

KOSPI | 제약과생물공학

서흥 (008490)

국내 독보적인 캡슐업체

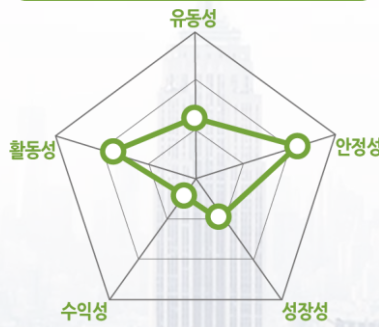
체크포인트

- 동사는 1973년 1월 설립, 1990년 3월 유가증권시장에 상장된 하드캡슐 및 소프트캡슐 제조업체임. 동사는 국내 유일의 하드캡슐 제조업체로, 대부분의 제약회사를 고객사로 확보하며 국내 시장에서 독점적인 지위를 보유하고 있음
- 주요사업은 하드캡슐과 건강기능식품으로 나뉨. 하드캡슐 사업은 동사의 cash cow 역할을 하고 있으며 건강기능식품은 국내 고객사 위주의 수주에서 해외수출 확대에 집중할 예정, 이에 따른 실적개선이 기대됨
- 동사의 2023년 PER은 과거 4년 평균인 11.3배보다 높은 14.2배로 상승하였는데 이는 코로나19 특수가 사라지면서 이에 따른 실적악화 때문인 것으로 판단됨. 향후 실적개선을 동반한 ROE 개선 시 주가 상승이 가능하다는 판단

주가 및 주요이벤트

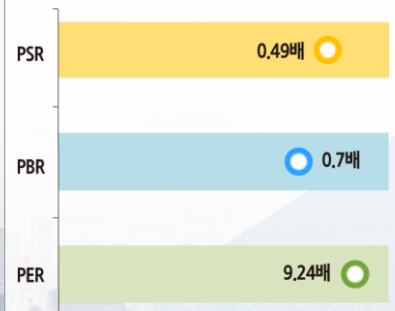


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

국내 독보적인 하드캡슐 기업

동사는 1973년 1월 설립, 1990년 3월 유가증권시장에 상장된 하드캡슐 및 소프트캡슐 제조업체임. 동사는 수입에만 의존하던 하드캡슐의 국산화에 성공한 국내 유일의 하드캡슐 제조업체로 대부분의 국내 제약회사를 고객사로 확보하며 국내 시장에서 독점적인 지위를 확보하고 있음(시장점유율 95%). 우수한 품질 경쟁력을 바탕으로 적극적으로 해외 진출을 추진한 결과, 글로벌 시장에서도 점유율 3위(시장점유율 7%)의 시장 지위를 유지 중.

주요 사업은 하드캡슐과 건강기능식품

동사의 하드캡슐 사업부는 cash cow 역할을 하고 있음. 국내 오송공장과 베트남 공장에서 생산되고 있는데 미국, 유럽, 동남아시아 등 수출비중이 높음. 최근 베트남 공장 증설에 따른 생산 capa 증가로 고객사 수주 증가에 대한 기대감 존재. 건강기능식품은 대부분 소프트캡슐 제형인데 원료가 건건식이나 의약품이나에 따라 나뉨. 주요 거래처는 국내 제약사와 건강기능식품 업체들인데 아직 수출비중이 낮아 향후 수출국가 확대를 통해 수출비중을 늘릴 예정, 이에 따른 실적증가가 기대됨.

실적악화로 인해 과거 평균대비 할인 거래 중

동사의 주가는 과거 코로나19 특수로 큰 폭의 상승세를 시현. 하지만 코로나19 수혜가 사라지면서 실적악화로 이어짐. 이에 따라 2022년 ROE는 8.4%로 하락하게 되었고 PBR은 1.0배 이하인 0.9배로 하락함. 2023년 PER 역시 과거 4년 평균인 11.3배보다 높은 14.2배로 상승하였는데 이는 코로나19 특수가 사라짐에 따른 실적악화 때문인 것으로 판단됨. 향후 실적개선을 동반한 ROE 개선 시 주가 상승이 가능하다는 판단임.

Forecast earnings & Valuation

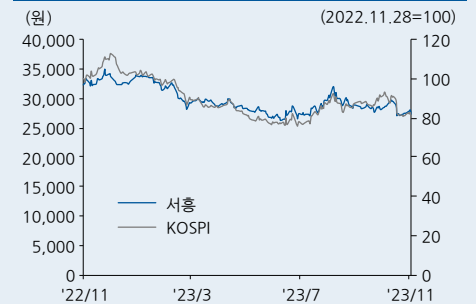
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	4,607	5,530	5,967	6,350	5,829
YoY(%)	17.1	20.0	7.9	6.4	-8.2
영업이익(억원)	474	743	696	620	460
OP 마진(%)	10.3	13.4	11.7	9.8	7.9
지배주주순이익(억원)	317	530	537	340	222
EPS(원)	2,742	4,581	4,641	2,938	1,917
YoY(%)	23.3	67.1	1.3	-36.7	-34.7
PER(배)	12.9	11.1	9.5	11.5	14.2
PSR(배)	0.9	1.1	0.9	0.6	0.5
EV/EBIDA(배)	9.5	8.5	8.0	8.0	9.3
PBR(배)	1.4	1.7	1.3	0.9	0.7
ROE(%)	11.1	16.7	14.8	8.4	5.2
배당수익률(%)	1.1	0.9	1.1	1.2	1.5

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/30)	27,150원	
52주 최고가	34,950원	
52주 최저가	26,100원	
KOSPI (11/30)	2,535.29p	
자본금	61억원	
시가총액	3,141억원	
액면가	500원	
발행주식수	12백만주	
일평균 거래량 (60일)	1만주	
일평균 거래액 (60일)	3억원	
외국인지분율	9.39%	
주요주주	양주환 외 5인	52.77%
	Norges Bank	5.05%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	-3.7	-16.5
상대주가	-12.6	-1.8	-18.5

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '매출총이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율' 임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 캡슐 중심의 종합 헬스케어 기업

동사는 하드캡슐 국산화에 성공한 국내 유일의 하드캡슐 제조업체

동사는 1973년 1월 설립, 1990년 3월 유가증권시장에 상장된 하드캡슐 및 소프트캡슐 제조업체이다. 캡슐은 의약품이나 건강기능식품의 의약 성분을 담는데 사용되는 작은 용기로, 약의 변질을 막아주고 섭취와 흡수를 용이하게 한다. 동사는 수입에만 의존하던 하드캡슐의 국산화에 성공한 국내 유일의 하드캡슐 제조업체로 국내 대부분의 제약회사를 고객사로 확보하며 국내 시장에서 독점적인 지위를 확보하고 있다(시장점유율 95%). 우수한 품질 경쟁력을 바탕으로 적극적으로 해외 진출을 추진한 결과, 글로벌 시장에서도 점유율 3위(시장점유율 7%)의 시장 지위를 보유하고 있다. 하드캡슐의 수출 비중은 2023년 3분기 누적 매출 기준 73.4%로, 현재 베트남 중심의 생산 설비 확대를 통해 동남아 시장 진출에 속도를 내며 글로벌 경쟁력을 더욱 강화하고 있다.

