



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	70,000 원
현재주가	51,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/5)	3,120.63 pt
시가총액	5,970 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	59,700 / 30,350 원
90 일 일평균거래대금	26.57 억원
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(20.12E)	0.9%
BPS(20.12E)	30,752 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -2.8%
	6개월 -48.6%
	12개월 3.7%
주주구성	양주환외 7인 53.2%
	국민연금공단 9.1%

Stock Price



서흥 (008490)

4Q20 Review: 영업이익 +66.2% YoY

기대되는 2021년 성장성

동사는 2021년에도 성장성이 유지될 것으로 보인다. 이유는 1)하드캡슐 설비 증설(75대 → 87대, +16%)효과가 수익성 개선으로 반영(ASP ↑)되는 시점이고, 2)건강기능식품 사업에서 주문이 급증하고 있어 올해에도 전년에 이어 고성장이 지속될 전망이다.

4Q20 Review: 영업이익 +66.2% YoY

동사의 4Q20 실적은 매출액 1,215억원(+5.8% yoy), 영업이익 146억원(+66.2% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치 대비 영업이익이 18.5% 상회한 것이다. 이번 4Q20 실적은 30%이상 변동공시를 통해 확인한 것으로서 아직 사업보고서가 제출되지 않아 사업부문별 세부 실적은 파악할 수 없으나, 전년동기대비 영업이익이 66.2% 상승했다는 것에 중요한 의미가 있다.

1Q21 Preview: 분기 최대 실적 전망

동사의 1Q21 예상 실적은 매출액 1,579억원(+10.4% yoy), 영업이익 229억원(+23.8% yoy) 수준으로 분기 최대실적을 전망한다. 이는 1)하드캡슐 부문에서 2020년 Capa 증설 물량에 대한 프로모션 등이 마무리되어 ASP가 상승할 것으로 기대됨과 동시에 2020년 4분기에 증설(+4대)한 물량확대로 Q ↑가 진행되고 있으며, 2)2021년 1월 이후 건강기능식품 주문이 큰 폭으로 증가하고 있는 것으로 파악되기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	553.0	620.5	662.0
영업이익	39.3	47.4	74.3	85.2	97.4
세전계속사업손익	35.1	44.9	72.2	82.1	94.2
순이익(지배주주)	29.4	37.4	59.3	65.2	74.8
EPS (원)	2,315	2,853	4,665	5,122	5,861
증감률 (%)	14.5	23.3	63.5	9.8	14.4
PER (x)	10.1	12.1	11.1	10.1	8.8
PBR (x)	1.0	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	8.0	8.9	8.2	7.6	6.8
영업이익률 (%)	10.0	10.3	13.4	13.7	14.7
EBITDA 마진 (%)	16.8	16.8	19.3	18.7	19.1
ROE (%)	9.5	11.1	15.9	14.8	14.8
부채비율 (%)	107.4	115.5	97.5	87.1	77.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 4Q20 Review

(단위: 억원)	4Q20	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,215	1,148	5.8%	1,447	-16.1%	1,324	-8.2%
영업이익	146	88	66.2%	199	-26.5%	123	18.5%
순이익	83	22	271.1%	123	-32.6%	63	31.9%
OPM	12.0%	7.7%		13.7%		9.3%	
NPM	6.8%	1.9%		8.5%		4.8%	

