



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	50,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/5)	2,962.17pt
시가총액	5,831 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	58,400 / 47,350 원
90 일 일평균거래대금	12.03 억원
외국인 지분율	11.7%
배당수익률(21.12E)	1.0%
BPS(21.12E)	35,527 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.1%
	6개월 2.4%
	12개월 -36.6%
주주구성	양주환 (외 7인) 52.8%
	국민연금공단 10.0%

Stock Price



서흥 (008490)

2022년에도 하드캡슐 Capa 증설 효과

베트남 하드캡슐 생산설비 Capa 증설 중

동사의 하드캡슐 생산설비는 현재 87대(국내 오송 공장 45대, 베트남 공장 42대)를 가동 중이다. 그리고 올해 하반기에 베트남에 추가적으로 10대의 생산설비를 투입하여 2022년 2분기정도 가동을 시작할 계획을 가지고 있다. 특이한 점은 최근 식물성 위주로 설비를 확대한 것과는 달리 이번에는 동물성 하드캡슐 생산설비를 확대하는 것이다. 이는 글로벌 M/S 증가 및 추세적인 수요 증가에 대응하는 것으로 긍정적인 관점으로 해석 가능하다.

3Q21 Preview

동사의 3Q21 예상 실적은 매출액 1,590억원(+9.8% yoy), 영업이익 191억원(-3.7% yoy, OPM 12.0%)을 전망한다. 기존 추정치와 매출액 변동은 없으나 영업이익은 -9.7% 하향 조정한 것이다. 이유는 해상 운임지수 상승으로 물류비 등을 포함한 동사의 수출비용이 큰 폭으로 상승하고 있기 때문이다. 참고로 동사의 수출비용은 2Q20누적 58억원 → 2Q21 누적 92억원으로 분기당 15~20억원 정도 YoY 상승하고 있다.

안정적인 성장성, 그리고 저평가

동사는 과거 10년 매출액 CAGR 12.7% 수준의 안정적인 성장흐름(역성장 없음)이 유지되었고, 그 이유는 하드캡슐 부문의 글로벌 수요 확대 + 건식식의 구조적인 성장요인이다. 향후에도 이러한 성장흐름이 지속될 가능성이 높은 상황에서 현재 12MF P/E 8.9배 (EPS growth 2020년 ~ 2023년 CAGR 11.2%)는 저평가 상태로 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	460.7	553.0	617.0	683.2	745.8
영업이익	47.4	74.3	79.7	92.4	104.8
세전계속사업손익	44.9	72.2	78.2	89.9	102.3
순이익(지배주주)	31.7	53.0	58.0	64.6	72.9
EPS (원)	2,853	4,766	5,214	5,811	6,554
증감률 (%)	23.3	67.1	9.4	11.5	12.8
PER (x)	12.4	10.7	9.7	8.7	7.7
PBR (x)	1.4	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	9.1	8.1	7.5	7.0	6.0
영업이익률 (%)	10.3	13.4	12.9	13.5	14.1
EBITDA 마진 (%)	16.8	19.7	17.9	17.3	18.1
ROE (%)	11.1	16.7	15.5	14.7	14.5
부채비율 (%)	115.5	103.2	85.2	72.9	62.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 서흥 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	1,430	1,438	1,447	1,215	1,638	1,547	1,590	1,394
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	5.8%	14.5%	7.6%	9.8%	14.8%
하드캡슐	404	440	405	391	421	483	488	467
의약품	156	137	133	128	160	164	144	142
건강기능식품	615	595	649	512	755	622	686	596
원료	230	247	217	167	257	224	219	169
상품 & 기타	26	19	44	16	45	55	52	20
% YoY								
하드캡슐	-5.8%	5.6%	-0.7%	-6.5%	4.4%	9.8%	20.6%	19.3%
의약품	12.6%	-0.2%	-9.3%	-9.2%	2.3%	19.8%	8.4%	10.7%
건강기능식품	36.1%	33.9%	59.7%	14.6%	22.9%	4.4%	5.7%	16.5%
원료	101.8%	96.7%	47.7%	31.8%	11.7%	-9.1%	1.1%	1.3%
상품 & 기타	-43.4%	-37.0%	115.7%	14.7%	74.8%	184.6%	18.5%	24.5%
% of Sales								
하드캡슐	28.2%	30.6%	27.9%	32.2%	25.7%	31.2%	30.7%	33.5%
의약품	10.9%	9.5%	9.2%	10.6%	9.8%	10.6%	9.1%	10.2%
건강기능식품	43.0%	41.4%	44.8%	42.1%	46.1%	40.2%	43.2%	42.7%
원료	16.1%	17.1%	15.0%	13.8%	15.7%	14.5%	13.8%	12.2%
상품 & 기타	1.8%	1.3%	3.1%	1.4%	2.7%	3.5%	3.3%	1.5%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	97	107	105	107	99	111	110	109
YoY	15.2%	11.2%	11.4%	0.6%	2.0%	3.6%	4.9%	2.0%
젤라틴(톤)	1,574	1,461	1,562	1,488	1,496	1,561	1,658	1,570
YoY	9.7%	-8.7%	6.3%	1.1%	-5.0%	6.8%	6.2%	5.5%
생산기계 대수	83	83	83	83	87	87	87	87
기계 1 대당 생산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.2	4.1	3.9	3.7	4.3	4.4	4.4	4.3
YoY	-18.2%	-5.1%	-10.9%	-7.1%	2.4%	6.0%	15.0%	17.0%
젤라틴(백만원/톤)	14.6	16.9	13.9	11.2	17.2	14.4	14.5	14.7
YoY	84.0%	115.5%	39.0%	30.4%	17.5%	-14.9%	4.5%	30.3%
영업이익	185	213	199	146	225	230	191	151
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	13.7%	14.9%	12.0%	10.8%
% YoY	47.9%	56.5%	59.4%	66.2%	21.6%	7.9%	-3.7%	3.2%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	94	210	199	156	126
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	9.1%	15.7%	15.7%	11.9%	10.4%
원료	50	55	48	33	44	36	36	27
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	19.9%	17.1%	16.0%	16.5%	15.9%
기타	-16	3	-4	19	-29	-4	-1	-2

