

튼튼한 영업 가치 + 훌륭한 자산 가치

Strong BUY

Valuation

Target Price: 8,777

Price: 6,590

Margin of Safety: 33%

MktCap.(100mn): 738

ROE: 11.7%

Op.Magin: 13.8%

PER: 6.45

PBR: 0.72

Dividend Yield: 3.40%

Major Sh.Holder:

양주환 (외 8인) 56.20%

Foreign Shr.: 0%

Chart



기업분석 5팀

이강빈, 김민정, 류제민,
이병진, 함병현

● 단단히 감싸주는 국내 캡셀 사업 - 안정적 Niche Market

국내 캡셀 산업은 제약 산업의 성장과 연동. 동사는 하드캡셀 산업의 절대강자로 85%의 시장 점유. 특수캡셀 산업의 1/3 차지, 대형 제약사와 균형. 높은 설비투자 비용과 수율 조절의 어려움은 대형 제약사 직접 진출을 가로 막는 걸림돌. 단순한 공정이지만 높은 균일성과 완전성이 요구되며 고도의 집중 관리와 투자가 가능한 동사의 안정적 사업 영위 가능

● 국내 캡셀 사업 35년의 내공 - 해외 시장 공략과 성장성

저개발 아시아 지역의 경제 성장에 따른 제약 수요 증가 예상. 현재 세계 점유율 3위(5%). 아시아 지역 예상 수요에 대한 생산 capa확충과 관세 혜택을 위해 베트남 현지 생산 공장 설립. 세계 제약회사들과의 계약 현실화에 따른 매출액 신장 기대. 국내 시장에 오랜 영업을 통해 획득한 제품 기술력과 가격 경쟁력을 바탕으로 시장 점유율 증가 예상

● 절대 손해보지 않을 확실한 근거 - 시가총액을 넘는 자산가치

동사의 현 PBR은 0.72 수준. 500억이 넘는 설비투자액과 다수 보유한 토지의 가치는 동사의 투자 가치 보장. 부산과 부천의 역세권에 위치한 토지와 건물은 장부가액을 상회하는 시가를 형성. 안정적인 국내 영업과 해외 영업의 성장성, 그리고 시가 총액을 상회하는 자산가치는 투자 매력 포인트

● 다양한 방법의 Valuation - 모든 Scenario 상 BUY 도출

- 35년간 안정적인 영업과 예측 가능한 현금 흐름: ①Terminal Value DCF
- 캡셀 사업의 대형 제약 회사 중심 재편: 5년 후 청산가치 반영 DCF
- ②장부가액 근거의 보수적 접근 / ③시세를 반영한 현실적 접근
- 영업이익, 기업을 둘러싼 issue 모두 동사의 2005년과 유사- ④PER Band

I. 서흥캡셀의 유일한, 그러나 든든한 캡셀사업

동사는 캡셀 제조라는 niche market의 독보적 지위 보유

1. 국내 캡셀 시장의 독점사업자

서흥캡셀은 국내 하드캡셀 시장 85%, 소프트캡셀 35%를 점유하는 독점사업자다. 동사는 지난 1973년 설립된 이래 캡셀 제조라는 niche market을 선점하여 30년 넘게 꾸준히 성장해왔다. 동사는 하드캡셀 제조를 시작으로 쌓은 경험과 기술을 바탕으로 하드캡셀 외에 소프트캡셀, 다양한 기능성식품을 생산함으로써 캡셀 종합제조업체로 발돋움하고 있다.

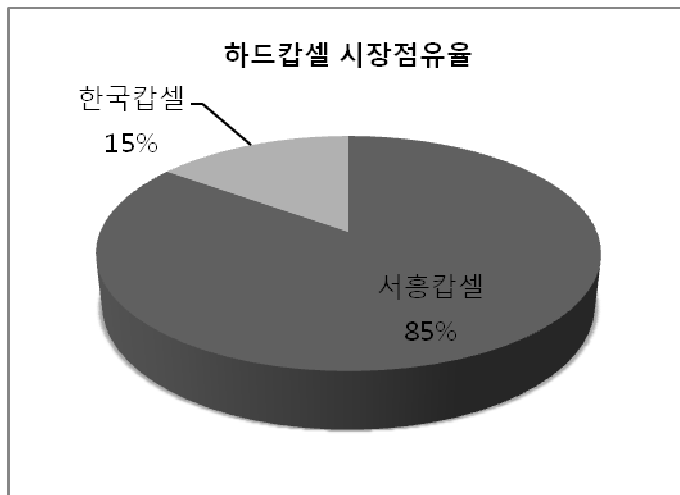
캡셀은 의약 성분의 용기 역할

동사는 의약용 캡셀 제조를 주력으로 하는 업체이다. 캡셀은 젤라틴을 원료로 하여 만든 캡셀로, 의약품이나 건강식품을 목적으로 의약 성분을 담는 데 사용된다. 쉽게 말해 알약의 껍질로 약의 변질을 막아주고 섭취와 흡수를 용이하게 한다.

하드캡셀과 소프트캡셀의 개념
- Customizing 능력 필요

캡셀은 하드캡셀과 소프트캡셀로 나뉜다. 하드캡셀은 젤라틴으로 만든 몸체와 캡으로 구성된, 원통상의 작은 캡셀로 가루약을 담고 있는 것이다. 동사가 하드캡셀을 공캡셀 상태로 공급하면 제약사 측에서 내부에 원료를 충전하게 된다. 특히 높은 기술력을 요하는 분야가 하드캡셀 분야로 시장을 동사가 85%, 한국캡셀이 15% 점유하고 있다. 이에 반해 소프트캡셀은 액체 또는 현탁제를 담고 있는 것으로, 캡셀 피막의 성형과 원료의 충전이 동시에 이루어진다. 즉 소프트캡셀의 경우 제약사로부터 원료를 받아 충전해서 납품하는 구조이다. 캡셀 제조는 제약업체의 주문을 받아 생산이 되기 때문에 캡셀 제조업체는 각 주문마다 요구에 맞게 customizing하는 능력이 필요하다.

