

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	1,238 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외39)	28.72%
국민연금공단	12.04%
외국인지분률	42.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(18/11/15)	55,400 원
KOSPI	2068.05 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	92,700 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.7%	-13.9%
6개월	-30.1%	-16.2%
12개월	-34.4%	-19.9%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 82,000 원(하향))

[3Q18 Review] 모든 악재가 반영된 시점

- 3Q18 매출액 3,754 억원(y-y +93.3%), 영업이익 78 억원(y-y -49.5%) 기록
- 영업이익 컨센서스 158 억원, 당사 추정 영업이익 91 억원을 모두 하회
- 이익 추정치 하회의 주원인은 미국 법인 거래처의 일부 품목 단종으로 인한 실적 부진
- 국내 화장품, 견조한 매출 고성장에도 불구하고 제품 믹스 변화로 수익성은 소폭 악화
- 투자의견 Buy 유지하나, 실적 추정치 하향에 따라 목표주가는 82,000 원으로 하향

미국을 제외하면 예상치에 부합하는 수준의 실적

4Q18 매출액 3,754 억원(y-y +93.3%), 영업이익 78 억원(y-y -49.5%)으로 매출액은 컨센서스 3,633 억원을 소폭 상회했으나, 영업이익 컨센서스 158 억원과 SK 증권 추정 영업이익 91 억원은 하회하는 실적을 기록했다. 당사 이익 추정치와의 괴리는 주로 PTP(미국 법인)의 일부 거래처 품목 단종에 따른 것으로, 3분기 미국법인 매출액은 기준 예상치 대비 30 억 정도 미달하였으며, 영업이익은 y-y 적자전환 하였다. CKM(CJ 헬스케어)의 경우, 무형자산상각비 약 30 억원과 3분기 일시적인 위로금 지급 200 억원으로 영업이익률이 -2.4%를 기록한 것으로 추정한다. 다만, 위로금 관련 일회성 비용 제거 시, 영업이익률은 13.7% 정도로 양호한 수준을 달성하였다. 국내 화장품 부문은 기존 고객(AHC, JMI 등) 오더 확대와 신규 거래처 확보로 매출액은 y-y +55.6% 고성장하였으나, 저단가 제품인 마스크팩의 비중확대 등으로 수익성은 y-y -0.8%p 감소한 6.0%를 기록하였다. 북경, 캐나다 법인 모두 영업 상황 호조로 매출액이 각각 y-y +61.4%와 +113.5% 증가하며 견조한 탑라인 성장을 시현하였다. 다만, 북경법인은 색조 비중 확대(3Q 기준 색조 생산 비중 40%)로 마진이 0~1%p 가량 소폭 악화된 것으로 보인다. 국내 제약 부문의 경우, CSO 사업 철수에 따른 일회성 비용 60 억원이 발생하면서 매출액은 y-y -7.9% 감소한 446 억원, 영업이익률은 y-y -11.5%p 감소한 1.0%를 기록한 것으로 추정된다. 일회성 비용 제거 시, 10%의 양호한 영업이익률을 달성했다고 볼 수 있다.

대부분 사이트에서의 매출 고성장 긍정적이나, 미국법인 기대치는 낮출 필요 有

모든 사이트에서의 견조한 탑라인 성장은 동사 제품에 대한 전 세계적인 수요 증가를 보여주었다는 측면에서 긍정적이다. 4Q18에도 국내, 중국, 캐나다에서는 현재와 같은 화장품 부문 고성장이 지속될 것으로 전망한다. 다만, 제품 믹스 변화와 인건비 상승, 색조 비중 확대 등으로 인한 단기 수익성 악화는 불가피해 보인다. 또한, 미국 법인 고객사의 일부 품목 단종으로 인한 매출 및 이익 감소는 단기간 내 뚜렷한 만회가 힘들 것으로 예상돼 미국 법인 실적에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있다. 이익 전망 하향 조정을 반영해 목표주가를 기존 94,000 원에서 82,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	536	667	822	1,384	1,737	1,913
yooy	%	16.2	24.6	23.1	68.4	25.5	101
영업이익	십억원	61	73	67	83	162	187
yooy	%	29.6	20.9	-8.8	23.9	94.9	15.7
EBITDA	십억원	70	85	86	124	217	240
세전이익	십억원	59	71	62	40	123	149
순이익(자배주주)	십억원	45	53	47	33	86	103
영업이익률%	%	11.3	11.0	8.2	6.0	9.3	9.8
EBITDA%	%	13.1	12.8	10.5	8.9	12.5	12.6
순이익률	%	8.5	8.0	5.9	1.8	4.5	5.0
EPS	원	2,155	2,516	2,240	1,533	3,993	4,772
PER	배	44.0	26.2	36.6	36.1	13.9	11.6
PBR	배	9.1	5.1	5.7	3.7	2.9	2.4
EV/EBITDA	배	28.3	16.9	21.8	21.9	12.3	10.7
ROE	%	22.7	21.6	16.4	10.4	22.9	21.8
순차입금 부채비율	십억원	-15	31	115	1,091	1,056	973
부채비율	%	56.0	71.3	101.0	204.1	189.7	171.4

