



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	54,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (9/14)	2,427.91 pt
시가총액	6,270 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	59,700 / 30,350 원
90 일 일평균거래대금	35.84 억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(20.12E)	0.8%
BPS(20.12E)	30,735 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.3%
	6개월 24.4%
	12개월 52.2%
주주구성	양주환외 7인 53.2%
	국민연금공단 9.9%

Stock Price



서흥 (008490)

추정실적 상향: 건기식이 너무 좋다

3Q20 추정실적 상향

동사의 3Q20 영업이익 추정치를 168억원 → 195억원으로 +16% 상향한다. 이는 7~8월 건강기능식품 사업부문의 실적이 매우 좋은 것으로 파악되기 때문이다. 또한 9월에도 과거와는 다른 모습의 명절(비대면) 가능성이 있고, 이에 따른 건강기능식품 선물 수요가 증가할 것으로 기대됨에 따라 3Q20에도 건강기능식품 사업부문이 지난 2분기에 이어 고성장을 보일 것으로 전망(3Q20 건기식 Sales 598억원 +47.2% yoy 예상)한다.

이러한 효과에 힘입어 동사의 3Q20 매출액은 1,447억원(+28.3% yoy) 규모로 분기 최대 실적을 기대한다. 중요한 점은 동사뿐만 아니라 국내 건강기능식품 ODM/OEM 기업들의 상황이 모두 좋으며, 이는 코로나로 인한 성장성 확대라는 수혜도 있지만 과거에도 역성장 없이 매년 성장하고 있었다는 관점에서 생각해야 할 것이다.

매년 성장하는 기업

동사의 매출액은 2009년 ~ 2019년 CAGR 12.2%(역성장 없음)을 기록하였으며, 2020년에는 이보다 높은 23.7% 수준의 외형성장이 기대된다. 이는 건강기능식품 사업부문의 실적이 고성장 중이라는 점이 부각되고 있지만, 이와는 별개로 과거에도 추세적인 성장이 진행되었다는 것이 중요하다. 향후에도 1)하드캡슐과 건기식 사업의 고른 성장 흐름이 지속, 2)Capa 증설한 하드캡슐 부문의 이익 개선효과가 4Q20 이후 본격화 될 것으로 보여 2021년 그리고 그 이후에도 안정적인 성장이 유지될 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	569.8	623.6	680.4
영업이익	39.3	47.4	71.7	78.9	87.5
세전계속사업손익	35.1	44.9	71.0	77.6	86.2
순이익(지배주주)	29.4	37.4	57.0	62.1	68.4
EPS (원)	2,314.5	2,852.7	4,468.5	4,847.1	5,330.5
증감률 (%)	14.5	23.3	56.6	8.5	10.0
PER (x)	10.1	12.1	12.1	11.2	10.2
PBR (x)	1.0	1.4	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	8.0	8.9	8.8	8.3	7.8
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.6	12.6	12.9
EBITDA 마진 (%)	16.8	16.8	18.3	17.6	17.2
ROE (%)	9.5	11.1	15.3	14.2	13.7
부채비율 (%)	107.4	115.5	98.3	88.2	79.3

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	5,698	6,236	6,804
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	23.7%	9.4%	9.1%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,742	1,839	1,932
의약품	459	639	530	544	564	595	627	656
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,360	2,707	3,084
원료	335	333	386	439	513	920	994	1,067
상품 & 기타	112	90	61	86	110	81	70	65
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	4.2%	5.6%	5.1%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	5.6%	5.3%	4.8%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	34.9%	14.7%	13.9%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	79.3%	8.1%	7.3%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	-27.0%	-13.5%	-6.7%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	30.6%	29.5%	28.4%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.4%	10.0%	9.6%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	41.4%	43.4%	45.3%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	16.1%	15.9%	15.7%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.4%	1.1%	1.0%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	416	427	440
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	9.3%	2.7%	3.0%
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,001	6,013	6,023
YoY	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	1.5%	0.4%	0.2%	0.2%
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	4.9	5.1
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	4.2	4.3	4.4
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-4.6%	2.8%	2.0%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	15.3	16.5	17.7
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	78.6%	7.9%	7.1%
영업이익	338	401	373	393	474	717	789	875
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	12.6%	12.6%	12.9%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	51.2%	10.0%	10.9%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	540	594	658
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	11.5%	11.5%	11.6%
원료	53	84	82	87	167	191	204	221
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	20.7%	20.5%	20.7%
기타	-2	-4	12	13	-16	-14	-9	-5

