



하나금융그룹

2019년 3월 3일 | Equity Research

코스메카코리아(241710)

4Q18Re: 불확실한 매출, 늘어나는 고정비

4분기 영업손실 65억원 기록

4분기 연결 매출과 영업이익 각각 전년 동기대비 68% 증가한 750억원과 65억원의 영업손실을 기록하였다. 국내 사업 매출이 YoY 5%밖에 증가하지 못하였고, 영업이익은 15억원의 손실을 기록했다. 내수 매출이 YoY 7% 증가에 그쳤는데, 메이저 2개 원브랜드샵 고객사 매출이 큰 폭 감소하였기 때문이다. 반면 전년도 11월 음성 제2공장 가동이 본격화되면서 감가상각비와 인건비 등 고정비 부담이 커졌다. 잉글우드랩 인수 관련 무형자산상각비(21억원)도 발생하였다(5년간 연간 20억원 내외). 미국 법인(잉글우드랩) 역시 BEP를 넘기에는 부족한 매출(293억원)이었다(영업손실 16억원). 터키 매출 비중이 증가하면서 수익성에 부정적으로 작용하였고, 3분기에 미반영된 원가가 이연 계상된 것도 있다. 중국 법인 매출은 YoY 18%나 감소했다. 오프라인 중심 바이어들 매출이 좋지 않았다.

당분간 실적 불확실성 지속

코스메카코리아 국내외 생산 Capa는 2015년 약 1억개에서 2018년말 총 5.5억개(국내 2.9+중국 1.2+잉글우드랩 1.4)까지 5배 이상 증가했다. 2019년 중국 평후공장(1.2억개)과 미국 색조공장까지 완공되면 2020년에는 7.5억개까지 늘어나게 된다. 반면, 매출 규모는 2015년 990억원에서 2019년 3,030억원으로 3배 증가에 그쳤다. Capa 증가 대비 매출 증가폭이 제한적인 수준에 그치면서 고정비 부담이 증가하고 있다. 2019년, 전년도 JM솔루션 향 매출 베이스가 높아지고, 원브랜드샵 매출은 구조적으로 부진한 상황이다. VT코스메틱스와 닥터자르트 등이 선전하고 있지만, Capa 증가를 감안하면 부족하다. 중국 법인 역시 매출이 역신장하는 가운데 Capa 증설 효과를 긍정적으로 전망하기 쉽지 않다.

적정주가 3만원, 투자의견 '중립'으로 하향 조정

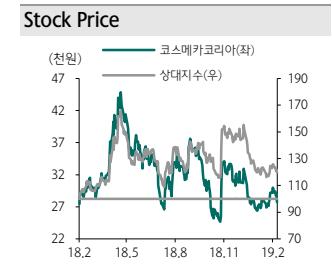
실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가와 투자의견을 모두 내린다. 메이저 ODM 업체들 대비 상대적으로 고객 층이 약다는 점은 매출 불확실성 요인이다. Capa 증설에 따른 고정비 부담이 수익성 저하 요인으로 작용하고 있다. 적정주가 3만원은 2021년 예상 EPS에 적정 PER 23배를 적용하고, 연 10%로 현재가치 할인한 수치다. 현재주가는 12MF PER 37배로 높은 수준이다. 실적 가시성 확보 전까지 보수적 접근이 바람직하다.

Earnings Review

Neutral(하향)

ITP(12M): 30,000원(하향) ICP(2월 28일): 27,750원

Key Data	Consensus Data		2018	2019
	매출액(십억원)	영업이익(십억원)		
KOSDAQ 지수 (pt)	731.25			
52주 최고/최저(원)	44,850/24,700		317.5	418.6
시가총액(십억원)	296.4		20.6	28.1
시가총액비중(%)	0.12		18.1	22.3
발행주식수(천주)	10,680.0		EPS(원)	1,426 1,793
60일 평균 거래량(천주)	64.9		BPS(원)	12,112 13,657
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9			
18년 배당금(예상,원)	100			
18년 배당수익률(예상,%)	0.31			
외국인지분율(%)	15.24			
주요주주지분율(%)				
박은희 외 3 인	38.95			
박선기 외 2 인	6.29			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	3.5 (14.9) (2.8)			
상대	1.1 (7.1) 13.9			



투자지표	단위	2016		2017		2018F		2019F		2020F	
		2016	2017	2017	2018F	2019F	2020F	2019F	2020F	2020F	2020F
매출액	십억원	165.2	182.3	303.1	378.3	427.0					
영업이익	십억원	13.1	11.0	9.8	11.3	18.6					
세전이익	십억원	13.4	10.7	9.1	9.5	17.1					
순이익	십억원	11.5	9.9	7.0	7.5	13.5					
EPS	원	1,349	930	655	701	1,265					
증감률	%	114.8	(31.1)	(29.6)	7.0	80.5					
PER	배	20.75	34.94	49.59	39.57	21.93					
PBR	배	2.85	3.06	2.88	2.32	2.09					
EV/EBITDA	배	15.69	20.94	23.62	17.99	11.48					
ROE	%	18.02	9.10	5.98	6.04	10.03					
BPS	원	9,816	10,624	11,281	11,960	13,266					
DPS	원	0	100	100	100	100					



