코스메카코리아 (241710)

화장품

박은정
02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	30,000원 (D)
현재주가 (2/28)	27,750원
상승여력	8%

시가총액	2,964억원
총발행주식수	10,680,000주
60일 평균 거래대금	19억원
60일 평균 거래량	64,884주
52주 고	44,850원
52주 저	24,700원
외인지분율	15.24%
주요주주	박은희 외 3 인 38.95%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.5	(16.7)	(2.8)
상대	1.1	(20.2)	13.9
절대(달러환산)	2.9	(16.5)	(6.4)

고정비 부담 확대, 하반기 이익체력 회복 예상

투자의견 Hold, 목표주가 30,000원으로 42% 하향 조정

코스메카코리아에 대한 투자의견으로 Hold로 하향하고, 목표주가를 52,000원에서 30,000원으로 하향 조정한다. 투자의견 및 목표주가 하향의 근거는 주요 고객사의 수주 감소 및 신공장 가동에 따른 비용 부담으로 당분간 이익 모멘텀이 열위에 있을 것으로 판단하기 때문이다. 신공장 고정비 부담 확대 및 잉글우드랩 인수에 따른 상각비 반영 등으로 2019년 EPS를 64% 하향조정하였다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 37배를 적용한 수치이다.

4Q18 Review: 신공장 가동에 따른 손익분기점 레벨 상승

코스메카코리아의 4분기 실적은 연결 매출액 750억원(YoY+68%), 영업손실 65억원을 기록하며, 컨센서스 영업이익 40억원을 하회하였다. 하회의 원인은 ① 별도법인의 매출이 예상대비 부진했으며, ② 잉글우드랩에 대한 높은 매출 기대로 컨센서스 매출과의 괴리가 존재했던 것으로 판단된다. ③ 음성 2공장 가동에 따른 급격한 원가율 상승과 ④ 잉글우드랩 인수에 따른 무형자산 상각비 20억원을 예상하지 못했다.

▶별도법인은 매출액 411억원(YoY+6%), 영업손실 15억원으로 적자전환 되었다. 내수 매출은 주요 고객사의 수주 감소 영향으로 전년동기비 7%에 그친 314억원을 기록하였고, 수출은 비처방 제품군 중심으로 수주 회복 중으로 전년동기비 1% 감소한 76억원을 달성했다. 비수기 수주동향이 부진한 가운데, 음성 2공장이 본격 가동됨에 따라 감가상각비, 인건비, 원부자재 등의 부담이 상승한 것으로 보이며 원가율이 90%까지 급증했다.

▶잉글우드랩은 매출 295억원(QoQ-26%), 영업손실 15억원으로 적자전환 되었다. 매출은 예상 수준이었던 것으로 보이며, 전분기 매출이 일시적으로 높았던 것으로 파악된다. 다만 턴키 주문비중이 높아 잉글우드랩 또한 원가율이 90%까지 상승했다.

▶중국법인(수저우, 포산법인)은 매출 79억원(YoY-18%)을 기록했으며, 수저우법인이 매출 70억원, 영업손실 9억원으로 적자전환 되었다. 오프라인 중심 고객사의 수주 부진이 이어지고 있으며, 매출 감소에 따라 고정비 부담이 지속된 것으로 판단된다.

(다음 페이지 계속)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	750	68.4	-21.3	886	-15.3
영업이익	-65	적전	적전	40	-261.0
세전계속사업이익	-81	적지	적전	25	-429.6
지배순이익	-51	적전	적전	18	-386.1
영업이익률 (%)	-8.7	적전	적전	4.6	-13.3 %pt
지배순이익률 (%)	-6.9	적전	적전	2.0	-8.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	1,652	1,823	3,031	3,955
영업이익	131	110	98	159
지배순이익	115	99	69	84
PER	21.2	34.1	50.2	35.2
PBR	2.9	3.0	2.9	2.4
EV/EBITDA	16.1	20.3	16.2	12.3
ROE	18.0	9.1	5.9	6.8

