



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	60,000 원
현재주가	45,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/11)	2,924.92pt
시가총액	5,241 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	58,400 / 45,200 원
90 일 일평균거래대금	12.06 억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(21.12E)	1.1%
BPS(21.12E)	35,165 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -5.1%
	6개월 -8.5%
	12개월 -30.9%
주주구성	양주환외 7인 52.8%
	국민연금공단 9.1%

Stock Price



서흥 (008490)

3Q21 Review: 기대치 이하의 실적

3Q21 Review

동사의 3Q21 실적은 매출액 1,448억원(3Q20과 동일), 영업이익 117억원(-41.0% yoy, OPM 8.1%), 순이익 84억원(-31.8% yoy, NPM 5.8%) 수준으로 기존 추정치를 크게 하회하였다.

매출액은 전년과 동일한 금액으로 성장이 없었는데, 이는 베트남 공장의 코로나 이슈로 생산차질이 발생하였기 때문으로 파악된다. 영업이익은 큰 폭으로 감소하였는데, 이는 1) 해상운임지수 상승에 따른 하드캡슐 수출비용 증가(3Q20 26억원 → 3Q21 66억원으로 40억원 증가, 2)원재료 가격 상승 및 생산차질로 수익성 감소가 진행되었기 때문이다.

다만, 4Q21에는 QoQ 회복이 가능할 것으로 보여 실적 바닥은 지나간 것으로 보이며, 베트남 공장의 하드캡슐 생산설비 10대가 추가되고 있어 내년에는 긍정적인 실적이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 60,000원

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 60,000원으로 하향한다. 이는 3Q21 기대치 이하의 실적을 반영하여 2022년 영업이익 추정치 -14.6% 하향 조정을 고려한 것이다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였으며, Target P/E는 11.3배 수준이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	460.7	553.0	591.9	641.5	687.4
영업이익	47.4	74.3	72.3	82.4	91.4
세전계속사업손익	44.9	72.2	73.1	82.2	91.3
순이익(지배주주)	31.7	53.0	53.8	58.7	64.7
EPS (원)	2,853	4,766	4,837	5,284	5,820
증감률 (%)	23.3	67.1	1.5	9.2	10.2
PER (x)	12.4	10.7	9.4	8.6	7.8
PBR (x)	1.4	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	9.1	8.1	7.4	6.9	6.0
영업이익률 (%)	10.3	13.4	12.2	12.8	13.3
EBITDA 마진 (%)	16.8	19.7	17.4	16.9	17.7
ROE (%)	11.1	16.7	14.4	13.6	13.2
부채비율 (%)	115.5	103.2	85.6	73.9	64.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q21 Review

표1 3Q21 Review: 기대치 하회

(단위: 억원)	3Q21	3Q20	YoY	2Q21	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,448	1,447	0.0%	1,438	0.7%	1,590	-8.9%
영업이익	117	199	-41.0%	213	-44.9%	191	-38.7%
순이익	84	123	-31.8%	179	-53.0%	125	-32.9%
OPM	8.1%	13.7%		14.8%		12.0%	
NPM	5.8%	8.5%		12.4%		7.9%	

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

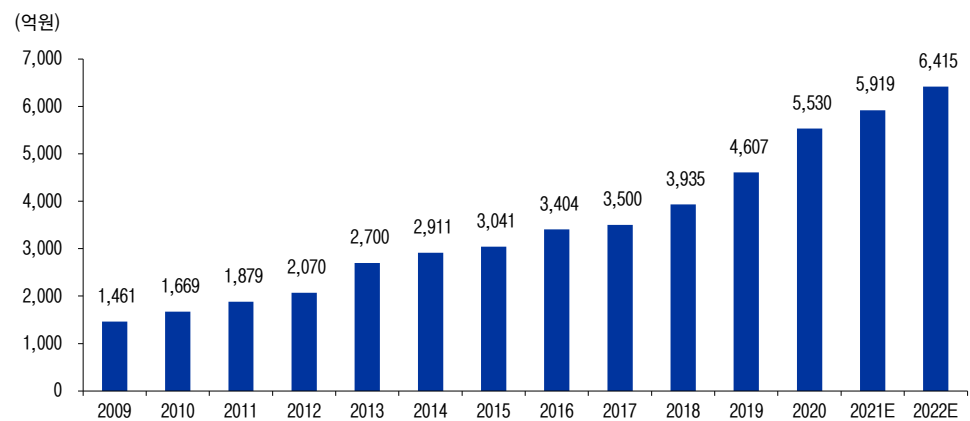
표2 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,170	6,832	5,919	6,415	-4.1%	-6.1%
영업이익	833	965	723	824	-13.2%	-14.6%
순이익	605	675	538	587	-11.2%	-13.0%

