기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst
정홍식
02 3779 8897
hsjeong@ebestsec.co.kr

2022년 8월 17일

서흥 (008490)

2Q22 Review: 외형은 성장하고 있지만..

Buy (maintain)

목표주가	50,000 원
현재주가	37,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (8/16)		2,533.52pt
시가총액		4,373 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가/최저가		55,000 / 29,600 원
90 일 일평균거래대금		4.0 억원
외국인 지분율		11.0%
배당수익률(22.12E)		1.3%
BPS(22.12E)		37,154 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	8.9%
	6 개월	4.4%
	12 개월	-10.0%
주주구성	양주환외 7 인	52.8%
	국민연금공단	6.0%
	자사주	3.9%

Stock Price

2Q22 Review

동사의 2Q22 실적은 매출액 1,719억원(+11.1% yoy), 영업이익 184억원(-20.1% yoy, OPM 10.7%), 순이익(지배주주) 98억원(-47.9% yoy, NPM 5.7%)으로 기존 예상치(Sales 1,582억원, OP 187억원)대비 매출액은 상회하였고, 영업이익은 부합하였다.

매출액 증가 이유는 하드캡슐 부문에서 599억원(+23.9% yoy)을 기록하며 외형성장을 이끌었다. 참고로 의약품 168억원(+2.5% yoy), 건강기능식품 624억원(+0.3% yoy) 수준으로 건강기능식품 부문에서는 외형성장이 거의 없었다.

영업이익이 감소 이유는 1)원재료 가격 상승에 따른 캡슐 사업부문 수익률 둔화(캡슐부문 OP Margin 2Q21 15.7% → 2Q22 11.4%), 2)운임지수 상승에 따른 하드캡슐 수출비용(2Q21 48억원 → 2Q22 64억원) 증가 요인으로 파악된다.

참고로 동사의 수출비용(1Q21 44억원 → 2Q21 48억원 → 3Q21 66억원 → 4Q21 28억원 → 1Q22 89억원 → 2Q22 64억원)은 글로벌 해상운임지수에 영향을 받고 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	553.0	596.7	639.3	667.1	694.9
영업이익	74.3	69.6	69.8	73.7	79.8
세전계속사업손익	72.2	74.8	63.6	67.4	73.5
순이익(지배주주)	53.0	53.7	46.0	48.0	51.8
EPS (원)	4,766	4,829	4,136	4,312	4,657
증감률 (%)	67.1	1.3	-14.3	4.3	8.0
PER (x)	10.7	9.2	9.1	8.8	8.1
PBR (x)	1.7	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	8.3	7.6	7.0	6.6	5.9
영업이익률 (%)	13.4	11.7	10.9	11.0	11.5
EBITDA 마진 (%)	19.7	18.1	16.0	16.0	16.4
ROE (%)	16.7	14.8	11.3	10.6	10.5
부채비율 (%)	103.2	88.4	80.8	73.7	67.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

2Q22 Review

표1 2Q22 Review

(단위: 억원)	1Q22	1Q21	YoY	4Q21	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,719	1,547	11.1%	1,639	4.9%	1,582	8.7%
영업이익	184	230	-20.1%	180	2.4%	187	-1.8%
순이익	98	188	-47.9%	134	-27.2%	135	-27.5%
OPM	10.7%	14.9%		11.0%		11.8%	
NPM	5.7%	12.1%		8.2%		8.5%	

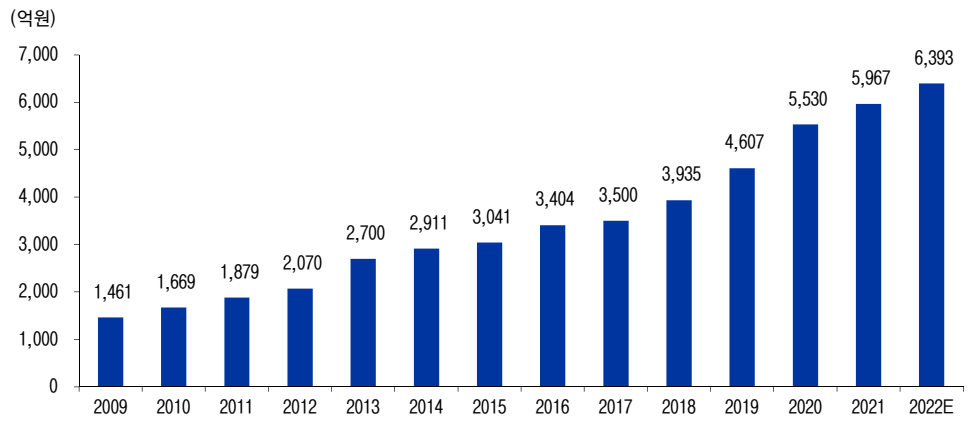
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	6,257	6,630	6,393	6,671	2.2%	0.6%
영업이익	722	779	698	737	-3.3%	-5.4%
순이익	525	553	460	479	-12.4%	-13.4%

