

2023. 11. 14



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02 3779 8468 _ hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	35,000 원
현재주가	28,650 원
상승여력	22.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/13)	2,403.76 pt
시가총액	3,315 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	35,550 / 26,100 원
90 일평균거래대금	3.6 억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(23.12E)	1.0%
BPS(23.12E)	37,181 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 2.7%
	6 개월 0.8%
	12 개월 -15.5%
주주구성	양주환(외 6 인) 52.8%
	Norges Bank(외 1 인) 5.1%
	국민연금공단(외 1 인) 3.9%

Stock Price



서흥 (008490)

3Q23 Review

3Q23 Review

동사의 3Q23 실적은 매출액 1,523억원(-9.1% yoy), 영업이익 94억원(-50.0% yoy, OPM 6.2%), 순이익(지배주주) 1억원(NPM 0.1%)을 기록하였다.

실적부진 이유는 건강기능식품 부문에서 3Q23 465억원(-32.1% yoy)으로 큰 폭의 역 성장을 기록하며, 수익성이 좋지 않았고, 전반적인 원재료 가격 상승에 대한 제품가격 전가가 진행되지 않은 것으로 파악된다. 이러한 건기식 부진을 반영한 캡슐(건기식 포함)의 OP Margin이 3Q22 14.3% → 3Q23 4.8% 수준으로 하락하였다.

3Q23 하드캡슐 부문은 511억원(+3.8% yoy) 수준으로 회복 진행 중이다. 참고로 3Q23 하드캡슐 ASP 4.9원(이베스트 추정치)으로 2021년 3.7원으로 급락한 이후 2022년 4.3원에서 회복되는 모습을 보이고 있다.

동사의 하드캡슐 생산설비는 87대(국내 45대, 베트남 42대)에서 베트남에 10대 추가 (3Q23 +10대 투입, 식물성 설비)로 증가하였다. 이에 2023년 4분기 이후 Capa 증설 효과로 하드캡슐 사업의 외형 확대가 기대되고 2024년 이후에는 수익성 개선도 진행될 것으로 보인다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 35,000원으로 하향

동사의 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 35,000원으로 하향한다. 이는 3Q23 건기식 부진에 따른 실적 악화 및 추정 실적 하향을 반영한 것이다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	596.7	635.0	602.0	647.8	678.2
영업이익	69.6	62.0	46.2	53.4	57.8
순이익(지배주주)	53.7	34.0	13.3	22.0	26.7
EPS (원)	4,641	2,938	1,146	1,897	2,304
증감률 (%)	1.3	-36.7	-61.0	65.6	21.4
PER (x)	9.5	11.5	25.0	15.1	12.4
PBR (x)	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
영업이익률 (%)	11.7	9.8	7.7	8.2	8.5
EBITDA 마진 (%)	18.1	15.4	14.0	13.9	14.1
ROE (%)	14.8	8.4	3.1	5.0	5.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q23 Review

(억원)	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,523	1,676	-9.1%	1,538	-1.0%	1,618	-5.9%
영업이익	94	189	-50.0%	163	-42.2%	175	-46.1%
순이익	1	152	-99.2%	53	-97.9%	104	-98.9%
OPM	6.2%	11.3%		10.6%		10.8%	
NPM	0.1%	9.1%		3.5%		6.5%	

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

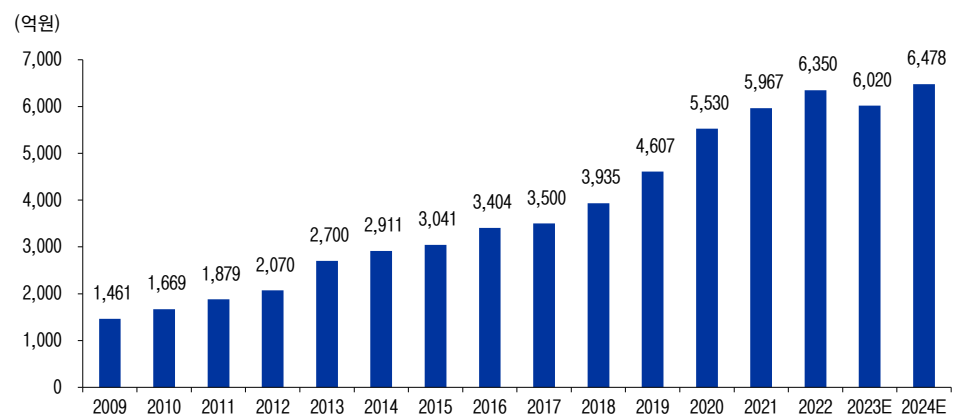
표2 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	6,167	6,595	6,020	6,478	-2.4%	-1.8%
영업이익	554	602	462	534	-16.6%	-11.4%
순이익	261	327	133	220	-49.2%	-32.7%

