

기술 2024-142 2024.09.05.

이 보고서는 시가총액 5,000억 원 미만의 중소형 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서 화학

서흥(008490)

- ▶ 요약
- ▶ 기업현황
- ▶ 시장동향
- ▶ 기술분석
- ▶ 재무분석
- ▶ 주요 변동사항 및 전망

작성기관 (주)NICE디앤비

작성자 하상수 연구원

[YouTube 요약 영상 보러가기](#)

- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브(IRTV)로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미게재 상태일 수 있습니다.
- 텔레그램에서 “한국IR협의회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.

## 서흥(008490)

국내 최상위 하드캡슐 시장지위 보유 캡슐 전문 제조기업

## 기업정보(2024.08.28. 기준)

대표자	양주환
설립일자	1973년 01월 30일
상장일자	1990년 03월 27일
기업규모	중견기업
업종분류	합성약품 및 기타 완제 의약품 제조업
주요제품	하드캡슐, 건강기능식품 등

## 시세정보(2024.08.28. 기준)

현재가(원)	18,120원
액면가(원)	500원
시가총액(억 원)	2,096억 원
발행주식수	11,569,113주
52주 최고가(원)	32,150원
52주 최저가(원)	16,490원
외국인지분율	8.77%
주요주주	
양주환 대표이 사 외 특수관계 인(5인)	52.77%

## ■ 압도적인 국내 하드캡슐 시장 점유율을 자랑하는 캡슐 전문기업

서흥(이하 동사)은 1973년 1월 하드캡슐 및 소프트캡슐 등의 제조·판매를 영위할 목적으로 설립되어 1990년 3월 유가증권시장에 상장한 기업으로, 하드캡슐 제조, 의약품 전공정 수탁, 건강기능식품 등을 생산하고 있다. 동사의 주력 사업은 의약품 등의 내용물을 보관하는 하드캡슐 품목과 건강기능식품 제조 사업으로 각각 2023년 기준 동사 매출 비중의 32.9%, 31.8%를 차지하고 있다. 특히, 하드캡슐 사업의 경우 국내 시장의 95%를 점유하고 있어 국내 상당수의 제약회사를 거래처로 두고 있다.

## ■ 소비자들의 건강 수요 증가로 건강기능식품 산업 성장 전망

건강기능식품 산업은 일상 식사에서 결핍되기 쉽거나 인체에 유용한 기능을 가진 성분을 가공한 식품으로 식약처의 인증이 필요하다. 원료 유형에 따라 고시형과 개별인정형으로 구분되며, 고시형은 별도의 인정 절차가 필요하지 않아 진입장벽이 낮은 편이나, 개별인정형은 식품의약품안전처장의 인정이 필요해 진입장벽이 높고 경쟁이 심하지 않은 특징이 있다. 환경오염, 전염병 등의 건강 위협 요소 증가와 인구 고령화로 인한 소비자들의 수요가 지속 증가할 것으로 전망되고 있다.

## ■ 우수한 캡슐 제조 기술력 기반의 건강기능식품 사업 경쟁력 강화

동사는 세계 각국에서 특허로 등록되어 있는 ‘EMBO CAPS’를 기반으로 50년 이상의 캡슐 제조 기술력을 자랑하고 있다. 하드캡슐 외에도 소프트캡슐, 정제, 액제/젤리, 분말/과립 등의 다양한 제형의 건강기능식품을 제조하고 있으며, 2022년 액상 및 젤리 부문의 물적분할을 통해 ‘서흥헬스케어’를 설립했다. 동사는 제형별 경쟁력을 강화하고 고객에게 더욱 신속하게 고품질의 제품 공급체계를 확충하기 위해 사업 분할을 진행하였다.







## 요약 투자지표 (K-IFRS 연결 기준)

	매출액 (억 원)	증감 (%)	영업이익 (억 원)	이익률 (%)	순이익 (억 원)	이익률 (%)	ROE (%)	ROA (%)	부채비율 (%)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)
2021	5,967.3	7.9	696.0	11.7	593.0	9.9	14.8	7.5	88.4	4,641	34,874	9.5	1.3
2022	6,349.7	6.4	619.8	9.8	406.0	6.4	8.4	4.7	97.2	2,938	37,893	11.5	0.9
2023	5,945.7	-6.4	429.9	7.2	88.8	1.5	1.4	0.9	108.3	529	38,283	54.3	0.8

### 기업경쟁력

국내 독보적인 캡슐 전문 제조기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 50년 이상의 기술력 기반 하드캡슐 제조 특허 'EMBO CAPS' 보유</li> <li>■ 국내 시장점유율 95% 이상, 해외 시장점유율 7%로, 높은 시장지배력을 통해 기술력 입증</li> </ul>
OEM/ODM 방식의 고품질 건강기능식품 제조	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 캡슐 제조 기술 기반 다양한 제형의 건강기능식품 제조</li> <li>■ 고객 요구사항에 따른 제형과 포장방법으로 생산하는 OEM/ODM 방식 제조</li> <li>■ 액상 및 젤리 건강기능식품 사업 분할을 통한 제형별 경쟁력 강화</li> </ul>

### 핵심 기술 및 적용제품

캡슐 사업	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 예비결합, 넓은 용적 설계, 이중 잠금 기능, Air Vent 기술, EMBO 기능 등을 지닌 'EMBO CAPS' 캡슐 디자인으로 세계 각국에 하드캡슐 제공 중</li> <li>- 하드캡슐, 소프트캡슐 등 다양한 제형의 건강기능식품을 OEM/ODM 방식으로 제조, 원료 품질검사부터 제품 포장까지 전공정에 걸친 기술력 보유</li> </ul>	동사의 주요 제품									
원료 및 화장품 사업	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 캡슐의 주원료인 젤라틴 및 콜라겐 제품 등을 생산·판매</li> <li>- 제약/화장품/식품산업의 원료로서 고품질, 고효율 생산시스템을 구축</li> <li>- OEM/ODM 방식의 화장품 제조, 국내외 유통되는 거의 모든 종류의 기초화장품 제품류 제조 가능</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>캡슐</th><th colspan="2">건강기능식품</th></tr> <tr> <th>캡슐 샘플</th><th>스틱 젤리 샘플</th><th>오버캡 샘플</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table>	캡슐	건강기능식품		캡슐 샘플	스틱 젤리 샘플	오버캡 샘플			
캡슐	건강기능식품										
캡슐 샘플	스틱 젤리 샘플	오버캡 샘플									
											

