



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	48,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (12/14)	2,762.2pt
시가총액	5,634 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	59,700 / 30,350 원
90 일 일평균거래대금	18.43 억원
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(20.12E)	0.9%
BPS(20.12E)	30,752 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -14.5%
	6개월 -39.9%
	12개월 13.9%
주주구성	양주환외 7인 53.2%
	국민연금공단 9.1%

Stock Price



서흥 (008490)

2021년 ~ 2022년 더 좋을 듯

4Q20 Preview

동사의 4Q20 예상 실적은 매출액 1,324억원(+15.3% yoy), 영업이익 123억원(+40.2% yoy, OPM 9.3%)으로 지난 1~3분기에 이어 영업이익 고성장이 유지될 것으로 전망한다. 참고로 동사는 4분기가 비수기이며, 내년 1Q21에는 하드캡슐 회복 + 건식식 호조로 분기 최대 매출액을 다시 경신할 것으로 전망한다.

2021년 ~ 2022년 더 좋을 듯

동사는 매년 매출액이 성장하고 있는 기업으로 2021년에 대한 기대감이 높다. 내년에는 1)하드캡슐 부문에서 Capa증설 효과가 본격화(하드캡슐 생산 설비: 3Q19 +8대, 4Q20 +4대, 총 75대 → 87대)되며 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 있다.

그리고 2022년에는 감가상각비가 감소하며 영업이익이 큰 폭으로 성장할 것으로 보인다. 동사는 2012년 오송공장으로 확장 이전하면서 대규모 Capa증설(기계장치 장부가액 2011년 1,152억원 → 2012년 1,663억원)이 있었다. 이에 2022년에는 대규모 기계장치 투자의 감가상각기간 10년이 도래하여 50억원 이상의 감가상각비 절감효과가 나타날 것으로 보인다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	563.9	607.4	644.5
영업이익	39.3	47.4	72.0	79.4	90.6
세전계속사업손익	35.1	44.9	71.7	77.9	89.1
순이익(지배주주)	29.4	37.4	57.0	60.8	69.5
EPS (원)	2,315	2,853	4,486	4,774	5,446
증감률 (%)	14.5	23.3	57.3	6.4	14.1
PER (x)	10.1	12.1	10.7	10.1	8.9
PBR (x)	1.0	1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	8.0	8.9	8.1	7.6	6.8
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.8	13.1	14.1
EBITDA 마진 (%)	16.8	16.8	18.6	18.2	18.6
ROE (%)	9.5	11.1	15.3	14.0	14.0
부채비율 (%)	107.4	115.5	98.2	88.0	78.7

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	5,639	6,074	6,445
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	22.4%	7.7%	6.1%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,680	1,834	1,915
의약품	459	639	530	544	564	571	590	607
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,380	2,569	2,770
원료	335	333	386	439	513	904	976	1,046
상품 & 기타	112	90	61	86	110	104	105	105
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	0.5%	9.2%	4.4%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	1.3%	3.3%	3.0%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	36.1%	7.9%	7.8%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	76.1%	8.0%	7.2%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	-6.1%	1.1%	0.6%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.8%	30.2%	29.7%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.1%	9.7%	9.4%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.2%	42.3%	43.0%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	16.0%	16.1%	16.2%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.8%	1.7%	1.6%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	415	449	462
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	9.2%	8.1%	3.0%
젤라틴(톤)	4,262	4,973	5,638	5,890	5,978	6,159	6,248	6,329
YoY	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	1.5%	3.0%	1.4%	1.3%
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	5.2	5.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	4.0	4.1	4.1
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-7.9%	1.0%	1.4%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	14.7	15.6	16.5
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	70.9%	6.5%	5.8%
영업이익	338	401	373	393	474	720	794	906
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	12.8%	13.1%	14.1%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	52.0%	10.2%	14.2%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	550	604	688
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	11.9%	12.1%	13.0%
원료	53	84	82	87	167	188	204	226
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	20.8%	20.9%	21.6%
기타	-2	-4	12	13	-16	-17	-14	-7