동사는 하드캡슐 제조 기술을 바탕으로 종합 헬스케어 전문기업으로 성장중

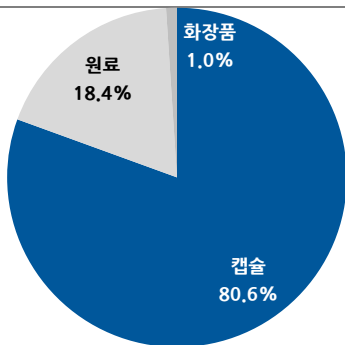
동사는 하드캡슐 제조에서 쌓은 경험과 기술을 바탕으로 1) 의약품, 2) 건강기능식품, 3) 원료, 4) 화장품으로 사업을 확장하며 종합 헬스케어 전문기업으로 성장해 나가고 있다. 1) 의약품 부문은 소프트캡슐 제형의 의약품 전공정을 수탁하여 제약사에 납품하고, 2) 건강기능식품 부문은 다양한 제형의 건기식을 OEM/ODM 방식으로 제조하고 있다. 3) 원료 부문은 캡슐의 주원료인 젤라틴 및 콜라겐 제품을 생산하고 있으며, 4) 화장품 부문은 기초화장품류의 제품생산을 고객으로부터 위탁 받아 OEM/ODM 생산을 수행하고 있다. 동사의 매출 비중은 2023년 3분기 누적 매출 기준 캡슐 80.6%, 원료 18.4%, 화장품 1.0%이다.

동사의 기업개요



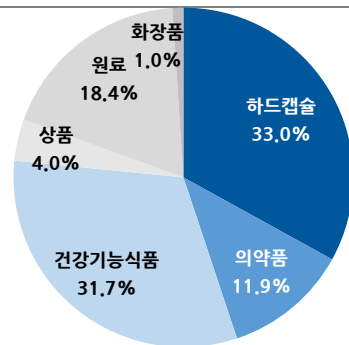
자료: 서흥, 한국R협의회 기업리서치센터

동사의 매출비중



자료: 서흥, 한국R협의회 기업리서치센터, 기준: 2023년 3분기 누적

동사의 캡슐부문 세부 매출비중



자료: 서흥, 한국R협의회 기업리서치센터, 기준: 2023년 3분기 누적

2 연혁 및 종속회사 현황

동사는 1973년 1월
서흥화학공업으로 설립

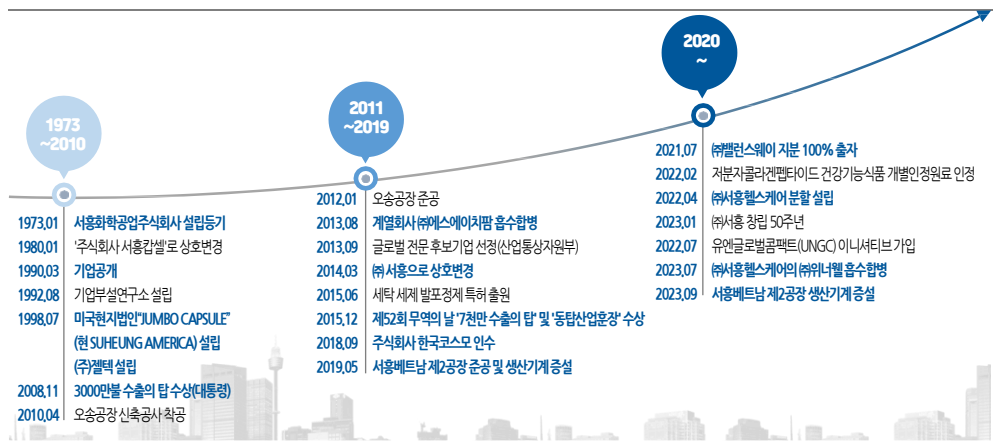
동사는 1973년 1월 서흥화학공업 주식회사로 설립, 1980년 상호를 주식회사 서흥캡셀로 변경했고 1990년 3월에 유가증권시장에 상장했다. 1998년 미국현지법인 JUMBO CAPSULE을 설립하며 해외 진출을 본격화하여 2008년 3000만불 수출의 탑을 수상했다. 2014년 3월 상호를 서흥으로 변경했고, 2018년 9월 주식회사 한국코스모를 인수하며 화장품 신사업에 진출했다. 이후 동사는 2021년 밸런스웨이 지분 100%를 출자하고, 2022년 회사의 액상 및 젤리 사업 부문을 서흥헬스케어로 분할 설립하며 건강기능식품 부문을 강화해 종합 헬스케어 기업으로 거듭났다.

국내에는 4개, 해외에는
5개의 종속회사를 보유

동사는 2023년 3분기 기준 9개의 종속회사를 보유하고 있다. 국내에는 4개의 계열사가 있는데 젤텍, 한국코스모, 밸런스웨이, 서흥헬스케어가 있다. 1998년 설립된 젤텍은 젤라틴 제조 전문회사로 동사의 주요 사업부인 캡슐 부문의 원료 공급 안정성을 높이고 있다. 한국코스모는 국내 주요 대기업에 대한 기초화장품류의 OEM/ODM 생산을 수행하고 있다. 서흥헬스케어와 밸런스웨이는 각각 건강기능식품의 제조와 도소매를 담당해 동사의 신성장 동력인 건강기능식품 부문의 고성장을 이끌고 있다.

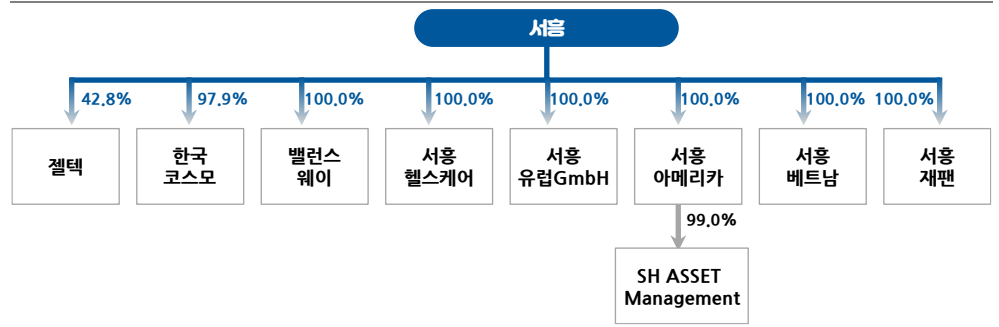
해외에는 5개의 종속회사가 있는데 SH ASSET Management는 서흥아메리카의 종속기업으로 부동산 임대업을 영위하고 있으며, 서흥베트남은 해외 수요에 대응하기 위한 생산 설비를 보유하고 있다. 이외 서흥아메리카, 서흥재팬, 서흥유럽GmbH은 해외 판매 법인이다.

동사의 연혁



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 종속회사 현황

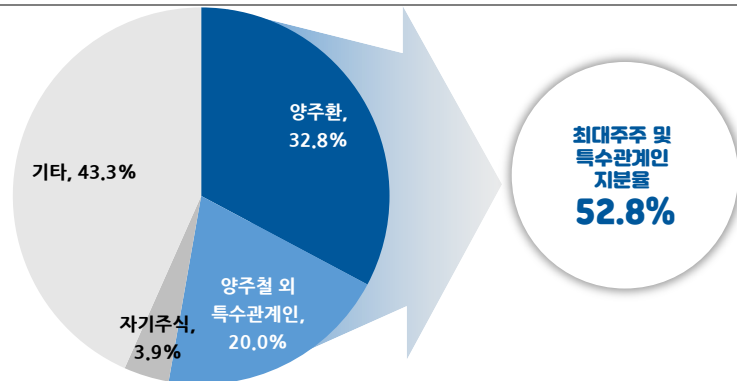


자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주: 2023년 3분기 기준

3 주주현황

동사의 최대주주는 현 대표이사인 양주환으로 지분 32.8%를 보유하고 있으며, 최대주주의 친인척인 양주철 (7.7%), 양준택(3.4%), 양준성(3.0%), 유영희(0.9%)를 포함한 특수관계인이 20.0%의 지분을 보유하고 있다.

