

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

Company Data

자본금	106 억원
발행주식수	2,110 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	17,897 억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외22)	23.49%
국민연금공단	12.00%
외국인지분율	49.40%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(18/02/13)	84,800 원
KOSPI	2395.19 pt
52주 Beta	0.34
52주 최고가	92,700 원
52주 최저가	62,000 원
60일 평균 거래대금	115 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	1.6%
6개월	17.6%	13.9%
12개월	21.8%	5.7%

한국콜마 (161890/KS | 중립(유지) | T.P 95,000 원(유지))

[4Q17 Review] 견조했던 화장품부문 매출 성장, 아쉬운 수익성

- 4Q17 매출액 2,189 억원(y-y +17.9%), 영업이익 140 억원(y-y -25.9%)
- 영업이익 컨센서스 195 억원, 당사 추정 영업이익 178 억원을 모두 하회
- 국내 화장품은 견조한 매출 성장에도 불구하고 고정비 부담 증가로 수익성 악화
- 북경은 분기 기준 사상 최대 매출액을 시현하였으나, 일회성 비용으로 수익성 악화
- 북미법인 역시 견조한 매출 성장세를 이어나갔으나, 일회성 비용으로 수익성 악화

[4Q17 Review] 견조했던 화장품부문 매출 성장, 아쉬운 수익성

4Q17 매출액 2,189 억원(y-y +17.9%), 영업이익 140 억원(y-y -25.9%)으로 영업이익 컨센서스 195 억원, 당사 추정 영업이익 178 억원을 하회하는 부진한 실적을 시현하였다. 북미법인, 중국법인은 일회성 비용이 반영되면서 수익성이 큰 폭으로 악화되었다. 국내 화장품은 에터미, 카버코리아, H&B 스토어향 오더가 견조하게 증가하면서 매출액 y-y +16.7% 증가하였다. 그러나 인건비 상승을 비롯한 고정비 증가로 영업이익률은 y-y 2.9%p 하락한 7.3%를 기록하였다. 북경은 매출액 y-y +36.8%, q-q +86% 증가하며, 분기 최대 매출액을 시현하였다. 3Q17 까지 지속된 납기관 관련 부정적 이벤트가 종료됨에 따라 기존 고객사 오더 증가하였고 상해 지역 신규 고객사 오더가 확대됨에 따라 큰 폭의 매출 성장을 이루었다. 다만, 북경은 회계기준 변경에 따른 재고 정리 및 폐기, 충당금 설정 등으로 BEP 에 가까운 영업이익을 시현한 것으로 추정된다. PTP 는 매출액이 y-y +6.6% 증가하였으며, CSR 은 회사 인수 후 가장 높은 수준의 분기 매출액을 시현하였다. 북미법인들은 퇴직금을 비롯한 생산관련 일회성 비용 발생됨에 따라 5% 수준의 영업이익률을 시현한 것으로 추정된다. 제약 부문은 증설에 따른 QC 인력 부족으로 매출 성장성이 제한적이었으며, 이에 따른 가동률 하락으로 마진율 또한 소폭 하락한 것으로 추정된다.

전반적인 수익성에 대한 눈높이를 낮추어야 하는 시점

1Q18E, 현재 국내 부문은 인건비 상승, 증설 이후 가동률 하락에 따른 고정비 부담이 지속되고 있는 상황이다. 북경은 매출 성장성이 회복되었으나, 구조적으로 과거와 같은 두 자릿수 마진율 시현이 힘든 상황이다. 현재는 전반적인 수익성에 대한 눈높이를 낮추어야 하는 시점으로 투자의견 Hold 를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,613	5,358	6,675	8,216	9,337	10,504
yoy	%	63.4	16.2	24.6	23.1	13.6	12.5
영업이익	억원	468	607	734	670	874	1,008
yoy	%	138.1	29.6	20.9	-8.8	30.4	15.3
EBITDA	억원	538	704	853	868	1,110	1,251
세전이익	억원	430	588	713	620	842	981
순이익(지배주주)	억원	328	455	531	472	643	753
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	8.2	9.4	9.6
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	10.6	11.9	11.9
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	6.0	7.1	7.4
EPS	원	1,641	2,155	2,516	2,239	3,048	3,567
PER	배	26.9	44.0	26.2	36.6	27.8	23.8
PBR	배	5.2	9.1	5.1	5.7	5.0	4.3
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	20.9	16.5	14.3
ROE	%	22.3	22.7	21.6	16.5	19.6	19.4
순차입금	억원	-100	-154	314	472	91	-450
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	116.4	106.5	97.0

