

펄텍코리아 (251970)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated
목표주가	Not Rated
현재주가 (11/5)	17,350원
상승여력	-

시가총액	2,151억원
총발행주식수	12,400,000주
60일 평균 거래대금	18억원
60일 평균 거래량	100,655주
52주 고	24,896원
52주 저	14,800원
외인지분율	2.39%
주요주주	이도훈 외 8 인 68.98%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.8	3.0	0.0
상대	(0.3)	(12.7)	0.0
절대(달러환산)	11.4	8.1	0.0

미운 오리의 비상

가진 것이 많은 강소 기업

펄텍코리아는 2001년에 설립된 화장품 용기 전문 제조업체로 1969년에 설립된 제약/화장품용 튜브 생산기업인 부국티엔씨와 관계기업(2019년 10월 연결인식, 펄텍코리아의 보유 지분 40%)이다. 동사의 강점은 ▶다양한 제품군을 핵심 화장품 시장에 상업화한 기술력과 ▶전제품군 자동화 설비 구축을 통한 제조 효율성이다. 화장품 일반 용기에서 기술력을 요하는 펌프, 콤팩트, 스포이드 등 까지 다양한 제품을 개발했으며, 이를 통해 국내 대형사의 핵심 브랜드의 제품(매출비중 20%, 1Q19 기준)과 글로벌 4대 기업의 핵심 브랜드 기초/색조 용기(매출비중 18%, 1Q19기준)를 생산하고 있다. 오랜 업력(관계기업 부국티엔씨 1969년 설립)을 바탕으로 용기/펌프/스포이드/스틱/콤팩트 등 모든 품목군의 설비를 자동화하여, 제품 조립 등의 노동집약적인 부분을 최소화 했다.

아쉬운 상장 초기

2019년 7월 4일 상장한 펄텍코리아는 가진 것에 비해 자의든 타의든 모든 환경이 아쉬웠다. ▶첫째로 높은 밸류에이션이 문제가 되었다. 업종이 디레이팅 구간으로 국내 대표 브랜드 기업이 P/E 30x를 하회하는 구간이었으나, 동사는 높은 공모가 밴드(2019G P/E 17~20x)를 제시했다. ▶둘째로 성장성 측면에서도 외면 받았다. 상장 시점이 브랜드 JM솔루션의 높은 기저부담(2018년 23억원 매출, 2Q18 21억원 집중)으로 매출 감소 및 감익 가능성이 높았다. 또한 재고자산평가손을 2018년 4분기에 일시적으로 반영한 것도 한몫 했다. (2019년은 분기 안분) 실질적으로 2분기 매출은 전년동기비 2% 감소하고 영업이익은 17% 감소했다. 업종 부진에 따른 압축 투자 시기에 성장성과 밸류에이션 측면에서 모든 점이 미운오리 었다.

비상을 앞두고

동사는 상장 이후 지속적으로 주가가 하락했고, 2분기는 <무상증자, 자사주 매입> 등의 주주 가치 환원에 높은 관심을 보였다. 4분기는 동사의 국내외 경쟁력을 바탕으로 기업가치가 재평가 받을 시점으로 판단한다. 미운 오리였던 두가지가 모두 해소된 것에 기인하며, ▶첫째로 현재 주가 기준 동사는 fwd P/E 8배 수준에서 거래 중이다. ▶둘째로 JM솔루션의 기저 부담은 마무리되고, 국내 대형사 한방 브랜드의 핵심 라인 볼륨 확대 효과가 본격화 될 것으로 보인다. 또한 보유 현금 재원으로 관계회사 부국티엔씨(2018년 기준 매출 463억원, 영업이익 48억원, 영업이익률 10%)의 지분을 29.62%에서 40%까지 지배력을 확대하여 4분기부터 연결 인식이 될 예정이다. 3분기는 매출 376억원(YoY+5%), 영업이익 67억원(YoY-18%, GAAP 기준의 전년 동기 실적과 비교한 것 변동 가능성 존재)로 이익에 있어 보수적으로 추정하나, 4분기는 매출 530억원(YoY+42%), 영업이익 72억원(YoY+117%)으로 고성장 전망이다. 기존사업(펄텍코리아) 매출 YoY+10% 이익 YoY+79%으로 기존사업의 개선효과 및 부국티엔씨 매출 121억원, 영업이익 13억원 반영한 영향이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	428		1.2	-	-
영업이익	69		4.5	-	-
세전계속사업이익	75		8.7	-	-
지배순이익	61		15.1	-	-
영업이익률 (%)	16.1		+0.5 %pt		
지배순이익률 (%)	17.5		+1.2 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	829	1,070	1,331	1,512
영업이익	88	124	191	242
지배순이익	84	116	161	205
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-5.9	-3.3	-11.6	-6.9
ROE	49.3	51.9	41.6	34.9

