

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

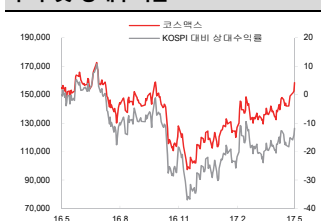
Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,533 십억원
주요주주	
코스맥스비티아(외)	26.02%
4)	
국민연금공단	11.99%
외국인지분률	29.20%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(17/05/11)	152,500 원
KOSPI	2270.12 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	172,593 원
52주 최저가	97,300 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.4%	6.6%
6개월	19.1%	5.1%
12개월	0.3%	-12.5%

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 175,000 원(하향))

[1Q17 Review] 생각하지 못했던, 당황스러운 국내의 부진

1Q17 국내 부문 부진으로 어닝쇼크를 기록하였다. 2Q, 3Q 역시 제한적인 국내 화장품 부문 성장성으로 고정비 부담은 지속될 것이다. 반면, 미국과 인도네시아에서는 견조한 매출 성장을 보여주었고 중국은 RMB 기준 40%의 성장률을 시현하였다. 실적 추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가도 기존 19 만원에서 17.5 만원으로 하향한다.

[1Q17 Review] 고정비 증가를 상쇄시키지 못한 국내 성장률

1Q17 매출액 2,191 억원(y-y +26.3%), 영업이익 94 억원(y-y -28.0%)으로 기존 당사 영업이익 추정치 158 억원을 큰 폭으로 하회하였다. 실적 부진의 주요 원인은 국내부문 수익성 악화였다. 인건비, 감가상각비, 전산 시스템 운영경비 등이 y-y 30 억원 이상 증가하였다. 과거 대비 낮아진 국내 부문 매출 성장률이 고정비 부담을 상쇄하지 못하였다. 2, 3 분기 중국 사드 이슈에 따른 국내 화장품 오더 축소의 영향까지 존재하는 상황으로 고정비 부담은 지속될 전망이다. 이외 중국에서는 RMB 기준 y-y +40% 수준의 매출 성장을 시현하였으며, 광저우와 상해 Total 10% 수준의 영업이익률을 유지하였다. 이외 눈에 띄는 것은 인도네시아의 턴어라운드인데, 인도네시아에서는 1Q17 매출액 29 억원으로 16 년 연간 매출액과 유사한 수준의 매출액을 시현하였다. 순이익 또한 3 억원을 기록하면서 턴어라운드 하는 모습을 보여주었다.

중국, 미국, 인도네시아의 호조세는 2 분기를 넘어 하반기에도 지속될 전망

중국은 신규 설비 가동에 따른 초기 비용이 발생했음에도 큰 폭의 매출 성장이 비용 증가를 상쇄하였다. 2 분기 역시 고객사 오더는 견조한 상황으로 중국은 10% 수준의 OPM 이 유지될 전망이다. 인도네시아는 동남아 고객사 확대 국면이며, 미국 법인은 생산성 향상이 지속되고 있다. 하반기에도 해외법인의 호조세는 지속될 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 17.5 만원으로 하향

투자의견 Buy 유지하나, 연간 실적 추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가도 기존 19 만원에서 17.5 만원으로 하향한다. '18 년 국내부문 추정 OPM 을 9.0%에서 7.7%로 낮추었으며, 목표주가 산출에 적용한 밸류에이션 멀티플은 26.1X 로 이전과 동일하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	334	533	757	925	1,104	1,285
yoy	%	0.0	59.7	41.9	22.2	19.4	16.4
영업이익	십억원	24	36	53	58	102	126
yoy	%	0.0	47.7	46.4	10.9	75.1	23.7
EBITDA	십억원	31	45	65	81	127	152
세전이익	십억원	22	29	46	48	95	119
순이익(지배주주)	십억원	17	21	35	36	67	84
영업이익률%	%	7.3	6.7	7.0	6.3	9.3	9.8
EBITDA%	%	9.3	8.5	8.6	8.7	11.5	11.8
순이익률	%	4.7	3.5	4.2	3.5	5.8	6.3
EPS	원	1,798	2,301	3,759	3,571	6,714	8,343
PER	배	54.1	78.0	31.8	44.4	23.6	19.0
PBR	배	11.1	16.9	5.7	6.9	5.7	4.6
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	21.4	22.6	14.4	11.8
ROE	%	20.6	23.8	22.5	16.3	26.4	26.7
순차입금	십억원	130	190	179	225	231	200
부채비율	%	304.4	354.8	221.2	230.0	209.7	185.9

