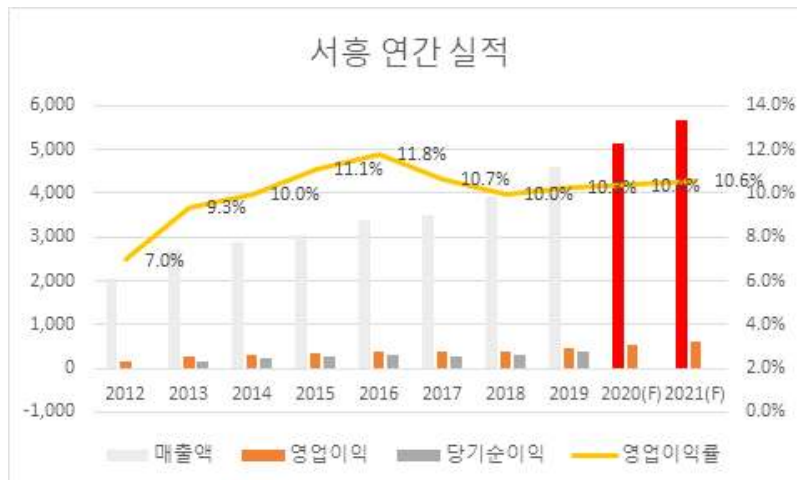
=>정확히는 2019년도 사업보고서가 나와야 알 수 있겠지만, 판관비가

전년동기대비 87.1%가 증가, 판관비율이 28.8%증가하면서 수익성이 하락하였습니다.

=>이는 1회성 요인으로 기업의 핵심 가치를 흔들어 놓는 상황은 절대 아닙니다. 만약 이런 요인들로 주가가 하락하면 오히려 비중 확대입니다.

♣연간실적

연간실적	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020(F)	2021(F)	2022(F)
매출액	878	942	1,214	1,461	1,995	1,879	2,070	2,700	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,158	5,676	6,121
영업이익	52	124	198	245	290	269	144	252	291	338	401	373	393	474	536	600	670
당기순이익	28	115	108	132	81	196	-24	138	222	252	307	264	294	401			
영업이익률	5.9%	13.2%	16.3%	16.8%	14.5%	14.3%	7.0%	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	10.4%	10.6%	10.9%



=>서흥은 전년동기대비 매출액은 17.1%증가, 영업이익은 20.6%증가, 당기순이익은 27.2%가 증가하면서 우리가 예상했던 실적 성장을 이루었습니다.

=>이러한 실적 성장은 올해도 지속될 것으로 보입니다.

♣코로나 상관없다

=>단순히 마스크, 진단 키트, 손 소독제 등 이런 뭐라 그럴까요... 단 기테마성 이슈로 주가가 급등락하는 수혜주 말고, 서흥은 중장기적으로 이번 사건을 통해 면역력에 대한 관심도 증가로 건강기능식품에 대한 수요가 증가하고 있기 때문에 전방에서 건강기능식품 회사들이 피터지고 싸우는 순간에도 산업의 성장과 함께 실적 수혜를 받을 수 있는 기업이라고 판단합니다.

(건강기능식품 사업부의 매출 비중은 37%)

=>건기식의 경우에는 과거 부천 공장 시절에는 소프트 캡슐 중심에서 오송 공장으로 이전하면서 젤리, 액상 등 모든 제형을 생산할 수 있는

시설을 구축하면서 가동률이 증가하였습니다.