표 1. 하드캡셀 시장점유율 현황



자료: 서흥캡셀IR

표 2. 하드캡셀



자료: 제약협회

2. 캡셀 제조 원료 젤라틴의 안정적인 조달 가능

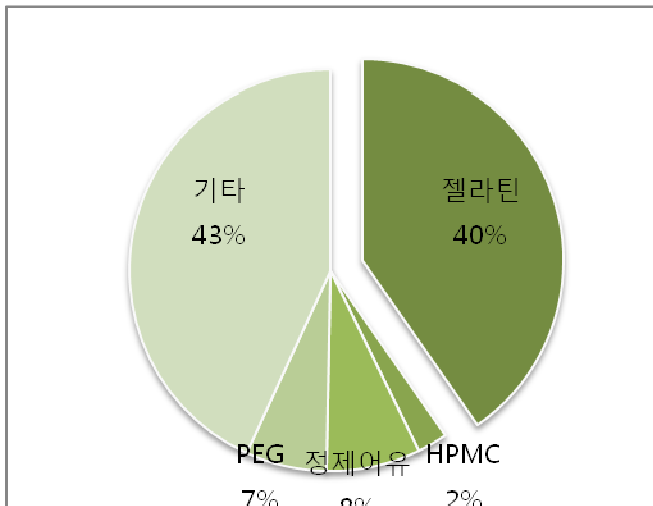
주 원료는 젤라틴이며 높은 비중을 차지

캡셀의 주 원료는 젤라틴이며 동사의 실매출원가(소프트캡셀 제조시의 내용물 제외) 중 40%를 차지할 정도로 그 비중이 높다. 젤라틴은 일종의 단백질로 의약용으로 사용될 때는 상온에서 고체의 형태를 가지지만 체내에서 쉽게 녹도록 만들어진다.

젤라틴 제조사를 계열사로 두며 안정적 원료 확보

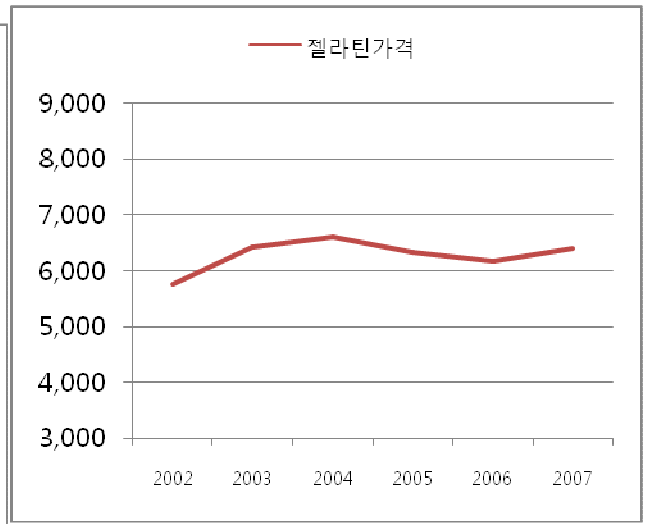
캡셀의 제조에 있어서 젤라틴은 필수불가결한 요소이며 그 비중도 크기 때문에 안정적인 공급을 받을 수 있느냐의 여부는 매우 중요하다. 동사는 1998년에 젤라틴 제조 전문회사인 (주)젤텍의 지분을 50% 인수하면서 계열사로 편입하였다. 이러한 발 빠른 움직임으로 동사는 원료 수급에서의 어려움을 거의 겪지 않고 있으며, 젤라틴의 종류에 따른 구매 비중 차이로 인해 매년 원료 평균 단가가 조금씩 변동하고 있다.

표 3. 주요 원재료 매입비 비율



자료: 동사 공시

표 4. 젤라틴 가격 추이(단위: 원/kg)



자료: 동사 공시

3. 안정적인 매출과 포트폴리오

하드캡셀, 소프트캡셀, 건강식품으로 이루어진 안정적 포트폴리오

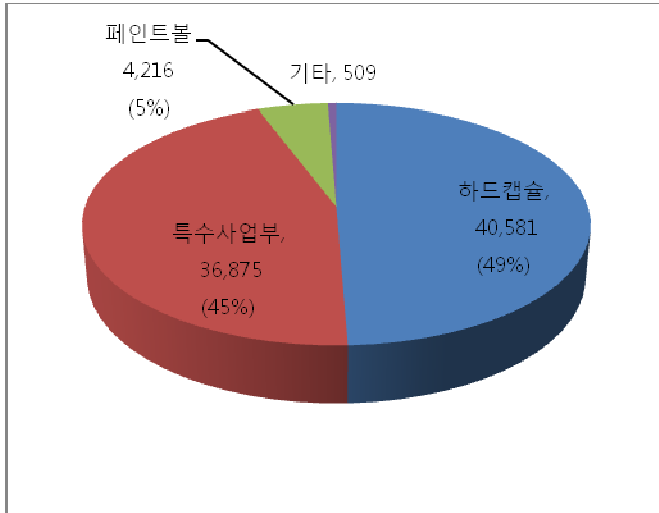
2007년 기준 동사의 하드캡셀 부문과 특수사업 부문(소프트캡셀/건강식품)은 각각 총 매출의 49%와 45%를 차지하고 있다. 나머지 5%의 매출은 소프트캡셀 제조 기술을 이용한 페인트볼 사업에서 발생한다. 그 중 내수가 523억, 수출이 298억 원이었다. 수출의 대부분은 하드캡셀 판매로 비롯된 것으로 하드캡셀은 수출과 내수 비중이 각각 50%이다. 또한 특수사업 부문의 두 분야가 각각 총 매출의 20%를 약간 상회하는 비중을 차지하고 있다. 따라서 동사는 하드캡셀, 소프트캡셀, 건강식품이라는 안정적인 매출 포트폴리오를 구축하고 있다고 할 수 있다.

특별사업 부문의 성장으로 매출액 견조한 상승

지난 2007년 동사는 총 821억 원의 매출을 기록했으며 최근 다년간의 매출액을 비교해볼 때 굴곡은 있지만 꾸준한 매출 상승 기조를 유지해나가고 있다. 매출 구

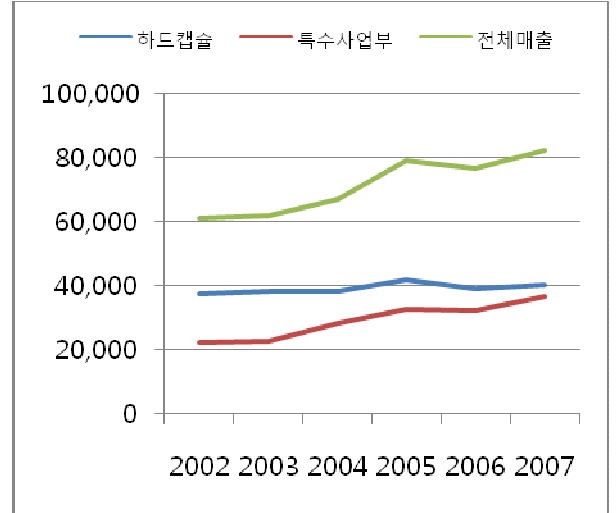
성을 자세히 살펴보면 하드캡셀 부문은 거의 변화가 없지만, 특별사업 부문은 소폭 상승해오고 있다는 것을 알 수 있다.