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,430	1,438	1,447	1,215	1,579	1,589	1,614	1,423
YoY	21.4%	24.6%	28.4%	5.8%	10.4%	10.6%	11.5%	17.1%
하드캡슐	404	440	405	395	465	466	469	470
의약품	156	137	133	128	157	155	150	141
건강기능식품	615	595	649	522	687	672	705	613
원료	230	247	217	148	242	275	246	175
상품 & 기타	26	19	44	23	27	20	44	24
% YoY								
하드캡슐	-5.8%	5.6%	-0.7%	-5.7%	15.3%	5.9%	15.9%	19.1%
의약품	12.6%	-0.2%	-9.3%	-9.5%	0.3%	13.6%	13.0%	9.9%
건강기능식품	36.1%	33.9%	59.7%	16.8%	11.7%	13.0%	8.6%	17.6%
원료	101.8%	96.7%	47.7%	16.4%	5.4%	11.6%	13.3%	18.2%
상품 & 기타	-43.4%	-37.0%	115.7%	3.2%	6.8%	6.4%	0.6%	7.6%
% of Sales								
하드캡슐	28.2%	30.6%	27.9%	32.5%	29.5%	29.3%	29.1%	33.0%
의약품	10.9%	9.5%	9.2%	10.5%	9.9%	9.8%	9.3%	9.9%
건강기능식품	43.0%	41.4%	44.8%	42.9%	43.5%	42.3%	43.6%	43.1%
원료	16.1%	17.1%	15.0%	12.2%	15.3%	17.3%	15.2%	12.3%
상품 & 기타	1.8%	1.3%	3.1%	1.9%	1.7%	1.3%	2.8%	1.7%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	97	107	105	101	109	111	111	112
YoY	15.2%	11.2%	11.4%	-5.2%	13.3%	4.0%	6.0%	10.9%
생산기계 대수	83	83	83	83	87	87	87	87
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.2	4.1	3.9	3.9	4.3	4.2	4.2	4.2
YoY	-18.2%	-5.1%	-10.9%	-0.5%	1.8%	1.8%	9.3%	7.3%
영업이익	185	213	199	146	229	233	218	173
% of sales	12.9%	14.8%	13.7%	12.0%	14.5%	14.6%	13.5%	12.1%
% YoY	47.9%	56.5%	59.4%	66.2%	23.8%	9.1%	9.4%	18.3%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	152	156	155	114	179	172	164	135
OPM	12.9%	13.3%	13.1%	10.9%	13.6%	13.3%	12.4%	11.0%
원료	50	55	48	32	53	61	54	38
OPM	21.7%	22.1%	21.9%	21.9%	21.8%	22.0%	21.9%	21.9%
기타	-16	3	-4	0	-2	0	-1	0

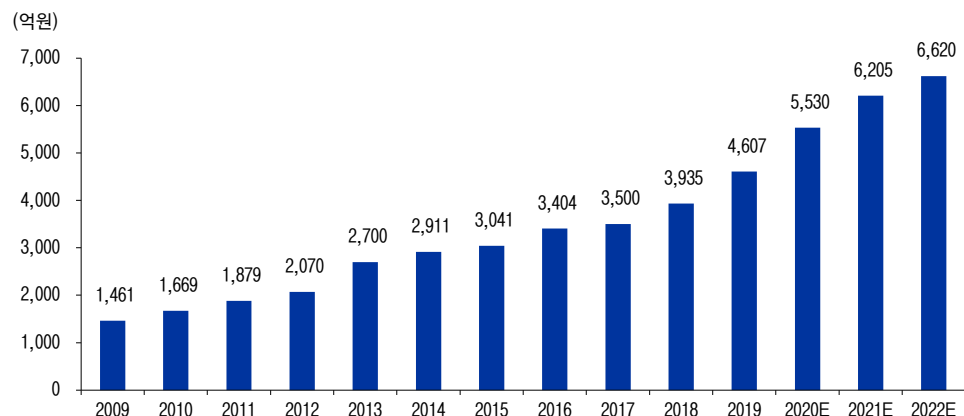
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표3 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,041	3,404	3,500	3,935	4,607	5,530	6,205	6,620
YoY	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.1%	20.0%	12.2%	6.7%
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,643	1,870	1,927
의약품	459	639	530	544	564	554	603	630
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,380	2,677	2,911
원료	335	333	386	439	513	841	938	1,035
상품 & 기타	112	90	61	86	110	112	117	117
% YoY								
하드캡슐	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	16.2%	-1.7%	13.8%	3.0%
의약품	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	3.6%	-1.7%	8.9%	4.4%
건강기능식품	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	22.6%	36.1%	12.5%	8.7%
원료	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	16.9%	63.9%	11.5%	10.3%
상품 & 기타	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	28.5%	1.0%	4.5%	0.4%
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	29.7%	30.1%	29.1%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.0%	9.7%	9.5%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	43.0%	43.1%	44.0%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	15.2%	15.1%	15.6%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	2.0%	1.9%	1.8%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	333	342	355	364	380	409	444	449
YoY	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	4.5%	7.6%	8.4%	1.2%
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	4.9	5.1	5.2
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	4.0	4.2	4.3
YoY	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	11.2%	-8.6%	5.0%	1.8%
젤라틴(백만원/톤)	7.9	6.7	6.8	7.5	8.6	13.7	15.0	16.3
YoY	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	15.2%	59.1%	9.9%	8.9%
영업이익	338	401	373	393	474	743	852	974
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	13.4%	13.7%	14.7%
% YoY	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	20.6%	56.8%	14.7%	14.3%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	287	322	279	293	323	576	650	742
OPM	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	8.1%	12.6%	12.6%	13.6%
원료	53	84	82	87	167	184	206	234
OPM	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	32.5%	21.9%	21.9%	22.6%
기타	-2	-4	12	13	-16	-17	-4	-2