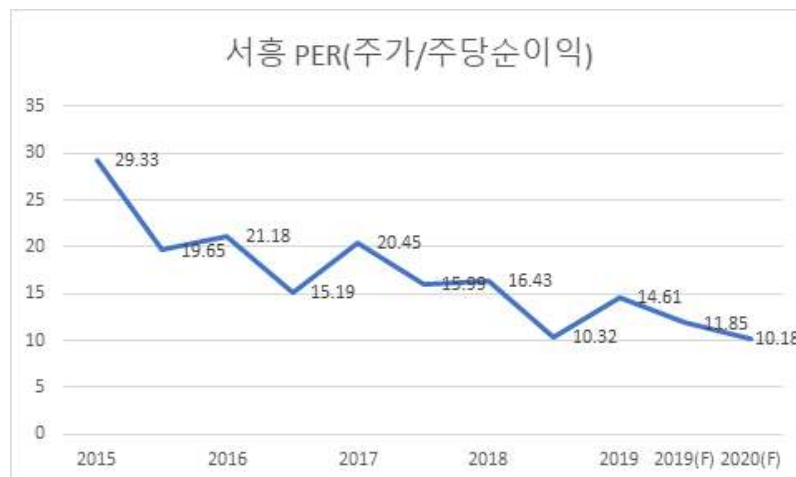
=>따라서 올해 건강기능식품 시장의 성장과 함께 외형확대와 수익성 개선 효과를 동시에 누릴 수 있을 것으로 판단됩니다. 계속 보유입니다.

♣주당순이익



=>주당순이익 추정치는 최근 EPS성장률 16.4%로 산정하여 계산을 하였습니다.

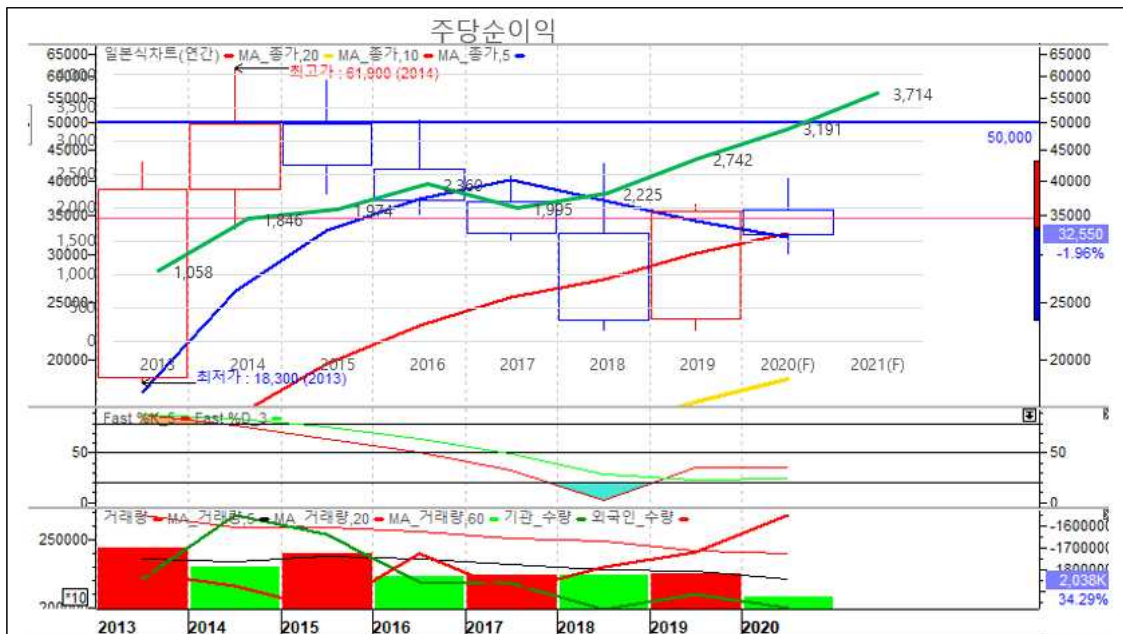
♣PER공식



현재가(3/2)	현재PER	19PER	20PER	21PER	목표PER	20목표가	상승여력	21목표가	상승여력
32,500	14.61	11.85	10.18	8.75	15.5	49,461	52.2%	57,567	77%

=>목표PER는 15.5배를 적용하여 올해 목표주가는 50,000원선입니다.

