기업분석 | Mid Small-Cap

2021년 8월 17일

서흥 (008490)

2Q21 Review: 영업이익 최대 실적

Analyst
정홍식
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	54,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (8/13)		3,171.29pt
시가총액		6,259 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가/최저가		59,200 / 47,350 원
90 일 일평균거래대금		16.24 억원
외국인 지분율		11.5%
배당수익률(21.12E)		0.9%
BPS(21.12E)		35,769 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	3.6%
	6 개월	-2.3%
	12 개월	-34.5%
주주구성	양주환 (외 6 인)	52.8%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

Stock Price

2Q21 Review

동사의 2Q21 실적은 매출액 1,547억원(+7.6% yoy), 영업이익 230억원(+7.9% yoy, OPM 14.9%), 순이익 188억원(+5.1% yoy, NPM 12.1%)을 기록하였다. 이는 영업이익 기준 분기 최대 실적으로서 수익성이 큰 폭으로 개선(OPM 1Q21 13.7% → 2Q21 14.9%)되었다.

실적개선 이유는 지난 1분기와 비슷하다.

첫째, 건강기능 식품 부문에서의 안정적인 성장흐름(2Q21 건강기능식품 622억원, +4.4% yoy)이 진행되었는데, 동사뿐만 아니라 국내 건강기능식품 ODM/OEM 기업들이 대부분 외형성장을 보여 건기식 시장의 성장이 지속되고 있음을 확인할 수 있었다.

둘째, 하드캡슐 부문에서의 코로나19 이후 2020년 프로모션 마무리로 인한 공급가격 정상화로 수익성 개선(하드캡슐 ASP 2020년 3.9원/개 → 2Q21 4.4원/개)이 나타났으며, 이는 영업이익률 상승으로 직결되었다.

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 + 건기식의 구조적인 성장요인 이다. 향후에도 이러한 성장흐름이 지속될 가능성이 높은 상황에서 현재 12MF P/E 9.2배(EPS growth 2020년 ~ 2023년 CAGR 13.0%)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	83.6	96.9	109.9
세전계속사업손익	44.9	72.2	82.1	94.4	107.4
순이익(지배주주)	31.7	53.0	60.8	67.8	76.5
EPS (원)	2,853	4,766	5,466	6,098	6,876
증감률 (%)	23.3	67.1	14.7	11.6	12.8
PER (x)	12.4	10.7	9.9	8.9	7.9
PBR (x)	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	9.1	8.1	7.6	7.0	6.0
영업이익률 (%)	10.3	13.4	13.6	14.2	14.7
EBITDA 마진 (%)	16.8	19.7	18.6	18.0	18.8
ROE (%)	11.1	16.7	16.2	15.2	15.0
부채비율 (%)	115.5	103.2	84.6	72.1	61.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

2Q21 Review

표1 2Q21 Review: 영업이익 분기 최대 실적

(단위: 억원)	2Q21	2Q20	YoY	1Q21	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,547	1,438	7.6%	1,638	-5.6%	1,583	-2.2%
영업이익	230	213	7.9%	225	2.2%	223	3.1%
순이익	188	179	5.1%	177	6.0%	164	14.2%
OPM	14.9%	14.8%		13.7%		14.1%	
NPM	12.1%	12.4%		10.8%		10.4%	

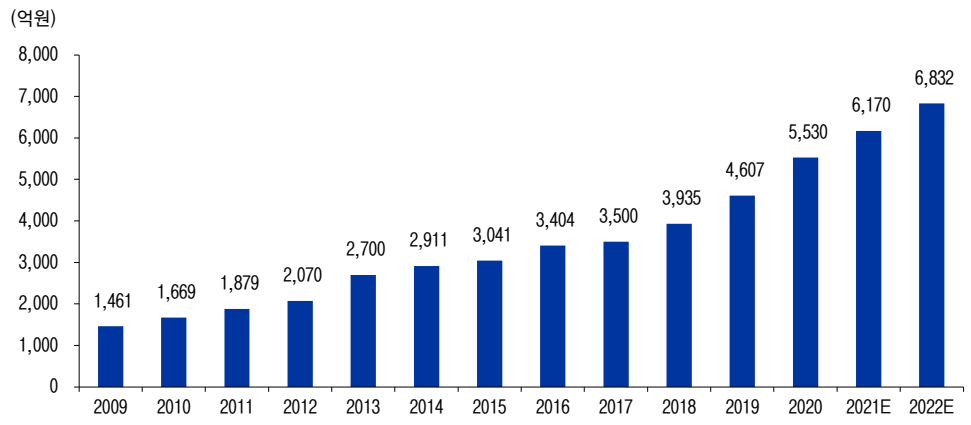
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,220	6,834	6,170	6,832	-0.8%	0.0%
영업이익	837	969	836	969	0.0%	0.0%
순이익	597	679	608	678	1.9%	0.0%

