

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

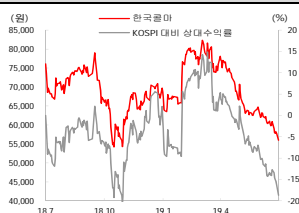
Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2288 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,292 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외33)	31.09%
국민연금공단	11.21%
외국인지분율	40.60%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/07/12)	57,800 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	82,300 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.3%	-9.3%
6개월	-13.9%	-14.3%
12개월	-25.7%	-18.6%

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

컨센서스 부합 전망

- 2 분기 매출액 4,161 억원(YoY +15.6%)과 영업이익 348 억원(YoY +41.8%) 추정
- 컨센서스 매출액과 영업이익 4,243 억원과 356 억원에 대체로 부합할 전망
- 다만, 무석 법인 가동률 상승 지연과 PTP 법인 수주 부진이 지속되고 있는 상황
- 향후 점진적인 중국 법인 가동률 회복에 따라 실적 추정치 상향이 가능할 전망
- 투자의견 Buy, 목표주가 82,000 원 유지

2 분기 시장 컨센서스에 부합하는 실적 전망

2 분기 매출액 4,161 억원(YoY +15.6%)과 영업이익 348 억원(YoY +41.8%)으로 매출액 및 영업이익 컨센서스 4,243 억원과 356 억원에 부합하는 실적을 시현할 것으로 추정한다. **국내 화장품** 매출은 수출이 YoY +1%, 내수가 YoY +5% 증가한 것으로 예상된다. 수출은 작년도 기저 부담으로 플랫폼 성장에 그칠 전망이다, 내수는 고운세상코스메틱, 헤브앤비, 카버코리아 등의 꾸준한 수주 증가에도 지난해 매출 비중의 13% 이상을 차지했던 지퍼클럽 향 마스크팩 매출 급감으로 성장률 상쇄가 불가피할 것으로 보인다. **제약 부문** 매출은 이번 2 분기까지 CSO 사업 철수 영향을 받으며 YoY -9.5% 감소할 것으로 전망한다. 다만, 발사르탄 원료 가격 상승이 유지되고 있어, CSO 사업 철수에도 불구하고 영업이익률은 13%에 머물러 있다. 실질적인 영업이익률은 2~3%p 가량 하락했다는 의미다. **미국**은 수주 부진, **캐나다**는 꾸준한 외형 성장세가 유지되고 있으며, 중국 의 경우, 지난 1 분기 실적발표 이후 우려했던 바와 같이 무석 법인의 가동률 상승이 더딘 상황이다. **무석 법인**은 2 분기까지 대형 고객사들의 오딧 작업이 마무리되며, 하반기 가동률 상승이 본격화될 것으로 보인다. 실적은 QoQ +50% 증가한 매출액 52 억원과 20 억 대 적자 지속을 전망한다. 주요 고객사들의 물량 이관으로 **북경 법인**은 예상대로 YoY -33% 수준의 매출액 감소를 전망한다. **CJ 헬스케어**는 신약 케이캡정 매출의 온기 반영으로 YoY +14%의 매출 성장률과 13.5%의 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 82,000 원 유지

현재 주가는 2019 년 예상 실적 기준 PER 20 배로 PER 밴드 하단 수준이다. 국내 화장품에서 단기 모멘텀을 기대하기 보다는 향후 1) 무석 법인 가동률 상승과 2) 원가 안정화에 따른 제약 부문의 영업마진 회복 시그널을 트레이킹할 필요가 있다. 중국 화장품 시장 성장과 브랜드 난립에 따른 수혜 기대감은 여전히 유효하다고 판단, 현 주가는 충분히 매력적인 수준이다. 투자의견 Buy 와 목표주가 82,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	667	822	1,358	1,642	1,799	1,930
yoy	%	24.6	23.1	65.3	20.9	9.6	7.3
영업이익	십억원	73	67	90	140	173	191
yoy	%	20.9	-8.8	34.3	56.0	23.5	10.2
EBITDA	십억원	85	86	132	241	266	265
세전이익	십억원	71	62	55	91	131	156
순이익(지배주주)	십억원	53	47	42	66	97	116
영업이익률%	%	11.0	8.2	6.6	8.6	9.6	9.9
EBITDA%	%	12.8	10.5	9.7	14.7	14.8	13.7
순이익률	%	8.0	5.9	2.7	4.1	5.5	6.1
EPS	원	2,516	2,240	1,954	2,898	4,295	5,134
PER	배	26.2	36.6	36.1	19.3	13.0	10.9
PBR	배	5.1	5.7	3.6	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	16.9	21.8	22.0	10.4	9.0	8.4
ROE	%	21.6	16.4	11.4	14.0	17.9	18.0
순차입금	십억원	31	115	949	858	725	560
부채비율	%	71.3	101.0	170.0	164.8	150.7	137.1