### 시장경쟁력

세계 건강기능식품 시장규모	년도	시장규모	연평균 성장률
	2022년	1,265억 달러	▲5.4%
	2027년	1,646억 달러	
국내 건강기능식품 시장규모	년도	시장규모	연평균 성장률
	2023년	6조 2,022억 원	▲6.1%
	2028년	8조 3,405억 원	
시장환경	<div>■ 건강기능식품 사업은 인체에 유용한 기능성을 지닌 원료, 성분을 사용해 제조한 식품으로 다양한 원재료를 기반으로 제작되며, 원료 유형에 따라 진입장벽이 나뉨</div> <div>■ 건강 위협 요소 증가와 인구고령화에 따른 소비자들의 건강 관심 증대로 관련 시장은 성장 전망임. 정부의 건강기능식품 산업 활성화 정책 방향에 따라 사업 확대가 용이할 것으로 예상됨</div>		



## I. 기업 현황

## 독보적인 점유율을 보유한 국내 캡슐 사업 선도 기업

동사는 의약품 등의 내용물을 보관하는 하드캡슐 전문 제조 기업으로, 국내 캡슐 시장 점유율이 95% 이상으로 국내 대부분의 제약회사를 고객사로 확보해, 캡슐 사업 내 독보적인 지위를 유지하고 있다. 또한, 동사는 화장품 및 건강기능식품 회사 인수를 통한 사업 다각화를 통해 사업 기반을 강화하고 있다.

## ■ 기업 개요

동사는 1973년 1월 하드캡슐 제조, 소프트캡슐 제형의 의약품 전공정 수탁, 건강기능식품 생산, 원료 및 화장품 사업 등을 영위할 목적으로 설립되었으며, 1990년 3월 유가증권시장에 상장되었다. 동사는 충청북도 청주시 흥덕구 오송읍 오송생명로 61에 본점, 오송1·2공장, 평택공장 및 연구소 등의 시설을 보유하고 있다.

## [표 1] 동사의 주요 연혁

일자	내용
1973.01.	회사 설립
1990.03.	유가증권시장 상장
1992.11.	1,000만불 수출의 탑 수상
2003.09.	FISH젤라틴 하드캡슐 제조특허 출원
2012.04.	오송공장 미국 FDA실사 적격업소 지정 VG캡슐 OU Kosher 인증
2014.05.	오송공장 HACCP 적용업소 지정 / 제13회 식품 안전의 날 "산업포장" 수상
2018.09.	한국코스모 인수
2019.05.	서흥베트남 제2공장 준공
2023.08.	ECOVADIS ESG평가 실버등급 획득

자료: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

동사 반기보고서(2024.06.) 기준, 동사의 최대주주는 양주환 대표이사(32.79%)이며, 특수관계인(가족 양주철(7.74%), 양준택(3.38%), 양준성(2.99%), 유영희(0.88%) 및 유당장학회(4.99%))를 포함해 52.77%의 지분을 보유하고 있다. 한편, 동사는 연결대상 종속회사로 비상장 9개 사(젤라틴 제조, 하드캡슐, 소프트캡슐, 화장품 등의 제조·판매 업체 및 부동산 임대업)를 보유하고 있다.

## [표 2] 최대주주 및 특수관계인 주식소유 현황

주주명	지분율(%)
양주환	32.79
양주철	7.74
양준택	3.38
양준성	2.99
유영희	0.88
유당장학회	4.99
기타	47.23
합계	100.00

## [표 3] 주요 계열사 현황

회사명	주요사업	자산총액(백만 원)
Suheung Vietnam Co., Ltd.	하드캡슐 제조 및 판매	215,092
젤텍	젤라틴 제조 및 판매	158,233
서흥헬스케어	건강기능식품 제조	111,086
Suheung America Co., Ltd.	하드캡슐, 소프트캡슐 등 판매	104,853
그 외 5개 기업	해외 생산/판매법인, 부동산 임대 등	-

자료: 동사 반기보고서(2024.06.), NICE디앤비 재구성

## ■ 대표이사 경력

양주환 대표이사는 연세대학교 전자공학 학사를 취득하였으며, 1974년 국방과학연구소에서 근무하다 1981년 서흥캡셀(현 동사)에 상무이사로 입사해 1982년 서흥캡셀 전무이사로 승진했다. 1991년 대표이사 사장에 선임됐으며, 2009년부터 2016년까지 한국건강기능식품협회 회장직을 맡은 바 있다. 2010년 대표이사 회장을 맡아 경영을 총괄하고 있다.






## ■ 주요 사업

동사는 의약품 등의 내용물을 보관하는 하드캡슐, 소프트캡슐 제형의 의약품 전공정 수탁, 건강기능 식품 및 상품 등을 제조하는 캡슐 사업 부문과 캡슐, 화장품의 원료 사업 부문, 화장품 사업을 영위하는 업체이다. 2023년 기준 캡슐 사업 부문이 동사 매출 비중의 79.8%를 차지하고 있으며, 캡슐 사업 내에서도 하드캡슐의 매출 비율이 32.9%, 건강기능식품이 31.8%를 차지하면서 동사 매출을 견인하고 있다.

## ■ 주요 고객사

동사의 주요 사업인 캡슐 사업 부문 영업조직은 국내 판매조직과 해외영업팀으로 구성되어 있다. 국내 하드 캡슐 시장에서의 점유율이 95% 이상으로 국내 대부분의 제약회사 및 식품회사 등을 대상으로 외상판매 및 선불결제 조건으로 매출을 발생시키고 있다. 화장품 회사 및 건강기능식품 회사 등을 인수하면서 다양한 부문의 사업 다각화를 진행 중이다.

