

코스맥스(192820)

하회 **부합** 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

무거워지지 않는 글로벌 1위

높은 성장에 힘입어 영업이익 컨센서스 부합
 내수 고성장, 중국 매출 증가세 회복, 미주 영업 손실 축소
 영업 환경보다 bottom-up 접근, 글로벌화가 가장 빠른 1위 ODM

Facts : 영업이익 컨센서스 부합, 전부문 고성장

매출액은 전년대비 51% 증가한 3,146억원, 영업이익은 164% 증가한 132억원 (영업이익률 4.2%, +1.8%p YoY)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스에 부합했다. 미주 '누월드' 인수 효과를 제거하고도 매출액은 38% 급증했다. 국내와 중국 매출액이 각각 40%, 37% 증가했고, 미주 매출액은 기존 오하이오 공장 매출 확대와 M&A 효과에 힘입어 287% 급증했다. 세전이익과 순이익은 영업이익 개선보다 다소 약했는데, 외화평가손실 23억원에 기인한다.

Pros & cons : 전부문 놀라운 성장, 아쉬운 국내 수익성

국내 중소형 브랜드 성장과 글로벌사 수출이 국내 고성장을 견인했다. 중국은 상해와 광저우 법인 매출액이 전년대비 각각 36%, 45% 증가해 성장 둔화 우려를 불식시켰고 상해 법인 수익성도 전년대비 개선됐다. 미주 매출액은 전년 119억원에서 급증한 462억원을 기록, 기존 오하이오 공장 매출액이 182억원, 신규 인수한 '누월드' 매출액이 280억원 발생했다. 양사 합산 영업이익은 소폭 흑자, 합산 순손실은 18억원을 기록해 순손실폭도 줄었다. 이에, 금년 가동이 시작된 태국 공장이 매출액 약 50억원을 기록, 동남아 사업 확장도 가속화되고 있다. 한편, 국내 영업이익이 40억원(영업이익률 2.4%)에 불과해 수익성이 저조했다. 제품 믹스 개선이 없었고 52시간 근무제 도입 및 인력 증가로 인한 인건비 증가가 주요인이다.

Action : 글로벌화로 차별화된 실적 이어갈 것, Top pick 유지

금년 해외 현지 사업 매출 비중은 50%에 달하고 영업이익 기여도는 약 60%에 달할 전망이다. 국내 매출 25% 이상이 수출이고 중국향 간접 수출까지 감안시 실질적으로 해외 매출 비중은 70% 이상으로 추정된다. 금년은 미주 현지 사업 매출 비중도 14%에 달하고 동남아 사업도 속도를 내고 있다. 화장품 산업 전반에서 대중국 사업에 대한 불확실성이 높아지고 있으나 동사는 현지화와 글로벌화로 차별화된 성장을 기록하고 있다. 낮은 수익성은 해외 시장 개척과 증설 등 선투자에 따른 것으로 판단, 중장기적으로 매출 확대에 따른 수익성 개선이 예상된다. '매수'와 목표주가 18만원(2019F PER 32배, 업종 대비 30% 할증)을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 180,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/7)	2,079
주가(11/7)	120,500
시가총액(십억원)	1,211
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저(원)	179,000/108,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,809
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.4/25.1
주요주주(%)	코스맥스비티아이 외 4인 26.5
	국민연금 12.7

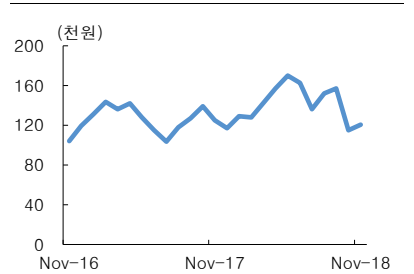
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	62.3	31.9	21.3
PBR(x)	5.4	4.9	4.2
ROE(%)	8.8	16.4	21.2
DY(%)	0.3	0.8	1.1
EV/EBITDA(x)	28.0	19.0	14.4
EPS(원)	1,877	3,781	5,661
BPS(원)	21,728	24,508	28,867

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(19.9)	(22.0)	(13.3)
KOSPI 대비(%p)	(11.6)	(6.5)	5.0

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 영업이익 컨센서스 부합, 매출은 상회

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	208.5	224.0	288.7	327.5	314.6	(3.9)	50.9	293.7
영업이익	5.0	6.4	10.4	18.6	13.2	(29.0)	164.0	13.8
영업이익률(%)	2.4	2.9	3.6	5.7	4.2			4.7
세전이익	3.9	2.2	10.1	16.6	6.7	(59.6)	71.8	11.7
순이익	3.3	1.6	9.3	11.9	5.1	(57.1)	54.5	9.8