자료: 유안타증권

[표 1] 펄텍코리아 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
연결 매출액	1,331	1,512	1,757	2,265	343	437	359	372	423	428	376	530
% YoY	24%	13%	16%	29%					23%	-2%	5%	42%
- 기존사업	1,336	1,511	1,637	1,768	343	437	359	372	423	428	376	409
- 부국티엔씨	-	-	121	497	-	-	-	-	-	-	-	121
지역별 매출액												
- 내수	837	1,086	1,140	1,254								
- 수출	499	425	496	513								
- 부국티엔씨	-	-	121	497								
품목별 매출액												
- 펌프류	129	183	210	241								
- 용기류	674	626	638	651								
- 펌프튜브류	83	136	164	196								
- 스포이드류	42	91	110	131								
- 콤팩트류	365	391	410	431								
- 스틱류	43	84	105	117								
- 부국티엔씨	-	-	121	497								
매출원가	1,026	1,162	1,377	1,809	267	326	255	313	329	335	290	423
% YoY	17%	13%	19%	31%					23%	3%	14%	35%
매출총이익	309	349	380	456	76	111	104	59	94	93	87	106
% YoY	60%	13%	9%	20%					23%	-16%	-17%	80%
% GPM	23%	23%	22%	20%	22%	25%	29%	16%	22%	22%	23%	20%
- 기존사업			22%	21%							23%	21%
- 부국티엔씨			17%	17%								17%
판매관리비	118	104	107	136	25	28	23	26	28	24	20	35
% YoY	70%	-12%	3%	27%					13%	-14%	-13%	34%
% 판매비율	9%	7%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	7%	6%	5%	7%
영업이익	191	242	273	320	51	83	81	33	66	70	67	72
- 기존사업	192	245	214	267	51	83	81	33	66	70	20	59
- 부국티엔씨			13	52	-	-	-	-	-	-	-	13
% YoY	55%	28%	11%	17%					29%	-17%	-18%	117%
% OPM	14%	16%	16%	14%	15%	19%	23%	9%	15%	16%	18%	14%
세전이익	200	251	286	328					69	75	69	74
법인세비용	38	43	62	46					16	15	15	16
% 법인세율	19%	17%	22%	22%					23%	19%	22%	22%
지배주주순이익	161	205	225	258	36	75	68	29	53	61	53	57
% YoY	39%	28%	8%	15%					47%	-19%	-21%	98%
% NPM	12%	14%	13%	11%	10%	17%	19%	8%	13%	14%	14%	11%

자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] 3~4Q18 실적은 GAAP 기준으로 수치 변경 가능성 존재