## ESG(Environmental, Social and Governance) 활동 현황

 환경경영		◎ 공정기술 개선에 의한 폐기물 관리 및 제조 비용 절감 ◎ 환경경영체계 구축을 통한 환경 영향 최소화 전략 수립		◎ 국내/외 환경 법규 준수 및 탄소 중립 실현을 위한 저감 활동 수행
 사회책임경영		◎ 근로자 건강검진 비용 지원 등의 복지제도 운영 ◎ 고충처리담당 상주인원을 통한 수시 상담 등 수행		◎ 근로자 인권, 성희롱, 괴롭힘 방지 교육 수행
 기업지배구조		◎ 공정한 기업활동을 위한 윤리헌장 마련 및 사이버감사실 운영 ◎ 경영 투명성 제고를 위한 정관 및 이사회 등의 운영 시스템 구축		

## II. 시장 동향

### 인구 고령화 및 각종 전염병 이슈에 따라 건강기능식품 수요 지속 증가 전망

건강기능식품은 질병을 직접적으로 치료하거나 예방하는 의약품과는 달리 식품군에 들어가며, 원료 유형에 따라 고시형과 개별인정형으로 구분된다. 건강 위험 요소 증가와 인구 고령화에 따른 소비자들의 건강에 대한 관심이 높아짐에 따라 수요가 지속 증가 중이며, 정부의 건강기능식품 산업 활성화 정책에 따라 사업 확대가 용이할 것으로 전망된다.

### ■ 생리 활성 기능 효과가 있는 원료에서 유래한 건강기능식품 산업

건강기능식품은 일상 식사에서 결핍되기 쉬운 영양소나 인체에 유용한 기능을 가진 성분을 가공한 것을 의미한다. 식품의 기능은 총 3차 기능으로 나뉘는데, 1차 기능은 생명 유지 기능으로도 불리는 영양 기능이다. 균형 있는 영양 섭취를 통해 신체의 정상적인 발달을 돕고 스트레스를 잘 견딜 수 있게 한다. 2차 기능은 기호 기능으로 식품을 먹을 때의 맛, 향, 색, 질감 등의 식품을 먹게 되는 동기를 의미한다. 3차 기능은 신체의 리듬 조절, 질병 예방, 치유, 면역력 강화, 노화 방지 등 생리적 활성을 부여하는 기능으로 건강기능식품의 기능성은 식품의 3차 기능의 뚜렷한 효과가 있는 원료에서 유래한다.

건강기능식품은 건강을 유지하기 위해 섭취하는 일반 식품과 달리 건강기능식품에 관한 규정에 따라 일정 절차를 거쳐 만들어진 제품에 한해 기능성을 표시할 수 있다. 또한, 질병을 직접적으로 치료하거나 예방할 목적으로 섭취하는 의약외품, 일반의약품과는 명확히 구분되는 개념을 지닌다.

[표 4] 건강기능식품 개념 비교

구분		정의	대표제품
식품	건강기능식품	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인체에 유용한 기능성을 가진 원료·성분을 사용해 제조한 식품</li> <li>· 식약처 인증을 받은 제품</li> </ul>	 <p>홍삼정</p>
	식품 (건강보조식품, 식이보충제)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 건강에 좋다고 여겨져 섭취되어 온 식품</li> <li>· 식약처로부터 안전성과 기능성을 인증받지 않음</li> </ul>	 <p>녹용, 동충하초</p>
의약품	의약외품	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 의약품의 용도로 사용되는 물품을 제외한 것</li> <li>· 인체에 대한 작용이 경미하거나 직접 작용하지 않는 것</li> </ul>	 <p>박카스D</p>
	일반의약품	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사람·동물의 질병 치료, 예방 목적으로 사용</li> <li>· 사람이나 동물의 구조와 기능에 약리학적 영향을 줄 목적으로 사용하는 물품</li> </ul>	 <p>까스활명수</p>

자료: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

건강기능식품은 원료 유형에 따라 고시형과 개별인정형으로 구분된다. 고시형 원료는 건강기능식품 공전에 등재되어 있는 기능성 원료로, 공전에서 정하고 있는 제조기준, 규격, 최종 제품의 요건 등에 적합할 경우 별도의 인정 절차가 필요하지 않고 누구나 사용할 수 있다. 따라서 진입장벽이 낮은 편이며, 차별화된 제품 경쟁력과 마케팅 능력이 요구된다. 반면에 개별인정형 원료는 건강기능식품 공전에 등재되어 있지 않은 원료로, 기업이 원료의 안전성, 기능성, 기준규격 등의 자료를 제출하여 식품의약품안전처장으로부터 인정을 받아야 하며, 인정 받은 업체만이 사용할 수 있다는 특징이 있다. 개별인정형 원료는 고시형 대비 많은 연구인력과 개발 비용이 소요되기 때문에 고시형 건강기능식품보다는 진입장벽이 높아 경쟁이 심하지는 않은 편이다.

환경오염, 전염병 등의 질병과 같은 건강 위협 요소 증가와 인구 고령화에 따른 소비자들의 건강에 대한 관심이 높아지면서 시장은 성장 전망이다. 또한, 정부의 건강기능식품 산업 활성화 정책 방향에 따라 기준 완화나 원료 확대에 따른 사업 확대가 용이할 것으로 보인다.

[표 5] 건강기능식품 산업의 전후방산업

후방산업	건강기능식품 산업	전방산업
		
홍삼근, 비타민, 미네랄, 농산물 등의 원재료 및 소재	건강기능식품	건강기능식품 판매업체, 백화점, 약국 등

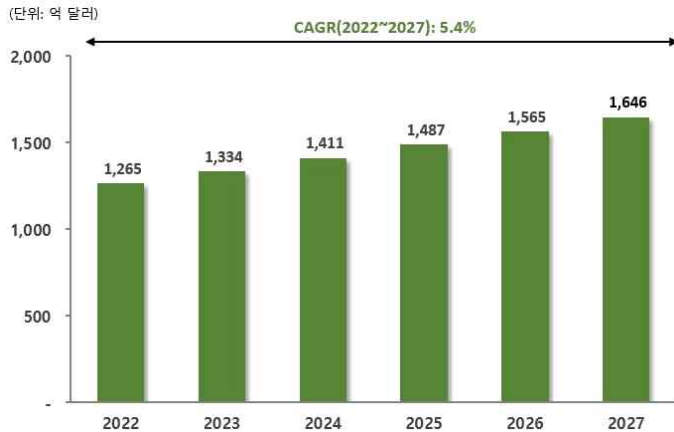
자료: Unsplash 이미지 사이트, 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

## ■ 시장 규모

글로벌 시장조사기관인 Euromonitor의 보고서에 따르면, 글로벌 건강기능식품 시장은 2022년 1,265억 달러 규모를 형성하였으며, 이후 연평균 5.4% 증가하여 2027년 1,646억 달러의 시장규모를 형성할 것으로 전망되고 있다. 또한, 식품의약품안전처에 따르면, 국내 건강기능식품 시장은 2023년 6조 2,022억 원 규모에서 연평균 6.1% 성장하여 2028년 8조 3,405억 원 규모를 형성할 것으로 전망되고 있다.