표 5. 서흥캡셀 매출 구성 (단위: 백만 원)



자료: 동사 공시 SMIC Research Team 5

표 6. 동사의 사업부별 및 총 매출 추이 (단위: 백만 원)



자료: 동사 공시 SMIC Research Team 5

4. 국내 최대의 자동화 생산설비 보유

국내 최대 하드캡셀 생산 설비 보유

현재 동사는 부천 송내 공장에서 하드캡셀 제조기 28대를 보유 중이며 연간 142억 개의 하드캡셀을 생산할 수 있다. 또한, 충전 측면에서도 시간당 20만 개의 하드캡셀을 충전할 수 있어 경쟁사보다 30% 이상의 capa로 우위를 점하고 있다. 또한 동사는 해외 진출을 위해 capa를 늘릴 예정이다. 충북 오송에 공장을 새로이 설립하고, 베트남에 현지 법인을 통해 현 송내공장의 절반 규모의 공장을 만들어 2009년 초 가동을 목표로 하고 있다. 현재 부천 송내 공장의 가동률은 85% 수준을 유지하고 있다.

수율 높은 자동화 설비 보유

동사의 생산 시설은 KGMP(대한민국 우수 의약품 제조 규격), 미국 FDA승인, HFGMP(우수 건강 보조식품 관리 기준), ISO9001인증을 받은 자동 시설로, 수출을 위해 세계 대부분의 식품공정규격을 준수하고 있다. 특히 수율이 99.4%로 자동화 설비의 뚜렷한 우위를 점하고 있다. 또한 하드캡셀의 불량률이 1PPM(100만 분의 1)정도로 경쟁사보다 10배 가량 낮은 수치를 보유하고 있다.

5. 캡셀 제품의 주 고객 - 안정적 관계 유지

국내제약회사 및 대형식품 회사와 안정적인 고객 관계 유지

동사는 제약회사 및 대형식품회사에서 주문한 캡셀을 각 요구대로 customizing해서 납품한다. 동사는 독점 회사로서, 대부분의 국내 대형 제약업체와의 거래선을 확보하고 있으며, 건강식품 부분에서도 동사는 OEM전문 업체로서 CJ, 보령, 종근당, 유한 등의 매출처를 확보하고 있다. 이는 과거부터 이어온 거래 관계로 앞으로도 안정적인 관계를 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 동사는 독점, 과점 형태로 시장을 점유하고 있기 때문에 매출처의 성장과 다변화와 더불어 매출이 신장하는 모습을 보이고 있다.

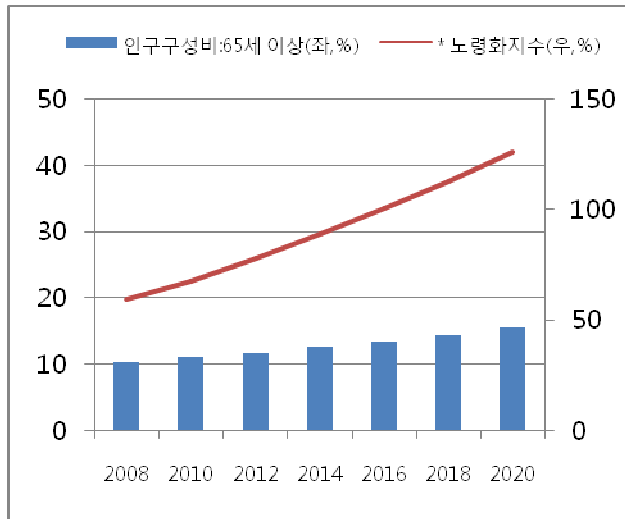
II. 캡셀사업의 안정성 그리고 성장성

1. 제약산업, 그 꾸준함과 안정성

제약산업은 경기와 무관하게 안정적인 고성장 영위

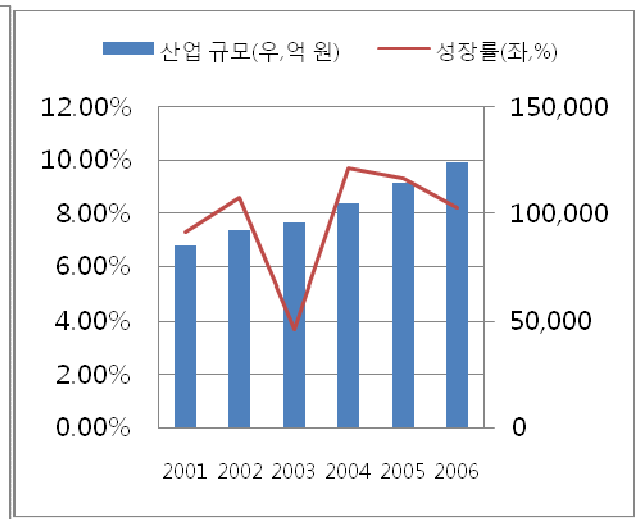
캡셀산업의 전방산업이라 볼 수 있는 제약산업은 경기에 민감하게 반응하지 않는 대표적인 산업 중 하나로 손꼽힌다. 의약 분야의 특성상 불경기나 호경기임에 따라 수요가 변동하는 것이 아니라 경기와 관계없이 필요에 따라 소비해야 하는 필수재다. 또한 앞으로 우리나라 사회의 인구 구성이 점차 노령화되며 의약 산업은 점진적으로 성장할 것으로 예상되고 있다. 그러므로 동사가 속해 있는 제약산업은 미래에도 안정적인 성장세를 유지할 것으로 판단된다.