♣기술적분석



=>10년 이동평균선에 딱 지지를 받고 있는 모습이네요. 시장 상황이 어려울수록 기업의 핵심 가치에 집중하고, 2020년보다는 2021년도까지 보유한다는 생각으로 임하시면 지금 시장은 당장은 비극이지만, 나중에보면 98년, 08년처럼 주식을 더 싸게 매수할 있는 희극으로 보일 것으로 생각합니다.

=>다만, 서흥은 시장이 돌아서고, 급등이 나올 때는 상대적으로 상승 여력은 크지 않을 것으로 보입니다.

=>따라서, 만약 시장이 돌아서는 흐름을 보인다면 서흥의 비중을 줄이고, 다른 쪽에 물을 주는 방법도 있으니 참고하시길 바랍니다.

=====

♣♣♣2020년04월호

=>서흥은 목표가에 거의 근접을 했는데(기존 목표가:45,000원), 다른 종목을 사고 싶은데 현금이 없다, 그러면 매도하도 되고, 아니면 그냥 계속 보유해도 되는 종목입니다.

=>일단은 2021년도 실적이 더 좋아집니다. 증시가 1차 유동성 장세를 넘어 실적 장세로 넘어가면 올해 뿐만 아니라 내년도 실적이 좋아질 만한 종목의 주가를 땡기기(?) 때문에 그 안에 서흥도 포함될 가능성이 높습니다.

=>과거 설비투자 규모가 컸고, 그 감가상각 비용이 매년 나왔는데 내

년부터는 감가상각비가 사라지는 시기이기 때문에(사용연수 끝) 이익 성장이 큰 폭으로 올라가게 됩니다.

=>그래서 서흥 같은 경우에는 비중도 크지 않으니 포트에 한 자리 차지하면서 마음 편히 물어두셔도 됩니다.

=>최근 코로나로 인해 생활방식이 바뀌면서 음식료, 건강기능식품 섹터의 VIEW도 좋아지고 있습니다. 서흥에게 좋은 일입니다.

=>1분기에는 공급가격이 코로나 이전에 협상된 것이 많고, 2분기는 서흥에게 보다 유리한 조건(건강기능식품 수요 증가)으로 가격 결정된 게 반영이 됩니다.

♣연간실적

연간실적	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020(F)	2021(F)	2022(F)	18대비	19대비	20대비	21대비
매출액	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,187	5,676	6,121	17.1%	12.6%	9.4%	7.8%
영업이익	291	338	401	373	393	474	550	600	670	20.6%	16.0%	9.1%	11.7%
당기순이익	222	252	307	264	294	374	421	473		27.2%	12.6%	12.4%	
영업이익률	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	10.6%	10.6%	10.9%	3.0%	3.1%	-0.3%	3.5%



=>올해는 전년대비 매출액은 12.6%증가, 영업이익은 16%증가, 당기순이익은 12.6%증가할 것으로 시장에서 전망하고 있습니다.



=>상장 된 기업 중에 매출액이 이렇게 꾸준히 성장하는 기업 역시 보

기 드립니다. (과거 10년동안 역성장 없음)

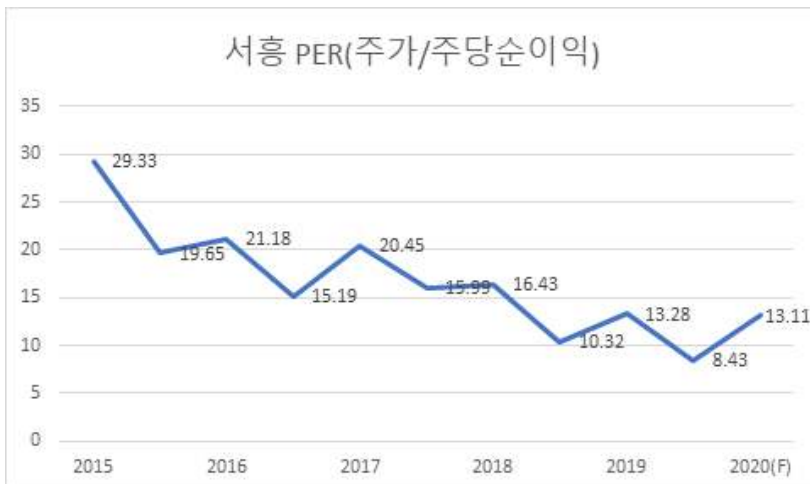
♣주당순이익



=>주당순이익은 전년대비 22.9%가 증가할 전망입니다.