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,430	1,438	1,447	1,324	1,559	1,546	1,551	1,417
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	15.3%	9.0%	7.5%	7.2%	7.1%
하드캡슐	404	440	405	432	447	468	453	466
의약품	156	137	133	145	162	141	136	150
건강기능식품	615	595	649	522	670	650	685	564
원료	230	247	217	210	254	267	232	223
상품 & 기타	26	19	44	15	26	20	44	15
% YoY								
하드캡슐	-5.8%	5.6%	-0.7%	3.2%	10.8%	6.3%	12.1%	7.8%
의약품	12.6%	-0.2%	-9.3%	2.7%	3.6%	3.4%	2.6%	3.5%
건강기능식품	36.1%	33.9%	59.7%	16.8%	9.0%	9.3%	5.5%	8.1%
원료	101.8%	96.7%	47.7%	65.6%	10.5%	8.3%	7.0%	6.0%
상품 & 기타	-43.4%	-37.0%	115.7%	3.2%	0.7%	2.5%	0.7%	1.4%
% of Sales								
하드캡슐	28.2%	30.6%	27.9%	32.6%	28.7%	30.3%	29.2%	32.9%
의약품	10.9%	9.5%	9.2%	11.0%	10.4%	9.1%	8.8%	10.6%
건강기능식품	43.0%	41.4%	44.8%	39.4%	43.0%	42.1%	44.1%	39.8%
원료	16.1%	17.1%	15.0%	15.9%	16.3%	17.3%	15.0%	15.7%
상품 & 기타	1.8%	1.3%	3.1%	1.1%	1.7%	1.3%	2.9%	1.1%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	97	107	105	107	107	114	114	115
YoY	15.2%	11.2%	11.4%	0.6%	10.5%	6.0%	8.5%	7.5%
젤라틴(톤)	1,574	1,461	1,562	1,562	1,562	1,562	1,562	1,562
YoY	9.7%	-8.7%	6.3%	6.1%	-0.8%	6.9%	0.0%	0.0%
생산기계 대수	83	83	83	83	87	87	87	87
기계 1 대당 생산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.2	4.1	3.9	4.0	4.2	4.1	4.0	4.1
YoY	-18.2%	-5.1%	-10.9%	2.5%	0.3%	0.3%	3.3%	0.3%
젤라틴(백만원/톤)	14.6	16.9	13.9	14.0	14.0	14.2	14.3	14.4
YoY	84.0%	115.5%	39.0%	62.5%	-4.0%	-16.1%	3.0%	3.0%
영업이익	185	213	199	123	212	229	214	139
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	9.3%	13.6%	14.8%	13.8%	9.8%
% YoY	47.9%	56.5%	59.4%	40.2%	14.4%	7.4%	7.7%	12.8%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	87	160	174	167	103
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	7.9%	12.5%	13.8%	13.1%	8.8%
원료	50	55	48	36	55	59	51	39
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	17.1%	21.8%	22.0%	21.9%	17.6%
기타	-16	3	-4	0	-3	-3	-3	-3