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

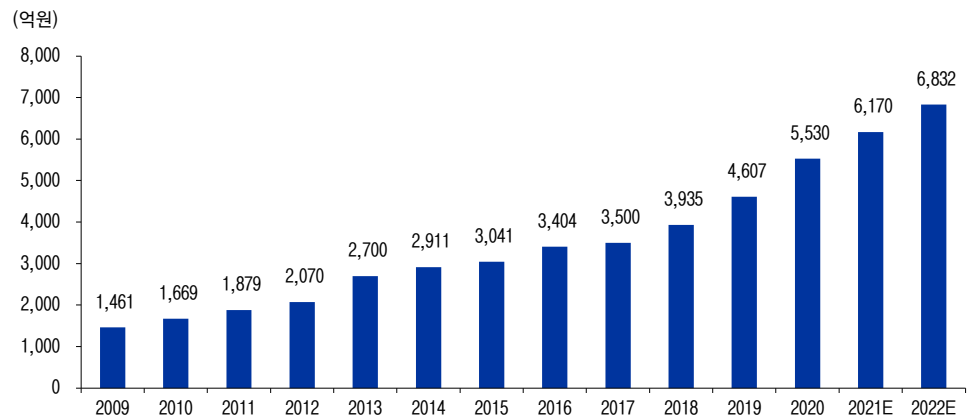
표2 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,530	6,170	6,832
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	20.0%	11.6%	10.7%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,639	1,859	2,080
의약품	459	639	530	544	564	554	610	670
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,370	2,659	2,986
원료	335	333	386	439	513	861	870	913
상품 & 기타	112	90	61	86	110	105	172	183
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	-1.9%	13.4%	11.9%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	-1.6%	10.0%	9.9%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	35.5%	12.2%	12.3%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	67.7%	1.1%	4.9%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	-4.6%	63.4%	6.3%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.6%	30.1%	30.4%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.0%	9.9%	9.8%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.9%	43.1%	43.7%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	15.6%	14.1%	13.4%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.9%	2.8%	2.7%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	415	428	463
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	9.2%	3.1%	8.0%
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,085	6,286	6,472
YoY	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	1.5%	1.8%	3.3%	3.0%
생산기계 대수	69	75	75	75	79	83	87	94
기계 1 대당 생산	4.8	4.6	4.7	4.9	4.8	5.0	4.9	4.9
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	3.9	4.3	4.5
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-10.2%	9.9%	3.5%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	14.1	13.8	14.1
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	64.8%	-2.2%	1.9%
영업이익	338	401	373	393	474	743	797	924
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	12.9%	13.5%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	56.8%	7.3%	15.9%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	556	691	806
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	12.2%	13.5%	14.0%
원료	53	84	82	87	167	185	143	154
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	21.5%	16.4%	16.9%
기타	-2	-4	12	13	-16	1	-36	-36

