

코스맥스 (192820)


화장품

박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	182,000원 (D)
현재주가 (11/7)	120,500원
상승여력	51%

시가총액	12,110억원
총발행주식수	10,49,509주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	97,359주
52주 고	179,000원
52주 저	108,000원
외인지분율	25.23%
주요주주	코스맥스비티아이 외 4 인 26.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(19.9)	(19.4)	(13.3)
상대	(12.7)	(10.8)	6.2
절대(달러환산)	(19.4)	(19.4)	(14.2)

3Q18 Review: 성장성은 성공적

투자의견 BUY, 목표주가 182,000원으로 14% 하향

코스맥스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 212,000원에서 182,000원으로 하향한다. 목표주가는 12MF EPS 6,312원에 Target P/E 29배를 적용하여 산출하였다. 목표주가 하향의 근거는 2018년 이익 전망치 하향 및 업종 평균 배수를 반영한 영향이다. 3분기 실적은 적극적인 글로벌 생산 기지 확보와 높은 R&D 기술력이 동반되어 성공적인 성장성을 보여준 분기로 평가하며, 2019년은 효율성 확대에 따라 수익성 개선 효과가 동반될 것으로 기대한다. 코스맥스의 주가는 글로벌 업종 전반에 미친 중국 소비 둔화 우려로 1개월간 20% 하락했다. 현재는 2019년 기준 P/E 18배 수준으로 매력적인 구간에 진입했다고 판단한다.

3Q18 Review: 성장성은 성공적

코스맥스의 3분기 실적은 연결 매출액 3,146억원(YoY+51%), 영업이익 132억원(YoY+164%), 순이익 42억원(YoY+48%) 기록하였다. 한국을 비롯한 모든 법인의 고성장으로 매출은 컨센서스 대비 7% 상회하는 성과를 달성했으나, 신제품 및 마스크팩 비중 확대와 인건비 상승 등의 마진 하락 요소가 발생하며 영업이익은 소폭 하회하였다. 영업 외 부문에 이자비용과 외화평가손실 등이 반영되며 순이익은 컨센서스 대비 46% 하회하였다.

▶ **국내법인의 매출은 전년동기비 40% 성장한 1,673억원, 이익은 70% 증가한 40억을 달성했다.** 흠쇼핑 및 중국향 수출 고객사의 수주 호조와 글로벌 기업향 수출물량 확대로 매출은 고성장을 기록했다. 다만 주 52시간제 실시로 인건비가 상승했고, 신규 인력 확대에 따라 숙련도가 하락하며 영업이익률은 2.4% 수준에 그쳤다. 외화평가손실 14억원 반영 등으로 순이익률은 1.1% 달성했다.

▶ **중국 합산매출은 전년동기비 36% 성장한 1,202억원을 기록하며 성장 둔화 우려를 불식시켰다.** 1) 상해법인 매출은 전년동기비 36% 성장한 1,050억원, 순이익은 9% 증가한 35억원을 달성했다. 기존 고객사의 신제품 공급이 이어지며 매출이 고성장 하였고 영업이익률도 개선되었다. 2) 광저우법인 매출은 전년동기비 45% 성장한 152억원, 순이익은 15% 증가한 15억원을 기록했다. 신규 고객사의 색조 완제품 수주가 늘어나며 성장을 견인했으나, 완제품 공급 비중이 50% 이상으로 확대됨에 따라 영업이익률이 두 자리 수 초반으로 낮아졌다. **상해법인과 광저우법인 각각 생산설비 및 물류창고 증설 등의 투자로 차입금이 상승함에 따라 순이익 증가율이 매출 성장률에 못 미쳤다.**

▶ **미국 합산매출은 전년동기비 285% 성장한 462억원, 순손실 18억원으로 손실 폭이 축소되었다.** 오하이오법인과 누월드법인의 3분기 영업이익 단순 합산 시 처음으로 흑자 달성하였다. 기존 1) 오하이오법인 매출은 전년동기비 52% 성장하고, 전분기비 26% 성장한 182억원을 기록했고, 순손실은 36억원을 달성했다. 2) 누월드법인은 매출 280억원, 순이익 18억원의 성과를 달성했으며, 비용 절감 등의 효율화가 이어지며 순이익률이 6%까지 상승했다.

