



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	51,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/14)	3,149.93pt
시가총액	5,993 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	59,700 / 30,350 원
90 일 일평균거래대금	21.06 억원
외국인 지분율	12.9%
배당수익률(20.12E)	0.9%
BPS(20.12E)	30,752 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.7%
	6개월 -52.9%
	12개월 6.9%
주주구성	양주환외 7인 53.2%
	국민연금공단 9.1%

Stock Price



서흥 (008490)

2021년 영업이익 추정치 상향: 상황이 좋다!

2021년 영업이익의 상황, 그리고 최대실적이 기대되는 1Q21

동사의 2021년 영업이익 추정치를 794억원 → 852억원으로 +7.3% 상향한다. 이는 보수적인 추정치의 현실적인 조정과 아래와 같은 요인을 기대하기 때문이다.

첫째, 하드캡슐 증설(3Q19 ~ 4Q20 생산설비 75대 → 87대, +16%)이 2021년 수익성 개선으로 반영될 것이다. 그 이유는 2020년에 생산실적 증가(415억개, +9.2% yoy)에도 불구하고 신규 고객사 확보를 위해 프로모션 등의 요인으로 ASP가 일시적으로 -7.9% 정도 낮게 공급했던 것에 대한 정상화(기저효과)가 진행될 것이기 때문이다.

둘째, 건강기능식품 사업에서 주문이 급증하고 있어 2021년에도 건기식 부문의 수익성 개선이 기대된다. 특히, 1Q21에는 지난달 준비했던 물량이 본격적으로 매출에 반영되고 있어 1Q21 영업이익(+25.2% yoy)이 최대 실적을 경신할 것으로 전망한다.

2022년에도 영업이익 고성장 기대(감가상각비 감소 효과)

동사는 매년 매출액이 성장(과거 10년 CAGR 12.9%)하고 있는 기업으로 2021년 실적개선에 이어 2022년에도 1)감가상각비 감소 효과, 2)건기식 수익성 개선으로 인한 OPM 상승흐름(OPM 2019년 10.3% → 2020년E 12.8% → 2021년E 13.7%)으로 영업이익이 큰 폭으로 증가할 전망이다. 동사는 2012년 오송공장으로 확장 이전하면서 대규모 Capex 증설(기계장치 장부가액 2011년 1,152억원 → 2012년 1,663억원)이 있었다. 이에 2022년에는 대규모 기계장치 투자의 감가상각기간 10년이 도래하여 50억원 이상의 감가상각비 절감효과가 나타날 것으로 보인다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	563.9	620.5	662.0
영업이익	39.3	47.4	72.0	85.2	97.1
세전계속사업손익	35.1	44.9	71.7	82.9	94.9
순이익(지배주주)	29.4	37.4	57.0	64.6	74.0
EPS (원)	2,315	2,853	4,486	5,080	5,799
증감률 (%)	14.5	23.3	57.3	13.2	14.1
PER (x)	10.1	12.1	11.5	10.2	8.9
PBR (x)	1.0	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	8.0	8.9	8.5	7.6	6.8
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.8	13.7	14.7
EBITDA 마진 (%)	16.8	16.8	18.6	18.7	19.1
ROE (%)	9.5	11.1	15.3	14.8	14.8
부채비율 (%)	107.4	115.5	98.2	87.6	77.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,639	6,205	6,620
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	22.4%	10.0%	6.7%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,680	1,939	2,035
의약품	459	639	530	544	564	571	590	607
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,380	2,593	2,823
원료	335	333	386	439	513	904	977	1,049
상품 & 기타	112	90	61	86	110	104	105	106
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	0.5%	15.4%	4.9%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	1.3%	3.3%	3.0%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	36.1%	8.9%	8.9%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	76.1%	8.2%	7.3%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	-6.1%	1.3%	0.7%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.8%	31.3%	30.7%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.1%	9.5%	9.2%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.2%	41.8%	42.6%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	16.0%	15.8%	15.8%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.8%	1.7%	1.6%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	415	457	470
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	9.2%	9.9%	3.0%
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,159	6,248	6,329
YoY	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	1.5%	3.0%	1.4%	1.3%
생산기계 대수	69	75	75	75	79	83	87	87
기계 1 대당 생산	4.8	4.6	4.7	4.9	4.8	5.0	5.2	5.4
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	4.0	4.2	4.3
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-7.9%	5.0%	1.9%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	14.7	15.6	16.6
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	70.9%	6.6%	5.9%
영업이익	338	401	373	393	474	720	852	971
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	12.8%	13.7%	14.7%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	52.0%	18.2%	14.0%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	550	651	747
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	11.9%	12.7%	13.7%
원료	53	84	82	87	167	188	204	226
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	20.8%	20.9%	21.6%
기타	-2	-4	12	13	-16	-17	-4	-2