한국콜마 분기별 실적 추정

(단위 : 백만원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
Sales	Sales	201,409	207,100	194,218	218,900	224,053	238,847	223,960	246,793	667,469	821,627	933,652
	y-y %	35.5%	19.7%	21.2%	17.9%	11.2%	15.3%	15.3%	12.7%	24.6%	23.1%	13.6%
	KOREA	169,500	171,100	162,500	178,500	186,112	197,100	185,223	202,075	619,636	681,600	770,510
	Cosmetic	123,000	122,000	114,100	130,400	132,637	140,635	129,563	146,760	454,150	489,500	549,595
	Domestic	115,100	115,300	105,100	121,500	123,157	132,595	118,763	136,080	410,872	457,000	510,595
	Export	7,900	6,700	9,000	8,900	9,480	8,040	10,800	10,680	43,278	32,500	39,000
	Bio	46,500	49,100	48,400	48,100	53,475	56,465	55,660	55,315	165,486	192,100	220,915
	Beijing	10,700	14,300	11,400	21,200	15,515	17,875	16,530	21,836	52,117	57,600	71,756
	PTP	16,600	16,500	19,300	14,500	18,260	18,150	21,230	15,950		66,900	73,590
	CSR	6,600	8,200	3,700	9,400	7,260	9,020	4,070	10,340		27,900	30,690
y-y	KOREA	17.3%	2.7%	10.3%	10.7%	9.8%	15.2%	14.0%	13.2%	22.3%	10.0%	13.0%
	Cosmetic	12.8%	-2.2%	9.3%	12.4%	7.8%	15.3%	13.6%	12.5%	21.2%	7.8%	12.3%
	Domestic	14.2%	2.4%	12.5%	16.7%	7.0%	15.0%	13.0%	12.0%	17.5%	11.2%	11.7%
	Export	-4.6%	-44.6%	-18.2%	-25.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	72.6%	-24.9%	20.0%
	Bio	31.0%	17.2%	12.8%	6.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	25.8%	16.1%	15.0%
	Beijing	50.3%	10.9%	-31.3%	36.8%	45.0%	25.0%	45.0%	3.0%	40.5%	10.5%	24.6%
	PTP											10.0%
	CSR											10.0%
OP	OP	20,607	16,967	15,406	14,000	19,966	22,692	22,335	22,371	73,430	66,980	87,364
	y-y %	18.0%	-21.3%	-0.8%	-25.9%	-3.1%	33.7%	45.0%	59.8%	20.9%	-8.8%	30.4%
	% Sales	10.2%	8.2%	7.9%	6.4%	8.9%	9.5%	10.0%	9.1%	11.0%	8.2%	9.4%
	KOREA	17,700	15,100	13,311	14,804	16,761	19,151	18,988	19,112	69,955	60,915	74,011
	Cosmetic	11,655	8,717	7,987	9,513	10,611	12,657	12,308	12,475	49,342	37,872	48,051
	Bio	6,045	6,383	5,324	5,291	6,150	6,493	6,679	6,638	20,613	23,043	25,960
	Beijing	589	1,144	228	424	1,164	1,341	1,273	1,681	4,697	2,385	5,458
	PTP	1,328	825	1,544	725	1,461	1,470	1,741	957		4,422	5,629
	CSR	528	656	296	470	581	731	334	620		1,950	2,266
OPM	KOREA	10.4%	8.8%	8.2%	8.3%	9.0%	9.7%	10.3%	9.5%	11.3%	8.9%	9.6%
	Cosmetic	9.5%	7.1%	7.0%	7.3%	8.0%	9.0%	9.5%	8.5%	10.9%	7.7%	8.7%
	Bio	13.0%	13.0%	11.0%	11.0%	11.5%	11.5%	12.0%	12.0%	12.5%	12.0%	11.8%
	Beijing	5.5%	8.0%	2.0%	2.0%	7.5%	7.5%	7.7%	7.7%	9.0%	4.1%	7.6%
	PTP	8.0%	5.0%	8.0%	5.0%	8.0%	8.1%	8.2%	6.0%	0.0%	6.6%	7.6%
	CSR	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	8.0%	8.1%	8.2%	6.0%	0.0%	7.0%	7.4%

자료 : 한국콜마, SK 증권

주 : 부문별 영업이익은 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.14	중립	95,000원	6개월		
2018.01.17	중립	95,000원	6개월	-5.85%	-2.42%
2017.08.16	매수	84,000원	6개월	-7.41%	5.48%
2017.07.05	매수	94,000원	6개월	-24.61%	-21.06%
2017.06.13	매수	100,000원	6개월	-18.51%	-9.80%
2017.05.15	매수	100,000원	6개월	-13.79%	-9.80%
2017.05.10	매수	100,000원	6개월	-11.97%	-10.00%
2017.05.01	담당자 변경				
2016.06.07	매수	130,000원	6개월	-36.68%	-18.46%
2016.02.15	매수	130,000원	6개월	-34.76%	-24.00%



Compliance Notice

- 작성자(서영화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 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 (2018 년 2 월 13 일 기준)