(다음 페이지 계속)

Quarterly earning forecasts

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,146	50.9	-3.9	2,937	7.1
영업이익	132	162.2	-29.1	138	-4.6
세전계속사업이익	67	69.9	-60.0	117	-43.4
지배순이익	53	60.6	-55.7	98	-46.1
영업이익률 (%)	4.2	+1.8 %pt	-1.5 %pt	4.7	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	1.7	+0.1 %pt	-1.9 %pt	3.3	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	7,570	8,840	12,545	14,933
영업이익	526	351	534	765
지배순이익	348	189	321	663
PER	38.5	66.7	37.8	18.3
PBR	6.9	5.8	4.9	3.9
EV/EBITDA	22.7	29.4	20.6	16.4
ROE	22.5	8.8	13.8	23.8

자료: 유안타증권

▶ 동남아 합산매출은 전년동기비 221% 성장한 74억원, 순손실 8억원 기록했다. 1) 인도네시아법인 매출은 전년동기비 8% 성장한 25억원, 낮은 가동률 영향으로 순손실은 7억원을 기록하며 전년동기비, 전분기비 손실이 확대되었다. 2) 태국법인은 매출액 49억원, 순손실 0.5억원 기록했다. 현재 임대공장을 통한 매출이 발생 중이며, 태국 및 미얀마 현지 브랜드 중심으로 수주가 빠르게 확대되고 있어 긍정적이다.

눈에 띄는 고성장 후에 수익성 개선이 기대된다

3분기는 국내, 중국, 미국 등의 주요법인 고성장이 두드러졌다. 긍정적인 점은 비수기임에도 불구하고 모든 법인이 신제품 중심으로 매출 성장이 견인됐으며, 비용 상승요소들이 반영되어 고성장에 따른 수익성 개선효과가 맛밋했다는 것이다. 주요 비용 상승요소로 국내법인은 인건비 상승과 신규 직원 증가에 따른 숙련도 미흡, 상해법인은 신제품의 비중 상승으로 효율성 미흡 등이 원인이다. 오하이오법인 또한 신규 고객사 제품 수주가 이어지는 단계이다. 해당 부분은 향후 숙련도 상승, 효율성 개선 등으로 수익성 개선 효과를 보여줄 것이다. 특히 2018년 기준 매출비중이 55%를 넘어서는 국내법인이 높은 수준의 마스크팩 비중, 신규 직원 증가, 주 52시간제 시행에 따른 인력 재배치 등의 영향으로 2018년 연간 영업이익률이 3% 수준에 머물러 있으나 2019년은 숙련도 상승에 따라 마진 개선이 동반될 것으로 전망한다.

아쉬운 부분은 국내법인의 수익성 둔화와 규모가 빠르게 커진 중국법인의 운전자본 확대로 영업현금흐름이 7개 분기 연속 마이너스에 도달한 것으로 보인다. 이러한 영향으로 2분기에 차입금이 일부 늘어난 것으로 파악된다. 3분기에 외환평가손이 존재했으나, 궁극적으로 영업이익과 순이익의 괴리를 만든 것은 확대된 이자비용이다. 주요 수익창출의 원천인 국내법인이 2019년 수익성 개선이 기대되나, 이제는 필히 개선되어야 할 것으로 보인다.

