

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

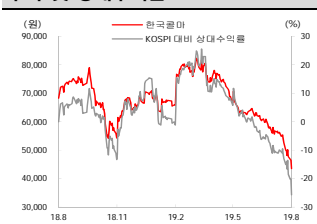
Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,288 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	997 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외33)	31.09%
국민연금공단	11.21%
외국인지분률	38.30%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(19/08/14)	43,550 원
KOSPI	1938.37 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	82,300 원
52주 최저가	43,550 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-24.7%	-18.9%
6개월	-40.0%	-31.1%
12개월	-36.2%	-25.7%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 64,000 원(하향))

[2Q19 Review] 양호한 실적

- 2Q19 매출액 4,098 억원(YoY +13.8%), 영업이익 380 억원(YoY +54.8%) 기록
- 매출액 컨센서스 4,200 억원 소폭 하회, 영업이익 컨센서스 350 억원은 상회
- 국내 화장품, 중국 수출항 매출 성장률이 예상보다 부진하며 YoY -0.5% 역신장
- 무석법인 적자폭 축소 및 국내 제약 부문 공정 효율화로 전사 OPM QoQ +1%p 개선
- 투자의견 매수 유지하나, 산업 밸류에이션 하향 조정으로 목표주가 64,000 원으로 하향

2Q19 영업이익 380 억원으로 컨센서스 소폭 상회

2Q19 매출액 4,098 억원(YoY +13.8%), 영업이익 380 억원(YoY +54.8%)으로 영업이익 컨센서스를 9% 상회하는 실적을 시현하였다. **국내 화장품**의 경우, 내수는 애타미 등 기존 고객사 위주 안정적인 수주가 지속(YoY +3.6%)되었으나, JM 솔루션 기저, 중국의 대한 의존도 하락 등으로 중국 향 제품 수주가 감소하며 수출이 크게 하락(YoY -42.4%)하였다. **제약 부문**의 경우, 매출액은 475 억원(YoY -10.0%), 영업이익률은 15.5%를 달성하였다. CSO→CMO 사업 전환에 따른 매출 구조 변화 요인 제외 시, 매출액은 YoY +9% 성장한 것으로 파악되며, 공정 개선 프로젝트에 따른 생산 효율성 증가로 마진율은 YoY +2.5%p 개선되었다. 한편, **PTP(미국)법인**은 기존 거래처 수주 증가로 매출이 YoY +22.4% 증가했으나, 일부 거래처 취소 물량으로 재고 손상차손이 발생하며 영업이익은 BEP 수준에 그쳤다. **CSR(캐나다)법인**의 경우, 신규 고객사 유입 및 기존 거래처 수주 증가로 안정적인 탑라인 성장(YoY +25.6%)을 지속했지만, 인력충원 및 설비 투자에 따른 감가비 증가로 영업이익률은 YoY -3.2%p 하락한 4.8%를 기록한 것으로 추정한다. **중국 법인**은 북경 → 무석 법인으로의 이관 작업이 지속되며 매출이 부진하였다. 전 분기에 이어 북경법인(매출액 163 억원, BEP) 수주가 감소했고, 무석법인(매출액 49 억원, 영업이익자 -16 억원) 가동률은 여전히 더뎠으나, 공장 정상화 작업이 진행되며 전체 중국 적자폭은 QoQ +13 억원 가량이 축소되었다. **CKM(CJ 헬스케어)**의 경우, 매출액 1,271 억원과 OPM 14%를 달성하며 기존 예상치에 부합하는 양호한 실적을 시현한 한편, CKM 인수금융 리파이낸싱 관련 증권사 자문 수수료 정산으로 영업 외 단에서 일회성 비용 약 40 억원이 발생하였다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 64,000 원으로 하향

국내 법인과 중국 법인 매출 성장률이 기대치에 소폭 미치지 못했던 점은 다소 아쉽지만, 하반기 계절적 성수기 효과와 더불어 중국 및 국내 수출 부문 성장 가능성은 열려있다는 판단이다. 다만, 국내 화장품 업종 밸류에이션이 하락 국면이고, 중국 가동률 상승 기대감이 다소 늦춰진 점을 반영해 화장품 산업 밸류에이션을 기존 대비 약 10% 하향한 30.1 배를 적용했다. 이에 따라 T.P.를 64,000 원으로 하향하고 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	667	822	1,358	1,610	1,747	1,871
yoy	%	24.6	23.1	65.3	18.6	8.5	7.1
영업이익	십억원	73	67	90	145	170	188
yoy	%	20.9	-8.8	34.3	61.0	17.4	10.8
EBITDA	십억원	85	86	132	246	263	262
세전이익	십억원	71	62	55	96	128	153
순이익(지배주주)	십억원	53	47	42	63	85	101
영업이익률%	%	11.0	8.2	6.6	9.0	9.7	10.1
EBITDA%	%	12.8	10.5	9.7	15.3	15.0	14.0
순이익률	%	8.0	5.9	2.7	4.1	5.0	5.5
EPS(계속사업)	원	2,516	2,240	1,954	2,801	3,749	4,476
PER	배	26.2	36.6	36.1	15.6	11.6	9.7
PBR	배	5.1	5.7	3.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	16.9	21.8	22.0	9.1	8.0	7.5
ROE	%	21.6	16.4	11.4	13.6	15.8	16.3
순차입금	십억원	31	115	949	855	732	580
부채비율	%	71.3	101.0	170.0	164.6	152.0	140.0

