2020년 11월 16일

기업분석 | Mid-Small Cap

서흥 (008490)

3Q20 Review: 영업이익 +59.4% YoY

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

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	50,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/13)		2,493.87pt
시가총액		5,854 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가/최저가		59,700 /30,350 원
90 일 일평균거래대금		20.12 억원
외국인 지분율		12.7%
배당수익률(20.12E)		0.9%
BPS(20.12E)		30,873 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-13.3%
	6 개월	-13.8%
	12 개월	29.6%
주주구성	양주환외 7 인	53.2%
	국민연금공단	9.1%

Stock Price

3Q20 Review: 영업이익 고성장

동사의 3Q20 실적은 매출액 1,447억원(+28.4% yoy), 영업이익 199억원(+59.4% yoy, OPM 13.7%), 순이익(지배주주) 123억원(+48.3% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 1,460억원, OP 203억원, NI 127억원)에 부합한 것으로 분기 매출액 기준 사상 최대 실적이다.

매출액이 증가한 이유는 1)건강기능식품 사업에서 국내 건기식 ODM/OEM 시장 호조로 3Q19 406억원 → 3Q20 649억원(+44.8% yoy)으로 분기 최대 실적을 기록하였고, 2)원료부문(자회사 젤텍 지분율 42.8%)에서 콜라겐 판매 확대로 3Q19 147억원 → 3Q20 217억원(+47.7% yoy) 실적개선이 진행된 데 따른 것이다. 참고로 3Q20 원료부문은 Q +6.3% yoy, ASP +39.0% yoy를 보였다. 영업이익 증가 이유는 건강기능식품 사업부문의 외형확대로 수익성이 큰 폭으로 개선(캡슐·건기식 OPM 3Q19 7.9% → 3Q20 13.1%)되었기 때문이다.

2021년에도 성장기대감 높다

동사는 과거 10년간 역성장 없이 CAGR 12.2% 수준의 매출성장을 보이고 있으며, 2021년에도 이러한 흐름이 유지될 것으로 기대된다. 특히, 내년에는 1)Capa증설이 완료된 하드캡슐 부문에서 외형확대 & 수익성 개선이 나타날 것으로 보이며, 2)건강기능식품 부문에서는 국내 대형 제약회사(유한양행)와 함께 진행하고 있는 개별인정형 원료(ex 백수오) 신규 제품에 대한 기대감이 높다는 점을 관심 있게 살펴봐야 할 것이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	568.0	623.9	683.3
영업이익	39.3	47.4	72.0	79.7	88.9
세전계속사업손익	35.1	44.9	73.7	80.7	89.9
순이익(지배주주)	25.7	31.7	51.3	56.2	61.9
EPS (원)	2,315	2,853	4,612	5,050	5,571
증감률 (%)	14.5	23.3	61.7	9.5	10.3
PER (x)	10.1	12.1	11.0	10.0	9.1
PBR (x)	1.0	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	8.0	8.9	8.3	7.9	7.3
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.7	12.8	13.0
EBITDA 마진 (%)	16.8	16.8	18.4	17.7	17.3
ROE (%)	9.5	11.1	15.7	14.7	14.2
부채비율 (%)	107.4	115.5	97.9	87.4	78.3

주: IFRS 연결 기준
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

3Q20 Review

표1 3Q20 Review

(단위: 억원)	3Q20	3Q19	YoY	2Q20	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,447	1,128	28.4%	1,438	0.7%	1,460	-0.9%
영업이익	199	125	59.4%	213	-6.7%	203	-1.8%
순이익	123	83	48.3%	179	-31.1%	127	-3.3%
OPM	13.7%	11.1%		14.8%		13.9%	
NPM	8.5%	7.4%		12.4%		8.7%	

