

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	1,221 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외)	26.48%
국민연금공단	12.59%
외국인지분률	31.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/05/13)	121,500 원
KOSPI	2079.01 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	179,000 원
52주 최저가	108,000 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.7%	-8.4%
6개월	3.9%	3.5%
12개월	-27.9%	-14.1%

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

[1Q19 Review] 서서히 완화될 중국 탑라인 정체

- 1Q19 매출액 3,278 억원(y-y +13.5%), 영업이익 135 억원(y-y +30.2%) 기록
- 컨센서스 매출액과 영업이익 3,395 억원과 152 억원을 각각 -3.5%, -12.6% 하회
- 실적 하회의 주요 원인은 1) 중국 탑라인 성장 정체와 2) 누월드의 수익성 악화에 기인
- 한편, 국내 법인 매출액은 1,902 억원(y-y +24.8%)으로 외형 고성장 지속 중
- 투자 의견 Buy, 목표주가 170,000 원 유지

누월드, 당분간 수익성 저조 불가피한 반면, 중국 탑라인은 점차 회복될 전망

1Q19 매출액 3,278 억원(y-y +13.5%), 영업이익 135 억원(y-y +30.2%)으로 매출액 컨센서스 3,395 억원과 영업이익 컨센서스 152 억원을 각각 -3.5%, -12.6% 하회하는 실적을 시현하였다. 먼저, **중국**은 상해법인 매출 성장률이 y-y +1.7%로 기대치를 하회하며 전체 중국 성장률은 y-y +4.6%에 그쳤다. 매출 부진의 이유는 1) 상반기 중국의 계절적 비수기화(광군절 성수기 영향), 2) 연초 고객사 타이트한 재고 관리, 3) 전자상거래법 시행에 따른 일부 고객사들의 영업 위축 영향에 기인한다. 하지만 향후, 연초 재고관리와 영업 재정비를 실시했던 업체들 위주 리스토킹 수요가 지속 발생할 것으로 예상하는 바, 상해법인 매출 성장률은 하반기로 갈수록 회복될 전망이다. 광저우 법인 매출액은 y-y +17.1% 증가한 220 억원으로 견조한 고객사 수요를 확인시켜주었다. 1) 온라인 신규 고객 증가('Perfect Diary' 등)와 2) 생산라인이 부재한 고객 비중 확대에 따른 완제품 오더 증가로 매출 증가와 함께 영업이익률 역시 y-y +4.3%p 가량 개선되었다. 미국의 경우, 오하이오 법인의 꾸준한 성장에도 누월드의 실적 부진으로 합산 영업이익자 -45 억 가량을 기록한 것으로 추정된다. 오하이오 법인은 여전히 y-y +47.7%의 고성장세를 유지 중인 반면, 누월드는 1) 작년도 영업 부진과 2) 공장 리뉴얼로 인한 생산일수 및 생산성 하락으로 매출액이 y-y -26.5% 감소하였다. 지난해 누월드 인수 과정에서 영업에 매진하지 못했던 부분이 올해 실적에 반영되는 것으로 보이며, 고객사 오더를 위한 공장 리뉴얼도 5 월 중 마무리될 예정임에 따라 단기간 내 빠른 성장률 회복은 불가피할 전망이다. **국내** 부문 매출액은 기존 고객사(홈쇼핑, H&B 향) 오더 확대로 y-y +24.8% 증가한 1,902 억원을 기록하였다. 공장 자동화 설비 투자에 따른 효율 증대와 생산 인력 숙련도 상승 등 내부 체질 개선이 진행되며 영업이익률이 y-y +0.8%p, q-q +0.9%p 개선되었다.

