

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

SK바이오랜드 (090430KS | Buy 신규 | TP 22,000원 신규)**기다려온 중국 사업의 본격화**

SK바이오랜드에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 22,000원을 제시합니다. 2014년 SK그룹에 편입된 이후 지속 추진해왔던 중국 사업의 본격화가 올해부터 예상됩니다. 동사의 위험 요인이었던 높은 단일 고객사 의존도가 해외 비중이 점차 확대됨에 따라 해소될 전망이며, 실적 변동성 또한 줄어들 것으로 예상합니다.

1Q19F 실적은 기저효과로 전 부문 개선 전망

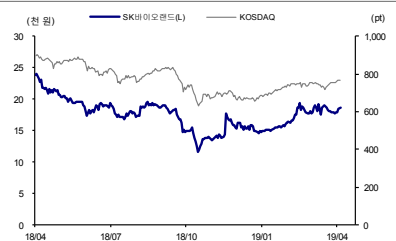
- 1Q19F 매출액 285억원(yoy +6.1%), 영업이익 50억원(yoy +16.7%) 전망
- 부문별 매출로, 화장품 yoy +2.4%, 식품 yoy +1.1%, 의약품 yoy +54.4%, 의료기기 외 마스크팩 yoy +31.2% 전망
- 1Q 중 특이 사항으로, 글로벌 top tier 고객사향 마스크팩 완제품 공급 시작. 초도 물량 20~30만장 수준으로 국내 마스크팩 연간 capa 2,250만장을 고려할 시 유의미한 수량은 아니지만 1) 기존 국내 단일 고객사로의 배타적 공급 계약에 따른 리스크를 수출을 통해 상쇄할 수 있는 가능성이 돋보인 점과, 2) 글로벌 메이저로의 프리미엄 완제품 공급이라는 레퍼런스 확보 긍정적

2019F 연결 매출액 1,096억원(yoy +8.9%), 영업이익 187억원(yoy +9.8%) 전망

- 화장품 원료 및 마스크팩 부문의 중국 사업 확대가 올해 주목할 포인트. 3Q19 중 중국 내 화장품 소재 공장 증설(기존 capa 900톤→ 증설 후 5,000톤) 완료 예정이며, 지난 3월 중 가동 시작한 마스크팩 공장에서도 하반기부터 분기당 10억원 이상의 매출 기여 예상
- 식품 부문은 전년도 원료 수급 차질로 연간 부진했으나, 올해 3건의 개별인정형 원료(갱년기, 체지방 감소, 면역 개선) 추가 획득 기대됨에 따라 신제품 통한 매출 증가 예상

투자의견 Buy와 목표주가 22,000원 신규 제시

- PER(24x) 및 PBR(2.0x) 방식으로 산출. 향후 중국 매출 또는 완제품 사업 확대 시 할인율 축소 가능할 것으로 판단

Stock Data

주가(4/15)	18,650원		
액면가	500원		
시가총액	280십억원		
52주 최고/최저가	23,950원/ 11,550원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	26.0	-21.0
상대주가(%)	-2.1	18.1	-8.1

경영실적 전망

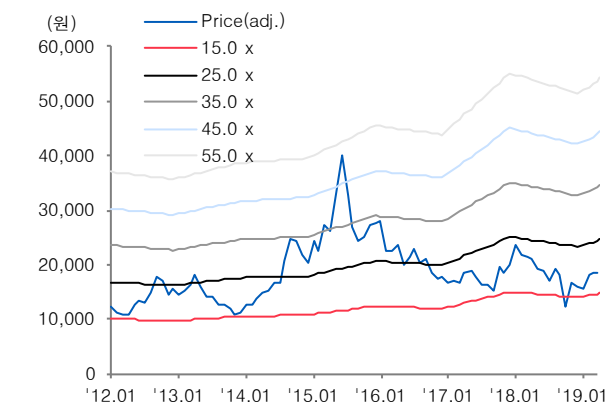
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	103	101	110	120	132
영업이익	(십억원)	16	17	19	21	24
영업이익률	(%)	15.6	17.0	17.1	17.4	18.2
순이익	(십억원)	12	15	14	16	18
EPS	(원)	799	1,003	936	1,058	1,232
증감률	(%)	-3.6	25.6	-6.7	13.0	16.5
PER	(배)	25.2	15.8	19.9	17.6	15.1
PBR	(배)	2.2	1.6	1.8	1.6	1.5
ROE	(%)	8.9	10.5	9.1	9.7	10.5
EV/EBITDA	(배)	14.1	10.7	7.4	7.3	6.7
순차입금	(십억원)	5	10	-12	-31	-49
부채비율	(%)	28.0	29.7	21.7	21.0	20.4

