

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,306 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외) 4)	26.02%
국민연금공단	10.12%
외국인지분률	25.40%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/11/13)	130,000 원
KOSPI	2530.35 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	158,500 원
52주 최저가	97,300 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	-3.7%
6개월	-0.8%	-10.3%
12개월	2.8%	-19.4%

코스맥스 (192820/KS | 중립(하향) | T.P 135,000 원(유지))

[3Q17 Review] 생각보다 더 컷던 수익성 감소의 폭

- 3Q17 매출액 2,085 억원(y-y +12.0%), 영업이익 50 억원(y-y -57.8%) 시현
- 영업이익 컨센서스 111 억원을 큰 폭으로 하회하는 부진한 실적
- 국내와 중국 모두 고정비 부담 증가로 수익성 큰 폭으로 악화
- 미국 화장품 제조사 누월드 지분을 100% 인수하였으며, 기존 공장과의 시너지 기대
- 목표주가 135,000 원 유지하나, 주가 상승여력을 감안하여 투자의견 Hold로 하향

[3Q17 Review] 한국과 중국 모두 고정비 부담 증가에 따른 수익성 악화

3Q17 매출액 2,085 억원(y-y +12.0%), 영업이익 50 억원(y-y -57.8%)으로 영업이익 컨센서스 111 억원을 큰 폭으로 하회하는 부진한 실적을 기록하였다. 국내 부문은 단기가 낮은 마스크시트 비중 확대와 매출 역성장에 따른 고정비 부담 증가로 영업이익률이 y-y -6%p 하락한 -2%를 기록하였다. 중국은 감가상각비 증가(분기당 6~7 억원), 동남아 고객사 확대에 따른 ASP 하락, 설비 증설에 따른 대규모 인력 충원 그리고 전산 및 연구개발 관련 투자에 따른 비용 발생으로 수익성이 축소되었다. 미국과 인도네시아는 매출 성장과 수익성 개선이 동반되는 모습을 보였다. 단기적으로는 3Q17의 기조가 이어지겠지만, 현재 고객사 대부분 재고를 타이트하게 가지고 가지고 있는 상황으로 업황 개선시 빠른 속도로 수익성 정상화가 이루어질 전망이다.

미국 화장품 제조사 누월드 지분 100% 인수

동사는 전일 실적발표와 함께 5,000 만 달러에 누월드 지분 100% 인수를 발표하였다. 동사가 직접 투입하는 현금은 1,500 만 달리이며, 현재 보유하고 있는 현금을 통해 납입 할 예정이다. 누월드는 매출규모 1,050 억원 수준(14년~16년 연평균 매출 성장률 +13.4%)의 색조 전문 업체로 미국에서 OEM/ODM 비즈니스를 영위하고 있다. 누월드는 동사의 기존 미국 공장과 상호보완 관계에 있어서 향후 시너지를 기대해 볼 수 있는 상황이다.

목표주가 135,000 원 유지. 투자의견은 Hold로 하향

목표주가 135,000 원 유지하나, 투자의견은 주가 상승 여력을 감안하여 Hold로 하향한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 화장품 업체(아모레퍼시픽, LG 생활건강, 에스티로더, 로레알, 시세이도)의 평균 PER Multiple인 31.5X를 적용하여 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	334	533	757	890	1,191	1,385
yoY	%	0.0	59.7	41.9	17.6	33.8	16.4
영업이익	십억원	24	36	53	36	66	92
yoY	%	0.0	47.7	46.4	-32.2	85.8	39.1
EBITDA	십억원	31	45	65	59	97	123
세전이익	십억원	22	29	46	31	57	82
순이익(지배주주)	십억원	17	21	35	21	42	60
영업이익률%	%	7.3	6.7	7.0	4.0	5.6	6.7
EBITDA%	%	9.3	8.5	8.6	6.7	8.2	8.9
순이익률	%	4.7	3.5	4.2	2.2	3.3	4.2
EPS	원	1,798	2,301	3,759	2,113	4,137	5,927
PER	배	54.1	78.0	31.8	61.5	31.4	21.9
PBR	배	11.1	16.9	5.7	5.9	5.2	4.4
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	21.4	26.3	16.5	13.0
ROE	%	20.6	23.8	22.5	9.8	17.6	21.7
순차입금	십억원	130	190	179	248	296	285
부채비율	%	304.4	354.8	221.2	267.8	268.2	242.5

코스맥스 PER Valuation

(단위 : 억원 배 원)

구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상실적기준 지배주주순이익	416	31.5	13,104	글로벌 화장품 5개사 18년 예상실적 기준 평균 PER
Shares Outstanding(000)			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share			130,439	
Target Price			135,000	기존 목표주가와의 괴리 5% 이내로 유지

