

서흥 (008490)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | Mid-Small Cap | 2024.11.14

3Q24 Review

3Q24 Review

동사의 3Q24 실적은 매출액 1,666억원(+9.4% yoy), 영업이익 74억원(-21.3% yoy, OPM 4.5%), 순이익(지배주주) 106억원(NPM 6.4%)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치 Sales 1,653억원, OP 105원 대비 매출액은 부합했으나, 영업이익은 -29.5% 하회한 것이다. 참고로 순이익이 높은 이유는 일회성 영업외수익(매각예정자산 처분이익 108억원)이 반영된 것이다.

부문별 실적을 살펴보면, 하드캡슐 516억원(+1.0% yoy), 의약품 145억원(-17.9% yoy), 건강기능식품 690억원(+48.3% yoy), 원료 265억원(+2.2% yoy) 수준으로 건강기능식품 부문에서 큰 폭으로 외형이 회복되는 모습을 보였다.

이러한 외형성장에도 불구하고 영업이익이 하락한 이유는 건강기능식품 부문에서 수익성이 낮아진 것으로 추정되는데, 이는 3Q24 캡슐(건기식 포함)의 OP Margin이 3Q23 4.8% → 3Q24 2.8% 수준으로 하락한 것을 보면 알 수 있다.

수출비용 상승 & 목표주가 조정

동사의 투자 의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 20,000원 → 15,000원(-25.0%)으로 하향한다. 이는 3Q24 영업이익 기대치 이하의 실적, 2025년 영업이익 추정치 하향(-18.4%), 건강기능 식품 부문에서 둔화된 이익이 아직 회복세를 보이지 않기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였으며, Target P/E 10.9배(12MF EPS 1,373원 기준, 2025년 EPS YoY 감소 이유는 2024년에 일회성 영업외수익 108억원에 대한 높은 Base Effect를 반영한 것임) 수준이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	635.0	594.6	649.9	701.8	752.3
영업이익	62.0	43.0	36.7	38.7	40.7
순이익	34.0	6.1	19.6	15.1	17.9
EPS (원)	2,938	529	1,692	1,309	1,547
증감률 (%)	-36.7	-82.0	219.9	-22.6	18.2
PER (x)	11.5	54.3	7.9	10.2	8.6
PBR (x)	0.9	0.8	0.3	0.3	0.3
영업이익률 (%)	9.8	7.2	5.7	5.5	5.4
EBITDA 마진 (%)	15.4	13.4	11.8	11.6	11.5
ROE (%)	8.4	1.4	4.5	3.4	3.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, LS증권 리서치센터

Analyst 정홍식
hsjeong@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (하향)	15,000 원
현재주가	13,300 원
상승여력	12.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/13)	2,417.08pt
시가총액	1,539 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	29,300 / 13,300 원
90 일 일평균거래대금	1.47 억원
외국인 지분율	8.6%
배당수익률(24.12E)	0.6%
BPS(24.12E)	38,390 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -14.2%
	6개월 -28.9%
	12개월 -54.1%
주주구성	양주환 (외 6인) 52.8%
	Norges Bank (외 1인) 5.1%
	자사주 (외 1인) 3.9%

Stock Price



표1 3Q24 Review: 순이익이 높은 이유는 일회성 매각예정자산 처분이익(영업외수익) 108억원 반영

(억원)	3Q24	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	기준추정치	오차
매출액	1,666	1,523	9.4%	1,728	-3.6%	1,653	0.8%
영업이익	74	94	-21.3%	110	-32.2%	105	-29.5%
순이익	106	1	n/a	19	n/a	18	n/a
OPM	4.5%	6.2%		6.3%		6.4%	
NPM	6.4%	0.1%		1.1%		1.1%	

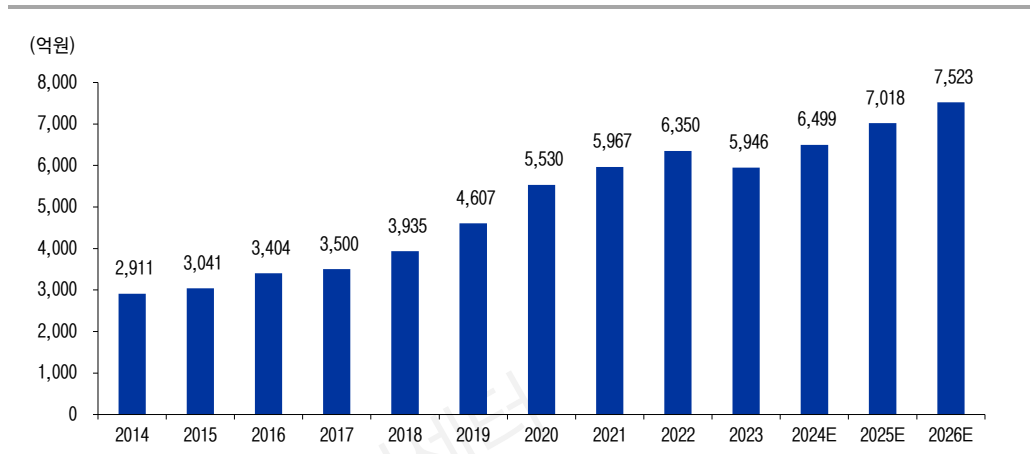
자료: 서흥, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	6,504	6,965	6,499	7,018	-0.1%	0.8%
영업이익	437	474	367	387	-15.8%	-18.4%
순이익	105	142	196	152	86.0%	7.2%