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

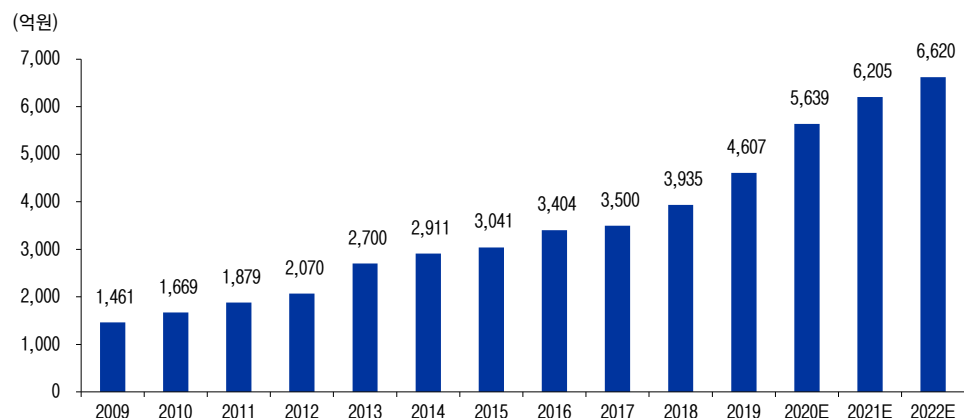
표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,430	1,438	1,447	1,324	1,593	1,560	1,597	1,455
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	15.3%	11.4%	8.5%	10.3%	9.9%
하드캡슐	404	440	405	432	472	481	485	500
의약품	156	137	133	145	162	141	136	150
건강기능식품	615	595	649	522	687	651	691	565
원료	230	247	217	210	246	266	240	225
상품 & 기타	26	19	44	15	26	20	44	15
% YoY								
하드캡슐	-5.8%	5.6%	-0.7%	3.2%	17.0%	9.4%	19.9%	15.9%
의약품	12.6%	-0.2%	-9.3%	2.7%	3.6%	3.4%	2.6%	3.5%
건강기능식품	36.1%	33.9%	59.7%	16.8%	11.7%	9.4%	6.4%	8.3%
원료	101.8%	96.7%	47.7%	65.6%	7.0%	8.0%	10.8%	6.9%
상품 & 기타	-43.4%	-37.0%	115.7%	3.2%	1.4%	2.5%	0.7%	1.4%
% of Sales								
하드캡슐	28.2%	30.6%	27.9%	32.6%	29.6%	30.9%	30.4%	34.4%
의약품	10.9%	9.5%	9.2%	11.0%	10.2%	9.1%	8.5%	10.3%
건강기능식품	43.0%	41.4%	44.8%	39.4%	43.1%	41.8%	43.2%	38.8%
원료	16.1%	17.1%	15.0%	15.9%	15.4%	17.1%	15.0%	15.4%
상품 & 기타	1.8%	1.3%	3.1%	1.1%	1.6%	1.3%	2.8%	1.0%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	97	107	105	107	111	115	115	116
YoY	15.2%	11.2%	11.4%	0.6%	14.4%	6.9%	9.7%	9.0%
젤라틴(톤)	1,574	1,461	1,562	1,562	1,562	1,562	1,562	1,562
YoY	9.7%	-8.7%	6.3%	6.1%	-0.8%	6.9%	0.0%	0.0%
생산기계 대수	83	83	83	83	87	87	87	87
기계 1 대당 생산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.2	4.1	3.9	4.0	4.3	4.2	4.2	4.3
YoY	-18.2%	-5.1%	-10.9%	2.5%	2.3%	2.3%	9.3%	6.3%
젤라틴(백만원/톤)	14.6	16.9	13.9	14.0	14.0	14.2	14.3	14.4
YoY	84.0%	115.5%	39.0%	62.5%	-4.0%	-16.1%	3.0%	3.0%
영업이익	185	213	199	123	232	230	223	167
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	9.3%	14.5%	14.7%	14.0%	11.5%
% YoY	47.9%	56.5%	59.4%	40.2%	25.2%	7.7%	12.4%	35.4%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	87	180	171	172	128
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	7.9%	13.6%	13.5%	13.1%	10.5%
원료	50	55	48	36	54	59	53	40
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	17.1%	21.8%	22.0%	21.9%	17.6%
기타	-16	3	-4	0	-2	0	-1	0

