

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**전영현**

yj6752@sk.com  
02-3773-9181

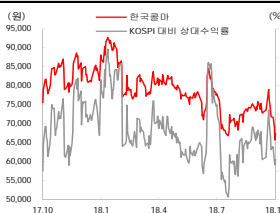
### Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,235 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,504 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외38)	28.71%
국민연금공단	12.04%
외국인지분률	42.40%
배당수익률	0.40%

### Stock Data

주가(18/10/12)	67,300 원
KOSPI	2161.85 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	92,700 원
52주 최저가	65,700 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-4.5%
6개월	-16.0%	-5.1%
12개월	-10.9%	2.0%

## 한국콜마 (161890/KS | 매수(신규편입) | T.P 94,000 원(신규편입))

### 2019 년이 가장 기대되는 기업

- 한국콜마에 대한 투자 의견 Buy 와 목표주가 94,000 원으로 커버리지 개시
- 화장품 부문, 국내외 H&B 스토어와 온라인 채널 확대에 따라 오더량 증가
- 중국 및 국내 중소 화장품 브랜드들의 확산과 다양화에 따른 수혜 예상
- 제약 부문, 3 분기 CSO 관련 일회성 비용 제외 시 안정적 매출 및 이익 성장 지속 전망
- 2019 년 큰 폭의 외형 성장과 함께 CJ 헬스케어와 제약 부문 이익률 개선이 기대됨

### 기존 사업 성장과 CJ 헬스케어 인수 효과 기대감 모두 긍정적

2018 년은 화장품 부문에서의 매출 고성장과 CJ 헬스케어 인수로 인한 외형 고성장이 기대된다. 국내의 경우, AHC, 닥터자르트 등 H&B 사업자들이 선호하는 브랜드와 JM 솔루션 등 온라인 주력 제품들이 계속해서 호조세를 보이고 있어 안정적 성장이 기대된다. 또한, 향후 국내외와 중국에서의 중소 화장품 브랜드들의 확산 현상이 ODM 산업 내 경쟁력을 가지고 있는 동사에게 구조적인 수혜를 가져다 줄 것으로 예상된다. 제약 부문의 경우, 향후에도 안정적인 수익과 마진을 기록할 것으로 전망한다. CSO 사업 철수에 따라 3 분기부터 제약 부문 매출이 15% 가량 감소하고, 3 분기 한시적으로 수수료 비용 1 개 분기 이연으로 인한 일회성 비용 60 억이 반영될 것으로 추정된다. 다만, 일회성 비용을 제외하면 향후 이익 자체를 감소시킬 요인은 없으며, CSO 사업부문의 리베이트 문제가 이전부터 지속적으로 제기되었던 점을 고려하면 장기적으로는 리베이트 근절에 따른 이익률 개선 측면에서 더욱 긍정적이라는 판단이다.

2018 년 매출액과 영업이익은 각각 y-y +61.1%와 +35.0% 성장한 1 조 3,237 억원과 904 억으로 예상된다. 하지만, 금번 3 분기에 CJ 헬스케어 인수에 따른 위로금 지급으로 일회성 비용 200 억이 반영될 것으로 예상되는 등 올해는 인수 관련 비용 반영이 큰 해다. 따라서 동사는 올해보다는 내년부터 본격적인 이익 성장이 기대된다. 한국콜마의 2019 년 E 매출액과 영업이익은 각각 y-y +26.2%와 +89.1% 증가한 1 조 6,706 억원과 1,710 억원이 될 것으로 전망한다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 94,000 원 제시

한국콜마에 대한 투자 의견 Buy 와 목표주가 94,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 2019 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 글로벌 화장품 4 사의 평균 멀티플에 10% 할증한 값을 적용하였다. 동사의 예상 EPS 성장률은 국내 타 화장품 업체들의 예상치를 크게 상회하고 있으며, 국내 제약 ODM 부문에서의 경쟁력과 안정성도 돋보인다. 향후 화장품 ODM 업체들의 구조적 수혜가 기대되는 점과 글로벌 화장품 업체들 대비 중국 리스크 노출도가 상대적으로 낮은 점 등을 감안하여 프리미엄을 적용하였다.