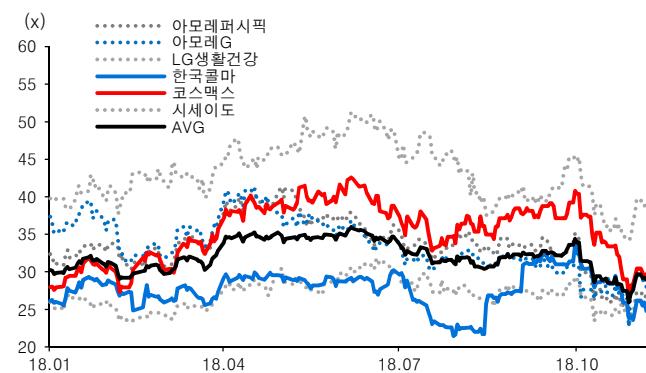
코스맥스 연결 실적추이 및 전망											(단위: 실억원, %)		
		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	
연결 매출액		884.0	1,254.5	1,493.3	219.1	232.3	208.5	224.0	288.7	327.5	314.6	323.6	
코스맥스코리아		528.2	673.5	770.3	142.3	137.7	119.2	129.0	152.4	190.2	167.3	163.6	
코스맥스차이나		326.8	405.8	502.2	67.7	92.2	77.5	89.4	80.4	106.5	105.0	114.0	
코스맥스광저우		44.5	63.1	79.8	9.3	13.4	10.5	11.3	18.8	15.1	15.2	14.0	
코스맥스 USA		38.1	67.9	95.6	7.2	6.3	11.9	12.6	15.5	14.5	18.2	19.8	
코스맥스 WEST		—	109.5	120.5	—	—	—	—	27.3	24.2	28.0	30.0	
코스맥스태국		—	10.2	20.0	—	—	—	—	0.7	0.6	4.9	4.0	
코스맥스인도네시아		9.0	9.6	12.5	2.9	1.9	2.3	1.9	1.7	2.4	2.5	3.0	
% YoY	연결 매출액		17%	42%	19%	26%	17%	12%	12%	32%	41%	51%	44%
	코스맥스코리아		4%	28%	14%	15%	8%	-4%	-1%	7%	38%	40%	27%
	코스맥스차이나		29%	24%	24%	34%	28%	22%	34%	19%	15%	36%	28%
	코스맥스광저우		44%	42%	27%	25%	44%	38%	71%	102%	13%	45%	24%
	코스맥스 USA		117%	79%	41%	155%	35%	191%	113%	115%	128%	52%	58%
	코스맥스인도네시아		204%	7%	30%	528%	271%	286%	38%	-40%	31%	8%	53%
연결 영업이익		35.1	53.5	76.5	9.4	14.3	5.0	6.4	10.4	18.6	13.2	11.3	
코스맥스코리아		18.8	19.7	29.5	8.0	7.0	2.4	1.5	5.0	7.7	4.0	2.9	
% YoY	영업이익		-33%	52%	43%	-28%	-21%	-58%	-33%	11%	30%	164%	77%
	코스맥스코리아		-57%	5%	50%	-29%	-48%	-76%	-83%	-37%	11%	70%	96%
순이익		15.5	26.0	53.1	2.5	9.5	2.9	0.6	7.6	9.7	4.2	4.5	
코스맥스코리아		10.2	17.6	22.1	4.0	6.0	2.5	(2.2)	3.8	9.8	1.8	2.2	
코스맥스차이나		15.0	16.5	23.2	2.9	6.4	3.2	2.6	2.5	6.0	3.5	4.4	
코스맥스광저우		6.0	9.5	11.2	1.6	2.1	1.3	1.1	4.5	2.3	1.5	1.2	
코스맥스 USA		(20.1)	(12.1)	(1.0)	(5.9)	(5.5)	(4.0)	(4.7)	(3.6)	(3.8)	(3.6)	(1.0)	
코스맥스 WEST		(0.2)	2.5	2.3	—	—	—	(0.2)	(0.2)	0.7	1.8	0.2	
코스맥스태국		(0.1)	(1.4)	(4.0)	—	—	—	(0.1)	(0.1)	(1.1)	(0.0)	(0.1)	
코스맥스인도네시아		(0.4)	(3.6)	(3.1)	0.3	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	(1.1)	(0.7)	(1.0)	
% YoY	순이익		-51%	68%	104%	-71%	-8%	-52%	-90%	203%	2%	47%	615%
	코스맥스코리아		-71%	72%	26%	-55%	-40%	-60%	적전	-4%	63%	-26%	흑전
	코스맥스차이나		20%	9%	41%	32%	21%	-1%	43%	-13%	-5%	9%	72%
	코스맥스광저우		8%	57%	18%	22%	16%	-20%	21%	187%	9%	15%	11%
지배주주순이익		18.9	32.1	66.3	3.4	10.5	3.3	1.6	9.3	11.9	5.3	5.6	
% Margin	영업이익률		4%	4%	5%	4%	6%	2%	3%	4%	6%	4%	3%
	코스맥스코리아		4%	3%	4%	6%	5%	2%	1%	3%	4%	2%	2%
	순이익률		2%	2%	4%	1%	4%	1%	0%	3%	3%	1%	1%
	코스맥스코리아		2%	3%	3%	3%	4%	2%	-2%	2%	5%	1%	1%
	코스맥스차이나		5%	4%	5%	4%	7%	4%	3%	3%	6%	3%	4%
	코스맥스광저우		14%	15%	14%	17%	16%	12%	10%	24%	15%	10%	9%
	코스맥스 USA		-53%	-18%	-1%	-82%	-87%	-34%	-37%	-23%	-27%	-20%	-5%
	코스맥스 WEST		—	2%	2%	—	—	—	—	-1%	3%	6%	1%
코스맥스태국		—	-14%	-20%	—	—	—	—	-19%	-184%	-1%	-3%	
코스맥스인도네시아		-4%	-37%	-25%	10%	-12%	-5%	-17%	-45%	-46%	-28%	-32%	

