

# SK바이오랜드 (052260 KQ)

## 3Q18 Review: 아쉬운 실적이지만 너무 빠진 주가

**[필수소비재]**

**김혜미 Equity Analyst**

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY (TP 하향)	
Target Price	19,000 원
현재주가	14,100 원
목표수익률	34.8%

---

Key Data	2018년 11월 08일
산업분류	생활용품/제약
KOSDAQ	693.67

Trading Data	
시가총액 (십억원)	211.5
발행주식수 (백만주)	15.0
외국인 지분율 (%)	3.7
52 주 고가 (원)	26,350
52 주 저가 (원)	11,300
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.1

주요주주 (%)	
에스케이씨(주)외 2인	32.0
(유)파라투스제일호투자목적회사	11.0

### 3Q18P 매출액 yoy -5.2%, 영업이익 yoy -5.2% 시현

SK바이오랜드의 3Q18P 연결실적은 매출액 241억원, 영업이익 40억원으로 컨센서스를 크게 하회하였으나, 당사 추정치에 부합하였다. (당사 추정치 괴리율: 매출액 5.5%, 영업이익 4.8%) 부문별 매출로, 먼저 화장품 소재가 140억원(yoy -2.7%)을 기록하였다. 매출 감소는 적자품목 정리 및 일부 단일 고객사의 높았던 비중 축소 등에서 기인하였다. 다만, 국내대비 월등히 높은 수준의 고성장이 중국법인(매출 21억원, yoy +72%)에서 지속된 것은 긍정적이다. 식품 소재는 64억원(yoy -11.4%)으로 올해들어 꾸준히 역성장한 모습을 보였다. 이는 전분기와 마찬가지로 주요 고객사로 납품하는 동사의 주요 소재품목이 공급부족 현상을 겪으며 매출 감소(6억원 수준)에 영향을 미쳤다. 또한, 의약품 원료 매출은 3억원(yoy -38.0%), 의료기기 외 마스크팩 매출은 34억원(yoy +2.7%)을 기록해 전반적으로 부진한 실적을 달성하였다. 한편, 영업이익률은 마진이 낮은 식품 소재의 매출 비중 감소에도 불구하고, 전년 대비 개선되지 않았다. 이는 바이오 사업보다 마스크팩 부문의 영업 레버리지 효과의 부재 영향이 큰 것으로 파악된다.

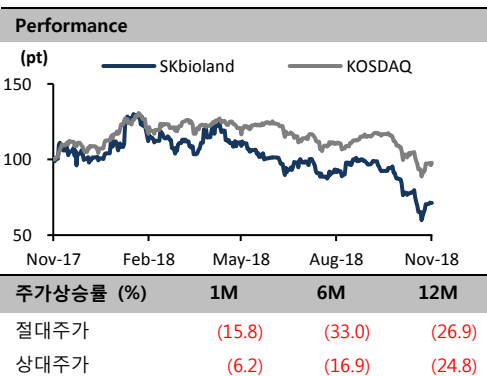
### 내실 다지기 이후 본격적인 덩치 키우기 시작될 전망

지난번에도 언급했듯이, 올해 SK바이오랜드에 기대했던 외형 성장 가시화는 달성하기 어려운 것으로 보인다. 여전히 중장기적으로 화장품 부문의 해외 확대, 식품의 완제품 사업 육성, 의료기기 사업 강화 등을 추진하려 하지만, 현재 중점적인 방향성은 당장의 규모 확대보다 수익성 개선에 설정되었기 때문이다. 그러나, 속도의 문제일 뿐 해문 2공장 완공에 따른 마스크팩 매출 발생, 내년 예정된 중국 3공장(화장품 소재) 증설 등은 지속적인 growth momentum이 될 것으로 전망한다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 19,000원 하향

SK바이오랜드에 대한 투자의견을 Buy로 유지하나, 목표주가는 19,000원으로 하향 조정한다. 화장품 업종 밸류에이션이 최근들어 디레이팅되고 있음을 감안해 Target multiple을 기존대비 하향했으나(24배→20배), 현 주가는 이를 고려해도 너무 낮은 수준이라고 판단한다.

### Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	97.8	102.6	102.2	111.2
증감률 YoY (%)	20.9	4.9	(0.4)	8.9
영업이익 (십억원)	16.1	16.0	16.7	18.5
영업이익률 (%)	16.4	15.6	16.4	16.7
순이익 (십억원)	12.4	12.0	14.2	13.8
EPS (원)	828.4	798.6	949.1	917.4
EPS 증감률 (%)	15.2	(3.6)	18.8	(3.3)
P/E (x)	21.7	25.2	14.9	15.4
EV/EBITDA (x)	13.0	14.1	9.8	8.8
ROE (%)	9.8	8.9	10.0	9.0
P/B (x)	2.1	2.2	1.4	1.3