### 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	536	667	822	1,324	1,671	1,841
yoy	%	16.2	24.6	23.1	61.1	26.2	10.2
영업이익	십억원	61	73	67	90	171	200
yoy	%	29.6	20.9	-8.8	35.0	89.1	16.8
EBITDA	십억원	70	85	86	131	226	253
세전이익	십억원	59	71	62	48	133	164
순이익(지배주주)	십억원	45	53	47	35	101	124
영업이익률%	%	11.3	11.0	8.2	6.8	10.2	10.9
EBITDA%	%	13.1	12.8	10.5	9.9	13.5	13.7
순이익률	%	8.5	8.0	5.9	2.8	6.1	6.8
EPS	원	2,155	2,516	2,240	1,636	4,661	5,730
PER	배	44.0	26.2	36.6	41.1	14.4	11.8
PBR	배	9.1	5.1	5.7	4.5	3.4	2.7
EV/EBITDA	배	28.3	16.9	21.8	22.6	12.8	11.0
ROE	%	22.7	21.6	16.4	11.1	26.1	24.8
순차입금	십억원	-15	31	115	1,069	1,010	898
부채비율	%	56.0	71.3	101.0	199.3	180.0	158.0

## Valuation 및 실적추정

### 한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	억원	1009	20.7	20,916	2019년E 화장품 이익비중 40%와 제약 이익비중 60% 감안
화장품ODM	억원	404	29.2	11,795	글로벌 화장품 4사 19년 예상실적 기준 PER 평균을 10% 할증
C헬스케어 + 제약ODM	억원	605	20.2	12,249	글로벌 제약 3사 19년 예상실적 기준 PER
Shares Outstanding('000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			93,598	
Target Price	원			94,000	Upside +39.7%

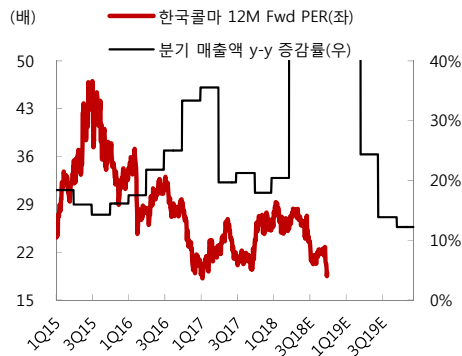
자료: Bloomberg, SK 증권

주1: 글로벌 화장품 4개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도를 포함하며, 한국콜마의 중국 로컬 브랜드 생산 비중이 커지고 있음을 감안해 상하이화자도 피어로 설정