자료: 서흥, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이



자료: 서흥, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 전망

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	1,553	1,538	1,523	1,332	1,653	1,728	1,666	1,452
YoY	-5.2%	-10.6%	-9.1%	1.2%	6.5%	12.4%	9.4%	9.0%
하드캡슐	497	516	511	434	599	557	516	437
의약품	198	172	177	127	185	160	145	122
건강기능식품	478	518	465	430	535	719	690	597
원료	298	292	259	285	266	274	265	271
상품 & 기타	82	39	110	56	67	18	49	25
% YoY								
하드캡슐	35.3%	-13.7%	3.8%	-1.6%	20.7%	7.8%	1.0%	0.8%
의약품	9.3%	2.7%	6.7%	-24.3%	-6.5%	-7.2%	-17.9%	-3.6%
건강기능식품	-32.8%	-16.9%	-32.1%	2.1%	11.9%	38.7%	48.3%	38.7%
원료	-9.8%	14.0%	-9.7%	19.3%	-10.6%	-6.3%	2.2%	-4.9%
상품 & 기타	70.6%	-47.2%	139.9%	19.2%	-17.9%	-52.2%	-55.6%	-55.6%
% of Sales								
하드캡슐	32.0%	33.6%	33.6%	32.6%	36.3%	32.2%	31.0%	30.1%
의약품	12.8%	11.2%	11.6%	9.5%	11.2%	9.2%	8.7%	8.4%
건강기능식품	30.8%	33.7%	30.6%	32.3%	32.4%	41.6%	41.4%	41.1%
원료	19.2%	19.0%	17.0%	21.4%	16.1%	15.9%	15.9%	18.7%
상품 & 기타	5.3%	2.5%	7.3%	4.2%	4.1%	1.1%	2.9%	1.7%
영업이익	132	163	94	40	121	110	74	63
% of sales	8.5%	10.6%	6.2%	3.0%	7.3%	6.3%	4.5%	4.3%
% YoY	-26.5%	-11.1%	-50.0%	-40.6%	-8.4%	-32.9%	-21.3%	56.3%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	94	116	55	-15	50	73	38	31
OPM	8.0%	9.6%	4.8%	-1.5%	3.8%	5.1%	2.8%	2.7%
원료	27	30	23	14	23	30	21	20
OPM	9.2%	10.2%	9.0%	4.9%	8.7%	11.0%	8.1%	7.3%
기타	11	17	16	41	48	7	15	12

자료: 서흥, LS증권 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	6,499	7,018	7,523	7,951
YoY	20.0%	7.9%	6.4%	-6.4%	9.3%	8.0%	7.2%	5.7%
하드캡슐	1,639	1,581	1,899	1,958	2,110	2,171	2,254	2,302
의약품	554	600	682	674	612	623	633	642
건강기능식품	2,370	2,695	2,442	1,892	2,541	2,977	3,385	3,757
원료	861	937	1,113	1,135	1,077	1,079	1,078	1,074
상품 & 기타	105	154	214	287	160	168	173	175
% YoY								
하드캡슐	-1.9%	-3.5%	20.1%	3.1%	7.8%	2.9%	3.8%	2.1%
의약품	-1.6%	8.2%	13.7%	-1.2%	-9.1%	1.8%	1.6%	1.4%
건강기능식품	35.5%	13.7%	-9.4%	-22.5%	34.3%	17.1%	13.7%	11.0%
원료	67.7%	8.8%	18.8%	2.0%	-5.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%
상품 & 기타	-4.6%	46.3%	38.9%	34.1%	-44.4%	5.6%	2.8%	1.4%
% of Sales								
하드캡슐	29.6%	26.5%	29.9%	32.9%	32.5%	30.9%	30.0%	29.0%
의약품	10.0%	10.1%	10.7%	11.3%	9.4%	8.9%	8.4%	8.1%
건강기능식품	42.9%	45.2%	38.5%	31.8%	39.1%	42.4%	45.0%	47.3%
원료	15.6%	15.7%	17.5%	19.1%	16.6%	15.4%	14.3%	13.5%
상품 & 기타	1.9%	2.6%	3.4%	4.8%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%
영업이익	743	696	620	430	367	387	407	424
% of sales	13.4%	11.7%	9.8%	7.2%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%
% YoY	56.8%	-6.3%	-11.0%	-30.6%	-14.5%	5.3%	5.1%	4.3%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	556	584	525	250	192	213	233	252
OPM	12.2%	12.0%	10.4%	5.5%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
원료	185	122	144	94	94	97	100	103
OPM	21.5%	13.0%	13.0%	8.3%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%
기타	1	-10	-49	85	81	77	73	70