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이: 매년 성장하는 흐름



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 3Q21 Preview: 매출액은 기존 관점 유지, 영업이익은 하향 조정

(단위: 억원)	3Q21(E)	3Q20	YoY	2Q21	QoQ	기존추정치	변경
매출액	1,590	1,447	9.8%	1,438	10.6%	1,590	0.0%
영업이익	191	199	-3.7%	213	-10.2%	212	-9.7%
순이익	125	123	1.6%	179	-30.0%	140	-10.5%
OPM	12.0%	13.7%		14.8%		13.3%	
NPM	7.9%	8.5%		12.4%		8.8%	

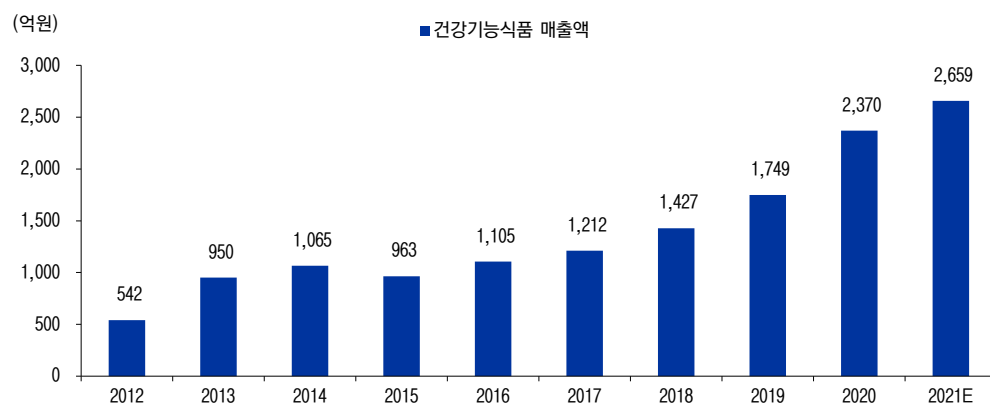
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표4 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,170	6,832	6,170	6,832	0.0%	0.0%
영업이익	833	965	797	924	-4.2%	-4.2%
순이익	605	675	580	646	-4.2%	-4.3%

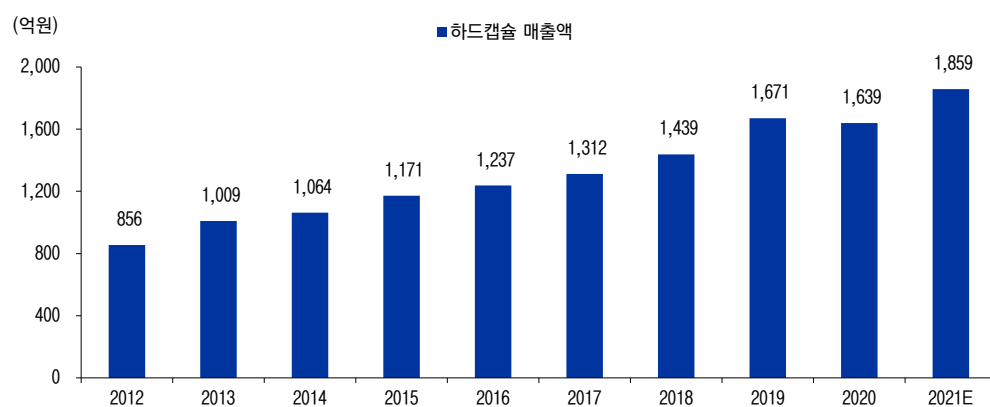
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 건강기능식품 매출액 추이