주2: 화장품 부문의 경우, 글로벌 4사 대비 대외 리스크 노출도가 낮음을 감안하여 평균 PER에 10% 할증 적용

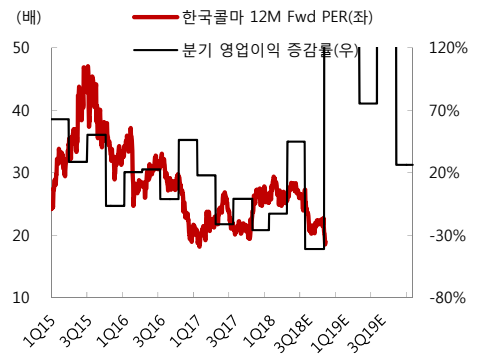
주3: 글로벌 제약 3개사는 J&J, 화이자, 머크

### 한국콜마 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률



자료 : Quantwise, SK 증권

### 한국콜마 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감률



자료 : Quantwise, SK 증권

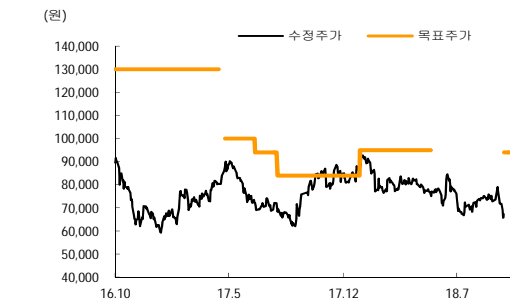
한국콜마 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>Sales</b>	<b>Sales</b>	<b>201.4</b>	<b>207.1</b>	<b>194.2</b>	<b>218.9</b>	<b>242.5</b>	<b>360.1</b>	<b>333.7</b>	<b>387.5</b>	<b>822</b>	<b>1,324</b>	<b>1,671</b>
	y-y %	35.5%	19.7%	21.2%	17.9%	20.4%	73.9%	71.8%	77.0%	23.1%	61.1%	26.2%
	KOREA	169.5	171.1	162.5	178.5	208.4	245.8	178.0	193.9	681.6	826.1	911.5
	Cosmetic	123.0	122.0	114.1	130.4	156.4	193.0	133.2	148.0	489.5	630.6	704.4
	Domestic	115.1	115.3	105.1	121.5	146.2	175.8	122.4	137.3	457.0	581.7	645.7
	Export	7.9	6.7	9.0	8.9	10.2	17.2	10.8	10.7	32.5	48.9	58.7
	Bio	46.5	49.1	48.4	48.1	52.0	52.8	44.8	45.9	192.1	195.5	207.2
	Beijing	10.7	14.3	11.4	21.2	15.8	21.7	16.0	21.8	57.6	75.3	86.6
	무석	-	-	-	-	-	-	-	8.0	-	8.0	58.0
	PTP	16.6	16.5	19.3	14.5	14.2	13.4	16.4	18.1	66.9	62.1	67.1
	CSR	6.6	8.2	3.7	9.4	8.0	8.2	6.7	10.3	27.9	33.2	35.9
	CKM	-	-	-	-	0.1	80.0	125.0	145.0	-	350.1	553.5
y-y	KOREA	17.3%	2.7%	10.3%	10.7%	22.9%	43.7%	9.5%	8.6%	10.0%	21.2%	10.3%
	Cosmetic	12.8%	-2.2%	9.3%	12.4%	27.2%	58.2%	16.8%	13.5%	7.8%	28.8%	11.7%
	Domestic	14.2%	2.4%	12.5%	16.7%	27.0%	52.5%	16.5%	13.0%	11.2%	27.3%	11.0%
	Export	-4.6%	-44.6%	-18.2%	-25.2%	29.1%	156.7%	20.0%	20.0%	-24.9%	50.4%	20.0%
	Bio	31.0%	17.2%	12.8%	6.4%	11.8%	7.5%	-7.5%	-4.5%	16.1%	1.8%	6.0%
	Beijing	50.3%	10.9%	-31.3%	36.8%	47.7%	51.7%	40.0%	3.0%	10.5%	30.7%	15.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	625.0%
	PTP	-	-	-	6.6%	-14.5%	-18.8%	-15.0%	25.0%	-	-7.1%	8.0%
	CSR	-	-	-	-	21.2%	0.0%	80.0%	10.0%	-	19.0%	8.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58.1%
<b>OP</b>	<b>OP</b>	<b>20.6</b>	<b>17.0</b>	<b>15.4</b>	<b>14.0</b>	<b>18.0</b>	<b>24.6</b>	<b>9.1</b>	<b>38.8</b>	<b>67.0</b>	<b>90.4</b>	<b>171.0</b>
	y-y %	18.0%	-21.3%	-0.8%	-25.9%	-12.8%	44.8%	-41.0%	177.0%	-8.8%	35.0%	89.1%
	% Sales	10.2%	8.2%	7.9%	6.4%	7.4%	6.8%	2.7%	10.0%	8.2%	6.8%	10.2%
	KOREA	17.7	15.1	13.7	14.8	17.1	22.3	9.7	19.2	61.3	68.3	88.8
	Cosmetic	11.7	8.7	7.7	9.0	10.3	15.4	10.0	11.8	37.1	47.6	54.6
	Bio	6.0	6.4	6.1	5.8	6.8	6.9	(0.3)	7.3	24.3	20.7	34.2
	Beijing	0.7	1.1	0.1	0.3	(0.3)	0.4	0.8	1.5	2.3	2.4	6.9
	무석	-	-	-	-	-	-	(1.0)	(3.2)	-	(4.2)	(2.8)
	PTP	1.2	0.8	1.5	(0.7)	0.6	0.7	1.1	1.1	2.9	3.5	3.8
	CSR	0.6	0.7	0.2	(0.1)	0.7	0.7	0.5	0.7	1.4	2.6	2.9
	CKM	-	-	-	-	-	1.6	(1.9)	20.3	-	20.0	75.1
OPM	KOREA	10.4%	8.8%	8.4%	8.3%	8.2%	9.1%	5.4%	9.9%	9.0%	8.3%	9.7%
	Cosmetic	9.5%	7.1%	6.8%	6.9%	6.6%	8.0%	7.5%	8.0%	7.6%	7.5%	7.7%
	Bio	13.0%	13.0%	12.5%	12.0%	13.0%	13.0%	-0.7%	16.0%	12.6%	10.6%	16.5%
	Beijing	6.2%	8.0%	1.3%	1.6%	-2.0%	2.0%	5.0%	7.0%	4.0%	3.2%	8.0%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-80.0%	-40.0%	-	-52.5%	-4.7%
	PTP	7.5%	5.0%	8.0%	-5.0%	4.0%	5.0%	7.0%	6.0%	4.3%	5.6%	5.7%
	CSR	9.0%	8.0%	6.3%	-0.7%	8.8%	8.0%	8.1%	7.0%	5.1%	7.9%	8.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-1.5%	14.0%	-	5.7%	13.6%

자료: 한국콜마, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.15	매수	94,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.02.14	중립	95,000원	6개월	-18.02%	-2.42%
2018.01.17	매수	95,000원	6개월	-6.09%	-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				



