

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,427 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외) 4)	26.52%
국민연금공단	13.02%
외국인지분율	29.60%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/02/15)	142,000 원
KOSPI	2196.09 pt
52주 Beta	1.33
52주 최고가	179,000 원
52주 최저가	108,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.7%	7.6%
6개월	-1.4%	1.4%
12개월	14.5%	26.3%

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(상향))

[4Q18 Review] 긍정적인 국내 수익성 개선, 아쉬운 누월드

- 4Q18 매출액 3,288 억원(y-y +46.8%), 영업이익 101 억원(y-y +58.4%)
- 매출액 컨센서스 3,266 억원에 부합했지만 영업이익은 컨센서스를 28% 하회
- 영업이익 하회의 주요 원인은 누월드 법인의 일회성 재고자산 충당금 설정에 기인
- 중국 매출 1,367 억원(y-y +35.7%), 국내 매출 1,695 억원(y-y +31.4%)으로 고성장
- 투자의견 Buy, 목표주가 170,000 원 제시

국내, 중국 외형 고성장과 수익성 개선은 긍정적이나 미국 법인 수익성이 아쉬움

4Q18 매출액 3,288 억원(y-y +46.8%), 영업이익 101 억원(y-y +58.4%)으로 매출액 컨센서스 3,266 억원에 부합, 영업이익 컨센서스 141 억원을 약 28% 하회하는 실적을 시현하였다. 국내 부문 매출액은 기존 고객사(홈쇼핑, H&B 향)들의 오더 확대로 y-y +31.4% 증가한 1,695 억원을 기록하였다. 전 분기 대비 추가 인력 충원도 진행되었고, 제품 mix 의 변화가 크지 않았음에도 불구하고 공장 효율성 증대와 내부적인 체질 개선이 진행되며 영업이익률이 전년 동기 대비 +2.1%p, 전 분기 대비 q-q +0.8%p 개선되었다. 한편, 중국 매출액은 y-y +35.7% 증가하며 고성장을 지속했다. 특히, 탑라인 성장과 더불어 광저우와 상해법인 모두에서 유의미한 수익성 개선이 있었다는 점이 돋보인다. 광저우 법인 매출액은 y-y +55.3% 증가한 176 억원으로 견조한 고객사 수요를 확인시켜주었다. 공장의 부분 자동화, 인력 효율성 증대에 따라 생산성이 향상되며 레버리지 효과가 확대돼 영업이익률은 17.5%를 기록한 것으로 추정한다. 상해 법인 역시 기존 고객들의 오더 증가로 매출액이 1,191 억원(y-y +33.2%)을 기록했으며, 7.7% 수준의 양호한 영업이익률을 달성한 것으로 보인다. 미국의 경우, 오하이오 법인의 적자 지속과 누월드의 재고자산 충당금 설정으로 합산 영업적자 -50 억 가량을 기록한 것으로 추정된다. 오하이오 법인은 여전히 y-y +44.1%의 고성장세를 유지하고 있으며, 누월드 역시 일회성 비용을 제외 시, 영업 레버리지 효과 증대에 따라 수익성 개선이 꾸준히 이루어지고 있다.