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이: 매년 성장하는 흐름



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출액	**1,638**	**1,547**	**1,448**	**1,334**	**1,639**	**1,719**	**1,564**	**1,472**
YoY	*14.5%*	*7.6%*	*0.0%*	*9.8%*	*0.0%*	*11.1%*	*8.0%*	*10.3%*
하드캡슐	421	483	347	330	367	599	448	448
의약품	160	164	128	149	181	168	155	157
건강기능식품	755	622	704	614	712	624	675	617
원료	257	224	234	222	330	257	240	225
상품 & 기타	45	55	35	19	48	73	47	25
% YoY								
하드캡슐	*4.4%*	*9.8%*	*-14.2%*	*-15.7%*	*-12.9%*	*23.9%*	*28.9%*	*35.8%*
의약품	*2.3%*	*19.8%*	*-4.1%*	*15.9%*	*13.3%*	*2.5%*	*21.8%*	*5.3%*
건강기능식품	*22.9%*	*4.4%*	*8.5%*	*20.1%*	*-5.7%*	*0.3%*	*-4.2%*	*0.4%*
원료	*11.7%*	*-9.1%*	*7.8%*	*32.7%*	*28.6%*	*14.5%*	*2.5%*	*1.5%*
상품 & 기타	*74.8%*	*184.6%*	*-20.1%*	*18.7%*	*7.3%*	*33.7%*	*32.0%*	*30.4%*
% of Sales								
하드캡슐	25.7%	31.2%	24.0%	24.7%	22.4%	34.8%	28.6%	30.4%
의약품	9.8%	10.6%	8.8%	11.1%	11.1%	9.8%	9.9%	10.6%
건강기능식품	46.1%	40.2%	48.6%	46.0%	43.5%	36.3%	43.1%	41.9%
원료	15.7%	14.5%	16.1%	16.6%	20.1%	14.9%	15.3%	15.3%
상품 & 기타	2.7%	3.5%	2.4%	1.5%	2.9%	4.2%	3.0%	1.7%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	99	111	99	115	111	103	115	115
YoY	*2.0%*	*3.6%*	*-6.0%*	*7.3%*	*13.1%*	*-7.1%*	*17.1%*	*0.8%*
젤라틴(톤)	1,496	1,561	1,431	1,273	1,463	1,529	1,477	1,351
YoY	*-5.0%*	*6.8%*	*-8.4%*	*-14.4%*	*-2.2%*	*-2.0%*	*3.2%*	*6.1%*
생산기계 대수	87	87	87	87	87	87	87	87
기계 1 대당 생산	1.1	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.3	4.4	3.5	2.9	3.3	5.8	3.9	3.9
YoY	*2.4%*	*6.0%*	*-8.7%*	*-21.5%*	*-23.0%*	*33.3%*	*10.1%*	*34.7%*
젤라틴(백만원/톤)	17.2	14.4	16.3	17.4	22.6	16.8	17.8	18.9
YoY	*17.5%*	*-14.9%*	*17.7%*	*55.1%*	*31.5%*	*16.9%*	*9.1%*	*8.4%*
영업이익	**225**	**230**	**117**	**123**	**180**	**184**	**174**	**161**
% of sales	13.7%	14.9%	8.1%	9.2%	11.0%	10.7%	11.1%	11.0%
% YoY	*21.6%*	*7.9%*	*-41.0%*	*-15.6%*	*-20.3%*	*-20.1%*	*48.1%*	*30.7%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	210	199	86	89	173	158	149	137
OPM	15.7%	15.7%	7.3%	8.2%	13.7%	11.4%	11.7%	11.2%
원료	44	36	26	16	44	37	31	27
OPM	17.1%	16.0%	11.2%	7.3%	13.5%	14.4%	12.8%	12.0%
기타	-29	-4	5	18	-37	-12	-6	-3