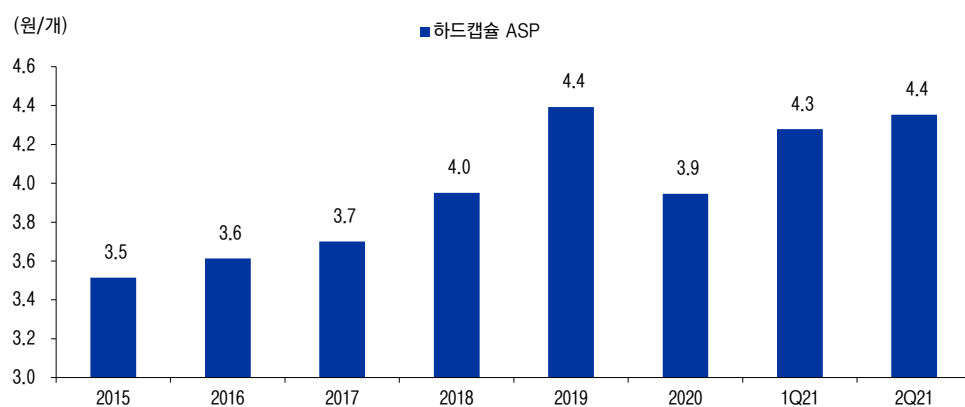
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 하드캡슐 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 하드캡슐 ASP 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	264.6	314.1	353.8	365.9	390.1
현금 및 현금성자산	23.0	37.6	69.0	61.9	69.5
매출채권 및 기타채권	86.2	83.9	92.0	98.8	104.6
재고자산	141.0	166.4	166.3	178.6	189.2
기타유동자산	14.4	26.2	26.4	26.6	26.8
비유동자산	444.3	451.9	482.1	520.3	555.9
관계기업투자등	16.6	14.8	16.5	18.3	20.0
유형자산	392.0	404.3	429.2	462.0	492.6
무형자산	8.1	7.5	8.2	8.7	9.3
자산총계	708.9	766.0	835.9	886.2	946.0
유동부채	196.3	267.3	267.3	260.6	254.7
매입채무 및 기타채무	38.9	22.8	34.4	38.1	41.6
단기금융부채	145.0	230.8	219.3	208.9	199.6
기타유동부채	12.4	13.6	13.6	13.6	13.6
비유동부채	183.5	121.7	115.9	110.7	106.0
장기금융부채	176.9	117.1	111.3	106.0	101.3
기타비유동부채	6.6	4.6	4.6	4.6	4.7
부채총계	379.9	389.0	383.2	371.2	360.7
지배주주지분	295.6	338.1	413.8	476.1	546.4
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	270.0	317.5	373.3	435.6	505.9
비지배주주지분(연결)	33.4	38.9	38.9	38.9	38.9
자본총계	329.0	377.0	452.7	515.0	585.3

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	22.1	46.1	99.0	62.3	78.3
당기순이익(손실)	37.4	59.3	63.6	71.6	80.7
비현금수익비용가감	51.4	52.9	31.9	6.1	10.5
유형자산감가상각비	29.4	33.9	30.4	25.4	29.8
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
기타현금수익비용	-3.7	-4.1	1.0	-19.8	-19.9
영업활동 자산부채변동	-52.3	-46.7	3.5	-15.4	-12.8
매출채권 감소(증가)	-11.5	-0.8	-8.1	-6.8	-5.8
재고자산 감소(증가)	-25.2	-27.2	0.1	-12.3	-10.5
매입채무 증가(감소)	3.8	-12.1	11.6	3.7	3.5
기타자산, 부채변동	-19.4	-6.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-45.8	-57.2	-53.8	-56.7	-58.8
유형자산처분(취득)	-47.1	-51.7	-55.3	-58.2	-60.3
무형자산 감소(증가)	0.7	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
투자자산 감소(증가)	-4.8	8.2	2.7	2.6	2.7
기타투자활동	5.4	-12.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	33.9	27.7	-16.5	-15.9	-15.5
차입금의 증가(감소)	44.6	32.8	-11.5	-10.4	-9.3
자본의 증가(감소)	-10.5	-5.0	-5.0	-5.6	-6.1
배당금의 지급	10.5	5.0	5.0	5.6	6.1
기타재무활동	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	9.9	14.6	28.6	-10.4	4.0
기초현금	13.2	23.0	37.6	66.2	55.9
기말현금	23.0	37.6	66.2	55.9	59.9