한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	억원	865	21.2	18,354	2019년 화장품 예상 이익비중 40%와 제약 예상 이익비중 60% 감안
화장품ODM	억원	346	30.4	10,534	글로벌 화장품 4사 19년 예상실적 기준 PER 평균에 10% 할증
CI헬스케어 + 제약ODM	억원	519	15.1	7,820	글로벌 제약 3사 19년 예상실적 기준 PER
Shares Outstanding(000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			82,133	
Target Price	원			82,000	Upside +48.0

자료: Bloomberg, SK 증권

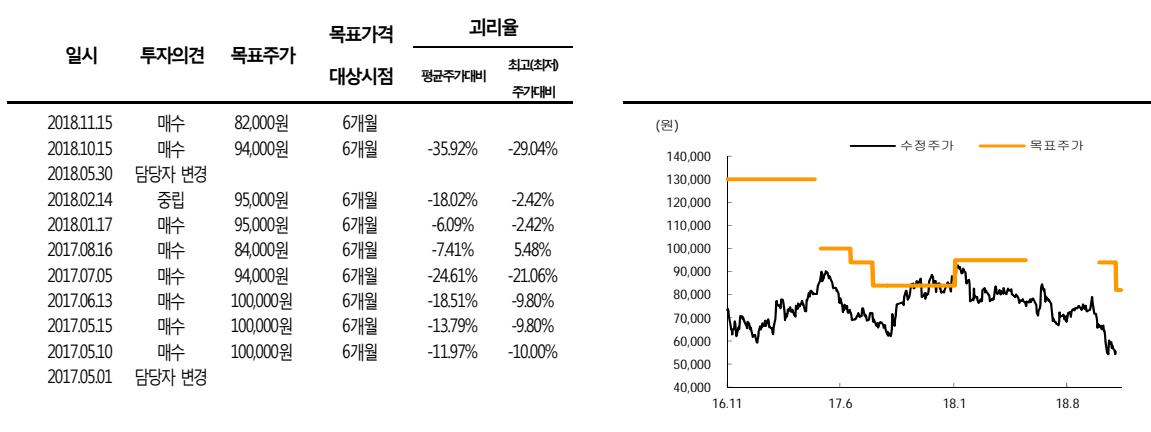
주1: 글로벌 화장품 4 개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도, 상하이자화를 포함, 글로벌 제약 3 개사는 J&J, 화이자, 머크를 포함