### Compliance Notice

- 작성자(전영현)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	264	366	589	760	923
현금및현금성자산	27	14	91	142	247
매출채권및기타채권	128	161	259	326	360
재고자산	86	106	170	215	237
<b>비유동자산</b>	229	303	1,552	1,536	1,522
장기금융자산	0	4	10	10	10
유형자산	185	236	376	366	358
무형자산	40	58	1,159	1,152	1,145
<b>자산총계</b>	493	669	2,141	2,296	2,445
<b>유동부채</b>	196	212	405	453	473
단기금융부채	59	79	191	183	175
매입채무 및 기타채무	114	112	180	227	251
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9	124	1,020	1,022	1,024
장기금융부채	5	119	1,011	1,011	1,011
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	205	336	1,426	1,476	1,497
<b>지배주주지분</b>	270	305	336	438	564
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	210	311	435
비지배주주지분	18	28	380	382	384
<b>자본총계</b>	288	333	715	820	948
<b>부채외자본총계</b>	493	669	2,141	2,296	2,445

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	39	9	32	131	183
당기순이익(손실)	53	49	37	102	126
비현금성항목등	35	38	98	123	127
유형자산감가상각비	11	16	29	39	38
무형자산상각비	1	3	11	16	15
기타	3	2	6	3	3
운전자본감소(증가)	-32	-61	-59	-64	-32
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-28	-34	-38	-68	-33
재고자산감소(증가)	-24	-18	-14	-45	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-3	28	47	23
기타	-10	-6	-34	1	0
법인세납부	-17	-17	-44	-31	-38
<b>투자활동현금흐름</b>	-21	-155	-1,212	-35	-34
금융자산감소(증가)	23	-68	54	0	0
유형자산감소(증가)	-45	-68	-35	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-8	-8	-8	-8
기타	1	-11	-1,223	3	4
<b>재무활동현금흐름</b>	10	131	1,256	-45	-44
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	15	141	953	0	0
자본의증가(감소)	0	0	350	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-6	0	0
기타	-1	-4	-37	-37	-36
<b>현금의 증가(감소)</b>	11	-13	77	51	105
기초현금	16	27	14	91	142
기말현금	27	14	91	142	247
FCF	-22	-61	-28	84	136

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	667	822	1,324	1,671	1,841
<b>매출원가</b>	514	644	996	1,238	1,358
<b>매출총이익</b>	154	178	328	432	483
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	24.8	25.9	26.2
<b>판매비와관리비</b>	80	111	238	261	283
영업이익	73	67	90	171	200
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	10.2	10.9
<b>비영업손익</b>	-2	-5	-42	-38	-36
<b>순금융비용</b>	1	3	38	34	32
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	48	133	164
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.6	3.6	8.0	8.9
계속사업법인세	18	13	11	31	38
<b>계속사업이익</b>	53	49	37	102	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	37	102	126
<b>순이익률 (%)</b>	8.0	5.9	2.8	6.1	6.8
지배주주	53	47	35	101	124
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.95	5.75	2.68	6.04	6.74
<b>비지배주주</b>	0	1	2	2	2
<b>총포괄이익</b>	55	39	39	105	128
<b>지배주주</b>	53	40	37	103	126
<b>비지배주주</b>	2	-1	2	2	2
EBITDA	85	86	131	226	253

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.6	23.1	61.1	26.2	10.2
영업이익	20.9	-8.8	35.0	89.1	16.8
세전계속사업이익	21.3	-13.0	-22.4	177.2	22.6
EBITDA	21.2	1.1	52.0	72.5	11.9
EPS(계속사업)	16.7	-11.0	-27.0	184.9	22.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	21.6	16.4	11.1	26.1	24.8
ROA	12.7	8.4	2.6	4.6	5.3
EBITDA마진	12.8	10.5	9.9	13.5	13.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	134.6	172.6	145.3	167.5	195.1
부채비율	71.3	101.0	199.3	180.0	158.0
순차입금/자기자본	10.9	34.7	149.5	123.2	94.7
EBITDA/이자비용(배)	85.2	21.7	3.3	6.2	7.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,516	2,240	1,636	4,661	5,730
BPS	12,790	14,458	15,027	19,614	25,236
CFPS	3,077	3,149	3,508	7,198	8,180
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	42.7	40.3	56.7	19.9	16.2
PER(최저)	24.7	26.4	40.2	14.1	11.5
PBR(최고)	8.4	6.2	6.2	4.7	3.7
PBR(최저)	4.9	4.1	4.4	3.4	2.6
PCR	21.4	26.0	19.2	9.4	8.2
EV/EBITDA(최고)	27.2	23.8	26.0	14.8	12.8
EV/EBITDA(최저)	16.0	16.2	21.9	12.4	10.7