

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	1,714 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외35)	28.71%
국민연금공단	12.23%
외국인지분률	40.10%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(19/02/15)	76,700 원
KOSPI	2196.09 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	84,500 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.6%	6.6%
6개월	12.3%	15.5%
12개월	-0.5%	9.7%

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

[4Q18 Review] 두 마리 토끼 잡았으나, 추가 상승은 제한적

- 4Q18 매출액 3,799 억원(y-y +73.5%), 영업이익 396 억원(y-y +183.3%) 기록
- 영업이익 컨센서스 304 억원, 당사 추정 영업이익 320 억원을 모두 상회
- 국내 화장품, 마스크팩 비중 축소 및 고마진 채널(방판, 홈쇼핑 등) 확대로 수익성 개선
- CKM(헬스케어) 4 분기 계절적 매출 증대에 따른 영업 레버리지 효과로 이익률 확대
- 목표주가 82,000 원 유지하나, 최근 주가 상승을 반영해 투자의견은 중립으로 하향

북미, 중국 부진 지속에도 국내 화장품과 헬스케어의 약진이 돋보임

4Q18 매출액 3,799 억원(y-y +73.5%), 영업이익 396 억원(y-y +183.3%)으로 매출액은 컨센서스 3,945 억원을 소폭 하회했으나, 영업이익의 경우, 컨센서스 304 억원과 SK 증권 추정 영업이익 320 억원을 크게 상회하는 호실적을 기록했다. 당사 이익 추정치와의 괴리는 주로 국내 화장품과 CKM의 마진이 개선되면서 발생했다. 먼저 CKM(CJ 헬스케어)의 경우, 이익률이 좋은 CJ 헬스케어 자체 CMO 생산 물량의 일시적 증가로 4 분기에 연간 이익률 14~15%를 상회하는 18%의 OPM을 기록한 것으로 보인다. 매출액도 1,310 억원을 달성하며 기존 예상치(1,270 억원)에 부합하는 견조한 성장세를 시현하였다. 국내 화장품 부문은 제품 mix 변화에 따른 마진 개선으로 매출액 1,705 억원(y-y +30.8%)과 OPM 8.2%를 기록한 것(연간 OPM 7%)으로 추정한다. 고마진 제품 위주의 고객(AHC, 애티미 등) 오더가 확대되었고, 저단가 제품인 마스크팩 생산 감소로 매출액 성장률 둔화에도 이익률은 개선되었다. 한편, PTP(마국)법인의 지난 분기부터 발생했던 일부 거래처 품목 단종에 따른 매출 부진이 지속되고 있으며, 4 분기 매출액 146 억원(y-y +3.0%)과 -14 억원 가량의 영업적자를 기록한 것으로 추정된다. 캐나다 법인의 경우, 지난해 기저 부담으로 매출액은 85 억원(y-y -9.6%)을 기록, 크리스마스 시즌 계절적인 요인으로 3% 수준의 타 분기 대비 낮은 영업이익률(연간 OPM 7%)을 기록한 것으로 보인다. 중국 법인은 무석 법인(매출액 6 억원, 영업적자)의 가동률이 예상보다 더디게 올라오고 있으며, 북경법인(매출액 185 억원, BEP)은 연초부터 진행했던 회계 비용처리의 마무리 국면에 있다. 이에 따라 올해부터는 낮은 기저 효과에 따른 이익 성장폭 확대를 기대해볼 수 있다. 국내 제약 부문의 경우, 매출액은 449 억원(y-y -6.7%), 영업이익률은 13.5%를 기록한 것으로 추정된다. CSO→CMO 사업 전환에 따른 매출액 감소 효과 제외 시, 기존 회사의 목표치를 충족시키는 매출액을 달성했으며, 발사르탄 원료 가격 상승으로 영업이익률은 다소 부진했다.