표 7. 미래 인구 구성의 노령화 경향



자료: 통계청

표 8. 제약산업의 규모와 성장률



자료: 제약협회

인구노령화로 인해 제약산업의 고성장은 한동안 유지

표 8과 같이 2001년 이후 제약산업은 2003년을 제외하면 꾸준히 7~8%의 고성장을 이어가고 있다. 이 기간의 평균 제약산업 성장률은 7.8%를 기록하면서 같은 기간 GDP 성장률인 4.65%를 상회하고 있다. 이러한 제약산업의 고성장은 인구 노령화 경향으로 인해 한동안 유지될 것이다.

2. 하드캡셀 - 독점적 지위를 통한 안정적 이익 유지

하드캡셀 시장에서 독점적 지위 고수

총 매출의 49%를 차지하고 있는 하드캡셀 부문 중 국내 시장에서 동사의 지위는 독보적이며 굳건하다. 약 250억 원으로 추정되는 국내 하드캡셀 시장은 동사와 한국캡셀 두 기업만이 공급을 담당하고 있으며 동사가 85%, 한국캡셀이 나머진인 15%의 시장점유율을 매년 고정적으로 나타내고 있다. 동사의 이러한 독점적 지위는 시장 선점 효과와 독보적 기술력에 기인한다.

하드캡셀 독점 지위 이유 - 선점 효과

동사는 1973년 1월 하드캡셀 제조기를 국내 최초로 도입하여 수탁 제조 사업을

시작하면서 시장의 선구자로 떠올랐다. 뚜렷한 경쟁 상대가 없이 지속적인 성장을 거듭하여 현재는 단일 공장으로 세계 최대 생산량을 자랑하는 설비를 갖추었으며 캡셀의 원재료를 공급하는 업체마저 계열사로 편입시키며 규모의 경제를 실현해 나가고 있다. 전체 시장 규모가 그리 크지 않아서 경쟁 업체가 쉽게 들어서지 못하는 환경으로 인해 이러한 시장지배구조는 반세기 가까이 이어져오고 있으며 쉽게 흔들리지 않을 것으로 예상된다.

하드캡셀 독점 지위 이유
- 꾸준한 연구 개발

또한, 하드캡셀 공정에 대한 꾸준한 연구 개발 활동으로 세계적인 수준의 제품 기술력을 갖추으로써 현 지위를 더욱 공고히 하고 있다. 가장 주목할 만한 기술은 1995년에 개발되어 22개국에서 특허를 취득한 EMBO-CAPS로, 캡셀의 이음새 부분에 돌기를 넣어 획기적으로 하드캡셀의 결집력을 높인 것이다. 이 외에도 식물성 캡셀을 개발하는 등 기술력에서도 시장을 선도해나가고 있다.

안정적인 수익 창출 기대
하지만 급격한 성장은
어려울 것으로 예상

이러한 강점을 바탕으로 동사의 하드캡셀 국내매출은 굳건한 지위를 바탕으로 안정적인 수익을 창출할 것이라 예측된다. 하지만 이미 시장이 성숙기에 달했으며 시장 점유율 또한 장기간 그대로 유지되는 점으로 보아 매출이 급격하게 성장할 가능성은 낮다고 보는 것이 합당하다. 반면, 하드캡셀 매출액의 절반은 해외 수출에서 발생하고 있는데 이에 대한 자세한 내용은 별도의 단락을 통해 분석하였다.

표 9. 동사의 하드캡셀 제품 구조



자료: 동사 IR

3. 특수사업 부문 - 장기적 성장 기대

특수사업 부문
- 소프트캡셀과 건강식품

동사의 특수사업 부문은 총 매출 대비 약 45%의 비중을 나타내고 있으며 소프트 캡셀 분야와 건강식품 분야로 나누어진다. 매년 두 분야의 매출이 일정치 않아서 정확한 측정은 어렵지만 각각 대략 50%의 비중으로 절반씩 차지하고 있다. 특수사업 부문은 하드캡셀 부문과 다르게 아직 성장 여력이 어느 정도 존재하는 상황이다.

소프트캡셀 분야의
시장점유율 상승 기대
- 유일한 전문 업체

소프트캡셀 분야는 국내 시장규모가 약 350억 원으로 추정되며 동사의 시장점유율은 37%로 측정되고 있다. 또한 소프트캡셀의 수출비중 또한 약 35% 내외를 기록하고 있다. 국내 시장은 동사 이외에 알앤피코리아, 한미약품 등이 과점 시장을 형성하고 있는데, 이들은 제약사로서 자신들의 제품을 위해 소량 자가 생산하는 방식이기 때문에 이를 전문적으로 담당하고 있는 업체는 동사가 유일하다. 따라서 자가생산 시스템을 갖추지 못하고 있는 제약업체의 주문은 대부분 동사가 처리하고 있으며, 규모의 경제 효과로 원가와 품질의 측면에서 경쟁력이 있기 때문에 앞으로도 시장점유율은 늘어날 것으로 기대되고 있다.

건강식품 분야의 매출 상승
기대
- 안정적 사업구조

건강식품 분야는 전량 국내에서 매출을 올리고 있으며, 최근 들어 이 제품군에 대한 수요의 증가가 특수사업 부문의 매출 성장을 이끌고 있다. 동사는 건강식품을 직접 개발하는 것이 아닌 타 제조회사의 주문을 받아 캡셀화, 정제, 분말 형태로 만드는 작업을 행하기 때문에, 신제품 개발에 대한 리스크가 거의 없다. 오히려 시장의 성장에 따라 안정적으로 매출을 늘려나갈 수 있는 사업구조를 가지고 있다고 할 수 있다.

Ⅲ. 캡셀사업 - 대형 제약회사의 직접 진출은 비효율적

1. 캡셀사업 - 부담스러운 시설투자 / 낮은 마진율

제약 회사의 캡셀사업 진출
가능성

캡셀사업은 고객 기업으로부터 수주 받은 내용물을 젤라틴 단일 원재료로 감싸는 단순한 사업이다. 제약 회사가 직접 자사 제품을 캡셀화 하는 기능을 겸하게 된다면 동사에 대한 수요처는 사라지는 것이다.

40년 가까운 시장 지배

그러나 동사는 1970년대부터 캡셀사업의 1인자 자리를 굳건히 지키고 있다. 하드캡셀 사업은 85%의 시장 점유율을 꾸준히 유지하고 있다. 소프트 캡셀 사업의 경우 대형 제약사의 직접 진출이 부분적으로 이루어져있는 것이 사실이지만 여전히 동사 major 업체로 확고한 위치를 차지하고 있다. 대형 제약 회사에 비해 작은 규모에 불과한 동사가 캡셀 산업이라는 niche market을 지배할 수 있는 비밀은 대형 제약사의 직접 진출의 효용성이 크게 떨어지기 때문이다. 대형 제약사의 직접 진출 부담은 다음 3가지 이유에 기인한다.