자료: 서흥, LS증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표5 RIM Valuation

(억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Total Shareholder's Equity	4,771	4,955	5,096	5,264	5,455	5,668	
Total Shareholder's Equity (Year average)	4,734	4,863	5,025	5,180	5,359	5,561	
Net Income	61	196	152	179	202	224	
Dividend	45	11	11	11	11	11	
Payout ratio %	72.8%	5.7%	7.3%	6.2%	5.5%	5.0%	
FROE (Forecasted ROE)	1.3%	4.0%	3.0%	3.4%	3.8%	4.0%	
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	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
COE (Cost of Equity)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
ROE Spread (FROE-COE)	-6.7%	-4.0%	-5.0%	-4.5%	-4.2%	-4.0%	
Residual Income	-317	-193	-250	-236	-226	-221	-221
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		99%	91%	85%	78%	73%	67%
추정잔여이익의 현재가치		-191	-229	-199	-177	-160	
계속가치 (2029 년 이후)							-2,761
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	8.0%						
추정 RI 현재가치	-956						
계속가치 현재가치	-1,854						
Beginning Shareholder's Equity	4,771						
Equity Value for Residual Income	1,961						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	11,569						
자기주식수 (천주)	450						
추정주당가치 (원)	17,632						
적정주당가치 (원)	14,987	← 유동성을 고려한 15% discount 적용					
현재주당가격 (원)	13,300						
Potential (%)	12.7%						

자료: LS증권 리서치센터

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	399.9	431.2	447.2	461.8	480.3
현금 및 현금성자산	37.0	38.7	41.8	25.5	13.9
매출채권 및 기타채권	94.9	112.0	113.1	122.2	130.9
재고자산	236.8	259.8	271.5	293.1	314.2
기타유동자산	31.1	20.6	20.8	21.0	21.2
비유동자산	526.5	562.6	562.5	560.8	558.0
관계서휴투자등	42.8	32.5	35.6	38.4	41.2
유형자산	427.9	444.5	432.8	420.0	406.4
무형자산	5.9	6.0	7.3	8.6	9.9
자산총계	926.4	993.7	1,009.7	1,022.6	1,038.3
유동부채	281.3	441.4	439.6	439.3	438.8
매입채무 및 기타채무	38.2	41.5	43.5	47.0	50.4
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	514.1	513.0	511.9
지배주주지분	421.3	425.7	444.1	458.2	475.0
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	415.3	429.3	446.1
비지배주주지분(연결)	48.4	51.4	51.4	51.4	51.4
자본총계	469.7	477.1	495.5	509.6	526.4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름					
당기순이익(손실)	635.0	594.6	649.9	701.8	752.3
비현금수익비용가감	497.7	492.9	554.3	600.4	645.3
유형자산감가상각비	137.3	101.6	95.7	101.4	107.0
무형자산상각비	75.3	58.6	58.9	62.7	66.3
기타현금수익비용	62.0	43.0	36.7	38.7	40.7
영업활동 자산부채변동	97.5	79.4	76.6	81.7	86.8
매출채권 감소(증가)	-9.1	-19.4	-20.1	-19.9	-19.6
재고자산 감소(증가)	11.2	19.7	22.2	22.1	22.0
매입채무 증가(감소)	0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
기타자산, 부채변동	-0.9	-2.5	22.7	12.1	13.5
투자활동 현금흐름	51.9	14.0	32.3	24.0	27.5
유형자산처분(취득)	11.3	5.1	10.3	6.9	7.4
무형자산 감소(증가)	40.6	8.9	22.0	17.1	20.1
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	40.6	8.9	22.0	17.1	20.1
재무활동 현금흐름	34.0	6.1	19.6	15.1	17.9
차입금의 증가(감소)	44.7	8.9	22.0	17.1	20.1
자본의 증가(감소)	21.6	17.1	14.7	14.4	14.2
배당금의 지급	9.8	7.2	5.7	5.5	5.4
기타재무활동	15.4	13.4	11.8	11.6	11.5
현금의 증가	6.4	1.5	3.4	2.4	2.7
기초현금	3.9	0.6	2.0	1.5	1.7
기말현금	8.4	1.4	4.5	3.4	3.8

