

2024. 1. 12



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

_hsjeong@ebestsec.co.kr

Hold (하향)

목표주가 (하향)	30,000 원
현재주가	27,850 원
상승여력	7.7%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/11)	2,540.27pt
시가총액	3,222 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	33,950 / 26,100 원
90 일평균거래대금	2.3 억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(23.12E)	1.1%
BPS(23.12E)	36,701 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -0.2%
	6 개월 6.8%
	12 개월 -22.1%
주주구성	양주환 (외 6 인) 52.8%
	국민연금공단 5.0%

Stock Price



서흥 (008490)

2024년 회복 기대감

하드캡슐: Capa 증설 효과 기대감

동사의 하드캡슐 부문은 2023년 3분기 증설을 완료(식물성 +10대 설비, 생산설비: 87대 → 97대 베트남 52대 & 오송 45대)하고 4Q23부터 신규 설비에 대한 생산을 시작하였다. 다만, 신규 설비의 생산 시작 이후 고객사로의 공급까지 시간이 다소 걸릴 것으로 보여 증설효과는 2Q24 이후 하드캡슐 부문의 매출액 증가로 이어질 가능성이 높다.

4Q23에는 글로벌 하드캡슐 경기 둔화로 재고가 증가한 것으로 파악되나, 2024년에는 2분기 이후 회복이 진행되며 큰 어려움 없이 YoY 성장이 유지될 것으로 기대된다.

건강기능식품: 수출이 증가한다면..

동사의 건강기능식품 부문은 2022년 ~ 2023년 역성장이 진행되었다. 이유는 대형 고객사들의 자체적인 생산설비 도입으로 OEM 공급이 감소했기 때문이다. 그리고 현재 동사의 건강기능식품 수출이 미미한 수준이기 때문에 이러한 국내 고객사의 주문감소가 수출로 전환되지 않아 수익성이 낮아진 바 있다.

이러한 분위기는 4Q23에도 이어지고 있는 것으로 파악되지만, 2024년에 점진적인 회복기대감이 있다. 글로벌 신규 고객사가 유입되며 해외 OEM 물량이 증가하는 것으로 진행되기 때문이다. 이에 동사의 건강기능식품 사업의 실적은 2023년 저점 이후 2024년 회복이 기대된다.

투자의견 Hold, 목표주가 30,000원으로 하향

동사의 투자의견 Hold, 목표주가는 35,000원 → 30,000원으로 하향한다. 이는 건강기능식품의 부진이 지속되고 있기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation으로 산출하였다. 동사의 건강기능식품이 2023년 부진했지만 2024년에는 해외 고객선 다각화가 진행될 가능성이 높으며, 이러한 공급이 실적 개선에 얼마나 영향을 주는지 살펴봐야 할 것이다. 이에 향후 건강기능식품 사업의 본격적인 성장이 진행되는 시기에 다시 투자의견 Buy로 상향할 계획이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	596.7	635.0	591.6	638.8	668.1
영업이익	69.6	62.0	39.2	46.8	51.3
순이익(지배주주)	59.3	40.6	10.4	23.6	28.4
EPS (원)	4,641	2,938	666	1,755	1,974
증감률 (%)	1.3	-36.7	-77.3	163.3	12.5
PER (x)	9.5	11.5	41.8	15.9	14.1
PBR (x)	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
영업이익률 (%)	11.7	9.8	6.6	7.3	7.7
EBITDA 마진 (%)	18.1	15.4	13.0	13.1	13.3
ROE (%)	14.8	8.4	1.8	4.7	5.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 분기실적 전망

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	1,553	1,538	1,523	1,302	1,578	1,632	1,680	1,497
YoY	-5.2%	-10.6%	-9.1%	-1.0%	1.7%	6.2%	10.3%	15.0%
하드캡슐	497	516	511	470	504	553	564	552
의약품	198	172	177	169	207	181	184	176
건강기능식품	478	518	465	356	445	531	526	430
원료	298	292	259	247	335	328	291	277
상품 & 기타	82	39	110	60	86	40	114	62
% YoY								
하드캡슐	35.3%	-13.7%	3.8%	6.6%	1.6%	7.1%	10.4%	17.5%
의약품	9.3%	2.7%	6.7%	1.1%	4.5%	4.9%	4.4%	3.9%
건강기능식품	-32.8%	-16.9%	-32.1%	-15.4%	-6.9%	2.4%	13.1%	20.7%
원료	-9.8%	14.0%	-9.7%	3.2%	12.5%	12.0%	12.2%	12.2%
상품 & 기타	70.6%	-47.2%	139.9%	27.0%	5.5%	4.9%	3.4%	3.6%
% of Sales								
하드캡슐	32.0%	33.6%	33.6%	36.1%	32.0%	33.9%	33.6%	36.9%
의약품	12.8%	11.2%	11.6%	13.0%	13.1%	11.1%	11.0%	11.7%
건강기능식품	30.8%	33.7%	30.6%	27.4%	28.2%	32.5%	31.3%	28.7%
원료	19.2%	19.0%	17.0%	19.0%	21.2%	20.1%	17.3%	18.5%
상품 & 기타	5.3%	2.5%	7.3%	4.6%	5.5%	2.5%	6.8%	4.1%
영업이익	132	163	94	2	109	130	140	89
% of sales	8.5%	10.6%	6.2%	0.2%	6.9%	8.0%	8.3%	5.9%
% YoY	-26.5%	-11.1%	-50.0%	n/a	-17.7%	-20.3%	48.4%	n/a

