

# 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	1,432 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외 6)	26.48%
국민연금공단	12.59%
외국인지분율	30.30%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(19/04/12)	142,500 원
KOSPI	2233.45 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	179,000 원
52주 최저가	108,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-4.8%
6개월	1.1%	-2.2%
12개월	-2.4%	6.7%

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

### ODM 성장 스토리에 가장 부합

- 1 분기 매출액 3,404 억원(y-y +17.9%), 영업이익 150 억원(y-y +44.2%)으로 추정
- 누월드 제외 모든 생산 사이트가 고성장을 지속하며 컨센서스 매출액에 부합할 전망
- 상반기까지 주 52 시간제 시행에 따른 임금 인상 비용 반영으로 영업이익 역기저 존재
- 경쟁사를 압도하는 중국 시장 성장률과 수익성이 현 시점에서의 동사의 경쟁력
- 투자의견 Buy, 목표주가 170,000 원 유지

### 누월드 제외 모든 생산 사이트 고성장 지속 전망

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,404 억원(y-y +17.9%)과 150 억원(y-y +44.2%)으로 매출액 컨센서스 3,391 억원과 영업이익 컨센서스 154 억원에 부합할 것으로 추정한다. 국내 화장품은 온라인 고객사의 꾸준한 성장으로 매출액이 y-y +13.0% 증가한 1,722 억원을 기록할 것으로 예상하며, 상반기까지는 주 52 시간 근무제 시행에 따른 임금 인상 관련 비용 반영으로 이익 단에서의 역기저 효과가 있을 것으로 보인다. 2019년 연간 국내 화장품 부문 영업이익률은 3.8%로 예상하며, 연중 이익률은 상저하고 흐름을 보일 것으로 전망한다. 한편, 저마진 제품인 마스크팩의 비중은 4 분기와 비슷한 수준으로 파악돼 마스크팩 생산량 변화에 따른 마진 변동은 크지 않을 것으로 보인다. 중국 법인은 색조 시장 성장에 따른 수혜가 지속되고 있는 상황으로 상해와 광저우 합산 매출액은 1,239 억원으로 y-y +25.0% 증가한 것으로 추정한다. 중국 법인 가동률은 상해 75%, 광저우가 70%까지 올라온 것으로 파악되며, 특별한 고객사 및 제품 mix 의 변화없이 상해 7%, 광저우 12%의 영업이익률을 시현할 전망이다. 이외 미국, 태국, 인도네시아 모두 매출액 고성장이 전망되며, 오하이오 법인과 태국 법인은 적자폭을 꾸준히 축소시킬 것으로 예상한다. 1 분기 인도네시아, 오하이오, 누월드 합산 영업적자는 -28 억원 안팎이 될 것으로 추정한다. 한편, 당초 예상보다 누월드의 성장세가 다소 더딘 것으로 파악돼 1 분기 누월드의 매출액 성장률은 y-y +5.5%에 그칠 것으로 보인다. 제품 Mix 역시 고마진 제품 생산 비중이 적고, SAP 등 전산 관련 비용도 소요될 것으로 보여 낮은 한 자릿수 이익률을 시현할 전망이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 170,000 원 유지

코스맥스에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 170,000 원을 유지한다. 향후 2~3 년간 동사의 모든 생산 사이트에서의 지속적인 외형 고성장이 기대된다. 1) 중국 시장 선제적인 진출로 중국 시장 성장률과 수익성이 경쟁사를 압도하고 있으며, 2) 과거 공격적인 Capex 투자로 독보적인 생산 Capa 를 보유하고 있다. 브랜드가 난립하는 화장품 시장 내에서 가장 유리한 입지를 차지하고 있는 ODM 업체라는 판단이다. 2019년 연중으로 내실 경영과 공장 생산 효율화에 따른 중국 및 국내 법인 수익성 개선 여부에 주목할 필요가 있다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	십억원	757	884	1,260	1,467	1,679
yoy	%	41.9	16.8	42.5	16.4	14.4
영업이익	십억원	53	35	52	78	111
yoy	%	46.4	-33.2	48.9	49.3	42.0
EBITDA	십억원	65	55	78	109	142
세전이익	십억원	46	25	36	62	95
순이익(지배주주)	십억원	35	19	33	47	67
영업이익률%	%	7.0	4.0	4.2	5.3	6.6
EBITDA%	%	8.6	6.3	6.2	7.4	8.5
순이익률	%	4.2	1.8	1.7	2.4	3.3
EPS	원	3,759	1,876	3,246	4,714	6,636
PER	배	31.8	62.4	40.1	30.2	21.5
PBR	배	5.7	5.4	4.9	4.7	3.9
EV/EBITDA	배	21.4	28.3	22.9	16.6	12.6
ROE	%	22.5	8.8	13.5	16.5	19.9
순차입금	십억원	179	362	470	381	371
부채비율	%	221.2	309.0	338.9	343.8	313.4