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)	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**	**215**	**166**
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	13.7%	14.9%	13.6%	11.9%
% YoY	*47.9%*	*56.5%*	*59.4%*	*66.2%*	*21.6%*	*7.9%*	*8.4%*	*13.5%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	94	210	199	178	139
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	9.1%	15.7%	15.7%	13.5%	11.5%
원료	50	55	48	33	44	36	40	29
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	19.9%	17.1%	16.0%	18.2%	17.1%
기타	-16	3	-4	19	-29	-4	-2	-2

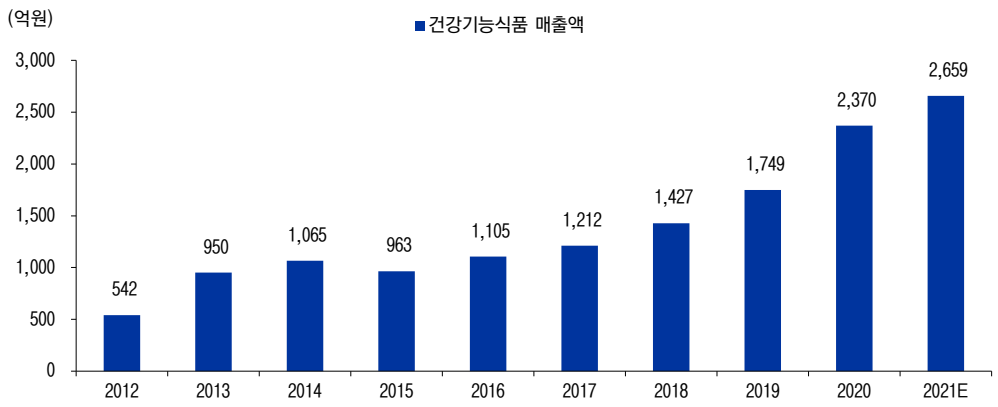
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표4 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**	**836**	**969**
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	13.6%	14.2%
% YoY	*16.2%*	*18.6%*	*-7.0%*	*5.4%*	*20.6%*	*56.8%*	*12.6%*	*15.9%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	556	725	846
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	12.2%	14.1%	14.7%
원료	53	84	82	87	167	185	148	160
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	21.5%	17.1%	17.6%
기타	-2	-4	12	13	-16	1	-37	-37

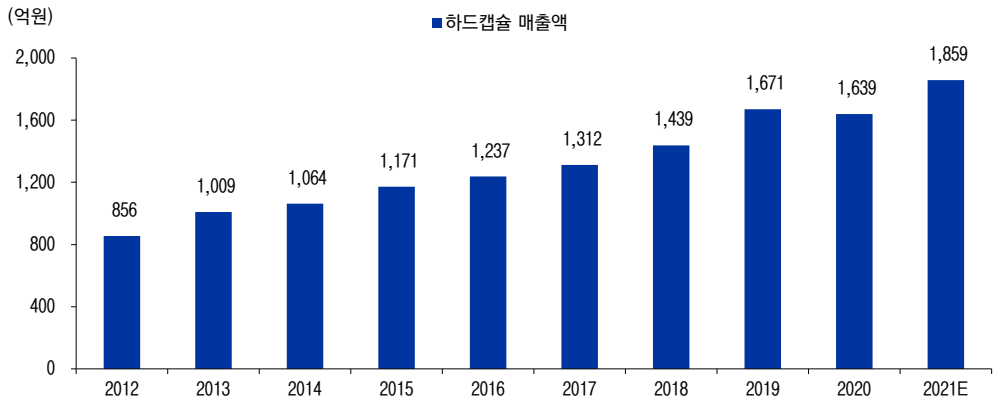
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 건강기능식품 매출액 추이



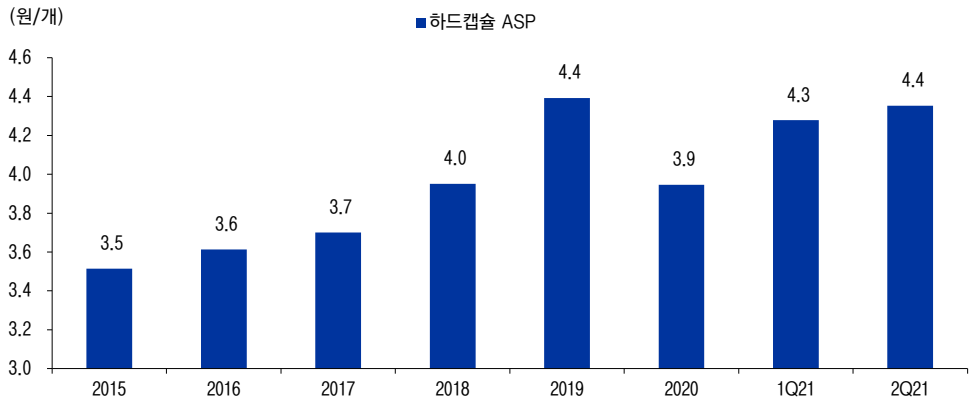
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