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

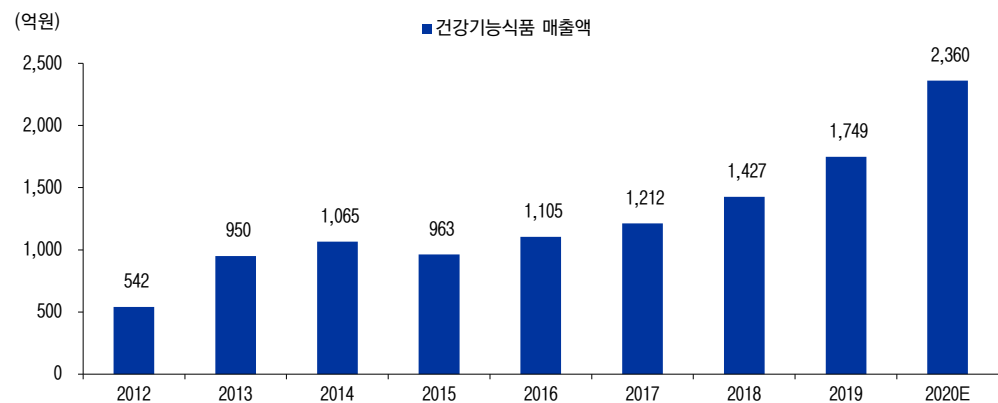
표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	1,178	1,154	1,128	1,148	1,430	1,438	1,447	1,383
YoY	18.9%	10.9%	19.0%	20.1%	21.4%	24.6%	28.3%	20.5%
하드캡슐	428	417	407	418	404	440	447	451
의약품	139	137	147	141	156	137	150	152
건강기능식품	451	445	406	447	615	595	598	552
원료	114	125	147	127	230	247	230	213
상품 & 기타	45	30	20	14	26	19	21	15
% YoY								
하드캡슐	22.7%	8.1%	14.3%	20.5%	-5.8%	5.6%	9.7%	7.9%
의약품	-10.6%	3.5%	21.3%	4.1%	12.6%	-0.2%	2.6%	7.3%
건강기능식품	19.7%	17.5%	17.9%	36.5%	36.1%	33.9%	47.2%	23.6%
원료	21.8%	-4.1%	26.6%	28.6%	101.8%	96.7%	56.8%	68.1%
상품 & 기타	192.1%	112.6%	111.9%	-69.2%	-43.4%	-37.0%	4.4%	1.3%
% of Sales								
하드캡슐	36.4%	36.1%	36.1%	36.5%	28.2%	30.6%	30.9%	32.6%
의약품	11.8%	11.9%	13.0%	12.3%	10.9%	9.5%	10.4%	11.0%
건강기능식품	38.3%	38.5%	36.0%	38.9%	43.0%	41.4%	41.3%	39.9%
원료	9.7%	10.9%	13.0%	11.1%	16.1%	17.1%	15.9%	15.4%
상품 & 기타	3.8%	2.6%	1.8%	1.2%	1.8%	1.3%	1.5%	1.0%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	84	96	94	106	97	107	105	107
YoY	-1.7%	1.0%	-6.1%	27.4%	15.2%	11.2%	11.7%	0.7%
젤라틴(톤)	1,435	1,601	1,470	1,472	1,574	1,461	1,476	1,490
YoY	-1.0%	5.4%	7.7%	-5.5%	9.7%	-8.7%	0.4%	1.2%
생산기계 대수	75	75	83	83	83	83	83	83
기계 1 대당 생산	1.1	1.3	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	5.1	4.3	4.3	3.9	4.2	4.1	4.3	4.2
YoY	24.8%	7.0%	21.6%	-5.4%	-18.2%	-5.1%	-1.8%	7.1%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	7.8	10.0	8.6	14.6	16.9	17.0	17.2
YoY	23.0%	-9.0%	17.6%	36.1%	84.0%	115.5%	70.6%	99.5%
영업이익	125	136	125	88	185	213	195	124
% of sales	10.6%	11.8%	11.1%	7.7%	12.9%	14.8%	13.5%	8.9%
% YoY	21.7%	13.3%	55.4%	-2.0%	47.9%	56.5%	56.3%	40.6%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	90	100	76	57	152	156	143	89
OPM	8.8%	10.0%	7.9%	5.7%	12.9%	13.3%	12.0%	7.7%
원료	42	47	46	32	50	55	52	34
OPM	36.6%	37.5%	31.3%	25.4%	21.7%	22.1%	22.6%	16.1%
기타	-6	-11	3	-2	-16	3	0	0