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

한국콜마 분기별 실적추정

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	201.4	207.1	194.2	218.9	242.5	360.1	375.4	405.6	822	1,384	1,737
	y-y %	35.5%	19.7%	21.2%	17.9%	20.4%	73.9%	93.3%	85.3%	23.1%	68.4%	25.5%
	KOREA	169.5	171.1	162.5	178.5	208.4	245.8	222.0	215.6	681.6	891.8	984.8
	Cosmetic	123.0	122.0	114.1	130.4	156.4	193.0	177.4	169.7	489.5	696.5	778.8
	Domestic	115.1	115.3	105.1	121.5	146.2	175.8	159.3	151.9	457.0	633.2	702.8
	Export	7.9	6.7	9.0	8.9	10.2	17.2	18.1	17.8	32.5	63.3	76.0
	Bio	46.5	49.1	48.4	48.1	52.0	52.8	44.6	45.9	192.1	195.3	206.1
	Beijing	10.7	14.3	11.4	21.2	15.8	21.7	18.4	23.3	57.6	79.2	91.1
	무석	-	-	-	-	-	-	-	8.0	-	8.0	58.0
	PTP	16.6	16.5	19.3	14.5	14.2	13.4	13.4	13.1	66.9	54.1	55.7
	CSR	6.6	8.2	3.7	9.4	8.0	8.2	7.9	10.8	27.9	34.9	38.4
	CKM	-	-	-	-	0.1	80.0	124.0	145.0	-	349.1	552.5
y-y	KOREA	17.3%	2.7%	10.3%	10.7%	22.9%	43.7%	36.6%	20.8%	10.0%	30.8%	10.4%
	Cosmetic	12.8%	-2.2%	9.3%	12.4%	27.2%	58.2%	55.5%	30.1%	7.8%	42.3%	11.8%
	Domestic	14.2%	2.4%	12.5%	16.7%	27.0%	52.5%	51.6%	25.0%	11.2%	38.6%	11.0%
	Export	-4.6%	-44.6%	-18.2%	-25.2%	29.1%	156.7%	101.1%	100.0%	-24.9%	94.8%	20.0%
	Bio	31.0%	17.2%	12.8%	6.4%	11.8%	7.5%	-7.9%	-4.5%	16.1%	1.7%	5.5%
	Beijing	50.3%	10.9%	-31.3%	36.8%	47.7%	51.7%	61.4%	10.0%	105.5%	37.5%	15.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	625.0%
	PTP	-	-	-	6.6%	-14.5%	-18.8%	-30.6%	-10.0%	-	-19.2%	3.0%
	CSR	-	-	-	-	21.2%	0.0%	113.5%	15.0%	-	25.1%	10.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58.2%
OP	OP	20.6	17.0	15.4	14.0	18.0	24.6	7.8	32.7	67.0	83.0	161.8
	y-y %	18.0%	-21.3%	-0.8%	-25.9%	-12.8%	44.8%	-49.5%	133.5%	-8.8%	23.9%	94.9%
	% Sales	10.2%	8.2%	7.9%	6.4%	7.4%	6.8%	2.1%	8.1%	8.2%	6.0%	9.3%
	KOREA	17.7	15.1	13.7	14.8	17.1	22.3	11.6	18.5	61.3	69.5	87.5
	Cosmetic	11.7	8.7	7.7	9.0	10.3	15.4	10.6	11.9	37.1	48.3	55.5
	Bio	6.0	6.4	6.1	5.8	6.8	6.9	0.4	6.7	24.3	20.7	31.9
	Beijing	0.7	1.1	0.1	0.3	(0.3)	0.4	0.1	0.3	2.3	0.6	7.3
	무석	-	-	-	-	-	(0.4)	(0.7)	(3.2)	-	(4.3)	(2.8)
	PTP	1.2	0.8	1.5	(0.7)	0.6	0.7	(0.6)	(0.6)	2.9	0.0	1.7
	CSR	0.6	0.7	0.2	(0.1)	0.7	0.7	0.6	0.8	1.4	2.7	3.1
	CKM	-	-	-	-	-	1.6	(3.0)	18.1	-	16.7	71.5
OPM	KOREA	10.4%	8.8%	8.4%	8.3%	8.2%	9.1%	5.2%	8.6%	9.0%	7.8%	8.9%
	Cosmetic	9.5%	7.1%	6.8%	6.9%	6.6%	8.0%	6.0%	7.0%	7.6%	6.9%	7.1%
	Bio	13.0%	13.0%	12.5%	12.0%	13.0%	13.0%	1.0%	14.5%	12.6%	10.6%	15.5%
	Beijing	6.2%	8.0%	1.3%	1.6%	-2.0%	2.0%	0.5%	1.5%	4.0%	0.7%	8.0%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-40.0%	-	-53.1%	-4.7%
	PTP	7.5%	5.0%	8.0%	-5.0%	4.0%	5.0%	-4.5%	-4.5%	4.3%	0.1%	3.0%
	CSR	9.0%	8.0%	6.3%	-0.7%	8.8%	8.0%	8.0%	7.0%	5.1%	7.9%	8.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-2.4%	12.5%	-	4.8%	12.9%