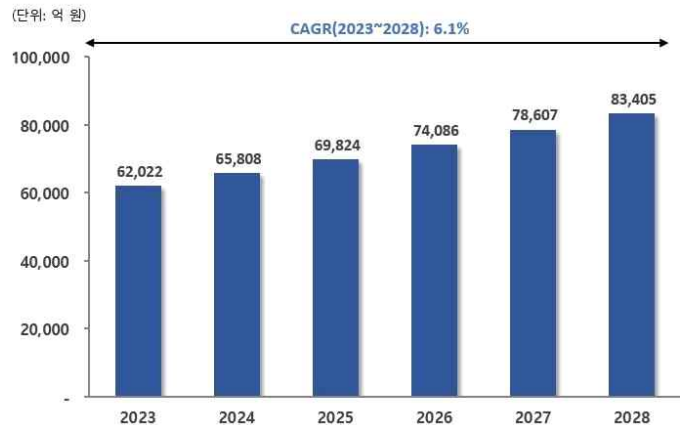


[그림 1] 세계 건강기능식품 시장규모



자료: Euromonitor(2023), NICE디앤비 재구성

[그림 2] 국내 건강기능식품 시장규모



자료: 식품의약품안전처(2023), NICE디앤비 재구성

## ■ 경쟁사 분석

건강기능식품은 매년 발생하는 독감을 비롯해 사스, 메르스, 코로나19 등의 전세계적으로 이슈가 된 전염성 질병의 유행이 지속 발생함에 따라 면역력 증진 등 개인 건강을 위한 수요가 증가하는 추세이다. 생산 과정과 기능성 원료에 대한 식약처의 관리, GMP 인증 등은 소비자의 신뢰를 증진시키고 건강기능식품 제조업체에서는 다양한 연령대 및 건강기능에 걸친 세분화된 제품 출시로 소비자 수요를 충족시키고 있다. 국내 인기 건강기능식품 종류로는 홍삼, 비타민, 유산균 등이 있으며, 해당 제품들 관련 제조업체인 동사와 한국인삼공사, 콜마비엔에이치 등이 높은 매출을 기록하고 있다.

한국인삼공사는 1899년 대한제국 궁내부 삼정과 설치 이후 고려삼의 전통을 이어오며 영업하는 업체로 1999년 1월 한국담배인삼공사에서 분사하여 KT&G의 계열사로 홍삼 전문 건강식품 기업으로서 설립되었다. 국내 대표 홍삼 브랜드인 ‘정관장’을 필두로 자체 브랜드인 ‘홍이장군, 굿베이스, 앞파프로젝트, 화애락’ 등의 홍삼, 프로바이오틱스, 비타민 등의 다양한 건강기능식품을 제조 및 판매하고 있다. 건강기능식품 외에도 화장품, 반려동물 사료, 카페 브랜드 등 다양한 사업을 추진하고 있다.

콜마비엔에이치는 2004년 2월 한국원자력연구권과 한국콜마가 공동출자하여 설립한 선바이오텍이 2013년 한국푸드팜과 합병하면서 설립된 회사이다. 건강기능식품 및 화장품의 핵심 소재를 개발하는 소재 연구개발 전문 기업으로 OEM/ODM 방식으로 생산, 판매하고 있다. 네트워크 회사인 ‘에터미’의 비중이 가장 높으며, 당귀 혼합추출물을 이용한 면역기능 개선용 기능성 원료 ‘에터미 헤모힘’ 및 비타민, 유산균 등의 제품군을 보유하고 있다. 개량기술에 대한 지속적인 특허 출원, 등록을 통해 기술 진입장벽 구축을 위한 노력을 지속하고 있다.



[표 6] 국내 건강기능식품 산업 경쟁업체 현황

(단위: 백만 원, K-IFRS 연결 기준)

회사명	사업부문	매출액			기본정보 및 특징(2023.12. 기준)
		2021	2022	2023	
서흥 (동사)	합성의약품 및 기타 완제 의약품 제조업	5,967.3	6,349.7	5,945.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 중견기업, 유가증권시장 상장(1990.03.27)</li> <li>· 하드캡슐 제조, 소프트캡슐 제형의 의약품 전공정 수탁, 건강기능식품 등 생산</li> <li>· 2022년 액상 및 젤리 형태 건강기능식품 사업 분할을 통한 서흥헬스케어 신설</li> </ul>
한국인삼공사	인삼식품 제조업	13,777.4	13,961.2	13,960.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 대기업, 외감</li> <li>· 120년간의 고려삼 전통을 이은 한국 대표 인삼 종주 기업</li> <li>· 대표 홍삼 브랜드 '정관장' 외 여성 전문 브랜드 '화애락', 남성 전문 브랜드 '홍천웅' 등 특정 건강기능을 반영한 다양한 건강기능식품 제공</li> </ul>
콜마비엔에이치	기초 의약 물질 제조업	5,930.8	5,759.0	5,795.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 중견기업, 코스닥 상장(2014.07.23.)</li> <li>· 건강기능식품 화장품 소재 연구개발 전문기업</li> <li>· 네트워크 회사 '애타미' 등의 B2B 비즈니스가 주를 이루고 있음</li> </ul>

자료: 각 사 사업보고서(2023.12.) 및 감사보고서, NICE디앤비 재구성

### III. 기술분석

#### 높은 시장점유율을 자랑하는 캡슐 사업 관련 노하우 구축

동사는 하드캡슐, 소프트캡슐, 건강기능식품 등의 캡슐 사업과 원료 및 화장품 사업 등 여러 분야에 걸쳐 제품을 제공하고 있다. 동사의 주요 사업 품목인 하드캡슐은 세계 각국에서 특허로 등록한 'EMBO CAPS'를 기반으로 국내 시장 점유율 95% 이상을 차지하며 기술력을 입증하고 있다. 또한, 동사의 캡슐 기술력을 활용한 건강기능식품 제조도 높은 매출 비중을 차지하고 있다.