동사의 주주구성



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주: 2023년 3분기 기준

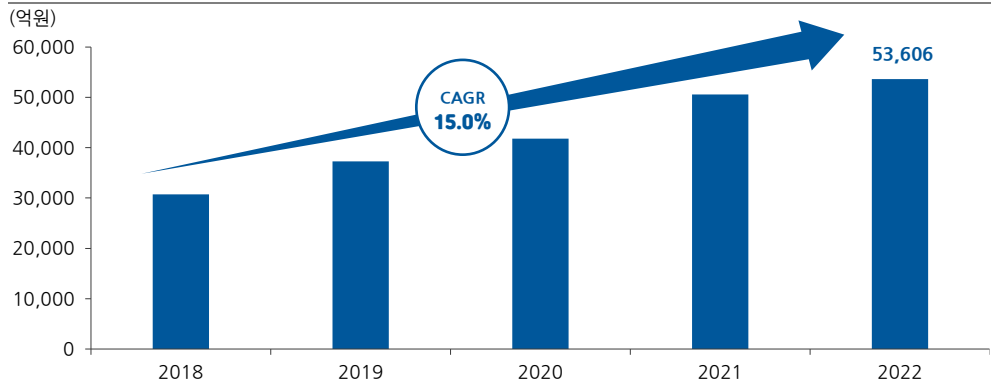
산업 현황

1 건강기능식품 시장현황

2022년 기준 건강기능식품
국내 시장규모는 5.3조원 수준

건강기능식품은 '인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용해 제조(가공을 포함한 식품)'로 정의된다. 식품의약품안전처에 따르면, 2022년 기준 국내 건강기능식품 시장규모는 5.3조원으로 2018년부터 연평균 15.0% 성장하였다. 성장의 주된 원인은 1) 코로나19로 건강에 대한 관심 증가, 2) 질병 예방에 대한 필요성 대두 (면역력 강화), 3) 유통 채널 다각화로 인한 접근성 확대이다. 국내에서 소비자들에게 가장 많이 판매된 건강기능식품은 홍삼, 개별인정형 원료, 프로바이오틱스 등이 있다.

국내 건강기능식품 시장규모

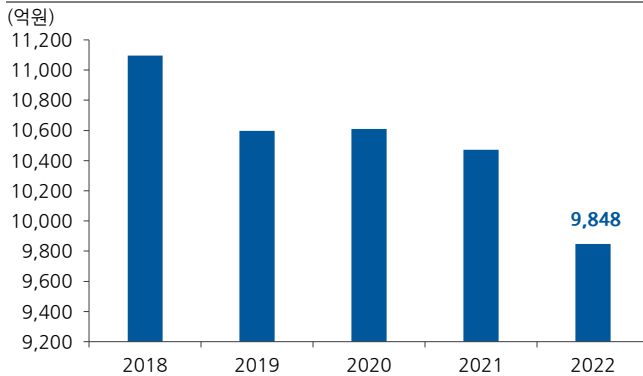


자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

건강기능식품의 새로운
트렌드는 개별인정형 원료

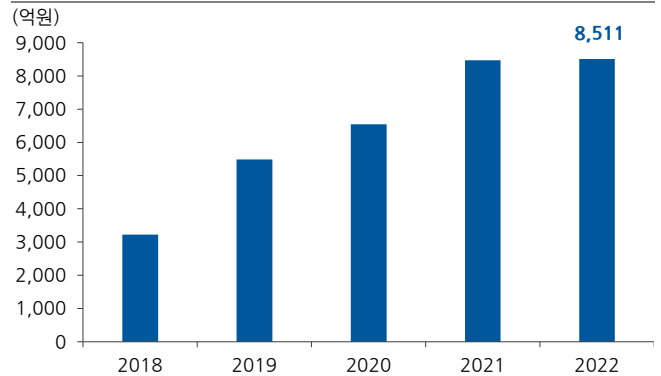
최근에는 개별인정형 원료가 2018년부터 2022년까지 연평균 21.4%의 성장률을 보이며 건강기능식품 시장의 새로운 트렌드로 거듭나고 있다. 개별인정형 원료의 성장성이 높은 이유는 1) 판매독점권 확보에 따른 높은 수익성과 2) 정부 규제 완화로 인한 수혜가 예상되기 때문이다. 개별인정형 원료를 개발한 기업은 6년동안 원료를 단독으로 사용 및 판매할 수 있는 권리를 확보할 수 있다. 이는 개발한 원료에 대해 판매 독점권을 가져 다른 업체들이 이 원료를 활용해 제품을 개발할 때 기술사용료(로열티)를 받을 수 있다는 장점이 있다. 또한 2020년 정부의 규제 샌드박스로 건강기능식품 소분 판매가 허용되며, 식품과 건강기능식품의 일체형 판매도 가능해지는 등 관련 규제도 완화되고 있다. 이러한 혜택으로 최근 대기업(CJ제일제당, 이마트) 등이 건강기능식품 사업에 진입할 정도로 시장이 점차 확대되고 있다.

국내 연간 홍삼 매출 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 연간 개별인정형 원료(전체) 매출 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

개별인정형 원료는

지속적인 성장세를 거듭할 전망

건강기능식품은 개별인정형 원료를 필두로 계속해서 성장할 것으로 전망된다. 그 이유는 1) 고령화의 진행으로 2030년에는 국내 인구의 24%가 65세 이상이 되어 약품을 대체할 수 있는 건기식의 수요가 증가될 것이고, 2) 생활 습관병의 증가로 식이에 의한 1차 예방의 중요성이 점점 높아지고 있고, 3) 의료비의 자가부담이 증가함에 따라 "self-care" 의식이 증대되어 개인의 건강에 대한 관심과 관리가 높아지고 있으며, 4) 생명공학기술의 발달로 천연물에 의한 기능성 연구가 활발하게 진행되고 소재 개발이 활성화되어 건강증진을 위한 다양한 제품이 판매되고 있고, 5) 건강기능식품에 대한 규제 정책의 변화와 시장의 글로벌화를 통해 비타민, 무기질, 허브의 식품 이용이 증가하고 있어 건강기능식품 시장은 지속 성장할 것으로 예상된다.

건강기능식품 원료는 크게 '고시인정형'과 '개별인정형'으로 나뉜다. 고시형은 소비자들이 쉽게 구매할 수 있는 오메가3, 프로바이오틱스 등이 있다. 2020년 기준, 고시인정형 원료는 건강기능식품 시장에서 점유율 80.3%를 차지하고 있는 만큼 비중이 크다. 하지만 진입장벽이 낮은 만큼 경쟁이 치열하여 제품의 차별화된 경쟁력과 마케팅 능력이 요구된다. 반면 개별인정형 제품은 식품의약품안전처로부터 안전성과 기능성을 입증 받은 건강기능식품이다. 따라서 개별인정형 원료 개발에는 많은 연구인력과 비용이 요구되는데, 일반적으로 약 3~5년 이상의 개발기간과 약 5~10억원 이상의 비용이 요구된다. 이처럼 많은 연구기간과 비용이 소요되기 때문에 고시인정형 원료 개발보다 진입장벽이 높다.