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

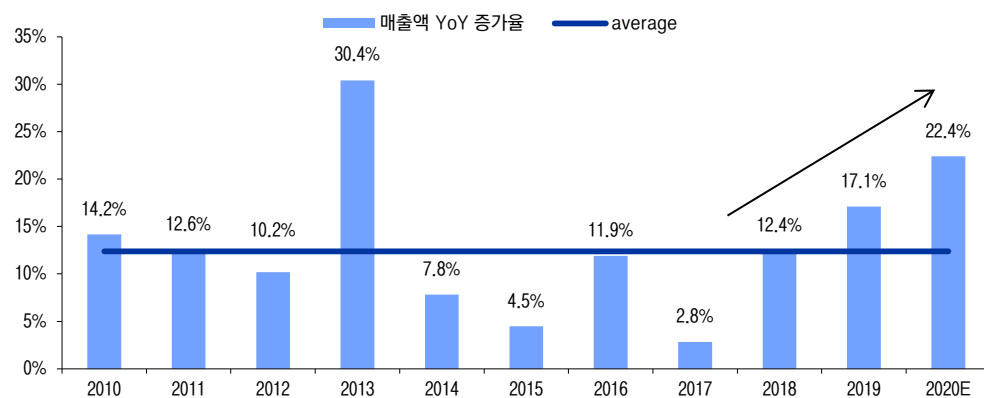
주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이: 매년 성장하는 기업



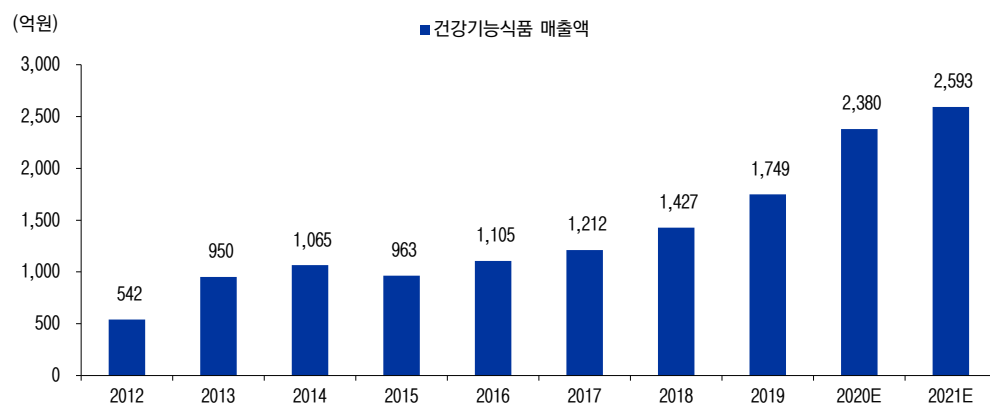
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 서흥 매출액 YoY 증가율: 최근 성장폭 확대