투자 의견 Buy, 목표주가 170,000 원 유지

상해법인과 누월드의 1 분기 실적은 다소 아쉽지만, 큰 틀에서 성장의 방향성이 바뀐 것은 없다. 국내, 광저우, 오하이오 및 아세안 법인들은 꾸준히 외형 고성장을 이어나가고 있으며, 내실 경영에 따른 광저우 및 국내 법인 수익성 개선이 이루어지고 있는 구간이다. 2019년 매출액과 영업이익은 각각 y-y +17.8%와 +45.4% 증가한 1,484 억원과 783 억원을 기록할 것으로 전망한다. 투자 의견 Buy 와 목표주가는 170,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	757	884	1,260	1,471	1,677	1,878
yoy	%	41.9	16.8	42.5	16.8	14.1	12.0
영업이익	십억원	53	35	52	77	117	137
yoy	%	46.4	-33.2	48.9	46.5	52.0	17.6
EBITDA	십억원	65	55	78	107	147	165
세전이익	십억원	46	25	36	60	100	121
순이익(지배주주)	십억원	35	19	33	47	70	82
영업이익률%	%	7.0	4.0	4.2	5.2	7.0	7.3
EBITDA%	%	8.6	6.3	6.2	7.3	8.8	8.8
순이익률	%	4.2	1.8	1.7	2.4	3.5	3.7
EPS	원	3,759	1,876	3,246	4,631	6,958	8,139
PER	배	31.8	62.4	40.1	26.2	17.5	14.9
PBR	배	5.7	5.4	4.9	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	배	21.4	28.3	22.9	14.8	10.6	9.1
ROE	%	22.5	8.8	13.5	16.3	20.8	20.3
순차입금	십억원	179	362	470	383	369	315
부채비율	%	221.2	309.0	338.9	345.3	311.0	275.4

코스맥스 분기별 실적 추정

(단위: 십억 원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	388.0	370.4	384.6	1,259.7	1,483.7	1,677.5
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	13.5%	18.5%	17.7%	17.0%	42.5%	17.8%	13.1%
	KOREA	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	214.9	195.7	193.2	679.4	794.0	897.2
	CHINA	99.1	121.6	120.2	136.7	103.7	146.0	142.3	161.9	477.6	553.9	627.8
	Shanghai	80.4	106.5	105.0	119.1	81.8	124.6	120.2	134.6	410.9	461.1	511.9
	Guangzhou	18.8	15.1	15.2	17.6	22.0	21.5	22.0	27.3	66.7	92.7	115.9
	Indonesia	1.7	2.4	2.5	4.0	8.0	4.9	4.0	4.6	10.6	21.5	26.0
	Thailand	0.7	0.6	4.9	3.5	4.1	3.6	5.9	4.6	9.7	18.1	25.6
	USA(오하이오)	15.5	14.5	18.2	18.1	23.0	20.2	23.6	24.8	66.2	91.6	119.1
	USA(뉴월드)	27.3	24.2	28.0	19.6	20.0	28.2	29.2	21.0	99.1	98.5	108.3
y-y	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	31.4%	24.8%	13.0%	17.0%	14.0%	28.6%	16.9%	13.0%
	CHINA	28.7%	15.2%	36.7%	35.7%	4.6%	20.1%	18.4%	18.4%	28.7%	16.0%	13.3%
	Shanghai	18.7%	15.5%	35.6%	33.2%	1.7%	17.0%	14.5%	13.0%	25.8%	12.2%	11.0%
	Guangzhou	102.2%	13.0%	45.0%	55.3%	17.1%	42.0%	45.0%	55.0%	50.0%	39.1%	25.0%
	Indonesia	-40.0%	31.4%	7.9%	104.9%	364.5%	100.0%	60.0%	15.0%	18.3%	102.0%	21.3%
	Thailand	-	-	-	-	478.9%	500.0%	20.0%	30.0%	0.0%	86.4%	41.7%
	USA(오하이오)	115.4%	127.8%	52.0%	44.1%	47.7%	40.0%	30.0%	37.0%	74.0%	38.2%	30.0%
	USA(뉴월드)	-	-	-	-	-26.5%	16.5%	4.0%	7.5%	-	-0.6%	10.0%
OP	OP	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	24.8	16.6	21.7	53.9	78.3	116.5
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	58.4%	30.2%	33.5%	25.2%	115.2%	53.3%	45.4%	48.8%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	6.4%	4.5%	5.7%	4.3%	5.3%	6.9%
	KOREA	5.0	7.7	4.0	5.4	7.7	9.7	6.5	7.7	22.1	31.6	42.0
	CHINA	7.4	11.0	7.0	12.3	8.0	14.1	9.1	15.6	37.7	46.8	56.0
	Shanghai	5.2	8.0	5.0	9.2	4.5	9.7	6.1	10.8	27.4	31.1	36.1
	Guangzhou	2.2	3.0	2.0	3.1	3.5	4.4	2.9	4.9	10.3	15.7	19.9
	Indonesia	-0.8	-1.1	-0.6	0.3	1.0	0.0	0.1	0.1	-2.2	1.1	2.6
	Thailand	-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-1.6	-0.4	-0.3	0.1	-1.5	-2.2	0.8
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-2.8	-3.5	-2.1	-2.8	-2.1	-1.1	-13.8	-8.1	4.3
	USA(뉴월드)	0.0	1.2	2.8	-1.5	-2.4	0.9	1.1	0.7	2.5	0.3	5.0
%Margin	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	3.2%	4.1%	4.5%	3.3%	4.0%	3.3%	4.0%	4.7%
	CHINA	7.5%	9.1%	5.8%	9.0%	7.7%	9.6%	6.4%	9.7%	7.9%	8.4%	8.9%
	Shanghai	6.5%	7.5%	4.8%	7.7%	5.5%	7.8%	5.1%	8.0%	6.7%	6.7%	7.0%
	Guangzhou	11.7%	20.0%	13.0%	17.5%	16.0%	20.3%	13.3%	17.8%	15.4%	16.9%	17.2%
	Indonesia	-45.3%	-45.7%	-24.0%	7.6%	12.1%	-0.8%	1.3%	2.7%	-20.6%	5.2%	10.0%
	Thailand	-19.7%	-183.3%	0.0%	-8.6%	-40.2%	-10.0%	-5.0%	2.0%	-15.9%	-12.1%	3.0%
	USA(오하이오)	-23.3%	-26.6%	-15.4%	-19.3%	-9.0%	-14.0%	-9.0%	-4.5%	-20.8%	-8.9%	3.6%
	USA(뉴월드)	0.0%	5.0%	10.0%	-7.7%	-12.0%	3.2%	3.8%	3.1%	2.5%	0.3%	4.6%