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. SK 바이오랜드 부문별 실적 전망 Table

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액(억원)	<b>TOTAL</b>	281	223	255	267	268	234	241	278	1,026	1,022	1,112
	화장품원료	162	115	144	154	158	138	140	167	575	604	636
	식품원료	76	75	72	72	74	57	64	69	295	264	280
	의약품원료	9	3	5	8	3	4	3	4	25	14	14
	의료기기 외	34	29	33	33	34	34	34	38	130	140	182
yoy %	<b>TOTAL</b>	15.0	(14.8)	21.9	1.5	(4.6)	5.0	(5.2)	4.2	4.9	(0.4)	8.9
	화장품원료	24.2	(21.0)	25.5	(3.7)	(2.1)	19.8	(2.7)	8.5	4.4	5.0	5.3
	식품원료	2.7	9.2	21.3	8.7	(3.1)	(24.1)	(11.4)	(3.9)	9.9	(10.7)	6.3
	의약품원료	439.9	37.4	2,328.6	823.2	(71.9)	30.5	(38.0)	(46.4)	388.4	(44.0)	2.0
	의료기기 외	(11.7)	(34.5)	(2.9)	(7.7)	(1.7)	18.4	2.7	13.4	(15.4)	7.8	30.0
Sales portion %	화장품원료	57.5	51.7	56.6	57.7	59.1	59.1	58.0	60.1	56.1	59.1	57.2
	식품원료	27.0	33.7	28.4	27.0	27.4	24.4	26.6	24.9	28.8	25.8	25.2
	의약품원료	3.3	1.5	2.0	2.8	1.0	1.9	1.3	1.5	2.5	1.4	1.3
	의료기기 외	12.2	13.0	13.0	12.5	12.5	14.7	14.1	13.6	12.6	13.7	16.3
영업이익 (억원)	<b>TOTAL</b>	42	22	42	54	43	37	40	48	160	167	185
yoy %	<b>TOTAL</b>	10.5	(56.2)	37.7	29.1	3.1	67.6	(5.2)	(12.8)	(0.3)	4.4	10.8
OPM (%)	<b>TOTAL</b>	14.9	9.9	16.5	20.4	16.1	15.8	16.5	17.1	15.6	16.4	16.7
yoy %p	<b>TOTAL</b>	(0.6)	(9.3)	1.9	4.4	1.2	5.9	(0.0)	(3.3)	(0.8)	0.8	0.3

Source: SK 바이오랜드, Baro Research Center

Exhibit 2. SK 바이오랜드 주가 산출내역

내용	금액	비고
2019F EPS (원)	917	
Target PER (배)	20	화장품 브랜드 및 제조사와 historical PER 비교 시 1.5 배 격차 존재 최근 업종 밸류에이션 디레이팅으로 기존의 24 배→20 배로 하향
주당가치 (원)	18,340	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>19,000</b>	

Source: Baro Research Center

## SK 바이오랜드(052260) 재무제표

## 대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	67.1	65.5	72.1	78.1	85.3
현금성자산	25.1	19.0	14.3	16.7	20.5
매출채권	15.6	18.5	21.3	22.6	23.9
재고자산	25.4	27.1	34.4	36.6	38.6
비유동자산	100.6	110.8	120.4	125.2	130.6
투자자산	5.1	8.0	8.7	9.0	9.4
유형자산	93.1	100.3	108.2	111.6	115.5
무형자산	2.3	2.6	3.5	4.6	5.7
<b>자산총계</b>	<b>167.7</b>	<b>176.4</b>	<b>192.5</b>	<b>203.3</b>	<b>215.9</b>
유동부채	12.7	22.6	20.6	21.3	22.0
매입채무	8.9	6.8	8.8	9.4	9.9
유동성이자부채	0.5	11.0	8.0	8.0	8.0
비유동부채	24.4	16.0	23.6	23.7	23.8
비유동이자부채	21.0	12.7	20.0	20.0	20.0
<b>부채총계</b>	<b>37.1</b>	<b>38.6</b>	<b>44.2</b>	<b>45.0</b>	<b>45.8</b>
자본금	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
자본잉여금	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6
이익잉여금	103.1	111.1	123.3	133.3	145.0
자본조정	0.3	(0.5)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>130.5</b>	<b>137.8</b>	<b>148.3</b>	<b>158.3</b>	<b>170.0</b>
투하자본	125.5	138.9	158.2	165.7	173.5
순차입금	(3.7)	4.8	13.7	11.3	7.5
ROA	7.7	7.0	7.7	7.0	7.4
ROE	9.8	8.9	10.0	9.0	9.4
ROIC	9.7	9.4	10.1	8.7	9.3