Valuation & 실적 추정

코스맥스 PER Valuation

(억원 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 실적기준 지배주주순이익	675	26.1	17,618	2018년 예상실적 기준 글로벌 화장품 4개사 평균 PER
Shares Outstanding('000)			10,046	
Fair Value per share			175,368	
Target Price			175,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권

주 : 글로벌 화장품 4개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

코스맥스 분기별 실적 추정

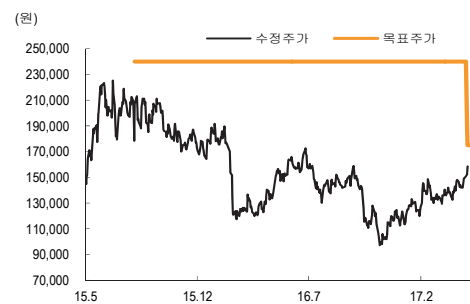
(단위 : 십억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
Sales	Sales	173.5	197.7	186.1	199.7	219.1	234.8	226.1	245.2	757.0	925.1	1,104.5
	y-y	49.1%	33.3%	40.0%	47.1%	26.3%	18.8%	21.5%	22.8%	41.9%	22.2%	19.4%
	KOREA	123.9	128.0	123.7	129.9	142.3	138.9	138.5	149.4	505.5	569.1	675.3
	China	58.1	81.3	71.1	73.5	77.0	105.2	92.4	95.5	283.9	370.1	460.6
	Shanghai	50.6	71.9	63.5	66.8	67.7	93.5	82.6	86.9	252.9	330.7	413.3
	Guangzhou	7.4	9.3	7.6	6.6	9.3	11.7	9.8	8.6	31.0	39.4	47.3
	Indonesia	0.5	0.5	0.6	1.4	2.9	2.5	2.5	3.0	3.0	10.9	4.0
	USA	2.8	4.7	4.1	5.9	7.2	8.0	9.0	10.0	17.6	34.2	40.0
	KOREA	53.0%	25.3%	39.2%	25.4%	14.8%	8.5%	12.0%	15.0%	35.7%	12.6%	18.7%
	China	30.2%	34.5%	21.4%	42.1%	32.6%	29.4%	30.0%	30.0%	31.9%	30.4%	24.5%
y-y	Shanghai	36.9%	42.0%	28.7%	52.0%	33.8%	30.0%	30.0%	30.0%	39.7%	30.8%	25.0%
	Guangzhou	-2.2%	-4.2%	-17.5%	-14.0%	24.7%	25.0%	30.0%	30.0%	-9.5%	27.2%	20.0%
	Indonesia	23.0%	39.1%	18.5%	245.1%	527.6%	378.0%	293.7%	119.0%	77.5%	264.4%	-63.3%
	USA					155.3%	71.9%	117.8%	68.4%		94.9%	16.9%
	OP											
	영업이익	13.1	18.2	11.9	9.5	9.4	16.1	16.3	16.6	52.6	59.5	102.2
	y-y	71.7%	31.4%	25.8%	88.1%	-28.0%	-11.7%	36.7%	75.9%	46.4%	13.1%	71.7%
	OPM	7.5%	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.8%	7.2%	6.8%	7.0%	6.4%	9.3%
	KOREA	11.3	13.3	9.9	8.8	8.0	8.1	9.0	10.5	43.3	35.5	51.8
	Ex KOREA	1.8	4.9	2.0	0.6	1.4	8.0	7.3	6.2	9.3	22.9	50.4
OPM	KOREA	9.1%	10.4%	8.0%	6.8%	5.6%	5.8%	6.5%	7.0%	8.6%	6.2%	7.7%
	Ex KOREA	3.6%	7.0%	3.2%	0.9%	1.9%	8.3%	8.3%	6.4%	3.7%	6.4%	11.7%

자료 : SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.12	매수	175,000원
2017.05.10	매수	190,000원
	담당자 변경	
2016.06.07	매수	240,000원
2016.05.10	매수	240,000원
2016.02.17	매수	240,000원
2015.08.13	매수	240,000원



Compliance Notice

- 작성자(서명)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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 11 일 기준)

