COMPANY UPDATE

2024. 5. 16

Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
hsjeong@ebestsec.co.kr

서흥 (016580)

1Q24 Review: 외형은 성장, 수익성 부진

Hold (유지)

목표주가 (하향)	25,000 원
현재주가	22,450 원
상승여력	11.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (5/14)		2,730.34 pt
시가총액		2,597 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가/최저가		31,950 / 20,900 원
90 일평균거래대금		2.77 억원
외국인 지분율		8.6%
배당수익률(24.12E)		0.4%
BPS(24.12E)		37,989 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.9%
	6 개월	-28.9%
	12 개월	-33.5%
주주구성	양주환(외 6 인)	52.8%
	Norges Bank	5.1%
	국민연금공단	5.0%

Stock Price

1Q24 Review

동사의 1Q24 실적은 매출액 1,653억원(+6.5% yoy), 영업이익 121억원(-8.4% yoy, OPM 7.3%), 순이익(지배주주) 51억원(-14.8% yoy, NPM 3.1%)을 기록하였다. 이는 지난 4Q22이후 6분기 영업이익 하락이 지속되고 있는 상황이다.

부문별 실적을 살펴보면, 하드캡슐 599억원(+20.7% yoy), 의약품 185억원(-6.5% yoy), 건강기능식품 535억원(+11.9% yoy), 원료 266억원(-10.6% yoy) 수준으로 하드캡슐과 건강기능식품에서 외형이 회복되는 모습을 보였다.

이러한 외형성장에도 불구하고 영업이익이 하락한 이유는 건강기능식품 부문에서 수익성이 낮아진 것으로 추정되는데, 이는 1Q24 캡슐(건기식 포함)의 OP Margin이 1Q23 8.0% → 1Q24 3.8% 수준으로 하락한 것을 보면 알 수 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 올해에는 수익성 개선도 기대된다.

투자의견 매수 Hold, 목표주가 25,000원으로 하향

동사의 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 25,000원으로 하향한다. 이는 1Q24 YoY 외형 확대로 전환하였지만, 수익성 개선이 진행되지 않아 여전히 Valuation 부담이 있기 때문이다. 향후 수익성 개선이 본격화 되는 시기에 다시 매수의견을 제시할 계획이다. 참고로 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	635.0	594.6	630.2	661.1	692.2
영업이익	62.0	43.0	43.1	45.5	48.3
순이익	34.0	6.1	14.9	18.0	21.0
EPS (원)	2,938	529	1,292	1,555	1,816
증감률 (%)	-36.7	-82.0	144.2	20.4	16.7
PER (x)	11.5	54.3	17.4	14.4	12.4
PBR (x)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
영업이익률 (%)	9.8	7.2	6.8	6.9	7.0
EBITDA 마진 (%)	15.4	13.4	13.0	13.0	13.1
ROE (%)	8.4	1.4	3.5	4.0	4.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 1Q24 Review

(억원)	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,653	1,553	6.5%	1,332	24.1%	1,578	4.8%
영업이익	121	132	-8.4%	40	201.2%	109	10.9%
순이익	51	60	-14.8%	-53	-195.7%	104	-51.0%
OPM	7.3%	8.5%		3.0%		6.9%	
NPM	3.1%	3.9%		-4.0%		6.6%	