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표3 연간실적 전망

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,935	4,607	5,530	5,967	6,350	6,020	6,478	6,782
YoY	12.4%	17.1%	20.0%	7.9%	6.4%	-5.2%	7.6%	4.7%
하드캡슐	1,439	1,671	1,639	1,581	1,899	2,009	2,258	2,336
의약품	544	564	554	600	682	723	763	801
건강기능식품	1,427	1,749	2,370	2,695	2,442	1,887	1,957	2,072
원료	439	513	861	937	1,113	1,111	1,116	1,128
상품 & 기타	86	110	105	154	214	290	384	446
% YoY								
하드캡슐	9.7%	16.2%	-1.9%	-3.5%	20.1%	5.8%	12.4%	3.5%
의약품	2.7%	3.6%	-1.6%	8.2%	13.7%	6.1%	5.5%	4.9%
건강기능식품	17.8%	22.6%	35.5%	13.7%	-9.4%	-22.7%	3.7%	5.9%
원료	13.8%	16.9%	67.7%	8.8%	18.8%	-0.2%	0.5%	1.0%
상품 & 기타	41.3%	28.5%	-4.6%	46.3%	38.9%	35.8%	32.2%	16.1%
% of Sales								
하드캡슐	36.6%	36.3%	29.6%	26.5%	29.9%	33.4%	34.9%	34.5%
의약품	13.8%	12.2%	10.0%	10.1%	10.7%	12.0%	11.8%	11.8%
건강기능식품	36.3%	38.0%	42.9%	45.2%	38.5%	31.3%	30.2%	30.5%
원료	11.2%	11.1%	15.6%	15.7%	17.5%	18.5%	17.2%	16.6%
상품 & 기타	2.2%	2.4%	1.9%	2.6%	3.4%	4.8%	5.9%	6.6%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	364	380	415	423	437	429	478	483
YoY	2.7%	4.5%	9.2%	1.8%	3.4%	-1.8%	11.2%	1.0%
젤라틴(톤)	5,890	5,978	6,085	5,761	5,738	6,413	7,129	7,885
YoY	4.5%	1.5%	1.8%	-5.3%	-0.4%	11.8%	11.2%	10.6%
생산기계 대수	75	79	83	87	87	92	97	97
기계 1 대당 생산	4.9	4.8	5.0	4.9	5.0	4.7	4.9	5.0
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.0	4.4	3.9	3.7	4.3	4.7	4.7	4.8
YoY	6.8%	11.2%	-10.2%	-5.2%	16.1%	7.7%	1.1%	2.5%
젤라틴(백만원/톤)	7.5	8.6	14.1	16.3	19.4	17.3	15.7	14.3
YoY	9.0%	15.2%	64.8%	15.0%	19.3%	-10.7%	-9.6%	-8.7%
영업이익	393	474	743	696	620	462	534	578
% of sales	10.0%	10.3%	13.4%	11.7%	9.8%	7.7%	8.2%	8.5%
% YoY	5.4%	20.6%	56.8%	-6.3%	-11.0%	-25.5%	15.5%	8.3%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	293	323	556	584	525	300	372	412
OPM	8.6%	8.1%	12.2%	12.0%	10.4%	6.5%	7.5%	7.9%
원료	87	167	185	122	144	103	109	116
OPM	19.8%	32.5%	21.5%	13.0%	13.0%	9.3%	9.8%	10.2%
기타	13	-16	1	-10	-49	59	53	50