한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	억원	720	19.9	14,326	화장품 예상 이익비중 35%와 제약 예상 이익비중 65% 감안
화장품ODM	억원	252	30.1	7,594	글로벌 화장품 4사 12m fwd 실적 기준 PER 평균
C헬스케어 + 제약ODM	억원	468	14.4	6,732	글로벌 제약 3사 12M Fwd 예상실적 기준 PER
Shares Outstanding('000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			64,107	
Target Price	원			64,000	Upside +47.0%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 화장품 4 사는 로레알 시세이도, 에스티로더, 상해자화 포함, 글로벌 제약 3 사는 J&J, 머크, 화이자를 포함

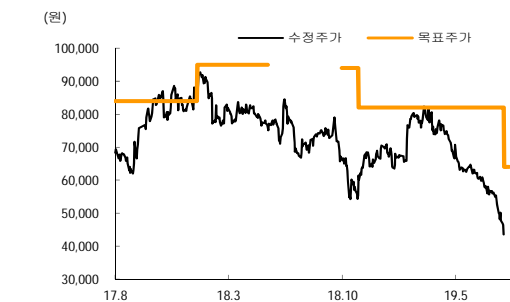
한국콜마 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	409.8	403.1	416.5	1,358	1,610	1,747	
	YoY %	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	56.9%	13.8%	7.4%	9.6%	65.3%	18.6%	8.5%	
KOREA	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	220.9	239.5	233.0	233.7	891.6	927.1	999.5	
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	170.5	174.7	192.0	182.4	182.8	697.3	731.8	780.7	
	Domestic	146.2	175.8	159.3	158.2	162.4	182.1	163.3	168.5	639.5	676.3	716.8	
	Export	10.2	17.2	18.1	12.3	12.3	9.9	19.1	14.3	57.8	55.6	63.9	
	Bio	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	47.5	50.6	51.0	194.3	195.3	218.7	
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	15.1	16.3	14.6	16.5	74.4	62.5	66.4	
	무석	-	-	-	0.6	2.6	4.9	7.8	10.5	0.6	25.8	47.3	
	PTP	14.2	13.4	13.4	14.6	13.9	16.4	14.9	15.0	55.6	60.2	63.2	
	CSR	8.0	8.2	7.9	8.5	8.6	10.3	9.1	9.2	32.6	37.2	40.4	
	CKM	0.1	80.0	124.0	131.0	126.2	127.1	130.8	138.9	335.1	523.0	560.9	
	YoY	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	6.0%	-2.6%	5.0%	8.5%	30.8%	4.0%	7.8%
		Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.7%	-0.5%	2.8%	7.2%	42.5%	5.0%	6.7%
		Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	30.2%	11.1%	3.6%	2.5%	6.5%	39.9%	5.7%	6.0%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	38.2%	20.6%	-42.4%	5.5%	16.0%	77.8%	-3.9%	15.0%	
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-11.2%	-10.0%	13.5%	13.5%	1.1%	0.5%	12.0%	
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-4.4%	-24.9%	-20.5%	-11.0%	29.2%	-16.0%	6.3%	
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4200.0%	83.4%	
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	0.7%	-2.1%	22.4%	11.0%	3.0%	-16.9%	8.3%	5.0%	
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	-9.6%	7.5%	25.6%	15.5%	8.5%	16.8%	14.3%	8.6%	
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56.1%	7.3%	
OP	OP	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	38.0	33.4	41.6	90.0	144.8	170.1	
	YoY %	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	76.4%	54.8%	329.6%	5.0%	34.3%	61.0%	17.4%	
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	9.3%	8.3%	10.0%	6.6%	9.0%	9.7%	
KOREA	KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	18.3	21.5	17.7	21.6	71.0	79.1	88.7	
	Cosmetic	9.6	15.4	11.2	13.9	12.3	14.1	10.4	14.4	50.1	51.2	57.0	
	Bio	7.5	6.9	0.4	6.1	6.0	7.4	7.3	7.1	20.9	27.8	31.7	
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	(0.1)	1.6	
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(2.9)	(1.6)	(0.8)	(0.3)	(3.0)	(5.5)	1.4	
	PTP	0.6	0.5	(0.6)	(0.7)	(0.1)	0.0	(0.1)	0.4	(0.3)	0.2	1.9	
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4	2.6	1.8	2.1	
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.7	15.1	17.8	16.4	19.4	22.3	68.7	74.8	
	OPM	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	9.3%	8.3%	9.0%	7.6%	9.2%	8.0%	8.5%	8.9%
		Cosmetic	6.8%	8.0%	6.0%	8.2%	7.5%	7.3%	5.7%	7.9%	7.2%	7.0%	7.3%
		Bio	14.5%	13.0%	1.0%	13.5%	13.0%	15.5%	14.5%	14.0%	10.8%	14.3%	14.5%
		Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	0.5%	-0.5%	-0.5%	-1.0%	1.2%	0.4%	-0.2%	2.3%
		무석	0.0%	0.0%	0.0%	-333.3%	-112.0%	-32.0%	-10.0%	-2.5%	-508.3%	-21.4%	2.9%
	PTP	4.0%	3.5%	-4.5%	-5.0%	-1.0%	0.2%	-0.5%	2.5%	-0.5%	0.3%	3.0%	
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	7.0%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	7.9%	4.8%	5.2%	
	CKM	-	-	-2.4%	18.1%	12.0%	14.0%	12.5%	14.0%	6.7%	13.1%	13.3%	