자료 : Bloomberg, SK 증권

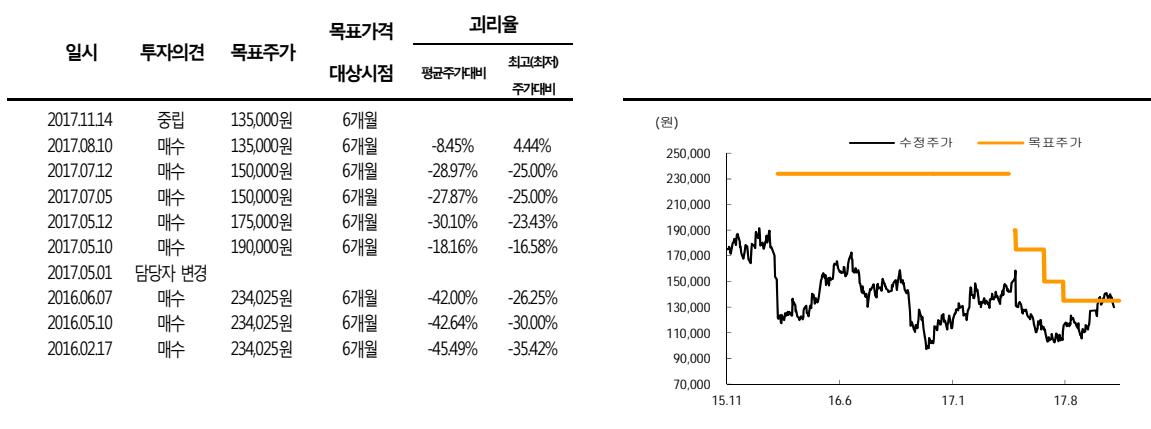
코스맥스 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
Sales	Sales	173.5	197.7	186.1	199.7	219.1	232.3	208.5	229.8	757.0	889.8	1,190.6
	y-y	49.1%	33.3%	40.0%	47.1%	26.3%	17.5%	12.0%	15.1%	41.9%	17.5%	33.8%
	KOREA	123.9	128.0	123.7	129.9	142.3	137.7	119.2	133.8	505.5	533.0	611.8
	CHINA	58.1	81.3	71.1	73.5	77.0	105.5	88.0	96.2	283.9	366.6	456.2
	Shanghai	50.6	71.9	63.5	66.8	67.7	92.2	77.5	86.9	252.9	324.2	405.3
	Guangzhou	7.4	9.3	7.6	6.6	9.3	13.4	10.5	9.3	31.0	42.4	50.9
	Indonesia	0.5	0.5	0.6	1.4	2.9	1.9	2.3	2.5	3.0	9.6	12.0
	USA	2.8	4.7	4.1	5.9	7.2	6.3	11.9	10.0	17.6	35.5	46.0
y-y	KOREA	53.0%	25.3%	39.2%	25.4%	14.8%	7.5%	-3.6%	3.0%	35.7%	5.4%	14.8%
	CHINA	30.2%	34.5%	21.4%	42.1%	32.6%	29.8%	23.8%	30.9%	31.9%	29.2%	24.4%
	Shanghai	36.9%	42.0%	28.7%	52.0%	33.8%	28.1%	22.0%	30.0%	39.7%	28.2%	25.0%
	Guangzhou	-2.2%	-4.2%	-17.5%	-14.0%	24.7%	43.0%	38.9%	40.0%	-9.5%	37.0%	20.0%
	Indonesia	23.0%	39.1%	18.5%	245.1%	527.6%	254.5%	264.4%	82.5%	77.5%	219.8%	25.6%
	USA					155.3%	36.3%	189.1%	68.4%	0.0%	102.3%	29.6%
OP	OP	13.1	18.2	11.9	9.5	9.4	14.3	5.0	6.9	52.6	35.6	66.3
	y-y	71.7%	31.4%	25.8%	88.1%	-28.0%	-21.2%	-57.8%	-27.1%	46.4%	-32.3%	85.9%
	OPM	7.5%	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.2%	2.4%	3.0%	7.0%	4.0%	5.6%
	KOREA	11.3	13.3	9.9	8.8	8.0	7.0	2.4	4.7	43.3	22.0	30.0
	CHINA	5.3	10.6	6.7	6.9	7.2	11.7	4.4	4.6	29.5	27.8	38.2
% Margin	KOREA	9.1%	10.4%	8.0%	6.8%	5.6%	5.1%	2.0%	3.5%	8.6%	4.1%	4.9%
	CHINA	9.2%	13.1%	9.4%	9.4%	9.3%	11.1%	5.0%	4.8%	10.4%	7.6%	8.4%

자료 : 코스맥스, SK 증권

주 : 중국 영업이익률은 추정치, 2018년 누월드 매출액 1,380 억원, 영업이익 41 억원 반영



Compliance Notice

- 작성자(서명자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 13일 기준)