목표주가 82,000 원 유지하나, 투자의견은 중립으로 하향

동사의 두 개의 주축이라고 할 수 있는 국내 ODM과 CKM의 견조한 탑라인 성장과 수익성 개선은 최근 화장품 수출 감소에 대한 우려와 헬스케어 관련 실적 불확실성을 해소해주었다는 측면에서 긍정적이다. 2019년에도 국내 화장품 부문의 매출 고성장과 헬스케어의 안정적인 탑라인과 수익성은 유지될 것으로 전망한다. 다만, 중국 법인의 더딘 매출 증가세와 축소되는 화장품 부문 영업이익 기여도를 감안 시, 추가 주가 상승여력은 제한적이라는 판단이다. 목표주가 82,000 원을 유지하나, 투자의견은 중립으로 하향한다.

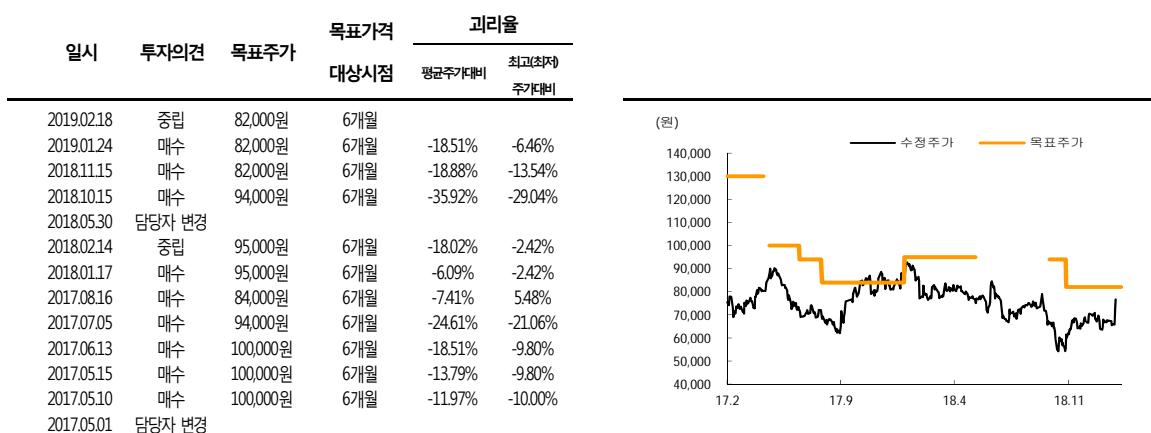
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	536	667	822	1,358	1,646	1,769
yooy	%	16.2	24.6	23.1	65.3	21.2	7.4
영업이익	십억원	61	73	67	90	161	184
yooy	%	29.6	20.9	-8.8	34.3	78.6	14.8
EBITDA	십억원	70	85	86	130	213	236
세전이익	십억원	59	71	62	48	110	139
순이익(지배주주)	십억원	45	53	47	41	81	104
영업이익률%	%	11.3	11.0	8.2	6.6	9.8	10.4
EBITDA%	%	13.1	12.8	10.5	9.6	13.0	13.3
순이익률	%	8.5	8.0	5.9	2.5	5.1	6.0
EPS	원	2,155	2,516	2,240	1,892	3,634	4,639
PER	배	44.0	26.2	36.6	37.3	21.1	16.5
PBR	배	9.1	5.1	5.7	3.6	3.3	2.8
EV/EBITDA	배	28.3	16.9	21.8	22.6	14.2	12.4
ROE	%	22.7	21.6	16.4	11.0	16.9	18.1
순차입금	십억원	-15	31	115	984	936	836
부채비율	%	56.0	71.3	101.0	163.0	152.4	137.8

