

코스맥스 (192820)

화장품

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	152,000원 (D)
현재주가 (5/13)	121,500원
상승여력	25%

시가총액	12,210억원
총발행주식수	10,049,509주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	68,371주
52주 고	179,000원
52주 저	108,000원
외인지분율	31.11%
주요주주	코스맥스비티아이 외 6인 26.49%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.7)	(5.1)	(27.9)
상대	(8.4)	0.5	(14.1)
절대(달러환산)	(18.2)	(10.3)	(35.1)

국내 호조, 중국과 미국 부진

투자의견 BUY, 목표주가 152,000원으로 14% 하향

코스맥스에 대한 투자의견을 BUY 유지하나, 목표주가를 182,000원 에서 152,000원으로 14% 하향 한다. 목표주가 152,000원의 근거는 12m Fwd EPS에 Target P/E 25x를 적용하여 산출하였다. 하향의 근거는 직전 추정치 대비 1) 상해법인의 매출 성장을 둔화, 2) 미주법인 합산 매출 성장을 악화, 예상대비 부진한 이익 개선 속도 등을 감안하여 2019년, 2020년 EPS를 각각 16%, 15% 하향 조정했으며, 중국법인 성장을 하향 안정화에 따라 Target P/E를 종전 28x에서 25x로 하향 조정하였다.

지난해 하반기 중국 화장품 시장성장률이 급격하게 둔화, 1분기 빠르게 반등하는 모습을 보였다. 코스맥스의 상해법인은 80%가 중국 코걸 고객사로 1분기 상해법인의 부진(매출 성장률 2%)은 급격하게 경색된 중국 화장품 시장 환경의 영향이 이어졌을 가능성이 높다. 1분기는 시장 환경이 개선된 만큼 하반기로 갈수록 성장이 회복될 것으로 판단한다. 다만, 연내 상해법인의 가동률 70%에 도달하는 만큼 증설을 위한 자금조달 환경에서 또한 자유로울 수 없어 당분간 주가는 횡보세가 이어질 것으로 예상된다.

1Q19 Review: 국내 호조, 중국과 미국 부진

코스맥스의 1분기 실적은 연결 매출액 3,278억원(YoY+14%), 영업이익 135억원(YoY+30%), 지배주주순이익 90억원(YoY-3%)을 기록했다. 국내 법인은 호조세를 보였으나, 핵심지역인 중국과 미주법인이 부진한 성과를 보이며 컨센서스 영업이익 152억원 대비 12% 하회했다.

▶**국내법인** 매출은 전년동기비 25% 성장한 1,902억원, 영업이익은 54% 증가한 77억원을 기록했다. 부진한 내수 환경에도 홈쇼핑 및 H&B채널 고객사향 수주 확대에 따라 견고한 외형 성장을 달성했다. 2016년 9%에 이르던 영업이익률이 THAAD 및 원브랜드샵 부진 등의 영향으로 2017년에 4%, 2018년은 주 52시간제 시행에 따른 부담으로 3%까지 하락 했으나, 외형 성장 및 생산성 향상으로 이번 분기 4%까지 수익성이 상승한 점 또한 긍정적이었다. ▶**중국** 합산매출은 전년동기비 5% 성장한 1,037억원, 합산 순이익은 19% 감소한 57억원을 기록하며 부진한 성과를 기록했다. 광저우 법인은 전년동기비 기저효과와 부담에도 불구하고 17% 성장하며 견고한 성과를 보였으나, 상해법인은 전년동기비 2% 성장에 그쳤다. 전반적으로 지난해 하반기부터 급격하게 경색된 중국 화장품 시장 환경영향으로 주문이 부진했던 것으로 추정되며, 특히 주요 고객사의 재고 조정 또한 존재했다. 전자상거래법 시행은 온라인 고객사들의 사업자등록 등이 선행되어야 하는데, 이런 일련의 행정적인 업무 지연에 따라 일시적으로 수주 동향이 부진했던 것으로 보인다. ▶**미국** 합산매출은 전년동기비와 유사한 430억원, 합산 순손실은 45억원으로 전년동기비 7억원 손실이 확대됐다. 기존 오하이오법인의 외형 성장은 견조했으나, 누월드(WEST)법인의 영업활동 저조로 매출이 감소한 영향이다. 글로벌 브랜드의 제품 생산을 위한 공장 리뉴얼 작업으로 생산성 저하 영향도 존재했다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,278	13.5	-0.3	3,396	-3.5
영업이익	135	29.3	33.2	152	-11.7
세전계속사업이익	105	3.1	272.4	125	-16.4
지배순이익	90	-3.4	46.1	98	-7.8
영업이익률 (%)	4.1	+0.5 %pt	+1.0 %pt	4.5	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.7	-0.5 %pt	+0.8 %pt	2.9	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	8,840	12,597	14,512	16,501
영업이익	351	523	729	954
지배순이익	189	326	521	784
PER	66.7	43.8	23.4	15.6
PBR	5.8	5.4	3.9	3.2
EV/EBITDA	29.4	24.2	17.4	14.1
ROE	8.8	13.5	18.0	22.5

