

2019/01/24

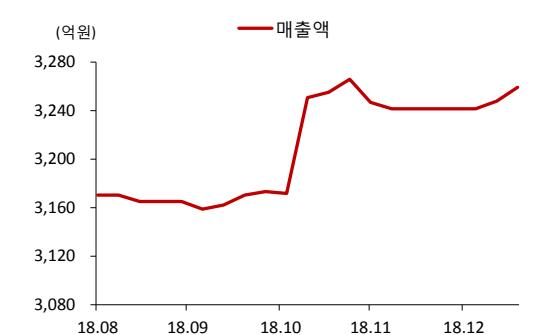
(5) 코스맥스 (192820/KS): 더딘 수익성 개선 속도

투자의견 BUY (유지)

목표주가 145,000 원 (하향)

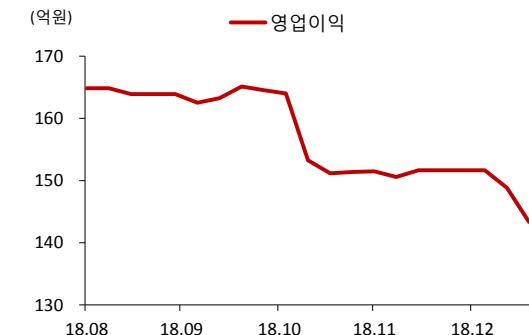
- 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,385 억원(y-y +51.1%)과 122 억원(y-y +91.7%)으로 컨센서스 영업이익 143 억원을 하회할 것으로 추정
- 국내 화장품은 로드샵 → 온라인으로의 고객사 전환이 빠르게 이루어지며 전년 동기 대비 +42.0%라는 큰 폭의 매출 증가를 시현할 것으로 예상. 2017년 4분기 국내 화장품 매출액이 y-y -0.7% 역성장하며 부진한 실적을 기록한 바 있어, 기저효과도 존재. 다만, 저마진 제품인 마스크팩의 비중 확대와 인센티브 지급으로 국내 화장품 부문 영업이익률은 y-y +0.7%p 증가한 1.8%에 그칠 것으로 예상
- 중국 법인은 색조 시장 성장에 따른 수혜가 지속되고 있는 상황으로 상해와 광저우 합산 매출액은 1,303 억원으로 y-y +29.3% 증가한 것으로 추정. 가동률은 30~50% 사이였던 2017년 대비 2018년 40~60%까지 올라온 것으로 보이나, 여전한 고정비 부담으로 영업이익률은 7.4%로 크게 개선되지 않은 것으로 추정
- 이외 미국과 인도네시아는 매출액이 지속 증가하며, 영업 적자는 다소 축소될 것으로 전망. 이번 4 분기 인도네시아, 오하이오, 누월드 합산 영업적자는 10 억원 안팎이 될 것으로 예상
- 사드 이후 업황이 회복되고, 중소 브랜드들이 여럿 신생되며 국/내외 고객사의 오더량은 빠른 속도로 늘어나고 있음. 다만, 제품 mix 변화와 인건비 등 고정비 부담이 지속적으로 가중되며 영업이익률 개선이 더딘 상황
- 투자의견 Buy 유지하나, 2019년 이익 전망치 하향 조정에 따라 목표주가는 145,000 원으로 하향함. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 글로벌 화장품 4사의 평균 PER을 10% 할증한 28.8 배를 적용하여 산출. 글로벌 경기 위축 우려가 불거지고, 신생 브랜드들이 난립하고 있는 국면에서 브랜드 노후화와 고객 이탈 리스크가 상대적으로 적은 ODM 사라는 점을 감안 시, 업종 평균 이상의 Target Multiple 부여는 합리적인 밸류에이션이라 판단

코스맥스 4Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 4Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	십억원	500	28.8	14,407	글로벌 화장품 4개사 19년 평균 PER을 10% 할증
Shares Outstanding('000)	천주			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			143,413	
Target Price	원			145,000	Upside +20.3%

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주1: 글로벌 화장품 4 개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도, 상해자화 포함