2019년 모든 사이트에서의 외형 고성장과 더불어 수익성 개선 기대

동사는 모든 생산 사이트에서 큰 폭의 외형 성장을 지속해 나갈 전망이다. 미국 법인의 4 분기 실적이 다소 아쉽지만, 오하이오 법인은 꾸준히 외형 고성장을 이어나가고 있으며, 누월드의 경우에도 PB 제품 관련 재고 관리가 큰 문제없이 마무리 된다면 영업 레버리지 효과 확대로 이익기여도 역시 높아질 것으로 보인다. 국내와 중국은 기존 고객사 오더 확대와 신규 고객사 유치에 따른 탑라인 고성장이 지속될 것으로 전망한다. 예상보다 내실 경영에 따른 중국 및 국내 법인 수익성 개선이 잘 이루어지고 있음이 확인된 바, 2019년 매출액과 영업이익은 각각 y-y +17.7%와 +59.3% 증가한 879 억원을 기록할 것으로 전망한다. 실적 추정치 상향을 반영해 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 170,000 원으로 상향한다. 글로벌 시장에서의 점유율 확대 기대감과 업황과 무관한 외형 고성장세를 반영해 글로벌 피어 업체들의 2019년 예상 PER 평균을 10% 할증한 30.7 배를 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	533	757	884	1,260	1,471	1,839
yoym	%	59.7	41.9	16.8	42.5	16.8	25.0
영업이익	십억원	36	53	35	52	88	120
yoym	%	47.7	46.4	-33.2	48.9	68.0	36.5
EBITDA	십억원	45	65	55	77	114	146
세전이익	십억원	29	46	25	37	75	107
순이익(지배주주)	십억원	21	35	19	24	49	70
영업이익률%	%	6.7	7.0	4.0	4.2	6.0	6.5
EBITDA%	%	8.5	8.6	6.3	6.1	7.7	8.0
순이익률	%	3.5	4.2	1.8	1.9	3.4	3.8
EPS	원	2,301	3,759	1,876	2,387	4,900	6,981
PER	배	78.0	31.8	62.4	54.5	29.0	20.3
PBR	배	16.9	5.7	5.4	5.1	4.8	4.0
EV/EBITDA	배	41.2	21.4	28.3	22.5	16.3	12.9
ROE	%	23.8	22.5	8.8	10.1	17.7	21.2
순차입금	십억원	190	179	362	421	421	452
부채비율	%	354.8	221.2	309.0	354.8	315.1	291.3