자료: 유안타증권

[표 1] 코스맥스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액	884.0	1,259.7	1,451.2	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	368.2	367.4	387.8
코스맥스코리아	528.2	679.4	760.9	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	197.8	178.8	194.1
코스맥스차이나	326.8	410.9	472.6	80.4	106.5	105.0	119.1	81.8	118.1	127.6	145.1
코스맥스광저우	44.5	66.7	91.9	18.8	15.1	15.2	17.6	22.0	21.1	24.8	24.0
코스맥스 USA	38.1	66.2	89.7	15.5	14.5	18.2	18.1	23.0	22.4	22.4	21.9
코스맥스 WEST	—	99.1	99.1	27.3	24.2	28.0	19.6	20.0	26.7	30.8	21.5
코스맥스태국	0.0	11.2	20.1	0.7	0.6	4.9	5.0	4.1	4.0	6.0	6.0
코스맥스인도네시아	9.0	10.6	21.3	1.7	2.4	2.5	4.0	8.0	5.3	5.3	2.6
% YoY 연결 매출액	17%	43%	15%	32%	41%	51%	47%	14%	12%	17%	18%
코스맥스코리아	4%	29%	12%	7%	38%	40%	31%	25%	4%	7%	14%
코스맥스차이나	29%	26%	15%	19%	15%	36%	33%	2%	11%	21%	22%
코스맥스광저우	44%	50%	38%	102%	13%	45%	55%	17%	40%	63%	36%
코스맥스 USA	117%	74%	35%	115%	128%	52%	44%	48%	55%	24%	21%
코스맥스 WEST	—	—	0%	—	—	—	—	-26%	10%	10%	10%
코스맥스인도네시아	204%	7%	100%	-40%	31%	8%	105%	364%	118%	113%	-35%
연결 영업이익	35.1	52.4	72.9	10.4	18.6	13.3	10.1	13.5	18.2	18.7	22.5
코스맥스코리아	18.8	22.1	29.2	5.0	7.7	4.0	5.4	7.7	8.2	5.6	7.7
% YoY 영업이익	-33%	49%	39%	11%	30%	164%	58%	29%	-2%	42%	122%
코스맥스코리아	-57%	18%	32%	-37%	11%	70%	264%	54%	6%	40%	43%
연결 순이익	15.5	21.1	49.8	7.6	9.7	4.2	-0.5	6.7	12.0	13.5	17.6
코스맥스코리아	10.2	21.4	24.2	3.8	9.8	1.8	5.9	8.1	6.2	4.2	5.8
코스맥스차이나	15.0	19.6	25.1	2.5	6.0	3.5	7.5	3.0	7.3	4.9	9.9
코스맥스광저우	6.0	8.6	12.3	4.5	2.3	1.5	2.9	2.7	3.1	2.4	4.1
코스맥스 USA	-20.1	-15.6	-10.0	-3.6	-3.8	-3.6	-4.5	-2.1	-2.6	-2.4	-3.0
코스맥스 WEST	-0.2	-5.5	-2.8	-0.2	0.7	1.8	-7.8	-2.4	-0.4	0.8	-0.8
코스맥스태국	-0.1	-3.0	-0.1	-0.1	-1.1	-0.0	-1.7	-1.6	-0.5	1.0	1.0
코스맥스인도네시아	-0.4	-2.3	1.2	-0.8	-1.1	-0.7	0.3	0.9	0.1	0.1	0.2
% YoY 순이익	-51%	36%	136%	203%	2%	47%	적전	-12%	23%	221%	흑전
코스맥스코리아	-71%	109%	13%	-4%	63%	-26%	흑전	115%	-37%	129%	-3%
코스맥스차이나	20%	30%	28%	-13%	-5%	9%	193%	19%	21%	40%	31%
코스맥스광저우	8%	42%	44%	187%	9%	15%	169%	-41%	35%	63%	40%
지배주주순이익	18.9	34.0	52.1	9.3	11.9	5.3	7.6	9.0	14.0	11.2	17.8
% Margin 영업이익률	4%	4%	5%	4%	6%	4%	3%	4%	5%	5%	6%
코스맥스코리아	4%	3%	4%	3%	4%	2%	3%	4%	4%	3%	4%
순이익률	2%	2%	3%	3%	3%	1%	0%	2%	3%	4%	5%
코스맥스코리아	2%	3%	3%	2%	5%	1%	4%	4%	3%	2%	3%
코스맥스차이나	5%	5%	5%	3%	6%	3%	6%	4%	6%	4%	7%
코스맥스광저우	14%	13%	13%	24%	15%	10%	17%	12%	15%	10%	17%
코스맥스 USA	-53%	-23%	-11%	-23%	-27%	-20%	-25%	-9%	-11%	-11%	-14%
코스맥스 WEST	—	-6%	-3%	-1%	3%	6%	-40%	-12%	-2%	3%	-4%
코스맥스태국	—	-27%	-1%	-19%	-184%	-1%	-35%	-40%	-13%	17%	17%
코스맥스인도네시아	-4%	-22%	6%	-45%	-46%	-28%	8%	11%	1%	2%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