[표 2] 부국티엔씨 실적 추이

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018
연결 매출액	274	309	398	387	463
% YoY		13%	29%	-3%	20%
매출원가	233	251	315	323	384
% YoY		8%	25%	3%	19%
매출총이익	41	58	83	64	79
% YoY		42%	44%	-23%	23%
% GPM	15%	19%	21%	17%	17%
판매관리비	22	25	27	28	30
% YoY		15%	8%	5%	7%
% 판매비율	8%	8%	7%	7%	7%
급여	12.4	14.5	16.1	17.5	19.3
임차료	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
지급수수료	2.1	1.7	2.2	2.5	2.2
감가상각비	-	-	-	-	-
수출비용	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3
운반비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
경상개발비	-	-	-	-	-
영업이익	19	33	57	36	48
% YoY		73%	71%	-37%	35%
% OPM	7%	11%	14%	9%	10%
영업외수익	3	5	6	8	9
영업외비용	6	4	10	25	27
세전이익	17	34	52	18	31
법인세비용	4	6	12	6	7
지배주주순이익	13	29	40	13	24
% YoY		123%	39%	-68%	87%
% NPM	5%	9%	10%	3%	5%

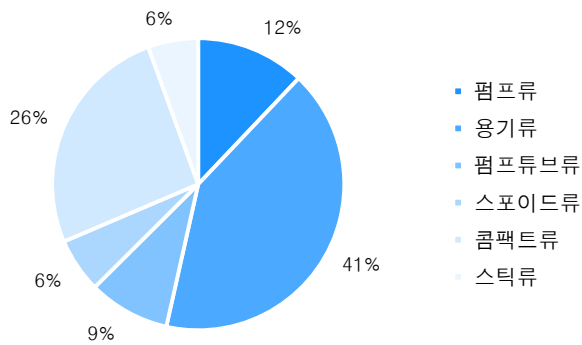
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] CAPA 현황 (기존공장 1,800 억원, 증설 700 억원 - 총 2,500 억원 확보 예정)

구분		라인 상세
1공장	기존 공장	드로퍼 및 콤팩트 내용기/용기 및 콤팩트 케이스 조립라인
2공장	증설 중	펌프 조립 라인/펌프 전용 사출(19년 11월 가동 예정)
3공장	기존 공장	컬러 코스메틱/튜브 조립 라인

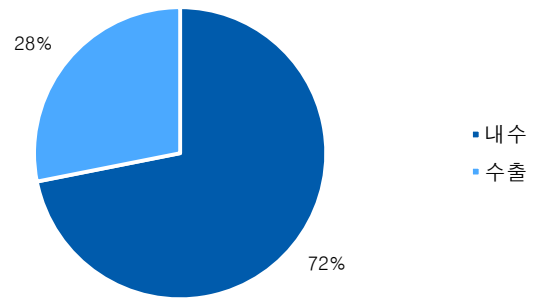
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 품목별 비중



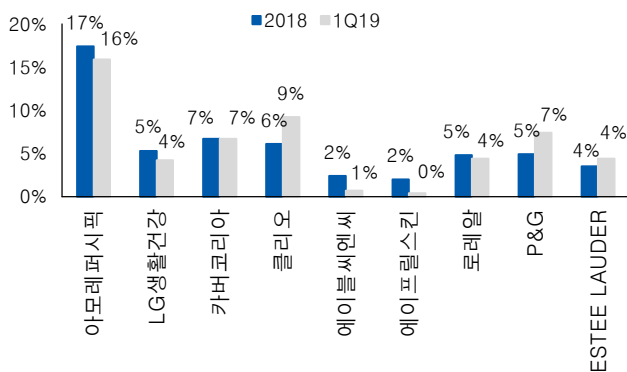
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 내수/수출 비중



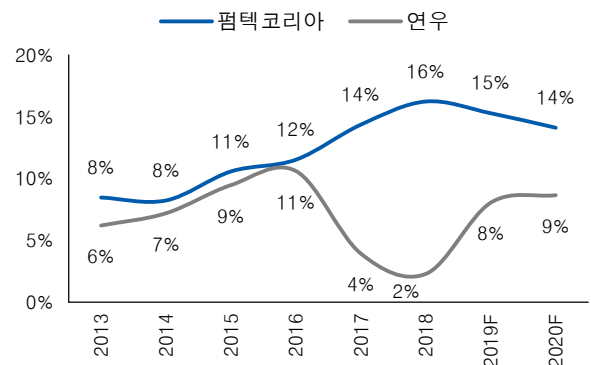
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 고객사 비중