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이: 매년 성장하는 흐름



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
매출액	1,430	1,438	1,447	1,215	1,638	1,547	1,448	1,285
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	5.8%	14.5%	7.6%	0.0%	5.8%
하드캡슐	404	440	405	391	421	483	347	440
의약품	156	137	133	128	160	164	128	134
건강기능식품	615	595	649	512	755	622	704	524
원료	230	247	217	167	257	224	234	173
상품 & 기타	26	19	44	16	45	55	35	14
% YoY								
하드캡슐	-5.8%	5.6%	-0.7%	-6.5%	4.4%	9.8%	-14.2%	12.6%
의약품	12.6%	-0.2%	-9.3%	-9.2%	2.3%	19.8%	-4.1%	4.1%
건강기능식품	36.1%	33.9%	59.7%	14.6%	22.9%	4.4%	8.5%	2.4%
원료	101.8%	96.7%	47.7%	31.8%	11.7%	-9.1%	7.8%	3.5%
상품 & 기타	-43.4%	-37.0%	115.7%	14.7%	74.8%	184.6%	-20.1%	-12.1%
% of Sales								
하드캡슐	28.2%	30.6%	27.9%	32.2%	25.7%	31.2%	24.0%	34.3%
의약품	10.9%	9.5%	9.2%	10.6%	9.8%	10.6%	8.8%	10.4%
건강기능식품	43.0%	41.4%	44.8%	42.1%	46.1%	40.2%	48.6%	40.8%
원료	16.1%	17.1%	15.0%	13.8%	15.7%	14.5%	16.1%	13.5%
상품 & 기타	1.8%	1.3%	3.1%	1.4%	2.7%	3.5%	2.4%	1.1%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	97	107	105	107	99	111	99	113
YoY	15.2%	11.2%	11.4%	0.6%	2.0%	3.6%	-6.0%	5.9%
젤라틴(톤)	1,574	1,461	1,562	1,488	1,496	1,561	1,431	1,376
YoY	9.7%	-8.7%	6.3%	1.1%	-5.0%	6.8%	-8.4%	-7.5%
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	1.1	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.2	4.1	3.9	3.7	4.3	4.4	3.5	3.9
YoY	-18.2%	-5.1%	-10.9%	-7.1%	2.4%	6.0%	-8.7%	6.3%
젤라틴(백만원/톤)	14.6	16.9	13.9	11.2	17.2	14.4	16.3	16.5
YoY	84.0%	115.5%	39.0%	30.4%	17.5%	-14.9%	17.7%	46.7%
영업이익	185	213	199	146	225	230	117	150
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	13.7%	14.9%	8.1%	11.7%
% YoY	47.9%	56.5%	59.4%	66.2%	21.6%	7.9%	-41.0%	2.8%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	94	210	199	86	127
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	9.1%	15.7%	15.7%	7.3%	11.6%
원료	50	55	48	33	44	36	26	23
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	19.9%	17.1%	16.0%	11.2%	13.3%
기타	-16	3	-4	19	-29	-4	5	0