주요 고시형, 개별인정형 원료 기능성

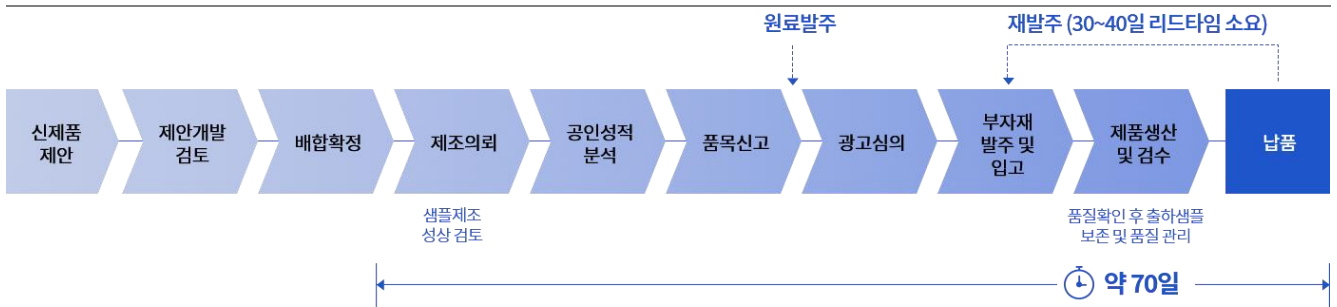
구분	원료명	기능성 내용
고시형 원료	홍삼	혈행 개선, 기억력 개선, 항산화, 면역 기능 개선, 피로 개선, 갱년기 여성 건강
	프로바이오틱스	장 건강
	비타민 및 무기질	전반적
	EPA 및 DHA 함유 유지	혈행 개선, 기억력 개선, 눈 건강, 혈중 중성지방 개선
	프락토올리고당	장 건강, 칼슘 흡수 촉진
	엠에스엠	관절/뼈 건강
	코엔자임 Q10	혈압 조절, 항산화
	가르시니아카모보지아 추출물	체지방 감소
개별 인정형 원료	밀크씨슬 추출물	간 건강
	헤모힘 당귀등 혼합추출물	면역기능 개선
	헛개나무과병추출분말	간 건강, 피로개선, 운동수행 능력 향상
	루테인지아잔틴복합추출물	눈건강
	황기추출물 등 복합물	어린이 키 성장
	락투로스 파우더	장건강
	저분자콜라겐펩타이드	피부건강
	초록입홍합추출오일복합물	관절/뼈 건강
	보스웰리아 추출물	관절/뼈 건강
	시서스추출물	체지방 감소
	리스펙타 프로바이오틱스	여성의 질 건강

자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

건강기능식품은 주로 OEM/ODM으로 생산되고 있음

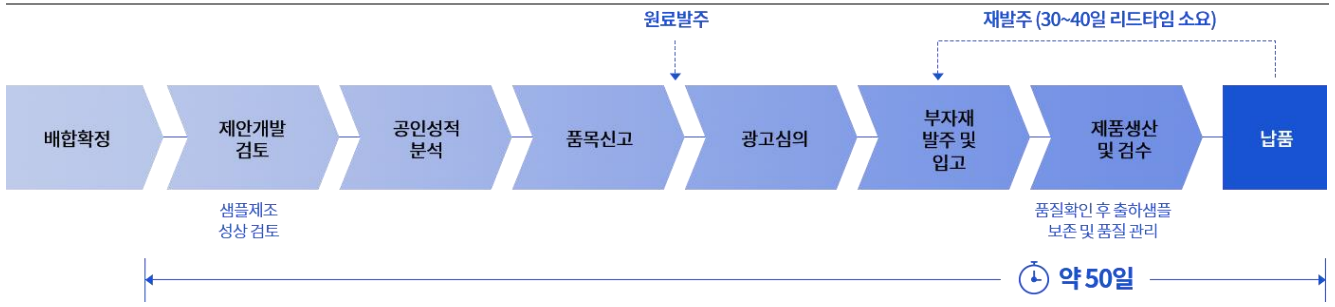
건강기능식품은 주로 제약회사와 식품회사가 주도하고 있으며 생산자에서 소비자까지 다양한 경로를 통해 공급되고 있다. 제약회사와 식품회사가 직접 건강기능식품을 제조하기도 하지만 건강기능식품 전문제조업자 ODM(Original Development Manufacturing, 제조업자개발 생산방식) 또는 OEM(Original Equipment Manufacturing, 주문자상표부착생산방식)에 의해 제품을 제조하여 판매하고 있다. 대표적인 국내 ODM/OEM 기업으로는 코스맥스엔비티, 노바렉스, 종근당바이오가 있으며 브랜드사(종합 업체 포함)는 콜마비엔에이지, 종근당홀딩스, 뉴트리, 에이치엘사이언스 등이 있다.

OEM(Original Equipment Manufacturing, 주문자상표부착생산방식)



자료: 노바렉스, 한국R협의회 기업리서치센터

ODM(Original Development Manufacturing, 제조업자개발 생산방식)



건강기능식품 주요 기업 리스트

부문	주요 기업	시가총액	주요 사업 내용
브랜드 (종합 업체 포함)	콜마비엔에이치	774.0	애틀미 통한 헤모힘, 진생 유산균 판매, ODM/OEM 사업도 병행
	종근당홀딩스	463.4	종근당건강 락토피 인기로 국내 1위 유산균 매출 기록
	에이치엘사이언스	424.2	자체 원료로 주로 브랜드 사업, 빨강석류, 새싹보리, 우슬시크릿 등 판매
	뉴트리	141.8	국내 최초 콜라겐 개별인정형 원료로 에버콜라겐 판매
	셀바이오텍	173.4	프로바이오틱스 브랜드 듀오락 제품군 판매
ODM /OEM (원료 제조 업체 포함)	서흥	364.4	글로벌 3위 하드캡슐 제조 업체, 건기식 ODM/OEM 사업 영위
	노바렉스	179.2	국내 최다 개별인정형 원료를 바탕으로 ODM/OEM 사업
	종근당바이오	150.9	종근당건강향 프로바이오틱스 원말 공급, 브랜드, OEM 사업 계획 중
	코스맥스엔비티	162.3	기능성 원료 연구 및 미국, 호주 등 현지 공장 확보하며 ODM/OEM 사업

자료: 각 사, 한국R협의회 기업리서치센터

주: 단위는 억원

투자포인트

1 주요 cash cow인 하드캡슐 사업부

동사의 하드캡슐은 'EMBO CAPS'라는 상품명으로 불리고 있어

동사의 주력사업은 하드캡슐 제조로 매출비중의 33%를 차지하고 있다. 하드캡슐은 cap과 body로 구성되어 있는데 원통 모형의 캡슐 혹은 경질캡슐이라고도 한다. 하드캡슐의 역할은 내용물의 변질을 막아주고 섭취와 흡수를 도와주는 역할을 한다. 주로 동물성 기름인 젤라틴이 주된 원료인데 최근에는 식물성캡슐이 유행하면서 식물성 캡슐 제조사에는 HPMC(히드록시프로필메틸셀룰로스)가 원료로 사용되고 있다.