한국콜마 분기별 실적 추정

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	385.2	427.0	415.0	419.1	822	1,358	1,646
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	58.9%	18.6%	10.6%	10.3%	23.1%	65.3%	21.2%
	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	225.2	260.8	247.3	239.5	681.6	891.6	972.8
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	170.5	174.5	208.7	197.0	188.8	489.5	697.3	769.0
	Domestic	146.2	175.8	159.3	158.2	162.3	188.1	175.2	174.0	457.0	639.5	699.6
	Export	102	17.2	18.1	12.3	12.2	20.6	21.7	14.8	32.5	57.8	69.4
	Bio	52.0	52.8	44.6	44.9	50.7	52.0	50.4	50.7	192.1	194.3	203.8
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	18.3	22.1	20.4	21.3	57.6	74.4	82.2
	무석	-	-	-	0.6	2.0	4.0	6.5	8.5	-	0.6	21.0
	PTP	14.2	13.4	13.4	14.6	14.6	13.8	13.8	15.0	66.9	55.6	57.3
	CSR	8.0	8.2	7.9	8.5	8.8	9.0	8.7	9.4	27.9	32.6	35.9
	CKM	0.1	80.0	124.0	131.0	125.0	127.0	127.7	134.9	-	335.1	514.7
y-y	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	8.1%	6.1%	11.4%	11.2%	10.0%	30.8%	9.1%
	Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.6%	8.2%	11.0%	10.7%	7.8%	42.5%	10.3%
	Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	30.2%	11.0%	7.0%	10.0%	10.0%	11.2%	39.9%	9.4%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	38.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	-24.9%	77.8%	20.0%
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-2.5%	-1.5%	13.0%	13.0%	16.1%	1.1%	4.9%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	16.0%	2.0%	11.0%	15.0%	10.5%	29.2%	10.4%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3400.0%
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	0.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-	-16.9%	3.0%
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	-9.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-	16.8%	10.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	53.6%
OP	OP	18.0	24.6	7.8	39.6	34.7	42.0	38.9	45.0	67.0	90.0	160.6
	y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	93.2%	70.8%	400.4%	13.6%	-8.8%	34.3%	78.6%
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	9.0%	9.8%	9.4%	10.7%	8.2%	6.6%	9.8%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	19.0	24.8	19.8	23.6	61.3	71.0	87.1
	Cosmetic	103	15.4	11.2	13.9	11.9	16.7	12.2	16.2	37.1	50.9	57.0
	Bio	6.8	6.9	0.4	6.1	7.1	8.1	7.6	7.4	24.3	20.1	30.1
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	1.4	1.8	1.6	1.8	2.3	0.3	6.6
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(3.0)	(2.0)	(0.7)	(0.4)	-	(3.0)	(6.1)
	PTP	0.6	0.7	(0.6)	(1.5)	0.4	0.4	0.4	0.5	2.9	(0.8)	1.7
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.3	0.8	0.7	0.7	0.3	1.4	2.2	2.5
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.6	16.9	17.1	17.9	20.2	-	22.2	72.1
OPM	KOREA	8.2%	91%	5.2%	9.3%	8.4%	9.5%	8.0%	9.8%	9.0%	8.0%	9.0%
	Cosmetic	6.6%	8.0%	6.0%	8.2%	6.8%	8.0%	6.2%	8.6%	7.6%	7.3%	7.4%
	Bio	13.0%	13.0%	1.0%	13.5%	14.0%	15.5%	15.0%	14.5%	12.6%	10.4%	14.8%
	Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	0.5%	7.5%	8.0%	8.0%	8.5%	4.0%	0.4%	8.0%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	-333.3%	-150.0%	-50.0%	-10.0%	-5.0%	-	-508.3%	-28.9%
	PTP	4.0%	5.0%	-4.5%	-10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.3%	-1.5%	3.0%
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	3.0%	8.9%	8.1%	8.1%	3.1%	5.1%	6.9%	7.0%
	CKM	-	-	-24%	18.0%	13.5%	13.5%	14.0%	15.0%	-	6.6%	14.0%

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 (2019년 2월 18일 기준)

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

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	579	718	852
현금및현금성자산	27	14	70	110	201
매출채권및기타채권	128	161	265	322	346
재고자산	86	106	175	212	228
비유동자산	229	303	1,551	1,537	1,524
장기금융자산	0	4	11	11	11
유형자산	185	236	374	367	361
무형자산	40	58	1,159	1,151	1,145
자산총계	493	669	2,130	2,255	2,376
유동부채	196	212	427	466	478
단기금융부채	59	79	207	199	191
매입채무 및 기타채무	114	112	185	224	241
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	124	892	896	899
장기금융부채	5	119	887	887	887
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	0	0	0	0	0
부채총계	205	336	1,320	1,362	1,377
지배주주지분	270	305	440	521	624
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	216	216	216
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	215	297	400
비지배주주지분	18	28	370	373	375
자본총계	288	333	810	893	999
부채와자본총계	493	669	2,130	2,255	2,376