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

 **하나금융투자**

표1. 코스메카코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출과 영업이익 각각
전년 동기대비 68% 증가, 적자전환
기록

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년
매출	53.2	79.6	95.3	75.0	303.1	83.6	95.7	98.0	101.0	378.3
국내	46.3	70.2	49.0	41.2	206.7	45.7	54.8	56.8	62.7	219.9
내수	39.5	62.2	41.7	33.6	177.1	37.6	43.6	45.9	50.0	177.1
수출	6.7	8.0	7.2	7.6	29.6	8.1	11.2	10.9	12.6	42.8
미국	24.1	25.7	39.8	29.3	118.9	31.0	32.0	33.9	21.9	118.7
중국	8.3	11.3	8.9	7.9	36.3	10.8	13.5	12.0	13.4	49.7
매출총이익	9.6	17.3	18.0	6.8	51.7	12.5	19.1	16.7	13.1	61.4
영업이익	0.6	9.6	6.0	-6.5	9.8	1.0	3.4	3.4	3.5	11.3
세전이익	0.7	8.9	1.5	-1.5	9.6	1.8	3.3	3.1	2.8	11.0
순이익			4.9	-1.6	3.4	-0.3	0.6	0.7	0.8	1.8
영업이익률(%)	2.3	9.8	5.0	-8.0	9.1	0.5	2.9	3.0	3.0	9.5
세전이익률(%)	2.1	8.0	2.0	-5.1	7.0	0.4	2.3	2.4	2.4	7.5
순이익률(%)	1.2	12.1	6.3	-8.7	3.2	1.2	3.5	3.5	3.4	3.0

자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

표 2. 코스메카코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

2019년 매출과 영업이익은 각각
YoY 25%, 15% 성장한 3,783억원,
113억원 추정

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	182.3	303.1	378.3	427.0	479.2
국내	160.6	206.7	219.9	244.3	271.4
내수	119.6	177.1	177.1	194.8	212.3
수출	41.0	29.6	42.8	49.5	59.1
미국		118.9	118.7	130.6	143.7
중국	36.1	36.3	49.7	63.4	76.7
매출총이익	38.9	51.7	61.4	68.5	75.9
영업이익	11.0	9.8	11.3	18.6	25.1
국내	7.4	9.6	11.0	13.4	16.4
미국		3.4	1.8	4.6	7.2
중국	3.6	-3.1	-1.5	0.6	1.5
세전이익	10.7	9.1	9.5	17.1	23.8
지배주주순이익	9.9	7.0	7.5	13.5	16.8
적정시가총액	257	283	312	343	377
주식수(천주)	10,680	10,680	10,680	10,680	10,680
적정주가(원)	24,109	26,520	29,171	32,089	35,297
적정PER	26	40	42	25	23
EPS	930	655	701	1,265	1,569
YoY %					
매출액	10.4	66.2	24.8	12.9	12.2
영업이익	-16.3	-11.0	15.3	65.2	34.9
당기순이익	-13.7	-29.5	7.0	80.4	24.0
영업이익률(%)	6.0	3.2	3.0	4.4	5.2
세전이익률(%)	5.9	3.0	2.5	4.0	5.0
순이익률(%)	5.4	2.3	2.0	3.2	3.5

자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	165.2	182.3	303.1	378.3	427.0
매출원가	130.1	143.4	251.3	316.9	358.5
매출총이익	35.1	38.9	51.8	61.4	68.5
판관비	22.0	27.9	41.9	50.1	49.8
영업이익	13.1	11.0	9.8	11.3	18.6
금융순익	0.0	(0.4)	(2.7)	(3.8)	(3.6)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.1	2.0	2.0	2.0
세전이익	13.4	10.7	9.1	9.5	17.1
법인세	1.9	0.7	1.1	1.1	2.0
계속사업이익	11.5	9.9	8.1	8.3	15.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.5	9.9	8.1	8.3	15.0
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	11.5	9.9	7.0	7.5	13.5
지배주주지분포괄이익	11.1	8.6	8.1	8.3	15.0
NOPAT	11.3	10.2	8.7	9.9	16.4
EBITDA	15.9	14.8	13.1	14.2	21.3
성장성(%)					
매출액증가율	66.7	10.4	66.3	24.8	12.9
NOPAT증가율	94.8	(9.7)	(14.7)	13.8	65.7
EBITDA증가율	80.7	(6.9)	(11.5)	8.4	50.0
영업이익증가율	104.7	(16.0)	(10.9)	15.3	64.6
(지배주주)순이익증가율	130.0	(13.9)	(29.3)	7.1	80.0
EPS증가율	114.8	(31.1)	(29.6)	7.0	80.5
수익성(%)					
매출총이익률	21.2	21.3	17.1	16.2	16.0
EBITDA이익률	9.6	8.1	4.3	3.8	5.0
영업이익률	7.9	6.0	3.2	3.0	4.4
계속사업이익률	7.0	5.4	2.7	2.2	3.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,349	930	655	701	1,265
BPS	9,816	10,624	11,281	11,960	13,266
CFPS	2,113	1,467	1,141	1,135	1,809
EBITDAPS	1,859	1,382	1,228	1,333	1,990
SPS	19,370	17,072	28,377	35,423	39,983
DPS	0	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	20.8	34.9	49.6	39.6	21.9
PBR	2.9	3.1	2.9	2.3	2.1
PCFR	13.2	22.2	28.5	24.4	15.3
EV/EBITDA	15.7	20.9	23.6	18.0	11.5
PSR	1.4	1.9	1.1	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	18.0	9.1	6.0	6.0	10.0
ROA	10.8	6.8	4.2	3.9	6.3
ROIC	25.5	15.6	10.8	11.4	18.1
부채비율	36.4	33.1	50.5	59.0	59.8
순부채비율	(47.9)	(33.6)	(30.9)	(31.6)	(37.0)
이자보상배율(배)	32.2	113.0	106.8	123.1	203.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