높은 수준의 투자 비용

동사의 공장 부지는 약 6,000 평에 이른다. 캡셀 사업은 100% 자동화 시설을 갖추고 단시간 내 단일 제품을 대량생산 해야 한다. 단순한 공정에도 불구하고 넓은 부지가 요구된다. 캡셀 자동화 기계의 가격은 수십 억 대에 이른다. 동사의 경우 28대의 하드캡셀 기계로 세계 점유율 5%를 점하고 있다. 자동화 시설이 완벽히

**수율 조정의 어려움
낮은 마진율**

구축되었다 하더라도 제품마다 각기 다른 디자인과 공정을 요한다. 제품 전환에 따른 비용을 감당하기 위해서는 대량 생산이 이루어져야 하는데 단일 제약사가 생산하는 생산량으로는 규모가 확보되지 않는다.

생산 시설을 갖추었다 하더라도 사업이 보장되는 것이 아니다. 캡셀 사업의 기술력은 제품의 균일성과 안정성, 즉 수율에 달려있다. 동사는 40년 가까운 경력을 바탕으로 업계 최고 수준의 수율을 자랑한다. 그럼에도 불구하고 매년 영업이익률의 편차가 매우 크며 약 10% 수준에 머물고 있다. 오랜 기간 대량 생산을 통한 경험이 쌓이지 않으면 이익이 실현되기 매우 어려운 영역이다. 대형 제약사가 적극적인 투자를 통해 자사 제품의 캡셀 공정을 직접 담당한다 하더라도 수익을 창출하기 힘든 구조인 것이다. 오랜 기간 안정된 매출을 보장할 수 있는 killing product (예, 대웅제약의 우루사)가 있지 않는 이상 out sourcing이 제약사 입장에서 이득인 것이다.

**단순 공정
그러나 제약회사에게는
난해하고 부담스러운 분야**

단순한 공정을 완벽하게 대량으로 생산하는 것은 철저한 관리와 고도의 집중력을 요한다. 제품의 캡셀화는 제조 과정에서 마지막 단계에 해당한다. 캡셀 공정에서 미묘한 오차라도 발생하게 되면 약의 효능을 저하시키고 제품의 완성도에 결정적 악영향을 미친다. 전 공정이 자동으로 이루어져 시간 당 수십 만개의 제품을 쏟아내기 때문에 한 순간의 실수가 기업의 영업에 큰 타격을 입힐 수 있다. 제품의 효능을 향상시키고 새롭게 개발하는 R&D가 핵심 역량인 제약회사 입장에서 캡셀 공정에 기업 역량을 투자하는 것은 큰 부담이다. 단순 공정이기 때문에 굳이 제약회사가 직접 하지 않아도 쉽게 만들어낼 수 있는 반면 철저한 장인 정신을 바탕으로 캡셀 공정 자체에 기업의 역량을 집중 시켜야만 하는 필요성이 존재한다.

**선도업체에 의해
지배당하는 niche market
- 서흥캡셀의 지배력은
향후 안정적**

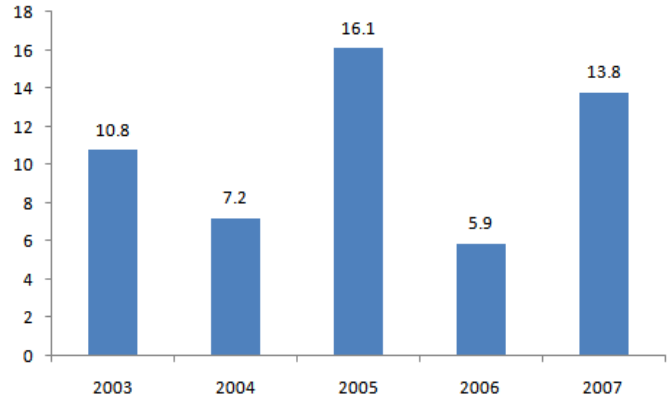
초기 시설투자비가 높고 마진율이 적다면 직접 진출의 매력은 낮을 수밖에 없다. 특히 고도의 장인정신이 필요한 단순 공정인 부분은 partnership을 통한 out sourcing 형태로 생산하는 것이 일반적이다. 이렇게 형성된 niche market은 초기 선점 업체에 의해 지배되는 특징을 지닌다. 동사가 대형 제약사의 틈바구니 속에서 건실한 기업으로 성장하고 그 지위가 굳건히 유지되는 비결은 높은 초기 투자비용과 수율 조정의 어려움이다.

그림 10. 캡셀 공정을 위한 자동화 설비



자료: 동사 IR

그림 11. 서흥캡셀의 영업이익률(단위: 억 원)



자료: 동사 공시 자료

IV. 베트남 공장을 통한 생산력 확대와 신규시장 진출

1. 베트남 공장 설립은 충분한 가치를 보장받는 투자

송내공장 증설을 통한
생산량 증가는 어려운 상황

2007년을 기준으로 동사의 하드캡셀 부분 총 매출액 400억 원 중 절반이 넘는 209억 원은 수출에서 발생한다. 여기에 미국 FDA 기준인 cGMP 확립 이후 해외 주요 제약사들과 Audit(샘플 납품)이 이루어지면서 앞으로 해외 수요가 증가할 가능성이 높다. 하지만 동사는 시장구조상 국내 제약회사들에게 우선적으로 필요한 물량을 제공한 후 잉여물량을 가지고 수출을 진행하고 있다. 예상되는 수요증가에 맞추어 생산량을 늘려야 하지만, 동사의 부천 송내공장은 추가적인 생산시설 확충이 어려운 상황이다. 공장이 위치하고 있는 지역의 특성상 생산시설을 추가적으로 들여놓을 수 있는 공간 확보가 여의치 않기 때문이다. 공장 주변 지역은 아파트 단지가 조성된 역세권이고, 공장 부지는 부천시의 도시계획에 따라 주거지역으로 변경되어 있는 상태이다.