#### ■ 기술 개요 및 주요 서비스

동사는 하드캡슐 제조업, 소프트캡슐 제형의 의약품 전공정 수탁, 건강기능식품 생산을 담당하는 캡슐 사업 부문과 원료 및 화장품 사업을 영위하고 있다. 2023년 기준 동사 매출 비중의 32.9%를 의약품 등의 내용물을 보관하는 하드캡슐 품목이 차지하고 있으며, 31.8%를 건강기능식품 품목이 차지하고 있다. 또한, 캡슐, 화장품의 원료로 사용되는 젤라틴 등의 품목이 19.1%를 차지하고 있다.

#### ■ 오랜 기술력 기반의 독보적인 국내 시장 점유율 보유한 캡슐 사업부

동사의 주요 사업은 하드캡슐, 소프트캡슐, 건강기능식품 품목을 제공하는 캡슐 사업부문이다. 동사의 하드캡슐(Hard Capsule, 경질캡슐)은 캡슐의 상단덮개부인 캡과 몸통부인 바디로 구성된 원통 모형의 캡슐로, 캡슐 안에 담긴 내용물의 변질을 막아주고 섭취와 인체 흡수를 용이하게 하는 역할을 한다. 하드캡슐을 기반으로 생산되는 의약품의 수요가 고정적이기 때문에 경기변동에 민감하지 않은 특징이 있으며, 하드캡슐 제형의 건강기능식품 수요도 증가하여 하드캡슐 산업은 지속적으로 성장할 것으로 예상된다.

하드캡슐 제조는 첨단 장비와 높은 기술력, 정밀함이 요구되어 진입장벽이 상당히 높은 편에 속한다. 동사는 50년 이상 캡슐을 제조하면서 생긴 기술적 노하우를 기반으로 고품질의 하드캡슐을 전세계에 공급하고 있다. 특히, 동사의 'EMBO CAPS'는 하드캡슐 충전 후 캡슐이 분리되지 않도록 품질을 향상시켜 세계 각국에서 특허로 등록되어 있다. 동사는 국내 하드캡슐 시장의 95%를 차지하고 있으며, 해외 시장점유율은 7%로 글로벌 시장 업계 3위권에 형성되어 이러한 기술력을 바탕으로 시장지배력을 입증하고 있다.

[그림 3] 동사 'EMBO CAPS' 기술력 및 예시

EMBO CAPS DESIGN	캡슐 샘플
<div data-bbox="188 1608 564 1641">EMBOCAPS® Capsule Design</div>  <ol style="list-style-type: none"> <li>1 <b>예비결합 (PRE-LOCK) 캡슐</b> 정밀 가공된 Dimple이 예비결합된 캡슐의 물리적인 충격에 의한 분리현상 방지</li> <li>2 <b>완벽한 Round형 캡슐</b> 넓은 용적 설계로 충격 최소화 및 충전 시 찌그러짐 현상 방지</li> <li>3 <b>이중 잠금 기능</b> 예비결합 상태에서는 결합이 용이하게, 결합 후에는 Locking 물리지 않도록 설계</li> <li>4 <b>Air Vent 기술</b> 캡슐 내부 공기 배출을 원활하게 하여 제조 시 건조 용이 및 고속 충전시 압축공기 영향을 받지 않음</li> <li>5 <b>EMBO 기능</b> 4개의 EMBO가 충전 전 반결합 및 완전결합 방지, 충전 후 캡슐 분리 현상 방지</li> </ol>	

자료: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

캡슐 부문 사업의 의약품 전공정 수탁 생산은 주로 소프트캡슐(Soft Capsule, 연질캡슐) 제형으로 제작된다. 소프트캡슐은 액체 및 현탁제를 담고 있는 캡슐로, 내용물의 충전과 성형이 동시에 요구되기 때문에 하드캡슐과 달리 캡슐만 따로 생산하는 것이 불가능하다.

한편, 동사는 소프트캡슐, 하드캡슐, 정제, 액제/젤리, 분말/과립 등의 다양한 제형의 건강기능식품을 제조하고 있다. 동사의 의약품 전공정 수탁 및 건강기능식품은 고객 요구사항에 따른 다양한 제형과 포장방법으로 주문에 맞게 생산하는 OEM/ODM 형태로 주로 제조한다. 따라서 원료 품질검사부터 제품 포장까지 전공정에 걸쳐 여러 설비와 그에 맞는 기술력을 보유하고 있다. 특히, 동사에서 자체적으로 연구개발한 캡슐 자동 검사기(EXC-21V)는 캡슐의 외관을 자동으로 검사하여 색상차이, 이중 캡, 길이, 구멍, 버블, 작은 반점, 인쇄 위치 불량, 미인쇄 등의 캡슐 불량도 검출할 수 있는 고성능 검사 장비이다.

[그림 4] 동사 품질검사 프로세스



자료: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

## ■ 원료 및 화장품 사업 전개를 통한 사업 다각화

동사는 캡슐의 주원료인 젤라틴 제품 및 콜라겐 제품 등을 생산 및 판매하는 원료 부문 사업을 전개하고 있다. 젤라틴은 젤리, 캡슐, 필름코팅제 및 접착제 등 여러 부문에 사용되는 천연고분자 단백질로, 특히 의약 및 건강기능식품 분야에서 하드캡슐 및 소프트캡슐의 주원료로 사용되고 있다. 콜라겐은 동물의 섬유성 단백질로 인체 구성 단백질 중 가장 많은 30%를 차지하고 있는 단백질로, 노화 방지, 뼈, 연골, 근막 등을 회복시키고 유지하는 역할을 하며, 제약 및 건강기능식품, 화장품산업의 주원료로 사용된다.

젤라틴 및 콜라겐은 제약산업, 화장품산업, 식품산업의 원료로서 밀접하게 연관되어 있으며, 소비자들이 건강 및 미용에 관심이 높아지는 만큼 지속 성장이 예상되는 산업이다. 동사는 최신식 자동화 설비 및 고도의 기술력과 노하우를 지닌 인력 기반으로 고품질, 고효율의 생산시스템을 구축하고 있다.