동사의 캡슐은 'EMBO CAPS'라는 상품명으로 상표가 등록되어 있는데 해외에서는 EMBO CAPS라는 이름이 더 알려져 있다. EMBO CAPS의 경쟁력은 1) 불량률이 제로에 가깝고, 2) 생산기계, 충전기, 검사기, 인쇄기 등 자동화 설비를 독자기술로 개발하여 보유, 3) 주원료인 젤라틴을 계열사인 '젤텍'을 통해 안정적으로 공급받고 있고, 4) 하드캡슐에 대한 특허를 보유하고 있어 진입장벽이 높다는 점이다. 이에 따라 국내에서는 시장점유율 95% 이상, 거의 독점하고 있으며 전세계 시장점유율은 7%로 3위를 차지하고 있다.

EMBO CAPS의 모형



자료: 서흥, 한국R협의회 기업리서치센터

동사의 주요 경쟁력

Key Point	서흥의 경쟁력
고도의 기술력	<ul style="list-style-type: none"> • EMBO CAPS • 제로에 가까운 불량률
고품질의 자동화 설비	<ul style="list-style-type: none"> • 생산기계, 충전기, 검사기, 인쇄기 등 자동화 설비를 독자기술로 개발하여 보유 (직접 제작)
시장지배력	<ul style="list-style-type: none"> • 국내시장 95% 이상 점유 (독점 지배력) • 세계 시장 점유 3위 (점유율 약 7%) (연간 530억개 이상 생산, 전세계 연간 총 생산량 약 7,500억개 추정)
안정적인 원료조달	<ul style="list-style-type: none"> • 주원료인 젤라틴을 계열회사인 쉐젤텍에서 안정적으로 공급받음
다양한 거래선 확보	<ul style="list-style-type: none"> • 국내 대부분의 제약회사에 공급 • 50개국 이상 수출 (미국, 유럽 중심 및 동남아시아 시장 개척)

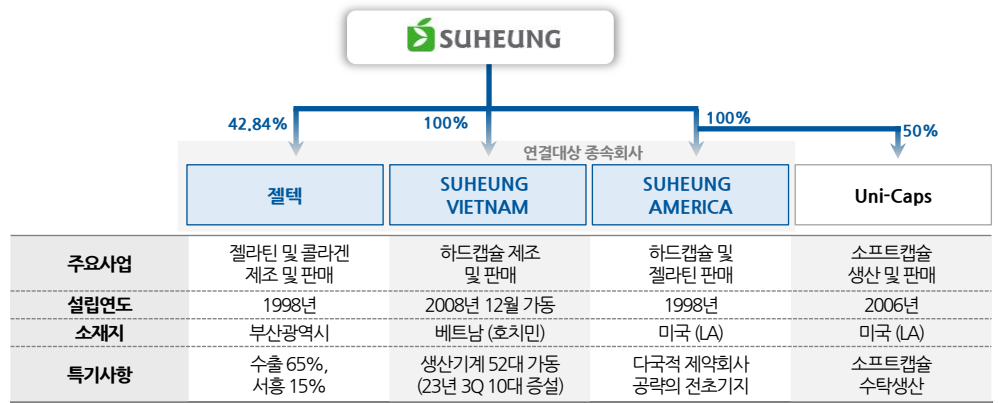
자료: 서흥, 한국R협의회 기업리서치센터

하드캡슐은 국내 오송공장과 자회사인 베트남 공장에서 생산 되고 있어

동사의 하드캡슐은 국내 오송공장과 자회사인 베트남 공장에서 생산되고 있다. 국내 공장은 주로 내수 및 미국과 유럽향으로 제조되고 있으며 베트남 공장은 전량 해외수출용으로 생산되고 있다. 국내 고객사는 대부분 제약회사들이며 해외수출은 주로 미국과 유럽 중심으로 이루어지고 있는데 최근에는 동남아 수출비중이 늘어나고 있다.

베트남 공장의 판매비중은 베트남 20%, 아시아 35%, 미국 40%, 기타 5% 수준으로 미국의 비중이 높으며 상당 부분이 다국적 제약회사로 납품되고 있다.

동사의 주요 계열사의 사업내용

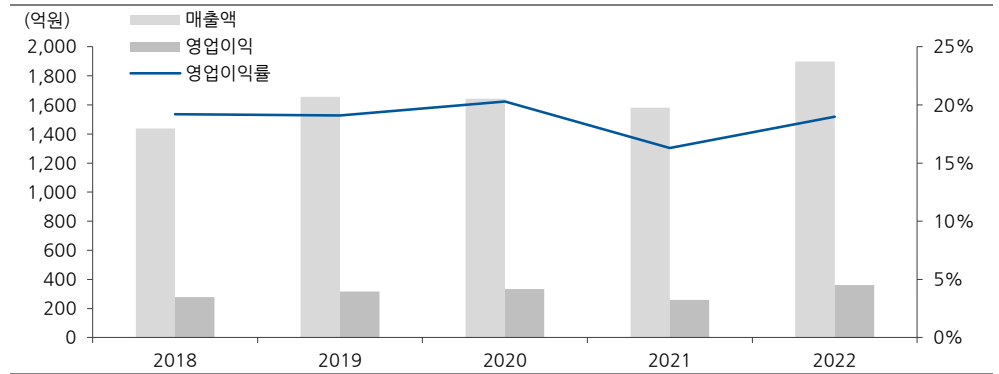


자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

베트남 공장은 지속적으로 증설하면서 생산 capa를 확대 중

베트남 공장의 경우 2008년 12월에 가동이 시작된 이후 총 6번의 증설 및 2공장 준공을 거쳐 생산 capa를 확대 하였다. 특히 지난 2023년 9월에 10대의 추가적인 증설을 완료하며 이에 따라 생산기계 52대가 가동 중에 있다. 증설 완료 이후 현재 하드캡슐 생산 capa는 국내, 베트남 포함하여 연간 2,000억 ~ 2,500억원 수준, 최근의 증설은 모두 식물성 하드캡슐에 대한 증설로 이루어져 향후 신규 거래처 확보를 통해 매출창출을 이루어낼 전망이다.

하드캡슐 사업부의 연간 실적 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

최근의 캡슐시장 트렌드는 동물성 캡슐보다 식물성 캡슐에 대한 선호가 높은 상황이다. 특히 동남아의 경우 육류 섭취가 급기된 국가는 식물성 캡슐 수요가 높기 때문에 향후 단가가 높은 식물성 캡슐 제조에 대한 비중이 더욱 커질 전망이다. 이는 cash cow 역할을 하는 동사의 하드캡슐 사업부의 마진개선에 긍정적인 역할을 것으로 예상된다.