자료: 한국투자증권

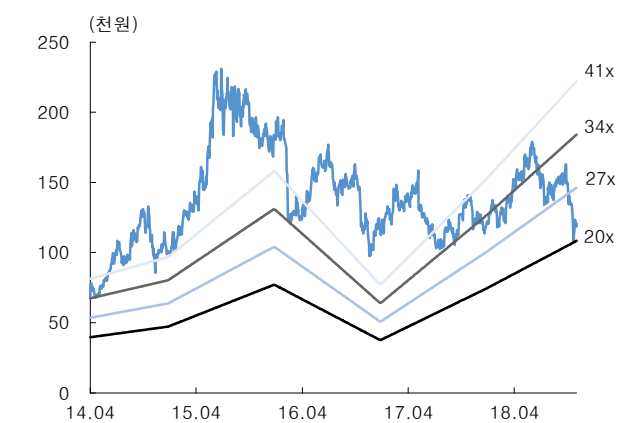
〈표 2〉 Earnings breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	219	232	209	224	289	328	315	332	757	884	1,263	1,490	1,730
국내	142	138	119	129	152	190	167	172	506	528	682	769	857
중국	77	106	88	101	99	122	120	136	281	371	477	605	743
상해	68	92	77	89	80	106	105	119	253	327	411	523	659
광저우	9	13	10	11	19	15	15	17	31	44	66	82	85
USA	7	6	12	13	43	39	46	48	18	38	175	199	225
인도네시아	3	2	2	2	2	2	2	3	3	9	10	12	15
태국	NM	NM	NM	NM	1	1	5	4	NM	NM	10	13	17
영업이익	9	14	5	6	10	19	13	14	53	35	57	82	104
매출액 증감	26.3	17.5	12.0	12.2	31.8	41.0	50.9	48.2	41.9	16.8	42.9	18.0	16.1
국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	7.1	38.2	40.3	33.4	35.7	4.5	29.1	12.8	11.4
중국	35.1	33.0	23.8	37.1	28.7	15.2	36.7	34.8	30.5	32.2	28.4	26.9	22.9
상해	33.8	28.1	22.0	33.8	18.7	15.5	35.6	33.1	39.7	29.2	25.7	27.2	26.0
광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	102.2	13.0	45.0	47.6	(8.9)	43.6	48.0	25.0	2.9
USA	155.3	36.3	189.1	111.5	492.6	509.9	286.5	279.6	834.1	116.9	360.5	13.3	13.2
인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	(40.0)	31.4	7.9	49.3	158.7	201.0	6.3	24.5	22.8
태국	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	30.0	30.0
영업이익 증감	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	10.6	29.7	163.9	125.0	46.4	(33.2)	61.0	45.4	26.3
영업이익률	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.2	4.3	7.0	4.0	4.5	5.5	6.0

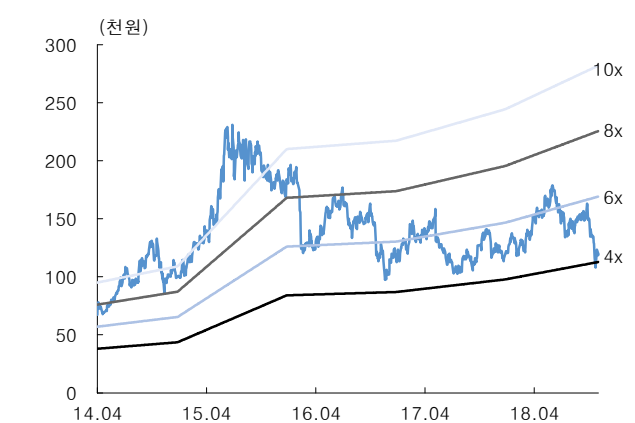
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

코스맥스는 1992년 11월 화장품 제조 및 판매를 주 사업목적으로 설립되었음. 코스맥스는 매출 기준으로 200여개 업체가 넘는 한국 화장품 OEM/ODM 시장에서 시장 점유율 2위를 차지하고 있으며, 2012년 글로벌 브랜드인 로레알그룹의 최우수 협력파트너 업체로 선정되었음. 주요 자회사로는 코스맥스 차이나, 코스맥스 광저우, 코스맥스 USA, 인도네시아 등이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	396	500	565	626	713
현금성자산	68	39	38	15	17
매출채권및기타채권	192	252	278	317	363
재고자산	125	185	215	253	285
비유동자산	270	434	497	531	555
투자자산	15	20	29	30	31
유형자산	236	307	347	377	397
무형자산	6	91	99	97	95
자산총계	666	934	1,062	1,157	1,267
유동부채	384	522	599	650	704
매입채무및기타채무	174	269	341	402	467
단기차입금및단기사채	172	220	200	200	200
유동성장기부채	18	22	22	22	22
비유동부채	75	184	213	218	224
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	60	163	184	184	184
부채총계	459	706	812	869	928
지배주주지분	211	218	246	290	347
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	58	65	93	137	194
비지배주주지분	(4)	10	3	(2)	(8)
자본총계	207	228	249	288	339