자료: 유안타증권

하반기 이익 체력 회복 기대, 당분간 이익 모멘텀 열위

코스메카코리아는 2019년 중장기 미래를 위한 투자기로 당분간 이익 모멘텀이 제한적일 것으로 판단한다. 우선적으로 지난해 하반기 음성 2공장이 가동되며, 국내 CAPA 2.9억개를 확보했다. 다만 수주 환경 부진에 따라 고정비 부담이 가중된 상황이다. 또한 2019년 상반기 중국 절강성 공장(1.2억개)이 완공 예정으로 하반기에 본격 가동이 예상된다. 2019년 신공장 가동에 따른 고정비 상승으로 연중 마진 변동성이 높아질 것으로 예상된다. 코스메카코리아의 2019년 실적은 연결 매출 3,955억원(YoY+31%), 영업이익 159억원(YoY+62%)을 추정한다. 법인별 실적은 ▶잉글우드랩 매출 1,293억원, 영업이익 85억, 영업이익률 7%, ▶별도법인은 매출 2,403억원(YoY+13%), 영업이익 83억원(YoY+2%), 영업이익률 3%, ▶중국법인 매출 448억원(YoY+23%), 영업손실 26억원(적자)를 반영하였다.

[표 1] 코스메카코리아 연결 실적전망 및 추이 (단위: 십억원, %)

		2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액		182.3	303.1	395.5	53.2	79.6	95.3	75.0	87.5	102.0	104.5	101.6
별도 법인		158.2	211.9	240.3	46.2	70.2	48.9	41.1	52.9	62.5	62.5	62.5
- 내수		119.5	177.1	201.1	39.5	62.2	41.7	33.6	44.3	52.3	52.3	52.3
- 수출		41.0	30.8	41.5	6.7	8.0	7.2	7.6	9.1	10.8	10.8	10.8
중국 법인		36.1	36.3	44.8	8.3	11.3	8.9	7.9	9.9	13.0	10.5	11.5
미국 법인	(잉글우드랩)	-	69.4	129.3	-	-	39.8	29.5	28.9	32.1	35.8	32.5
% YoY	연결매출액	10%	66%	31%	5%	60%	155%	68%	65%	28%	10%	35%
	별도 법인	4%	34%	13%	5%	56%	63%	6%	14%	-11%	28%	52%
	- 내수	6%	48%	14%	18%	98%	81%	7%	12%	-16%	25%	56%
	- 수출	2%	-25%	35%	-40%	-45%	-4%	-1%	35%	35%	49%	42%
	중국 법인	62%	1%	23%	-7%	34%	-3%	-18%	19%	15%	19%	45%
	미국 법인			86%	-	-	-	-	-	-	-10%	10%
% of Sales	연결 매출액	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	별도 법인	87%	70%	61%	87%	88%	51%	55%	60%	61%	60%	62%
	- 내수	66%	58%	51%	74%	78%	44%	45%	51%	51%	50%	51%
	- 수출	23%	10%	11%	13%	10%	8%	10%	10%	11%	10%	11%
	중국 법인	20%	12%	11%	16%	14%	9%	11%	11%	13%	10%	11%
	미국 법인		23%	33%			42%	39%	33%	31%	34%	32%
연결 매출총이익		38.9	51.7	58.2	9.6	17.3	18.0	6.8	13.0	16.9	16.9	11.5
연결 영업이익		11.0	9.8	15.9	0.6	9.6	6.0	(6.5)	2.0	6.9	5.0	1.9
별도 법인		7.6	8.1	8.3	0.7	8.9	1.5	(2.9)	1.4	4.9	2.4	(0.5)
% YoY	연결 영업이익	-16%	-11%	62%	-87%	84%	1145%	적전	208%	-28%	-16%	흑전
	별도 법인	-27%	7%	2%	-78%	105%	흑전	적전	107%	-45%	60%	적지
순이익		9.9	8.1	13.6	2.1	8.0	4.5	(6.5)	2.1	6.2	4.2	1.2
별도 법인		7.7	10.0	6.8	1.0	7.8	1.0	0.1	1.1	4.0	2.0	(0.4)
중국 법인		2.2	0.3	(2.0)	1.0	0.6	(0.3)	(1.0)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.8)
미국 법인		(13.9)	(1.6)	6.8	-	-	3.6	(5.2)	0.9	1.6	3.0	1.3
% YoY	순이익	-14%	-19%	68%	-41%	64%	585%	적전	0%	-23%	-7%	흑전
	별도 법인	-14%	30%	-32%	-41%	98%	83%	-92%	11%	-48%	89%	적전
	중국 법인	-10%	-86%	적전	-38%	-35%	적지	적지	적전	적전	적지	적지
	미국 법인	-	-	흑전	-	-	-	-	-	-	-18%	흑전
지배주주 순이익		9.9	7.0	8.4	2.1	8.0	2.0	(5.1)	1.3	4.8	2.4	(0.1)
% Margin	매출총이익률	21%	17%	15%	18%	22%	19%	9%	15%	17%	16%	11%
	영업이익률	6%	3%	4%	1%	12%	6%	-9%	2%	7%	5%	2%
	별도 법인	5%	4%	3%	1%	13%	3%	-7%	3%	8%	4%	-1%
	순이익률	5%	3%	3%	4%	10%	5%	-9%	2%	6%	4%	1%
	별도 법인	5%	5%	3%	2%	11%	2%	0%	2%	6%	3%	-1%
	중국 법인	6%	1%	-5%	12%	5%	-3%	-13%	-3%	-4%	-4%	-7%
	미국 법인	-	-2%	5%	-	-	9%	-18%	3%	5%	8%	4%