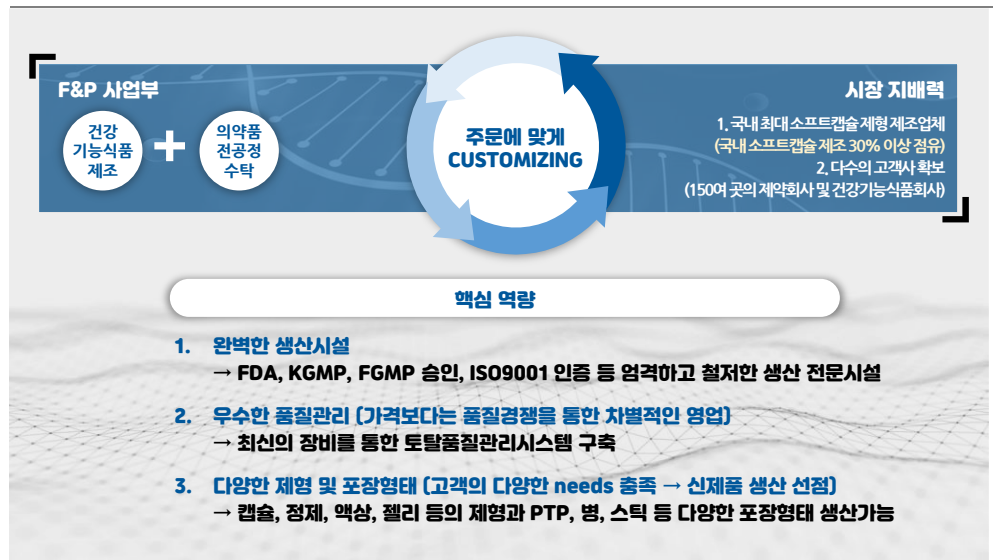
2 건강기능사업부의 해외수출 확대로 성장세 전망

동사 건강기능식품의 가장 큰 경쟁력은 고객의 주문에 맞게 다양한 생산라인을 보유하고 있다는 점

동사의 건강기능사업부는 건강기능식품 부문과 의약품 부문으로 나뉜다. 주요 제조 제형은 캡슐제, 액상/젤리, 소프트캡슐 등으로 제형의 원료가 건기식이냐 의약품이냐에 따라 건강기능식품과 의약품으로 나뉘며 OEM/ODM 방식으로 제조되고 있다. 주요 거래처는 한국인삼공사, 뉴스킨코리아, 종근당건강, 사노피-아벤티스코리아, LG생활건강, 유한양행, 일동제약 등이다.

동사의 가장 큰 경쟁력은 고객의 주문에 맞게 다양한 생산라인을 보유하고 있다는 점이다. 고객들이 요청에 맞게 액체, 오일, 분말 형태 등의 다양한 제형이 생산 가능하며 포장형태 또한 병, 스틱 등 다양하게 할수 있다는 게 장점이다.

고객의 주문에 맞게 다양한 생산이 가능한 건강기능식품 사업부



자료: 서흥, 한국R협의회 기업리서치센터

향후 해외수출 확대로 매출 성장세를 이루어낼 전망

하드캡슐 사업부는 cash cow 역할을 한다면, 건강기능식품 사업부는 동사의 향후 성장세를 견인할 전망이다. 동사의 건강기능식품 사업부는 아직은 국내 비중이 높고 해외수출 국가는 10개국에 채 안된다. 현재 암웨이 등에 수출하고는 있지만 수출을 더욱 강화할 예정이다. 특히 현지 단가를 맞추는 게 중요한데 대량생산이나 생산 프로세스를 단축시키거나 개별인정형 제품 개발에 노력하는 등의 전략으로 수출국가를 더욱 늘릴 예정이다. 따라서 향후 건기식에서의 수출강화에 따른 매출 성장세가 기대된다.



실적 추이 및 전망

동사의 과거 이익은 꾸준히
10%대를 기록하였으나
최근 경기침체로 하락 중

1 2022년부터 낮아지기 시작한 영업이익률

동사의 과거 실적은 안정적인 매출성장세와 더불어 꾸준히 10%대의 영업이익률을 시현하였다. 그러나 경기둔화가 시작된 2022년부터 이익률은 하락하기 시작했다. 동사의 2022년 연간 실적은 매출액 5,967억원(+7.9%YoY), 영업이익 620억원(-11.0%YoY, OPM 9.8%)를 시현하며 2013년 이후 처음으로 영업이익률이 9%대를 기록하였다. 2022년부터 실적이 둔화된 이유는 코로나19 팬데믹 이후 2020년, 2021년 사상최대 실적을 기록하면서 높아진 실적 base에 따른 기저효과와 경기둔화에 따른 수주 감소 때문이다.

2023년 연간 실적은
매출액 5,829억원(-8.2%YoY),
영업이익 460억원
(-25.7%YoY, OPM 7.9%)
전망

2 2023년에도 실적 둔화는 이어질 전망

동사의 2023년 연간 실적은 매출액 5,829억원(-8.2%YoY), 영업이익 460억원(-25.7%YoY, OPM 7.9%) 시현으로 매출과 영업이익이 모두 감소할 전망이다. 매출액 감소의 가장 큰 원인은 경기침체로 인한 고객사 이탈 및 고객사들의 발주 감소 때문이다. 영업이익 감소의 원인은 하드캡슐 공장 증설에 따른 감가상각비 증가 및 외형축소에 대한 고정비 부담 때문이다.

2023년 3분기 누적 실적은 매출액 4,614억원(-8.3%YoY), 영업이익 390억원(-29.3%YoY, OPM 8.5%)을 시현하였다. 실적 감소의 주된 원인은 경기침체의 영향으로 고객사 수주 감소가 가장 크다. 또한 동사의 실적은 상고하저로 하반기 실적이 전체적으로 부진하다. 4분기에는 고객사들의 재고조정 및 신제품 리뉴얼로 인해 3분기보다 부진할 전망이다.

경기침체 속에서도 2024년에는 성장세 회복에 대한 노력에 나설 예정이다. 우선 신규거래처 확대 특히 해외 신규 시장을 개척할 전망이다. 하드캡슐보다는 건식식쪽에서의 해외확대가 더욱 늘어날 것으로 예상된다. 현재 수출대상 국가가 10개국 안되는 상황, 2024년부터는 대량생산 혹은 짧은 생산 프로세스를 경쟁력으로 내세워 수출을 강화할 예정이다. 하드캡슐의 경우 증설이 완료되었기 때문에 신규 거래처 확보를 위해 마케팅에 집중할 전망이다.

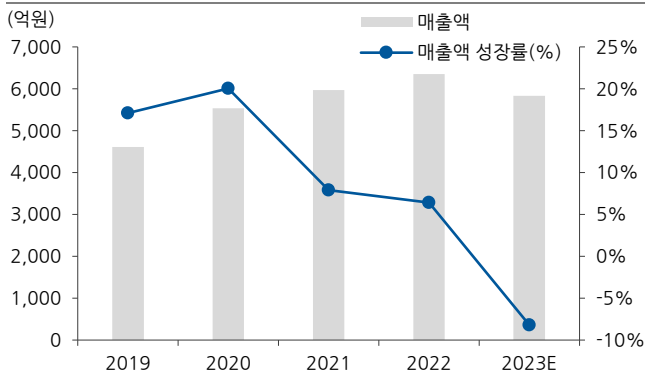
동사의 연간 실적 전망

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023E
매출액	4607.3	5530.1	5967.3	6349.7	5829.0
캡슐부문	4024.5	4596.9	4930.8	5148.2	4779.8
원료부문	513.1	860.7	936.8	1113.1	961.8
화장품부문	69.7	72.5	99.8	88.4	87.4
영업이익	474.0	743.2	696.0	619.8	460.2
세전계속사업이익	448.8	721.6	748.5	519.5	379.1
당기순이익	373.7	592.6	593.0	406.0	319.5
성장률(YoY%)					
매출액	17.1	20.0	7.9	6.4	-8.2
영업이익	20.6	56.8	-6.3	-11.0	-25.7
법인세차감전순이익	27.9	60.8	3.7	-30.6	-27.0
당기순이익	27.1	58.6	0.1	-31.5	-21.3
수익성(%)					
영업이익	10.3	13.4	11.7	9.8	7.9
법인세차감전순이익	9.7	13.0	12.5	8.2	6.5
당기순이익	8.1	10.7	9.9	6.4	5.5