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표4 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	1,639	1,719	1,676	1,316	1,553	1,538	1,523	1,406
YoY	0.0%	11.1%	15.8%	-1.4%	-5.2%	-10.6%	-9.1%	6.9%
하드캡슐	367	599	492	441	497	516	511	485
의약품	181	168	166	167	198	172	177	176
건강기능식품	712	624	685	421	478	518	465	425
원료	330	257	287	239	298	292	259	261
상품 & 기타	48	73	46	47	82	39	110	60
% YoY								
하드캡슐	-12.9%	23.9%	41.8%	33.8%	35.3%	-13.7%	3.8%	9.9%
의약품	13.3%	2.5%	29.8%	12.5%	9.3%	2.7%	6.7%	5.4%
건강기능식품	-5.7%	0.3%	-2.7%	-31.4%	-32.8%	-16.9%	-32.1%	0.7%
원료	28.6%	14.5%	22.8%	7.8%	-9.8%	14.0%	-9.7%	9.2%
상품 & 기타	7.3%	33.7%	30.5%	140.7%	70.6%	-47.2%	139.9%	27.0%
% of Sales								
하드캡슐	22.4%	34.8%	29.4%	33.5%	32.0%	33.6%	33.6%	34.5%
의약품	11.1%	9.8%	9.9%	12.7%	12.8%	11.2%	11.6%	12.5%
건강기능식품	43.5%	36.3%	40.9%	32.0%	30.8%	33.7%	30.6%	30.2%
원료	20.1%	14.9%	17.1%	18.2%	19.2%	19.0%	17.0%	18.6%
상품 & 기타	2.9%	4.2%	2.7%	3.6%	5.3%	2.5%	7.3%	4.2%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	111	103	109	114	102	115	105	107
YoY	13.1%	-7.1%	10.5%	-0.8%	-8.1%	11.6%	-3.6%	-5.8%
젤라틴(톤)	1,463	1,529	1,361	1,385	1,471	1,690	1,654	1,598
YoY	-2.2%	-2.0%	-4.9%	8.8%	0.5%	10.5%	21.5%	15.4%
생산기계 대수	87	87	87	87	87	87	97	97
기계 1 대당 생산	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.1	1.1
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.3	5.8	4.5	3.9	4.8	4.5	4.9	4.5
YoY	-23.0%	33.3%	28.3%	34.8%	47.1%	-22.7%	7.7%	16.8%
젤라틴(백만원/톤)	22.6	16.8	21.1	17.3	20.2	17.3	15.7	16.8
YoY	31.5%	16.9%	29.1%	-0.9%	-10.3%	3.1%	-25.7%	-2.5%
영업이익	180	184	189	68	132	163	94	72
% of sales	11.0%	10.7%	11.3%	5.1%	8.5%	10.6%	6.2%	5.1%
% YoY	-20.3%	-20.1%	60.8%	-45.2%	-26.5%	-11.1%	-50.0%	6.7%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	173	158	192	2	94	116	55	35
OPM	13.7%	11.4%	14.3%	0.2%	8.0%	9.6%	4.8%	3.2%
원료	44	37	48	15	27	30	23	23
OPM	13.5%	14.4%	16.6%	6.3%	9.2%	10.2%	9.0%	8.8%
기타	-37	-12	-51	51	11	17	16	15

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표5 RIM Valuation

(억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Shareholder's Equity	4,213	4,161	4,001	3,959	3,976	4,089	
Total Shareholder's Equity (Year average)	4,046	4,187	4,081	3,980	3,968	4,033	
Net Income	340	132	219	266	310	354	
Dividend	56	44	44	44	44	44	
Payout ratio %	16.4%	33.6%	20.3%	16.7%	14.3%	12.5%	
FROE (Forecasted ROE)	8.4%	3.2%	5.4%	6.7%	7.8%	8.8%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
베타	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	
COE (Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	
ROE Spread (FROE-COE)	1.2%	-4.1%	-1.9%	-0.5%	0.6%	1.5%	
Residual Income	47	-171	-76	-22	23	62	62
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		99%	93%	86%	81%	75%	70%
추정잔여이익의 현재가치		-170	-70	-19	19	47	
계속가치 (2028년 이후)							863
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	7.2%						
추정RI 현재가치	-193						
계속가치 현재가치	605						
Beginning Shareholder's Equity	4,213						
Equity Value for Residual Income	4,625						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	11,569						
자기주식수 (천주)	350						
추정주당가치 (원)	41,220						
적정주당가치 (원)	35,037						
현재주당가격 (원)	28,650						
Potential (%)	22.3%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	318.6	399.9	505.5	488.9	477.7
현금 및 현금성자산	26.3	37.0	185.2	146.2	119.9
매출채권 및 기타채권	95.1	94.9	90.1	96.9	101.5
재고자산	182.0	236.8	198.5	213.6	223.7
기타유동자산	15.2	31.1	31.6	32.2	32.7
비유동자산	491.4	526.5	548.3	580.4	610.0
관계기업투자등	43.7	42.8	40.6	43.7	45.7
유형자산	411.9	427.9	455.0	480.8	506.4
무형자산	7.1	5.9	5.5	5.0	4.6
자산총계	810.0	926.4	1,053.8	1,069.3	1,087.7
유동부채	236.4	281.3	401.5	400.1	398.0
매입채무 및 기타채무	23.2	38.2	29.1	31.3	32.8
단기금융부채	205.5	231.8	361.2	357.6	354.0
기타유동부채	7.8	11.3	11.3	11.3	11.3
비유동부채	143.7	175.4	173.7	172.0	170.4
장기금융부채	137.6	172.9	171.2	169.5	167.8
기타비유동부채	6.1	2.5	2.5	2.5	2.6
부채총계	380.1	456.7	575.2	572.1	568.4
지배주주지분	387.8	421.3	430.1	448.8	471.0
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	363.6	392.6	401.4	420.0	442.2
비지배주주지분(연결)	42.1	48.4	48.4	48.4	48.4
자본총계	429.9	469.7	478.5	497.1	519.4