코스맥스 분기별 실적 추정

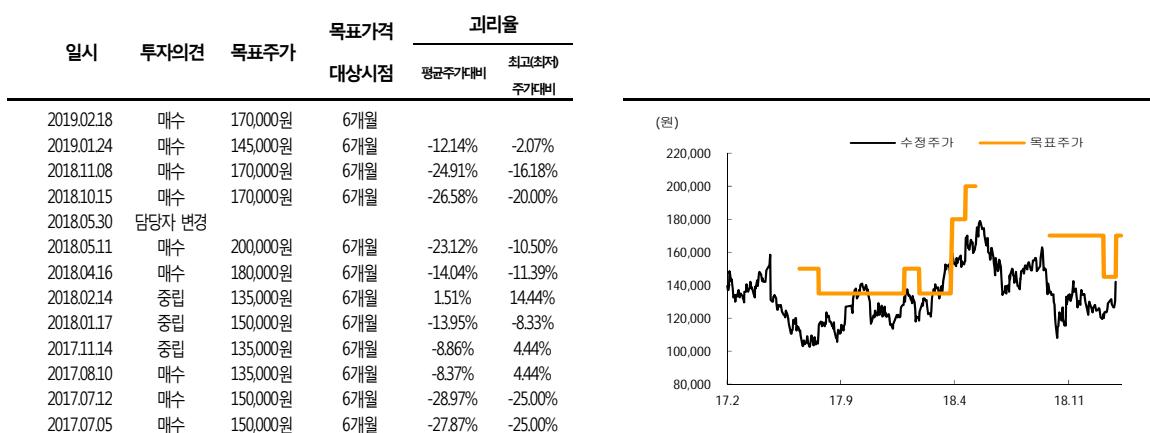
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	328.8	341.2	384.3	369.0	376.6	884.0	1,249.9	1,471.1
y-y		31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	18.2%	17.3%	17.3%	14.5%	16.8%	41.4%	17.7%
KOREA		152.4	190.2	167.3	169.5	172.2	206.3	188.2	189.0	528.2	679.4	755.7
CHINA		99.1	121.6	120.2	136.7	123.9	152.8	148.8	169.9	371.2	477.6	595.5
Shanghai		80.4	106.5	105.0	119.1	100.4	130.9	126.0	141.7	326.8	410.9	499.1
Guangzhou		18.8	15.1	15.2	17.6	23.5	21.9	22.8	28.2	44.5	66.7	96.3
Indonesia		1.7	2.4	2.5	4.0	2.8	3.8	3.6	4.8	9.0	10.6	14.9
Thailand		0.7	0.6	4.9	3.5	3.9	3.0	6.9	5.3	-	9.7	19.0
USA(오하이오)		15.5	14.5	18.2	18.1	21.0	20.2	23.6	24.8	38.1	66.2	89.6
USA(뉴질랜드)		27.3	24.2	28.0	19.6	29.6	30.3	29.6	21.7	-	99.1	111.2
y-y	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	31.4%	13.0%	8.5%	12.5%	11.5%	4.5%	28.6%	11.2%
CHINA		28.7%	15.2%	36.7%	35.7%	25.0%	25.7%	23.8%	24.3%	30.8%	28.7%	24.7%
Shanghai		18.7%	15.5%	35.6%	33.2%	25.0%	23.0%	20.0%	19.0%	29.2%	25.8%	21.5%
Guangzhou		102.2%	13.0%	45.0%	55.3%	25.0%	45.0%	50.0%	60.0%	43.6%	50.0%	44.5%
Indonesia		-40.0%	31.4%	7.9%	104.9%	60.0%	55.0%	45.0%	20.0%	201.0%	18.3%	40.4%
Thailand		-	-	-	-	450.0%	400.0%	40.0%	50.0%	-	0.0%	95.5%
USA(오하이오)		115.4%	127.8%	52.0%	44.1%	35.0%	40.0%	30.0%	37.0%	116.9%	74.0%	35.3%
USA(뉴질랜드)		-	-	-	-	8.5%	25.0%	5.5%	11.0%	-	-	12.2%
OP	OP	10.4	18.6	13.2	10.1	18.1	27.4	18.0	24.4	35.1	55.2	87.9
y-y		10.6%	29.7%	163.7%	58.4%	73.8%	47.6%	35.7%	141.7%	-33.2%	57.1%	59.3%
OPM		3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	5.3%	7.1%	4.9%	6.5%	4.0%	4.4%	6.0%
KOREA		5.0	7.7	4.0	5.4	6.5	9.4	5.4	7.0	18.8	22.1	28.3
CHINA		7.4	11.0	7.0	12.3	9.6	14.7	9.5	16.4	30.6	37.7	50.1
Shanghai		5.2	8.0	5.0	9.2	6.8	10.2	6.4	11.3	23.9	27.4	34.8
Guangzhou		2.2	3.0	2.0	3.1	2.8	4.4	3.0	5.0	6.7	10.3	15.3
Indonesia		-0.8	-1.1	-0.6	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	-2.2	0.3
Thailand		-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-	-1.5	-0.3
USA(오하이오)		-3.6	-3.8	-28	-3.5	-2.5	-2.8	-2.1	-2.0	-17.0	-13.8	-9.5
USA(뉴질랜드)		0.0	1.2	28	-1.5	2.0	2.5	2.3	3.0	-	2.5	9.8
% Margin	KOREA	33%	4.1%	2.4%	3.2%	3.8%	4.6%	2.9%	3.7%	3.6%	3.3%	3.8%
CHINA		7.5%	9.1%	5.8%	9.0%	7.8%	9.6%	6.4%	9.6%	8.2%	7.9%	8.4%
Shanghai		6.5%	7.5%	4.8%	7.7%	6.8%	7.8%	5.1%	8.0%	7.3%	6.7%	7.0%
Guangzhou		11.7%	20.0%	13.0%	17.5%	12.0%	20.3%	13.3%	17.8%	15.2%	15.4%	15.9%
Indonesia		-45.3%	-45.7%	-24.0%	7.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.3%	-20.6%	2.0%
Thailand		-14.3%	-183.3%	0.0%	-8.6%	-5.0%	-3.0%	-2.0%	2.0%	-	-15.5%	-1.7%
USA(오하이오)		-23.3%	-26.6%	-15.4%	-19.3%	-12.0%	-14.0%	-9.0%	-8.0%	-44.6%	-20.8%	-10.6%
USA(뉴질랜드)		0.0%	5.0%	10.0%	-7.7%	6.8%	8.3%	7.8%	13.8%	-	2.5%	8.8%

자료: SK 증권 코스맥스

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	십억원	543	30.7	16,652	글로벌 화장품 4개사 19년 평균 PER을 10% 할증
Shares Outstanding(000)	천주			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			165,759	
Target Price	원			170,000	Upside +19.7%

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 글로벌 화장품 4 개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도, 상해자화



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 (2019년 2월 18일 기준)

