

# SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sks.co.kr

02-3773-9181

## Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,288 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,006 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외32)	30.37%
NIHON KOLMAR	12.14%
외국인지분률	33.00%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(19/11/20)	43,950 원
KOSPI	2125.32 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	82,300 원
52주 최저가	39,250 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.3%	-5.3%
6개월	-33.1%	-35.3%
12개월	-28.7%	-30.1%

## 한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 53,000 원(하향))

### [3Q19 Review] 헬스케어만 선전한 3 분기

- 3Q19 매출액 3,609 억원(YoY -3.8%), 영업이익 202 억원(YoY +160%) 기록
- 컨센서스 매출액과 영업이익 3,800 억원과 293 억원을 크게 하회하는 쇼크 기록
- 국내, 중국, 미국의 화장품 매출 역성장과 제약 부문 수익성 악화로 부진한 실적 시현
- CKM 은 케이캡정 호조와 함께 꾸준한 호실적 유지하며 추가적인 수익성 하락을 방어
- 투자의견 매수 유지하나, 실적 추정과 밸류에이션 하향 조정으로 T.P 5.3 만원으로 하향

### 3Q19 화장품 부문 부진으로 어닝 쇼크 기록

3Q19 매출액 3,609 억원(YoY -3.8%), 영업이익 202 억원(YoY +160%)으로 영업이익 컨센서스 293 억원을 -31% 하회하는 실적을 시현하였다. **국내 화장품**의 경우, 방판 채널 위주 안정적인 수주가 지속되었으나, J 사 향 매출 감소와(매출 비중 3Q18 16% → 3Q19 4%)와 흡소핑 및 H&B 향 수주 감소로 내수 매출이 YoY -18% 하락하였고, 중국 향 제품 수주가 감소하며 수출도 크게 하락(YoY -50%)하였다. 전체 국내 화장품 매출은 1,394 억원(YoY -21%)을 기록했으며, 매출 감소에 따른 레버리지 효과 축소와 내년도 보수적인 회계처리에 대비한 비용 선반영(별도 법인 기준 일회성 비용 40~50 억원 추정)으로 OPM 은 1.7%로 크게 악화(YoY -4.3%p)되었다. **제약 부문**의 경우, 매출액은 465 억원(YoY +4%), 영업이익률은 8%를 달성하였다. GMP 허가 갱신에 대한 대응으로 생산량이 감소하며, 매출액이 기존 예상치(YoY +8~9%)에 미치지 못했다. 회계 비용 선반영 효과를 제외 시, 11%의 비교적 양호한 수준의 OPM 을 기록한 것으로 보인다. 한편, **PTP(미국)법인**은 기존처 수주 감소로 YoY -9% 역성장하며 소폭의 영업적자(-5 억)를 기록했고, **CSR(캐나다)법인**의 경우, 기존 거래처의 안정적인 수주 증가로 타라인 성장(YoY +17%)을 지속하며 5%의 양호한 영업이익률을 시현한 것으로 추정한다. **중국 법인**은 북경 → 무석 법인으로의 이관 작업 시점 차와 신규 고객 영업 부진으로 매출이 부진하였다. 북경법인(매출액 114 억원, 적자 -50 억원) 수주가 감소한 데에 비해 무석법인(매출액 52 억원, 영업적자 -25 억원) 가동률은 여전히 더뎠다. 중국 역시 보수적인 회계 비용 반영 효과로 전체 중국 적자폭은 QoQ -58 억원 가량 확대되었다. **CKM(CJ 헬스케어)**의 경우, 케이캡정의 지속적인 실적 초과 달성으로 매출액 1,419 억원과 OPM 15%를 달성하는 호실적을 시현하였다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 53,000 원으로 하향