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

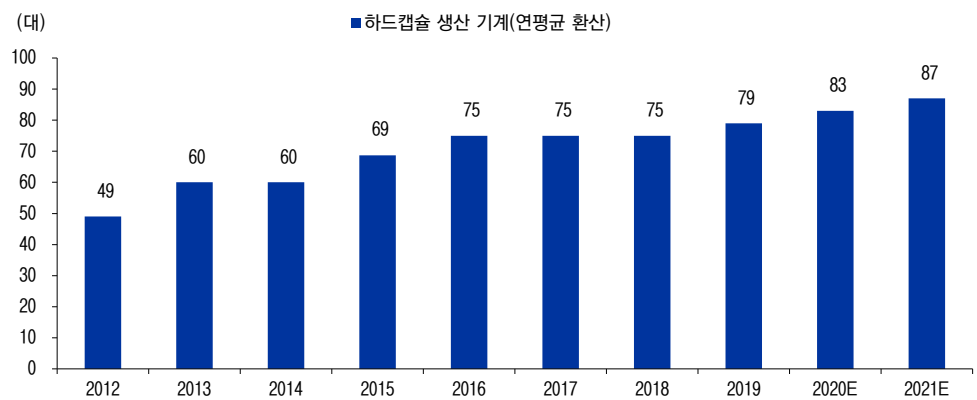
주: IFRS 연결기준

그림1 하드캡슐 매출액 추이



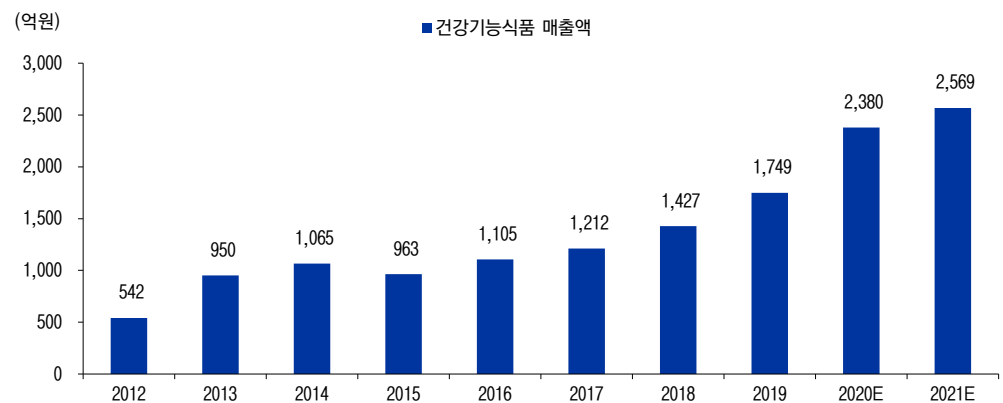
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 하드캡슐 생산기계 대수 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	214.0	264.6	297.2	324.1	358.8
현금 및 현금성자산	13.2	23.0	26.3	33.2	51.0
매출채권 및 기타채권	75.7	86.2	99.1	106.7	113.2
재고자산	116.2	141.0	157.4	169.5	179.9
기타유동자산	8.9	14.4	14.5	14.5	14.6
비유동자산	425.1	444.3	474.0	498.0	520.9
관계기업투자등	24.1	16.6	20.3	21.8	23.2
유형자산	381.6	392.0	412.2	432.5	452.2
무형자산	10.8	8.1	7.7	7.3	6.9
자산총계	639.1	708.9	771.2	822.1	879.7
유동부채	193.9	196.3	198.6	201.5	204.3
매입채무 및 기타채무	29.1	38.9	41.6	44.8	47.5
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	382.1	384.9	387.5
지배주주지분	273.6	295.6	355.8	403.8	458.8
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	315.4	363.5	418.5
비지배주주지분(연결)	34.6	33.4	33.4	33.4	33.4
자본총계	308.2	329.0	389.2	437.2	492.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	49.0	22.1	60.2	60.6	69.2
당기순이익(손실)	29.4	37.4	57.0	60.8	69.5
비현금수익비용가감	42.6	51.4	29.8	16.5	13.9
유형자산감가상각비	26.4	29.4	32.2	30.5	28.8
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금수익비용	-1.9	-3.7	-2.8	-14.4	-15.3
영업활동 자산부채변동	-11.2	-52.3	-26.6	-16.6	-14.1
매출채권 감소(증가)	-5.2	-11.5	-12.9	-7.6	-6.5
재고자산 감소(증가)	-3.4	-25.2	-16.4	-12.1	-10.4
매입채무 증가(감소)	2.1	3.8	2.7	3.2	2.7
기타자산, 부채변동	-4.7	-19.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-50.8	-45.8	-52.2	-48.4	-45.9
유형자산처분(취득)	-53.6	-47.1	-52.4	-50.8	-48.5
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-5.5	0.2	2.4	2.6
기타투자활동	3.8	6.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	3.2	33.9	-4.7	-5.3	-5.6
차입금의 증가(감소)	18.5	44.6	-0.3	-0.3	0.0
자본의 증가(감소)	-5.4	-10.5	-4.4	-5.0	-5.6
배당금의 지급	5.4	10.5	4.4	5.0	5.6
기타재무활동	-9.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.8	9.9	3.3	7.0	17.8
기초현금	11.4	13.2	23.0	26.3	33.2
기말현금	13.2	23.0	26.3	33.2	51.0