동사의 화장품 사업은 기초화장품류의 제품 생산을 고객으로부터 위탁받는 OEM/ODM 형식으로 진행하고 있다. 다년간의 기술력을 기반으로 국내외에서 유통되는 클렌징, 바디제품을 포함한 기초화장품 제품류 제조가 가능하며, 국내 여러 기업에 제품을 납품 중이다. 화장품 산업은 이미지와 브랜드 가치에 따라 가치가 극대화되는 고부가가치 산업이며, 최근 화장품 라이프사이클 단축에 따라 신제품 개발이 용이한 OEM/ODM 업체에 생산을 의뢰하는 업체 수가 증가하고 있어, 큰 성장요인이 될 것으로 예상된다.

## ■ 동사의 연구개발 역량

동사는 건강기능식품, 의약품, 화장품의 신제형, 신기술, 신소재 분야에서 효능이 우수하고 안정성이 과학적으로 입증된 제품을 꾸준히 개발하고 있다. 다양한 제형의 제제연구실, Pilot생산실, 분석연구실을 운영 중이며, 분석허가를 담당하는 연구1팀, 연구2팀(연질캡슐연구), 연구3팀(고형제연구), 연구4팀(액상젤리연구), 신규프로젝트팀(신소재연구), 화장품연구팀 등 6개 연구팀을 운영하고 있다. 동사의 대표적인 연구 실적으로는 마린콜라겐 신제품개발, 오메가3 젤리 및 정제어유를 함유한 짜먹는 젤리의 제조 특허 출원 등이 있으며, 건강기능식품 기능성 원료인 풋사과추출폴리페놀 및 저분자콜라겐펩타이드에 대해 식약처로부터 기능성을 인증받은 바 있다.

[표 7] 동사의 연구개발비용

(단위: 백만 원, %, K-IFRS 개별 기준)

항목	2021	2022	2023
연구개발비용	6,971	7,258	6,971
연구개발비 / 매출액 비율	1.68	1.90	2.20

자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재구성



#### IV. 재무분석

##### 안정적 사업구조 기반 매출증가 지속 후 2023년 매출 감소 전환, 수익성 하락세

국내 유일의 하드캡슐 제조업체로 하드캡슐 국내 시장 점유율 95%의 독점적 시장지위를 구축에 따른 안정적인 매출을 확보한 가운데, 지난 2개년 매출 증가 후 2023년에는 고객사 자체적인 생산설비 도입에 따른 OEM 물량감소 등으로 역성장을 나타냈으며, 원가부담 증가로 인해 수익성도 하락세를 보였다.

##### ■ 하드캡슐 국내 시장 최대 시장점유율 보유, 2023년 매출 감소 전환

동사는 하드캡슐 제조, 원료 및 화장품 사업, 건강기능식품 제조 등을 영위하고 있으며 주력인 하드캡슐 부문은 2023년 국내 시장점유율 약 95%, 글로벌 시장 업계 3위로 독점적 시장지위를 확보하고 있다. 이외 원료 사업 부문은 캡슐의 주원료인 젤라틴과 콜라겐 제품 등을 생산하며, 화장품 부문은 기초화장품류의 제품생산을 위탁받아 수행하고 있다. 2018년 한국코스모 인수를 시작으로 화장품 사업을 개시하였으며 2020년 건강식품 전문기업인 내츄럴엔도텍 경영권 인수로 건강기능식품 제조 및 판매를 본격화하였다.

2021년 국내외 하드캡슐 생산 CAPA 확대 및 사업다각화로 전년 대비 7.9% 증가한 5,967.3억 원, 2022년 전년 대비 6.4% 증가한 6,349.7억 원의 매출액을 기록하였으며, 2023년에는 시장경기 약화 및 소비침체로 6.4% 감소한 5,945.7억 원의 매출액을 기록하며 역성장하였다. 주요 제품인 하드캡슐 매출은 꾸준한 증가를 보인 반면, 건강기능식품과 원료 부문 매출은 최근 3개년 하락세를 나타냈으며 이는 대형 고객사의 자체적인 생산설비 도입에 따른 OEM 공급물량 감소 등에 기인한 것으로 분석된다.

한편, 2024년 상반기 하드캡슐 및 건강기능식품 매출 증가로 전년 동기 대비 9.4% 증가한 3,381.1억 원의 매출액을 기록하였다.

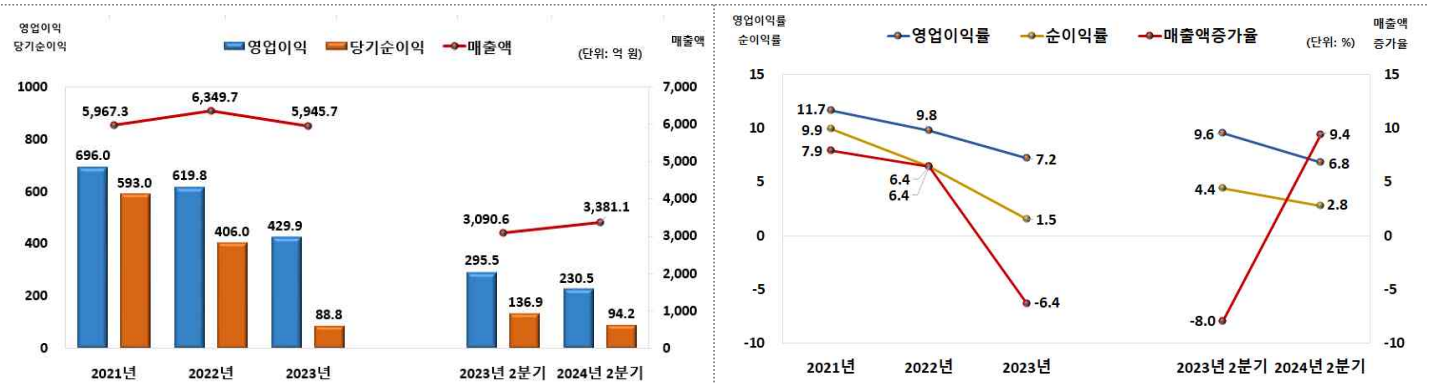
##### ■ 2023년 원가부담 증가 등으로 영업수익성 감소, 관계기업투자손실 등으로 순이익률 하락

2021년 영업이익률 11.7%, 2022년 9.8%, 2023년 7.2%를 기록하며 최근 3개년 영업수익성은 악화추이를 보였으며, 2023년 매출원가율이 82.9%로 상승하는 등 원가부담 증가로 수익성이 저하되었다. 한편, 순이익률도 2021년 9.9%, 2022년 6.4%를 기록하며 하락세를 나타냈으며, 2023년에는 금융비용 부담과 내츄럴엔도텍에 대한 관계기업투자손실 반영으로 1.5% 수준에 머물며 예년 대비 당기순이익 규모가 크게 감소하였다.