주) 코스맥스의 자회사 지분율은 다음과 같음: 코스맥스차이나(97.15%), 코스맥스광저우(100%), 코스맥스태국(86.40%), 코스맥스인도네시아(99.25%), 코스맥스 USA(80%), 코스맥스 WEST(50%)

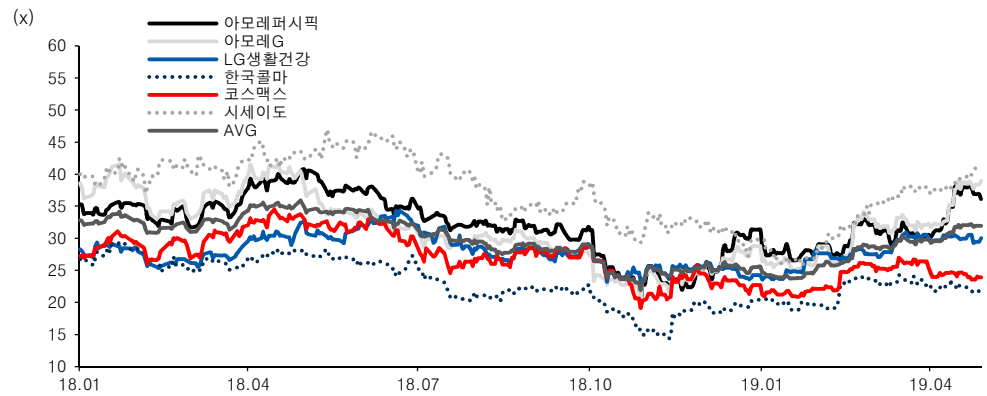
[표2] 코스맥스의 2018년 Review 및 2019년 가이드런스

(단위: 십억원)