## 현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업현금</b>	<b>12.8</b>	<b>14.0</b>	<b>10.9</b>	<b>17.6</b>	<b>19.8</b>
당기순이익	12.4	12.0	14.2	13.8	15.4
자산상각비	4.3	5.8	6.3	6.7	6.9
운전자본증감	(0.2)	(2.1)	(9.3)	(2.9)	(2.7)
매출채권감소(증가)	(2.7)	(2.8)	(2.1)	(1.4)	(1.3)
재고자산감소(증가)	0.8	(1.6)	(7.3)	(2.2)	(2.0)
매입채무증가(감소)	0.5	0.5	2.8	0.6	0.5
<b>투자현금</b>	<b>(9.1)</b>	<b>(7.7)</b>	<b>(15.7)</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(12.3)</b>
당기투자자산감소	5.0	10.3	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(14.3)	(16.3)	(14.2)	(10.0)	(10.8)
유무형자산감소	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.2)
<b>재무현금</b>	<b>0.2</b>	<b>(1.9)</b>	<b>0.1</b>	<b>(3.8)</b>	<b>(3.8)</b>
차입금증가	4.3	2.3	4.1	0.0	0.0
자본증가	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
배당금지급	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
현금 증감	4.0	4.2	(4.7)	2.4	3.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>17.2</b>	<b>18.5</b>	<b>21.1</b>	<b>20.6</b>	<b>22.5</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(0.2)	5.3	10.2	2.9	2.7
(-) 설비투자	14.3	16.3	14.2	10.0	10.8
(+) 자산매각	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.2)
Free Cash Flow	2.8	(3.4)	(4.1)	6.5	7.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
잉여현금	2.8	(3.4)	(4.2)	6.3	7.7

## 손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>97.8</b>	<b>102.6</b>	<b>102.2</b>	<b>111.2</b>	<b>119.5</b>
증가율 (Y-Y,%)	20.9	4.9	(0.4)	8.9	7.4
<b>영업이익</b>	<b>16.1</b>	<b>16.0</b>	<b>16.7</b>	<b>18.5</b>	<b>20.8</b>
증가율 (Y-Y,%)	13.2	(0.3)	4.4	10.8	12.0
EBITDA	20.4	21.8	23.0	25.2	27.7
<b>영업외손익</b>	<b>1.1</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.4)</b>
순이자수익	0.3	(0.4)	(0.0)	0.1	0.1
외화관련손익	0.4	(0.7)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.5)	(0.0)	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>17.1</b>	<b>15.5</b>	<b>15.9</b>	<b>18.2</b>	<b>20.4</b>
<b>당기순이익</b>	<b>12.4</b>	<b>12.0</b>	<b>14.2</b>	<b>13.8</b>	<b>15.4</b>
지배기업당기순이익	12.4	12.0	14.2	13.8	15.4
증가율 (Y-Y,%)	15.2	(3.6)	18.8	(3.3)	12.2
<b>NOPLAT</b>	<b>11.6</b>	<b>12.4</b>	<b>15.0</b>	<b>14.0</b>	<b>15.7</b>
(+) Dep	4.3	5.8	6.3	6.7	6.9
(-) 운전자본투자	(0.2)	5.3	10.2	2.9	2.7
(-) Capex	14.3	16.3	14.2	10.0	10.8
OpFCF	1.8	(3.4)	(3.1)	7.8	9.2
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	11.3	10.0	8.1	4.4	5.2
영업이익증가율(3Yr)	6.9	(0.1)	5.6	4.8	9.0
EBITDA증가율(3Yr)	1.2	0.3	8.5	7.4	8.3
순이익증가율(3Yr)	8.5	4.3	9.7	3.5	8.8
영업이익률(%)	16.4	15.6	16.4	16.7	17.4
EBITDA마진(%)	20.8	21.2	22.5	22.7	23.2
순이익률(%)	12.7	11.7	13.9	12.4	12.9

## 주요투자지표

결산기	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>Per share Data</b>					
EPS	828	799	949	917	1,030
BPS	8,702	9,188	9,887	10,554	11,334
DPS	250	250	250	250	250
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	21.7	25.2	14.9	15.4	13.7
PBR	2.1	2.2	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	13.0	14.1	9.8	8.8	7.9
배당수익률	1.4	1.2	1.8	1.8	1.8
PCR	15.6	16.3	10.0	10.3	9.4
PSR	2.8	2.9	2.1	1.9	1.8
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	28.4	28.0	29.8	28.4	27.0
Net debt/Equity	n/a	3.5	9.2	7.1	4.4
Net debt/EBITDA	n/a	21.8	59.3	44.8	27.1
유동비율	528.7	290.6	349.6	366.1	387.2
이자보상배율	n/a	42.3	432.2	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.5	0.1	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	80.6	83.7	87.3	86.6	85.3
현금+투자자산(%)	19.4	16.3	12.7	13.4	14.7
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	14.1	14.7	15.9	15.0	14.1
자기자본(%)	85.9	85.3	84.1	85.0	85.9

Source: Company Data, Baro Research Center

Note: EPS 는 완전회식 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.  
 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.  
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.  
 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.  
 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ SK 바이오랜드 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-28	BUY	21,000	1년	-18.7	-6.2
2017-02-06	BUY	21,000	1년	-18.7	-6.2
2017-04-28	BUY	21,000	1년	-18.5	-6.2
2017-10-27	BUY	22,000	1년	-3.0	14.1
2018-04-18	HOLD	24,000	1년	-23.8	-3.1
2018-08-06	BUY	24,000	1년	-29.6	-18.8
2018-11-09	BUY	19,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12 개월 기준)

매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상

중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외

매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하

산업 (향후 12 개월 기준)

비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승

중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준

비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2018.09.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.5%	12.5%	0.0%