

코스맥스 (192820)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	212,000원 (M)
현재주가 (8/13)	148,000원
상승여력	43%

시가총액	14,873억원
총발행주식수	10,049,509주
60일 평균 거래대금	114억원
60일 평균 거래량	73,828주
52주 고	179,000원
52주 저	105,500원
외인지분율	23.36%
주요주주	코스맥스비티아이 외 4인 26.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	(12.2)	27.0
상대	(2.2)	(3.2)	31.1
절대(달러환산)	(5.7)	(17.2)	28.1

투자의견 BUY, 목표주가 212,000원 유지

코스맥스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 212,000원을 유지한다. 예상을 상회한 국내법인 수주환경과 중국법인의 수익성 개선 흐름을 반영하여 2018년, 2019년 연결 영업이익을 각각 7%, 6% 상향조정했다. 다만, 별도법인의 법인세율 상승으로 EPS 변화는 미미하여 목표주가는 유지하였다.

2Q18 Review: 예상을 넘어선 국내, 아쉬운 중국

코스맥스의 2분기 실적은 연결 매출 3,275억원(+41%YoY), 영업이익 186억원(+30%YoY)을 기록하며 영업이익 컨센서스 177억원, 직전 추정치 162억원을 상회하는 실적을 달성했다. 중국 성장률은 아쉬웠으나, 기대를 상회한 국내 수주환경과 누월드의 수익성 개선효과가 돋보였다.

▶ 국내법인의 매출은 전년동기비 +38% 성장한 1,902억원, 이익은 +11% 증가한 77억원을 기록하며 사드 이후 처음 영업이익이 증가세로 전환되었다. 국내 고객사의 대중수출 급증과 글로벌 브랜드형 직수출 확대로 외형성장이 돋보였다. 원가율 높은 품목의 비중이 여전하여 이익률은 4%에 불과했다.

▶ 중국 합산매출은 전년동기비 +15% 성장한 1,216억원 달성을하며 다소 아쉬운 성장세를 보였다. 1) 상해법인 매출은 +16% 성장한 1,065억원, 순이익은 -21% 감소한 51억원을 기록하였다. 외형과 손익 모두 기고효과로 성장세가 둔화되었으나, 영업상황은 견조하여 하반기 성장세가 개선될 전망이다. 영업이익률이 약 7% 수준으로 전분기비 수익성 개선은 긍정적이다. 2) 광저우법인 매출은 +13% 성장한 151억원, 순이익은 +9% 상승하며 23억원을 달성했다. SAP 시스템 안정화 과정에서 부자재 밸주지연 및 생산일정 차질로 외형 성장이 둔화되었으나, 일시적인 영향으로 보인다.

▶ 미국 합산매출은 전년동기비 +510% 성장한 387억원, 순손실 33억원으로 손실폭이 축소되었다. 기존 1) 오하이오 법인 매출은 +128% 성장한 145억원, 순손실은 38억원으로 매출 상승세가 지속되고 있으며, 주요 고객사 신제품 런칭이 3분기에 예정 되어있어 하반기 외형이 보다 확대될 것이다. 신규 인수법인인 2) 누월드는 매출이 242억원, 순이익 6억원 달성을하며, 비용 절감 및 효율성 강화에 따라 전분기비 흑자전환 하였다.

하반기, 성장 모멘텀 강화 전망

코스맥스는 해외 거점지역에 선제적으로 생산설비를 투자하고 지속적인 R&D를 통해 현지 시장 성장을 상회하는 독보적인 외형성장을 달성하고 있다. 2018년 실적은 연결 매출액 1조 2,647억원 (+43%YoY), 영업이익 616억원(+75%YoY)을 전망하며, 2분기를 저점으로 하반기 성장세가 강화될 것으로 판단한다. 특히 중국법인은 상저하고의 흐름으로 하반기 모멘텀이 확대될 것이며, 국내법인의 경우 비용상승을 넘어서는 외형 성장으로 수익성 둔화 우려는 해소될 것으로 예상한다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,275	41.0	13.4	3,169	3.4
영업이익	186	29.7	78.5	177	5.1
세전계속사업이익	166	13.6	63.9	155	7.3
지배순이익	119	12.7	27.3	122	-3.0
영업이익률 (%)	5.7	-0.5 %pt	+2.1 %pt	5.6	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	3.6	-0.9 %pt	+0.4 %pt	3.9	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	7,570	8,840	12,647	15,176
영업이익	526	351	616	791
지배순이익	348	189	482	613
PER	38.5	66.7	30.8	24.3
PBR	6.9	5.8	5.6	4.6
EV/EBITDA	22.7	29.4	23.7	19.6
ROE	22.5	8.8	20.0	21.0