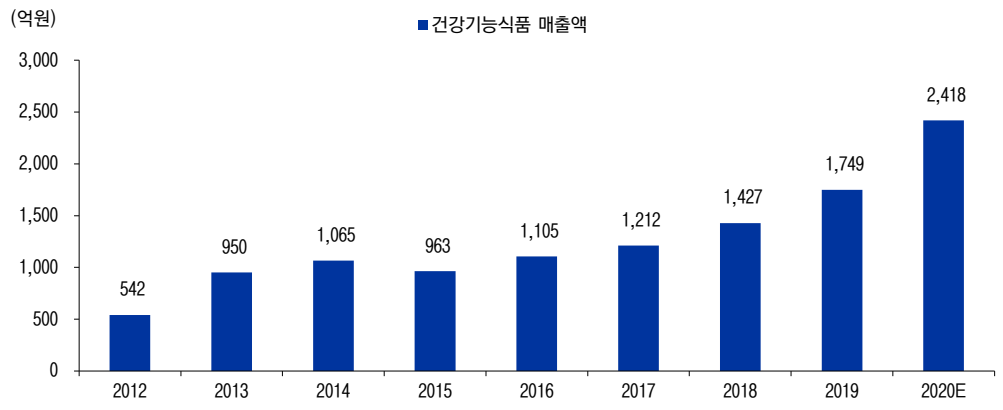
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	5,712	6,261	5,680	6,239	-0.6%	-0.4%
영업이익	725	798	720	797	-0.6%	-0.2%
순이익	517	560	513	562	-0.8%	0.4%

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림1 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	**1,178**	**1,154**	**1,128**	**1,148**	**1,430**	**1,438**	**1,447**	**1,365**
YoY	*18.9%*	*10.9%*	*19.0%*	*20.1%*	*21.4%*	*24.6%*	*28.4%*	*18.9%*
하드캡슐	428	417	407	418	404	440	405	432
의약품	139	137	147	141	156	137	133	149
건강기능식품	451	445	406	447	615	595	649	559
원료	114	125	147	127	230	247	217	210
상품 & 기타	45	30	20	14	26	19	44	15
% YoY								
하드캡슐	*22.7%*	*8.1%*	*14.3%*	*20.5%*	*-5.8%*	*5.6%*	*-0.7%*	*3.2%*
의약품	*-10.6%*	*3.5%*	*21.3%*	*4.1%*	*12.6%*	*-0.2%*	*-9.3%*	*5.4%*
건강기능식품	*19.7%*	*17.5%*	*17.9%*	*36.5%*	*36.1%*	*33.9%*	*59.7%*	*25.2%*
원료	*21.8%*	*-4.1%*	*26.6%*	*28.6%*	*101.8%*	*96.7%*	*47.7%*	*65.6%*
상품 & 기타	*192.1%*	*112.6%*	*111.9%*	*-69.2%*	*-43.4%*	*-37.0%*	*115.7%*	*3.2%*
% of Sales								
하드캡슐	36.4%	36.1%	36.1%	36.5%	28.2%	30.6%	27.9%	31.6%
의약품	11.8%	11.9%	13.0%	12.3%	10.9%	9.5%	9.2%	10.9%
건강기능식품	38.3%	38.5%	36.0%	38.9%	43.0%	41.4%	44.8%	41.0%
원료	9.7%	10.9%	13.0%	11.1%	16.1%	17.1%	15.0%	15.4%
상품 & 기타	3.8%	2.6%	1.8%	1.2%	1.8%	1.3%	3.1%	1.1%
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%*	*11.4%*	*0.6%*
젤라틴(톤)	1,435	1,601	1,470	1,472	1,574	1,461	1,562	1,562
YoY	*-1.0%*	*5.4%*	*7.7%*	*-5.5%*	*9.7%*	*-8.7%*	*6.3%*	*6.1%*
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	3.9	4.0
YoY	*24.8%*	*7.0%*	*21.6%*	*-5.4%*	*-18.2%*	*-5.1%*	*-10.9%*	*2.5%*
젤라틴(백만원/톤)	7.9	7.8	10.0	8.6	14.6	16.9	13.9	14.0
YoY	*23.0%*	*-9.0%*	*17.6%*	*36.1%*	*84.0%*	*115.5%*	*39.0%*	*62.5%*
영업이익	**125**	**136**	**125**	**88**	**185**	**213**	**199**	**123**
% of sales	10.6%	11.8%	11.1%	7.7%	12.9%	14.8%	13.7%	9.0%
% YoY	*21.7%*	*13.3%*	*55.4%*	*-2.0%*	*47.9%*	*56.5%*	*59.4%*	*40.2%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	90	100	76	57	152	156	155	90
OPM	*8.8%*	*10.0%*	*7.9%*	*5.7%*	*12.9%*	*13.3%*	*13.1%*	*7.9%*
원료	42	47	46	32	50	55	48	34
OPM	*36.6%*	*37.5%*	*31.3%*	*25.4%*	*21.7%*	*22.1%*	*21.9%*	*16.0%*
기타	-6	-11	3	-2	-16	3	-4	0

