2023. 5. 16

서흥 (008490)

1Q23 Review

Company Analysis | Mid-Small Cap
Analyst 정홍식
02 3779 8468 _ hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	40,000 원
현재주가	28,800 원
상승여력	38.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (5/15)		2,479.35 pt
시가총액		3,332 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가/최저가		37,800 / 28,000 원
90 일평균거래대금		3.65 억원
외국인 지분율		9.6%
배당수익률(23.12E)		1.4%
BPS(23.12E)		38,747 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.2%
	6 개월	-18.9%
	12 개월	-16.7%
주주구성	양주환(외 6 인)	52.8%
	국민연금공단(외 1 인)	5.0%
	자사주(외 1 인)	3.9%

Stock Price

1Q23 Review

동사의 1Q23 실적은 매출액 1,553억원(-5.2% yoy), 영업이익 132억원(-26.5% yoy, OPM 8.5%), 순이익(지배주주) 60억원(-55.3% yoy, NPM 3.9%)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치 Sales 1,683억원, OP 186억원을 크게 하회한 것이다.

실적이 부진한 이유는 건강기능식품 부문에서 1Q23 478억원(-32.8% yoy)으로 큰 폭의 역성장을 기록했기 때문이다. 이를 반영한 캡슐(건기식포함)의 OP Margin이 1Q22 13.7% → 1Q23 8.0% 수준으로 하락하였다. 참고로 2021년 ~ 2022년 동사의 OPM 하락을 이끌었던 수출비용(해상운임지수 등의 영향)은 1Q22 89억원 → 1Q23 28억원으로 하락하였다.

그래도 긍정적인 부문은 1Q23 하드캡슐 497억원(+35.3% yoy) 수준의 회복이 나타났으며, 하드캡슐 ASP도 4.8원(이베스트 추정치)으로 2021년 3.7원으로 급락한 이후 2022년 4.3원에서 회복되는 모습을 보이고 있다.

동사의 하드캡슐 생산 설비는 현재 87대(국내 45대, 베트남 42대)에서 상반기에 베트남에 10대 추가(2Q23 +10대 투입 예정, 동물성 설비)를 진행하고 있다. 이에 2023년 하반기 이후 Capa 증설 효과로 하드캡슐 사업의 외형 확대가 기대되고 2024년 이후에는 수익성 개선도 진행될 것으로 보인다.

건기식 감소: 고객사의 주문 영향

동사의 건강기능식품 부문은 2023년 둔화된 모습을 보이고 있다. 이는 고객사들이 자체 생산 비중을 확대하면서 동사의 주문이 줄어든 것으로 파악된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	596.7	635.0	636.0	667.2	695.5
영업이익	69.6	62.0	59.7	62.2	64.7
순이익(지배주주)	53.7	34.0	31.4	35.0	37.7
EPS (원)	4,641	2,938	2,712	3,026	3,259
증감률 (%)	1.3	-36.7	-7.7	11.6	7.7
PER (x)	9.5	11.5	10.6	9.5	8.8
PBR (x)	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7
영업이익률 (%)	11.7	9.8	9.4	9.3	9.3
EBITDA 마진 (%)	18.1	15.4	15.4	14.9	14.7
ROE (%)	14.8	8.4	7.2	7.6	7.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **연간실적 전망**