자료: 유안타증권

코스맥스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
연결 매출액		757.0	884.0	1,264.7	219.1	232.3	208.5	224.0	288.7	327.5	309.6	338.9
코스맥스코리아		505.5	528.2	673.5	142.3	137.7	119.2	129.0	152.4	190.2	154.2	176.6
코스맥스차이나		252.9	326.8	398.9	67.7	92.2	77.5	89.4	80.4	106.5	103.7	108.4
코스맥스광저우		31.0	44.5	60.4	9.3	13.4	10.5	11.3	18.8	15.1	15.8	10.7
코스맥스태국		–	–	2.7	–	–	–	–	0.7	0.6	0.7	0.7
코스맥스인도네시아		3.0	9.0	12.7	2.9	1.9	2.3	1.9	1.7	2.4	3.2	5.3
코스맥스 USA		17.5	38.1	72.7	7.2	6.3	11.9	12.6	15.5	14.5	18.2	24.5
코스맥스 WEST		–	–	111.5	–	–	–	–	27.3	24.2	30.0	30.0
% YoY	연결 매출액	42%	17%	43%	26%	17%	12%	12%	32%	41%	48%	51%
	코스맥스코리아	36%	4%	28%	15%	8%	−4%	−1%	7%	38%	29%	37%
	코스맥스차이나	40%	29%	22%	34%	28%	22%	34%	19%	16%	34%	21%
	코스맥스광저우	−10%	44%	36%	25%	44%	38%	71%	102%	13%	51%	−6%
	코스맥스인도네시아	76%	204%	41%	528%	271%	286%	38%	−40%	31%	37%	175%
	코스맥스 USA	831%	117%	91%	155%	35%	191%	113%	115%	128%	52%	95%
연결 영업이익		52.6	35.1	61.6	9.4	14.3	5.0	6.4	10.4	18.6	14.9	17.8
코스맥스코리아		43.3	18.8	26.2	8.0	7.0	2.4	1.5	5.0	7.7	6.1	7.3
% YoY	영업이익	46%	−33%	75%	−28%	−21%	−58%	−33%	11%	30%	197%	178%
	코스맥스코리아	54%	−57%	39%	−29%	−48%	−76%	−83%	−37%	11%	160%	395%
순이익		31.4	15.5	39.5	2.5	9.5	2.9	0.6	7.6	9.7	9.1	13.1
코스맥스코리아		35.1	10.2	24.3	4.0	6.0	2.5	(2.2)	3.8	9.8	4.9	5.9
코스맥스차이나		12.5	15.0	17.0	2.9	6.4	2.5	3.3	2.5	5.1	4.3	5.1
코스맥스광저우		5.6	6.0	10.1	1.6	2.1	1.3	1.1	4.5	2.3	2.0	1.2
코스맥스태국		–	(0.1)	(1.5)	–	–	–	(0.1)	(0.1)	(1.1)	(0.1)	(0.1)
코스맥스인도네시아		(1.9)	(0.4)	(1.7)	0.3	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	(1.1)	0.0	0.1
코스맥스 USA		(20.9)	(20.1)	(9.5)	(5.9)	(5.5)	(4.0)	(4.7)	(3.6)	(3.8)	(2.0)	0.0
코스맥스 WEST		–	(0.2)	1.0	–	–	–	(0.2)	(0.2)	0.7	0.2	0.2
% YoY	순이익	66%	−51%	154%	−71%	−8%	−52%	−90%	203%	2%	217%	1983%
	코스맥스코리아	58%	−71%	138%	−55%	−40%	−60%	−122%	−4%	63%	99%	흑전
	코스맥스차이나	109%	20%	13%	32%	21%	−23%	82%	−13%	−21%	76%	54%
	코스맥스광저우	−6%	8%	67%	22%	16%	−20%	21%	187%	9%	57%	14%
지배주주순이익		34.8	18.9	48.2	3.4	10.5	3.3	1.6	9.3	11.9	11.0	16.0
% Margin	영업이익률	7%	4%	5%	4%	6%	2%	3%	4%	6%	5%	5%
	코스맥스코리아	9%	4%	4%	6%	5%	2%	1%	3%	4%	4%	4%
	순이익률	4%	2%	3%	1%	4%	1%	0%	3%	3%	3%	4%
	코스맥스코리아	7%	2%	4%	3%	4%	2%	−2%	2%	5%	3%	3%
	코스맥스차이나	5%	5%	4%	4%	7%	3%	4%	3%	5%	4%	5%
	코스맥스광저우	18%	14%	17%	17%	16%	12%	10%	24%	15%	13%	12%
	코스맥스태국	–	–	−55%	–	–	–	–	−19%	−184%	−20%	−20%
	코스맥스인도네시아	−63%	−4%	−14%	10%	−12%	−5%	−17%	−45%	−46%	0%	3%
	코스맥스 USA	−119%	−53%	−13%	−82%	−87%	−34%	−37%	−23%	−27%	−11%	0%
	코스맥스 WEST	–	–	1%	–	–	–	–	−1%	3%	1%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표				(단위: 십억원, %, %p)	
	수정전	수정후		변동률	
	2018F	2019F		2018F	2019F
매출액	1,281	1,557	1,265	1,518	-1% -3%
영업이익	55	78	62	79	7% 6%
영업이익률	4%	5%	5%	5%	0%p 0%p
지배주주순이익	47	65	48	61	-3% -1%
순이익률	4%	4%	4%	4%	0%p 0%p
EPS	4,703	6,472	4,798	6,099	-3% -1%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스(192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,570	8,840	12,647	15,176	17,874
매출원가	6,389	7,721	11,010	13,230	15,543
매출총이익	1,181	1,119	1,637	1,946	2,331
판관비	655	768	1,021	1,154	1,230
영업이익	526	351	616	791	1,100
EBITDA	652	554	796	959	1,257
영업외순익	-61	-99	-55	-92	-128
외환관련순익	-6	-32	11	11	11
이자순익	-67	-91	-70	-107	-144
관계기업관련순익	0	0	0	0	0
기타	11	24	4	4	4
법인세비용차감전순순익	465	253	562	700	972
법인세비용	150	97	167	197	259
계속사업순순익	314	155	395	503	713
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	155	395	503	713
지배지분순이익	348	189	482	613	869
포괄순이익	243	162	402	510	720
지배지분포괄이익	279	188	467	593	837