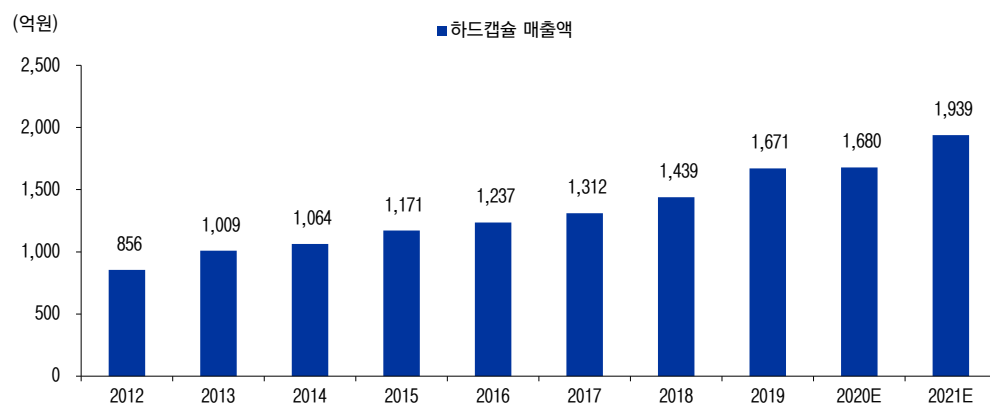
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 건강기능식품 매출액 추이



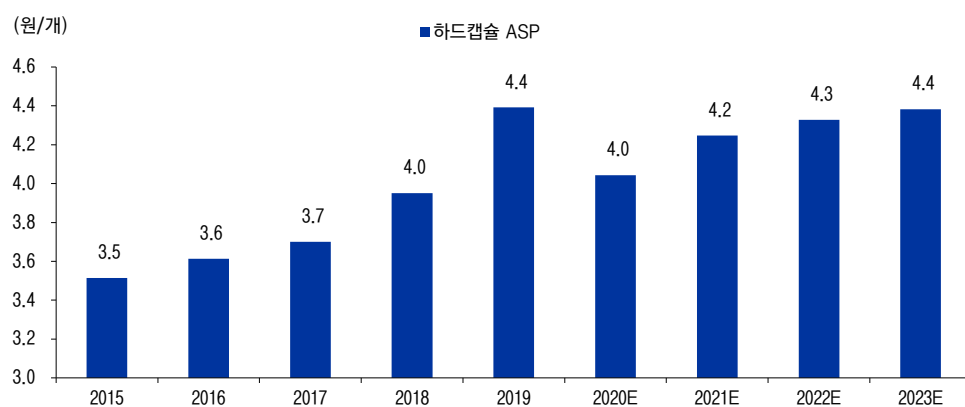
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 하드캡슐 매출액 추이