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**3,935**	**4,607**	**5,530**	**5,967**	**6,350**	**6,360**	**6,672**	**6,955**
YoY	*12.4%*	*17.1%*	*20.0%*	*7.9%*	*6.4%*	*0.2%*	*4.9%*	*4.2%*
하드캡슐	1,439	1,671	1,639	1,581	1,899	2,221	2,432	2,528
의약품	544	564	554	600	682	752	822	891
건강기능식품	1,427	1,749	2,370	2,695	2,442	1,959	1,882	1,920
원료	439	513	861	937	1,113	1,134	1,157	1,182
상품 & 기타	86	110	105	154	214	292	378	434
% YoY								
하드캡슐	*9.7%*	*16.2%*	*-1.9%*	*-3.5%*	*20.1%*	*17.0%*	*9.5%*	*3.9%*
의약품	*2.7%*	*3.6%*	*-1.6%*	*8.2%*	*13.7%*	*10.4%*	*9.3%*	*8.4%*
건강기능식품	*17.8%*	*22.6%*	*35.5%*	*13.7%*	*-9.4%*	*-19.8%*	*-4.0%*	*2.0%*
원료	*13.8%*	*16.9%*	*67.7%*	*8.8%*	*18.8%*	*1.9%*	*2.0%*	*2.1%*
상품 & 기타	*41.3%*	*28.5%*	*-4.6%*	*46.3%*	*38.9%*	*36.7%*	*29.4%*	*14.7%*
% of Sales								
하드캡슐	36.6%	36.3%	29.6%	26.5%	29.9%	34.9%	36.5%	36.3%
의약품	13.8%	12.2%	10.0%	10.1%	10.7%	11.8%	12.3%	12.8%
건강기능식품	36.3%	38.0%	42.9%	45.2%	38.5%	30.8%	28.2%	27.6%
원료	11.2%	11.1%	15.6%	15.7%	17.5%	17.8%	17.3%	17.0%
상품 & 기타	2.2%	2.4%	1.9%	2.6%	3.4%	4.6%	5.7%	6.2%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	364	380	415	423	437	461	498	503
YoY	*2.7%*	*4.5%*	*9.2%*	*1.8%*	*3.4%*	*5.6%*	*8.0%*	*1.0%*
젤라틴(톤)	5,890	5,978	6,085	5,761	5,738	6,081	6,426	6,773
YoY	*4.5%*	*1.5%*	*1.8%*	*-5.3%*	*-0.4%*	*6.0%*	*5.7%*	*5.4%*
생산기계 대수	75	79	83	87	87	91	97	97
기계 1 대당 생산	4.9	4.8	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.0	4.4	3.9	3.7	4.3	4.8	4.9	5.0
YoY	*6.8%*	*11.2%*	*-10.2%*	*-5.2%*	*16.1%*	*10.8%*	*1.4%*	*2.9%*
젤라틴(백만원/톤)	7.5	8.6	14.1	16.3	19.4	18.7	18.0	17.4
YoY	*9.0%*	*15.2%*	*64.8%*	*15.0%*	*19.3%*	*-3.8%*	*-3.5%*	*-3.1%*
영업이익	**393**	**474**	**743**	**696**	**620**	**597**	**622**	**647**
% of sales	10.0%	10.3%	13.4%	11.7%	9.8%	9.4%	9.3%	9.3%
% YoY	*5.4%*	*20.6%*	*56.8%*	*-6.3%*	*-11.0%*	*-3.6%*	*4.1%*	*4.1%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	293	323	556	584	525	440	463	486
OPM	8.6%	8.1%	12.2%	12.0%	10.4%	8.9%	9.0%	9.1%
원료	87	167	185	122	144	121	124	128
OPM	19.8%	32.5%	21.5%	13.0%	13.0%	10.6%	10.7%	10.8%
기타	13	-16	1	-10	-49	36	35	33

