

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

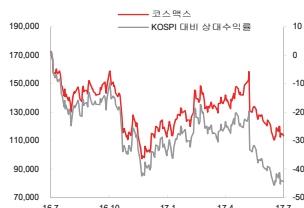
Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,141 십억원
주요주주	
코스맥스비티아(외)	26.02%
국민연금공단	9.52%
외국인지분률	22.10%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(17/07/04)	113,500 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	172,593 원
52주 최저가	97,300 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.5%	-8.8%
6개월	-3.4%	-17.0%
12개월	-33.7%	-44.4%

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 낮아진 눈높이에는 충족

-매출액 2,348 억원(y-y +18.8%), 영업이익 156 억원(y-y -14.0%) 추정

-낮아진 눈높이를 충족시키는 실적

-여전히 계속되는 국내 고정비 부담. 견조한 성장세의 중국

-18년 예상 실적 기준 PER 18.9X. 현재 주가는 충분히 매력적

-긍정적 투자 의견 유지하나, 목표주가는 기존 17.5 만원에서 15 만원으로 하향

2Q17E, 낮아진 눈높이에는 충족

2Q17E 매출액 2,348 억원(y-y +18.8%), 영업이익 156 억원(y-y -14.0%)으로 매출액 컨센서스 2,348 억원, 영업이익 컨센서스 157 억원에 부합하는 실적을 추정한다.

국내 부문은 수출 호조에도 불구하고 로드샵 및 브랜드샵 부진의 부정적 영향이 불가피한 상황이다. 2Q17E 국내 매출액이 y-y +8.5% 증가하며, 늘어난 고정비에 대한 부담이 지속된 것으로 추정된다. 이에 따라 국내 부문 영업이익률은 y-y -4.9%p 하락한 5.5%p를 시현한 것으로 추정된다.

중국은 기존 고객사의 오더 확대와 신규 고객사 확보가 함께 이루어지면서 견조한 성장세를 이어나가고 있다. 상해와 광저우 모두 수익성이 유지되는 가운데 2Q17E에도 y-y +25% 이상의 매출 성장을 시현한 것으로 추정된다.

미국은 생산성 개선작업이 지속 이루어지면서, 4Q16부터 지속되어온 q-q 성장 모멘텀을 이어나간 것으로 추정된다. 2Q17E 당사가 추정하는 미국법인 매출액은 72 억원이다. 수익성 측면에서는 2Q17E 역시 -50 억원 이상의 영업적자가 예상되지만, 현재 수준의 매출 성장이 지속될 경우 2018년에는 BEP 전환도 가능한 상황이라 판단한다.

목표주가 기존 175,000 원에서 150,000 원으로 하향

국내 부문 정상화 및 미국 법인의 의미있는 변화가 나타날 때까지는 6 개월 이상의 시간이 필요할 것으로 판단한다. 단기 모멘텀이 부재하지만 동사의 중장기 성장성 감안 시, 18년 예상실적 기준 PER 18.9X 수준인 현재 주가는 충분히 매력적인 수준이라 판단한다. 연간 실적 추정치 하향 조정 및 Target Multiple 변경함에 따라 목표주가 기존 175,000 원에서 150,000 원으로 하향한다.

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	95	123
yoy	%	0.0	47.7	46.4	10.1	63.1	30.5
EBITDA	십억원	31	45	65	80	123	152
세전이익	십억원	22	29	46	52	87	116
순이익(지배주주)	십억원	17	21	35	36	60	80
영업이익률%	%	7.3	6.7	7.0	6.3	8.6	9.6
EBITDA%	%	9.3	8.5	8.6	8.7	11.2	11.9
순이익률	%	4.7	3.5	4.2	3.8	5.4	6.2
EPS	원	1,798	2,301	3,759	3,623	6,019	7,988
PER	배	54.1	78.0	31.8	31.3	18.9	14.2
PBR	배	11.1	16.9	5.7	4.9	4.1	3.3
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	21.4	17.2	11.2	8.9
ROE	%	20.6	23.8	22.5	16.4	23.6	25.7
순차입금	십억원	130	190	179	226	233	200
부채비율	%	304.4	354.8	221.2	226.9	205.8	180.8