Valuation

SK바이오랜드에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 22,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 목표주가는 PER 및 PBR 방식의 평균값으로 산출하였다. 동사의 매출 구조상 주 사업부문이 화장품 원료사업에 편중되어 있어 화장품 완제품 대비 역사적 할인율을 적용해 적정 PER 및 PBR을 산정하였으나, 향후 국내 및 중국에서 완제품 관련 사업 확대 혹은 중국 원료 사업 비중의 유의미한 확대 시 수정 적용할 계획이다.

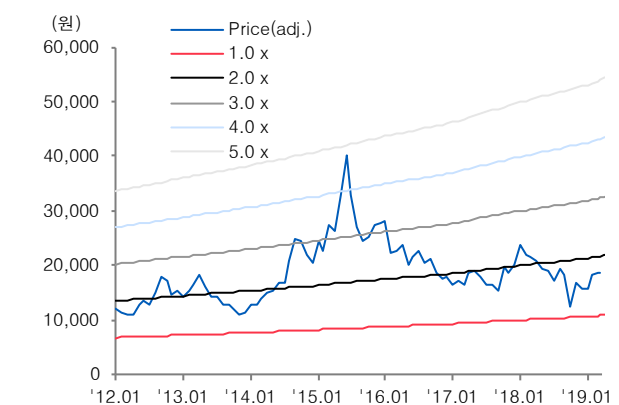
SK바이오랜드의 2019년 연결 실적은 매출액 1,096억원(yoy +8.9%), 영업이익 187억원(yoy +9.8%)을 전망한다. 전년도 식품 원료와 의약품 원료 부문의 부진으로 연결 매출액이 역성장했으나 올해는 전 부문에서 완전한 회복이 기대된다. 반면, 영업이익의 경우 전년도 매출 감소에도 불구하고 원가율 축소 영향으로 6.5% 성장했으나 올해는 수익성 개선 효과가 지속되기는 힘들 것으로 보여 매출 증가 폭과 유사한 수준의 영업이익 성장률을 달성할 전망이다.

그림1. SK바이오랜드 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. SK바이오랜드 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표1. SK바이오랜드 목표주가 산출내역

방식	내용	금액	비고
①PER	2019F EPS (원)	936	yoy -6.7% 추정 (전년도 법인세 환급에 따른 기고효과)
	Target PER (배)	24	브랜드 업체와의 historical valuation 격차 1.5 배 수준 감산
	주당가치 (원)	22,464	
②PBR	2019F BPS (원)	10,563	
	Target PBR (배)	2.0	2012 년 이후 평균 PBR (2014-2016 년 제외) ROE 크게 변동 없이 유지중이며, 지속 개선 전망
	주당가치 (원)	21,126	
적정주가 (원)		21,795	
목표주가 (원)		22,000	
현재가 (원)		18,650	
Upside Potential		18.0%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Investment Point

SK바이오랜드는 천연물을 활용해 개발한 원료를 화장품 및 기능성 식품 등 다양한 분야에 적용하는 소재 사업과 마스크 시트 등 완제품 사업을 함께 영위하고 있다. 2018년 기준으로 화장품 원료의 비중이 58.6%, 식품 원료가 25.7%, 마스크팩이 4.7%이며 나머지 10% 남짓한 수준을 의약품 원료 및 의료기기가 차지한다.

