

# SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

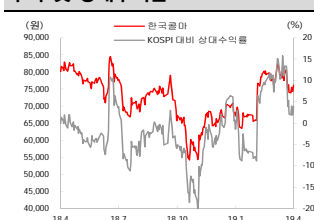
## Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,235 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,701 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외35)	28.71%
국민연금공단	12.67%
외국인지분률	40.60%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(19/04/12)	76,100 원
KOSPI	2,233.45 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	84,500 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.3%	-3.2%
6개월	13.1%	9.5%
12개월	-5.0%	3.9%

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

## 중국 법인 가동률 회복이 관건

- 1 분기 매출액 3,864 억원(y-y +59.3%)과 영업이익 319 억원(y-y +77.6%) 전망
- 컨센서스 매출액과 영업이익 3,916 억원과 341 억원을 소폭 하회할 것으로 예상
- 컨센서스 하회의 원인은 1) 무석 법인 고객사 오딧 지연과 2) PTP 법인 수주 부진 지속
- 향후 실적 추정치는 중국 법인 가동률 회복 속도에 따라 변화될 개연성이 높음
- 투자의견 Hold, 목표주가 82,000 원 유지

## 중국 고객사 오딧 지연으로 가동률 회복 더딘 상황

1 분기 매출액과 영업이익은 3,864 억원과 319 억원으로 전년동기대비 각각 +59.3%와 +77.6% 증가하며 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정한다. 컨센서스 하회의 주요 원인은 1) 중국 무석 법인 고객사의 오딧 지연으로 북경 법인에서 무석 법인으로의 물량 이관이 더디게 이루어지며 가동률이 예상보다 빠르게 올라오지 못하고 있다는 점과 2) 미국 PTP 법인이 4 분기에 이어 1 분기에도 유의미한 수준의 신규 오더를 유치하지 못하면서 이익률 부진이 이어질 것으로 전망된다는 부분에 있다. 북경 법인은 물량 이관 영향으로 매출액은 y-y -13.5% 감소할 것으로 전망하는데, 무석 법인과 합산한 전체 중국 매출은 y-y +11.8% 증가한 것으로, 당초 예상보다 무석법인 초기 가동률이 더디게 올라오고 있다. 1 분기 무석법인은 약 40 억정도의 매출과 -24 억원의 손실만이 발생할 예정이다. 국내 화장품 부문은 안정적인 매출 성장으로 1 분기 매출액이 y-y +11.6% 증가할 것으로 전망되며, 7~8% 수준의 이익률이 유지될 것으로 보인다. 제약 부문은 CSO 사업 철수 영향으로 매출액 자체는 y-y -4.0% 감소할 것으로 예상되나, 해당 영향을 제외 시, 실질적인 제약 매출은 y-y +10% 이상 성장한 것으로 파악된다. 따라서 전체 국내 전체 타라인은 y-y +7.7% 성장할 것으로 예상된다. 캐나다와 미국 법인은 4 분기와 유사한 흐름 지속되며 1 분기 매출액 성장률이 각각 y-y +10.0%, y-y +0.5%를 기록할 것으로 전망한다. CKM의 경우, 3 월 1 일 출시된 CJ 헬스케어의 신약 '케이캡정'의 매출(약 15~20 억)이 처음으로 인식될 예정이며, 연결 영업이익률의 경우, 13~14%를 유지할 전망이다.

## 투자의견 Hold, 목표주가 82,000 원 유지

향후 동사의 실적 추정치는 중국 법인 화장품 ODM 공장 가동률 회복 속도에 따라 변화될 것으로 예상된다. 국내와 캐나다 및 제약 ODM 사업의 경우, 안정적인 매출 성장과 마진을 유지할 것으로 전망되나, 미국 법인의 경우 이익률 회복까지 시간이 소요될 것으로 보인다. 이 외 CKM의 신약 해외 시장 반응에 따른 수출 증가 여부가 향후 추가 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다. 투자의견 Hold와 목표주가 82,000 원을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	십억원	667	822	1,358	1,671	1,923
yoy	%	24.6	23.1	65.3	23.1	15.1
영업이익	십억원	73	67	90	149	191
yoy	%	20.9	-8.8	34.3	66.1	28.1
EBITDA	십억원	85	86	132	257	282
세전이익	십억원	71	62	55	103	151
순이익(지배주주)	십억원	53	47	42	76	113
영업이익률%	%	11.0	8.2	6.6	8.9	10.0
EBITDA%	%	12.8	10.5	9.7	15.4	14.7
순이익률	%	8.0	5.9	2.7	4.7	6.0
EPS	원	2,516	2,240	1,954	3,387	5,041
PER	배	26.2	36.6	36.1	22.5	15.1
PBR	배	5.1	5.7	3.6	3.4	2.8
EV/EBITDA	배	16.9	21.8	22.0	11.4	9.9
ROE	%	21.6	16.4	11.4	16.1	20.3
순차입금	십억원	31	115	949	848	710
부채비율	%	71.3	101.0	170.0	162.7	148.3