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

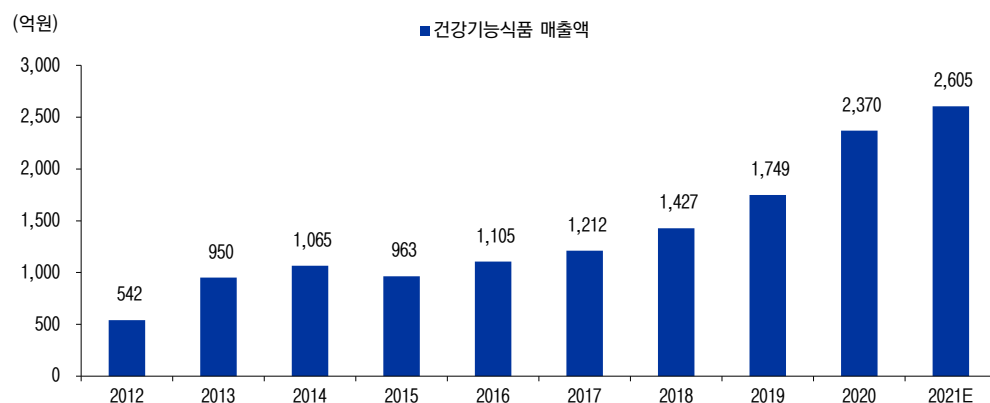
표4 연간실적 추이

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,530	5,919	6,415
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	20.0%	7.0%	8.4%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,639	1,692	1,864
의약품	459	639	530	544	564	554	585	617
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,370	2,605	2,865
원료	335	333	386	439	513	861	888	915
상품 & 기타	112	90	61	86	110	105	149	155
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	-1.9%	3.2%	10.1%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	-1.6%	5.5%	5.4%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	35.5%	9.9%	10.0%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	67.7%	3.2%	3.0%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	-4.6%	41.5%	4.1%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.6%	28.6%	29.1%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.0%	9.9%	9.6%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.9%	44.0%	44.7%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	15.6%	15.0%	14.3%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.9%	2.5%	2.4%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	415	421	455
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	9.2%	1.4%	8.0%
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,085	5,864	5,672
YoY	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	1.5%	1.8%	-3.6%	-3.3%
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	4.8	4.8
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	3.9	4.0	4.1
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-10.2%	1.8%	1.9%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	14.1	15.1	16.1
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	64.8%	7.1%	6.5%
영업이익	338	401	373	393	474	743	723	824
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	12.2%	12.8%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	56.8%	-2.7%	14.0%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	556	622	715
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	12.2%	12.7%	13.4%
원료	53	84	82	87	167	185	129	137
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	21.5%	14.5%	15.0%
기타	-2	-4	12	13	-16	1	-28	-28