자료: 유안타증권 리서치센터

	연간 실적 변동표		(단위: 십억원, %, %p)		
	수정전	수정후	변동률	2018F	
	2018F	2019F	2018F	2019F	
매출액	1,265	1,518	1,255	1,493	-1% -2%
영업이익	62	79	53	76	-13% -3%
영업이익률	5%	5%	4%	5%	-1%p 0%p
지배주주순이익	48	61	32	66	-33% 8%
순이익률	4%	4%	3%	4%	-1%p 0%p
EPS	4,798	6,099	3,191	6,596	-34% 8%

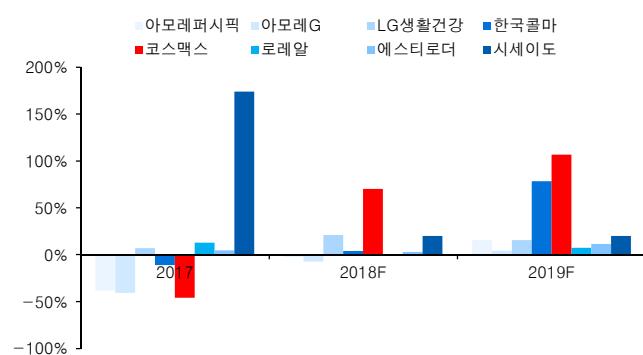
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주요 화장품 기업의 12M fwd P/E Chart



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

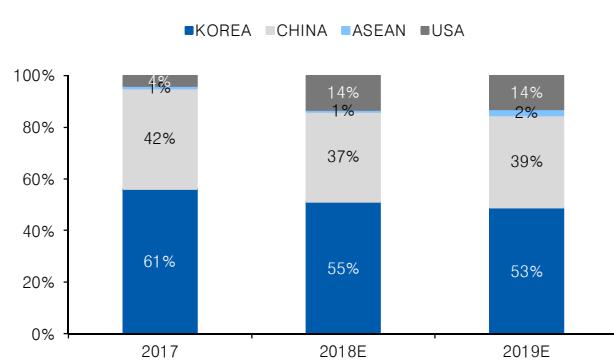
[그림 2] 주요 화장품 기업별 EPS growth 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

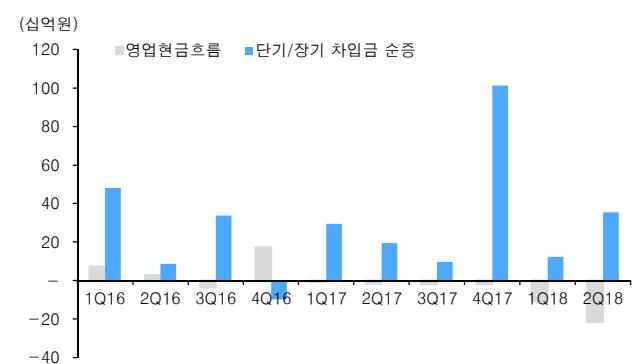
[참고] 아모레퍼시픽, 아모레 G, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스는 유안타증권 추정치 반영

[그림 3] 지역별 매출 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 영업현금흐름 및 단기/장기 차입금 순증 추이



자료: quantiwise, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,570	8,840	12,545	14,933	17,318
매출원가	6,389	7,721	10,966	12,986	14,946
매출총이익	1,181	1,119	1,579	1,946	2,371
판관비	655	768	1,044	1,182	1,314
영업이익	526	351	534	765	1,057
EBITDA	652	554	791	979	1,236
영업외손익	-61	-99	-134	-60	-72
외환관련손익	-6	-32	11	11	11
이자손익	-67	-91	-70	-82	-93
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	11	24	-74	11	11
법인세비용차감전순손익	465	253	401	705	986
법인세비용	150	97	141	174	289
계속사업순손익	314	155	260	531	696
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	155	260	531	696
지배지분순이익	348	189	321	663	869
포괄순이익	243	162	267	538	703
지배지분포괄이익	279	188	310	626	818

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	7,966	9,815	11,854
현금및현금성자산	683	390	1,581	2,290	3,188
매출채권 및 기타채권	1,919	2,517	3,511	4,153	4,794
재고자산	1,251	1,847	2,621	3,119	3,618
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	12,122	13,803	15,684
유동부채	3,840	5,221	6,623	7,166	7,693
매입채무 및 기타채무	1,741	2,688	3,561	4,104	4,631
단기차입금	1,721	2,204	2,733	2,733	2,733
유동성장기부채	179	218	218	218	218
비유동부채	746	1,836	2,904	3,404	3,904
장기차입금	597	1,626	2,695	3,195	3,695
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,586	7,056	9,527	10,570	11,597
지배지분	2,109	2,181	2,478	3,088	3,903
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	1,511	1,511	1,511	1,511	1,511
이익잉여금	581	652	942	1,545	2,354
비지배지분	-36	103	117	145	184
자본총계	2,073	2,284	2,595	3,233	4,087
순차입금	1,793	3,616	4,023	3,814	3,415
총차입금	2,497	4,051	5,649	6,149	6,649

