코스메카코리아 (241710)

화장품

박은정
02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	27,000원 (D)
현재주가 (5/14)	21,050원
상승여력	28%

시가총액	2,248억원
총발행주식수	10,680,000주
60일 평균 거래대금	20억원
60일 평균 거래량	78,927주
52주 고	41,600원
52주 저	20,500원
외인지분율	13.81%
주요주주	박은희 외 3 인 38.95%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.9)	(25.2)	(49.4)
상대	(4.8)	(21.8)	(38.8)
절대(달러환산)	(15.6)	(29.3)	(54.6)

하반기 수익성 회복 기대

투자의견 Hold, 목표주가 27,000원으로 10% 하향.

코스메카코리아에 대한 투자의견으로 Hold 유지, 목표주가를 30,000원에서 27,000원으로 10% 하향한다. 목표주가는 12m Fwd EPS에 Target P/E 25x를 적용하여 산출하였다. 하향의 근거는 ODM 동종기업의 Target P/E를 25x로 하향 조정한데 기인한다. 코스메카코리아는 지난해 하반기 음성 제2공장이 본격 가동됨에 따라 고정비 부담이 대두되었다. 금번 실적에서 긍정적인 부분은 가동 초기 4% 수준으로 개선되었다는 점이며, 향후 가동률 상승에 따른 이익체력 회복이 기대된다. 상반기 까지는 주요 고객사의 수요 둔화로 기저 부담이 존재하나, 하반기부터는 편안한 기저 및 수익성 회복이 기대됨에 따라 관심도가 상승할 것으로 판단된다.

1Q19 Review: 별도 수익성 개선 긍정적

코스메카코리아의 1분기 실적은 연결 매출액 851억원(YoY+60%), 영업이익 24억원(YoY+276%)을 기록하며, 컨센서스 영업이익 24억원 부합했다. 별도법인의 수익성 개선이 긍정적이었으며, 매출과 이익 성장이 높은 이유는 잉글우드랩 인수효과(18년 4월)가 반영된 영향이다. 당기순이익은 3억원(YoY-86%)으로 급감했는데, 이자비용 증가 및 외환관련 손실 등으로 영업외손실이 7억원 반영되었으며, 한국 및 미국법인의 영업이익 증가로 법인세가 증가했다.

▶국내 별도법인은 매출액 521억원(YoY+13%), 영업이익 36억원(YoY+432%)을 기록하며 예상을 상회하는 실적을 발표했다. 내수와 수출 각각 12%, 16% 성장했으며, 주요 고객사 중심의 수주 확대 및 선제품 중심의 수주 흐름이 견조했다. 음성 신공장 가동 초기임에도 불구하고 영업이익률이 6.9%로 전년동기비 5.4%p 개선됐는데, 동사의 처방 매출과 관련된 로열티 매출 관련 이익 및 퇴직급여충당금 환입(일회성 비용) 등의 이익개선 효과가 15억원 있었던 것으로 보이며, 이를 제외한 기본 체력은 수익성 4% 수준까지 올라온 것으로 판단된다.

▶잉글우드랩은 매출 306억원(QoQ+4%), 영업이익 4억원으로 전분기비 흑자로 전환되었다. 잉글우드랩 미국은 271억원의 매출을 기록하며 전분기비 8% 성장했으나, 잉글우드랩코리아는 화재 등의 일시적 생산차질 영향으로 매출이 전분기 23% 감소한 36억원 수준에 그쳤다.

▶중국법인(수저우, 포산법인)은 매출 63억원(YoY-24%)을 기록했으며, 수저우법인이 매출 56억원, 영업손실 2억원으로 적자전환 되었다. 지난해 하반기부터 오프라인 중심 고객사의 수주 부진이 나타났으며, 온라인 고객사 확보를 위한 공략을 지속하여 2분기 후반부터는 성과를 보일 것으로 예상된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	851	60.1	13.1	850	0.2
영업이익	24	276.0	흑전	24	0.0
세전계속사업이익	17	-22.9	흑전	21	-17.0
지배순이익	12	-42.9	흑전	18	-36.1
영업이익률 (%)	2.9	+1.7 %pt	흑전	2.9	0
지배순이익률 (%)	1.4	-2.5 %pt	흑전	2.2	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F
매출액	1,652	1,823	3,033	3,803
영업이익	131	110	98	127
지배순이익	115	99	90	95
PER	21.2	34.1	39.0	23.1
PBR	2.9	3.0	2.8	1.6
EV/EBITDA	16.1	20.3	24.0	19.3
ROE	18.0	9.1	7.5	7.3