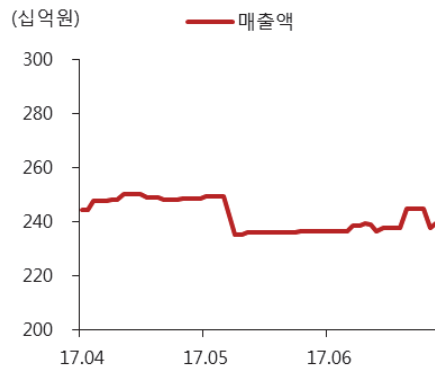
1.2Q17E Preview & 컨센서스 & Valuation

코스맥스 2Q17E Preview

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	197.7	186.1	199.7	219.1	234.8	18.8%	7.2%	236.7	-0.8%
영업이익	18.2	11.9	9.5	9.4	15.6	-14.0%	66.2%	15.7	-0.4%
세전이익	16.2	8.8	10.1	4.5	14.1	-12.6%	212.2%	14.5	-2.6%
순이익	11.2	6.7	7.6	3.4	10.1	-10.0%	195.9%	10.9	-7.7%
영업이익률	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.7%				
세전이익률	8.2%	4.7%	5.1%	2.1%	6.0%				
순이익률	5.7%	3.6%	3.8%	1.6%	4.3%				

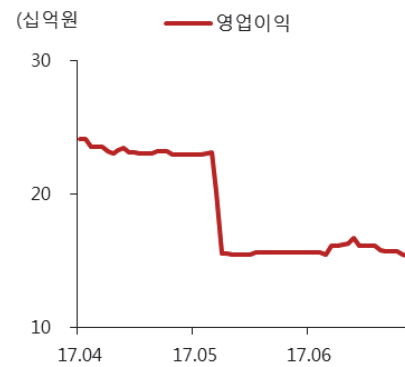
자료: Fnguide, SK 증권

코스맥스 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상실적기준 지배주주순이익	억원	605	25.0	15,125	글로벌 화장품 4 개사 18 년 예상실적 기준 per 10% 할인
Shares Outstanding('000)	천주			10,046	보통주 발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			150,557	
Target Price	원			150,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

2. 실적추정 & 12M Fwd PER Chart

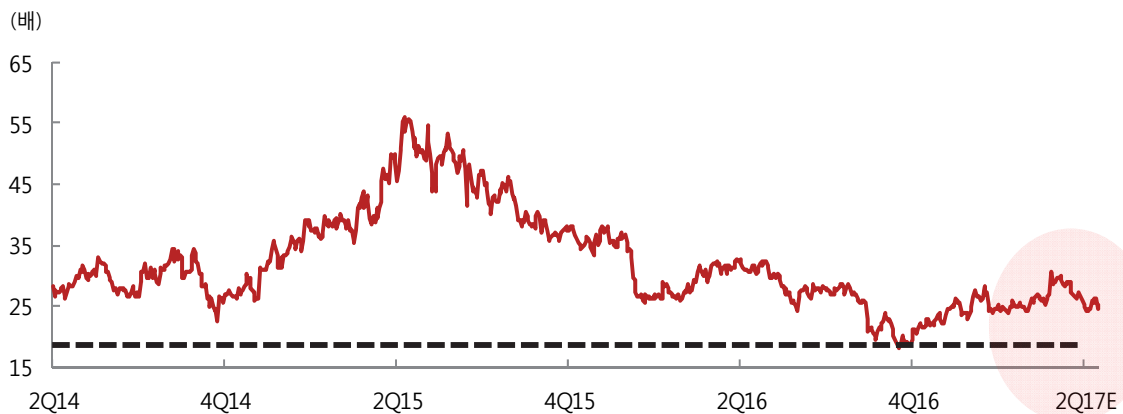
코스맥스 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
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%
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%	0.0%	94.9%	16.9%
OP	13.1	18.2	11.9	9.5	9.4	15.6	16.3	16.6	52.6	59.1	94.5
y-y	71.7%	31.4%	25.8%	88.1%	-28.0%	-14.0%	36.7%	75.9%	46.4%	12.3%	60.0%
OPM	7.5%	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.7%	7.2%	6.8%	7.0%	6.4%	8.6%