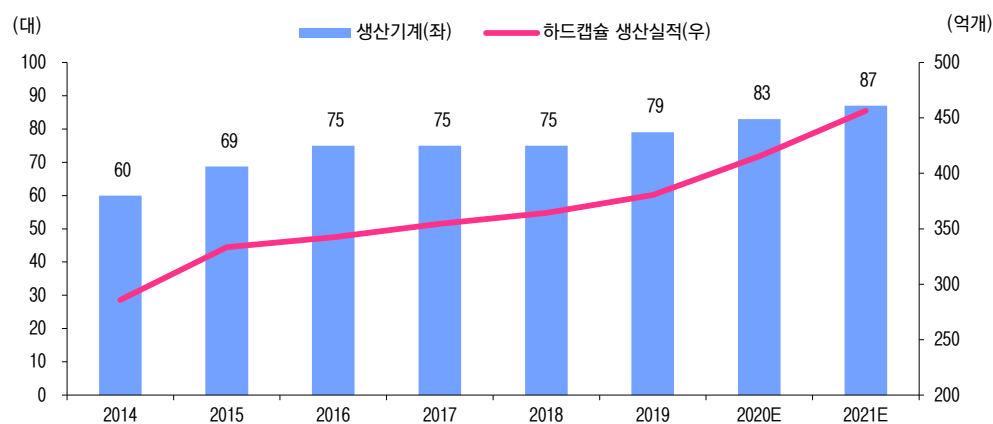
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림5 서흥 하드캡슐 ASP 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림6 하드캡슐 생산기계 대수 & 생산 실적 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	214.0	264.6	297.2	326.1	363.5
현금 및 현금성자산	13.2	23.0	26.3	29.4	47.8
매출채권 및 기타채권	75.7	86.2	99.1	109.0	116.3
재고자산	116.2	141.0	157.4	173.2	184.8
기타유동자산	8.9	14.4	14.5	14.5	14.6
비유동자산	425.1	444.3	474.0	500.3	524.8
관계기업투자등	24.1	16.6	20.3	22.3	23.8
유형자산	381.6	392.0	412.2	433.5	454.4
무형자산	10.8	8.1	7.7	7.3	6.9
자산총계	639.1	708.9	771.2	826.5	888.3
유동부채	193.9	196.3	198.6	202.5	205.6
매입채무 및 기타채무	29.1	38.9	41.6	45.7	48.8
단기금융부채	154.8	145.0	144.7	144.5	144.5
기타유동부채	10.0	12.4	12.3	12.3	12.3
비유동부채	137.0	183.5	183.4	183.3	183.2
장기금융부채	118.6	176.9	176.8	176.6	176.4
기타비유동부채	18.4	6.6	6.7	6.7	6.8
부채총계	330.9	379.9	382.1	385.8	388.8
지배주주지분	273.6	295.6	355.8	407.3	466.2
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	242.2	270.0	315.4	366.9	425.8
비지배주주지분(연결)	34.6	33.4	33.4	33.4	33.4
자본총계	308.2	329.0	389.2	440.6	499.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	49.0	22.1	60.2	58.3	71.3
당기순이익(손실)	29.4	37.4	57.0	64.6	74.0
비현금수익비용가감	42.6	51.4	29.8	15.3	13.2
유형자산감가상각비	26.4	29.4	32.2	30.6	28.9
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금수익비용	-1.9	-3.7	-2.8	-15.7	-16.1
영업활동 자산부채변동	-11.2	-52.3	-26.6	-21.6	-15.8
매출채권 감소(증가)	-5.2	-11.5	-12.9	-9.9	-7.3
재고자산 감소(증가)	-3.4	-25.2	-16.4	-15.8	-11.6
매입채무 증가(감소)	2.1	3.8	2.7	4.2	3.1
기타자산, 부채변동	-4.7	-19.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-50.8	-45.8	-52.2	-50.0	-47.4
유형자산처분(취득)	-53.6	-47.1	-52.4	-51.9	-49.8
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-5.5	0.2	1.9	2.4
기타투자활동	3.8	6.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	3.2	33.9	-4.7	-5.3	-5.6
차입금의 증가(감소)	18.5	44.6	-0.3	-0.3	0.0
자본의 증가(감소)	-5.4	-10.5	-4.4	-5.0	-5.6
배당금의 지급	5.4	10.5	4.4	5.0	5.6
기타재무활동	-9.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.8	9.9	3.3	3.1	18.4
기초현금	11.4	13.2	23.0	26.3	29.4
기말현금	13.2	23.0	26.3	29.4	47.8