자료: 유안타증권

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

		2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액		182.3	303.3	380.3	53.2	79.6	95.3	75.2	85.1	96.1	101.1	99.2
별도 법인		158.2	206.5	230.9	46.2	70.2	48.9	41.1	52.1	60.0	60.0	60.0
- 내수		119.5	177.1	198.3	39.5	62.2	41.7	33.6	44.3	51.3	51.3	51.3
- 수출		41.0	30.8	35.4	6.7	8.0	7.2	7.6	7.8	9.2	9.2	9.2
중국 법인		36.1	36.3	33.8	8.3	11.3	8.9	7.9	6.3	7.0	9.0	11.5
미국 법인	(잉글우드랩) -	-	69.4	131.0	-	-	39.8	29.5	30.6	32.1	35.8	32.5
% YoY	연결매출액	10%	66%	25%	5%	60%	155%	69%	60%	21%	6%	32%
	별도 법인	4%	31%	12%	5%	56%	63%	6%	13%	-15%	23%	46%
	- 내수	6%	48%	12%	18%	98%	81%	7%	12%	-17%	23%	53%
	- 수출	2%	-25%	15%	-40%	-45%	-4%	-1%	16%	15%	27%	21%
	중국 법인	62%	1%	-7%	-7%	34%	-3%	-18%	-24%	-38%	2%	45%
	미국 법인			89%	-	-	-	-	-	-	-10%	10%
% of Sales	연결 매출액	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	별도 법인	87%	68%	61%	87%	88%	51%	55%	61%	62%	59%	61%
	- 내수	66%	58%	52%	74%	78%	44%	45%	52%	53%	51%	52%
	- 수출	23%	10%	9%	13%	10%	8%	10%	9%	10%	9%	9%
	중국 법인	20%	12%	9%	16%	14%	9%	10%	7%	7%	9%	12%
	미국 법인		23%	34%			42%	39%	36%	33%	35%	33%
연결 매출총이익		38.9	52.0	59.7	9.6	17.3	18.0	7.1	15.4	16.4	15.5	12.4
연결 영업이익		11.0	9.8	13.9	0.6	9.6	6.0	(6.5)	2.4	5.7	4.0	1.9
별도 법인		7.6	9.4	16.6	0.7	8.9	1.5	(1.7)	3.6	5.6	4.2	3.2
% YoY	연결 영업이익	-16%	-11%	42%	-87%	84%	1145%	적전	276%	-41%	-34%	흑전
	별도 법인	-16%	-11%	42%	-87%	84%	1145%	적전	276%	-41%	-34%	흑전
순이익		9.9	8.1	10.8	2.1	8.0	4.5	(5.4)	0.3	5.2	3.3	2.1
별도 법인		7.7	10.9	13.6	1.0	7.8	1.0	1.0	2.9	4.6	3.4	2.6
중국 법인		2.2	0.3	(1.7)	1.0	0.6	(0.3)	(1.0)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.8)
미국 법인		(13.9)	(1.4)	2.5	-	-	3.8	(5.2)	(0.8)	1.3	1.4	0.6
% YoY	순이익	-14%	-19%	34%	-41%	64%	585%	적전	-86%	-35%	-26%	흑전
	별도 법인	-14%	42%	24%	-41%	98%	83%	-28%	184%	-41%	227%	적전
	중국 법인	-10%	-86%	적전	-38%	-35%	적지	적지	적전	적전	적지	적지
	미국 법인	-	-	흑전	-	-	-	-	-	-	-62%	흑전
지배주주 순이익		9.9	7.0	10.5	2.1	8.0	2.0	(5.1)	1.2	4.6	2.9	1.9
% Margin	매출총이익률	21%	17%	16%	18%	22%	19%	9%	18%	17%	15%	13%
	영업이익률	6%	3%	4%	1%	12%	6%	-9%	3%	6%	4%	2%
	별도 법인	5%	5%	7%	1%	13%	3%	-4%	7%	9%	7%	5%
	순이익률	5%	3%	3%	4%	10%	5%	-7%	0%	5%	3%	2%
	별도 법인	5%	5%	6%	2%	11%	2%	3%	6%	8%	6%	4%
	중국 법인	6%	1%	-5%	12%	5%	-3%	-13%	-6%	-3%	-3%	-7%
	미국 법인	-	-2%	2%	-	-	10%	-18%	-3%	4%	4%	2%