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	1,553	1,538	1,523	1,332	1,653	1,563	1,660	1,425
YoY	*-5.2%*	*-10.6%*	*-9.1%*	*1.2%*	*6.5%*	*1.6%*	*9.0%*	*7.0%*
하드캡슐	497	516	511	434	599	522	539	409
의약품	198	172	177	127	185	173	177	127
건강기능식품	478	518	465	430	535	536	555	551
원료	298	292	259	285	266	292	274	281
상품 & 기타	82	39	110	56	67	40	114	58
% YoY								
하드캡슐	*35.3%*	*-13.7%*	*3.8%*	*-1.6%*	*20.7%*	*1.1%*	*5.5%*	*-5.7%*
의약품	*9.3%*	*2.7%*	*6.7%*	*-24.3%*	*-6.5%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.3%*
건강기능식품	*-32.8%*	*-16.9%*	*-32.1%*	*2.1%*	*11.9%*	*3.5%*	*19.3%*	*28.0%*
원료	*-9.8%*	*14.0%*	*-9.7%*	*19.3%*	*-10.6%*	*-0.3%*	*5.8%*	*-1.7%*
상품 & 기타	*70.6%*	*-47.2%*	*139.9%*	*19.2%*	*-17.9%*	*4.7%*	*3.2%*	*3.4%*
% of Sales								
하드캡슐	32.0%	33.6%	33.6%	32.6%	36.3%	33.4%	32.5%	28.7%
의약품	12.8%	11.2%	11.6%	9.5%	11.2%	11.1%	10.7%	8.9%
건강기능식품	30.8%	33.7%	30.6%	32.3%	32.4%	34.3%	33.4%	38.6%
원료	19.2%	19.0%	17.0%	21.4%	16.1%	18.6%	16.5%	19.7%
상품 & 기타	5.3%	2.5%	7.3%	4.2%	4.1%	2.6%	6.9%	4.1%
영업이익	132	163	94	40	121	100	108	101
% of sales	8.5%	10.6%	6.2%	3.0%	7.3%	6.4%	6.5%	7.1%
% YoY	*-26.5%*	*-11.1%*	*-50.0%*	*-40.6%*	*-8.4%*	*-38.8%*	*14.8%*	*152.7%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	94	116	55	-15	50	51	58	54
OPM	8.0%	9.6%	4.8%	-1.5%	3.8%	4.1%	4.5%	5.0%
원료	27	30	23	14	23	21	21	22
OPM	9.2%	10.2%	9.0%	4.9%	8.7%	7.4%	7.5%	7.8%
기타	11	17	16	41	48	28	30	25

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

이베스트투자증권

표3 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	6,236	6,600	6,302	6,611	1.1%	0.2%
영업이익	460	505	431	455	-6.4%	-9.9%
순이익	204	248	150	180	-26.6%	-27.3%

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	5,530	5,967	6,350	5,946	6,302	6,611	6,922	7,178
YoY	*20.0%*	*7.9%*	*6.4%*	*-6.4%*	*6.0%*	*4.9%*	*4.7%*	*3.7%*
하드캡슐	1,639	1,581	1,899	1,958	2,069	2,152	2,260	2,340
의약품	554	600	682	674	663	654	645	638
건강기능식품	2,370	2,695	2,442	1,892	2,177	2,428	2,653	2,848
원료	861	937	1,113	1,135	1,113	1,101	1,089	1,079
상품 & 기타	105	154	214	287	279	276	274	273
% YoY								
하드캡슐	*-1.9%*	*-3.5%*	*20.1%*	*3.1%*	*5.7%*	*4.0%*	*5.0%*	*3.5%*
의약품	*-1.6%*	*8.2%*	*13.7%*	*-1.2%*	*-1.6%*	*-1.4%*	*-1.3%*	*-1.2%*
건강기능식품	*35.5%*	*13.7%*	*-9.4%*	*-22.5%*	*15.1%*	*11.5%*	*9.2%*	*7.4%*
원료	*67.7%*	*8.8%*	*18.8%*	*2.0%*	*-2.0%*	*-1.1%*	*-1.0%*	*-1.0%*
상품 & 기타	*-4.6%*	*46.3%*	*38.9%*	*34.1%*	*-2.6%*	*-1.3%*	*-0.6%*	*-0.3%*
% of Sales								
하드캡슐	29.6%	26.5%	29.9%	32.9%	32.8%	32.6%	32.7%	32.6%
의약품	10.0%	10.1%	10.7%	11.3%	10.5%	9.9%	9.3%	8.9%
건강기능식품	42.9%	45.2%	38.5%	31.8%	34.6%	36.7%	38.3%	39.7%
원료	15.6%	15.7%	17.5%	19.1%	17.7%	16.6%	15.7%	15.0%
상품 & 기타	1.9%	2.6%	3.4%	4.8%	4.4%	4.2%	4.0%	3.8%
영업이익	743	696	620	430	431	455	483	511
% of sales	13.4%	11.7%	9.8%	7.2%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%
% YoY	*56.8%*	*-6.3%*	*-11.0%*	*-30.6%*	*0.2%*	*5.7%*	*6.1%*	*5.8%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	556	584	525	250	213	241	271	301
OPM	12.2%	12.0%	10.4%	5.5%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%
원료	185	122	144	94	87	90	94	98
OPM	21.5%	13.0%	13.0%	8.3%	7.8%	8.2%	8.6%	9.1%
기타	1	-10	-49	85	131	124	118	112