그림 12. 동사 송내공장 주변지역 사진



자료: SMIC Research team 5

**2009년부터 베트남 현지
생산공장에서 테스트
생산이 이루어질 예정**

이에 동사는 243억 원을 투자하여 2007년부터 2009년 12월까지 현지 법인의 형태로 베트남 현지 생산공장을 설립할 예정이다. 동사 자체자금 70억 원과 170억 원이 넘는 규모의 현지금융을 통해 세워질 이 공장에는 2007년 74억 원이 투자되었으며 늦어도 내년 초부터는 테스트 생산이 가능할 전망이다. 하트캡셀 제조기 14대를 설치하여 부천 송내공장 절반 수준의 생산규모를 갖추게 될 베트남 공장은 국내와 비슷한 수준인 85%의 가동률을 유지할 경우 연간 200억 원 규모의 매출을 올릴 수 있다.

**해외공장 설립의 예상 효과
- 생산량 증대 및
세계시장 진출 본격화**

베트남 현지 공장에서 생산이 시작되면 세계시장으로 진출하는데 있어 걸림돌로 지적되었던 생산량 문제를 해결할 수 있다. 베트남에서 생산되는 하트캡셀은 우선적으로 동남아시아 시장을 공략하고, 다국적 제약회사들의 수주가 이루어질 경우 세계시장에 진출하게 된다. 현재 동사는 주로 건강식품용 캡셀을 수출하고 있는데, 이것은 의약품 캡셀보다 단가가 낮다. 보다 낮은 원가로 캡셀을 생산할 수 있는 베트남 공장에서 다국적 제약회사를 대상으로 의약품 캡셀을 수출할 경우, 동사의 이익률은 보다 높아지게 된다. 통상 3~5년 간의 시험기간을 거친 후 수주가 이루어지기 때문에, 올해 이후 본격적으로 영업 이익에 기여하는 수준의 수주가 이루어질 것으로 판단된다.

그림 13. 주요 다국적 제약사로부터 Audit 진행 현황

국적	Audit 업체	Audit 시기
미국	Bristol meyer Squibb	2003년
프랑스	Aventis Pharma	2003년
독일	Capsula Operculate	2004년
일본	Nihon Schring	2004년

자료: 한화증권 리서치센터, SMIC Research Team 5

해외공장 설립의 예상 효과
- 원가 절감 및 저 관세를 통한 가격경쟁력 강화

베트남 현지법인을 통해 동남아시아 시장에서의 가격경쟁력을 확보할 수 있다. 우선 국내보다 낮은 임금수준 등을 통해 원가를 절감하게 된다. 여기에 베트남 주변 지역과의 낮은 관세를 바탕으로 동남아시아 시장에서의 가격경쟁력이 강화될 것으로 판단된다. 예로, 현재 한국에서 태국으로 캡셀을 수출할 경우 관세 20%가 부과지만, 베트남에서 태국으로 캡셀을 수출하면 2%의 관세로 무역이 가능하다. 베트남 공장에서의 생산품은 원가 우위를 기반으로 상대적으로 단가가 낮은 동남아시아 시장을 공략할 예정이다. 이와 같이 베트남 생산공장은 안정적인 생산량 확보는 물론 동사의 성장 한계를 극복할 수 있는 적절한 대응책으로 판단된다.

V. 서흥캡셀의 매력적인 자산가치

PBR 0.74
절대적 저평가로
투자의 안정성 확보

동사의 주가의 주당 순자산 가치에 대한 비율인 PBR은 0.74이다. 즉, 동사의 주식을 시가총액을 들여서 모두 사들이면 자산으로 부채를 갚고도 돈이 남는 것이다. 그런데 이 값은 장부가액을 기준으로 계산된 값이기 때문에 자산을 구성하는 항목 중에는 실질적으로 처분하여 투자자의 것으로 만들 수 있는 자산의 가치에 대한 분석이 필요하다.

지분법 적용
투자 자산의 가치에는
피투자회사의 순자산
가치를 적용한다

동사는 서흥 베트남 등 현지 법인에 지속적인 투자를 하고 있으며 주요 사업과 연관성 있는 원재료 제조 업체 (주)젤텍 등에 투자함으로써 사업 역량을 집중하려는 모습을 보이고 있다. 이들 회사에 투자한 금액은 장부가액으로 212억 원 가량 되며 자산 총액 1652억 원의 약 12.8%를 차지한다. 그런데 동사의 자산 가치를 알아보기 위해서는 투자 자산의 개념 보다 각 회사의 순 자산 가치를 알아보는 것이 더 유용할 것이다. 지분법 피투자회사의 순자산에 동사가 가지고 있는 지분율을 곱하여 구한 순 자산 가치는 203억 원으로 나왔다. 여기에서 구체적인 실적이 나오지 않은 신설법인인 서흥재팬과 재무제표를 입수하지 못한 (주)뉴트로진은 투자 금액이 크지 않으므로 평가에서 제외하였다.

표 14. 지분법 적용 투자주식

회사명	지분율	취득원가	장부가액
(주)젤텍	42.84%	2,306,320	2,684,253
JUMBO CAPSULE	100.00%	3,949,401	3,835,444
(주)서흥플라즈마	29.01%	5,174,699	3,778,341
(주)에스에이치제약	26.37%	1,154,082	1,154,082
(주)에스에이치팜	100.00%	3,300,000	3,300,000
(주)뉴트로진	30.00%	150,000	1
서흥베트남	100.00%	6,500,421	6,500,421
서흥재팬	100.00%	41,850	41,850
합 계		22,576,773	21,294,392