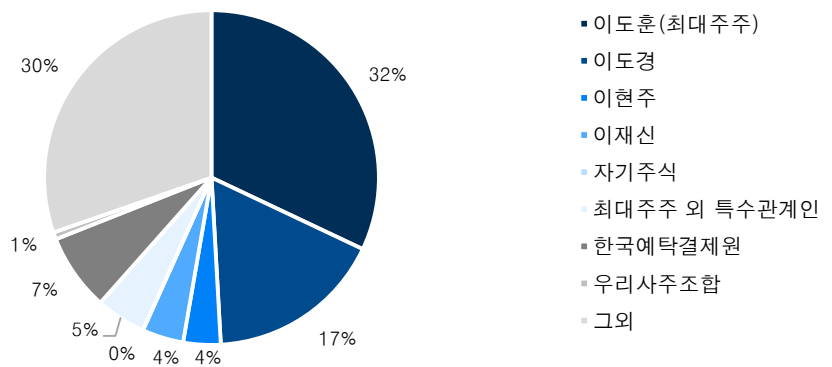
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 영업이익률 추이 (펄텍코리아 VS 연우)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 주주에 관한 사항



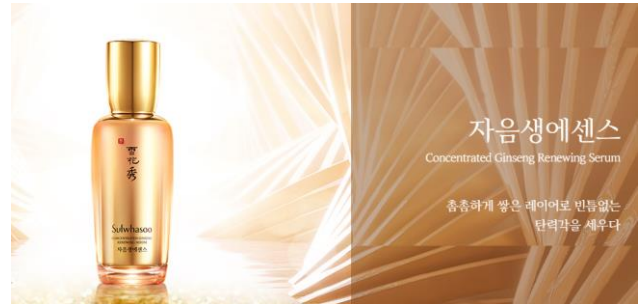
자료: bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 자체 개발 대표 제품군



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 아모레퍼시픽 신제품 라인



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 자동화 설비 - 펌프조립기



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 자동화 설비 - 콤팩트조립기



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 자동화 설비 - 스틱조립기



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 자동화 설비 - 스포이드조립기



자료: 유안타증권 리서치센터

펄텍코리아 (251970) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	547	829	1,070	1,331	1,512
매출원가	459	686	876	1,023	1,169
매출총이익	88	143	193	308	343
판매비	43	55	69	116	101
영업이익	45	88	124	191	242
EBITDA	9	14	25	21	22
영업외손익	4	18	27	8	7
외환관련손익	0	1	0	-3	1
이자손익	-5	-3	-3	-2	-1
관계기업관련손익	0	0	21	9	1
기타	8	20	9	4	6
법인세비용차감전순이익	49	106	151	199	249
법인세비용	9	22	35	38	44
계속사업순이익	40	84	116	161	205
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	40	84	116	161	205
지배지분순이익	40	84	116	161	205
포괄순이익	0	0	0	163	201
지배지분포괄이익	0	0	0	163	201

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	133	217	262	494	533
현금및현금성자산	36	82	82	179	70
매출채권 및 기타채권	91	128	170	199	207
재고자산	2	5	10	51	68
비유동자산	281	381	484	654	775
유형자산	267	312	369	409	483
관계기업 등 지분관련자산	0	0	84	214	268
기타투자자산	10	57	19	16	13
자산총계	413	597	745	1,147	1,308
유동부채	175	236	286	339	349
매입채무 및 기타채무	105	169	192	235	223
단기차입금	31	40	52	57	52
유동성장기부채	21	6	22	5	42
비유동부채	109	148	129	189	142
장기차입금	106	144	126	142	92
사채	0	0	0	0	0
부채총계	284	384	415	528	491
지배지분	129	214	330	619	817
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	152	236	353	640	836
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	129	214	330	619	817
순차입금	-38	-83	-82	-242	-151
총차입금	159	190	200	204	186