매수	90.2%	중립	9.8%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	469	551	646
현금및현금성자산	17	68	84	36	47
매출채권및기타채권	145	192	226	302	351
재고자산	84	125	147	197	229
비유동자산	183	270	324	347	349
장기금융자산	3	11	15	15	15
유형자산	163	236	281	300	299
무형자산	5	6	6	6	6
자산총계	439	666	793	898	995
유동부채	296	384	487	564	614
단기금융부채	177	190	259	259	259
매입채무 및 기타채무	103	162	190	255	296
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	75	90	90	90
장기금융부채	34	60	75	75	75
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	342	459	577	654	704
지배주주지분	98	211	221	251	299
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	60	151	151	151	151
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	58	68	99	149
비자본주주지분	-1	-4	-5	-7	-8
자본총계	97	207	216	244	290
부채와자본총계	439	666	793	898	995

포괄손익계산서

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	890	1,191	1,385
매출원가	445	639	761	978	1,134
매출총이익	88	118	129	213	251
매출총이익률 (%)	16.5	15.6	14.5	17.9	18.2
판매비와관리비	52	65	94	146	159
영업이익	36	53	36	66	92
영업이익률 (%)	6.7	7.0	4.0	5.6	6.7
비영업손익	-6	-6	-5	-10	-10
순금융비용	5	7	7	10	10
외환관련손익	-2	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	46	31	57	82
세전계속사업이익률 (%)	5.5	6.1	3.5	4.8	5.9
계속사업법인세	11	15	11	17	25
계속사업이익	19	31	19	40	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19	31	19	40	58
순이익률 (%)	3.5	4.2	2.2	3.3	4.2
지배주주	21	35	21	42	60
지배주주구속 순이익률 (%)	3.98	4.59	2.39	3.49	4.3
비지배주주	-2	-3	-2	-2	-2
총포괄이익	19	24	18	38	56
지배주주	22	28	20	40	58
비지배주주	-2	-4	-2	-2	-2
EBITDA	45	65	59	97	123

현금흐름표

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	31	71	23	61
당기순이익(순실)	19	31	19	40	58
비현금성항목등	32	43	43	58	66
유형자산감가상각비	9	12	23	31	31
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	6	10	2	0	0
운전자본감소(증가)	-40	-31	24	-58	-37
매출채권및기타채권의 감소증가)	-49	-47	-28	-76	-49
재고자산감소(증가)	-28	-46	-22	-50	-32
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	27	56	72	64	42
기타	10	6	1	4	3
법인세납부	-12	-13	-14	-17	-25
투자활동현금흐름	-47	-97	-78	-50	-31
금융자산감소(증가)	1	-7	-4	0	0
유형자산감소(증가)	-43	-88	-75	-50	-30
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-2	1	0	0
재무활동현금흐름	54	117	23	-20	-20
단기금융부채증가(감소)	23	-5	18	0	0
장기금융부채증가(감소)	42	44	18	0	0
자본의증가(감소)	0	93	0	0	0
배당금의 지급	4	-6	-10	-10	-10
기타	-6	-8	-4	-10	-10
현금의 증가(감소)	7	51	16	-47	11
기초현금	11	17	68	84	36
기말현금	17	68	84	36	47
FCF	-57	-58	-56	-31	28

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	59.7	41.9	17.6	33.8	16.4
영업이익	47.7	46.4	-32.2	85.8	39.1
세전계속사업이익	33.8	57.6	-33.9	84.3	45.4
EBITDA	45.7	44.6	-8.8	64.0	26.5
EPS(계속사업)	27.9	63.4	-43.8	95.8	43.3
수익성 (%)					
ROE	23.8	22.5	9.8	17.6	21.7
ROA	4.9	5.7	2.7	4.7	6.1
EBITDA/마진	8.5	8.6	6.7	8.2	8.9
안정성 (%)					
유동비율	86.4	103.2	96.3	97.7	105.2
부채비율	354.8	221.2	267.8	268.2	242.5
순자금/자기자본	196.7	86.5	115.1	121.1	98.0
EBITDA/이자비용(배)	7.9	9.5	8.0	9.8	12.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,301	3,759	2,113	4,137	5,927
BPS	10,599	20,990	21,954	24,942	29,720
CFPS	3,289	5,115	4,481	7,244	9,029
주당 현금배당금	700	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.9	51.0	75.0	38.3	26.7
PER(최저)	42.1	25.9	48.5	24.8	17.3
PBR(최고)	21.3	9.1	7.2	6.4	5.3
PBR(최저)	9.1	4.6	4.7	4.1	3.5
PCR	54.6	23.4	29.0	18.0	14.4
EV/EBITDA(최고)	50.6	30.1	31.1	19.5	15.3
EV/EBITDA(최저)	24.3	17.9	21.7	13.7	10.7