코스맥스 분기별 실적 추정

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	338.5	339.7	382.7	366.0	393.8	884.0	1,269.4	1,482.3
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	51.1%	17.7%	16.9%	16.3%	16.3%	16.8%	43.6%	16.8%
	KOREA	152.4	190.2	167.3	183.2	172.2	206.3	188.2	204.2	528.2	693.0	771.0
	CHINA	99.1	121.6	120.2	130.3	122.6	151.3	145.5	156.8	371.2	471.2	576.2
	Shanghai	80.4	106.5	105.0	114.4	100.4	130.9	126.0	136.2	326.8	406.3	493.6
	Guangzhou	18.8	15.1	15.2	15.9	22.1	20.4	19.5	20.6	44.5	64.9	82.6
	Indonesia	1.7	2.4	2.5	2.5	2.6	3.7	3.7	3.8	9.0	9.2	13.7
	USA(오하이오)	15.5	14.5	18.2	19.5	21.0	20.2	23.6	26.7	38.1	67.6	91.5
	USA(뉴월드)	27.3	24.2	28.0	33.5	29.6	30.3	29.6	37.2	-	113.0	126.6
y-y	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	42.0%	13.0%	8.5%	12.5%	11.5%	4.5%	31.2%	11.2%
	CHINA	28.7%	15.2%	36.7%	29.3%	23.7%	24.5%	21.0%	20.3%	30.8%	26.9%	22.3%
	Shanghai	18.7%	15.5%	35.6%	28.0%	25.0%	23.0%	20.0%	19.0%	29.2%	24.3%	21.5%
	Guangzhou	102.2%	13.0%	45.0%	40.0%	18.0%	35.0%	28.0%	30.0%	43.6%	46.0%	27.2%
	Indonesia	-40.0%	31.4%	7.9%	29.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	201.0%	1.9%	50.0%
	USA(오하이오)	115.4%	127.8%	52.0%	55.0%	35.0%	40.0%	30.0%	37.0%	116.9%	77.7%	35.3%
	USA(뉴월드)	-	-	-	-	8.5%	25.0%	5.5%	11.0%	-	-	12.0%
OP (추정)	OP	10.4	18.6	13.2	12.2	17.9	27.1	17.5	17.8	35.1	54.5	80.3
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	91.7%	72.3%	46.0%	32.0%	45.6%	-33.2%	55.0%	47.5%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.6%	5.3%	7.1%	4.8%	4.5%	4.0%	4.3%	5.4%
	KOREA	5.0	7.7	4.0	3.3	6.5	9.4	5.4	4.7	18.8	20.0	26.1
	CHINA	7.4	11.0	7.0	9.7	9.5	14.4	9.0	12.2	30.6	35.1	45.0
	Shanghai	5.2	8.0	5.0	8.0	6.8	10.2	6.4	9.9	23.9	26.3	33.4
	Guangzhou	2.2	3.0	2.0	1.7	2.7	4.1	2.6	2.2	6.7	8.9	11.6
	Indonesia	-0.8	-1.1	-0.6	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	-2.7	0.3
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-2.8	-2.5	-2.5	-2.8	-2.1	-2.1	-17.0	-12.8	-9.6
	USA(뉴월드)	0.0	1.2	2.8	2.0	2.0	2.5	2.3	3.0	-	6.0	9.8
% Margin	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	1.8%	3.8%	4.6%	2.9%	2.3%	3.6%	2.9%	3.4%
	CHINA	7.5%	9.1%	5.8%	7.4%	7.7%	9.5%	6.2%	7.8%	8.2%	7.5%	7.8%
	Shanghai	6.5%	7.5%	4.8%	7.0%	6.8%	7.8%	5.1%	7.3%	7.3%	6.5%	6.8%
	Guangzhou	11.7%	20.0%	13.0%	10.5%	12.0%	20.3%	13.3%	10.8%	15.2%	13.6%	14.1%
	Indonesia	-45.3%	-45.7%	-22.0%	-10.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.3%	-29.4%	2.0%
	USA(오하이오)	-23.3%	-26.6%	-15.4%	-12.8%	-12.0%	-14.0%	-9.0%	-8.0%	-44.6%	-18.9%	-10.5%
	USA(뉴월드)	0.0%	5.0%	10.0%	6.0%	6.8%	8.3%	7.8%	8.1%	-	5.3%	7.7%