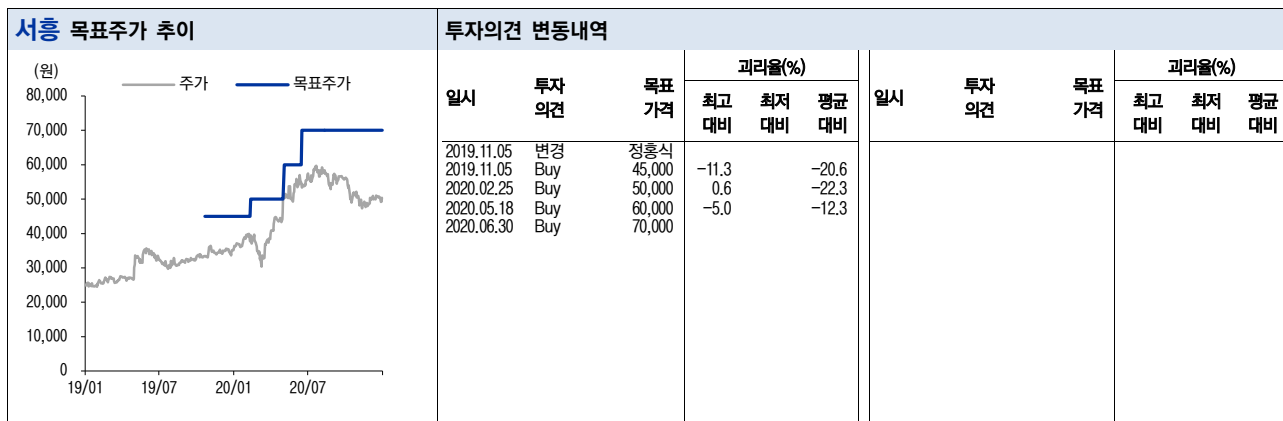
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	563.9	620.5	662.0
매출원가	319.2	369.4	453.0	492.8	520.1
매출총이익	74.3	91.4	110.9	127.7	141.9
판매비 및 관리비	35.0	44.0	38.8	42.5	44.8
영업이익	39.3	47.4	72.0	85.2	97.1
(EBITDA)	66.0	77.2	104.6	116.1	126.4
금융손익	-7.5	-7.8	-9.5	-9.4	-9.3
이자비용	8.0	9.6	10.4	10.4	10.4
관계기업등 투자손익	2.1	4.0	4.0	4.0	4.0
기타영업외손익	1.2	1.2	5.1	3.1	3.0
세전계속사업이익	35.1	44.9	71.7	82.9	94.9
계속사업법인세비용	5.7	7.5	14.7	18.3	20.9
계속사업이익	29.4	37.4	57.0	64.6	74.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.4	37.4	57.0	64.6	74.0
지배주주	25.7	31.7	49.9	56.5	64.5
총포괄이익	20.0	31.6	57.0	64.6	74.0
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	19.7	20.6	21.4
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.8	13.7	14.7
EBITDA마진률 (%)	16.8	16.8	18.6	18.7	19.1
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	10.1	10.4	11.2
ROA (%)	4.2	4.7	6.7	7.1	7.5
ROE (%)	9.5	11.1	15.3	14.8	14.8
ROIC (%)	6.3	6.9	9.1	9.8	10.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	12.1	11.5	10.2	8.9
P/B	1.0	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.0	8.9	8.5	7.6	6.8
P/CF	3.8	4.5	6.9	7.5	6.9
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.9	1.0	1.1
성장성 (%)					
매출액	12.4	17.1	22.4	10.0	6.7
영업이익	5.4	20.6	52.0	18.2	14.0
세전이익	13.3	27.9	59.8	15.6	14.4
당기순이익	11.3	27.2	52.5	13.4	14.4
EPS	14.5	23.3	57.3	13.2	14.1
안정성 (%)					
부채비율	107.4	115.5	98.2	87.6	77.8
유동비율	110.4	134.8	149.6	161.0	176.8
순차입금/자기자본(x)	83.9	88.4	73.7	64.3	53.0
영업이익/금융비용(x)	4.9	5.0	6.9	8.2	9.3
총차입금 (십억원)	273.4	322.0	321.5	321.0	320.9
순차입금 (십억원)	258.5	290.8	287.0	283.4	264.7
주당지표(원)					
EPS	2,315	2,853	4,486	5,080	5,799
BPS	23,650	25,552	30,752	35,202	40,295
CFPS	6,225	7,675	7,501	6,907	7,533
DPS	350	400	450	500	550



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 (향후 12개월)	투자 의견 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) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)