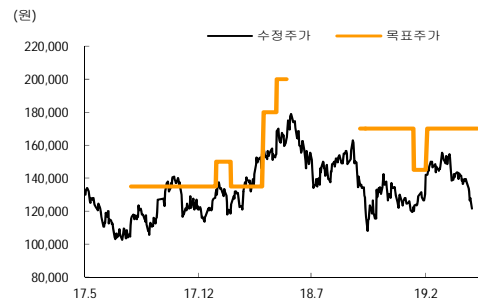
자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주 순이익	십억 원	524	33.7	17,636	글로벌 화장품 4개사 12M fwd PER을 5% 할증
Shares Outstanding ('000)	천주			10,046	발행주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			175,547	
Target Price	원			170,000	Upside +39.9%

자료: Bloomberg, SK 증권 주: 글로벌 화장품 4개사는 시세이도, 로레알, 에스티로더, 상해자화회를 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.14	매수	170,000원	6개월		
2019.04.15	매수	170,000원	6개월	-15.35%	-8.53%
2019.02.18	매수	170,000원	6개월	-13.44%	-8.53%
2019.01.24	매수	145,000원	6개월	-12.14%	-2.07%
2018.11.08	매수	170,000원	6개월	-24.91%	-16.18%
2018.10.15	매수	170,000원	6개월	-26.58%	-20.00%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.11	매수	200,000원	6개월	-23.12%	-10.50%
2018.04.16	매수	180,000원	6개월	-14.04%	-11.39%
2018.02.14	중립	135,000원	6개월	1.51%	14.44%
2018.01.17	중립	150,000원	6개월	-13.95%	-8.33%
2017.11.14	중립	135,000원	6개월	-8.86%	4.44%
2017.08.10	매수	135,000원	6개월	-8.37%	4.44%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 14일 기준)