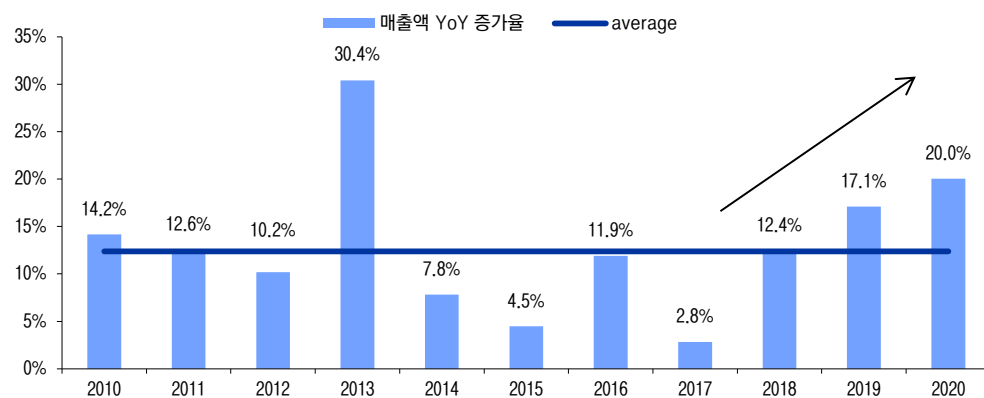
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이: 매년 성장하는 기업



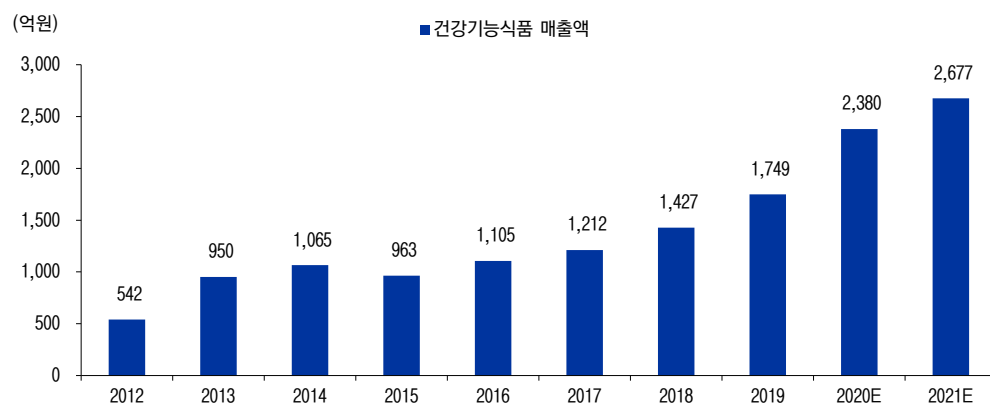
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 서흥 매출액 YoY 증가율: 최근 성장폭 확대



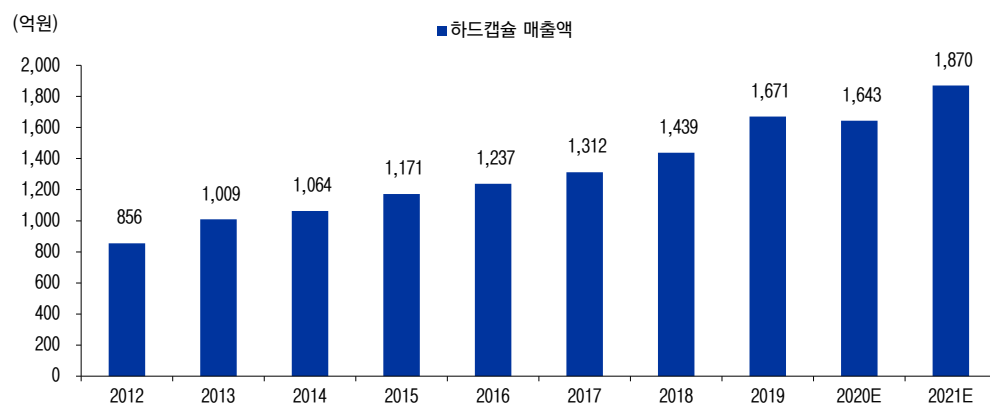
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 건강기능식품 매출액 추이