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**3,041**	**3,404**	**3,500**	**3,935**	**4,607**	**5,680**	**6,239**	**6,833**
YoY	*4.5%*	*11.9%*	*2.8%*	*12.4%*	*17.1%*	*23.3%*	*9.8%*	*9.5%*
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,680	1,763	1,844
의약품	459	639	530	544	564	575	586	596
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,418	2,806	3,235
원료	335	333	386	439	513	904	982	1,059
상품 & 기타	112	90	61	86	110	104	101	99
% YoY								
하드캡슐	*10.1%*	*5.6%*	*6.0%*	*9.7%*	*16.2%*	*0.5%*	*5.0%*	*4.6%*
의약품	*7.8%*	*39.1%*	*-17.0%*	*2.7%*	*3.6%*	*2.0%*	*1.9%*	*1.7%*
건강기능식품	*-9.6%*	*14.7%*	*9.7%*	*17.8%*	*22.6%*	*38.3%*	*16.1%*	*15.3%*
원료	*43.6%*	*-0.7%*	*15.7%*	*13.8%*	*16.9%*	*76.1%*	*8.7%*	*7.8%*
상품 & 기타	*-8.6%*	*-19.8%*	*-32.4%*	*41.3%*	*28.5%*	*-6.1%*	*-3.0%*	*-1.5%*
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.6%	28.3%	27.0%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.1%	9.4%	8.7%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.6%	45.0%	47.3%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	15.9%	15.7%	15.5%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.8%	1.6%	1.4%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	415	427	440
YoY	*16.6%*	*2.7%*	*3.5%*	*2.7%*	*4.5%*	*9.2%*	*2.7%*	*3.0%*
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,159	6,252	6,337
YoY	*15.6%*	*16.7%*	*13.4%*	*4.5%*	*1.5%*	*3.0%*	*1.5%*	*1.4%*
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	4.0	4.1	4.2
YoY	*-5.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*6.8%*	*11.2%*	*-7.9%*	*2.2%*	*1.5%*
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	14.7	15.7	16.7
YoY	*24.2%*	*-14.9%*	*2.1%*	*9.0%*	*15.2%*	*70.9%*	*7.1%*	*6.4%*
영업이익	**338**	**401**	**373**	**393**	**474**	**720**	**797**	**889**
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	12.7%	12.8%	13.0%
% YoY	*16.2%*	*18.6%*	*-7.0%*	*5.4%*	*20.6%*	*52.0%*	*10.6%*	*11.5%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	552	609	677
OPM	*11.1%*	*10.8%*	*9.1%*	*8.6%*	*8.1%*	*11.8%*	*11.8%*	*11.9%*
원료	53	84	82	87	167	186	200	218
OPM	*15.7%*	*25.1%*	*21.3%*	*19.8%*	*32.5%*	*20.5%*	*20.3%*	*20.5%*
기타	-2	-4	12	13	-16	-17	-12	-6