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500	596	736	838	974
현금및현금성자산	39	35	126	144	197
매출채권및기타채권	251	322	334	381	426
재고자산	185	209	245	279	312
비유동자산	434	466	473	480	459
장기금융자산	16	15	15	15	15
유형자산	307	333	334	334	308
무형자산	91	96	97	98	98
자산총계	934	1,062	1,209	1,318	1,433
유동부채	522	650	765	820	874
단기금융부채	242	371	371	371	371
매입채무 및 기타채무	256	231	337	384	430
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	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
부채총계	706	820	938	997	1,051
지배주주지분	218	265	306	367	439
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	175	235	307
비지배주주지분	10	-24	-35	-46	-57
자본총계	228	242	272	321	382
부채외자본총계	934	1,062	1,209	1,318	1,433

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	0	-37	144	75	85
당기순이익(손실)	16	21	35	58	70
비현금성항목등	45	66	72	89	95
유형자산감가상각비	20	24	29	29	26
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	5	8	-2	-2	-2
운전자본감소(증가)	-41	-114	62	-31	-30
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-57	-80	-12	-47	-46
재고자산감소(증가)	-60	-25	-35	-34	-33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	94	-26	106	47	46
기타	-19	15	3	3	3
법인세납부	-20	-10	-25	-42	-51
투자활동현금흐름	-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
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	-29	-4	91	18	54
기초현금	68	39	35	126	144
기말현금	39	35	126	144	197
FCF	-169	-87	105	36	76

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884	1,260	1,471	1,677	1,878
매출원가	772	1,105	1,289	1,468	1,642
매출총이익	112	155	182	209	236
매출총이익률 (%)	12.7	12.3	12.4	12.5	12.6
판매비와관리비	77	102	106	93	99
영업이익	35	52	77	117	137
영업이익률 (%)	4.0	4.2	5.2	7.0	7.3
비영업손익	-10	-16	-17	-16	-16
순금융비용	9	18	19	18	18
외환관련손익	-3	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	25	36	60	100	121
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.9	4.1	6.0	6.4
계속사업법인세	10	15	25	42	51
계속사업이익	16	21	35	58	70
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	21	35	58	70
순이익률 (%)	1.8	1.7	2.4	3.5	3.7
지배주주	19	33	47	70	82
지배주주귀속 순이익률(%)	2.13	2.59	3.16	4.17	4.36
비지배주주	-3	-12	-12	-12	-12
총포괄이익	16	22	36	59	71
지배주주	19	33	47	70	82
비지배주주	-3	-11	-11	-11	-11
EBITDA	55	78	107	147	165

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	42.5	16.8	14.1	12.0
영업이익	-33.2	48.9	46.5	52.0	17.6
세전계속사업이익	-45.7	43.4	66.1	66.9	20.3
EBITDA	-15.0	40.2	38.2	37.3	12.1
EPS(계속사업)	-50.1	73.0	42.7	50.3	17.0
수익성 (%)					
ROE	8.8	13.5	16.3	20.8	20.3
ROA	1.9	2.1	3.1	4.6	5.1
EBITDA마진	6.3	6.2	7.3	8.8	8.8
안정성 (%)					
유동비율	95.8	91.6	96.2	102.2	111.4
부채비율	309.0	338.9	345.3	311.0	275.4
순차입금/자기자본	158.4	194.3	140.9	115.0	82.6
EBITDA/이자비용(배)	5.9	4.2	5.6	7.7	8.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	3,246	4,631	6,958	8,139
BPS	21,704	26,411	30,494	36,504	43,696
CFPS	3,890	5,762	7,677	10,026	10,950
주당 현금배당금	300	600	1,000	1,000	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	84.5	55.1	33.6	22.4	19.1
PER(최저)	54.6	33.3	25.8	17.2	14.7
PBR(최고)	7.3	6.8	5.1	4.3	3.6
PBR(최저)	4.7	4.1	3.9	3.3	2.7
PCR	30.1	22.6	15.8	12.1	11.1
EV/EBITDA(최고)	35.9	29.2	18.0	13.0	11.2
EV/EBITDA(최저)	25.7	20.0	14.7	10.5	9.0