매수	89.8%	중립	10.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,856	2,641	4,492	5,183	6,050
현금및현금성자산	162	269	686	987	1,448
매출채권및기타채권	908	1,284	1,580	1,796	2,020
재고자산	458	861	1,059	1,204	1,355
비유동자산	1,587	2,289	2,709	2,837	2,908
장기금융자산	1	1	30	30	30
유형자산	1,458	1,849	2,097	2,246	2,335
무형자산	96	405	539	513	490
자산총계	3,443	4,929	7,201	8,019	8,957
유동부채	1,146	1,962	2,679	2,830	2,991
단기금융부채	248	585	985	905	825
매입채무 및 기타채무	739	1,145	1,409	1,601	1,802
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	90	91	1,194	1,306	1,419
장기금융부채	41	49	1,122	1,122	1,122
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,236	2,052	3,873	4,136	4,410
지배주주지분	2,207	2,699	3,014	3,553	4,201
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	937	1,412	1,734	2,378	3,130
비지배주주지분	0	178	314	330	346
자본총계	2,207	2,877	3,328	3,883	4,548
부채외자본총계	3,443	4,929	7,201	8,019	8,957

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	498	387	501	770	875
당기순이익(손실)	455	532	494	665	775
비현금성항목등	261	348	402	444	476
유형자산감가상각비	90	108	163	201	211
무형자산감가상각비	6	11	35	35	32
기타	25	35	66	-1	-1
운전자본감소(증가)	-86	-325	-239	-163	-170
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	-279	-260	-216	-225
재고자산감소(증가)	-85	-240	-150	-145	-151
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	92	293	163	192	200
기타	-58	-100	9	5	5
법인세납부	-132	-168	-156	-177	-206
투자활동현금흐름	-74	-209	-1,443	-343	-290
금융자산감소(증가)	304	232	-926	0	0
유형자산감소(증가)	-333	-448	-400	-350	-300
무형자산감소(증가)	-62	-9	-9	-9	-9
기타	16	16	-108	16	19
재무활동현금흐름	-474	97	1,358	-126	-124
단기금융부채증가(감소)	0	0	-20	-80	-80
장기금융부채증가(감소)	-426	148	1,495	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-43	-53	0	0
기타	-15	-9	-63	-46	-44
현금의 증가(감소)	-50	107	417	301	461
기초현금	212	162	269	686	987
기말현금	162	269	686	987	1,448
FCF	107	-222	96	404	560

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,358	6,675	8,216	9,337	10,504
매출원가	4,096	5,140	6,404	7,353	8,256
매출총이익	1,263	1,535	1,812	1,984	2,248
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	22.1	21.3	21.4
판매비와관리비	656	801	1,142	1,110	1,240
영업이익	607	734	670	874	1,008
영업이익률 (%)	11.3	11.0	8.2	9.4	9.6
비영업손익	-19	-21	-50	-32	-27
순금융비용	10	6	11	29	25
외환관련손익	4	-20	-4	-4	-4
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	588	713	620	842	981
세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	7.6	9.0	9.3
계속사업법인세	133	181	126	177	206
계속사업이익	455	532	494	665	775
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	455	532	494	665	775
순이익률 (%)	8.5	8.0	6.0	7.1	7.4
지배주주	455	531	472	643	753
지배주주귀속 순이익률(%)	8.49	7.95	5.75	6.89	7.17
비지배주주	0	1	22	22	22
총포괄이익	443	550	384	555	665
지배주주	443	534	368	539	649
비지배주주	0	16	16	16	16
EBITDA	704	853	868	1,110	1,251

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.2	24.6	23.1	13.6	12.5
영업이익	29.6	20.9	-8.8	30.4	15.3
세전계속사업이익	36.8	21.3	-13.0	35.8	16.5
EBITDA	30.7	21.2	1.8	27.9	12.8
EPS(계속사업)	31.4	16.7	-11.0	36.2	17.0
수익성 (%)					
ROE	22.7	21.6	16.5	19.6	19.4
ROA	13.4	12.7	8.2	8.7	9.1
EBITDA마진	13.1	12.8	10.6	11.9	11.9
안정성 (%)					
유동비율	161.9	134.6	167.7	183.1	202.3
부채비율	56.0	71.3	116.4	106.5	97.0
순차입금/자기자본	-7.0	10.9	14.2	2.3	-9.9
EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	63.2	24.3	28.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,155	2,516	2,239	3,048	3,567
BPS	10,459	12,790	14,281	16,835	19,908
CFPS	2,612	3,077	3,178	4,167	4,721
주당 현금배당금	200	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	52.7	42.7	40.3	30.4	26.0
PER(최저)	20.3	24.7	26.4	26.7	22.8
PBR(최고)	10.9	8.4	6.3	5.5	4.7
PBR(최저)	4.2	4.9	4.2	4.8	4.1
PCR	36.3	21.4	25.8	20.4	18.0
EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	22.9	18.1	15.6
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	15.3	15.9	13.7