자료: 한국콜마, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(전영현)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 (2018년 11월 15일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	588	737	872
현금및현금성자산	27	14	69	97	171
매출채권및기타채권	128	161	270	339	374
재고자산	86	106	178	223	246
비유동자산	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
자산총계	493	669	2,140	2,273	2,394
유동부채	196	212	415	464	485
단기금융부채	59	79	191	183	175
매입채무 및 기타채무	114	112	188	236	260
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	124	1,022	1,024	1,027
장기금융부채	5	119	1,011	1,011	1,011
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	205	336	1,436	1,489	1,512
지배주주지분	270	305	334	422	527
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	208	294	397
비자본주주지분	18	28	370	363	356
자본총계	288	333	704	785	882
부채와자본총계	493	669	2,140	2,273	2,394

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	39	9	10	107	154
당기순이익(순실)	53	49	25	79	96
비현금성항목등	35	38	102	138	145
유형자산감가상각비	11	16	29	39	38
무형자산상각비	1	3	11	16	15
기타	3	2	7	4	4
운전자본감소(증가)	-32	-61	-70	-65	-33
매출채권및기타채권의 감소증가)	-28	-34	-50	-69	-34
재고자산감소(증가)	-24	-18	-22	-45	-23
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	29	-3	36	48	24
기타	-10	-6	-34	1	0
법인세납부	-17	-17	-47	-44	-53
투자활동현금흐름	-21	-155	-1,212	-36	-35
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	2	3
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	11	-13	55	27	75
기초현금	16	27	14	69	97
기말현금	27	14	69	97	171
FCF	-22	-61	-45	55	102

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	1,384	1,737	1,913
매출원가	514	644	1,033	1,279	1,402
매출총이익	154	178	351	458	511
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	25.3	26.4	26.7
판매비와관리비	80	111	268	296	324
영업이익	73	67	83	162	187
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.0	9.3	9.8
비영업손익	-2	-5	-43	-39	-38
순금융비용	1	3	38	34	33
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	40	123	149
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.6	2.9	7.1	7.8
계속사업법인세	18	13	14	44	53
계속사업이익	53	49	25	79	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	25	79	96
순이익률 (%)	8.0	5.9	1.8	4.5	5.0
지배주주	53	47	33	86	103
지배주주구속 순이익률(%)	7.95	5.75	2.4	4.98	5.4
비지배주주	0	1	-8	-8	-8
총포괄이익	55	39	28	81	98
지배주주	53	40	35	88	105
비지배주주	2	-1	-7	-7	-7
EBITDA	85	86	124	217	240

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	24.6	23.1	68.4	25.5	10.1
영업이익	20.9	-8.8	23.9	94.9	15.7
세전계속사업이익	21.3	-13.0	-35.9	209.0	21.4
EBITDA	21.2	1.1	43.4	75.4	10.9
EPS(계속사업)	16.7	-11.0	-31.6	160.5	19.5
수익성 (%)					
ROE	21.6	16.4	10.4	22.9	21.8
ROA	12.7	8.4	1.8	3.6	4.1
EBITDA/마진	128	105	8.9	12.5	12.6
안정성 (%)					
유동비율	134.6	172.6	141.7	158.7	179.9
부채비율	71.3	101.0	204.1	189.7	171.4
순자금/자기자본	10.9	34.7	155.0	134.6	110.3
EBITDA/이자비용(배)	85.2	21.7	3.1	5.9	6.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,516	2,240	1,533	3,993	4,772
BPS	12,790	14,458	14,927	18,867	23,561
CFPS	3,077	3,149	3,405	6,530	7,222
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	42.7	40.3	60.5	23.2	19.4
PER(최저)	24.7	26.4	35.4	13.6	11.4
PBR(최고)	8.4	6.2	6.2	4.9	3.9
PBR(최저)	4.9	4.1	3.6	2.9	2.3
PCR	21.4	26.0	16.3	8.5	7.7
EV/EBITDA(최고)	27.2	23.8	27.7	15.6	13.7
EV/EBITDA(최저)	16.0	16.2	21.7	12.2	10.6