자료: 동사 공시 자료, 단위: 천원

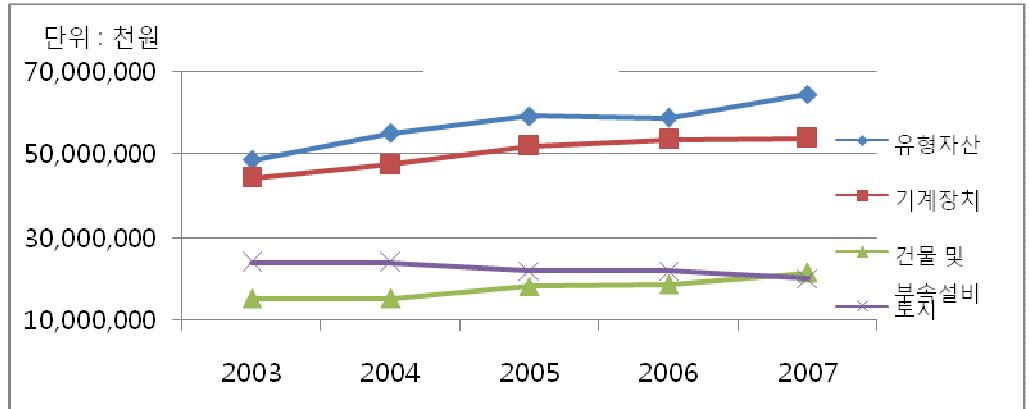
표 15. 지분법 피투자회사 재무정보

회 사 명	대차대조표		(자산총액-부채총액)*지분율
	자산총액	부채총액	
(주)젤텍	30,324,076	23,688,021	2,842,886
JUMBO CAPSULE	13,294,723	9,459,280	3,835,443
(주)서흥플라즈마	22,114,633	11,787,471	2,995,910
(주)에스에이치제약	4,547,532	914,308	958,081
(주)에스에이치팜	3,267,423	0	3,267,423
서흥베트남	7,405,922	940,158	6,465,764
합계	80,954,309	46,789,238	20,365,507

자료: 동사 공시 자료, research 5 team, 단위: 천원

유형자산의 가치에는
공시지가와 실거래가를
반영한 토지의 가치를
적용한다

그림 16. 유형자산



자료: 동사 공시 자료, SMIC Research team 5

동사는 국내 제약사업과 건강식품 시장 성장에 의한 수요를 맞추고 다국적 제약 업체로의 영업 강화를 위해 생산 설비 확충에 노력을 기울임에 따라 유형자산을 꾸준히 늘려왔다.

특히 동사의 유형자산 중 토지에 대한 의미가 크다. 왜냐하면, 2007 년 말에 동사가 보유한 토지의 장부가액은 201 억 원 정도이지만 공시지가는 329 억 원으로 평가되어 있기 때문이다. 따라서 동사의 실질적인 자산 가치는 더욱 늘어나게 된다. 게다가 동사는 장부가액으로 26 억인 부산의 공장부지 중 일부를 2007 년 4 월 108 억 원에 매각하였는데 남아있는 부산의 부지의 장부가액이 26 억 원인 점을 감안하면 실질적으로 남아있는 토지의 가치는 장부가액 보다 80 억 원 가량 더 높게 평가 받을 수 있다.

따라서 부산의 공장 부지 거래가격과 나머지 토지의 공시지가를 반영하여 구한 토지의 가치는 장부가 201 억 원 보다 178 억 원 많은 379 억 원이고 이 값을 반영한 동사의 유형자산은 약 823 억 원이다.

표 17. 보유 토지의 공시지가(단위: 천 원)

구 분	소재지	장부가액	공시지가
공장용지	부천시 송내동	16,584,540	25,637,300
사원주택	인천시 갈산동	127,200	343,200
공장용지	부산시 송정동	2,649,943	6,023,745
사원주택	충북 오창읍	754,569	915,413
합 계		20,116,252	32,919,658

표 18. 거래가와 공시지가를 반영한 유형자산

유형자산(*)	82,351,102
토지	37,900,000
건설중인자산	22,129,727
건물 및 부속설비	21,476,985
(감가상각누계액)	8,235,499
구축물	1,659,182
(감가상각누계액)	856,509
기계장치	53,856,679
(감가상각누계액)	46,901,252
차량운반구	894,938
(감가상각누계액)	700,853
기타유형자산	8,119,544
(감가상각누계액)	6,991,840

자료: 동사 공시 자료, SMIC Research team 5

시가총액 보다 371억 많은 순 자산 가치

동사의 주식을 모두 인수하여 자산을 처분한다고 했을 때 쉽게 처분할 수 없는 재고자산 186억 원에 50%할인을 하고 무형자산 11억 원을 자산에서 제외하고 수정한 유형자산과 지분법적용 투자자산의 가치를 적용해 보면 실질적인 자산의 가치는 장부가보다 54억 원 가량 많은 1714억 원이다. 여기에서 깎아야 할 부채 643억 원을 빼면 1071억 원이 나온다. 동사의 시가총액인 700억 원보다 371억 원이나 많아서 투자의 안정성이 확실히 보장될 수 있다.

부천시의 공장 용지의 실거래가를 추정했을 때의 순 자산가치 -PBR 0.72

부천시 송내동의 공장용지는 공시지가로 256억 원에 달한다. 그런데 주변 비슷한 지역의 실 거래가를 통해서 이 토지의 실 거래가를 추정해서 실제적인 가격을 추정하였다. 이 토지는 행정상 주거 용지로 용도가 변경되어 있는 상태이다. 주변 주거 용지의 시세를 살펴보면 m²당 166만원이다. 따라서 동사가 가지고 있는 18142m²은 실제 가격으로 301억 원에 달한다. 이 가격을 반영하면 위에서 나온 1071억 원의 순 자산가치에 50억 원을 더해준 1121억 원의 순 자산가치를 구할 수 있다.

동사는 뛰어난 시장 점유율을 바탕으로 꾸준한 매출액 성장을 달성 전망

VI. Valuation

1. Terminal Value를 고려한 DCF

국내 제약시장이 지속적으로 성장하고 있고 건강 식품에 대한 수요의 증가에 따라 동사의 제품 수요가 지속적으로 증가할 것으로 보이지만 보수적으로 높은 시장 점유율을 바탕으로 한 매출액 성장률을 5%로 꾸준하다고 가정하고 향후 5년을 예측해 보았다. 2007년에 기타 영업용 순자산이 양의 값으로 잡히면서 2008년 IC가 전기 대비 감소하면서 투자액이 감소하는 효과를 나타내어 예상 현금흐름이 2008년에 일시적으로 크게 인식되었다. 예상 영업이익률은 최근 3개 사업년도 평균인 11.93%를 적용하였다. 또한 동사가 가진 유형자산의 감가상각이 점차 끝나가고 정액법에 의해 일정하게 상각되고 있기 때문에 매출액 대비 감가상각비율은 직전 사업년도 보다 조금 낮은 6%로 가정하였다. 영구성장률은 KDI가 예상한 올해 국내 총생산 증가율인 4.8%로 가정하였다