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	**3,404**	**3,500**	**3,935**	**4,607**	**5,530**	**5,967**	**6,393**	**6,671**
YoY	*11.9%*	*2.8%*	*12.4%*	*17.1%*	*20.0%*	*7.9%*	*7.1%*	*4.4%*
하드캡슐	1,237	1,312	1,439	1,671	1,639	1,581	1,861	2,001
의약품	639	530	544	564	554	600	661	722
건강기능식품	1,105	1,212	1,427	1,749	2,370	2,695	2,627	2,563
원료	333	386	439	513	861	937	1,052	1,168
상품 & 기타	90	61	86	110	105	154	193	217
% YoY								
하드캡슐	*5.6%*	*6.0%*	*9.7%*	*16.2%*	*-1.9%*	*-3.5%*	*17.7%*	*7.5%*
의약품	*39.1%*	*-17.0%*	*2.7%*	*3.6%*	*-1.6%*	*8.2%*	*10.2%*	*9.2%*
건강기능식품	*14.7%*	*9.7%*	*17.8%*	*22.6%*	*35.5%*	*13.7%*	*-2.5%*	*-2.4%*
원료	*-0.7%*	*15.7%*	*13.8%*	*16.9%*	*67.7%*	*8.8%*	*12.3%*	*11.0%*
상품 & 기타	*-19.8%*	*-32.4%*	*41.3%*	*28.5%*	*-4.6%*	*46.3%*	*25.3%*	*12.6%*
% of Sales								
하드캡슐	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.6%	26.5%	29.1%	30.0%
의약품	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.0%	10.1%	10.3%	10.8%
건강기능식품	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.9%	45.2%	41.1%	38.4%
원료	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	15.6%	15.7%	16.5%	17.5%
상품 & 기타	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.9%	2.6%	3.0%	3.3%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	342	355	364	380	415	423	445	475
YoY	*2.7%*	*3.5%*	*2.7%*	*4.5%*	*9.2%*	*1.8%*	*5.4%*	*6.6%*
젤라틴(톤)	4,973	5,638	5,890	5,978	6,085	5,761	5,820	5,874
YoY	*16.7%*	*13.4%*	*4.5%*	*1.5%*	*1.8%*	*-5.3%*	*1.0%*	*0.9%*
생산기계 대수	75	75	75	79	83	87	87	90
기계 1 대당 생산	4.6	4.7	4.9	4.8	5.0	4.9	5.1	5.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.6	3.7	4.0	4.4	3.9	3.7	4.2	4.2
YoY	*2.8%*	*2.4%*	*6.8%*	*11.2%*	*-10.2%*	*-5.2%*	*11.6%*	*0.9%*
젤라틴(백만원/톤)	6.7	6.8	7.5	8.6	14.1	16.3	18.1	19.9
YoY	*-14.9%*	*2.1%*	*9.0%*	*15.2%*	*64.8%*	*15.0%*	*11.1%*	*10.0%*
영업이익	**401**	**373**	**393**	**474**	**743**	**696**	**698**	**737**
% of sales	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	11.7%	10.9%	11.0%
% YoY	*18.6%*	*-7.0%*	*5.4%*	*20.6%*	*56.8%*	*-6.3%*	*0.3%*	*5.5%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	322	279	293	323	556	584	617	621
OPM	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	12.2%	12.0%	12.0%	11.7%
원료	84	82	87	167	185	122	139	156
OPM	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	21.5%	13.0%	13.2%	13.4%
기타	-4	12	13	-16	1	-10	-58	-40

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	314.1	318.6	348.1	375.6	406.2
현금 및 현금성자산	37.6	26.3	50.4	65.5	83.8
매출채권 및 기타채권	83.9	95.1	95.9	100.0	104.2
재고자산	166.4	182.0	186.6	194.7	202.8
기타유동자산	26.2	15.2	15.2	15.3	15.4
비유동자산	451.9	491.4	505.1	517.8	531.3
관계기업투자등	14.8	43.7	46.8	48.9	50.9
유형자산	404.3	411.9	420.9	430.7	441.2
무형자산	7.5	7.1	6.6	6.2	5.8
자산총계	**766.0**	**810.0**	**853.2**	**893.4**	**937.4**
유동부채	267.3	236.4	238.8	238.0	237.1
매입채무 및 기타재무	28.5	23.2	27.7	28.9	30.1
단기금융부채	230.8	205.5	203.4	201.3	199.3
기타유동부채	8.0	7.8	7.8	7.8	7.8
비유동부채	121.7	143.7	142.4	141.1	139.8
장기금융부채	117.1	137.6	136.2	134.8	133.5
기타비유동부채	4.6	6.1	6.2	6.3	6.3
부채총계	**389.0**	**380.1**	**381.2**	**379.1**	**376.9**
지배주주지분	338.1	387.8	429.8	472.2	518.5
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	317.5	363.6	404.1	446.5	492.7
비지배주주지분(연결)	38.9	42.1	42.1	42.1	42.1
자본총계	**377.0**	**429.9**	**471.9**	**514.3**	**560.6**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**553.0**	**596.7**	**639.3**	**667.1**	**694.9**
매출원가	432.0	470.5	506.7	528.5	548.0
매출총이익	**121.0**	**126.2**	**132.6**	**138.6**	**146.9**
판매비 및 관리비	46.6	56.6	62.8	65.0	67.1
영업이익	**74.3**	**69.6**	**69.8**	**73.7**	**79.8**
(EBITDA)	108.7	107.8	102.2	106.9	114.1
금융손익	-13.3	0.0	-8.0	-7.9	-7.8
이자비용	8.6	7.7	8.3	8.3	8.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	11.1	5.3	1.7	1.7	1.6
세전계속사업이익	**72.2**	**74.8**	**63.6**	**67.4**	**73.5**
계속사업법인세비용	12.9	15.6	11.9	13.7	15.6
계속사업이익	59.3	59.3	51.7	53.7	57.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**59.3**	**59.3**	**51.7**	**53.7**	**57.9**
지배주주	53.0	53.7	46.0	48.0	51.8
총포괄이익	**54.0**	**62.9**	**51.7**	**53.7**	**57.9**
매출총이익률 (%)	21.9	21.2	20.7	20.8	21.1
영업이익률 (%)	13.4	11.7	10.9	11.0	11.5
EBITDA마진률 (%)	19.7	18.1	16.0	16.0	16.4
당기순이익률 (%)	10.7	9.9	8.1	8.0	8.3
ROA (%)	7.2	6.8	5.5	5.5	5.7
ROE (%)	16.7	14.8	11.3	10.6	10.5
ROIC (%)	9.6	8.1	8.1	8.2	8.5

