

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

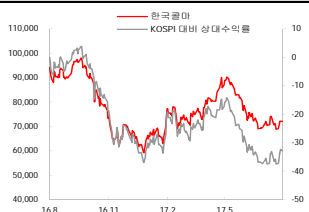
### Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,110 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,519 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외21)	23.28%
국민연금공단	9.27%
외국인지분률	47.40%
배당수익률	0.30%

### Stock Data

주가(17/08/15)	72,000 원
KOSPI	2334.22 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	98,000 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.6%	7.2%
6개월	-2.4%	-13.3%
12개월	-22.9%	-32.3%

## 한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 84,000 원(하향))

### [2Q17 Review] 제약과 북미법인이 없었다면...

- 2Q 영업이익 170 억원(y-y -21%)으로 당사 기존 추정치 213 억원을 큰 폭으로 하회
- 국내 화장품과 북경이 기존 추정치에 미달. 제약과 북미법인은 예상 수준
- 하반기 국내 화장품 개선의 여지는 있으나 그 폭은 제한적일 전망
- 북경, 제약, 북미는 2분기의 추세가 하반기에도 지속될 전망
- 실적 추정치 하향 조정함에 따라 목표주가 기존 9.4 만원에서 8.4 만원으로 하향

### 하반기에도 모멘텀은 제약과 북미법인

2분기 매출액 2,450 억원(y-y +20%), 영업이익 170 억원(y-y -21%)로 당사 기존 추정 영업이익 213 억원을 큰 폭으로 하회하는 부진한 실적을 시현하였다. 실적 부진의 주요 원인은 국내 화장품 부문의 매출 역성장애 따른 고정비 부담 증가이다. 국내 화장품 : 내수와 수출 모두 부진하였다. 내수는 브랜드샵 부진과 하절기류 제품(스틱) 오더 축소가 부정적 영향을 미쳤다. 하반기는 에터미향, 홈쇼핑채널향 대형 신제품들의 출시가 예정되어 있어 매출 성장세가 다소 회복될 수 있을 것이다. 수출 역시도 고객사 재고 조정, 빅 바이어들의 오더 축소의 부정적 영향을 받았으나, 하반기 신규 고객사로의 제품 출시가 예정되어 있어 2분기의 부진은 탈피할 수 있을 것으로 판단된다. 제약 : 2분기 역시 -y y +17% 수준의 매출 성장을 시현하였으며, 하반기에도 타미플루 제네릭을 비롯한 신제품 출시가 지속되며 이마트 노브랜드 치약 이후 후속 제품에 대한 논의가 지속되고 있어 현재의 성장세가 지속될 전망이다. 북경 : 상해 지역과는 다소 상이한 상황이다. 북경콜마의 상대적으로 높은 단가와 국내 업체간의 경쟁이 부담스럽다. 2분기 매출 성장은 y-y +11%로 제한적이었으나, 오더 규모 확대로 마진율은 8%p(q-q +3%p) 대로 회복한 것으로 추정된다. 현 추세가 하반기에도 유지될 전망이다.

### 2018년 예상 매출액 추정치, 영업이익 추정치 -6%, -17% 하향 조정

제한적인 국내 화장품 부문 매출 성장에 따른 수익성 악화와 북경콜마 매출 성장 폭 하향 조정에 따른 마진 축소를 반영하여, 2018년 예상 매출액 추정치와 영업이익 추정치를 각각 -6%, -17% 낮추었다. 새로운 실적 추정치 반영하여 목표주가를 기존 9.4 만원에서 8.4 만원으로 하향 조정하며, 주가 상승여력 감안하여 투자이견은 Buy 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	461	536	667	829	938	1,054
yoy	%	63.4	16.2	24.6	24.2	13.1	12.4
영업이익	십억원	47	61	73	75	93	106
yoy	%	138.1	29.6	20.9	1.8	23.8	14.5
EBITDA	십억원	54	70	85	95	116	130
세전이익	십억원	43	59	71	73	90	104
순이익(지배주주)	십억원	33	45	53	56	69	80
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	9.0	9.9	10.1
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	11.5	12.4	12.4
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	6.9	7.5	7.7
EPS	원	1,641	2,155	2,516	2,648	3,277	3,791
PER	배	26.9	44.0	26.2	27.2	22.0	19.0
PBR	배	5.2	9.1	5.1	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	16.7	13.3	11.4
ROE	%	22.3	22.7	21.6	19.1	19.8	19.1
순차입금	십억원	-10	-15	31	31	-12	-71
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	80.9	73.6	67.0

