

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

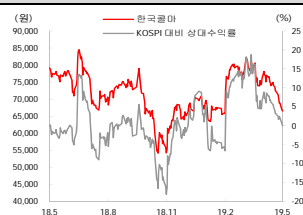
Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,235 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,488 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외34)	28.70%
국민연금공단	12.67%
외국인지분률	41.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/05/14)	66,600 원
KOSPI	2,081.84 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	84,500 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.5%	-6.1%
6개월	20.2%	19.4%
12개월	-15.9%	0.0%

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

[1Q19 Review] 무난한 실적

- 1Q19 매출액 3,806 억원(y-y +56.9%), 영업이익 317 억원(y-y +76.4%) 기록
- 영업이익 컨센서스 336 억원을 소폭 하회했으나, 당사 추정 영업이익 319 억원에 부합
- 국내 화장품, 안정적 성장(y-y +11.7%) 속 제품 Mix 변화로 마진 개선(y-y +0.7%p)
- 무석 → 북경 법인으로의 물량 이관 작업으로 중국 외형 성장이 정체되는 모습
- 목표주가 82,000 원 유지하나, 최근 주가 하락을 반영해 투자의견은 매수로 상향

1Q19 영업이익 317 억원으로 컨센서스 소폭 하회

1Q19 매출액 3,806 억원(y-y +56.9%), 영업이익 317 억원(y-y +76.4%)으로 컨센서스를 소폭 하회하는 실적을 시현하였다. **국내 화장품 부문**은 애터미, 카버코리아 등 기존 고객사 위주 안정적인 오더 증가와 함께 제품 mix 변화에 따른 마진 개선으로 매출액 1,747 억원(y-y +11.7%)과 OPM 7.5%(y-y +0.7%p)를 기록했다. **제약 부문**의 경우, 매출액은 462 억원(y-y -11.2%), 영업이익률은 13.0%를 달성하였다. 지난해 3 분기 실시된 CSO→CMO 사업 전환에 따른 매출액 감소 효과를 제외 시, 매출액은 y-y +10% 이상 성장한 것으로 파악되며, 발사르탄 원료 가격 상승에 대한 부담 지속으로 마진은 다소 부진했다. 한편, **PTP(미국)법인**은 지난해 이탈한 고객사들을 대체할 만한 신규 거래처를 찾지 못한 채 이번 분기에도 역신장을 이어갔다. 1분기 PTP 법인은 매출액 139 억원(y-y -2.1%)과 BEP 수준의 영업적자를 기록한 것으로 추정한다. **CSR(캐나다)법인**의 경우, 안정적인 탐라인 성장을 지속하며 매출액은 86 억원(y-y +7.5%)을 기록하였으나, 신규처 확보를 위한 영업인력 증가로 영업이익률은 전년대비 y-y -3.8%p 하락한 5.0%에 그쳤다. **중국 법인**은 북경 → 무석 법인으로의 이관 작업으로 매출이 부진하였다. 북경법인(매출액 151 억원, BEP)의 수주 물량 감소에도 무석법인(매출액 26 억원, 영업적자 -29 억원)의 가동률이 예상보다 더디게 올라오며 전체 중국 적자폭(-30 억원)을 키웠다. **CKM(CJ 헬스케어)**의 경우, 신약 케어캡정의 성공적인 런칭과 더불어 매출액 1,262 억원과 OPM 12%를 달성하며 기존 예상치에 부합하는 양호한 실적을 시현하였다.

목표주가 82,000 원 유지, 투자의견은 매수로 상향

성장의 축인 국내 화장품 ODM 사업부와 CJ 헬스케어가 모두 견조한 탐라인 성장세를 시현했다는 점이 긍정적이다. 중국법인은 물량 이관 작업과 신규 수주 증가가 빠르게 이루어지고 있지 못하는 점이 아쉽지만, 하반기 계절적 성수기 효과와 더불어 성장의 가능성은 열려있다는 판단이다. 연간으로 뚜렷한 매출 고성장과 증익의 방향성은 변함이 없다. 목표주가 82,000 원을 유지하나, 상승 여력을 감안해 투자의견은 매수로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	667	822	1,358	1,663	1,831	2,001
yoy	%	24.6	23.1	65.3	22.5	10.1	9.3
영업이익	십억원	73	67	90	144	179	201
yoy	%	20.9	-8.8	34.3	60.4	23.9	12.2
EBITDA	십억원	85	86	132	252	269	273
세전이익	십억원	71	62	55	97	139	168
순이익(지배주주)	십억원	53	47	42	72	103	125
영업이익률%	%	11.0	8.2	6.6	8.7	9.8	10.0
EBITDA%	%	12.8	10.5	9.7	15.1	14.7	13.6
순이익률	%	8.0	5.9	2.7	4.4	5.7	6.4
EPS	원	2,516	2,240	1,954	3,214	4,609	5,598
PER	배	26.2	36.6	36.1	20.7	14.5	11.9
PBR	배	5.1	5.7	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	배	16.9	21.8	22.0	10.8	9.6	8.8
ROE	%	21.6	16.4	11.4	15.3	18.8	19.0
순차입금	십억원	31	115	949	851	710	536
부채비율	%	71.3	101.0	170.0	163.2	148.7	134.9