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림1 건강기능식품 매출액 추이



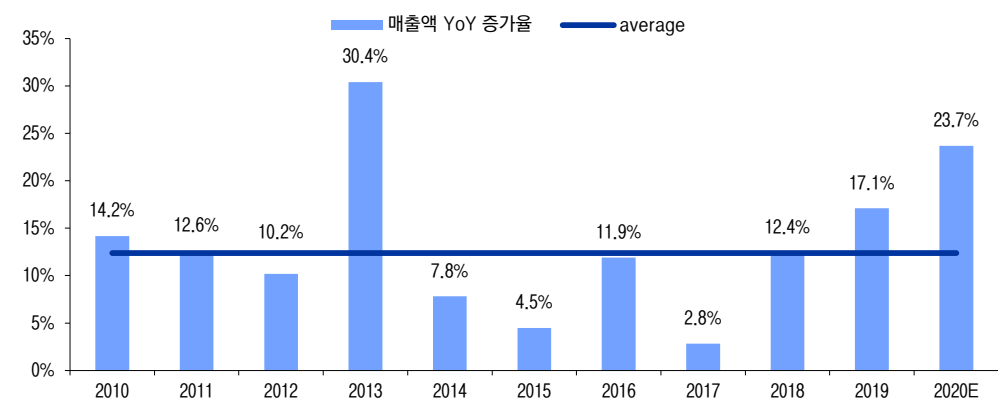
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 하드캡슐 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 서흥 매출액 증가율 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	214.0	264.6	296.4	322.6	353.7
현금 및 현금성자산	13.2	23.0	22.8	24.4	29.6
매출채권 및 기타채권	75.7	86.2	100.1	109.6	119.6
재고자산	116.2	141.0	159.1	174.1	189.9
기타유동자산	8.9	14.4	14.5	14.5	14.6
비유동자산	425.1	444.3	475.0	501.3	528.6
관계기업투자등	24.1	16.6	20.5	22.4	24.5
유형자산	381.6	392.0	412.7	434.2	456.3
무형자산	10.8	8.1	7.7	7.3	6.9
자산총계	639.1	708.9	771.5	823.9	882.3
유동부채	193.9	196.3	199.1	202.7	206.9
매입채무 및 기타채무	29.1	38.9	42.0	46.0	50.2
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	382.5	386.1	390.1
지배주주지분	273.6	295.6	355.6	404.5	458.7
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	315.2	364.1	418.4
비지배주주지분(연결)	34.6	33.4	33.4	33.4	33.4
자본총계	308.2	329.0	389.0	437.9	492.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	49.0	22.1	57.4	57.0	59.5
당기순이익(손실)	29.4	37.4	57.0	62.1	68.4
비현금수익비용가감	42.6	51.4	29.3	15.4	12.8
유형자산감가상각비	26.4	29.4	32.2	30.6	29.1
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금수익비용	-1.9	-3.7	-3.3	-15.6	-16.6
영업활동 자산부채변동	-11.2	-52.3	-28.9	-20.5	-21.7
매출채권 감소(증가)	-5.2	-11.5	-13.9	-9.5	-10.0
재고자산 감소(증가)	-3.4	-25.2	-18.0	-15.0	-15.9
매입채무 증가(감소)	2.1	3.8	3.1	4.0	4.2
기타자산, 부채변동	-4.7	-19.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-50.8	-45.8	-52.9	-50.1	-49.3
유형자산처분(취득)	-53.6	-47.1	-52.9	-52.1	-51.2
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-5.5	0.0	2.0	1.9
기타투자활동	3.8	6.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	3.2	33.9	-4.7	-5.3	-5.0
차입금의 증가(감소)	18.5	44.6	-0.3	-0.3	0.0
자본의 증가(감소)	-5.4	-10.5	-4.4	-5.0	-5.0
배당금의 지급	5.4	10.5	4.4	5.0	5.0
기타재무활동	-9.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.8	9.9	-0.3	1.6	5.2
기초현금	11.4	13.2	23.0	22.8	24.4
기말현금	13.2	23.0	22.8	24.4	29.6