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 기타재무	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**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**460.7**	**553.0**	**617.0**	**683.2**	**745.8**
매출원가	369.4	432.0	485.7	534.6	580.4
매출총이익	**91.4**	**121.0**	**131.2**	**148.6**	**165.3**
판매비 및 관리비	44.0	46.6	47.6	51.7	55.4
영업이익	**47.4**	**74.3**	**83.6**	**96.9**	**109.9**
(EBITDA)	77.2	108.7	114.6	122.9	140.3
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**	**82.1**	**94.4**	**107.4**
계속사업법인세비용	7.5	12.9	15.4	19.2	22.8
계속사업이익	37.4	59.3	66.7	75.2	84.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**37.4**	**59.3**	**66.7**	**75.2**	**84.7**
지배주주	31.7	53.0	60.8	67.8	76.5
총포괄이익	**31.6**	**54.0**	**66.7**	**75.2**	**84.7**
매출총이익률 (%)	19.8	21.9	21.3	21.7	22.2
영업이익률 (%)	10.3	13.4	13.6	14.2	14.7
EBITDA마진률 (%)	16.8	19.7	18.6	18.0	18.8
당기순이익률 (%)	8.1	10.7	10.8	11.0	11.4
ROA (%)	4.7	7.2	7.6	7.9	8.3
ROE (%)	11.1	16.7	16.2	15.2	15.0
ROIC (%)	6.9	9.7	10.2	11.0	11.5

현금흐름표

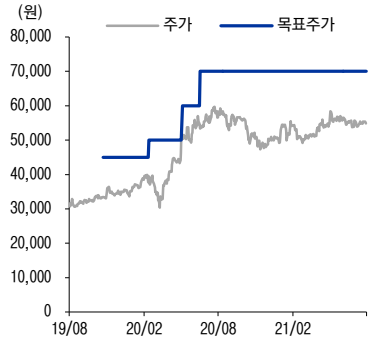
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**22.1**	**46.1**	**101.8**	**65.5**	**81.9**
당기순이익(손실)	37.4	59.3	66.7	75.2	84.7
비현금수익비용가감	51.4	52.9	31.6	5.8	10.0
유형자산감가상각비	29.4	33.9	30.4	25.4	29.8
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
기타현금수익비용	-3.7	-4.1	0.7	-20.2	-20.3
영업활동 자산부채변동	-52.3	-46.7	3.5	-15.4	-12.8
매출채권 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**	**31.5**	**-7.2**	**7.6**
기초현금	13.2	23.0	37.6	69.0	61.9
기말현금	23.0	37.6	69.0	61.9	69.5

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	10.7	9.9	8.9	7.9
P/B	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.1	8.1	7.6	7.0	6.0
P/CF	4.6	5.3	6.4	7.7	6.6
배당수익률 (%)	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
성장성 (%)					
매출액	17.1	20.0	11.6	10.7	9.2
영업이익	20.6	56.8	12.6	15.9	13.4
세전이익	27.9	60.8	13.7	15.1	13.8
당기순이익	27.2	58.6	12.5	12.8	12.6
EPS	23.3	67.1	14.7	11.6	12.8
안정성 (%)					
부채비율	115.5	103.2	84.6	72.1	61.6
유동비율	134.8	117.5	132.4	140.4	153.1
순차입금/자기자본(x)	88.4	77.4	53.6	45.4	36.2
영업이익/금융비용(x)	5.0	8.7	9.1	10.9	12.6
총차입금 (십억원)	322.0	348.0	330.6	314.9	300.8
순차입금 (십억원)	290.8	291.7	242.7	234.0	212.1
주당지표(원)					
EPS	2,853	4,766	5,466	6,098	6,876
BPS	25,552	29,221	35,769	41,150	47,230
CFPS	7,675	9,695	8,497	6,997	8,185
DPS	400	450	500	550	600

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

서흥 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.11.05	변경	정흥식									
2019.11.05	Buy	45,000	-11.3		-20.6						
2020.02.25	Buy	50,000	0.6		-22.3						
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									

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	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)