2024년 상반기의 경우 매출원가율이 전년 동기 81.2% 대비 증가한 83.6%를 기록하며 영업이익률이 2023년 상반기 9.6% 대비 감소한 6.8%를 기록하였다. 또한, 순이익률도 관계기업투자수익 증가에도 불구하고 외화환산손실 등 금융비용 증가로 전년 동기 4.4% 대비 감소한 2.8%를 나타내었다.

[그림 5] 동사 손익계산서 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



자료: 동사 사업보고서(2023.12.), 반기보고서(2024.06.), NICE디앤비 재구성

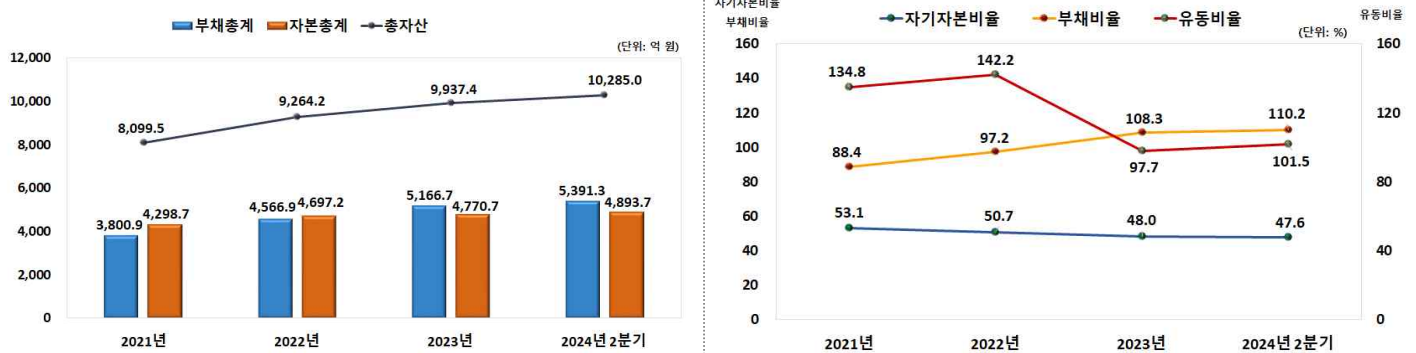
## ■ 주력사업 강화 및 해외시장 공략을 위한 설비증설 투자로 재무안정성 약화

동사의 부채비율은 2021년 88.4%, 2022년 97.2%, 2023년 108.3%로 증가 추이를 보인 가운데, 총부채의 90% 가량이 사채를 포함한 차입금으로 구성되어 있으며 베트남 공장을 비롯한 생산설비 투자, 건강기능식품 부문 라인 추가 등 지속된 설비투자로 차입금이 증가하며 재무안정성 지표가 악화추이를 나타냈으나, 이는 국내외 생산능력 확대를 위한 투자로 인한 것으로 판단되어 전반적인 재무안정성은 무난한 수준으로 분석된다. 2024년 2분기 말 부채비율 110.2%, 유동비율 101.5%를 기록해 전년 말과 비슷한 수준을 나타냈다.

한편, 2023년 장기성 위주의 차입금 만기구조가 단기 위주로 변경되면서 유동비율도 2021년 134.8%, 2022년 142.2%를 기록 후, 2023년 97.7%로 하락하였다.

[그림 6] 동사 재무상태표 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



자료: 동사 사업보고서(2023.12.), 반기보고서(2024.06.), NICE디앤비 재무성

[표 8] 동사 요약 재무제표

(단위: 억 원, K-IFRS 연결 기준)

항목	2021년	2022년	2023년	2023년 2분기 누적	2024년 2분기 누적
매출액	5,967.3	6,349.7	5,945.7	3,090.6	3,381.1
매출액증가율(%)	7.9	6.4	-6.4	-8.0	9.4
영업이익	696.0	619.8	429.9	295.5	230.5
영업이익률(%)	11.7	9.8	7.2	9.6	6.8
순이익	593.0	406.0	88.8	136.9	94.2
순이익률(%)	9.9	6.4	1.5	4.4	2.8
부채총계	3,800.9	4,566.9	5,166.7	5,151.1	5,391.3
자본총계	4,298.7	4,697.2	4,770.7	4,841.1	4,893.7
총자산	8,099.5	9,264.2	9,937.4	9,992.2	10,285.0
유동비율(%)	134.8	142.2	97.7	122.4	101.5
부채비율(%)	88.4	97.2	108.3	106.4	110.2
자기자본비율(%)	53.1	50.7	48.0	48.4	47.6
영업현금흐름	668.5	529.1	104.9	101.2	333.2
투자현금흐름	-567.9	-934.5	-658.8	-392.1	-275.6
재무현금흐름	-232.3	505.2	569.9	444.0	-46.8
기말 현금	263.3	370.2	387.1	529.6	414.5