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	(7)	90	45	66
당기순이익	31	16	31	51	67
유형자산감가상각비	12	20	25	27	28
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(26)	(41)	31	(33)	(31)
기타	5	(3)	2	(1)	1
투자활동현금흐름	(98)	(173)	(89)	(61)	(53)
유형자산투자	(90)	(81)	(65)	(57)	(48)
유형자산매각	1	1	0	0	0
투자자산순증	(8)	(7)	(9)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(85)	(9)	0	0
기타	0	(1)	(6)	(3)	(4)
재무활동현금흐름	125	150	(3)	(7)	(10)
자본의증가	93	0	0	0	0
차입금의순증	39	160	0	0	0
배당금지급	(6)	(10)	(3)	(10)	(13)
기타	(1)	0	0	3	3
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	51	(29)	(1)	(23)	2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

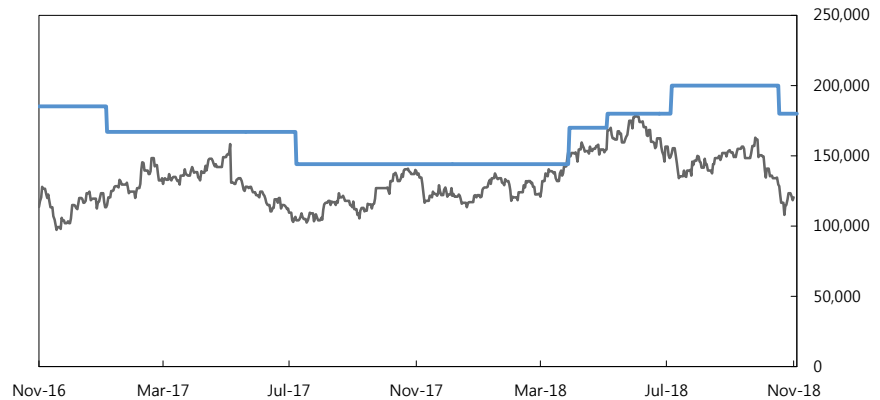
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,263	1,490	1,730
매출원가	639	772	1,099	1,289	1,487
매출총이익	118	112	164	201	242
판매관리비	65	77	108	119	138
영업이익	53	35	57	82	104
금융수익	6	4	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	11	16	14	14	14
이자비용	7	9	14	14	14
기타영업외손익	(1)	2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	43	68	90
법인세비용	15	10	12	17	22
연결당기순이익	31	16	31	51	67
지배주주지분순이익	35	19	38	57	73
기타포괄이익	(7)	1	0	0	0
총포괄이익	24	16	31	51	67
지배주주지분포괄이익	28	19	38	57	73
EBITDA	65	55	83	110	133

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,855	1,877	3,781	5,661	7,251
BPS	21,013	21,728	24,508	28,867	34,516
DPS	1,000	300	1,000	1,300	1,600
성장성(% YoY)					
매출증가율	41.9	16.8	42.9	18.0	16.1
영업이익증가율	46.4	(33.2)	61.0	45.4	26.3
순이익증가율	63.7	(45.8)	101.5	49.7	28.1
EPS증가율	63.3	(51.3)	101.5	49.7	28.1
EBITDA증가율	44.6	(15.0)	49.7	33.2	20.8
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.0	4.5	5.5	6.0
순이익률	4.6	2.1	3.0	3.8	4.2
EBITDA Margin	8.6	6.3	6.6	7.4	7.7
ROA	5.7	1.9	3.1	4.6	5.6
ROE	22.5	8.8	16.4	21.2	22.9
배당수익률	0.8	0.3	0.8	1.1	1.4
배당성향	28.9	16.0	26.4	23.0	22.1
안정성					
순차입금(십억원)	179	362	360	382	379
차입금/자본총계비율(%)	120.4	177.4	162.3	140.7	119.4
Valuation(X)					
PER	31.0	62.3	31.9	21.3	16.6
PBR	5.7	5.4	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	19.2	28.0	19.0	14.4	11.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코스맥스 (192820)	2016.10.23	매수	185,270원	-38.4	-30.9
	2017.01.12	매수	167,000원	-22.0	-5.1
	2017.07.14	매수	144,000원	-13.9	5.9
	2018.04.04	매수	170,000원	-9.6	-6.2
	2018.05.11	매수	180,000원	-9.1	-0.6
	2018.07.12	매수	200,000원	-27.2	-18.5
	2018.10.24	매수	180,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 7일 현재 코스맥스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.