한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	427.6	422.7	432.0	1,358	1,663	1,831
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	56.9%	18.8%	12.6%	13.7%	65.3%	22.5%	10.1%
	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	220.9	260.8	247.6	239.7	891.6	969.0	1,059.3
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	170.5	174.7	208.7	197.0	188.8	697.3	769.2	835.6
	Domestic	146.2	175.8	159.3	158.2	162.4	188.1	175.2	174.0	639.5	699.8	755.7
	Export	10.2	17.2	18.1	12.3	12.3	20.6	21.7	14.8	57.8	69.4	79.8
	Bio	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	52.0	50.6	51.0	194.3	199.8	223.8
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	15.1	15.7	14.3	16.6	74.4	61.7	66.9
	무석	-	-	-	0.6	2.6	4.0	9.5	15.0	0.6	31.1	54.6
	PTP	14.2	13.4	13.4	14.6	13.9	13.8	13.8	15.0	55.6	56.5	59.4
	CSR	8.0	8.2	7.9	8.5	8.6	8.9	8.6	9.2	32.6	35.3	38.4
	CKM	0.1	80.0	124.0	131.0	126.2	132.0	136.4	144.1	335.1	538.7	584.5
y-y	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	6.0%	6.1%	11.5%	11.3%	30.8%	8.7%	9.3%
	Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.7%	8.2%	11.0%	10.7%	42.5%	10.3%	8.6%
	Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	30.2%	11.1%	7.0%	10.0%	10.0%	39.9%	9.4%	8.0%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	38.2%	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%	77.8%	20.1%	15.0%
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-11.2%	-1.5%	13.5%	13.5%	1.1%	2.8%	12.0%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-4.4%	-27.5%	-22.5%	-10.5%	29.2%	-17.1%	8.5%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5083.3%	75.6%
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	0.7%	-2.1%	3.0%	3.0%	3.0%	-16.9%	1.7%	5.0%
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	-9.6%	7.5%	8.5%	8.5%	8.5%	16.8%	8.3%	8.8%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60.8%	8.5%
OP	OP	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	36.1	34.0	42.6	90.0	144.3	178.8
	y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	76.4%	46.7%	336.2%	7.5%	34.3%	60.4%	23.9%
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	8.0%	9.9%	6.6%	8.7%	9.8%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	18.3	23.2	18.6	22.3	71.0	82.4	95.4
	Cosmetic	9.6	15.4	11.2	13.9	12.3	16.7	12.0	15.7	50.1	56.7	64.1
	Bio	7.5	6.9	0.4	6.1	6.0	6.5	6.6	6.6	20.9	25.7	31.3
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	0.0	3.6
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(2.9)	(3.0)	(1.9)	(1.1)	(3.0)	(8.9)	1.7
	PTP	0.6	0.5	(0.6)	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.4	(0.3)	(0.0)	1.8
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	2.6	1.9	2.2
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.7	15.1	16.2	17.5	20.9	22.3	69.7	76.8
OPM	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	9.3%	8.3%	8.9%	7.5%	9.3%	8.0%	8.5%	9.0%
	Cosmetic	6.8%	8.0%	6.0%	8.2%	7.5%	8.0%	6.1%	8.3%	7.2%	7.4%	7.7%
	Bio	14.5%	13.0%	1.0%	13.5%	13.0%	12.5%	13.0%	13.0%	10.8%	12.9%	14.0%
	Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	1.5%	0.4%	0.0%	5.4%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	333.3%	-112.0%	-75.0%	-20.0%	-7.0%	-508.3%	-28.5%	3.2%
	PTP	4.0%	3.5%	-4.5%	-5.0%	-1.0%	-1.5%	-0.5%	2.5%	-0.5%	-0.1%	3.0%
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	7.0%	5.0%	5.3%	5.6%	5.9%	7.9%	5.5%	5.8%
	CKM	-	-	-2.4%	18.1%	12.0%	12.3%	12.8%	14.5%	6.7%	12.9%	13.1%

자료: 한국콜마, SK 증권

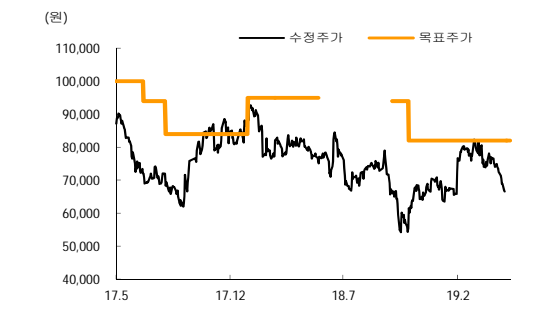
한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	억원	796	22.7	18,101	2019년 화장품 예상 이익비중 40%와 제약 예상 이익비중 60% 감안 글로벌 화장품 4사 12m fwd 실적 기준 PER 평균을 5% 할증 글로벌 제약 3사 12M Fwd 예상실적 기준 PER
화장품ODM	억원	318	33.7	10,726	
C헬스케어 + 제약ODM	억원	478	16.8	8,045	
Shares Outstanding('000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			81,001	