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	-78	115	95	210	194
당기순이익	40	84	116	161	205
감가상각비	8	13	23	19	20
외환손익	0	0	0	1	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-21	0	0
자산부채의 증감	-128	22	-35	-6	-41
기타현금흐름	3	-6	13	35	9
투자활동 현금흐름	5	-100	-105	-102	-191
투자자산	0	-37	-26	0	-55
유형자산 증가 (CAPEX)	50	144	81	35	146
유형자산 감소	53	101	1	10	0
기타현금흐름	-98	-308	-162	-147	-282
재무활동 현금흐름	64	31	10	-11	12
단기차입금	-33	8	12	5	-5
사채 및 장기차입금	97	23	-2	-16	13
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	-1	3
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	-124
현금의 증감	-9	46	-1	97	-109
기초 현금	45	36	82	82	179
기말 현금	36	82	82	179	70
NOPLAT	45	88	124	191	242
FCF	-25	268	194	241	369

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

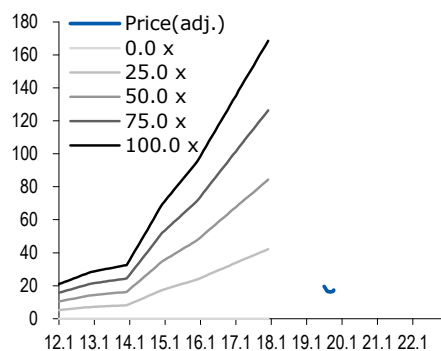
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	325	693	955	1,324	1,686
BPS	1,061	1,754	2,710	5,083	6,708
EBITDAPS	71	116	202	171	179
SPS	4,491	6,803	8,779	10,923	12,412
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-4.3	-5.9	-3.3	-11.6	-6.9
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	19.3	51.5	29.1	24.4	13.6
영업이익 증가율 (%)	15.9	94.7	41.3	54.4	26.5
지배순이익 증가율 (%)	14.5	113.3	37.8	38.6	27.3
매출총이익률 (%)	16.4	16.1	17.3	18.1	23.1
영업이익률 (%)	8.5	8.2	10.6	11.6	14.4
지배순이익률 (%)	7.5	7.2	10.2	10.9	12.1
EBITDA 마진 (%)	2.2	1.6	1.7	2.3	1.6
ROIC	24.1	34.9	41.1	51.7	52.9
ROA	11.0	19.2	19.9	19.4	19.3
ROE	36.2	58.6	51.9	41.6	34.9
부채비율 (%)	219.8	179.5	125.8	85.2	60.0
순차입금/자기자본 (%)	-29.0	-39.0	-24.9	-39.0	-18.4
영업이익/금융비용 (배)	7.9	20.2	24.6	38.9	49.8

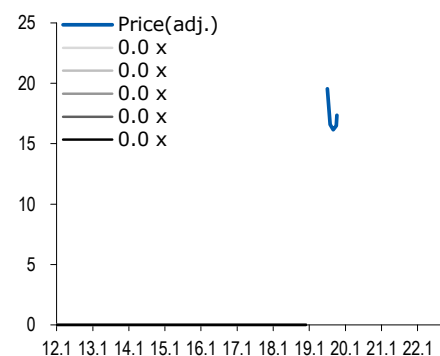
P/E band chart

(천원)

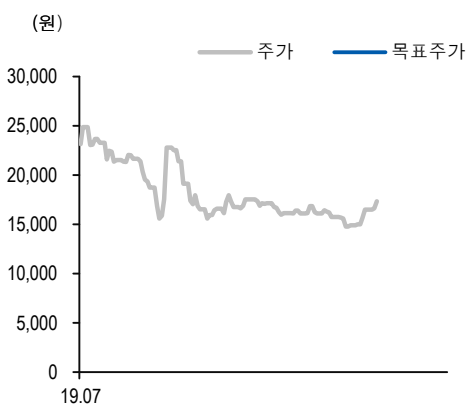


P/B band chart

(천원)



펄텍코리아 (251970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-06	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.