♣PER공식

밸류에이션	2015		2016		2017		2018		2019		2020(F)	2021(F)
PER	29.33	19.65	21.18	15.19	20.45	15.99	16.43	10.32	13.28	8.43	13.11	12.60



=>서흥의 지난해 최대PER는 13.28배였습니다. 그런데 올해 이미 2020년 추정PER가 13.11배까지 올라와있는 상황입니다. 추가상승여력은 별로 없는 편입니다.

=>1차로 봤던 목표가 45,000원은 이미 도달했습니다. 2차로 보고 있는 목표가인 52,000원까지는 추가상승여력은 18%정도밖에 안 됩니다.

=>따라서 신규매수/추가매수 보다는 오히려 비중축소/보유의견입니다.

=>서흥은 장기투자 대상 종목으로 내년도 실적도 좋아질 것으로 전망

이 되고 있기 때문에 목표가에 도달하더라도 계속 보유해도 상관없습니다.

♣기술적분석



=>2020년 3월 코로나 경제위기로 일시적으로 주가가 억울하게 하락하기는 했었지만 기업의 턴어라운드, 실적 성장, 건강기능식품 섹터에 대한 시장의 관심도를 주가가 반영을 하고 있습니다.

=>지금부터는 주가상승여력이 제한되어 있기 때문에 신규매수는 별로입니다. 보유자, 보유의견(비중 축소도 괜찮다)입니다.

=====

♣♣♣2020년05월호

=>서흥은 1차 목표가는 이미 도달한 상황이고, 게다가 2차 목표가였던 52,000원도 도달한 상황입니다.

♣주당순이익



=>서흥의 2020년~2022년 연평균 주당순이익 성장률은 17%가 기대됨

니다. 헬스케어/건강기능식품/음식료는 한 섹터로 같이 움직입니다.

♣PER공식(목표PER15.5배/목표주가:55,000원)



=>목표가를 상향하여 55,000원으로 조정합니다. 그러나 주가상승여력이 이미 3%밖에 남지 않은 상황입니다.

현재가	현재PER	19PER	20PER	21PER	목표PER	20목표가	상승여력	21목표가	상승여력
53,700	19.58	14.98	12.42	10.93	15.5	55,552	3.4%	66,991	25%

=>그러나 내년도까지 계속 보유하게 되면은 목표가는 계속 조금씩 상향될 겁니다.

=>따라서 신규매수/추가매수는 아니지만, 보유자는 장기투자 종목이라고 생각하시고 계속 보유해 보시길 바랍니다.

♣기술적분석



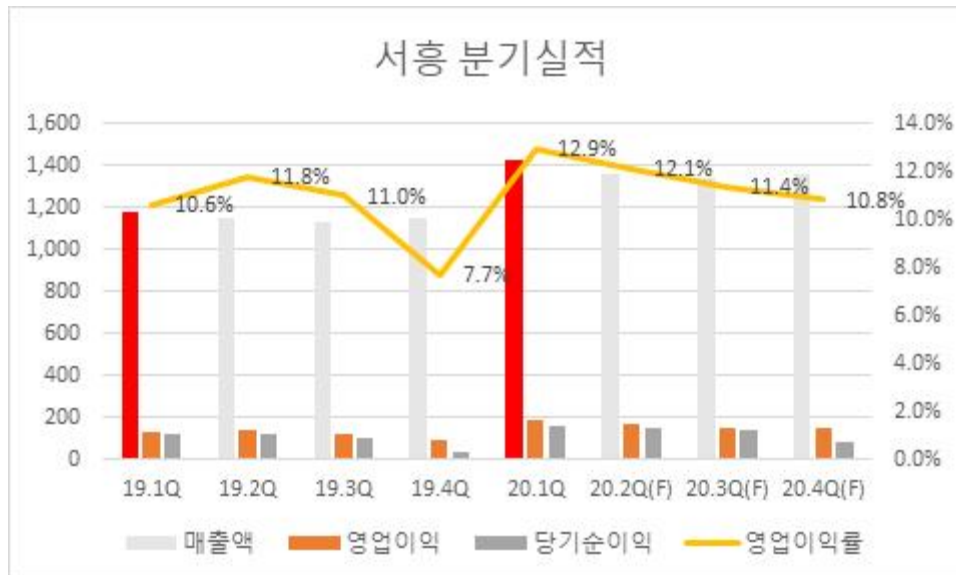
=>익절가는 50,000원으로 50,000원을 이탈했을 경우에는 비중을 절반 줄이는 전략도 좋습니다. 아무리 장기투자 종목이라도 향후 주가가 저