자료: 한국콜마, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.08.16	매수	64,000원	6개월		
2019.07.17	매수	82,000원	6개월	-17.95%	0.37%
2019.05.15	매수	82,000원	6개월	-15.67%	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 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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 8 월 16 일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366	555	731	886	1,074
현금및현금성자산	14	77	245	361	513
매출채권및기타채권	161	202	239	260	278
재고자산	106	177	210	228	244
비유동자산	303	1,631	1,573	1,514	1,443
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	2,303	2,400	2,518
유동부채	212	517	446	461	482
단기금융부채	79	288	174	166	166
매입채무 및 기타채무	112	158	187	203	218
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	1,433	1,448	1,469
지배주주지분	305	438	496	575	670
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	269	346	438
비지배주주지분	28	371	374	377	380
자본총계	333	810	871	952	1,049
부채외자본총계	669	2,186	2,303	2,400	2,518

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	9	86	191	202	194
당기순이익(손실)	49	37	65	87	103
비현금성항목등	38	102	182	176	159
유형자산감가상각비	16	31	63	57	47
무형자산감가상각비	3	11	38	35	26
기타	2	8	6	3	3
운전자본감소(증가)	-61	-29	-28	-20	-18
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	15	-34	-20	-18
재고자산감소(증가)	-18	-21	-32	-18	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-15	27	16	14
기타	-6	-8	11	2	2
법인세납부	-17	-24	-28	-41	-50
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	169	116	152
기초현금	27	14	77	245	361
기말현금	14	77	245	361	513
FCF	-61	-18	132	158	182

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,610	1,747	1,871
매출원가	644	1,001	1,153	1,247	1,332
매출총이익	178	357	457	500	539
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	28.4	28.6	28.8
판매비와관리비	111	267	312	330	351
영업이익	67	90	145	170	188
영업이익률 (%)	8.2	6.6	9.0	9.7	10.1
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	96	128	153
세전계속사업이익률 (%)	7.6	4.1	5.9	7.3	8.2
계속사업법인세	13	19	30	41	50
계속사업이익	49	37	65	87	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	65	87	103
순이익률 (%)	5.9	2.7	4.1	5.0	5.5
지배주주	47	42	63	85	101
지배주주귀속 순이익률(%)	5.75	3.12	3.94	4.85	5.41
비지배주주	1	-6	2	2	2
총포괄이익	39	34	68	90	106
지배주주	40	38	65	87	103
비지배주주	-1	-4	3	3	3
EBITDA	86	132	246	263	262

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	23.1	65.3	18.6	8.5	7.1
영업이익	-8.8	34.3	61.0	17.4	10.8
세전계속사업이익	-13.0	-10.7	72.7	33.5	19.9
EBITDA	1.1	53.2	86.0	7.0	-0.2
EPS(계속사업)	-11.0	-12.8	43.4	33.8	19.4
수익성 (%)					
ROE	16.4	11.4	13.6	15.8	16.3
ROA	8.4	2.6	2.9	3.7	4.2
EBITDA마진	10.5	9.7	15.3	15.0	14.0
안정성 (%)					
유동비율	172.6	107.3	163.8	192.2	222.9
부채비율	101.0	170.0	164.6	152.0	140.0
순차입금/자기자본	34.7	117.2	98.3	76.9	55.3
EBITDA/이자비용(배)	21.7	4.0	4.9	5.8	6.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,240	1,954	2,801	3,749	4,476
BPS	14,458	19,616	21,697	25,145	29,261
CFPS	3,149	3,894	7,254	7,843	7,742
주당 현금배당금	300	330	350	400	450
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.3	47.4	29.4	22.0	18.4
PER(최저)	26.4	27.7	15.6	11.6	9.7
PBR(최고)	6.2	4.7	3.8	3.3	2.8
PBR(최저)	4.1	2.8	2.0	1.7	1.5
PCR	26.0	18.1	6.0	5.6	5.6
EV/EBITDA(최고)	23.8	24.9	12.5	11.2	10.7
EV/EBITDA(최저)	16.2	19.2	9.1	8.0	7.5