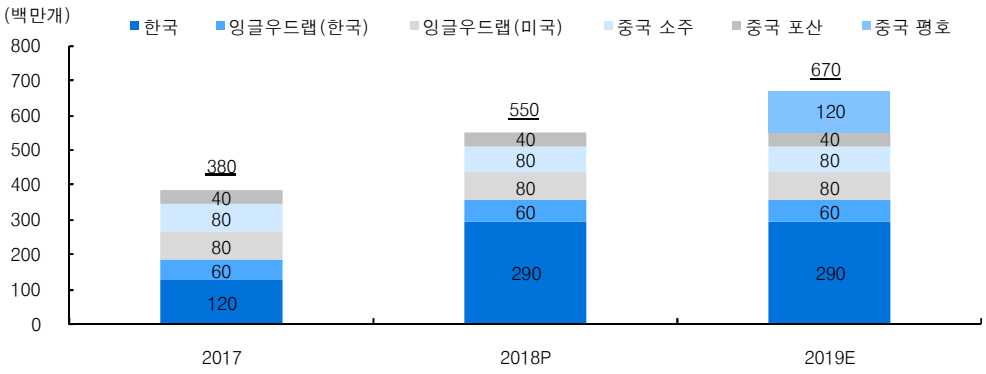
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 코스메카코리아의 2018 년 Review 및 2019 년 가이던스 (단위: 억원)

	2018P	2019G	
한국법인	2,067	2,500	한국 시장의 변동성이 높아 예측하기 쉽지 않은 상황
중국법인	362	500	
미국법인	692	1,500	
합계	3,030	4,500	