한국콜마에 대한 투자의견 Buy 를 유지하나, 목표주가를 기존 6.4 만원에서 5.3 만원으로 수정 제시한다. 중국 내 경쟁 심화로 인한 전방 고객사들의 수주 감소와 성장 정체 장기화 전망을 반영해 2019 년과 2020 년 영업이익 추정치를 각각 -14%, -3% 하향 조정하고 할인 적용하지 않던 기존의 화장품 부문 업종 밸류에이션을 15% 할인 적용하였다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	667	822	1,358	1,546	1,651	1,757
yoy	%	24.6	23.1	65.3	13.9	6.8	6.4
영업이익	십억원	73	67	90	127	165	183
yoy	%	20.9	-8.8	34.3	41.5	29.4	11.2
EBITDA	십억원	85	86	132	185	217	230
세전이익	십억원	71	62	55	75	113	133
순이익(지배주주)	십억원	53	47	42	53	80	94
영업이익률%	%	11.0	8.2	6.6	8.2	10.0	10.4
EBITDA%	%	12.8	10.5	9.7	12.0	13.2	13.1
순이익률	%	8.0	5.9	2.7	3.4	4.8	5.3
EPS(계속사업)	원	2,516	2,240	1,954	2,362	3,537	4,134
PER	배	26.2	36.6	36.1	18.6	12.4	10.6
PBR	배	5.1	5.7	3.6	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	16.9	21.8	22.0	12.2	9.9	8.9
ROE	%	21.6	16.4	11.4	11.5	15.2	15.5
순차입금	십억원	31	115	949	869	765	652
부채비율	%	71.3	101.0	170.0	172.9	161.8	151.0

한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E	
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	409.8	360.9	394.8	1,358	1,546	1,651	
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	56.9%	13.8%	-3.8%	3.9%	65.3%	13.9%	6.8%	
	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	220.9	239.5	185.9	211.5	891.6	857.8	901.8	
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	170.5	174.7	192.0	139.4	163.2	697.3	669.3	694.5	
	Domestic	146.2	175.8	159.3	158.2	162.4	182.1	130.4	151.1	639.5	626.0	645.9	
	Export	10.2	17.2	18.1	12.3	12.3	9.9	9.0	12.1	57.8	43.3	48.7	
	Bio	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	47.5	46.5	48.3	194.3	188.5	207.3	
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	15.1	16.3	11.4	13.0	74.4	55.8	51.2	
	무석	-	-	-	0.6	2.6	4.9	5.2	8.5	0.6	21.2	40.6	
	PTP	14.2	13.4	13.4	14.6	13.9	16.4	12.2	14.2	55.6	56.7	60.3	
	CSR	8.0	8.2	7.9	8.5	8.6	10.3	9.2	9.6	32.6	37.7	41.4	
	CKM	0.1	80.0	124.0	131.0	126.2	127.1	141.9	143.4	335.1	538.6	577.8	
	y-y	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	6.0%	-2.6%	-16.3%	-1.8%	30.8%	-3.8%	5.1%
		Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.7%	-0.5%	-21.4%	-4.3%	42.5%	-4.0%	3.8%
Domestic		27.0%	52.5%	51.6%	30.2%	11.1%	3.6%	-18.1%	-4.5%	39.9%	-2.1%	3.2%	
Export		29.1%	156.7%	101.1%	38.2%	20.6%	-42.4%	-50.3%	-1.5%	77.8%	-25.1%	12.4%	
Bio		11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-11.2%	-10.0%	4.3%	7.5%	1.1%	-3.0%	10.0%	
Beijing		47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-4.4%	-24.9%	-38.0%	-30.0%	29.2%	-25.1%	-8.2%	
무석		-	-	-	-	-	-	-	-	-	3433.3%	91.4%	
PTP		-14.5%	-18.8%	-30.6%	0.7%	-2.1%	22.4%	-9.0%	-2.5%	-16.9%	2.0%	6.3%	
CSR		21.2%	0.0%	113.5%	-9.6%	7.5%	25.6%	16.5%	12.5%	16.8%	15.5%	9.8%	
CKM		-	-	-	-	-	58.9%	14.4%	9.5%	-	60.7%	7.3%	
OP		OP	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	38.0	20.2	37.4	90.0	127.3	164.8
		y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	76.4%	54.8%	160.0%	-5.7%	34.3%	41.5%	29.4%
		% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	9.3%	5.6%	9.5%	6.6%	8.2%	10.0%
		KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	18.3	21.5	5.9	13.8	71.0	59.5	70.2
	Cosmetic	9.6	15.4	11.2	13.9	12.3	14.1	2.4	8.5	50.1	37.3	40.1	
	Bio	7.5	6.9	0.4	6.1	6.0	7.4	3.6	5.3	20.9	22.2	30.1	
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(5.0)	(0.6)	0.3	(5.8)	(0.5)	
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(2.9)	(1.6)	(2.5)	(1.3)	(3.0)	(8.3)	(1.1)	
	PTP	0.6	0.5	(0.6)	(0.7)	(0.1)	0.0	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.9)	1.1	
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	2.6	1.9	2.3	
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.7	15.1	17.8	20.6	23.0	22.3	76.5	82.5	
	OPM	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	9.3%	8.3%	9.0%	3.2%	6.5%	8.0%	6.9%	7.8%
		Cosmetic	6.8%	8.0%	6.0%	8.2%	7.5%	7.3%	1.7%	5.2%	7.2%	5.6%	5.8%
		Bio	14.5%	13.0%	1.0%	13.5%	13.0%	15.5%	7.7%	11.0%	10.8%	11.8%	14.5%
Beijing		-2.0%	2.0%	0.5%	0.5%	-0.5%	-0.5%	-44.0%	-5.0%	0.4%	-10.4%	-1.0%	
무석		0.0%	0.0%	0.0%	-333.3%	-112.0%	-32.0%	-48.0%	-15.0%	-508.3%	-38.9%	-2.7%	
PTP		4.0%	3.5%	-4.5%	-5.0%	-1.0%	0.2%	-4.0%	-2.0%	-0.5%	-1.5%	1.9%	
CSR		8.8%	8.0%	8.0%	7.0%	5.0%	4.8%	5.0%	5.1%	7.9%	5.0%	5.5%	
CKM		-	-	-2.4%	18.1%	12.0%	14.0%	14.5%	16.0%	6.7%	14.2%	14.3%	