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	235	-66	-524	5	120
당기순이익	314	155	260	531	696
감가상각비	120	195	250	208	174
외환손익	-15	3	-11	-11	-11
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-265	-408	-1,083	-783	-798
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	473	473
단기차입금	370	529	529	0	0
사채 및 장기차입금	17	1,069	1,068	500	500
자본	927	0	0	0	0
현금배당	-63	-100	-30	-30	-30
기타현금흐름	-1	3	3	3	3
연결범위변동 등 기타	2	-1	550	434	407
현금의 증감	511	-293	1,191	709	899
기초 현금	173	683	390	1,581	2,290
기말 현금	683	390	1,581	2,290	3,188
NOPLAT	526	351	534	765	1,057
FCF	-679	-802	-886	-196	26

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

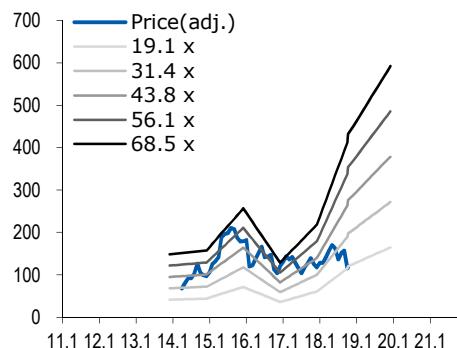
3. ROE, ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,752	1,876	3,191	6,596	8,649
BPS	20,997	21,712	24,670	30,734	38,852
EBITDAPS	7,029	5,510	7,868	9,740	12,299
SPS	81,656	87,960	124,834	148,591	172,322
DPS	1,000	300	300	300	300
PER	38.5	66.7	37.8	18.3	13.9
PBR	6.9	5.8	4.9	3.9	3.1
EV/EBITDA	22.7	29.4	20.6	16.4	12.7
PSR	1.8	1.4	1.0	0.8	0.7

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	41.9	16.8	41.9	19.0	16.0
영업이익 증가율 (%)	46.4	-33.2	52.1	43.1	38.2
지배순이익 증가율 (%)	63.7	-45.8	70.0	106.7	31.1
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	12.6	13.0	13.7
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.3	5.1	6.1
지배순이익률 (%)	4.6	2.1	2.6	4.4	5.0
EBITDA 마진 (%)	8.6	6.3	6.3	6.6	7.1
ROIC	10.8	4.6	5.7	8.6	10.5
ROA	6.3	2.4	3.0	5.1	5.9
ROE	22.5	8.8	13.8	23.8	24.9
부채비율 (%)	221.2	309.0	367.1	326.9	283.8
순차입금/자기자본 (%)	85.0	165.8	162.3	123.5	87.5
영업이익/금융비용 (배)	7.6	3.8	4.1	5.4	6.9

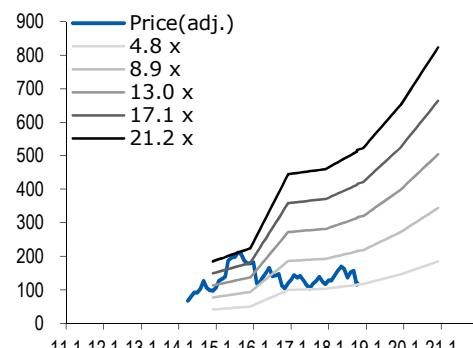
P/E band chart

(천원)

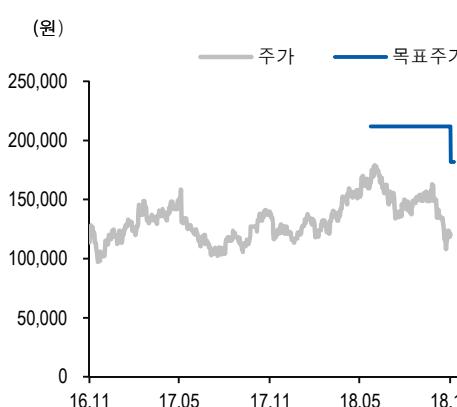


P/B band chart

(천원)



코스맥스(192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-08	BUY	182,000	1년		
2018-05-30	BUY	212,000	1년	-30.31	-15.57
2017-05-09	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-30.82	-8.24
2016-05-09	BUY	185,270	1년	-28.34	-6.84

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-05

※ 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 투자의사결정은 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.