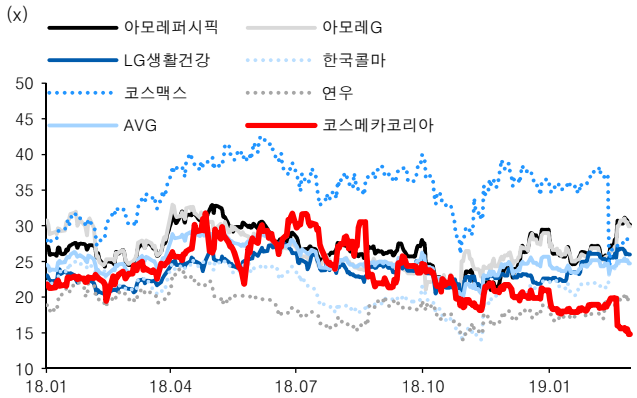
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 지역별 CAPA 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 화장품 기업의 12M fwd P/E Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 주요 화장품 기업별 EPS growth 추이

자료: 유안타증권 리서치센터

코스메카코리아 (241710) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**1,652**	**1,823**	**3,031**	**3,955**	**4,569**
매출원가	1,301	1,434	2,513	3,373	3,920
매출총이익	351	389	517	582	648
판관비	220	279	419	424	462
영업이익	**131**	**110**	**98**	**159**	**186**
EBITDA	159	148	194	270	295
영업외손익	3	-3	-8	1	2
외환관련손익	3	-7	-6	-6	-6
이자손익	-3	3	3	2	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	-5	6	6
법인세비용차감전순손익	134	107	90	160	189
법인세비용	19	7	10	24	42
계속사업순손익	115	99	80	136	147
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	115	99	80	136	147
지배지분순이익	**115**	**99**	**69**	**84**	**100**
포괄순이익	111	86	67	123	134
지배지분포괄이익	111	86	67	123	134

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

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**1,014**	**905**	**1,160**	**1,387**	**1,609**
현금및현금성자산	500	382	326	315	379
매출채권 및 기타채권	313	320	529	689	795
재고자산	152	154	256	334	386
비유동자산	416	605	1,088	1,208	1,192
유형자산	379	532	1,015	1,137	1,122
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	17	19	19	19	19
자산총계	**1,430**	**1,511**	**2,248**	**2,595**	**2,800**
유동부채	363	347	512	643	726
매입채무 및 기타채무	319	307	472	603	686
단기차입금	24	21	21	21	21
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	29	529	695	751
장기차입금	0	0	500	667	722
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**382**	**376**	**1,041**	**1,338**	**1,477**
지배지분	1,048	1,135	1,207	1,257	1,322
자본금	27	27	53	53	53
자본잉여금	702	702	702	702	702
이익잉여금	321	414	473	535	614
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,048**	**1,135**	**1,207**	**1,257**	**1,322**
순차입금	**-503**	**-382**	**174**	**352**	**344**
총차입금	24	21	521	688	744

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**44**	**104**	**43**	**153**	**195**
당기순이익	115	99	80	136	147
감가상각비	26	36	95	110	108
외환손익	0	1	6	6	6
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-136	-39	-153	-114	-81
기타현금흐름	40	7	15	15	15
투자활동 현금흐름	**-132**	**-222**	**-580**	**-234**	**-95**
투자자산	-2	-2	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-125	-211	-578	-231	-92
유형자산 감소	0	16	0	0	0
기타현금흐름	-5	-25	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	**555**	**0**	**516**	**156**	**45**
단기차입금	-98	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-56	0	500	167	56
자본	724	0	27	0	0
현금배당	0	0	-11	-11	-11
기타현금흐름	-15	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-1	-34	-87	-81
현금의 증감	**468**	**-118**	**-56**	**-11**	**64**
기초 현금	32	500	382	326	315
기말 현금	500	382	326	315	379
NOPLAT	**131**	**110**	**98**	**159**	**186**
FCF	**-122**	**-111**	**-548**	**-99**	**81**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,349	930	647	788	936
BPS	9,816	10,624	11,300	11,766	12,380
EBITDAPS	3,718	2,763	1,812	2,524	2,763
SPS	19,370	17,072	28,377	37,034	42,776
DPS	0	100	100	100	100
PER	**21.2**	**34.1**	**50.2**	**35.2**	**29.6**
PBR	**2.9**	**3.0**	**2.9**	**2.4**	**2.2**
EV/EBITDA	**16.1**	**20.3**	**16.2**	**12.3**	**11.2**
PSR	**1.5**	**1.9**	**1.1**	**0.7**	**0.6**