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	214.0	264.6	298.2	326.5	360.1
현금 및 현금성자산	13.2	23.0	25.4	28.2	34.7
매출채권 및 기타채권	75.7	86.2	99.8	109.6	120.1
재고자산	116.2	141.0	158.6	174.1	190.7
기타유동자산	8.9	14.4	14.5	14.5	14.6
비유동자산	425.1	444.3	474.7	501.2	528.9
관계기업투자등	24.1	16.6	20.4	22.4	24.6
유형자산	381.6	392.0	412.5	434.1	456.4
무형자산	10.8	8.1	7.7	7.3	6.9
자산총계	**639.1**	**708.9**	**772.9**	**827.8**	**889.0**
유동부채	193.9	196.3	198.9	202.8	207.1
매입채무 및 기타재무	29.1	38.9	41.9	46.0	50.4
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**	**382.4**	**386.1**	**390.4**
지배주주지분	273.6	295.6	357.2	408.3	465.3
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	316.8	367.9	424.9
비지배주주지분(연결)	34.6	33.4	33.4	33.4	33.4
자본총계	**308.2**	**329.0**	**390.6**	**441.7**	**498.7**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**393.5**	**460.7**	**568.0**	**623.9**	**683.3**
매출원가	319.2	369.4	456.9	502.0	549.1
매출총이익	**74.3**	**91.4**	**111.1**	**121.8**	**134.2**
판매비 및 관리비	35.0	44.0	39.1	42.2	45.4
영업이익	**39.3**	**47.4**	**72.0**	**79.7**	**88.9**
(EBITDA)	66.0	77.2	104.7	110.7	118.3
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	7.1	6.4	6.3
세전계속사업이익	**35.1**	**44.9**	**73.7**	**80.7**	**89.9**
계속사업법인세비용	5.7	7.5	15.1	16.2	18.6
계속사업이익	29.4	37.4	58.6	64.5	71.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**29.4**	**37.4**	**58.6**	**64.5**	**71.3**
지배주주	25.7	31.7	51.3	56.2	61.9
총포괄이익	**20.0**	**31.6**	**58.6**	**64.5**	**71.3**
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	19.6	19.5	19.6
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.7	12.8	13.0
EBITDA마진률 (%)	16.8	16.8	18.4	17.7	17.3
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	10.3	10.3	10.4
ROA (%)	4.2	4.7	6.9	7.0	7.2
ROE (%)	9.5	11.1	15.7	14.7	14.2
ROIC (%)	6.3	6.9	9.1	9.4	9.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**49.0**	**22.1**	**59.8**	**58.4**	**61.0**
당기순이익(손실)	29.4	37.4	58.6	64.5	71.3
비현금수익비용가감	42.6	51.4	29.4	15.1	12.4
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	-15.9	-17.1
영업활동 자산부채변동	-11.2	-52.3	-28.2	-21.3	-22.7
매출채권 감소(증가)	-5.2	-11.5	-13.6	-9.8	-10.4
재고자산 감소(증가)	-3.4	-25.2	-17.5	-15.6	-16.6
매입채무 증가(감소)	2.1	3.8	3.0	4.1	4.4
기타자산, 부채변동	-4.7	-19.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-50.8**	**-45.8**	**-52.7**	**-50.2**	**-49.6**
유형자산처분(취득)	-53.6	-47.1	-52.8	-52.1	-51.4
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-5.5	0.1	1.9	1.8
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**	**2.3**	**2.9**	**6.4**
기초현금	11.4	13.2	23.0	25.4	28.2
기말현금	13.2	23.0	25.4	28.2	34.7

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	12.1	11.0	10.0	9.1
P/B	1.0	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.0	8.9	8.3	7.9	7.3
P/CF	3.8	4.5	6.7	7.3	7.0
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	12.4	17.1	23.3	9.8	9.5
영업이익	5.4	20.6	52.0	10.6	11.5
세전이익	13.3	27.9	64.3	9.5	11.4
당기순이익	11.3	27.2	56.8	10.1	10.5
EPS	14.5	23.3	61.7	9.5	10.3
안정성 (%)					
부채비율	107.4	115.5	97.9	87.4	78.3
유동비율	110.4	134.8	149.9	161.0	173.8
순차입금/자기자본(x)	83.9	88.4	73.7	64.4	55.7
영업이익/금융비용(x)	4.9	5.0	6.9	7.6	8.5
총차입금 (십억원)	273.4	322.0	321.5	321.0	320.9
순차입금 (십억원)	258.5	290.8	287.9	284.5	277.8
주당지표(원)					
EPS	2,315	2,853	4,612	5,050	5,571
BPS	23,650	25,552	30,873	35,294	40,216
CFPS	6,225	7,675	7,603	6,885	7,233
DPS	350	400	450	450	450

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	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 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	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)