매수	95.07%	중립	4.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	423	494	603
현금및현금성자산	17	68	23	17	48
매출채권및기타채권	145	192	235	280	326
재고자산	84	125	153	183	212
비유동자산	183	270	312	340	349
장기금융자산	3	11	11	11	11
유형자산	163	236	274	300	305
무형자산	5	6	6	6	6
자산총계	439	666	735	835	952
유동부채	296	384	427	473	519
단기금융부채	177	190	190	190	190
매입채무 및 기타채무	103	162	198	236	275
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	75	85	92	99
장기금융부채	34	60	60	60	60
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	342	459	512	565	619
지배주주지분	98	211	230	281	347
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	60	151	151	151	151
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	58	84	141	215
비지배주주지분	-1	-4	-7	-11	-15
자본총계	97	207	223	270	333
부채외자본총계	439	666	735	835	952

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	31	32	63	79
당기순이익(손실)	19	31	33	64	81
비현금성항목등	32	43	48	63	72
유형자산감가상각비	9	12	22	25	25
무형자산감가상각비	0	1	1	1	1
기타	6	10	3	0	0
운전자본감소(증가)	-40	-31	-33	-34	-35
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-49	-47	-43	-45	-46
재고자산감소(증가)	-28	-46	-28	-30	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	56	36	38	39
기타	10	6	2	3	2
법인세납부	-12	-13	-16	-31	-39
투자활동현금흐름	-47	-97	-60	-51	-31
금융자산감소(증가)	1	-7	0	0	0
유형자산감소(증가)	-43	-88	-60	-50	-30
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	54	117	-18	-18	-18
단기금융부채증가(감소)	23	-5	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	42	44	0	0	0
자본의증가(감소)	0	93	0	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-10	-10	-10
기타	-6	-8	-7	-7	-7
현금의 증가(감소)	7	51	-46	-6	31
기초현금	11	17	68	23	17
기말현금	17	68	23	17	48
FCF	-57	-58	-32	9	46

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	925	1,104	1,285
매출원가	445	639	762	906	1,051
매출총이익	88	118	163	198	234
매출총이익률 (%)	16.5	15.6	17.6	17.9	18.2
판매비와관리비	52	65	105	96	108
영업이익	36	53	58	102	126
영업이익률 (%)	6.7	7.0	6.3	9.3	9.8
비영업손익	-6	-6	-10	-7	-7
순금융비용	5	7	7	7	7
외환관련손익	-2	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	46	48	95	119
세전계속사업이익률 (%)	5.5	6.1	5.2	8.6	9.3
계속사업법인세	11	15	16	31	39
계속사업이익	19	31	33	64	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19	31	33	64	81
순이익률 (%)	3.5	4.2	3.5	5.8	6.3
지배주주	21	35	36	67	84
지배주주귀속 순이익률(%)	3.98	4.59	3.88	6.11	6.52
비지배주주	-2	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	19	24	25	57	73
지배주주	22	28	29	61	77
비지배주주	-2	-4	-4	-4	-4
EBITDA	45	65	81	127	152

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	59.7	41.9	22.2	19.4	16.4
영업이익	47.7	46.4	10.9	75.1	23.7
세전계속사업이익	33.8	57.6	3.6	97.1	25.5
EBITDA	45.7	44.6	23.8	57.8	19.5
EPS(계속사업)	27.9	63.4	-5.0	88.0	24.3
수익성 (%)					
ROE	23.8	22.5	16.3	26.4	26.7
ROA	4.9	5.7	4.7	8.2	9.0
EBITDA마진	8.5	8.6	8.7	11.5	11.8
안정성 (%)					
유동비율	86.4	103.2	99.0	104.5	116.1
부채비율	354.8	221.2	230.0	209.7	185.9
순차입금/자기자본	196.7	86.5	101.1	85.6	60.0
EBITDA/이자비용(배)	7.9	9.5	10.8	17.0	20.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,301	3,759	3,571	6,714	8,343
BPS	10,599	20,990	22,880	27,913	34,575
CFPS	3,289	5,115	5,787	9,209	10,893
주당 현금배당금	700	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.9	51.0	44.4	23.6	19.0
PER(최저)	42.1	25.9	31.5	16.8	13.5
PBR(최고)	21.3	9.1	6.9	5.7	4.6
PBR(최저)	9.1	4.6	4.9	4.0	3.3
PCR	54.6	23.4	27.4	17.2	14.6
EV/EBITDA(최고)	50.6	30.1	22.6	14.4	11.8
EV/EBITDA(최저)	24.3	17.9	16.9	10.7	8.8