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	460.7	553.0	617.0	683.2	745.8
매출원가	369.4	432.0	489.6	539.1	585.5
매출총이익	91.4	121.0	127.3	144.1	160.2
판매비 및 관리비	44.0	46.6	47.6	51.7	55.4
영업이익	47.4	74.3	79.7	92.4	104.8
(EBITDA)	77.2	108.7	110.7	118.4	135.2
금융손익	-7.8	-13.3	-8.9	-8.6	-8.4
이자비용	9.6	8.6	9.1	8.9	8.7
관계기업등 투자손익	4.0	4.6	4.6	4.6	4.6
기타영업외손익	1.2	6.5	2.7	1.5	1.4
세전계속사업이익	44.9	72.2	78.2	89.9	102.3
계속사업법인세비용	7.5	12.9	14.6	18.3	21.7
계속사업이익	37.4	59.3	63.6	71.6	80.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	37.4	59.3	63.6	71.6	80.7
지배주주	31.7	53.0	58.0	64.6	72.9
총포괄이익	31.6	54.0	63.6	71.6	80.7
매출총이익률 (%)	19.8	21.9	20.6	21.1	21.5
영업이익률 (%)	10.3	13.4	12.9	13.5	14.1
EBITDA마진률 (%)	16.8	19.7	17.9	17.3	18.1
당기순이익률 (%)	8.1	10.7	10.3	10.5	10.8
ROA (%)	4.7	7.2	7.3	7.5	8.0
ROE (%)	11.1	16.7	15.5	14.7	14.5
ROIC (%)	6.9	9.7	9.7	10.4	11.0

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	10.7	9.7	8.7	7.7
P/B	1.4	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.1	8.1	7.5	7.0	6.0
P/CF	4.6	5.3	6.1	7.5	6.4
배당수익률 (%)	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
성장성 (%)					
매출액	17.1	20.0	11.6	10.7	9.2
영업이익	20.6	56.8	7.3	15.9	13.4
세전이익	27.9	60.8	8.3	15.0	13.8
당기순이익	27.2	58.6	7.2	12.7	12.6
EPS	23.3	67.1	9.4	11.5	12.8
안정성 (%)					
부채비율	115.5	103.2	85.2	72.9	62.6
유동비율	134.8	117.5	131.3	138.1	149.4
순차입금/자기자본(x)	88.4	77.4	54.6	47.2	38.5
영업이익/금융비용(x)	5.0	8.7	8.7	10.4	12.0
총차입금 (십억원)	322.0	348.0	330.6	314.9	300.8
순차입금 (십억원)	290.8	291.7	245.5	240.0	221.7
주당지표(원)					
EPS	2,853	4,766	5,214	5,811	6,554
BPS	25,552	29,221	35,527	40,631	46,401
CFPS	7,675	9,695	8,254	6,721	7,876
DPS	400	450	500	550	600

서흥 목표주가 추이		투자의견 변동내역						
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비
80,000			2019.11.05	변경	정홍식			
70,000			2019.11.05	Buy	45,000	-11.3		-20.6
60,000			2020.02.25	Buy	50,000	0.6		-22.3
50,000			2020.05.18	Buy	60,000	-5.0		-12.3
40,000			2020.06.30	Buy	70,000	-14.7		-23.5
30,000			2021.07.01	Buy	70,000			
20,000								
10,000								
0								
19/10								
20/04								
20/10								
21/04								

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 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)