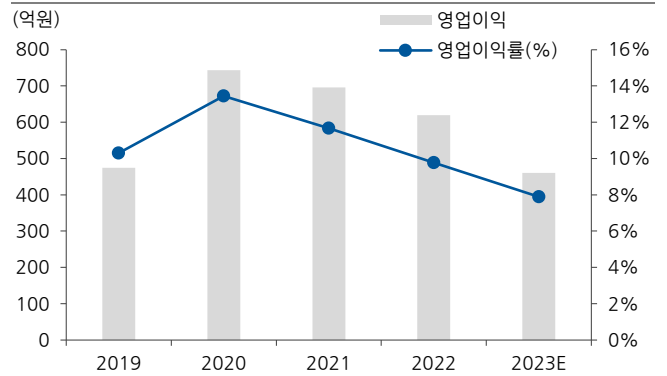
자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연간 매출액 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연간 영업이익 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 실적악화로 과거 평균대비 할인 거래 중

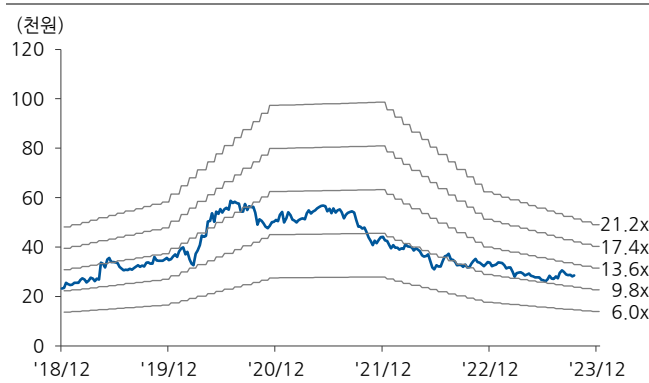
현재 실적악화로 인해 과거 평균대비 할인 거래 중

동사는 2020년, 2021년 코로나19 수혜주로서 실적증가에 따른 주가 상승이 높았었다. 코로나19 팬데믹으로 인해 면역력 강화에 대한 인식이 강해지면서 건강기능식품 소비가 급증, 이에 따라 실적이 증가하며 주가 상승세를 시현하였다. 동사의 2019년, 2020년, 2021년 ROE는 각각 11.1%, 16.7%, 14.8%로 높은 수준, 이에 따라 PBR은 각각 1.4배, 1.7배, 1.3배 수준으로 과거 PBR은 1.0배 이상이었다. 주가의 최고점은 2020년 8월에 59,700원을 기록하며 코로나19 특수으로 인해 고객사들의 수주가 증가하면서 실적증가에 대한 기대감이 주가에 반영되면서 상승하였다.

하지만 코로나19 수혜가 사라지면서 건강기능식품에 대한 소비가 줄어들고 이는 동사의 실적악화로 이어지고 있다. 2022년, 2023년 ROE는 8.4%, 5.2%로 하락하게 되었고 PBR은 1.0배 이하인 0.9배, 0.7배로 하락하였다. 2023년 예상 PER 역시 과거 4년 평균인 11.3배보다 높은 14.2배로 상승하였는데 이는 코로나19 특수가 사라짐에 따른 실적악화 때문이다. 향후 실적개선을 동반한 ROE 개선 시 주가 상승이 가능하다는 판단이다.

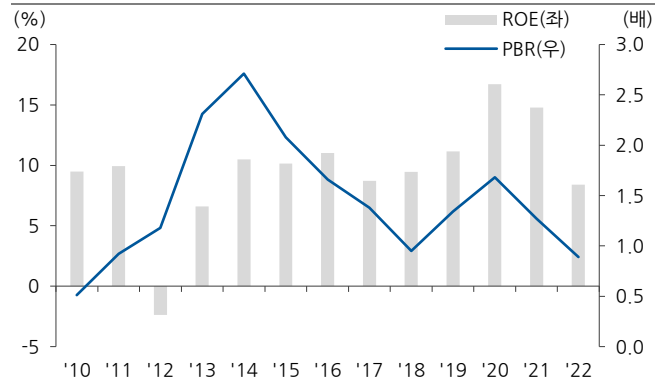
동사는 국내 하드캡슐 시장에서 거의 독점하고 있는 업체이기 때문에 유사 경쟁사로는 건강기능식품 OEM/ODM 업체로 이들과 밸류에이션을 비교분석 하였다. PER 지표를 살펴보면 시장 컨센서스가 존재하지 않는 업체들의 수치를 제외하고 2023년 평균 PER 13.0배 수준이다. 이는 동사가 2023년 예상 PER 14.2배에 거래되고 있는 점을 감안하면 동사의 주가는 경쟁사와 비슷한 수준이다.

동사의 PER 밴드차트



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 ROE-PBR 추이



자료: 서흥, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주요 경쟁사 Valuation Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

	서흥	콜마비엔에이치	코스맥스비티아이	노바렉스	알피바이오	평균	
코드	A008490	A200130	A044820	A194700	A314140		
현재 주가 (11/30)	27,150	15,760	10,390	10,990	8,610		
시가총액	3,141	4,656	998	2,061	746		
매출액	2020	5,530	6,069	5,259	2,228	979	
	2021	5,967	5,931	5,760	2,788	1,150	
	2022	6,350	5,759	6,174	2,817	1,381	
	2023F	5,829	5,899	N/A	3,007	N/A	
영업이익	2020	743	1,092	12	270	42	
	2021	696	916	119	300	59	
	2022	620	611	34	252	96	
	2023F	460	372	N/A	272	N/A	
영업이익률	2020	13.4	18.0	0.2	12.1	4.2	
	2021	11.7	15.5	2.1	10.8	5.1	
	2022	9.8	10.6	0.6	8.9	7.0	
	2023F	7.9	6.3	N/A	9.0	N/A	
순이익(지배)	2020	530	805	-64	251	46	
	2021	537	699	141	264	38	
	2022	340	405	-65	200	43	
	2023F	222	273	N/A	228	N/A	
EPS 성장률	2020	67.1	47.7	-1,713.5	71.0	33.0	-390.5
	2021	1.3	-13.2	319.5	5.0	-19.6	72.9
	2022	-36.7	-42.0	-146.2	-26.5	7.5	-51.8
	2023F	-34.8	-33.5	N/A	9.7	N/A	-11.9
PER	2020	11.1	19.1	N/A	14.0	N/A	16.5
	2021	9.5	13.1	9.2	13.1	N/A	11.8
	2022	11.5	20.6	N/A	9.1	21.0	16.9
	2023F	14.2	17.1	N/A	9.0	N/A	13.0
PBR	2020	1.7	4.7	0.6	2.7	N/A	2.7
	2021	1.3	2.4	0.4	2.2	N/A	1.7
	2022	0.9	2.1	0.3	1.0	1.1	1.1
	2023F	0.7	1.1	N/A	1.0	N/A	1.0
ROE	2020	16.7	27.9	-2.2	24.3	7.8	14.5
	2021	14.8	19.7	4.7	20.7	6.1	12.8
	2022	8.4	10.3	-2.1	12.5	5.5	6.5
	2023F	5.2	6.7	N/A	11.9	N/A	9.3
PSR	2020	1.1	2.5	0.3	1.6	N/A	1.5
	2021	0.9	1.6	0.2	1.2	N/A	1.0
	2022	0.6	1.5	0.1	0.6	0.7	0.7
	2023F	0.5	0.8	N/A	0.7	N/A	0.7