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

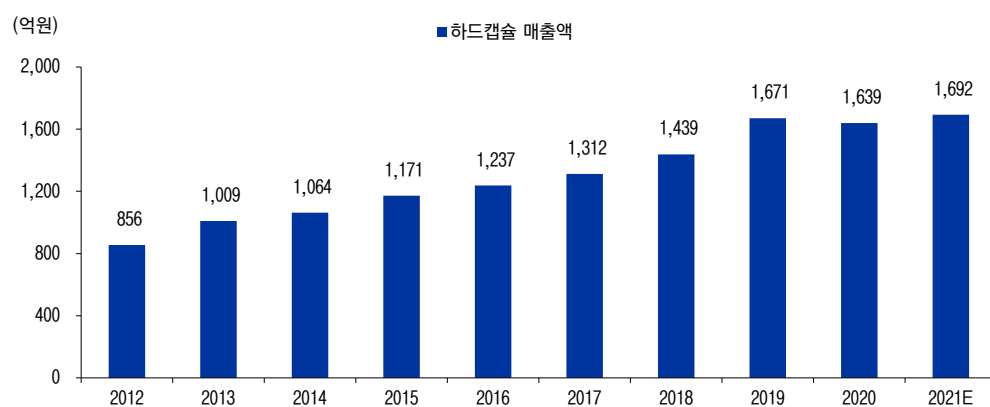
주: IFRS 연결기준

그림2 건강기능식품 매출액 추이



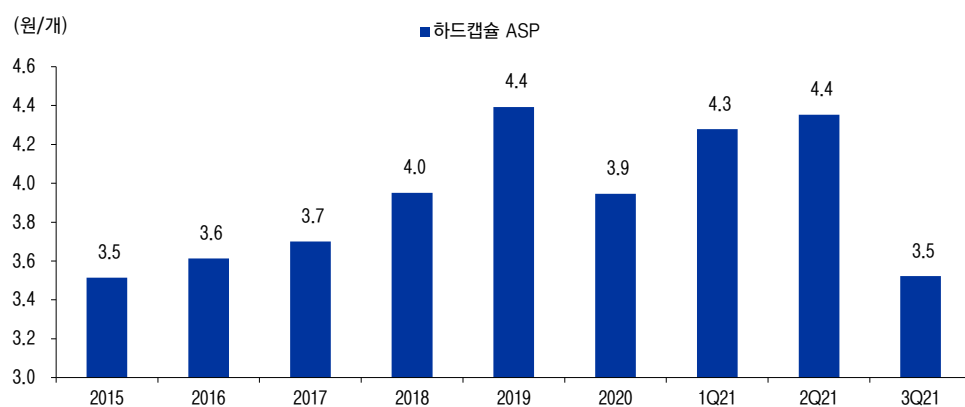
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 하드캡슐 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 하드캡슐 ASP 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표5 RIM Valuation

(단위: 억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total Shareholder's Equity	3,381	3,332	3,243	3,202	3,204	3,219	
Total Shareholder's Equity (Year average)	3,168	3,356	3,287	3,223	3,203	3,211	
Net Income	530	538	588	647	692	737	
Dividend	50	56	56	56	56	56	
Payout ratio %	9.5%	10.5%	9.6%	8.7%	8.2%	7.7%	
FROE (Forecasted ROE)	16.7%	16.0%	17.9%	20.1%	21.6%	23.0%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
베타	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
COE (Cost of Equity)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
ROE Spread (FROE-COE)	6.7%	6.0%	7.9%	10.1%	11.6%	13.0%	
Residual Income	213	202	259	325	372	416	416
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		99%	90%	82%	75%	68%	62%
추정잔여이익의 현재가치		201	233	266	277	282	
계속가치 (2026년 이후)							4,162
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1-normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	10.0%						
추정RI 현재가치	1,259						
계속가치 현재가치	2,563						
Beginning Shareholder's Equity	3,381						
Equity Value for Residual Income	7,203						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	11,569						
자기주식수 (천주)	450						
추정주당가치 (원)	64,780						
적정주당가치 (원)	60,245						
현재주당가격 (원)	45,300						
Potential (%)	43.0%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

서흥 (008490)

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	264.6	314.1	349.5	356.4	373.4
현금 및 현금성자산	23.0	37.6	75.2	69.2	75.8
매출채권 및 기타채권	86.2	83.9	88.3	92.8	96.5
재고자산	141.0	166.4	159.6	167.8	174.4
기타유동자산	14.4	26.2	26.4	26.6	26.8
비유동자산	444.3	451.9	478.0	511.5	541.5
관계기업투자등	16.6	14.8	15.9	17.2	18.4
유형자산	392.0	404.3	427.0	456.2	482.4
무형자산	8.1	7.5	8.2	8.7	9.3
자산총계	708.9	766.0	827.5	867.9	915.0
유동부채	196.3	267.3	265.9	258.3	251.5
매입채무 및 기타채무	38.9	22.8	33.0	35.8	38.3
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	381.8	368.9	357.4
지배주주지분	295.6	338.1	406.8	460.0	518.6
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	366.3	419.5	478.1
비지배주주지분(연결)	33.4	38.9	38.9	38.9	38.9
자본총계	329.0	377.0	445.7	498.9	557.5