재무비율

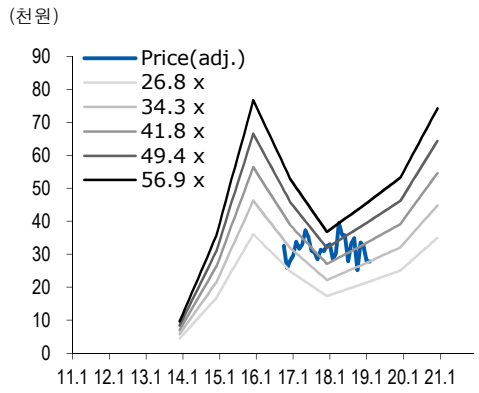
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**66.6**	**10.4**	**66.2**	**30.5**	**15.5**
영업이익 증가율 (%)	**105.5**	**-16.3**	**-11.0**	**62.1**	**17.4**
지배순이익 증가율 (%)	**128.8**	**-13.7**	**-30.4**	**21.8**	**18.8**
매출총이익률 (%)	21.3	21.4	17.1	14.7	14.2
영업이익률 (%)	**7.9**	**6.0**	**3.2**	**4.0**	**4.1**
지배순이익률 (%)	7.0	5.4	2.3	2.1	2.2
EBITDA 마진 (%)	9.6	8.1	6.4	6.8	6.5
ROIC	26.0	16.0	8.2	9.1	8.9
ROA	10.8	6.8	3.7	3.5	3.7
ROE	**18.0**	**9.1**	**5.9**	**6.8**	**7.8**
부채비율 (%)	36.4	33.1	86.2	106.5	111.7
순차입금/자기자본 (%)	-47.9	-33.6	14.4	28.0	26.0
영업이익/금융비용 (배)	32.2	113.0	18.8	23.1	25.0

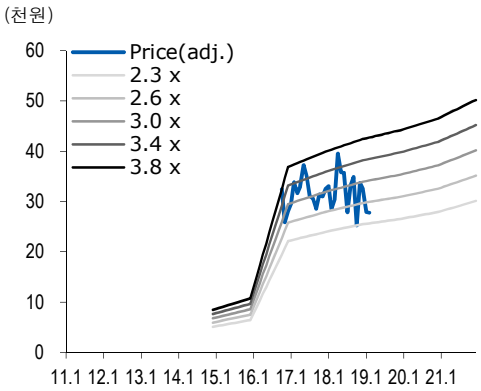
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

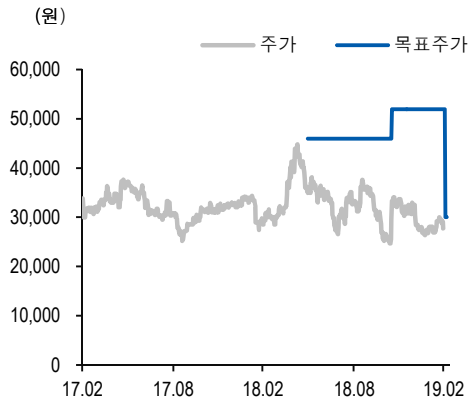
P/E band chart



P/B band chart



코스메카코리아 (241710) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-04	HOLD	30,000	1년		
2018-11-16	BUY	52,000	1년	-42.68	-34.52
2018-05-30	BUY	46,000	1년	-30.20	-17.07
	담당자 변경				
2017-05-31	BUY	44,000	1년	-26.44	1.93

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	15.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-03-02

※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 기존 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.