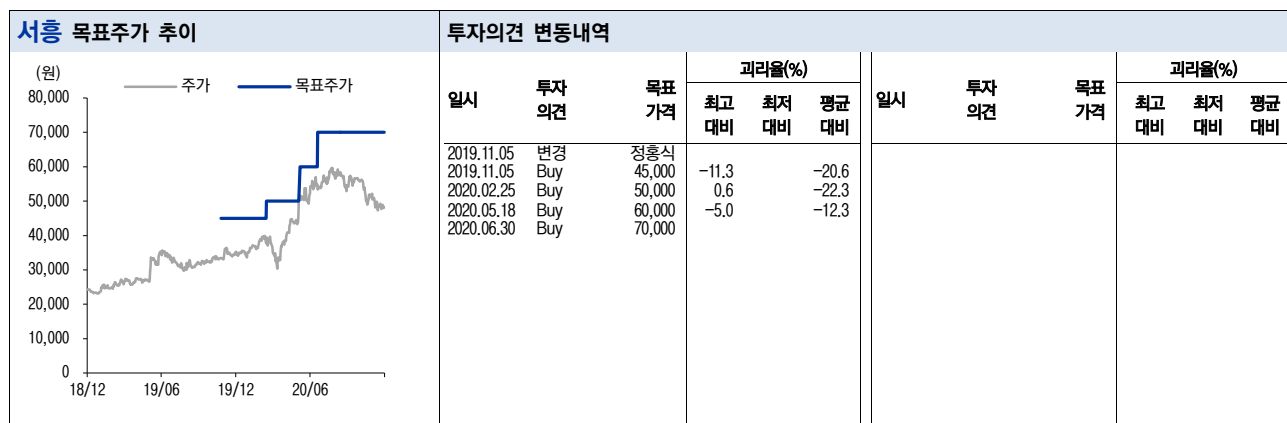
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	563.9	607.4	644.5
매출원가	319.2	369.4	453.0	486.3	510.1
매출총이익	74.3	91.4	110.9	121.1	134.3
판매비 및 관리비	35.0	44.0	38.8	41.7	43.7
영업이익	39.3	47.4	72.0	79.4	90.6
(EBITDA)	66.0	77.2	104.6	110.3	119.8
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	5.1	3.9	3.8
세전계속사업이익	35.1	44.9	71.7	77.9	89.1
계속사업법인세비용	5.7	7.5	14.7	17.1	19.6
계속사업이익	29.4	37.4	57.0	60.8	69.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.4	37.4	57.0	60.8	69.5
지배주주	25.7	31.7	49.9	53.1	60.6
총포괄이익	20.0	31.6	57.0	60.8	69.5
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	19.7	19.9	20.8
영업이익률 (%)	10.0	10.3	12.8	13.1	14.1
EBITDA마진률 (%)	16.8	16.8	18.6	18.2	18.6
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	10.1	10.0	10.8
ROA (%)	4.2	4.7	6.7	6.7	7.1
ROE (%)	9.5	11.1	15.3	14.0	14.0
ROIC (%)	6.3	6.9	9.1	9.2	9.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	12.1	10.7	10.1	8.9
P/B	1.0	1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.0	8.9	8.1	7.6	6.8
P/CF	3.8	4.5	6.4	7.2	6.7
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.9	1.0	1.1
성장성 (%)					
매출액	12.4	17.1	22.4	7.7	6.1
영업이익	5.4	20.6	52.0	10.2	14.2
세전이익	13.3	27.9	59.8	8.6	14.4
당기순이익	11.3	27.2	52.5	6.6	14.4
EPS	14.5	23.3	57.3	6.4	14.1
안정성 (%)					
부채비율	107.4	115.5	98.2	88.0	78.7
유동비율	110.4	134.8	149.6	160.8	175.6
순차입금/자기자본(x)	83.9	88.4	73.7	63.9	53.1
영업이익/금융비용(x)	4.9	5.0	6.9	7.6	8.7
총차입금 (십억원)	273.4	322.0	321.5	321.0	320.9
순차입금 (십억원)	258.5	290.8	287.0	279.5	261.4
주당지표(원)					
EPS	2,315	2,853	4,486	4,774	5,446
BPS	23,650	25,552	30,752	34,907	39,661
CFPS	6,225	7,675	7,501	6,674	7,205
DPS	350	400	450	500	550



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)	투자이견 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) 합계	+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
				100.0%	투자이견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)