주:1) 서흥의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 11월 30일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

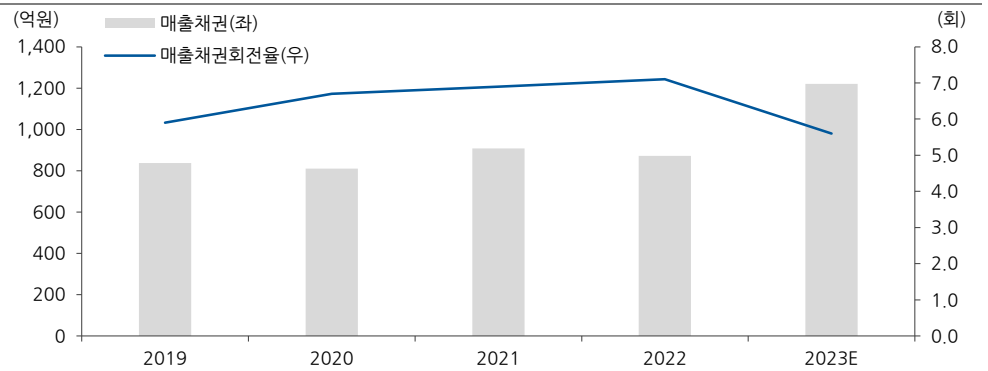
! 리스크 요인

1 매출채권 회전을 하락이 리스크 요인

동사는 2022년부터 영업이익이 감소하기 시작하면서 2023년에는 매출과 영업이익 모두 감소세가 전망되고 있다. 또한 2023년 3분기 기준 매출채권이 1,206억원으로 지난 2022년도 기준 872억원 대비 334억원 증가하였다. 이는 매출채권 회전을 하락으로 이어지는데 2022년 매출채권 회전율은 7.1회였으나 2023년에는 5.6회로 하락하게 될 전망이다.

제조업체의 매출채권 회전을 하락이 의미하는 바는 매출채권의 회수기간이 길어지는 것이기 때문에 영업현금흐름이 원활히 이뤄지지 않아 유동성 측면에서 문제가 발생할 개연성이 있다.

동사의 매출채권 및 매출채권 회전을 추이



자료: 서흥, 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	4,607	5,530	5,967	6,350	5,829
증가율(%)	17.1	20.0	7.9	6.4	-8.2
매출원가	3,694	4,320	4,705	4,977	4,569
매출원가율(%)	80.2	78.1	78.9	78.4	78.4
매출총이익	914	1,210	1,262	1,373	1,260
매출이익률(%)	19.8	21.9	21.2	21.6	21.6
판매관리비	440	466	566	753	800
판매비율(%)	9.6	8.4	9.5	11.9	13.7
EBITDA	772	1,087	1,078	975	831
EBITDA 이익률(%)	16.8	19.7	18.1	15.4	14.2
증가율(%)	17.1	40.7	-0.8	-9.5	-14.8
영업이익	474	743	696	620	460
영업이익률(%)	10.3	13.4	11.7	9.8	7.9
증가율(%)	20.6	56.8	-6.3	-11.0	-25.7
영업외손익	-65	-67	-5	-100	-146
금융수익	43	43	90	117	86
금융비용	121	168	90	208	222
기타영업외손익	12	57	-5	-9	-9
총속/관계기업관련손익	40	46	58	-0	-0
세전계속사업이익	449	722	748	519	314
증가율(%)	27.9	60.8	3.7	-30.6	-39.5
법인세비용	75	129	156	113	49
계속사업이익	374	593	593	406	265
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	374	593	593	406	265
당기순이익률(%)	8.1	10.7	9.9	6.4	4.5
증가율(%)	27.2	58.6	0.1	-31.5	-34.7
지배주주지분 순이익	317	530	537	340	222

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	221	461	669	529	12
당기순이익	374	593	593	406	265
유형자산 상각비	294	339	377	351	366
무형자산 상각비	4	5	5	5	4
외환손익	7	14	2	60	0
운전자본의감소(증가)	-523	-467	-293	-371	-635
기타	65	-23	-15	78	12
투자활동으로인한현금흐름	-458	-572	-568	-934	-303
투자자산의 감소(증가)	8	131	-77	10	38
유형자산의 감소	4	5	17	23	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-475	-522	-381	-642	-400
기타	5	-186	-127	-325	59
재무활동으로인한현금흐름	339	277	-232	505	293
차입금의 증가(감소)	449	333	-154	568	338
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-105	-50	-73	-56	-44
기타	-5	-6	-5	-7	-1
기타현금흐름	-3	-20	19	7	-12
현금의증가(감소)	99	146	-113	107	-10
기초현금	132	230	376	263	370
기말현금	230	376	263	370	360

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	2,646	3,141	3,186	3,999	4,523
현금성자산	230	376	263	370	360
단기투자자산	81	187	78	213	154
매출채권	837	810	908	872	1,221
재고자산	1,410	1,664	1,820	2,368	2,605
기타유동자산	87	104	116	175	182
비유동자산	4,443	4,519	4,914	5,265	5,257
유형자산	3,920	4,043	4,119	4,279	4,313
무형자산	81	75	71	59	55
투자자산	168	162	485	481	443
기타비유동자산	274	239	239	446	446
자산총계	7,089	7,660	8,100	9,264	9,780
유동부채	1,963	2,673	2,364	2,813	3,070
단기차입금	1,084	1,298	1,382	2,076	2,374
매입채무	220	92	82	178	164
기타유동부채	659	1,283	900	559	532
비유동부채	1,835	1,217	1,437	1,754	1,792
사채	1,000	500	430	430	430
장기차입금	766	667	945	1,296	1,336
기타비유동부채	69	50	62	28	26
부채총계	3,799	3,890	3,801	4,567	4,862
지배주주지분	2,956	3,381	3,878	4,213	4,391
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	490	490	490	490	490
자본조정 등	-147	-145	-146	-141	-141
기타포괄이익누계액	-147	-200	-163	-122	-122
이익잉여금	2,700	3,175	3,636	3,926	4,103
자본총계	3,290	3,770	4,299	4,697	4,918

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	12.9	11.1	9.5	11.5	14.2
P/B(배)	1.4	1.7	1.3	0.9	0.7
P/S(배)	0.9	1.1	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	9.5	8.5	8.0	8.0	9.3
배당수익률(%)	1.1	0.9	1.1	1.2	1.5
EPS(원)	2,742	4,581	4,641	2,938	1,917
BPS(원)	25,552	29,221	33,517	36,419	37,952
SPS(원)	39,824	47,801	51,580	54,885	50,384
DPS(원)	400	450	500	400	400
수익성(%)					
ROE	11.1	16.7	14.8	8.4	5.2
ROA	5.5	8.0	7.5	4.7	2.8
ROIC	6.5	9.8	8.7	6.4	5.1
안정성(%)					
유동비율	134.8	117.5	134.8	142.2	147.3
부채비율	115.5	103.2	88.4	97.2	98.9
순차입금비율	88.4	77.4	71.8	73.7	83.1
이자보상배율	5.0	8.7	9.0	5.5	3.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
매출채권회전율	5.9	6.7	6.9	7.1	5.6
재고자산회전율	3.6	3.6	3.4	3.0	2.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.