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,962	5,003	8,146	11,095	14,326
현금및현금성자산	683	390	1,713	3,454	5,395
매출채권 및 기타채권	1,919	2,517	3,538	4,218	4,944
재고자산	1,251	1,847	2,642	3,170	3,734
비유동자산	2,697	4,337	4,156	3,988	3,830
유형자산	2,359	3,072	2,899	2,737	2,586
관계기업등 지분관련자산	11	10	9	8	6
기타투자자산	135	191	191	191	191
자산총계	6,659	9,340	12,303	15,083	18,156
유동부채	3,840	5,221	6,635	7,761	8,912
매입채무 및 기타채무	1,741	2,688	3,573	4,170	4,792
단기차입금	1,721	2,204	2,733	3,263	3,792
유동성장기부채	179	218	218	218	218
비유동부채	746	1,836	2,904	3,972	5,040
장기차입금	597	1,626	2,695	3,763	4,831
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,586	7,056	9,538	11,733	13,952
지배지분	2,109	2,181	2,640	3,199	4,015
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	1,511	1,511	1,511	1,511	1,511
이익잉여금	581	652	1,104	1,657	2,465
비지배지분	-36	103	124	151	189
자본총계	2,073	2,284	2,764	3,350	4,204
순차입금	1,793	3,616	3,891	3,748	3,404
총차입금	2,497	4,051	5,649	7,246	8,844