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표2 연간실적 전망

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,935	4,607	5,530	5,967	6,350	5,916	6,388	6,681
YoY	12.4%	17.1%	20.0%	7.9%	6.4%	-6.8%	8.0%	4.6%
하드캡슐	1,439	1,671	1,639	1,581	1,899	1,994	2,174	2,254
의약품	544	564	554	600	682	716	748	778
건강기능식품	1,427	1,749	2,370	2,695	2,442	1,819	1,933	2,071
원료	439	513	861	937	1,113	1,097	1,231	1,269
상품 & 기타	86	110	105	154	214	290	303	309
% YoY								
하드캡슐	9.7%	16.2%	-1.9%	-3.5%	20.1%	5.0%	9.0%	3.7%
의약품	2.7%	3.6%	-1.6%	8.2%	13.7%	5.0%	4.4%	4.0%
건강기능식품	17.8%	22.6%	35.5%	13.7%	-9.4%	-25.5%	6.3%	7.1%
원료	13.8%	16.9%	67.7%	8.8%	18.8%	-1.5%	12.2%	3.1%
상품 & 기타	41.3%	28.5%	-4.6%	46.3%	38.9%	35.8%	4.3%	2.1%
영업이익	393	474	743	696	620	392	468	513
% of sales	10.0%	10.3%	13.4%	11.7%	9.8%	6.6%	7.3%	7.7%
% YoY	5.4%	20.6%	56.8%	-6.3%	-11.0%	-36.7%	19.2%	9.6%

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표3 RIM Valuation

(억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Shareholder's Equity	4,213	4,133	3,970	3,902	3,876	3,936	
Total Shareholder's Equity (Year average)	4,046	4,173	4,052	3,936	3,889	3,906	
Net Income	340	77	204	228	266	306	
Dividend	56	44	33	44	44	44	
Payout ratio %	16.4%	57.6%	16.4%	19.5%	16.7%	14.5%	
FROE (Forecasted ROE)	8.4%	1.8%	5.0%	5.8%	6.8%	7.8%	
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	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	
COE (Cost of Equity)	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	
ROE Spread (FROE-COE)	1.0%	-5.6%	-2.4%	-1.6%	-0.6%	0.4%	
Residual Income	39	-233	-97	-64	-23	16	16
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		100%	93%	87%	81%	75%	70%
추정잔여이익의 현재가치		-233	-91	-56	-18	12	
계속가치 (2028년 이후)							217
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1-normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	7.4%						
추정RI 현재가치	-385						
계속가치 현재가치	152						
Beginning Shareholder's Equity	4,213						
Equity Value for Residual Income	3,980						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	11,569						
자기주식수 (천주)	350						
추정주당가치 (원)	35,472						
적정주당가치 (원)	30,152	← 유동성을 고려한 15% discount					
현재주당가격 (원)	27,850						
Potential (%)	8.3%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	318.6	399.9	501.8	484.0	469.7
현금 및 현금성자산	26.3	37.0	186.5	145.5	116.7
매출채권 및 기타채권	95.1	94.9	88.5	95.6	100.0
재고자산	182.0	236.8	195.1	210.7	220.3
기타유동자산	15.2	31.1	31.6	32.2	32.7
비유동자산	491.4	526.5	545.9	577.7	606.5
관계기업투자등	43.7	42.8	39.9	43.1	45.1
유형자산	411.9	427.9	454.1	479.4	504.3
무형자산	7.1	5.9	5.5	5.0	4.6
자산총계	810.0	926.4	1,047.7	1,061.7	1,076.2
유동부채	236.4	281.3	401.0	399.7	397.5
매입채무 및 기타채무	23.2	38.2	28.6	30.9	32.3
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	574.7	571.7	567.9
지배주주지분	387.8	421.3	424.6	441.6	460.0
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	395.9	412.8	431.2
비지배주주지분(연결)	42.1	48.4	48.4	48.4	48.4
자본총계	429.9	469.7	473.0	490.0	508.3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	66.9	52.9	85.5	30.9	43.3
당기순이익(손실)	59.3	40.6	10.4	23.6	28.4
비현금수익비용가감	60.6	72.7	36.8	28.1	27.9
유형자산감가상각비	37.7	35.1	37.3	36.3	37.0
무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
기타현금수익비용	22.4	37.2	-0.9	-8.6	-9.5
영업활동 자산부채변동	-29.3	-37.1	38.2	-20.7	-12.9
매출채권 감소(증가)	-6.4	11.2	6.4	-7.1	-4.4
재고자산 감소(증가)	-10.7	-53.8	41.7	-15.6	-9.7
매입채무 증가(감소)	-2.4	9.0	-9.6	2.3	1.4
기타자산, 부채변동	-9.7	-3.5	-0.3	-0.3	-0.3
투자활동 현금	-56.8	-93.4	-60.8	-65.0	-64.1
유형자산처분(취득)	-36.5	-61.9	-63.5	-61.6	-61.9
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-16.0	-17.9	2.7	-3.4	-2.2
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	149.5	-41.0	-28.8
기초현금	37.6	26.3	37.0	186.5	145.5
기말현금	26.3	37.0	186.5	145.5	116.7