## 실적추정 & Valuation

### 한국콜마 부문별 실적 추정

(단위 : 백만원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018E	
Sales	Sales	148,615	173,013	160,210	185,631	201,409	207,100	202,531	218,105	667,469	829,146	938,109	
	y-y %	17.5%	21.8%	25.0%	33.4%	35.5%	19.7%	26.4%	17.5%	24.6%	24.2%	13.1%	
	KOREA	144,536	166,600	147,300	161,200	169,500	171,100	160,934	178,122	619,636	679,656	771,972	
	Cosmetic	109,050	124,700	104,400	116,000	123,000	122,000	109,454	123,882	454,150	478,336	537,434	
	Domestic	100,772	112,600	93,400	104,100	115,100	115,300	99,004	111,387	410,872	440,791	492,380	
	Export	8,278	12,100	11,000	11,900	7,900	6,700	10,450	12,495	43,278	37,545	45,054	
	Bio	35,486	41,900	42,900	45,200	46,500	49,100	51,480	54,240	165,486	201,320	234,538	
	Beijing	7,117	12,900	16,600	15,500	10,700	14,300	19,090	17,825	52,117	61,915	71,202	
	PTP				13,600	16,600	16,500	16,995	16,913		67,008	73,708	
	CSR					6,600	8,200	8,446	8,405		31,651	34,816	
y-y	KOREA	18.2%	24.4%	20.8%	25.6%	17.3%	2.7%	9.3%	10.5%	22.3%	9.7%	13.6%	
	Cosmetic	19.4%	22.4%	17.8%	24.9%	12.8%	-2.2%	4.8%	6.8%	21.2%	5.3%	12.4%	
	Domestic	16.4%	12.4%	20.1%	22.5%	14.2%	2.4%	6.0%	7.0%	17.5%	7.3%	11.7%	
	Export	75.6%	627.2%	1.8%	50.7%	-4.6%	-44.6%	-5.0%	5.0%	72.6%	-13.2%	20.0%	
	Bio	14.8%	31.0%	29.3%	27.6%	31.0%	17.2%	20.0%	20.0%	25.8%	21.7%	16.5%	
	Beijing	24.1%	31.6%	88.5%	21.7%	50.3%	10.9%	15.0%	15.0%	40.5%	18.8%	15.0%	
	PTP											10.0%	
	CSR											10.0%	
	OP	OP	17,466	21,546	15,534	18,885	20,607	16,967	17,379	19,801	73,430	74,754	92,508
		y-y %	20.6%	22.6%	-1.2%	46.1%	18.0%	-21.3%	11.9%	4.9%	20.9%	1.8%	23.7%
% Sales		11.8%	12.5%	9.7%	10.2%	10.2%	8.2%	8.6%	9.1%	11.0%	9.0%	9.9%	
KOREA		17,111	20,944	14,200	17,700	17,700	15,100	14,354	16,962	69,955	64,116	77,498	
Beijing		762	1,290	1,328	1,318	589	1,144	1,527	1,426	4,697	4,686	6,052	
PTP						1,328	825	1,360	1,353		4,866	6,082	
CSR						528	656	676	672		2,532	2,875	
OPM		KOREA	11.8%	12.6%	9.6%	11.0%	10.4%	8.8%	8.9%	9.5%	11.3%	9.4%	10.0%
	Beijing	10.7%	10.0%	8.0%	8.5%	5.5%	8.0%	8.0%	8.0%	9.0%	7.6%	8.5%	
	PTP					8.0%	5.0%	8.0%	8.0%	0.0%	7.3%	8.3%	
	CSR					8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	8.3%	

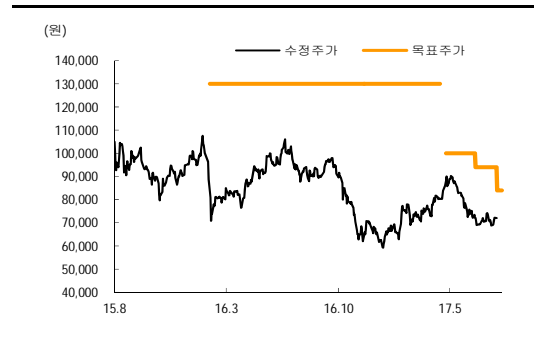
자료 : 한국콜마, SK 증권 주 : Beijing, PTP, CSR OPM 은 추정치

### 한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 당기순이익	억원	691	25.7	17,759	글로벌 화장품 4 개사 18 년 예상실적 기준 PER 27.7X 10% 할인
Shares Outstanding('000)	천주			21,100	
Fair Value per share	원			84,164	
Target Price	원			84,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.16	매수	84,000원
	2017.07.05	매수	94,000원
	2017.06.13	매수	100,000원
	2017.05.15	매수	100,000원
	2017.05.10	매수	100,000원
	2017.05.01	담당자 변경	
	2016.06.07	매수	130,000원
	2016.02.15	매수	130,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(서명화)는 본 조사분석자료에 기재된 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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 16일 기준)**