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	235	-66	-504	-84	59
당기순이익	314	155	395	503	713
감가상각비	120	195	173	162	151
외환순이익	-15	3	-11	-11	-11
증속, 관계기업관련순익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-265	-408	-1,120	-797	-853
기타현금흐름	80	-11	60	59	59
투자활동 현금흐름	-975	-1,727	-406	-203	-101
투자자산	-103	-44	1	1	1
유형자산 증가 (CAPEX)	-896	-812	-406	-203	-102
유형자산 감소	14	6	0	0	0
기타현금흐름	9	-876	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	1,249	1,501	1,571	1,571	1,571
단기차입금	370	529	529	529	529
사채 및 장기차입금	17	1,069	1,068	1,068	1,068
자본	927	0	0	0	0
현금배당	-63	-100	-30	-30	-30
기타현금흐름	-1	3	3	3	3
연결범위변동 등 기타	2	-1	661	456	413
현금의 증감	511	-293	1,323	1,740	1,941
기초 현금	173	683	390	1,713	3,454
기말 현금	683	390	1,713	3,454	5,395
NOPLAT	526	351	616	791	1,100
FCF	-679	-802	-914	-264	9

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

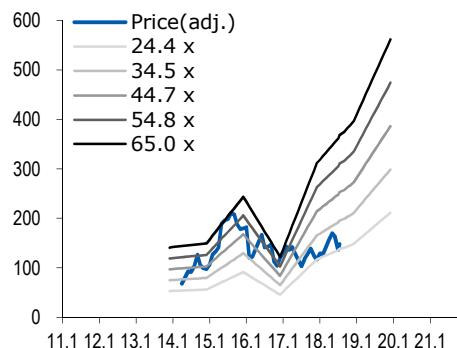
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,752	1,876	4,798	6,099	8,647
BPS	20,990	21,704	26,278	31,846	39,962
EBITDAPS	7,029	5,510	7,919	9,539	12,504
SPS	81,656	87,960	125,850	151,010	177,855
DPS	1,000	300	300	300	300
PER	38.5	66.7	30.8	24.3	17.1
PBR	6.9	5.8	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	22.7	29.4	23.7	19.6	14.7
PSR	1.8	1.4	1.2	1.0	0.8

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	41.9	16.8	43.1	20.0	17.8
영업이익 증가율 (%)	46.4	-33.2	75.4	28.4	39.1
지배순이익 증가율 (%)	63.7	-45.8	155.7	27.1	41.8
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	12.9	12.8	13.0
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.9	5.2	6.2
지배순이익률 (%)	4.6	2.1	3.8	4.0	4.9
EBITDA 마진 (%)	8.6	6.3	6.3	6.3	7.0
ROIC	10.8	4.6	7.1	8.5	11.2
ROA	6.3	2.4	4.5	4.5	5.2
ROE	22.5	8.8	20.0	21.0	24.1
부채비율 (%)	221.2	309.0	345.1	350.3	331.9
순차입금/자기자본 (%)	85.0	165.8	147.4	117.1	84.8
영업이익/금융비용 (배)	7.6	3.8	4.7	4.7	5.4

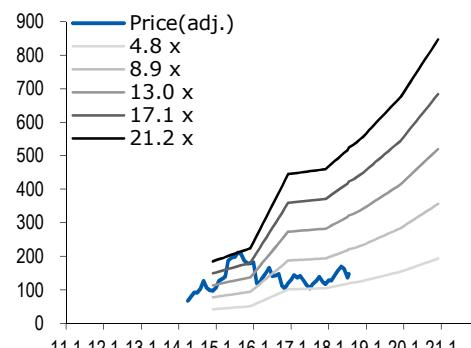
P/E band chart

(천원)



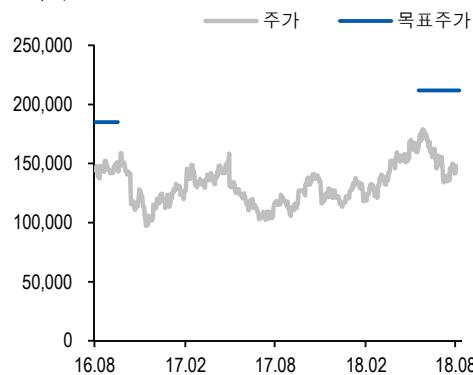
P/B band chart

(천원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-14	BUY	212,000	1년		
2018-05-30	BUY	212,000	1년		
	담당자 변경				
2017-05-09	1년 경과 이후		1년	-30.82	-8.24
2016-05-09	BUY	185,270	1년	-28.34	-6.84

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.