## 한국콜마 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	386.4	430.5	421.6	432.7	822	1,358	1,671
	y-y%	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	59.3%	19.6%	12.3%	13.9%	23.1%	65.3%	23.1%
y-y	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	224.4	260.8	247.6	239.7	681.6	891.6	972.5
	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	10.2	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	49.9	52.0	50.6	51.0	192.1	194.3	203.5
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	13.7	15.7	14.3	17.3	57.6	74.4	61.0
	무석	-	-	-	0.6	4.0	9.0	10.5	17.0	-	0.6	40.5
	PTP	14.2	13.4	13.4	14.6	14.3	13.8	13.8	15.0	66.9	55.6	56.9
	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	130.0	132.0	136.4	144.1	-	335.1	542.5
	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	7.7%	6.1%	11.5%	11.3%	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%
OP	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%	-4.0%	-1.5%	13.5%	13.5%	16.1%	1.1%	4.7%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-13.5%	-27.5%	-22.5%	-6.5%	10.5%	29.2%	-18.1%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6650.0%
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	0.7%	0.5%	3.0%	3.0%	3.0%	-	-16.9%	2.4%
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	-9.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-	16.8%	10.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	61.9%
	OP	18.0	24.6	7.8	39.6	31.9	38.5	35.6	43.5	67.0	90.0	149.4
	y-y%	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	77.6%	56.5%	357.3%	9.7%	-8.8%	34.3%	66.1%
	%Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.9%	8.4%	10.1%	8.2%	6.6%	8.9%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	18.4	23.7	18.6	22.3	61.3	71.0	83.0
	Cosmetic	10.3	15.4	11.2	13.9	11.7	16.7	12.0	15.7	37.1	50.9	56.1
	Bio	6.8	6.9	0.4	6.1	6.7	7.0	6.6	6.6	24.3	20.1	27.0
OPM	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	0.3	0.6	0.3	0.5	2.3	0.3	1.7
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(2.4)	(1.8)	(0.5)	0.1	-	(3.0)	(4.6)
	PTP	0.6	0.5	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.2)	0.2	0.5	2.9	(0.3)	0.0
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	1.4	2.6	2.9
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.7	16.9	17.4	18.1	21.6	-	22.3	74.1
	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	9.3%	8.2%	9.1%	7.5%	9.3%	9.0%	8.0%	8.5%
	Cosmetic	6.6%	8.0%	6.0%	8.2%	6.7%	8.0%	6.1%	8.3%	7.6%	7.3%	7.3%
	Bio	13.0%	13.0%	1.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.0%	13.0%	12.6%	10.4%	13.3%
	Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	0.5%	2.5%	3.5%	2.0%	3.0%	4.0%	0.4%	2.8%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	-333.3%	-60.0%	-20.0%	-5.0%	0.5%	-	-508.3%	-11.5%
	PTP	4.0%	3.5%	-4.5%	-5.0%	-3.5%	-1.5%	1.5%	3.5%	4.3%	-0.5%	0.0%
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	7.0%	8.7%	8.1%	8.1%	7.1%	5.1%	7.9%	8.0%
	CKM	-	-	-2.4%	18.1%	13.0%	13.2%	13.3%	15.0%	-	6.7%	13.7%

자료: 한국콜마, SK 증권

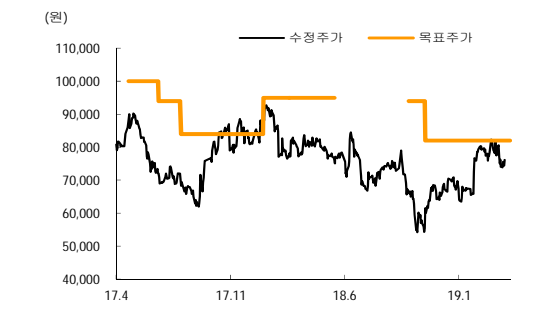
## 한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	억원	869	21.2	18,431	2019년 화장품 예상 이익비중 35%와 제약 예상 이익비중 65% 감안 글로벌 화장품 4사 12m fwd 실적 기준 PER 평균을 5% 할증 글로벌 제약 3사 12M Fwd 예상실적 기준 PER
화장품ODM	억원	348	34.1	11,852	
CJ헬스케어 + 제약ODM	억원	522	14.6	7,597	
Shares Outstanding('000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			82,477	
Target Price	원			82,000	Upside +7.8%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 제약 3 사는 화이자, 머크, J&amp;J, 글로벌 화장품 4 사는 시세이도, 에스티로더, 로레알 상해자화

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.15	중립	82,000원	6개월		
2019.02.18	중립	82,000원	6개월	-13.11%	0.37%
2019.01.24	매수	82,000원	6개월	-18.51%	-6.46%
2018.11.15	매수	82,000원	6개월	-18.88%	-13.54%
2018.10.15	매수	94,000원	6개월	-35.92%	-29.04%
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%



### Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2019 년 4 월 15 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	366	555	740	944	1,136
현금및현금성자산	14	77	170	299	492
매출채권및기타채권	161	202	249	286	286
재고자산	106	177	218	250	250
<b>비유동자산</b>	303	1,631	1,563	1,510	1,438
장기금융자산	4	19	19	19	19
유형자산	236	421	388	361	314
무형자산	58	1,151	1,106	1,073	1,048
<b>자산총계</b>	669	2,186	2,303	2,453	2,573
<b>유동부채</b>	212	517	562	597	597
단기금융부채	79	288	280	272	272
매입채무 및 기타채무	112	158	194	224	224
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	124	859	864	868	872
장기금융부채	119	819	819	819	819
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	336	1,377	1,426	1,465	1,468
<b>자배주주지분</b>	305	438	502	610	724
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	216	216	216	216
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	181	213	282	394	512
비배주주지분	28	371	375	378	381
<b>자본총계</b>	333	810	877	988	1,105
<b>부채외자본총계</b>	669	2,186	2,303	2,453	2,573

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	9	86	186	209	226
당기순이익(손실)	49	37	78	115	120
비현금성항목등	38	102	179	167	144
유형자산감가상각비	16	31	63	57	47
무형자산감가상각비	3	11	44	33	25
기타	2	8	1	1	1
운전자본감소(증가)	-61	-29	-46	-37	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	15	-47	-37	0
재고자산감소(증가)	-18	-21	-41	-33	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-15	36	29	0
기타	-6	-8	5	4	0
법인세납부	-17	-24	-25	-37	-38
<b>투자활동현금흐름</b>	-155	-1,291	-27	-26	7
금융자산감소(증가)	-68	9	0	0	0
유형자산감소(증가)	-68	-76	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-8	0	0	0	0
기타	-11	-1,223	3	5	7
<b>재무활동현금흐름</b>	131	1,268	-65	-53	-40
단기금융부채증가(감소)	0	0	-8	-8	0
장기금융부채증가(감소)	141	847	0	0	0
자본의증가(감소)	0	450	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-7	0	0
기타	-4	-23	-50	-45	-40
<b>현금의 증가(감소)</b>	-13	62	93	130	192
기초현금	27	14	77	170	299
기말현금	14	77	170	299	492
FCF	-62	-9	144	169	217

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	822	1,358	1,671	1,923
<b>매출원가</b>	644	1,001	1,227	1,408
<b>매출총이익</b>	178	357	444	515
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	26.6	26.8
<b>판매비와관리비</b>	111	267	295	324
영업이익	67	90	149	191
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.9	10.0
<b>비영업손익</b>	-5	-35	-47	-40
<b>순금융비용</b>	3	31	47	40
외환관련손익	-1	-1	1	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0
세전계속사업이익	62	55	103	151
세전계속사업이익률 (%)	7.6	4.1	6.1	7.9
계속사업법인세	13	19	25	37
<b>계속사업이익</b>	49	37	78	115
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	49	37	78	115
<b>순이익률 (%)</b>	5.9	2.7	4.7	6.0
지배주주	47	42	76	113
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.75	3.12	4.53	5.86
<b>비지배주주</b>	1	-6	2	2
<b>총포괄이익</b>	39	34	74	111
<b>지배주주</b>	40	38	71	108
<b>비지배주주</b>	-1	-4	3	3
<b>EBITDA</b>	86	132	257	282

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>				
매출액	231	65.3	23.1	15.1
영업이익	-8.8	34.3	66.1	28.1
세전계속사업이익	-13.0	-10.7	85.1	47.6
EBITDA	1.1	53.2	94.7	9.8
EPS(계속사업)	-11.0	-12.8	73.4	48.8
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	16.4	11.4	16.1	20.3
ROA	8.4	2.6	3.5	4.8
EBITDA마진	10.5	9.7	15.4	14.7
<b>안정성 (%)</b>				
유동비율	172.6	107.3	131.6	158.1
부채비율	101.0	170.0	162.7	148.3
순차입금/자기자본	34.7	117.2	96.7	71.9
EBITDA/이자비용(배)	21.7	4.0	5.1	6.3
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS(계속사업)	2,240	1,954	3,387	5,041
BPS	14,458	19,616	22,475	27,317
CFPS	3,149	3,894	8,198	9,097
주당 현금배당금	300	330	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>				
PER(최고)	40.3	47.4	24.3	16.3
PER(최저)	26.4	27.7	18.8	12.6
PBR(최고)	6.2	4.7	3.7	3.0
PBR(최저)	4.1	2.8	2.8	2.3
PCR	26.0	18.1	9.3	8.4
EV/EBITDA(최고)	23.8	24.9	11.9	10.4
EV/EBITDA(최저)	16.2	19.2	10.3	8.9