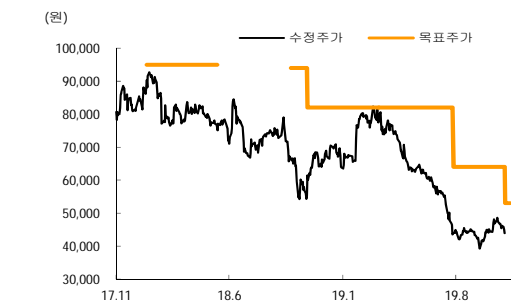
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	억원	683	17.2	11,760	2019년 화장품 예상 이익비중 32%와 제약 예상 이익비중 68% 감안
화장품ODM	억원	239	27.1	6,480	글로벌 화장품 4사 12m fwd 실적 기준 PER 평균을 15% 할인
C헬스케어 + 제약ODM	억원	444	12.6	5,578	글로벌 제약 3사 12M Fwd 예상실적 기준 PER
Shares Outstanding('000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			52,626	
Target Price	원			53,000	Upside +15.7%

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 글로벌 화장품 4사는 로레알, 시세이도, 에스티로더, 상해자화를, 글로벌 제약 3사는 J&J, 머크, 화이자를 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.21	매수	53,000원	6개월		
2019.08.16	매수	64,000원	6개월	-30.60%	-24.06%
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%



### 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 11 월 21 일 기준)

매수	85.35%	중립	14.65%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	366	555	751	879	1,021
현금및현금성자산	14	77	329	426	539
매출채권및기타채권	161	202	210	226	241
재고자산	106	177	184	198	211
<b>비유동자산</b>	303	1,631	1,612	1,569	1,531
장기금융자산	4	19	16	16	16
유형자산	236	421	408	370	336
무형자산	58	1,151	1,142	1,132	1,122
<b>자산총계</b>	669	2,186	2,362	2,448	2,552
<b>유동부채</b>	212	517	600	610	627
단기금융부채	79	288	362	354	354
매입채무 및 기타채무	112	158	164	177	188
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	124	859	897	903	908
장기금융부채	119	819	845	845	845
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	2	2
<b>부채총계</b>	336	1,377	1,496	1,512	1,535
<b>지배주주지분</b>	305	438	493	562	643
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	216	228	228	228
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	181	213	259	331	416
비지배주주지분	28	371	372	373	374
<b>자본총계</b>	333	810	866	935	1,017
<b>부채외자본총계</b>	669	2,186	2,362	2,448	2,552