평가로 조정 받으면 그때 다시 비중을 늘리면 됩니다.
=>물론, 그냥 무시하고 계속 보유하는 방법도 좋습니다.

♣♣♣2020년06월호

♣1분기 실적

분기실적	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q(F)	20.3Q(F)	20.4Q(F)	전년1Q대	전년2Q대	전년3Q대	전년4Q대
매출액	1,178	1,154	1,127	1,148	1,430	1,361	1,338	1,357	21%	18%	19%	18%
영업이익	125	136	124	88	185	165	152	147	48%	21%	23%	67%
당기순이익	123	117	102	31	156	152	136	82	27%	30%	33%	165%
영업이익률	10.6%	11.8%	11.0%	7.7%	12.9%	12.1%	11.4%	10.8%	22%	3%	3%	41%



=>1분기 실적을 보면 전년동기대비 매출액은 21%증가, 영업이익은 48%증가, 당기순이익은 27%, 영업이익률은 22%가 증가하였습니다.

=>서흥은 진짜 대단하네요. 사실 이런 기업은 실적이 안 좋게 나오는 게 더 이상할 정도이긴 합니다.

=>올해도 전년과 같은 건조한 실적이 나올 것으로 예상됩니다.

=>서흥을 목표가에 도달한 이후에도 계속 가져가는 이유이기도 합니다.

♣부분별 매출

사업부문	품 목	용도 및 기능	매출액	비 율
캡슐 부문	하드캡슐	의약품 등의 내용물 보관	40,360	28.2
	의약품	의약품 전공정 수탁	15,648	10.9
	건강기능식품	건강기능식품 제조	61,469	43.0
	상품 등	원료, 건강기능식품 등	1,029	0.7
원료 부문	젤라틴 등	캡슐, 화장품 등의 원료	22,997	16.1
화장품 부문	화장품	화장품 전공정 수탁 제조	1,528	1.1
합 계	-	-	143,031	100.0

=>캡슐 +26.7%, 의약품 +12.6%, 건강기능식품 +36.1%, 원료+26.6%의 성장을 기록했습니다. 전 사업부가 성장했네요?

♣PER공식(목표PER15.5배/목표주가:55,000원)

밸류에이션	2015		2016		2017		2018		2019		2020	2020(F)	2021(F)
PER	29.33	19.65	21.18	15.19	20.45	15.99	16.43	10.32	13.28	8.43	19.58	14.93	12.38



=>상향된 목표가에도 거의 근접하였기 때문에, 계속해서 보유자의 영역으로 보시면 되겠습니다.

=>신규매수/추가매수 없이 보유자의 영역으로 보유합니다.

=>목표가에 이미 도달한 종목들은 비중을 3/1정도 줄여서, 그 비중을 앞으로 주가상승여력이 더 높은 다른 새로운 종목을 매수해도 됩니다. 비중 이동은 본인 판단하에 자유롭게 하시면 됩니다.

-끝

※월간지에서 제공하는 모든 정보는 투자판단의 참고자료이며 투자에 대한 최종 판단과 책임은 본인에게 있습니다.