	2018P	2019G	YoY%	비고
국내	679	750	10%	영업이익률 5% 이상 목표
코스맥스상해	411	490	20%	영업이익률 8% 목표
코스맥스광저우	67	90	40%	완제품 비중에 따라 영업이익률 변동
미국	165	200	20%	손익분기점 목표
합계	1,260	1,390	10%	영업이익률 5% 이상

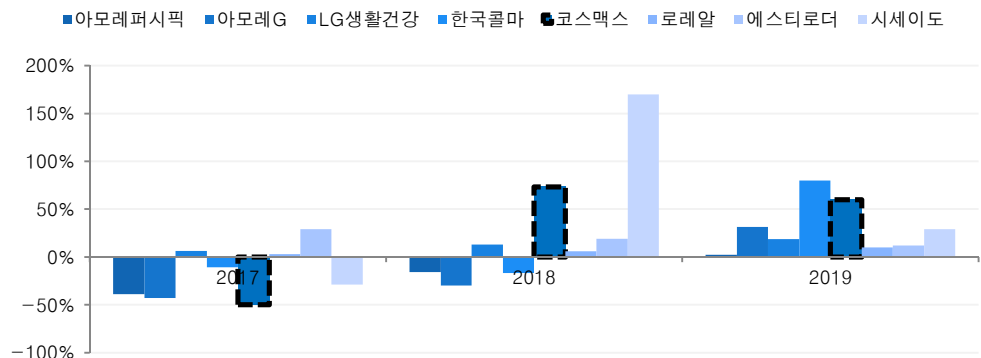
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주요 화장품 기업의 12M fwd P/E Chart



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

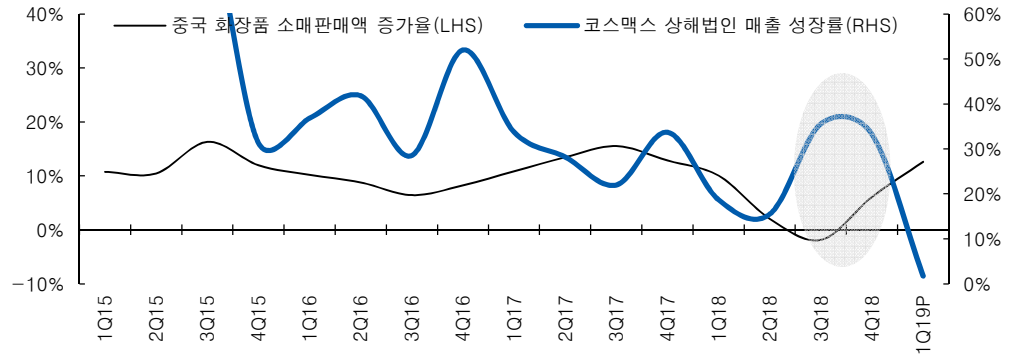
[그림 2] 주요 화장품 기업별 EPS growth 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

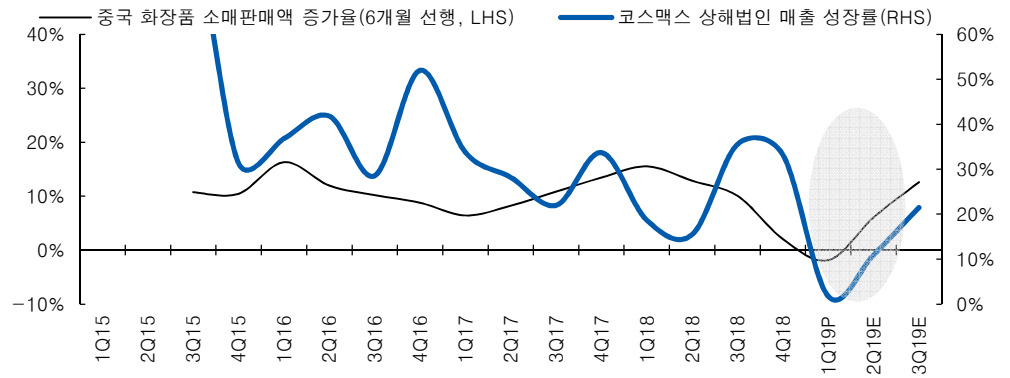
[참고] 아모레퍼시픽, 아모레 G, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스는 유안타증권 추정치 반영