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
예상매출액	82,180,764	86,289,802	90,604,292	95,134,507	99,891,232	104,885,794
예상EBIT	11,303,872	10,294,373	10,809,092	11,349,547	11,917,024	12,512,875
NOPLAT	8,195,307	7,463,421	7,836,592	8,228,421	8,639,842	9,071,835
(+)유,무형자산 상각비	5,542,684	5,177,388	5,436,258	5,708,070	5,993,474	6,293,148
총현금유입	13,737,991	12,640,809	13,272,849	13,936,492	14,633,316	15,364,982
영업용 운전자본	32,962,549	34,515,921	36,241,717	38,053,803	39,956,493	41,954,318
순유형고정자산	64,567,355	64,717,352	67,953,219	71,350,880	74,918,424	78,664,345
기타 영업용 순자산	5,849,618	(2,588,694)	(2,718,129)	(2,854,035)	(2,996,737)	(3,146,574)
IC	103,379,522	96,644,578	101,476,807	106,550,648	111,878,180	117,472,089
예상ROIC(평균)	9.0%	7.5%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
예상ROIC(기초)	10.4%	7.2%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
IC증가액		(6,734,944)	4,832,229	5,073,840	5,327,532	5,593,909
(+)유,무형자산 상각비	5,542,684	5,177,388	5,436,258	5,708,070	5,993,474	6,293,148
총투자액		(1,557,555)	10,268,486	10,781,911	11,321,006	11,887,057
예상 FCF		14,198,364	3,004,363	3,154,581	3,312,310	3,477,926
할인기간		1	2	3	4	5
현재가치		13,081,003	2,550,104	2,466,890	2,386,393	2,308,521

DCF 방법에 의해서 안전마진 51% 산출

WACC	8.54%		
영구성장률	4.80%		
예상 ROIC(2단계)	10.00%	현재가치의 합	22,792,911
FCFF추정(2단계)	4,717,354	PV of TV	90,828,353
Terminal Value	126,069,646	현금 + 시장성유가증권	33,390,654
		비영업용자산	22,230,516
자기자본비용	11.17%	Value of the Firm	169,242,434
1년치일별베타	0.57246	(-)Value of the Debt	57,471,618
3년치월별베타	0.84286	Value of the Equity	111,770,816
한국시장프리미엄	7.00%	발행주식수	11,205,480
3년만기국채수익률	5.27%	적정주가	9,975
WACC	8.54%	현재주가	6,610
차입금가치(이자발생부채)	57,471,618	안전마진	51%
주주지분가치(시가총액)	74,068,223		
한계조달금리	7.11%		



5년후 기업이 영업활동을
끝내고 청산 가정
- 자산의 현재가치를
바탕으로 적정주가 산출

2. 청산가치를 고려한 DCF - 장부가 기준 / 실 거래가 기준

동사의 자산 가치를 반영한 가치 평가를 하기 위하여 2012년 까지 영업활동을 한 후 기업을 청산하고 청산된 자산은 주주의 몫으로 환원된다고 가정하였다. 따라서 영업으로 인한 현금흐름은 5년 동안만 발생하고 그 후에는 현재의 자산에서 부채를 차감한 순 자산을 가치 평가에 반영하였다. 순 자산을 평가하는 방법으로 2가지 방법을 시도하였는데 첫 번째는 보수적인 관점에서 장부가를 가지고 평가하였고 두 번째로 위에서와 같이 유형자산의 실제 가치를 최대한 반영하여 평가하였다. 이렇게 순자산을 구하여 5년 뒤의 순자산도 현재의 순자산과 같은 금액일 것이라고 가정하고 현재가치로 할인하여 자산과 관련된 적정주가를 산출하여 영업과 관련된 적정주가와 합해줌으로써 동사의 적정주가를 구한다. 재고자산의 경우에는 현금화 하기 힘들기 때문에 50%할인한 가액으로 처리해 주었다.

장부가 기준

안전마진 14% 산출

실거래가 기준

안전마진 33% 산출

		실거래가	장부가
순자산가치		112,100,000	93,100,000
현재가치		80,763,758	67,074,986
예상되는 현금흐름 의현재가치의 합	17,582,290	발행주식수	11,205,480
적정주가(영업)		1,569	1,569
PV of TV	0	적정주가(자산)	7,208
Value of the Equity	17,582,290	적정주가의 합	8,777
발행주식수	11,205,480	현재 주가	6,610
적정주가(영업)	1,569	안전마진	33%
			14%

3. 역사적 PER를 기준으로 한 PM법

동사의 역사적 PER를
이용한 PM법
-일회성 이익을 제외한
보수적인 valuation

현재 동사의 PER은 6.18이다. 이는 동일 업종 기업의 PER이나 동사의 역사적 PER 과 비교해 보았을 때 낮다고 볼 수 있다. PER은 당기순이익을 이용하여 현재의 주가를 평가하는 수치이기 때문에 영업 외적인 수익이나 손실을 반영하게 된다. 동사는 2007년 4월 장부가 보다 82억 가량 높은 가격에 부산의 토지를 매각했다. 이에 따라 당기 순이익이 증가하여 PER이 낮아진 측면이 있다. 본 리서치팀은 일회성 이익을 시장이 어느 정도 반영했다고 보고 현재의 PER로 저평가 국면이라고 평가하기는 힘들다고 보았다.

하지만 2006년의 일시적 수익 악화를 벗어나 2005년 수준의 이익을 낼 것으로 판단하고 화학업종과 제약업종, 제조업체의 평균 PER보다 낮은 2005년과 비슷한 수준의PER 12를 적용하였다. 예상 당기순이익은 2008년 예상 영업이익에 자산 매각 차익을 제외한 2007년과 동일한 영업외수익을 더하고 2007년과 같은 이자비용을 차감하여 예측해 보았다.

PER 기준	년도	2007	2008(E)
안전마진 8% 산출	당기순이익	11,500,000	6,684,818
	적정PER	12	12
	적정 시가총액	138,000,000,000	80,217,817,848
	유통주식수	11,205,480	11,205,480
	적정주가	12,315	7,159
	현재주가	6,610	6,610
	안전마진	86%	8%

향후 자산 매각이
구체화 될 경우
또 한번의 주가 상승
요인이 될 수 있음

2008년의 예상 당기순이익을 바탕으로 한 적정주가가 7159원으로 현재주가 대비 상승여력이 크지 않은 것으로 나타났다. 하지만 동사는 부천시에 있는 토지와 건물을 매각하고 공장을 이전할 계획을 가지고 있으며 2008년 말부터 계획이 구체화 되면서 실제로 자산이 매각된다면 주가 상승의 요인이 될 수 있을 것이다.