자료 : 코스맥스, SK 증권

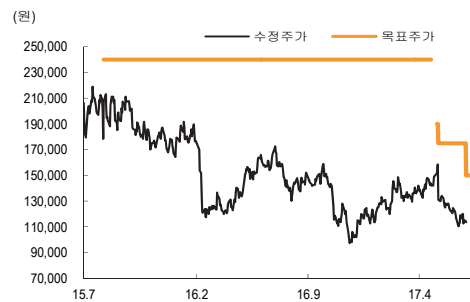
코스맥스 12M Fwd PER Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	매수	150,000원
2017.05.12	매수	175,000원
2017.05.10	매수	190,000원
2017.05.01	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(서영화)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 기관투자가 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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	440	510	621
현금및현금성자산	17	68	39	33	66
매출채권및기타채권	145	192	235	280	326
재고자산	84	125	153	183	212
비유동자산	183	270	309	330	335
장기금융자산	3	11	14	14	14
유형자산	163	236	265	287	288
무형자산	5	6	6	6	6
자산총계	439	666	749	841	956
유동부채	296	384	428	474	520
단기금융부채	177	190	191	191	191
매입채무 및 기타채무	103	162	198	236	275
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	75	92	92	95
장기금융부채	34	60	77	77	77
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	342	459	520	566	615
지배주주지분	98	211	233	279	346
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	82	132	202
비지배주주지분	-1	-4	-4	-5	-5
자본총계	97	207	229	275	340
부채외자본총계	439	666	749	841	956

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	31	26	62	82
당기순이익(손실)	19	31	35	60	79
비현금성항목등	32	43	46	64	73
유형자산감가상각비	9	12	22	28	28
무형자산감가상각비	0	1	1	1	1
기타	6	10	2	0	0
운전자본감소(증가)	-40	-31	-38	-34	-35
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-49	-47	-44	-45	-46
재고자산감소(증가)	-28	-46	-28	-30	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	56	30	38	39
기타	10	6	5	3	2
법인세납부	-12	-13	-18	-27	-36
투자활동현금흐름	-47	-97	-63	-50	-31
금융자산감소(증가)	1	-7	-4	0	0
유형자산감소(증가)	-43	-88	-60	-50	-30
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-2	1	0	0
재무활동현금흐름	54	117	8	-18	-18
단기금융부채증가(감소)	23	-5	1	0	0
장기금융부채증가(감소)	42	44	18	0	0
자본의증가(감소)	0	93	0	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-10	-10	-10
기타	-6	-8	-10	-8	-8
현금의 증가(감소)	7	51	-29	-6	33
기초현금	11	17	68	39	33
기말현금	17	68	39	33	66
FCF	-57	-58	-32	9	48

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	925	1,104	1,285
매출원가	445	639	771	906	1,051
매출총이익	88	118	154	198	234
매출총이익률 (%)	16.5	15.6	16.6	17.9	18.2
판매비와관리비	52	65	96	104	111
영업이익	36	53	58	95	123
영업이익률 (%)	6.7	7.0	6.3	8.6	9.6
비영업손익	-6	-6	-6	-8	-8
순금융비용	5	7	7	8	8
외환관련손익	-2	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	46	52	87	116
세전계속사업이익률 (%)	5.5	6.1	5.6	7.9	9.0
계속사업법인세	11	15	16	27	36
계속사업이익	19	31	35	60	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19	31	35	60	79
순이익률 (%)	3.5	4.2	3.8	5.4	6.2
지배주주	21	35	36	60	80
지배주주귀속 순이익률(%)	3.98	4.59	3.94	5.48	6.25
비지배주주	-2	-3	-1	-1	-1
총포괄이익	19	24	32	56	76
지배주주	22	28	32	56	76
비지배주주	-2	-4	0	0	0
EBITDA	45	65	80	123	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	10.1	63.1	30.5
세전계속사업이익	33.8	57.6	11.1	67.8	33.2
EBITDA	45.7	44.6	23.1	53.7	23.5
EPS(계속사업)	27.9	63.4	-3.6	66.1	32.7
수익성 (%)					
ROE	23.8	22.5	16.4	23.6	25.7
ROA	4.9	5.7	5.0	7.5	8.8
EBITDA마진	8.5	8.6	8.7	11.2	11.9
안정성 (%)					
유동비율	86.4	103.2	102.7	107.7	119.4
부채비율	354.8	221.2	226.9	205.8	180.8
순차입금/자기자본	196.7	86.5	98.8	84.6	58.6
EBITDA/이자비용(배)	7.9	9.5	10.7	15.4	19.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,301	3,759	3,623	6,019	7,988
BPS	10,599	20,990	23,202	27,809	34,385
CFPS	3,289	5,115	5,841	8,882	10,870
주당 현금배당금	700	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.9	51.0	43.7	26.3	19.8
PER(최저)	42.1	25.9	30.5	18.4	13.8
PBR(최고)	21.3	9.1	6.8	5.7	4.6
PBR(최저)	9.1	4.6	4.8	4.0	3.2
PCR	54.6	23.4	19.4	12.8	10.4
EV/EBITDA(최고)	50.6	30.1	22.8	14.9	11.8
EV/EBITDA(최저)	24.3	17.9	16.8	11.0	8.7