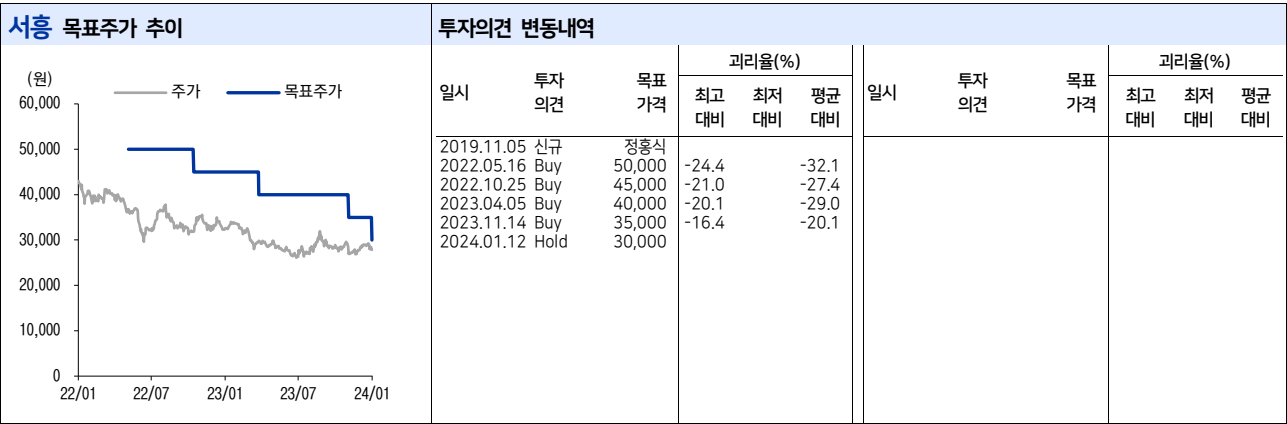
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주 IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	596.7	635.0	591.6	638.8	668.1
매출원가	470.5	497.7	495.5	530.3	552.9
매출총이익	126.2	137.3	96.1	108.5	115.2
판매비 및 관리비	56.6	75.3	56.9	61.7	64.0
영업이익	69.6	62.0	39.2	46.8	51.3
(EBITDA)	107.8	97.5	77.0	83.5	88.6
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	-9.1	-3.1	-1.5
세전계속사업이익	74.8	51.9	17.4	30.1	36.3
계속사업법인세비용	15.6	11.3	7.0	6.5	7.9
계속사업이익	59.3	40.6	10.4	23.6	28.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.3	40.6	10.4	23.6	28.4
지배주주	53.7	34.0	7.7	20.3	22.8
총포괄이익	62.9	44.7	10.4	23.6	28.4
매출총이익률 (%)	21.2	21.6	16.2	17.0	17.2
영업이익률 (%)	11.7	9.8	6.6	7.3	7.7
EBITDA 마진률 (%)	18.1	15.4	13.0	13.1	13.3
당기순이익률 (%)	9.9	6.4	1.8	3.7	4.3
ROA (%)	6.8	3.9	0.8	1.9	2.1
ROE (%)	14.8	8.4	1.8	4.7	5.1
ROIC (%)	8.1	6.6	3.1	4.7	4.8

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	11.5	41.8	15.9	14.1
P/B	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.6	7.5	8.4	8.2	8.0
P/CF	4.3	3.4	6.8	6.2	5.7
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.1	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	7.9	6.4	-6.8	8.0	4.6
영업이익	-6.3	-11.0	-36.7	19.2	9.6
세전이익	3.7	-30.6	-66.5	72.7	20.9
당기순이익	0.1	-31.5	-74.4	126.8	20.6
EPS	1.3	-36.7	-77.3	163.3	12.5
안정성 (%)					
부채비율	88.4	97.2	121.5	116.7	111.7
유동비율	134.8	142.2	125.1	121.1	118.2
순차입금/자기자본(x)	72.0	73.7	68.6	73.4	75.4
영업이익/금융비용(x)	9.0	5.5	2.9	3.2	3.5
총차입금 (십억원)	343.0	404.8	532.4	527.1	521.8
순차입금 (십억원)	309.5	346.4	324.3	359.7	383.1
주당지표 (원)					
EPS	4,641	2,938	666	1,755	1,974
BPS	33,517	36,419	36,701	38,168	39,757
CFPS	10,366	9,797	4,083	4,463	4,863
DPS	500	400	300	400	400



Compliance Notice

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

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 3 자에게 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)	투자의견 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	91.6% 8.4% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기 존 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)