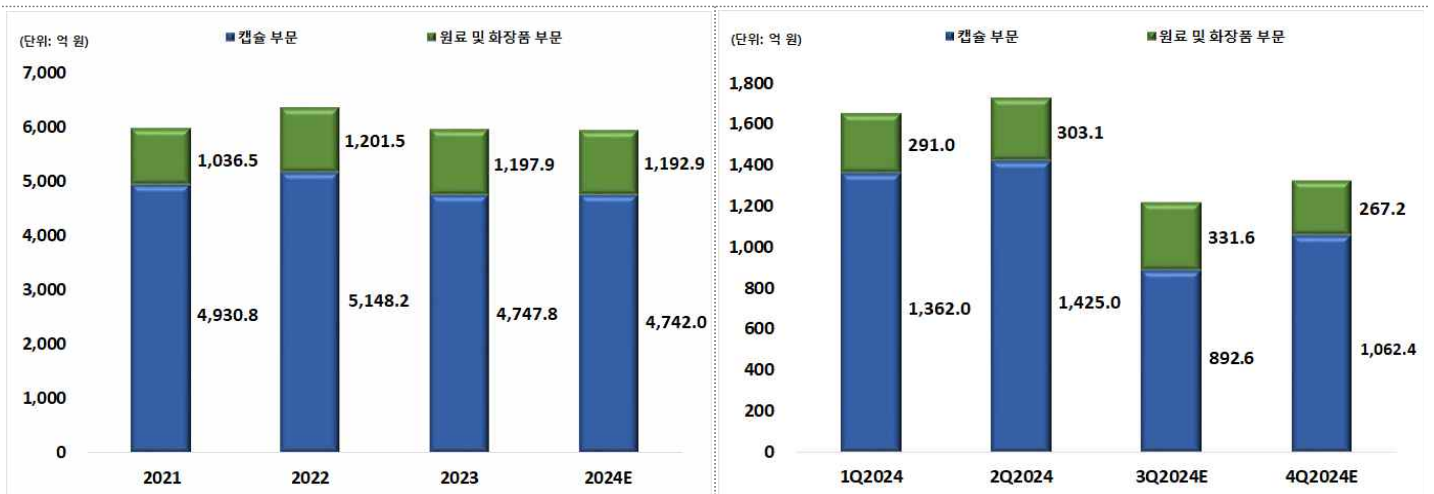
자료: 동사 사업보고서(2023.12.), 반기보고서(2024.06.)

## ■ 동사 실적 전망

동사는 주요 사업인 하드캡슐 사업의 생산 확대 및 사업다각화의 영향에 따라 최근 3개년간(2021~2023년) 소폭의 매출 등락세를 기록하였으며, 최근 2024년 상반기에는 전년 동기 대비 9.4% 증가한 실적을 기록하였다. 동사는 견고한 국내외 하드캡슐 시장점유율을 기반으로 신제품 개발, 고기능성 신제품 개발 등 고부가가치 사업 발전 및 신제품 연구개발을 추진하고 있으나, 현재 세계적인 고금리, 고환율, 고물가의 경제여파로 인한 기업들의 투자 및 시장 위축이 지속되고 있어, 경기둔화와 소비침체 등의 영향을 종합하였을 때, 2024년에는 작년과 유사한 수준의 매출을 시현할 것으로 전망된다.

[그림 7] 동사의 사업부문별 실적 및 전망

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



자료: 동사 사업보고서(2023.12.), 반기보고서(2024.06.), NICE디앤비 재구성

[표 9] 동사의 사업부문별 연간 실적 및 분기별 전망

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)

항목	2021	2022	2023	2024E	1Q2024	2Q2024	3Q2024E	4Q2024E
매출액	5,967.3	6,349.7	5,945.7	5,934.9	1,653.0	1,728.1	1,224.2	1,329.6
캡슐 부문	4,930.8	5,148.2	4,747.8	4,742.0	1,362.0	1,425.0	892.6	1,062.4
원료 및 화장품 부문	1,036.5	1,201.5	1,197.9	1,192.9	291.0	303.1	331.6	267.2

자료: 동사 사업보고서(2023.12.), 반기보고서(2024.06.), NICE디앤비 재구성

## V. 주요 변동사항 및 향후 전망

## 액상 및 젤리 제조 건강기능식품 사업 물적분할을 통한 경쟁력 강화

동사는 건강기능식품 사업 확대를 위해 2022년 액상 및 젤리 제조 부문을 물적분할하여 서흥헬스케어를 설립하였다. 사업 분할을 통해 전문성과 수익성을 높이고 고품질의 제품 공급체계 확충하고자 하였으며, 최근 미국 FDA의 현장실사에서 '무결점' 등급을 획득하여 기술력을 입증하였다.

## ■ 건강기능식품 사업 분할을 통한 제형별 경쟁력 강화

건강기능식품은 소비자들의 건강 관심 증가와 인구 고령화로 인해 수요가 지속 증가하는 추세이다. 동사는 건강기능식품용 캡슐과 건강기능식품 OEM/ODM을 주력으로 사업을 전개하고 있다. 2022년 4월 건강기능식품 사업부문 중 액상 및 젤리 제조 부문을 물적분할하여 서흥헬스케어를 설립하였다. 동사는 전문성과 수익성을 높이고 제형별 경쟁력을 강화하여 고객에게 더욱 신속하고 고품질의 제품 공급체계를 확충하고자 사업 분리를 진행하였다.

서흥헬스케어의 융복합 건강기능식품은 알약 형태의 기능식품과 액상 형태의 일반식품을 한꺼번에 섭취할 수 있는 장점이 있으며, 일체형으로 포장해 섭취가 용이하게 하고, 손 세균 등이 오염되는 문제를 해결하였다. 또한, 배면포 또는 스틱포 안에 젤리 형태의 내용물을 충전한 스틱젤리 제형이나, 파우치 안에 유동성이 있는 젤리 형태의 내용물을 충전한 워터젤리 형태 제형을 생산 중이다. 젤리 형태의 건강기능식품은 한 포씩 휴대가 용이하고 섭취 대상에 맞는 맞춤형 제품을 생산 가능하다는 장점이 있다.

서흥헬스케어는 2023년 8월 미국 FDA의 오창 공장 현장 실사에서 '무결점(No Negative Finding)' 등급을 획득하였다. 액상형 저산성 식이보충제가 심사 대상으로 선정되었는데 해당 제형은 품질관리가 까다로워 미국 FDA에서도 높은 수준의 관리 기준과 시험항목을 요구하는 항목이다. 동사는 무결점 등급의 확보를 통해 품질 관리 노하우와 기술력을 입증하여 국내 파트너사 제품의 해외시장 진출 확대를 적극적으로 진행할 예정이다.

[그림 8] 서흥헬스케어 제품 포장 예시

		
스틱 젤리	배면 썰링 스틱 포	오버캡(이중제형)

자료: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성



서흥(008490)

증권사 투자의견

작성기관	투자의견	목표주가	작성일
-	-	-	-
투자의견 없음			

시장정보(주가 및 거래량)



자료: 네이버증권(2024.08.28.)

최근 6개월간 한국거래소 시장경보제도 지정여부

**시장경보제도란?**  
한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다.  
시장경보제도는 「투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목」의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.  
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의7

기업명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
서흥	X	X	X