자료: 코스맥스, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396	500	649	724	864
현금및현금성자산	68	39	40	36	0
매출채권및기타채권	192	251	312	342	429
재고자산	125	185	265	310	389
비유동자산	270	434	442	454	475
장기금융자산	11	16	16	16	16
유형자산	236	307	306	311	315
무형자산	6	91	93	92	91
자산총계	666	934	1,091	1,178	1,339
유동부채	384	522	648	693	796
단기금융부채	190	242	290	290	290
매입채무 및 기타채무	162	256	323	363	455
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	75	184	196	196	200
장기금융부채	60	163	175	175	179
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	459	706	844	889	996
지배주주지분	211	218	264	310	368
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	129	129	129
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	58	65	137	184	243
비지배주주지분	-4	10	-16	-21	-26
자본총계	207	228	247	289	342
부채와자본총계	666	934	1,091	1,178	1,339

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	31	0	-20	45	18
당기순이익(손실)	31	16	27	45	64
비현금성학모등	38	45	62	61	72
유형자산감가상각비	12	20	24	25	25
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	6	5	2	-5	-5
운전자본감소(증가)	-26	-41	-102	-37	-85
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-47	-57	-72	-30	-87
재고자산감소(증가)	-41	-60	-81	-44	-79
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	94	66	39	93
기타	6	-19	-16	-2	-11
법인세납부	-13	-20	-8	-23	-33
투자활동현금흐름	-97	-172	-18	-30	-30
금융자산감소(증가)	-7	-7	1	0	0
유형자산감소(증가)	-88	-81	-20	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-85	0	0	0
기타	-2	1	2	0	0
재무활동현금흐름	117	143	39	-20	-23
단기금융부채증가(감소)	-5	53	17	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	107	42	0	4
자본의증가(감소)	93	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-3	-3	-10
기타	-8	-7	-17	-17	-17
현금의 증가(감소)	51	-29	1	-5	-36
기초현금	17	68	39	40	36
기말현금	68	39	40	36	0
FCF	-58	-169	-38	11	-17

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757	884	1,269	1,482	1,862
매출원가	639	772	1,100	1,258	1,574
매출총이익	118	112	170	224	287
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	13.4	15.1	15.4
판매비와관리비	65	77	115	144	177
영업이익	53	35	54	80	110
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.3	5.4	5.9
비영업손익	-6	-10	-13	-12	-12
순금융비용	7	9	18	17	17
외환관련손익	-1	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	42	68	98
세전계속사업이익률 (%)	6.1	2.9	3.3	4.6	5.3
계속사업법인세	15	10	14	23	33
계속사업이익	31	16	27	45	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	27	45	64
순이익률 (%)	4.2	1.8	2.2	3.0	3.5
지배주주	35	19	32	50	69
지배주주지속 순이익률(%)	4.59	2.13	2.54	3.37	3.72
비지배주주	-3	-3	-5	-5	-5
총포괄이익	24	16	27	44	64
지배주주	28	19	31	49	68
비지배주주	-4	-3	-5	-5	-5
EBITDA	65	55	79	106	136

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	41.9	16.8	43.6	16.8	25.6
영업이익	46.4	-33.2	55.0	47.5	36.6
세전계속사업이익	57.6	-45.7	64.7	64.6	42.9
EBITDA	44.6	-15.0	43.4	33.8	28.0
EPS(계속사업)	63.4	-50.1	71.3	54.7	38.7
수익성 (%)					
ROE	22.5	8.8	13.4	17.4	20.5
ROA	5.7	1.9	2.7	4.0	5.1
EBITDA마진	8.6	6.3	6.3	7.2	7.3
안정성 (%)					
유동비율	103.2	95.8	100.2	104.4	108.5
부채비율	221.2	309.0	341.2	308.0	291.1
순차입금/자기자본	86.5	158.4	171.1	148.3	136.6
EBITDA/이자비용(배)	9.5	5.9	4.4	6.2	7.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,759	1,876	3,215	4,974	6,899
BPS	20,990	21,704	26,249	30,830	36,636
CFPS	5,115	3,890	5,698	7,554	9,508
주당 현금배당금	1,000	300	300	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	51.0	84.5	55.7	25.7	18.6
PER(최저)	25.9	54.6	33.6	24.2	17.5
PBR(최고)	9.1	7.3	6.8	4.2	3.5
PBR(최저)	4.6	4.7	4.1	3.9	3.3
PCR	23.4	30.1	22.8	16.0	12.7
EV/EBITDA(최고)	30.1	35.9	28.0	16.1	12.9
EV/EBITDA(최저)	17.9	25.7	19.0	15.4	12.3