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	9	86	176	165	172
당기순이익(손실)	49	37	52	79	92
비현금성항목등	38	102	139	138	138
유형자산감가상각비	16	31	43	39	34
무형자산감가상각비	3	11	14	13	13
기타	2	8	10	4	4
운전자본감소(증가)	-61	-29	10	-12	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	15	-4	-16	-15
재고자산감소(증가)	-18	-21	-5	-14	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-15	3	13	12
기타	-6	-8	17	5	5
법인세납부	-17	-24	-25	-40	-47
<b>투자활동현금흐름</b>	-155	-1,291	49	3	4
금융자산감소(증가)	-68	9	73	0	0
유형자산감소(증가)	-68	-76	-24	0	0
무형자산감소(증가)	-8	0	-3	-3	-3
기타	-11	-1,223	2	6	7
<b>재무활동현금흐름</b>	131	1,268	27	-71	-64
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	-8	0
장기금융부채증가(감소)	141	847	73	0	0
자본의증가(감소)	0	450	12	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-7	-8	-9
기타	-4	-23	-48	-55	-55
<b>현금의 증가(감소)</b>	-13	62	253	97	113
기초현금	27	14	77	329	426
기말현금	14	77	329	426	539
FCF	-61	-18	112	148	156

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	822	1,358	1,546	1,651	1,757
<b>매출원가</b>	644	1,001	1,104	1,177	1,249
<b>매출총이익</b>	178	357	442	474	508
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	28.6	28.7	28.9
<b>판매비와관리비</b>	111	267	315	309	324
<b>영업이익</b>	67	90	127	165	183
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.2	10.0	10.4
<b>비영업손익</b>	-5	-35	-53	-52	-50
순금융비용	3	31	50	49	47
외환관련손익	-1	-1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	62	55	75	113	133
세전계속사업이익률 (%)	7.6	4.1	4.8	6.8	7.6
<b>계속사업법인세</b>	13	19	23	34	41
<b>계속사업이익</b>	49	37	52	79	92
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세회과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	49	37	52	79	92
순이익률 (%)	5.9	2.7	3.4	4.8	5.3
<b>지배주주</b>	47	42	53	80	94
지배주주귀속 순이익률(%)	5.75	3.12	3.46	4.85	5.32
<b>비지배주주</b>	1	-6	-1	-1	-1
총포괄이익	39	34	51	77	91
<b>지배주주</b>	40	38	50	77	90
<b>비지배주주</b>	-1	-4	1	1	1
<b>EBITDA</b>	86	132	185	217	230

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	23.1	65.3	13.9	6.8	6.4
영업이익	-8.8	34.3	41.5	29.4	11.2
세전계속사업이익	-13.0	-10.7	35.1	50.7	18.0
EBITDA	1.1	53.2	40.2	17.3	5.9
EPS(계속사업)	-11.0	-12.8	20.9	49.8	16.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.4	11.4	11.5	15.2	15.5
ROA	8.4	2.6	2.3	3.3	3.7
EBITDA마진	10.5	9.7	12.0	13.2	13.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	172.6	107.3	125.2	144.1	162.9
부채비율	101.0	170.0	172.9	161.8	151.0
순차입금/자기자본	34.7	117.2	100.4	81.8	64.1
EBITDA/이자비용(배)	21.7	4.0	3.5	4.0	4.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,240	1,954	2,362	3,537	4,134
BPS	14,458	19,616	21,562	24,558	28,095
CFPS	3,149	3,894	4,912	5,847	6,193
주당 현금배당금	300	330	350	400	450
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	40.3	47.4	34.9	23.3	19.9
PER(최저)	26.4	27.7	16.6	11.1	9.5
PBR(최고)	6.2	4.7	3.8	3.4	2.9
PBR(최저)	4.1	2.8	1.8	1.6	1.4
PCR	26.0	18.1	9.0	7.5	7.1
EV/EBITDA(최고)	23.8	24.9	16.7	13.8	12.5
EV/EBITDA(최저)	16.2	19.2	11.6	9.4	8.4