Target Price 원 82,000 Upside +23.1%

자료: SK 증권 Bloomberg, 주: 글로벌 화장품 4 개사는 상해자화, 로레알, 시세이도, 에스티로더를 포함, 글로벌 제약 3 사는 화이자, 머크, J&J 를 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.15	매수	82,000원	6개월		
2019.04.15	중립	82,000원	6개월	-12.66%	0.37%
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	-19.06%	-9.80%
2017.05.15	매수	100,000원	6개월	-14.07%	-9.80%



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 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 5 월 15 일 기준)

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

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366	555	735	917	1,141
현금및현금성자산	14	77	167	300	474
매출채권및기타채권	161	202	247	272	298
재고자산	106	177	217	238	261
비유동자산	303	1,631	1,563	1,507	1,439
장기금융자산	4	19	19	19	19
유형자산	236	421	388	361	314
무형자산	58	1,151	1,106	1,073	1,048
자산총계	669	2,186	2,298	2,424	2,580
유동부채	212	517	561	581	610
단기금융부채	79	288	280	272	272
매입채무 및 기타채무	112	158	193	213	233
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	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
부채총계	336	1,377	1,425	1,449	1,482
지배주주지분	305	438	498	597	718
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	278	381	506
비지배주주지분	28	371	375	378	381
자본총계	333	810	873	975	1,099
부채와자본총계	669	2,186	2,298	2,424	2,580

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	9	86	183	212	208
당기순이익(손실)	49	37	74	105	127
비현금성항목등	38	102	178	164	146
유형자산감가상각비	16	31	63	57	47
무형자산상각비	3	11	44	33	25
기타	2	8	1	1	1
운전자본감소(증가)	-61	-29	-45	-24	-25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	15	-45	-25	-25
재고자산감소(증가)	-18	-21	-40	-22	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-15	35	20	20
기타	-6	-8	4	3	3
법인세납부	-17	-24	-24	-34	-41
투자활동현금흐름	-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
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	-13	62	90	133	174
기초현금	27	14	77	167	300
기말현금	14	77	167	300	474

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,663	1,831	2,001
매출원가	644	1,001	1,192	1,309	1,426
매출총이익	178	357	471	522	574
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	28.3	28.5	28.7
판매비외관리비	111	267	326	343	374
영업이익	67	90	144	179	201
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.7	9.8	10.0
비영업손익	-5	-35	-47	-40	-33
순금융비용	3	31	47	40	33
외환관련손익	-1	-1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	62	55	97	139	168
세전계속사업이익률 (%)	7.6	4.1	5.9	7.6	8.4
계속사업법인세	13	19	24	34	41
계속사업이익	49	37	74	105	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	74	105	127
순이익률 (%)	5.9	2.7	4.4	5.7	6.4
지배주주	47	42	72	103	125
지배주주귀속 순이익률(%)	5.75	3.12	4.32	5.63	6.25
비지배주주	1	-6	2	2	2
총포괄이익	39	34	71	102	124
지배주주	40	38	67	99	121
비지배주주	-1	-4	3	3	3
EBITDA	86	132	252	269	273

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	23.1	65.3	22.5	10.1	9.3
영업이익	-8.8	34.3	60.4	23.9	12.2
세전계속사업이익	-13.0	-10.7	75.8	42.2	21.1
EBITDA	1.1	53.2	90.8	7.0	1.3
EPS(계속사업)	-11.0	-12.8	64.5	43.4	21.5
수익성 (%)					
ROE	16.4	11.4	15.3	18.8	19.0
ROA	8.4	2.6	3.3	4.5	5.1
EBITDA마진	10.5	9.7	15.1	14.7	13.6
안정성 (%)					
유동비율	172.6	107.3	131.0	157.8	187.1
부채비율	101.0	170.0	163.2	148.7	134.9
순차입금/자기자본	34.7	117.2	97.5	72.8	48.8
EBITDA/이자비용(배)	21.7	4.0	5.0	6.0	6.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,240	1,954	3,214	4,609	5,598
BPS	14,458	19,616	22,301	26,711	32,110
CFPS	3,149	3,894	8,024	8,665	8,838
주당 현금배당금	300	330	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.3	47.4	25.6	17.9	14.7
PER(최저)	26.4	27.7	19.8	13.8	11.3
PBR(최고)	6.2	4.7	3.7	3.1	2.6
PBR(최저)	4.1	2.8	2.9	2.4	2.0
PCR	26.0	18.1	8.3	7.7	7.5

FCF	-62	-9	141	172	199
-----	-----	----	-----	-----	-----

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

EV/EBITDA(최고)	238	249	122	109	101
EV/EBITDA(최저)	162	192	105	93	86