한국콜마 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	416.1	15.6%	9.3%	424.3	-1.9%
영업이익	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	34.8	41.6%	9.8%	35.6	-2.1%
순이익	13.3	11.9	-9.5	21.0	15.0	20.5	72.3%	36.4%	19.6	4.8%
OPM%	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	1.5%p	0.0%p	8.4%	0.0%p

자료: SK 증권 Quantwise

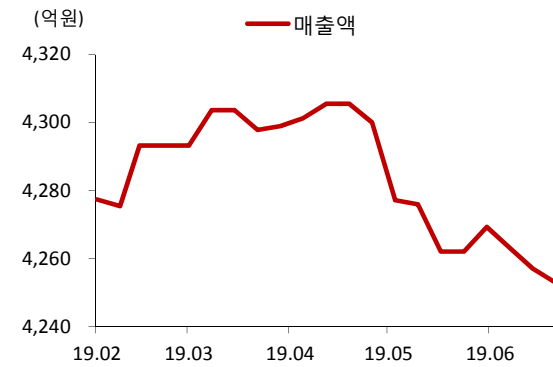
한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	416.1	414.8	430.5	1,358	1,642	1,799
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	56.9%	15.6%	10.5%	13.3%	65.3%	20.9%	9.6%
y-y	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	220.9	248.9	239.6	238.2	891.6	947.5	1,028.9
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	170.5	174.7	201.1	189.0	187.2	697.3	752.0	809.9
	Domestic	146.2	175.8	159.3	158.2	162.4	183.7	167.3	172.4	639.5	685.8	733.8
	Export	10.2	17.2	18.1	12.3	12.3	17.4	21.7	14.8	57.8	66.2	76.1
	Bio	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	47.8	50.6	51.0	194.3	195.6	219.0
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	15.1	14.6	14.3	16.6	74.4	60.6	64.8
	무석	-	-	-	0.6	2.6	5.2	9.5	15.0	0.6	32.3	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
	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	6.0%	1.2%	7.9%	10.6%	30.8%	6.3%	8.6%
	Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.7%	4.2%	6.5%	9.8%	42.5%	7.8%	7.7%
OP	Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	30.2%	11.1%	4.5%	5.0%	9.0%	39.9%	7.2%	7.0%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	38.2%	20.6%	1.0%	20.0%	20.0%	77.8%	144.4%	15.0%
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-11.2%	-9.5%	13.5%	13.5%	1.1%	0.7%	12.0%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-4.4%	-32.5%	-22.5%	-10.5%	29.2%	-18.6%	7.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5283.3%	69.1%
	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	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	34.8	32.3	41.5	90.0	140.3	173.3
	y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	76.4%	41.8%	314.5%	4.8%	34.3%	56.0%	23.5%
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	7.8%	9.6%	6.6%	8.5%	9.6%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	18.3	20.0	17.4	22.0	71.0	77.7	89.7
OPM	Cosmetic	9.6	15.4	11.2	13.9	12.3	14.1	10.8	15.4	50.1	52.5	59.0
	Bio	7.5	6.9	0.4	6.1	6.0	6.0	6.6	6.6	20.9	25.2	30.7
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	0.0	3.5
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(2.9)	(2.6)	(1.9)	(1.1)	(3.0)	(8.5)	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	0.4	0.4	0.5	2.6	1.7	2.0
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.7	15.1	17.8	17.1	20.2	22.3	70.2	77.3
	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	9.3%	8.3%	8.1%	7.2%	9.2%	8.0%	8.2%	8.7%
	Cosmetic	6.8%	8.0%	6.0%	8.2%	7.5%	7.0%	5.7%	8.2%	7.2%	7.0%	7.3%
	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%	-50.0%	-20.0%	-7.0%	-508.3%	-26.2%	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%	4.5%	4.8%	5.1%	7.9%	4.9%	5.2%
	CKM	-	-	-2.4%	18.1%	12.0%	13.5%	12.5%	14.0%	6.7%	13.0%	13.2%

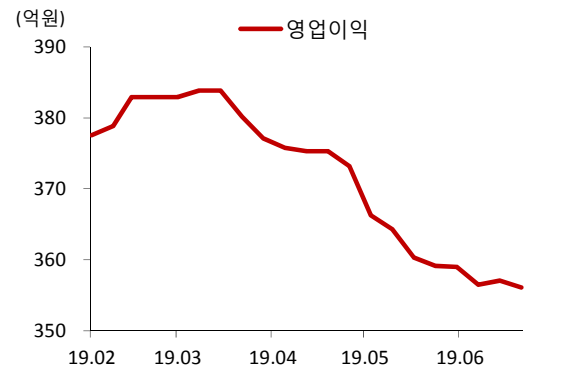
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 2Q19 매출액 컨센서스 추이



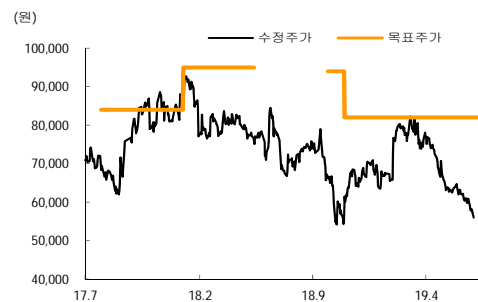
자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	매수	82,000원	6개월		
2019.05.15	매수	82,000원	6개월	-15.59%	0.37%
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%