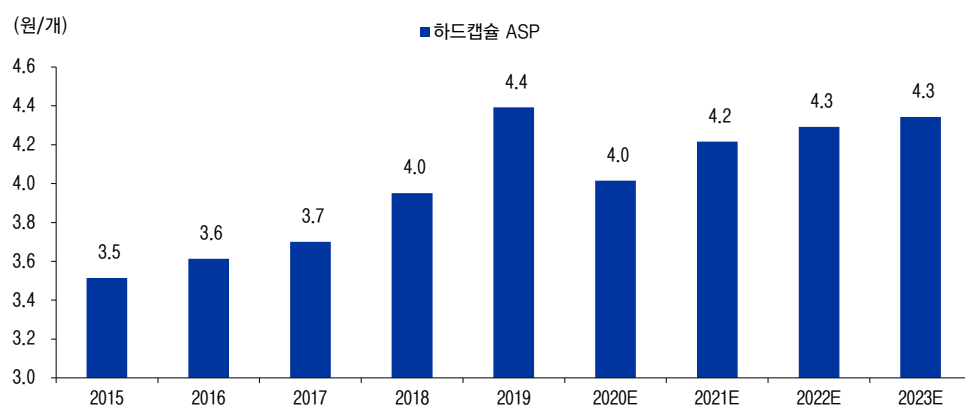
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림4 하드캡슐 매출액 추이



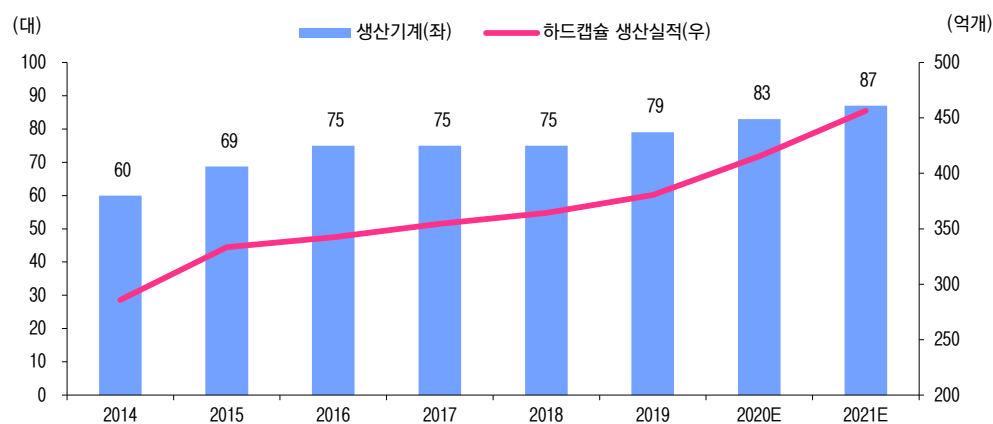
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림5 서흥 하드캡슐 ASP 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림6 하드캡슐 생산기계 대수 & 생산 실적 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	214.0	264.6	300.4	329.5	367.5
현금 및 현금성자산	13.2	23.0	34.4	32.7	51.8
매출채권 및 기타채권	75.7	86.2	97.2	109.0	116.3
재고자산	116.2	141.0	154.4	173.2	184.8
기타유동자산	8.9	14.4	14.5	14.5	14.6
비유동자산	425.1	444.3	472.0	499.4	524.0
관계기업투자등	24.1	16.6	19.9	22.3	23.8
유형자산	381.6	392.0	411.2	432.6	453.5
무형자산	10.8	8.1	7.7	7.3	6.9
자산총계	639.1	708.9	772.4	828.9	891.5
유동부채	193.9	196.3	197.8	202.5	205.6
매입채무 및 기타채무	29.1	38.9	40.8	45.7	48.8
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	381.3	385.8	388.8
지배주주지분	273.6	295.6	357.8	409.7	469.3
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	317.4	369.3	428.9
비지배주주지분(연결)	34.6	33.4	33.4	33.4	33.4
자본총계	308.2	329.0	391.1	443.1	502.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	49.0	22.1	66.9	53.9	72.0
당기순이익(손실)	29.4	37.4	59.3	65.2	74.8
비현금수익비용가감	42.6	51.4	30.1	14.5	13.0
유형자산감가상각비	26.4	29.4	32.1	30.5	28.9
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금수익비용	-1.9	-3.7	-2.5	-16.4	-16.2
영업활동 자산부채변동	-11.2	-52.3	-22.5	-25.7	-15.8
매출채권 감소(증가)	-5.2	-11.5	-11.0	-11.9	-7.3
재고자산 감소(증가)	-3.4	-25.2	-13.4	-18.8	-11.6
매입채무 증가(감소)	2.1	3.8	1.9	5.0	3.1
기타자산, 부채변동	-4.7	-19.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-50.8	-45.8	-50.8	-50.4	-47.3
유형자산처분(취득)	-53.6	-47.1	-51.4	-51.9	-49.8
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-5.5	0.6	1.5	2.5
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	11.4	-1.7	19.1
기초현금	11.4	13.2	23.0	34.4	32.7
기말현금	13.2	23.0	34.4	32.7	51.8