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 **분기실적 전망**

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	**1,639**	**1,719**	**1,676**	**1,316**	**1,553**	**1,611**	**1,643**	**1,552**
YoY	*0.0%*	*11.1%*	*15.8%*	*-1.4%*	*-5.2%*	*-6.3%*	*-2.0%*	*18.0%*
하드캡슐	367	599	492	441	497	522	552	651
의약품	181	168	166	167	198	183	184	187
건강기능식품	712	624	685	421	478	532	545	405
원료	330	257	287	239	298	282	303	251
상품 & 기타	48	73	46	47	82	92	59	59
% YoY								
하드캡슐	*-12.9%*	*23.9%*	*41.8%*	*33.8%*	*35.3%*	*-12.9%*	*12.1%*	*47.6%*
의약품	*13.3%*	*2.5%*	*29.8%*	*12.5%*	*9.3%*	*9.2%*	*11.1%*	*11.9%*
건강기능식품	*-5.7%*	*0.3%*	*-2.7%*	*-31.4%*	*-32.8%*	*-14.7%*	*-20.5%*	*-4.0%*
원료	*28.6%*	*14.5%*	*22.8%*	*7.8%*	*-9.8%*	*9.9%*	*5.6%*	*4.9%*
상품 & 기타	*7.3%*	*33.7%*	*30.5%*	*140.7%*	*70.6%*	*26.4%*	*29.1%*	*25.5%*
% of Sales								
하드캡슐	22.4%	34.8%	29.4%	33.5%	32.0%	32.4%	33.6%	41.9%
의약품	11.1%	9.8%	9.9%	12.7%	12.8%	11.4%	11.2%	12.1%
건강기능식품	43.5%	36.3%	40.9%	32.0%	30.8%	33.0%	33.1%	26.1%
원료	20.1%	14.9%	17.1%	18.2%	19.2%	17.5%	18.5%	16.2%
상품 & 기타	2.9%	4.2%	2.7%	3.6%	5.3%	5.7%	3.6%	3.8%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	111	103	109	114	102	108	119	132
YoY	*13.1%*	*-7.1%*	*10.5%*	*-0.8%*	*-8.1%*	*4.2%*	*9.6%*	*16.2%*
젤라틴(톤)	1,463	1,529	1,361	1,385	1,471	1,615	1,463	1,532
YoY	*-2.2%*	*-2.0%*	*-4.9%*	*8.8%*	*0.5%*	*5.6%*	*7.5%*	*10.6%*
생산기계 대수	87	87	87	87	87	87	92	97
기계 1 대당 생산	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.3	5.8	4.5	3.9	4.8	4.9	4.6	4.9
YoY	*-23.0%*	*33.3%*	*28.3%*	*34.8%*	*47.1%*	*-16.4%*	*2.3%*	*27.0%*
젤라틴(백만원/톤)	22.6	16.8	21.1	17.3	20.2	17.2	21.4	17.2
YoY	*31.5%*	*16.9%*	*29.1%*	*-0.9%*	*-10.3%*	*2.6%*	*1.5%*	*-0.5%*
영업이익	**180**	**184**	**189**	**68**	**132**	**190**	**188**	**88**
% of sales	11.0%	10.7%	11.3%	5.1%	8.5%	11.8%	11.4%	5.6%
% YoY	*-20.3%*	*-20.1%*	*60.8%*	*-45.2%*	*-26.5%*	*3.2%*	*-0.4%*	*29.5%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	173	158	192	2	94	146	145	55
OPM	13.7%	11.4%	14.3%	0.2%	8.0%	11.8%	11.3%	4.4%
원료	44	37	48	15	27	34	34	25
OPM	13.5%	14.4%	16.6%	6.3%	9.2%	12.0%	11.4%	10.0%
기타	-37	-12	-51	51	11	10	9	8

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	318.6	399.9	385.9	382.8	383.3
현금 및 현금성자산	26.3	37.0	49.4	30.7	17.2
매출채권 및 기타채권	95.1	94.9	95.2	99.8	104.1
재고자산	182.0	236.8	209.7	220.0	229.4
기타유동자산	15.2	31.1	31.6	32.2	32.7
비유동자산	491.4	526.5	555.9	587.2	617.3
관계기업투자등	43.7	42.8	42.9	45.0	46.9
유형자산	411.9	427.9	457.7	484.8	511.2
무형자산	7.1	5.9	5.5	5.0	4.6
자산총계	**810.0**	**926.4**	**941.9**	**969.9**	**1,000.6**
유동부채	236.4	281.3	271.5	270.7	269.8
매입채무 및 기타재무	23.2	38.2	30.7	32.2	33.6
단기금융부채	205.5	231.8	229.5	227.2	224.9
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**	**445.2**	**442.7**	**440.2**
지배주주지분	387.8	421.3	448.3	478.8	512.1
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	419.5	450.1	483.3
비지배주주지분(연결)	42.1	48.4	48.4	48.4	48.4
자본총계	**429.9**	**469.7**	**496.7**	**527.2**	**560.5**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**596.7**	**635.0**	**636.0**	**667.2**	**695.5**
매출원가	470.5	497.7	511.4	537.7	561.1
매출총이익	**126.2**	**137.3**	**124.5**	**129.5**	**134.3**
판매비 및 관리비	56.6	75.3	64.8	67.3	69.6
영업이익	**69.6**	**62.0**	**59.7**	**62.2**	**64.7**
(EBITDA)	107.8	97.5	97.8	99.3	102.6
금융손익	0.0	-9.1	-11.5	-11.4	-11.3
이자비용	7.7	11.2	12.5	12.5	12.4
관계기업등 투자손익	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.9	-0.4	0.7	1.7
세전계속사업이익	**74.8**	**51.9**	**47.7**	**51.4**	**55.0**
계속사업법인세비용	15.6	11.3	11.0	11.6	12.3
계속사업이익	59.3	40.6	36.7	39.8	42.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**59.3**	**40.6**	**36.7**	**39.8**	**42.8**
지배주주	53.7	34.0	31.4	35.0	37.7
총포괄이익	**62.9**	**44.7**	**36.7**	**39.8**	**42.8**
매출총이익률 (%)	21.2	21.6	19.6	19.4	19.3
영업이익률 (%)	11.7	9.8	9.4	9.3	9.3
EBITDA 마진률 (%)	18.1	15.4	15.4	14.9	14.7
당기순이익률 (%)	9.9	6.4	5.8	6.0	6.2
ROA (%)	6.8	3.9	3.4	3.7	3.8
ROE (%)	14.8	8.4	7.2	7.6	7.6
ROIC (%)	8.1	6.6	5.9	6.0	5.9