SK바이오랜드는 그간 국내 대형 브랜드사를 포함해 주요 화장품 업체에 원료를 제공해왔다. 밸류체인 하단에 위치한 사업의 특성에 따라 실적 추이도 전방 산업의 업황과 연동되는 모습을 시현하였다. 그러나, 당사는 정제된 내수 시장의 한계와 매출액 내 높은 상위 고객사 의존도를 극복하고자 중국 사업을 꾸준히 준비해왔다. 올해는 이러한 중국 실적이 가시화되기 시작하는 원년이 될 것으로 판단한다.

중국에서 마스크팩을 제조 판매하는 해문2공장이 양산에 돌입했기 때문이다. 3월말부터 상업 가동을 시작해, 올해는 분기당 10억원 수준의 매출 기여가 예상된다. 해문2공장의 CAPA가 1차 3천만장, 최종 1억장(500억원)임을 감안하면 크지 않은 매출이지만, 최근 로컬 브랜드 업체들의 점유율이 빠르게 상승하고 있는 중국 화장품 시장에서 동사는 연말까지 가동률을 50% 이상 확대할 수 있을 것으로 기대한다.

작년부터 시작한 중국 화장품 소재 공장의 증설도 올해 중 완료되어 3Q19 정도에 본 가동 될 계획이다. 증설 후 기준으로 해문1공장은 연간 5천만톤의 화장품 소재 생산 능력을 확보하게 될 전망이다. 이는 현재 900톤 CAPA 대비 500% 이상 증가하는 것으로, 화장품 소재 사업을 한국(고부가가치 제품 및 R&D 중심)과 중국(로컬 아이템 및 국내 경쟁력 저하 소재)으로 이원화 함에 따라 중국에서의 매출 기여도가 증가할 것으로 예상된다.

한편, 국내 마스크팩도 완제품 사업을 시작해 기존의 정제 요인이었던 단일 업체 의존도가 낮아질 것으로 전망한다. SK바이오랜드는 1Q19 중 글로벌 메이저 고객사의 럭셔리 마스크팩을 수출 공급하였으며, 초도 물량은 20-30만장 수준으로 파악된다.

전년도 원료 수급이 원활하지 않아 매출이 부진했던 식품 소재 부문은, 올해 중 3개의 개별인정형 원료(상반기 1개, 하반기 2개, 기능은 갱년기, 체지방 감소, 면역 개선 관련)를 추가 획득할 수 있을 것으로 예상됨에 따라 신제품을 통한 매출 확대가 기대된다.