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

이베스트투자증권 리서

표5 RIM Valuation

(억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Total Shareholder's Equity	4,771	4,909	5,078	5,277	5,505	5,762	
Total Shareholder's Equity	4,734	4,840	4,993	5,177	5,391	5,633	
Net Income	61	150	180	210	239	267	
Dividend	45	11	11	11	11	11	
Payout ratio %	72.8%	7.4%	6.2%	5.3%	4.7%	4.2%	
FROE (Forecasted ROE)	1.3%	3.1%	3.6%	4.1%	4.4%	4.7%	
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	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	
COE (Cost of Equity)	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	
ROE Spread (FROE-COE)	-5.8%	-4.0%	-3.5%	-3.0%	-2.7%	-2.4%	
Residual Income	-275	-194	-174	-157	-144	-133	-133
PVIF (including Mid-year adj.		94%	88%	82%	77%	72%	67%
추정잔여이익의 현재가치		-	-	-	-	-	
계속가치 (2029 년 이후)							-
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	7.1%						
추정 RI 현재가치	-672						
계속가치 현재가치	-1,250						
Beginning Shareholder's	4,771						
Equity Value for Residual	2,848						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	11,569						
자기주식수 (천주)	350						
추정주당가치 (원)	25,388						
현재주당가격 (원)	22,400						
Potential (%)	13.3%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권 리서치센터

서흥 (016580)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	399.9	431.2	444.6	463.8	486.7
현금 및 현금성자산	37.0	38.7	50.9	51.7	55.9
매출채권 및 기타채권	94.9	112.0	109.7	115.1	120.5
재고자산	236.8	259.8	263.2	276.1	289.1
기타유동자산	31.1	20.6	20.8	21.0	21.2
비유동자산	526.5	562.6	559.2	554.3	548.9
관계서흥투자등	42.8	32.5	34.5	36.2	37.9
유형자산	427.9	444.5	433.1	421.2	408.6
무형자산	5.9	6.0	7.3	8.6	9.9
자산총계	**926.4**	**993.7**	**1,003.7**	**1,018.1**	**1,035.6**
유동부채	281.3	441.4	438.3	436.5	434.8
매입채무 및 기타재무	38.2	41.5	42.2	44.3	46.4
단기금융부채	231.8	393.7	389.8	385.9	382.0
기타유동부채	11.3	6.2	6.3	6.4	6.4
비유동부채	175.4	75.2	74.5	73.8	73.1
장기금융부채	172.9	74.2	73.5	72.8	72.0
기타비유동부채	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	**456.7**	**516.7**	**512.8**	**510.3**	**507.9**
지배주주지분	421.3	425.7	439.5	456.4	476.3
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	392.6	396.8	410.7	427.5	447.4
비지배주주지분(연결)	48.4	51.4	51.4	51.4	51.4
자본총계	**469.7**	**477.1**	**490.9**	**507.8**	**527.7**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**635.0**	**594.6**	**630.2**	**661.1**	**692.2**
매출원가	497.7	492.9	532.9	559.2	585.4
매출총이익	**137.3**	**101.6**	**97.3**	**101.8**	**106.7**
판매비 및 관리비	75.3	58.6	54.2	56.3	58.4
영업이익	**62.0**	**43.0**	**43.1**	**45.5**	**48.3**
(EBITDA)	97.5	79.4	81.7	86.0	90.7
금융손익	-9.1	-19.4	-20.2	-20.0	-19.8
이자비용	11.2	19.7	22.2	22.1	22.0
관계서흥등 투자손익	0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
기타영업외손익	-0.9	-2.5	13.0	14.2	15.3
세전계속사업이익	**51.9**	**14.0**	**28.9**	**32.8**	**36.8**
계속사업법인세비용	11.3	5.1	10.2	10.3	10.5
계속사업이익	40.6	8.9	18.7	22.5	26.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**40.6**	**8.9**	**18.7**	**22.5**	**26.3**
지배주주	34.0	6.1	14.9	18.0	21.0
총포괄이익	**44.7**	**8.9**	**18.7**	**22.5**	**26.3**
매출총이익률 (%)	21.6	17.1	15.4	15.4	15.4
영업이익률 (%)	9.8	7.2	6.8	6.9	7.0
EBITDA 마진률 (%)	15.4	13.4	13.0	13.0	13.1
당기순이익률 (%)	6.4	1.5	3.0	3.4	3.8
ROA (%)	3.9	0.6	1.5	1.8	2.0
ROE (%)	8.4	1.4	3.5	4.0	4.5
ROIC (%)	6.6	3.3	3.2	3.6	4.0