[그림 3] 중국 화장품 소매판매액 증가율(분기 합산 추이) VS 코스맥스 상해법인 매출 성장률 추이



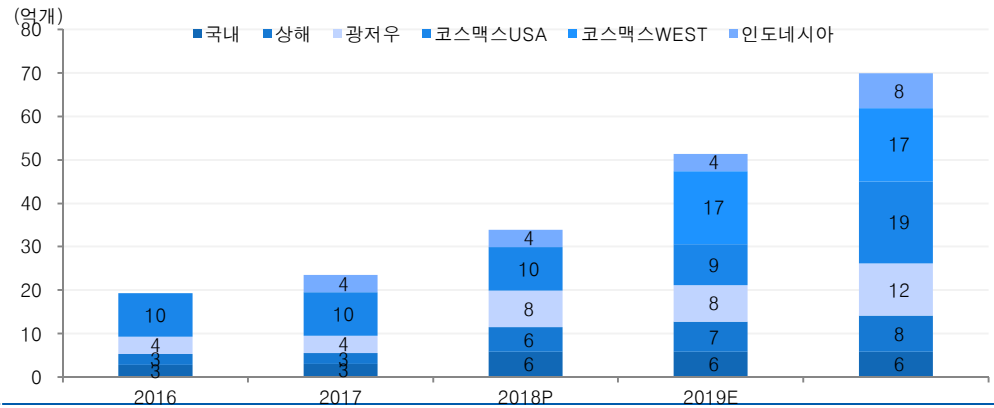
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 중국 화장품 소매판매액 증가율(분기 합산 추이, 6개월 선행) VS 코스맥스 상해법인 매출 성장률 추이



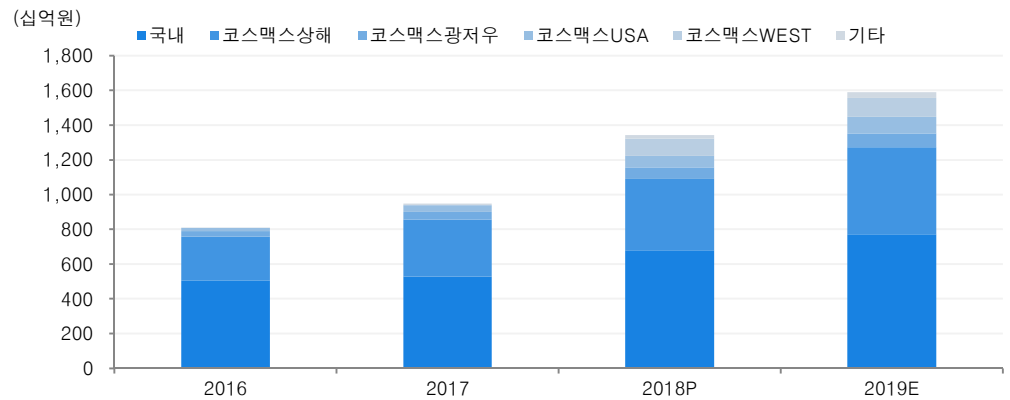
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 지역별 CAPA 추이