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 7 월 17 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366	555	737	908	1,112
현금및현금성자산	14	77	242	367	533
매출채권및기타채권	161	202	244	268	287
재고자산	106	177	214	234	251
비유동자산	303	1,631	1,574	1,516	1,446
장기금융자산	4	19	17	17	17
유형자산	236	421	393	366	318
무형자산	58	1,151	1,115	1,080	1,053
자산총계	669	2,186	2,311	2,424	2,557
유동부채	212	517	451	470	492
단기금융부채	79	288	174	166	166
매입채무 및 기타채무	112	158	191	209	224
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	124	859	987	987	987
장기금융부채	119	819	940	940	940
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	336	1,377	1,438	1,457	1,479
지배주주지분	305	438	499	590	699
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	271	361	468
비지배주주지분	28	371	374	377	380
자본총계	333	810	873	967	1,079
부채외자본총계	669	2,186	2,311	2,424	2,557

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	9	86	188	212	208
당기순이익(손실)	49	37	68	99	118
비현금성항목등	38	102	175	167	147
유형자산감가상각비	16	31	63	57	47
무형자산감가상각비	3	11	38	35	26
기타	2	8	6	3	3
운전자본감소(증가)	-61	-29	-33	-23	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	15	-39	-23	-19
재고자산감소(증가)	-18	-21	-36	-20	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-15	31	18	15
기타	-6	-8	11	3	2
법인세납부	-17	-24	-22	-32	-38
투자활동현금흐름	-155	-1,291	39	-25	7
금융자산감소(증가)	-68	9	67	0	0
유형자산감소(증가)	-68	-76	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-8	0	0	0	0
기타	-11	-1,223	2	5	7
재무활동현금흐름	131	1,268	-65	-61	-49
단기금융부채증가(감소)	0	0	-6	-8	0
장기금융부채증가(감소)	141	847	-9	0	0
자본의증가(감소)	0	450	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-7	-8	-9
기타	-4	-23	-50	-45	-40
현금의 증가(감소)	-13	62	166	125	166
기초현금	27	14	77	242	367
기말현금	14	77	242	367	533
FCF	-62	-9	134	171	199

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,642	1,799	1,930
매출원가	644	1,001	1,177	1,286	1,376
매출총이익	178	357	465	513	554
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	28.3	28.5	28.7
판매비와관리비	111	267	325	340	363
영업이익	67	90	140	173	191
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.6	9.6	9.9
비영업손익	-5	-35	-49	-42	-35
순금융비용	3	31	47	40	33
외환관련손익	-1	-1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	62	55	91	131	156
세전계속사업이익률 (%)	7.6	4.1	5.6	7.3	8.1
계속사업법인세	13	19	24	32	38
계속사업이익	49	37	68	99	118
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	68	99	118
순이익률 (%)	5.9	2.7	4.1	5.5	6.1
지배주주	47	42	66	97	116
지배주주귀속 순이익률(%)	5.75	3.12	3.99	5.4	6.02
비지배주주	1	-6	2	2	2
총포괄이익	39	34	70	102	121
지배주주	40	38	68	99	118
비지배주주	-1	-4	3	3	3
EBITDA	86	132	241	266	265

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	23.1	65.3	20.9	9.6	7.3
영업이익	-8.8	34.3	56.0	23.5	10.2
세전계속사업이익	-13.0	-10.7	64.6	43.5	19.1
EBITDA	1.1	53.2	82.6	10.3	-0.4
EPS(계속사업)	-11.0	-12.8	48.3	48.2	19.5
수익성 (%)					
ROE	16.4	11.4	14.0	17.9	18.0
ROA	8.4	2.6	3.0	4.2	4.7
EBITDA마진	10.5	9.7	14.7	14.8	13.7
안정성 (%)					
유동비율	172.6	107.3	163.3	193.2	226.0
부채비율	101.0	170.0	164.8	150.7	137.1
순차입금/자기자본	34.7	117.2	98.3	75.0	51.9
EBITDA/이자비용(배)	21.7	4.0	4.8	5.9	6.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,240	1,954	2,898	4,295	5,134
BPS	14,458	19,616	21,792	25,780	30,547
CFPS	3,149	3,894	7,351	8,389	8,400
주당 현금배당금	300	330	350	400	450
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.3	47.4	28.4	19.2	16.0
PER(최저)	26.4	27.7	19.3	13.0	10.9
PBR(최고)	6.2	4.7	3.8	3.2	2.7
PBR(최저)	4.1	2.8	2.6	2.2	1.8
PCR	26.0	18.1	7.6	6.7	6.7
EV/EBITDA(최고)	23.8	24.9	12.8	11.1	10.5
EV/EBITDA(최저)	16.2	19.2	10.4	9.0	8.4