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	22.1	46.1	105.1	62.7	75.7
당기순이익(손실)	37.4	59.3	59.3	65.4	71.9
비현금수익비용가감	51.4	52.9	33.1	7.2	11.4
유형자산감가상각비	29.4	33.9	30.4	25.4	29.4
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
기타현금수익비용	-3.7	-4.1	2.2	-18.7	-18.6
영업활동 자산부채변동	-52.3	-46.7	12.6	-10.0	-7.7
매출채권 감소(증가)	-11.5	-0.8	-4.4	-4.5	-3.7
재고자산 감소(증가)	-25.2	-27.2	6.8	-8.2	-6.6
매입채무 증가(감소)	3.8	-12.1	10.2	2.8	2.6
기타자산, 부채변동	-19.4	-6.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-45.8	-57.2	-50.9	-52.7	-53.6
유형자산처분(취득)	-47.1	-51.7	-53.1	-54.6	-55.6
무형자산 감소(증가)	0.7	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
투자자산 감소(증가)	-4.8	8.2	3.3	3.1	3.2
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	37.6	-6.0	6.6
기초현금	13.2	23.0	37.6	75.2	69.2
기말현금	23.0	37.6	75.2	69.2	75.8

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	460.7	553.0	591.9	641.5	687.4
매출원가	369.4	432.0	469.4	505.6	539.3
매출총이익	91.4	121.0	122.5	136.0	148.1
판매비 및 관리비	44.0	46.6	50.2	53.6	56.7
영업이익	47.4	74.3	72.3	82.4	91.4
(EBITDA)	77.2	108.7	103.2	108.3	121.5
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	5.1	3.9	3.7
세전계속사업이익	44.9	72.2	73.1	82.2	91.3
계속사업법인세비용	7.5	12.9	13.8	16.8	19.4
계속사업이익	37.4	59.3	59.3	65.4	71.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	37.4	59.3	59.3	65.4	71.9
지배주주	31.7	53.0	53.8	58.7	64.7
총포괄이익	31.6	54.0	59.3	65.4	71.9
매출총이익률 (%)	19.8	21.9	20.7	21.2	21.5
영업이익률 (%)	10.3	13.4	12.2	12.8	13.3
EBITDA마진률 (%)	16.8	19.7	17.4	16.9	17.7
당기순이익률 (%)	8.1	10.7	10.0	10.2	10.5
ROA (%)	4.7	7.2	6.8	6.9	7.3
ROE (%)	11.1	16.7	14.4	13.6	13.2
ROIC (%)	6.9	9.7	8.9	9.5	9.9

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	10.7	9.4	8.6	7.8
P/B	1.4	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.1	8.1	7.4	6.9	6.0
P/CF	4.6	5.3	5.7	7.2	6.3
배당수익률 (%)	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3
성장성 (%)					
매출액	17.1	20.0	7.0	8.4	7.2
영업이익	20.6	56.8	-2.7	14.0	11.0
세전이익	27.9	60.8	1.3	12.4	11.1
당기순이익	27.2	58.6	0.1	10.2	10.0
EPS	23.3	67.1	1.5	9.2	10.2
안정성 (%)					
부채비율	115.5	103.2	85.6	73.9	64.1
유동비율	134.8	117.5	131.4	138.0	148.5
순차입금/자기자본(x)	88.4	77.4	53.1	45.4	36.9
영업이익/금융비용(x)	5.0	8.7	7.9	9.2	10.5
총차입금 (십억원)	322.0	348.0	330.6	314.9	300.8
순차입금 (십억원)	290.8	291.7	236.5	226.7	205.8
주당지표(원)					
EPS	2,853	4,766	4,837	5,284	5,820
BPS	25,552	29,221	35,165	39,762	44,827
CFPS	7,675	9,695	7,991	6,279	7,207
DPS	400	450	500	550	600

서흥 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최저 대비	최고 대비	평균 대비	
80,000			2019.11.05	변경	정홍식				
70,000			2019.11.14	Buy	45,000	-11.3		-20.1	
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	-20.4		-25.4	
20,000			2021.11.12	Buy	60,000				
10,000									
0									
	19/11	20/05	20/11	21/05					

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)	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) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)