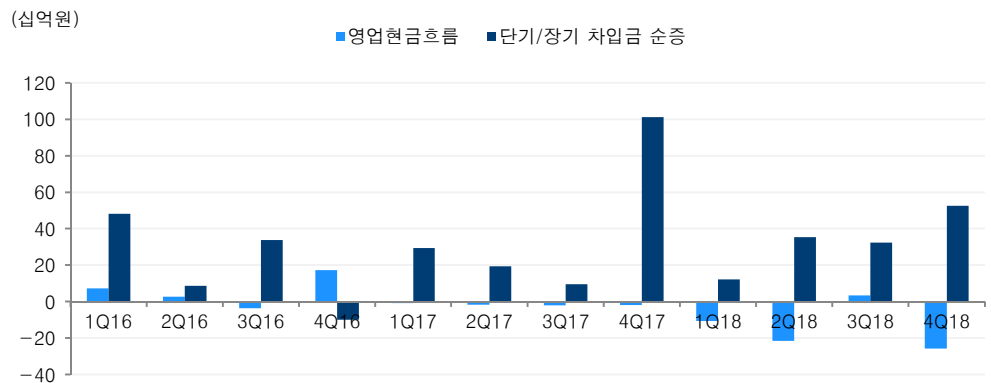
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 법인별 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 영업현금흐름 및 단기/장기 차입금 순증 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	8,840	12,597	14,512	16,501	18,417
매출원가	7,721	11,050	12,698	14,378	16,028
매출총이익	1,119	1,547	1,815	2,123	2,389
판매비	768	1,024	1,086	1,169	1,225
영업이익	351	523	729	954	1,164
EBITDA	554	776	940	1,130	1,358
영업외손익	-99	-161	-68	-86	-187
외환관련손익	-32	0	42	42	2
이자손익	-91	-182	-143	-161	-222
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	24	21	33	33	33
법인세비용차감전순이익	253	362	661	868	977
법인세비용	97	152	164	251	306
계속사업순이익	155	211	498	618	671
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	155	211	498	618	671
지배지분순이익	189	326	521	784	947
포괄순이익	162	218	505	625	679
지배지분포괄이익	188	331	767	949	1,030

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,003	5,958	7,550	9,148	10,873
현금및현금성자산	390	352	1,158	1,941	2,880
매출채권 및 기타채권	2,517	3,225	3,690	4,175	4,642
재고자산	1,847	2,094	2,412	2,743	3,061
비유동자산	4,337	4,658	4,287	4,077	3,883
유형자산	3,072	3,326	3,107	2,906	2,720
관계기업 등 지분관련자산	10	10	11	11	12
기타투자자산	191	174	31	31	31
자산총계	9,340	10,615	11,837	13,224	14,756
유동부채	5,221	6,504	6,775	7,050	7,321
매입채무 및 기타채무	2,688	2,502	2,772	3,048	3,318
단기차입금	2,204	3,141	3,141	3,141	3,141
유동성장기부채	218	571	571	571	571
비유동부채	1,836	1,692	2,192	2,692	3,192
장기차입금	1,626	1,281	1,781	2,281	2,781
사채	0	168	168	168	168
부채총계	7,056	8,197	8,967	9,742	10,513
지배지분	2,181	2,654	3,150	3,821	4,656
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	1,511	1,289	1,289	1,289	1,289
이익잉여금	652	1,348	1,808	2,472	3,299
비지배지분	103	-236	-280	-339	-413
자본총계	2,284	2,418	2,870	3,482	4,243
순차입금	3,616	4,697	4,390	4,108	3,668
총차입금	4,051	5,163	5,663	6,163	6,663

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-66	-546	382	442	579
당기순이익	155	211	498	618	671
감가상각비	195	240	200	167	186
외환손익	3	2	-42	-42	-2
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-408	-1,144	-360	-385	-360
기타현금흐름	-11	145	86	85	84
투자활동 현금흐름	-1,727	-567	-237	-115	8
투자자산	-44	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-812	-490	-245	-123	0
유형자산 감소	6	11	0	0	0
기타현금흐름	-876	-88	8	8	8
재무활동 현금흐름	1,501	1,075	440	440	440
단기차입금	529	933	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,069	172	500	500	500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-100	-30	-60	-60	-60
기타현금흐름	3	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	-1	222	16	-88
현금의 증감	-293	-39	806	783	939
기초 현금	683	390	352	1,158	1,942
기말 현금	390	352	1,158	1,942	2,880
NOPLAT	351	523	729	954	1,164
FCF	-802	-1,077	154	347	634