그림3. 화장품 브랜드 업체 대비 원료 업체 상대 PER 추이

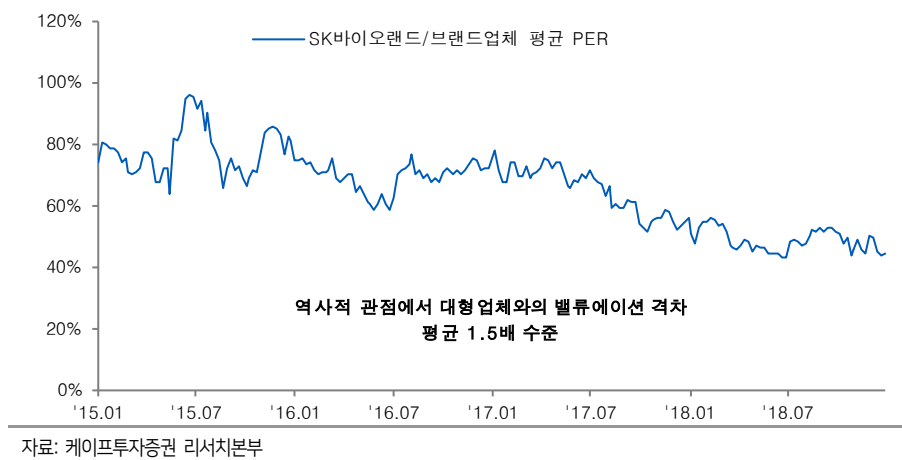


그림4. SK바이오랜드 부문별 매출 비중

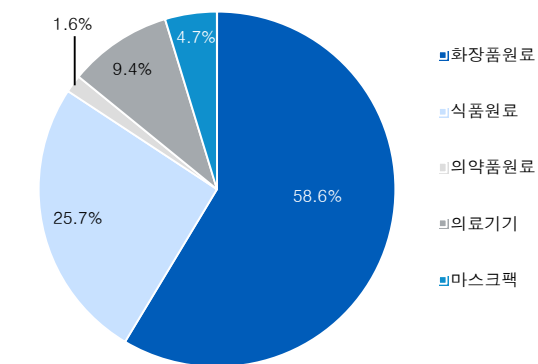
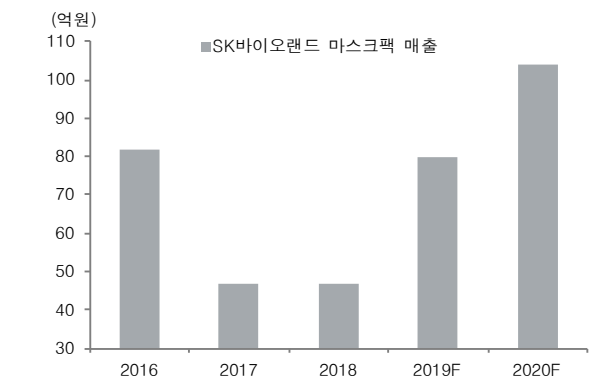


그림5. SK바이오랜드 마스크팩 매출 추이 및 전망



SK바이오랜드 | 기다려온 중국 사업의 본격화

표2. SK바이오랜드 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	268	234	241	263	285	254	270	287	1,006	1,096	1,196
	화장품원료	158	138	140	153	162	140	150	163	590	616	656
	식품원료	74	57	64	63	74	65	68	67	258	274	291
	의약품원료	3	4	3	6	4	5	3	4	16	16	16
	의료기기 외	34	34	34	40	44	44	49	53	142	190	233
yoy %	TOTAL	(4.6)	5.0	(5.2)	(1.7)	6.1	8.8	12.0	9.1	(1.9)	8.9	9.2
	화장품원료	(2.1)	19.8	(2.7)	(0.6)	2.4	1.7	7.2	6.2	2.6	4.4	6.5
	식품원료	(3.1)	(24.1)	(11.4)	(12.0)	1.1	14.3	5.6	5.9	(12.7)	6.3	6.0
	의약품원료	(71.9)	30.5	(38.0)	(23.4)	54.4	11.9	2.8	(29.5)	(37.1)	2.0	1.0
	의료기기 외	(1.7)	18.4	2.7	20.3	31.2	27.6	45.0	31.1	9.6	33.6	23.1
Sales portion %	화장품원료	59.1	59.1	58.0	58.4	57.0	55.2	55.5	56.8	58.6	56.2	54.8
	식품원료	27.4	24.4	26.6	24.1	26.1	25.6	25.0	23.4	25.7	25.0	24.3
	의약품원료	1.0	1.9	1.3	2.2	1.4	1.9	1.2	1.4	1.6	1.5	1.4
	의료기기 외	12.5	14.7	14.1	15.3	15.5	17.2	18.2	18.3	14.1	17.3	19.5
영업이익 (억원)	TOTAL	43	37	40	51	50	43	44	49	171	187	208
yoy %	TOTAL	3.1	67.6	(5.2)	(6.7)	16.7	17.9	11.0	(2.8)	6.5	9.8	11.3
OPM (%)	TOTAL	16.1	15.8	16.5	19.4	17.7	17.1	16.3	17.2	17.0	17.1	17.4
yoy %p	TOTAL	1.2	5.9	(0.0)	(1.0)	1.6	1.3	(0.1)	(2.1)	1.3	0.1	0.3