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	39	9	13	134	179
당기순이익(순실)	53	49	33	83	106
비현금성항목등	35	38	101	130	130
유형자산감가상각비	11	16	29	37	36
무형자산상각비	1	3	11	16	15
기타	3	2	6	2	2
운전자본감소(증가)	-32	-61	-66	-53	-23
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-28	-34	-47	-56	-24
재고자산감소(증가)	-24	-18	-19	-37	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-3	34	39	17
기타	-10	-6	-34	1	0
법인세납부	-17	-17	-56	-27	-34
투자활동현금흐름	-21	-155	-1,212	-36	-35
금융자산감소(증가)	23	-68	54	0	0
유형자산감소(증가)	-45	-68	-36	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-8	-8	-8	-8
기타	1	-11	-1,222	2	3
재무활동현금흐름	10	131	1,255	-58	-53
단기금융부채증가(감소)	0	0	-2	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	15	141	846	0	0
자본의증가(감소)	0	0	450	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-6	0	0
기타	-1	-4	-33	-50	-45
현금의 증가(감소)	11	-13	56	40	91
기초현금	16	27	14	70	110
기말현금	27	14	70	110	201
FCF	-21	-62	-36	83	130

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	1,358	1,646	1,769
매출원가	514	644	1,011	1,209	1,295
매출총이익	154	178	347	438	474
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	25.6	26.6	26.8
판매비와관리비	80	111	257	277	289
영업이익	73	67	90	161	184
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.6	9.8	10.4
비영업수익	-2	-5	-42	-51	-45
순금융비용	1	3	38	48	42
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	48	110	139
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.6	3.6	6.7	7.9
계속사업법인세	18	13	15	27	34
계속사업이익	53	49	33	83	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	33	83	106
순이익률 (%)	8.0	5.9	2.5	5.1	6.0
지배주주	53	47	41	81	104
지배주주기록 순이익률(%)	79.5	5.75	3.02	49.3	5.86
비지배주주	0	1	-8	2	2
총포괄이익	55	39	34	83	106
지배주주	53	40	41	81	103
비지배주주	2	-1	-7	2	2
EBITDA	85	86	130	213	236

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	24.6	23.1	65.3	21.2	7.4
영업이익	20.9	-8.8	34.3	78.6	14.8
세전계속사업이익	21.3	-13.0	-22.3	127.8	27.0
EBITDA	21.2	1.1	51.0	64.1	10.4
EPS(계속사업)	16.7	-11.0	-15.5	92.1	27.7
수익성 (%)					
ROE	21.6	16.4	11.0	16.9	18.1
ROA	12.7	8.4	2.4	3.8	4.6
EBITDA마진	12.8	10.5	9.6	13.0	13.3
안정성 (%)					
유동비율	134.6	172.6	135.5	154.1	178.2
부채비율	71.3	101.0	163.0	152.4	137.8
순차입금/자기자본	10.9	34.7	121.4	104.7	83.7
EBITDA/이자비용(배)	85.2	21.7	3.3	4.3	5.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,516	2,240	1,892	3,634	4,639
BPS	12,790	14,458	19,669	23,293	27,923
CFPS	3,077	3,149	3,745	5,997	6,931
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	42.7	40.3	49.0	21.1	16.5
PER(최저)	24.7	26.4	28.7	17.5	13.7
PBR(최고)	8.4	6.2	4.7	3.3	2.8
PBR(최저)	4.9	4.1	2.8	2.7	2.3
PCR	21.4	26.0	18.8	12.8	11.1
EV/EBITDA(최고)	27.2	23.8	25.5	14.2	12.4
EV/EBITDA(최저)	16.0	16.2	19.8	12.8	11.2