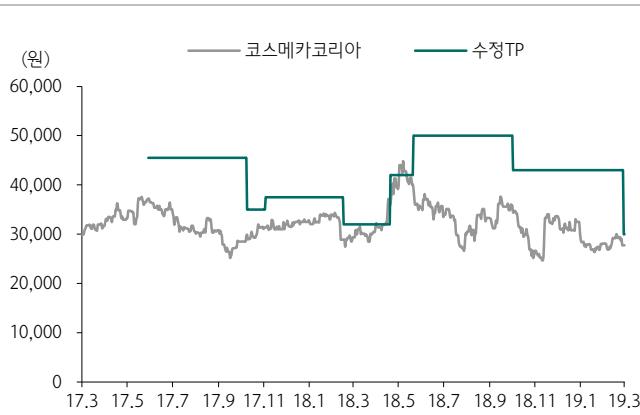
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	101.4	90.5	122.8	146.8	172.2
금융자산	52.7	40.3	39.4	42.5	54.5
현금성자산	50.0	38.2	35.9	38.2	49.6
매출채권 등	31.3	32.0	53.3	66.5	75.1
재고자산	15.2	15.4	25.6	32.0	36.1
기타유동자산	2.2	2.8	4.5	5.8	6.5
비유동자산	41.6	60.5	58.5	56.3	54.2
투자자산	1.7	1.9	3.2	4.0	4.5
금융자산	1.7	1.9	3.2	4.0	4.5
유형자산	37.9	53.2	50.0	47.2	44.7
무형자산	0.7	3.2	3.1	3.0	2.9
기타비유동자산	1.3	2.2	2.2	2.1	2.1
자산총계	143.0	151.1	181.3	203.1	226.4
유동부채	36.3	34.7	56.1	69.4	78.0
금융부채	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
매입채무 등	31.9	30.7	51.0	63.7	71.9
기타유동부채	2.0	1.9	3.0	3.6	4.0
비유동부채	1.9	2.9	4.8	6.0	6.7
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.9	2.9	4.8	6.0	6.7
부채총계	38.2	37.6	60.9	75.4	84.7
지배주주지분	104.8	113.5	120.5	127.7	141.7
자본금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	32.1	41.4	48.4	55.7	69.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	104.8	113.5	120.5	127.7	141.7
순금융부채	(50.3)	(38.2)	(37.2)	(40.4)	(52.4)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4.4	10.4	1.4	5.0	13.6
당기순이익	11.5	9.9	8.1	8.3	15.0
조정	6.5	4.4	3.3	2.9	2.6
감가상각비	2.7	3.8	3.3	2.9	2.6
외환거래손익	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	0.5	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(13.6)	(3.9)	(10.0)	(6.2)	(4.0)
투자활동 현금흐름	(13.2)	(22.2)	(2.7)	(1.7)	(1.1)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	(1.3)	(0.8)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(12.5)	(19.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.7)	(2.4)	(1.4)	(0.9)	(0.6)
재무활동 현금흐름	55.5	0.0	(1.1)	(1.1)	(1.1)
금융부채증가(감소)	(15.7)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	70.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(1.1)	(1.1)	(1.1)
현금의 증감	46.8	(11.8)	(2.3)	2.3	11.4
Unlevered CFO	18.0	15.7	12.2	12.1	19.3
Free Cash Flow	(8.1)	(10.7)	1.4	5.0	13.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

코스메카코리아



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.3.3	Neutral	30,000		
18.10.5	BUY	43,000	-31.49%	-19.30%
18.5.24	BUY	50,000	-33.03%	-23.70%
18.5.20	BUY	42,000	-4.52%	-4.52%
18.4.23	BUY	42,000	-2.60%	6.79%
18.2.19	Neutral	32,000	-4.10%	16.09%
17.11.6	BUY	37,500	-13.44%	-8.40%
17.10.12	BUY	35,000	-13.00%	-8.57%
17.6.1	BUY	45,500	-30.94%	-18.35%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 3월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2019년 03월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.