자료: SK바이오랜드, 케이프투자증권 리서치본부

SK바이오랜드 | 기다려온 중국 사업의 본격화

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	73	88	112	137	매출액	101	110	120	132
현금및현금성자산	21	32	51	68	증가율(%)	-1.9	8.9	9.2	10.5
매출채권 및 기타채권	17	18	20	22	매출원가	60	67	72	80
재고자산	34	37	40	44	매출총이익	41	43	48	52
비유동자산	121	105	93	85	매출총이익률(%)	40.4	39.3	40.0	39.7
투자자산	3	3	3	4	판매비와 관리비	24	24	27	28
유형자산	107	91	79	71	영업이익	17	19	21	24
무형자산	6	6	6	6	영업이익률(%)	17.0	17.1	17.4	18.2
자산총계	193	193	206	221	EBITDA	23	34	33	33
유동부채	23	12	13	15	EBITDA M%	23.1	31.4	27.2	24.9
매입채무 및 기타채무	9	10	10	11	영업외손익	-1	0	0	0
단기차입금	1	1	1	1	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	11	0	0	0	금융손익	0	0	0	0
비유동부채	22	22	22	23	기타영업외손익	-1	0	0	0
사채 및 장기차입금	18	18	18	18	세전이익	16	19	21	24
부채총계	44	34	36	37	법인세비용	1	4	5	6
지배기업소유지분	149	158	170	184	당기순이익	15	14	16	18
자본금	8	8	8	8	지배주주순이익	15	14	16	18
자본잉여금	20	20	20	20	지배주주순이익률(%)	15.0	12.8	13.3	14.0
이익잉여금	124	134	145	159	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	15	14	16	18
자본총계	149	158	170	184	EPS 증가율(% , 지배)	25.6	-6.7	13.0	16.5
총차입금	30	19	19	19	이자손익	0	0	0	0
순차입금	10	-12	-31	-49	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	16	26	24	22	총발행주식수(천주)	15,000	15,000	15,000	15,000
영업에서 창출된 현금흐름	18	31	29	28	시가총액(십억원)	238	269	269	269
이자의 수취	0	0	0	0	주가(원)	15,850	18,650	18,650	18,650
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,003	936	1,058	1,232
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	9,927	10,563	11,321	12,253
법인세부담액	-2	-4	-5	-6	DPS(원)	300	300	300	300
투자활동 현금흐름	-16	1	0	0	PER(X)	15.8	19.9	17.6	15.1
유동자산의 감소(증가)	0	0	0	0	PBR(X)	1.6	1.8	1.6	1.5
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	10.7	7.8	7.6	7.0
유형자산 감소(증가)	-13	0	0	0	ROE(%)	10.5	9.1	9.7	10.5
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	0	ROA(%)	8.1	7.3	8.0	8.7
재무활동 현금흐름	2	-16	-5	-5	ROIC(%)	11.1	9.7	11.5	13.9
사채 및 차입금증가(감소)	7	-11	0	0	배당수익률(%)	1.9	1.7	1.7	1.7
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	29.7	21.7	21.0	20.4
배당금 지급	-4	-5	-5	-5	순차입금/자기자본(%)	6.7	-7.8	-18.5	-26.7
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	320.0	711.4	837.6	929.0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	29.8	35.7	51.2	59.1
현금증감	2	11	19	18	총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6
기초현금	19	21	32	51	매출채권 회전율	5.7	6.2	6.2	6.2
기말현금	21	32	51	68	재고자산 회전율	3.3	3.1	3.1	3.1
FCF	3	26	24	22	매입채무 회전율	7.1	7.3	7.2	7.3

자료: 케이프투자증권 리서치본부