## 코스맥스 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	328.8	340.4	382.1	368.5	375.7	884.0	1,249.9	1,466.7
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	17.9%	16.7%	17.1%	14.2%	16.8%	41.4%	17.3%
	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	3.5	3.5	4.4	9.0	10.6	14.2
	Thailand	0.7	0.6	4.9	3.5	2.8	2.1	5.9	4.6	-	9.7	15.3
	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	28.7	28.2	29.2	21.0	-	99.1	107.2
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%	45.0%	40.0%	10.0%	201.0%	18.3%	33.2%
	Thailand	-	-	-	-	300.0%	250.0%	20.0%	30.0%	-	0.0%	58.0%
	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)	-	-	-	-	5.5%	16.5%	4.0%	7.5%	-	-	8.2%
OP	OP	10.4	18.6	13.2	10.1	15.0	24.1	17.1	22.0	35.1	52.3	78.1
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	58.4%	44.2%	29.5%	29.1%	117.3%	-33.2%	48.9%	49.3%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.4%	6.3%	4.6%	5.8%	4.0%	4.2%	5.3%
	KOREA	5.0	7.7	4.0	5.4	6.0	8.9	6.6	7.4	18.8	22.1	28.9
	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	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	-2.2	0.1
	Thailand	-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	0.1	-	-1.5	-0.7
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-28	-3.5	-2.5	-2.8	-2.1	-1.1	-17.0	-13.8	-8.6
	USA(뉴질랜드)	0.0	1.2	28	-1.5	0.8	0.9	1.1	0.7	-	2.5	3.4
%Margin	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	3.2%	3.5%	4.3%	3.5%	3.9%	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%	-1.5%	-0.8%	1.3%	2.7%	3.3%	-20.6%	0.7%
	Thailand	-14.3%	-183.3%	0.0%	-8.6%	-12.0%	-10.0%	-5.0%	20%	-	-15.5%	-4.9%
	USA(오하이오)	-23.3%	-26.6%	-15.4%	-19.3%	-12.0%	-14.0%	-9.0%	-4.5%	-44.6%	-20.8%	-9.6%
	USA(뉴질랜드)	0.0%	5.0%	10.0%	-7.7%	2.7%	3.2%	3.8%	3.1%	-	2.5%	3.2%

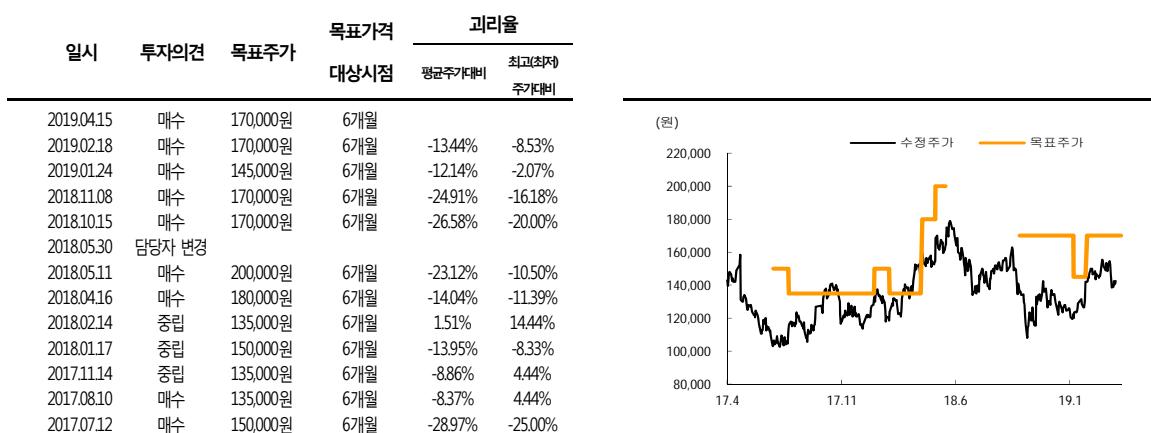
자료: 코스맥스, SK 증권

## 코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	522	34.1	17,777	글로벌 화장품 4개사 12M fwd PER을 5% 할증
Shares Outstanding(000)	천주			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			176,956	
Target Price	원			170,000	Upside +19.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 화장품 4 개사는 로레알, 에스티로더, 시세이도, 상해자회를 포함