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	186	264	361	434	525
현금및현금성자산	16	27	65	100	150
매출채권및기타채권	91	128	159	180	203
재고자산	46	86	107	121	136
<b>비유동자산</b>	159	229	263	276	283
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	146	185	208	223	232
무형자산	10	40	51	48	46
<b>자산총계</b>	344	493	624	710	808
<b>유동부채</b>	115	196	270	284	300
단기금융부채	25	59	99	91	83
매입채무 및 기타채무	74	114	142	161	181
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9	9	9	17	24
장기금융부채	4	5	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	124	205	279	301	324
<b>지배주주지분</b>	221	270	316	382	458
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	94	141	192	261	341
비지배주주지분	0	18	29	27	26
<b>자본총계</b>	221	288	345	409	484
<b>부채외자본총계</b>	344	493	624	710	808

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	50	39	53	80	90
당기순이익(손실)	45	53	57	70	81
비현금성항목등	26	35	39	46	49
유형자산감가상각비	9	11	16	20	21
무형자산상각비	1	1	4	3	3
기타	2	3	2	1	1
운전자본감소(증가)	-9	-32	-26	-16	-17
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-28	-31	-21	-22
재고자산감소(증가)	-9	-24	-18	-14	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	29	29	19	20
기타	-6	-10	-6	0	0
법인세납부	-13	-17	-16	-20	-23
<b>투자활동현금흐름</b>	-7	-21	-43	-35	-30
금융자산감소(증가)	30	23	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-33	-45	-40	-35	-30
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	-1
기타	2	2	1	1	1
<b>재무활동현금흐름</b>	-47	10	41	-10	-10
단기금융부채증가(감소)	0	0	-6	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	-43	15	48	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	0	0
기타	-2	-1	-1	-2	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	-5	11	38	35	50
기초현금	21	16	27	65	100
기말현금	16	27	65	100	150
FCF	11	-22	14	44	59

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	536	667	829	938	1,054
<b>매출원가</b>	410	514	657	742	832
<b>매출총이익</b>	126	154	173	196	222
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	20.8	20.9	21.1
<b>판매비와관리비</b>	66	80	98	104	116
영업이익	61	73	75	93	106
영업이익률 (%)	11.3	11.0	9.0	9.9	10.1
비영업손익	-2	-2	-2	-3	-2
<b>순금융비용</b>	1	1	1	2	1
외환관련손익	0	-2	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	71	73	90	104
세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	8.8	9.6	9.9
계속사업법인세	13	18	16	20	23
<b>계속사업이익</b>	45	53	57	70	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45	53	57	70	81
<b>순이익률 (%)</b>	8.5	8.0	6.9	7.5	7.7
지배주주	45	53	56	69	80
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.49	7.95	6.74	7.37	7.59
비지배주주	0	0	1	1	1
<b>총포괄이익</b>	44	55	51	64	75
지배주주	44	53	52	65	76
비지배주주	0	2	-1	-1	-1
EBITDA	70	85	95	116	130

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	16.2	24.6	24.2	13.1	12.4
영업이익	29.6	20.9	1.8	23.8	14.5
세전계속사업이익	36.8	21.3	1.9	23.8	15.5
EBITDA	30.7	21.2	11.4	22.2	12.2
EPS(계속사업)	31.4	16.7	5.3	23.7	15.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	22.7	21.6	19.1	19.8	19.1
ROA	13.4	12.7	10.2	10.5	10.7
EBITDA마진	13.1	12.8	11.5	12.4	12.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	161.9	134.6	133.7	152.5	174.7
부채비율	56.0	71.3	80.9	73.6	67.0
순차입금/자기자본	-7.0	10.9	8.9	-3.0	-14.6
EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	69.1	51.9	63.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,155	2,516	2,648	3,277	3,791
BPS	10,459	12,790	14,997	18,083	21,682
CFPS	2,612	3,077	3,605	4,391	4,941
주당 현금배당금	200	250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	52.7	42.7	34.1	27.5	23.8
PER(최저)	20.3	24.7	22.4	18.1	15.6
PBR(최고)	10.9	8.4	6.0	5.0	4.2
PBR(최저)	4.2	4.9	4.0	3.3	2.7
PCR	36.3	21.4	20.0	16.4	14.6
EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	20.7	16.6	14.3
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	13.8	10.9	9.3