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	569.8	623.6	680.4
매출원가	319.2	369.4	455.6	499.0	543.9
매출총이익	74.3	91.4	114.2	124.6	136.5
판매비 및 관리비	35.0	44.0	42.5	45.7	49.0
영업이익	39.3	47.4	71.7	78.9	87.5
(EBITDA)	66.0	77.2	104.3	109.9	116.9
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	4.7	4.1	4.0
세전계속사업이익	35.1	44.9	71.0	77.6	86.2
계속사업법인세비용	5.7	7.5	14.0	15.5	17.8
계속사업이익	29.4	37.4	57.0	62.1	68.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.4	37.4	57.0	62.1	68.4
지배주주	25.7	31.7	49.7	53.9	59.3
총포괄이익	20.0	31.6	57.0	62.1	68.4
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	20.0	20.0	20.1
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.6	12.6	12.9
EBITDA마진률 (%)	16.8	16.8	18.3	17.6	17.2
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	10.0	10.0	10.0
ROA (%)	4.2	4.7	6.7	6.8	6.9
ROE (%)	9.5	11.1	15.3	14.2	13.7
ROIC (%)	6.3	6.9	9.1	9.3	9.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	12.1	12.1	11.2	10.2
P/B	1.0	1.4	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.0	8.9	8.8	8.3	7.8
P/CF	3.8	4.5	7.3	8.1	7.7
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	12.4	17.1	23.7	9.4	9.1
영업이익	5.4	20.6	51.2	10.0	10.9
세전이익	13.3	27.9	58.1	9.3	11.0
당기순이익	11.3	27.2	52.4	9.0	10.1
EPS	14.5	23.3	56.6	8.5	10.0
안정성 (%)					
부채비율	107.4	115.5	98.3	88.2	79.3
유동비율	110.4	134.8	148.9	159.1	170.9
순차입금/자기자본(x)	83.9	88.4	74.7	65.9	57.5
영업이익/금융비용(x)	4.9	5.0	6.9	7.6	8.4
총차입금 (십억원)	273.4	322.0	321.5	321.0	320.9
순차입금 (십억원)	258.5	290.8	290.5	288.4	282.9
주당지표(원)					
EPS	2,315	2,853	4,468	4,847	5,331
BPS	23,650	25,552	30,735	34,961	39,652
CFPS	6,225	7,675	7,457	6,701	7,015
DPS	350	400	450	450	450

서흥 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최고 대비	최저 대비	평균 대비	
			2019.11.05	신규	정홍식				
			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				

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 당사에 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	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)