자료: 유안타증권

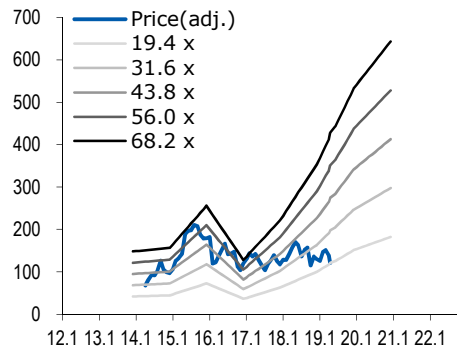
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,876	3,246	5,185	7,806	9,428
BPS	21,712	26,420	31,352	38,038	46,347
EBITDAPS	5,510	7,724	9,351	11,246	13,513
SPS	87,960	125,351	144,409	164,202	183,259
DPS	300	600	600	600	600
PER	66.7	43.8	23.4	15.6	12.9
PBR	5.8	5.4	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	29.4	24.2	17.4	14.1	11.4
PSR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	16.8	42.5	15.2	13.7	11.6
영업이익 증가율 (%)	-33.2	48.9	39.3	30.9	22.0
지배순이익 증가율 (%)	-45.8	73.0	59.7	50.5	20.8
매출총이익률 (%)	12.7	12.3	12.5	12.9	13.0
영업이익률 (%)	4.0	4.2	5.0	5.8	6.3
지배순이익률 (%)	2.1	2.6	3.6	4.8	5.1
EBITDA 마진 (%)	6.3	6.2	6.5	6.8	7.4
ROIC	4.6	4.8	7.7	9.1	10.3
ROA	2.4	3.3	4.6	6.3	6.8
ROE	8.8	13.5	18.0	22.5	22.4
부채비율 (%)	309.0	338.9	312.4	279.8	247.8
순차입금/자기자본 (%)	165.8	177.0	139.4	107.5	78.8
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.8	3.6	4.3	4.9

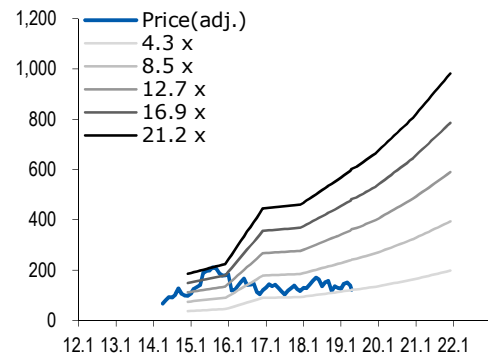
P/E band chart

(천원)



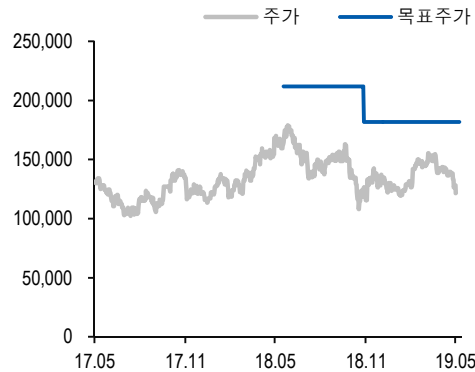
P/B band chart

(천원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-14	BUY	152,000	1년		
2018-11-08	BUY	182,000	1년		
2018-05-30	BUY	212,000	1년	-30.31	-15.57
2017-05-31	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-30.98	-8.24
2016-05-31	BUY	185,270	1년	-28.69	-6.84

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-12

※ 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.