현금흐름표

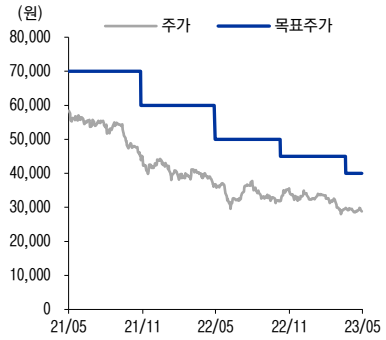
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**66.9**	**52.9**	**86.8**	**54.2**	**59.2**
당기순이익(손실)	59.3	40.6	36.7	39.8	42.8
비현금수익비용가감	60.6	72.7	31.0	28.2	28.9
유형자산감가상각비	37.7	35.1	37.6	36.7	37.5
무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
기타현금수익비용	22.4	37.2	-7.1	-8.9	-8.9
영업활동 자산부채변동	-29.3	-37.1	19.1	-13.8	-12.5
매출채권 감소(증가)	-6.4	11.2	-0.2	-4.7	-4.2
재고자산 감소(증가)	-10.7	-53.8	27.1	-10.3	-9.3
매입채무 증가(감소)	-2.4	9.0	-7.5	1.5	1.4
기타자산, 부채변동	-9.7	-3.5	-0.3	-0.3	-0.3
투자활동 현금	**-56.8**	**-93.4**	**-67.7**	**-66.1**	**-66.1**
유형자산처분(취득)	-36.5	-61.9	-67.4	-63.8	-63.9
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-16.0	-17.9	-0.3	-2.4	-2.2
기타투자활동	-4.3	-13.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-23.2**	**50.5**	**-6.8**	**-6.7**	**-6.7**
차입금의 증가(감소)	-15.9	56.1	-2.3	-2.3	-2.3
자본의 증가(감소)	-7.3	-5.6	-4.4	-4.4	-4.4
배당금의 지급	7.3	5.6	-4.4	-4.4	-4.4
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-11.3**	**10.7**	**12.4**	**-18.7**	**-13.6**
기초현금	37.6	26.3	37.0	49.4	30.7
기말현금	26.3	37.0	49.4	30.7	17.2

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	11.5	10.6	9.5	8.8
P/B	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.6	7.5	6.8	6.8	6.7
P/CF	4.3	3.4	4.9	4.9	4.6
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	7.9	6.4	0.2	4.9	4.2
영업이익	-6.3	-11.0	-3.6	4.1	4.1
세전이익	3.7	-30.6	-8.1	7.7	7.1
당기순이익	0.1	-31.5	-9.5	8.4	7.4
EPS	1.3	-36.7	-7.7	11.6	7.7
안정성 (%)					
부채비율	88.4	97.2	89.6	84.0	78.5
유동비율	134.8	142.2	142.1	141.4	142.1
순차입금/자기자본(x)	72.0	73.7	66.4	65.3	63.1
영업이익/금융비용(x)	9.0	5.5	4.8	5.0	5.2
총차입금 (십억원)	343.0	404.8	400.7	396.7	392.7
순차입금 (십억원)	309.5	346.4	329.8	344.2	353.6
주당지표 (원)					
EPS	4,641	2,938	2,712	3,026	3,259
BPS	33,517	36,419	38,747	41,388	44,263
CFPS	10,366	9,797	5,853	5,877	6,198
DPS	500	400	400	400	400

서흥 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.11.05	변경	정홍식			
2021.04.27	Buy	70,000	-16.6		-23.8
2021.11.12	Buy	60,000	-24.8		-32.3
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			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

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	91.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)