매수	90.77%	중립	9.23%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396	500	669	751	895
현금및현금성자산	68	39	64	68	41
매출채권및기타채권	192	251	309	339	424
재고자산	125	185	263	307	384
비유동자산	270	434	441	450	470
장기금융자산	11	16	16	16	16
유형자산	236	307	306	311	315
무형자산	6	91	93	92	91
자산총계	666	934	1,109	1,201	1,365
유동부채	384	522	645	690	790
단기금융부채	190	242	290	290	290
매입채무 및 기타채무	162	256	321	360	450
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	75	184	220	222	226
장기금융부채	60	163	198	201	205
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	0	0	0	0	0
부채총계	459	706	865	912	1,016
지배주주지분	211	218	255	301	360
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	129	129	129
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	58	65	128	174	235
비지배주주지분	-4	10	-11	-11	-11
자본총계	207	228	244	289	349
부채와자본총계	666	934	1,109	1,201	1,365

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	31	0	-19	51	27
당기순이익(순실)	31	16	24	49	70
비현금성항목등	38	45	64	65	76
유형자산감가상각비	12	20	24	25	25
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	6	5	2	-5	-5
운전자본감소(증가)	-26	-41	-99	-37	-82
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-47	-57	-69	-30	-85
재고자산감소(증가)	-41	-60	-79	-44	-77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	94	64	39	90
기타	6	-19	-15	-2	-10
법인세납부	-13	-20	-7	-26	-37
투자활동현금흐름	-97	-172	-18	-30	-30
금융자산감소(증가)	-7	-7	1	0	0
유형자산감소(증가)	-88	-81	-20	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-85	0	0	0
기타	-2	1	2	0	0
재무활동현금흐름	117	143	62	-18	-24
단기금융부채증가(감소)	-5	53	17	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	107	64	3	4
자본의증가(감소)	93	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-3	-3	-10
기타	-8	-7	-17	-18	-18
현금의 증가(감소)	51	-29	25	4	-27
기초현금	17	68	39	64	68
기말현금	68	39	64	68	41
FCF	-58	-169	-37	17	-7

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757	884	1,260	1,471	1,839
매출원가	639	772	1,095	1,274	1,586
매출총이익	118	112	165	197	253
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	13.1	13.4	13.8
판매비와관리비	65	77	113	109	133
영업이익	53	35	52	88	120
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.2	6.0	6.5
비영업수익	-6	-10	-16	-13	-13
순금융비용	7	9	18	18	18
외환관련손익	-1	-3	-3	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	37	75	107
세전계속사업이익률 (%)	6.1	2.9	2.9	5.1	5.8
계속사업법인세	15	10	13	26	37
계속사업이익	31	16	24	49	70
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	24	49	70
순이익률 (%)	4.2	1.8	1.9	3.4	3.8
지배주주	35	19	24	49	70
지배주주기록 순이익률(%)	45.9	21.3	1.9	3.35	3.81
비지배주주	-3	-3	0	0	0
총포괄이익	24	16	23	49	69
지배주주	28	19	23	48	69
비지배주주	-4	-3	0	0	0
EBITDA	65	55	77	114	146

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	41.9	16.8	42.5	16.8	25.0
영업이익	46.4	-33.2	48.9	68.0	36.5
세전계속사업이익	57.6	-45.7	45.2	105.3	42.5
EBITDA	44.6	-15.0	39.6	47.3	28.5
EPS(계속사업)	63.4	-50.1	27.2	105.3	42.5
수익성 (%)					
ROE	22.5	8.8	10.1	17.7	21.2
ROA	5.7	1.9	2.4	4.3	5.5
EBITDA마진	8.6	6.3	6.1	7.7	8.0
안정성 (%)					
유동비율	103.2	95.8	103.6	108.9	113.2
부채비율	221.2	309.0	354.8	315.1	291.3
순차입금/자기자본	86.5	158.4	172.8	145.5	129.6
EBITDA/이자비용(배)	9.5	5.9	4.2	6.3	8.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,759	1,876	2,387	4,900	6,981
BPS	20,990	21,704	25,415	29,922	35,810
CFPS	5,115	3,890	4,870	7,481	9,591
주당 현금배당금	1,000	300	300	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	51.0	84.5	75.0	29.0	20.3
PER(최저)	25.9	54.6	45.3	24.4	17.1
PBR(최고)	9.1	7.3	7.0	4.8	4.0
PBR(최저)	4.6	4.7	4.3	4.0	3.3
PCR	23.4	301	26.7	19.0	14.8
EV/EBITDA(최고)	30.1	35.9	28.8	16.3	12.9
EV/EBITDA(최저)	17.9	25.7	19.6	14.3	11.4