현금흐름표

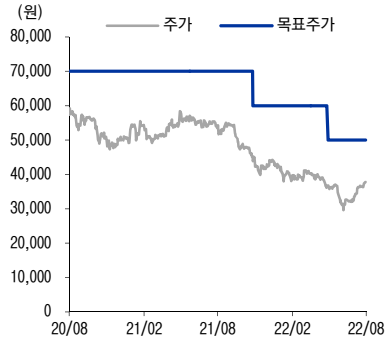
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**46.1**	**66.9**	**75.7**	**67.5**	**72.4**
당기순이익(손실)	59.3	59.3	51.7	53.7	57.9
비현금수익비용가감	52.9	60.6	24.9	24.9	25.5
유형자산감가상각비	33.9	37.7	31.9	32.9	33.9
무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
기타현금수익비용	8.7	7.5	-7.4	-8.4	-8.8
영업활동 자산부채변동	-46.7	-29.3	-0.9	-11.1	-11.1
매출채권 감소(증가)	-0.8	-6.4	-0.8	-4.2	-4.2
재고자산 감소(증가)	-27.2	-10.7	-4.6	-8.1	-8.1
매입채무 증가(감소)	-12.1	-2.4	4.5	1.2	1.2
기타자산, 부채변동	-6.7	-9.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-57.2**	**-56.8**	**-44.1**	**-44.8**	**-46.5**
유형자산처분(취득)	-51.7	-36.5	-40.9	-42.6	-44.4
무형자산 감소(증가)	-1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	8.4	-16.0	-3.2	-2.1	-2.1
기타투자활동	-12.8	-4.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**27.7**	**-23.2**	**-7.6**	**-7.6**	**-7.6**
차입금의 증가(감소)	32.8	-15.9	-2.1	-2.1	-2.1
자본의 증가(감소)	-5.0	-7.3	-5.6	-5.6	-5.6
배당금의 지급	-5.0	-7.3	5.6	5.6	5.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**14.6**	**-11.3**	**24.0**	**15.1**	**18.3**
기초현금	23.0	37.6	26.3	50.4	65.5
기말현금	37.6	26.3	50.4	65.5	83.8

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.7	9.2	9.1	8.8	8.1
P/B	1.7	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.3	7.6	7.0	6.6	5.9
P/CF	5.3	4.3	5.7	5.6	5.2
배당수익률 (%)	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	20.0	7.9	7.1	4.4	4.2
영업이익	56.8	-6.3	0.3	5.5	8.3
세전이익	60.8	3.7	-15.0	5.9	9.0
당기순이익	58.6	0.1	-12.8	3.8	7.9
EPS	67.1	1.3	-14.3	4.3	8.0
안정성 (%)					
부채비율	103.2	88.4	80.8	73.7	67.2
유동비율	117.5	134.8	145.8	157.8	171.3
순차입금/자기자본(x)	82.3	72.0	59.8	51.2	43.1
영업이익/금융비용(x)	8.7	9.0	8.4	8.9	9.7
총차입금 (십억원)	348.0	343.0	339.6	336.2	332.7
순차입금 (십억원)	310.4	309.5	282.0	263.4	241.6
주당지표(원)					
EPS	4,766	4,829	4,136	4,312	4,657
BPS	29,221	33,517	37,154	40,818	44,813
CFPS	9,695	10,366	6,620	6,793	7,214
DPS	450	500	500	500	500

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

서흥 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.11.05	변경	정흥식			
2020.05.18	Buy	60,000	-5.0		-12.3
2020.06.30	Buy	70,000	-14.7		-23.5
2021.07.01	Buy	70,000	-20.4		-25.4
2021.11.12	Buy	60,000	-24.8		-32.3
2022.05.16	Buy	50,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 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	91.0% 9.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)