### 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 4월 15일 기준)

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

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	500	596	736	836	905
현금및현금성자산	39	35	128	141	210
매출채권및기타채권	251	322	333	381	381
재고자산	185	209	244	279	279
<b>비유동자산</b>	434	466	473	480	457
장기금융자산	16	15	15	15	15
유형자산	307	333	334	334	308
무형자산	91	96	97	98	98
<b>자산총계</b>	934	1,062	1,209	1,316	1,362
<b>유동부채</b>	522	650	764	821	821
단기금융부채	242	371	371	371	371
매입채무 및 기타채무	256	231	336	385	385
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	184	169	173	177	177
장기금융부채	163	145	149	153	153
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	706	820	937	997	997
<b>지배주주지분</b>	218	265	307	364	422
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	129	129	129	129
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	65	135	176	233	289
비지배주주지분	10	-24	-35	-46	-57
<b>자본총계</b>	228	242	272	318	364
<b>부채와자본총계</b>	934	1,062	1,209	1,316	1,362

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	0	-37	146	71	100
당기순이익(순실)	16	21	36	55	55
비현금성항목등	45	66	73	87	84
유형자산감가상각비	20	24	29	29	26
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	5	8	-2	-2	-2
운전자본감소(증가)	-41	-114	63	-32	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-57	-80	-11	-48	0
재고자산감소(증가)	-60	-25	-34	-35	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	94	-26	105	49	0
기타	-19	15	3	3	0
법인세납부	-20	-10	-26	-40	-40
<b>투자활동현금흐름</b>	-172	-56	-32	-32	-2
금융자산감소(증가)	-7	-7	0	0	0
유형자산감소(증가)	-81	-48	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-85	-2	-2	-2	-2
기타	1	2	0	1	1
<b>재무활동현금흐름</b>	143	89	-22	-25	-29
단기금융부채증가(감소)	53	71	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	107	39	3	4	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-3	-6	-10	-10
기타	-7	-19	-19	-19	-19
<b>현금의 증가(감소)</b>	-29	-4	92	14	69
기초현금	68	39	35	128	141
기말현금	39	35	128	141	210
FCF	-169	-87	107	31	90

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	884	1,260	1,467	1,679
<b>매출원가</b>	772	1,105	1,273	1,455
<b>매출총이익</b>	112	155	194	223
매출총이익률 (%)	12.7	12.3	13.2	13.3
<b>판매비와관리비</b>	77	102	115	112
영업이익	35	52	78	111
영업이익률 (%)	4.0	4.2	5.3	6.6
비영업손익	-10	-16	-17	-16
<b>순금융비용</b>	9	18	19	18
외환관련손익	-3	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0
세전계속사업이익	25	36	62	95
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.9	4.2	5.7
계속사업법인세	10	15	26	40
<b>계속사업이익</b>	16	21	36	55
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	16	21	36	55
<b>순이익률 (%)</b>	1.8	1.7	2.4	3.3
지배주주	19	33	47	67
<b>지배주주기록 순이익률(%)</b>	21.3	2.59	3.23	3.97
<b>비지배주주</b>	-3	-12	-12	-12
<b>총포괄이익</b>	16	22	37	56
<b>지배주주</b>	19	33	48	67
<b>비지배주주</b>	-3	-11	-11	-11
EBITDA	55	78	109	142

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>				
매출액	16.8	42.5	16.4	14.4
영업이익	-33.2	48.9	49.3	42.0
세전계속사업이익	-45.7	43.4	70.0	53.9
EBITDA	-15.0	40.2	40.1	30.4
EPS(계속사업)	-50.1	73.0	45.2	40.8
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	8.8	13.5	16.5	19.9
ROA	1.9	2.1	3.2	4.4
EBITDA마진	6.3	6.2	7.4	8.5
<b>안정성 (%)</b>				
유동비율	95.8	91.6	96.4	101.9
부채비율	309.0	338.9	343.8	313.4
순차입금/자기자본	158.4	194.3	139.8	116.7
EBITDA/이자비용(배)	5.9	4.2	5.7	7.4
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS(계속사업)	1,876	3,246	4,714	6,636
BPS	21,704	26,411	30,577	36,265
CFPS	3,890	5,762	7,760	9,705
주당 현금배당금	300	600	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>				
PER(최고)	84.5	55.1	33.0	23.4
PER(최저)	54.6	33.3	25.4	18.0
PBR(최고)	7.3	6.8	5.1	4.3
PBR(최저)	4.7	4.1	3.9	3.3
PCR	30.1	22.6	18.4	14.7
EV/EBITDA(최고)	35.9	29.2	17.8	13.5
EV/EBITDA(최저)	25.7	20.0	14.5	10.9