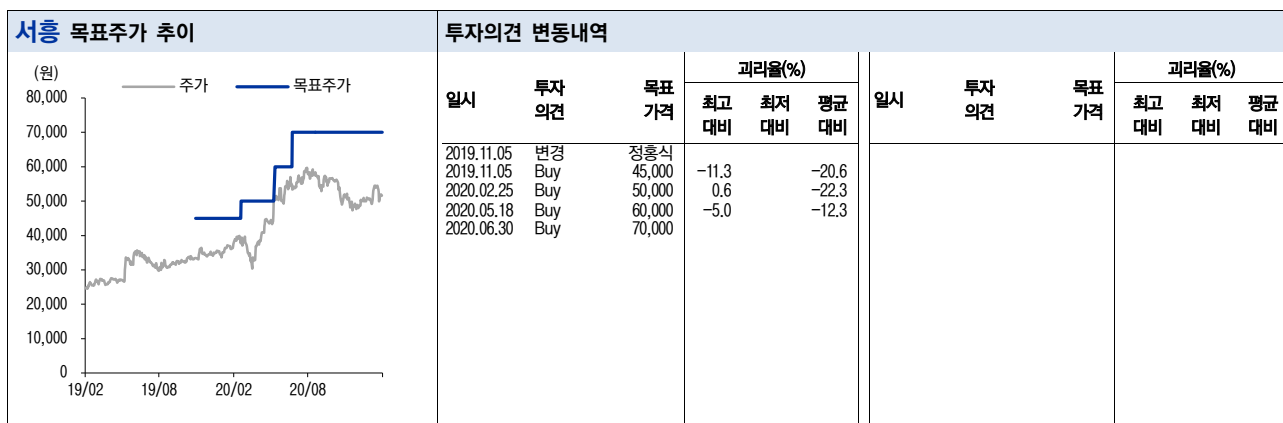
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	393.5	460.7	553.0	620.5	662.0
매출원가	319.2	369.4	440.6	492.8	519.8
매출총이익	74.3	91.4	112.4	127.7	142.2
판매비 및 관리비	35.0	44.0	38.1	42.5	44.8
영업이익	39.3	47.4	74.3	85.2	97.4
(EBITDA)	66.0	77.2	106.8	116.1	126.6
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	3.3	2.2	2.1
세전계속사업이익	35.1	44.9	72.2	82.1	94.2
계속사업법인세비용	5.7	7.5	12.9	17.0	19.5
계속사업이익	29.4	37.4	59.3	65.2	74.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.4	37.4	59.3	65.2	74.8
지배주주	25.7	31.7	51.9	57.0	65.2
총포괄이익	20.0	31.6	59.3	65.2	74.8
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	20.3	20.6	21.5
영업이익률 (%)	10.0	10.3	13.4	13.7	14.7
EBITDA마진률 (%)	16.8	16.8	19.3	18.7	19.1
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	10.7	10.5	11.3
ROA (%)	4.2	4.7	7.0	7.1	7.6
ROE (%)	9.5	11.1	15.9	14.8	14.8
ROIC (%)	6.3	6.9	9.7	10.0	10.7

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	12.1	11.1	10.1	8.8
P/B	1.0	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.0	8.9	8.2	7.6	6.8
P/CF	3.8	4.5	6.7	7.5	6.8
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.9	1.0	1.1
성장성 (%)					
매출액	12.4	17.1	20.0	12.2	6.7
영업이익	5.4	20.6	56.8	14.7	14.3
세전이익	13.3	27.9	60.8	13.8	14.7
당기순이익	11.3	27.2	58.7	9.9	14.7
EPS	14.5	23.3	63.5	9.8	14.4
안정성 (%)					
부채비율	107.4	115.5	97.5	87.1	77.3
유동비율	110.4	134.8	151.9	162.7	178.8
순차입금/자기자본(x)	83.9	88.4	71.3	63.2	51.9
영업이익/금융비용(x)	4.9	5.0	7.1	8.2	9.3
총차입금 (십억원)	273.4	322.0	321.5	321.0	320.9
순차입금 (십억원)	258.5	290.8	278.9	280.0	260.7
주당지표(원)					
EPS	2,315	2,853	4,665	5,122	5,861
BPS	23,650	25,552	30,924	35,414	40,567
CFPS	6,225	7,675	7,723	6,885	7,589
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)	투자 의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)