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**52.9**	**10.5**	**54.8**	**44.4**	**49.2**
당기순이익(손실)	40.6	8.9	18.7	22.5	26.3
비현금수익비용가감	72.7	78.8	36.4	38.1	39.3
유형자산감가상각비	35.1	36.1	38.3	40.2	42.1
무형자산상각비	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
기타현금수익비용	37.2	42.3	-2.2	-2.4	-3.2
영업활동 자산부채변동	-37.1	-48.2	-0.3	-16.2	-16.3
매출채권 감소(증가)	1.5	-10.5	2.4	-5.4	-5.4
재고자산 감소(증가)	-53.8	-23.5	-3.4	-12.9	-13.0
매입채무 증가(감소)	9.0	0.6	0.7	2.1	2.1
기타자산, 부채변동	6.2	-14.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-93.4**	**-65.9**	**-37.6**	**-38.7**	**-40.0**
유형자산처분(취득)	-61.9	-50.4	-26.9	-28.2	-29.5
무형자산 감소(증가)	0.1	-0.1	-1.6	-1.6	-1.6
투자자산 감소(증가)	-19.2	10.8	-9.1	-8.8	-8.8
기타투자활동	-12.5	-26.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**50.5**	**57.0**	**-5.0**	**-5.0**	**-5.0**
차입금의 증가(감소)	56.1	61.5	-3.9	-3.9	-3.9
자본의 증가(감소)	-5.6	-4.5	-1.1	-1.1	-1.1
배당금의 지급	5.6	4.5	-1.1	-1.1	-1.1
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**10.7**	**1.7**	**12.2**	**0.8**	**4.3**
기초현금	26.3	37.0	38.7	50.9	51.7
기말현금	37.0	38.7	50.9	51.7	55.9

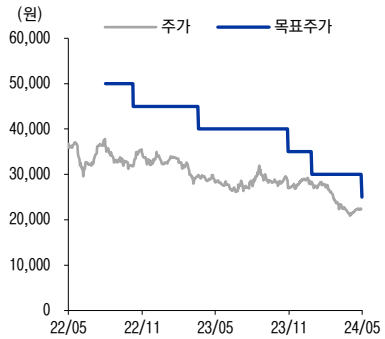
주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	11.5	54.3	17.4	14.4	12.4
P/B	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.5	9.4	8.1	7.6	7.1
P/CF	3.4	3.8	4.7	4.3	4.0
배당수익률 (%)	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	6.4	-6.4	6.0	4.9	4.7
영업이익	-11.0	-30.6	0.2	5.7	6.1
세전이익	-30.6	-73.0	106.0	13.4	12.2
당기순이익	-31.5	-78.1	110.6	20.4	16.7
EPS	-36.7	-82.0	144.2	20.4	16.7
안정성 (%)					
부채비율	97.2	108.3	104.5	100.5	96.2
유동비율	142.2	97.7	101.4	106.2	111.9
순차입금/자기자본(x)	73.7	87.5	81.6	77.8	73.2
영업이익/금융비용(x)	5.5	2.2	1.9	2.1	2.2
총차입금 (십억원)	404.8	468.0	463.3	458.7	454.1
순차입금 (십억원)	346.4	417.6	400.6	395.1	386.1
주당지표 (원)					
EPS	2,938	529	1,292	1,555	1,816
BPS	36,419	36,794	37,989	39,448	41,168
CFPS	9,797	7,576	4,764	5,243	5,666
DPS	400	100	100	100	100

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

이베스트투자증권 리서치센터

서흥 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.11.05	신규	정홍식			
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	-16.4		-20.1
2024.01.12	Hold	30,000	-5.5		-18.1
2024.05.14	Hold	25,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

이베스트투자증권 리서치센터

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 제3자에게 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)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)

이베스트투