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	66.9	52.9	85.8	33.5	46.7
당기순이익(손실)	59.3	40.6	16.8	26.4	31.9
비현금수익비용가감	60.6	72.7	35.2	27.1	28.2
유형자산감가상각비	37.7	35.1	37.4	36.4	37.1
무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
기타현금수익비용	22.4	37.2	-2.7	-9.7	-9.3
영업활동 자산부채변동	-29.3	-37.1	33.7	-20.0	-13.4
매출채권 감소(증가)	-6.4	11.2	4.9	-6.9	-4.6
재고자산 감소(증가)	-10.7	-53.8	38.3	-15.1	-10.0
매입채무 증가(감소)	-2.4	9.0	-9.1	2.2	1.5
기타자산, 부채변동	-9.7	-3.5	-0.3	-0.3	-0.3
투자활동 현금	-56.8	-93.4	-62.4	-65.6	-64.9
유형자산처분(취득)	-36.5	-61.9	-64.4	-62.3	-62.6
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-16.0	-17.9	2.0	-3.3	-2.3
기타투자활동	-4.3	-13.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-23.2	50.5	124.9	-6.9	-8.0
차입금의 증가(감소)	-15.9	56.1	129.3	-3.6	-3.6
자본의 증가(감소)	-7.3	-5.6	-4.4	-3.3	-4.4
배당금의 지급	7.3	5.6	-4.4	-3.3	-4.4
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-11.3	10.7	148.2	-39.1	-26.2
기초현금	37.6	26.3	37.0	185.2	146.2
기말현금	26.3	37.0	185.2	146.2	119.9

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	596.7	635.0	602.0	647.8	678.2
매출원가	470.5	497.7	497.5	532.6	556.2
매출총이익	126.2	137.3	104.5	115.2	122.0
판매비 및 관리비	56.6	75.3	58.3	61.8	64.2
영업이익	69.6	62.0	46.2	53.4	57.8
(EBITDA)	107.8	97.5	84.1	90.2	95.3
금융손익	0.0	-9.1	-12.7	-13.5	-13.4
이자비용	7.7	11.2	13.7	14.6	14.5
관계기업등 투자손익	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.9	-9.0	-3.9	-2.2
세전계속사업이익	74.8	51.9	24.4	35.9	42.1
계속사업법인세비용	15.6	11.3	7.6	9.5	10.2
계속사업이익	59.3	40.6	16.8	26.4	31.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.3	40.6	16.8	26.4	31.9
지배주주	53.7	34.0	13.3	22.0	26.7
총포괄이익	62.9	44.7	16.8	26.4	31.9
매출총이익률 (%)	21.2	21.6	17.4	17.8	18.0
영업이익률 (%)	11.7	9.8	7.7	8.2	8.5
EBITDA 마진률 (%)	18.1	15.4	14.0	13.9	14.1
당기순이익률 (%)	9.9	6.4	2.8	4.1	4.7
ROA (%)	6.8	3.9	1.3	2.1	2.5
ROE (%)	14.8	8.4	3.1	5.0	5.8
ROIC (%)	8.1	6.6	4.1	5.0	5.3

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	11.5	25.0	15.1	12.4
P/B	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.6	7.5	7.8	7.7	7.5
P/CF	4.3	3.4	6.4	6.2	5.5
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.0	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	7.9	6.4	-5.2	7.6	4.7
영업이익	-6.3	-11.0	-25.5	15.5	8.3
세전이익	3.7	-30.6	-53.0	47.0	17.3
당기순이익	0.1	-31.5	-58.6	56.8	21.0
EPS	1.3	-36.7	-61.0	65.6	21.4
안정성 (%)					
부채비율	88.4	97.2	120.2	115.1	109.4
유동비율	134.8	142.2	125.9	122.2	120.0
순차입금/자기자본(x)	72.0	73.7	68.0	72.2	73.1
영업이익/금융비용(x)	9.0	5.5	3.4	3.7	4.0
총차입금 (십억원)	343.0	404.8	532.4	527.1	521.8
순차입금 (십억원)	309.5	346.4	325.6	359.1	379.9
주당지표 (원)					
EPS	4,641	2,938	1,146	1,897	2,304
BPS	33,517	36,419	37,181	38,790	40,710
CFPS	10,366	9,797	4,497	4,625	5,198
DPS	500	400	300	400	400

서흥 목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

21/11

22/05

22/11

23/05

23/11

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.11.05	신규	정흥식									
2022.05.16	Buy	50,000	-24.4		-32.1						
2022.10.25	Buy	45,000	-21.0		-27.4						
2023.04.05	Buy	40,000	-20.1		-29.0						
2023.11.14	Buy	35,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정흥식).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 건을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)