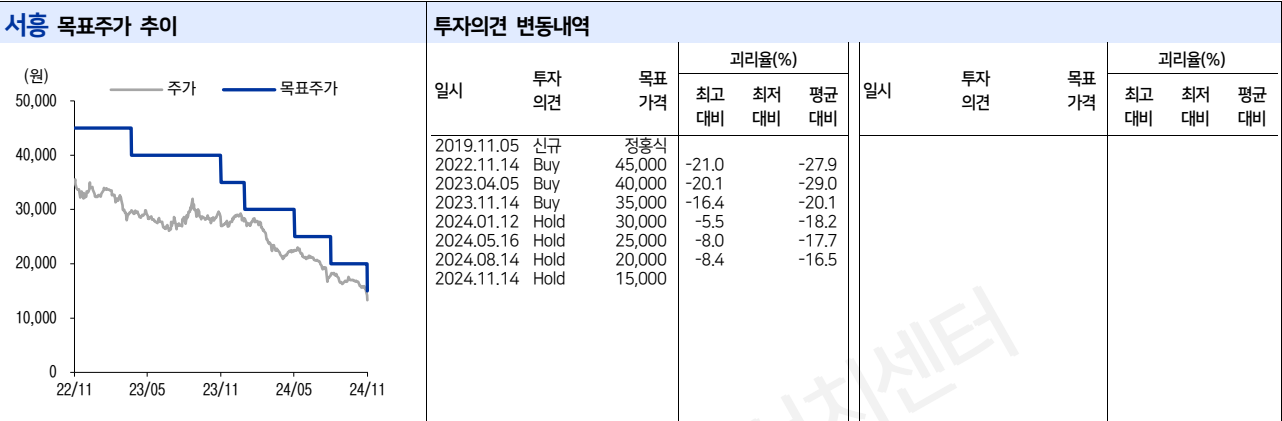
자료: 서흥, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	635.0	594.6	649.9	701.8	752.3
매출원가	497.7	492.9	554.3	600.4	645.3
매출총이익	137.3	101.6	95.7	101.4	107.0
판매비 및 관리비	75.3	58.6	58.9	62.7	66.3
영업이익	62.0	43.0	36.7	38.7	40.7
(EBITDA)	97.5	79.4	76.6	81.7	86.8
금융손익	-9.1	-19.4	-20.1	-19.9	-19.6
이자비용	11.2	19.7	22.2	22.1	22.0
관계서휴등 투자손익	0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
기타영업외손익	-0.9	-2.5	22.7	12.1	13.5
세전계속사업이익	51.9	14.0	32.3	24.0	27.5
계속사업법인세비용	11.3	5.1	10.3	6.9	7.4
계속사업이익	40.6	8.9	22.0	17.1	20.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.6	8.9	22.0	17.1	20.1
지배주주	34.0	6.1	19.6	15.1	17.9
총포괄이익	44.7	8.9	22.0	17.1	20.1
매출총이익률 (%)	21.6	17.1	14.7	14.4	14.2
영업이익률 (%)	9.8	7.2	5.7	5.5	5.4
EBITDA 마진률 (%)	15.4	13.4	11.8	11.6	11.5
당기순이익률 (%)	6.4	1.5	3.4	2.4	2.7
ROA (%)	3.9	0.6	2.0	1.5	1.7
ROE (%)	8.4	1.4	4.5	3.4	3.8
ROIC (%)	6.6	3.3	2.9	3.1	3.3

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	11.5	54.3	7.9	10.2	8.6
P/B	0.9	0.8	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.5	9.4	7.4	7.0	6.7
P/CF	3.4	3.8	2.6	2.7	2.4
배당수익률 (%)	1.2	0.3	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	6.4	-6.4	9.3	8.0	7.2
영업이익	-11.0	-30.6	-14.5	5.3	5.1
세전이익	-30.6	-73.0	130.5	-25.8	14.8
당기순이익	-31.5	-78.1	148.0	-22.6	18.2
EPS	-36.7	-82.0	219.9	-22.6	18.2
안정성 (%)					
부채비율	97.2	108.3	103.8	100.7	97.3
유동비율	142.2	97.7	101.7	105.1	109.4
순차입금/자기자본(x)	73.7	87.5	82.7	82.7	81.3
영업이익/금융비용(x)	5.5	2.2	1.7	1.8	1.9
총차입금 (십억원)	404.8	468.0	463.3	458.7	454.1
순차입금 (십억원)	346.4	417.6	409.7	421.2	428.1
주당지표(원)					
EPS	2,938	529	1,692	1,309	1,547
BPS	36,419	36,794	38,390	39,603	41,054
CFPS	9,797	7,576	5,041	4,970	5,493
DPS	400	100	100	100	100



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 당사에 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 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (서흥)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15%~+15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경 투자의견 비율은 2023.10.1 ~ 2024.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)