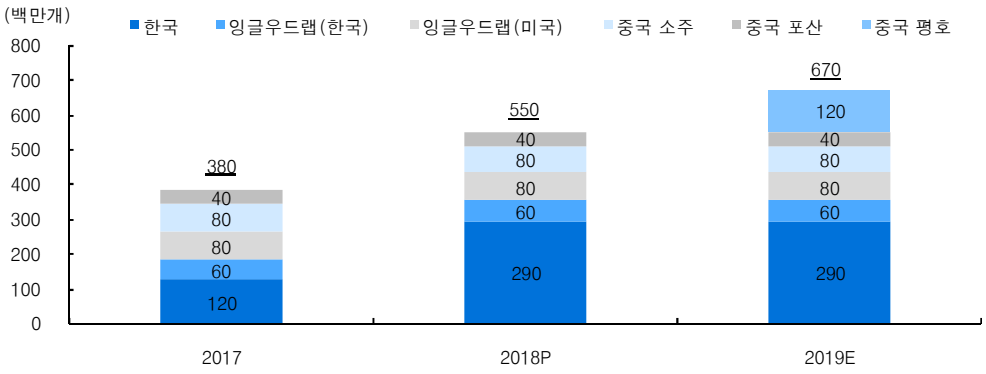
자료: 유안타증권 리서치센터

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

	2018P	2019G	
한국법인	2,067	2,500	영업이익률 5% 내외
중국법인	362	400	종전 500억에서 400억으로 하락, 영업이익률 3~4% 수준
미국법인	692	1,500	영업이익률 8% 내외
합계	3,030	4,500	

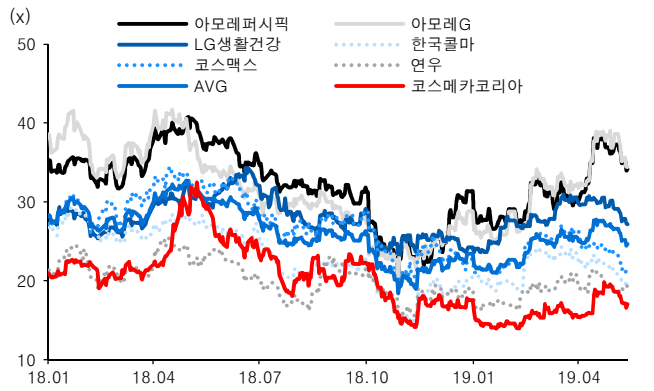
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 지역별 CAPA 추이



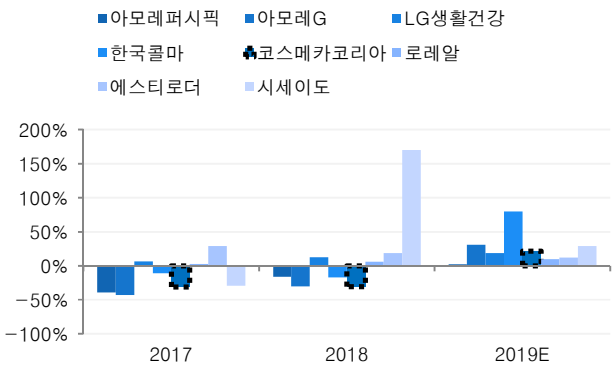
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[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	2018A	2019F	2020F
매출액	**1,652**	**1,823**	**3,033**	**3,803**	**4,319**
매출원가	1,301	1,434	2,513	3,219	3,694
매출총이익	351	389	520	584	625
판관비	220	279	422	457	450
영업이익	**131**	**110**	**98**	**127**	**175**
EBITDA	159	148	188	215	260
영업외손익	3	-3	-1	2	-1
외환관련손익	3	-7	1	-5	-5
이자손익	-3	3	-13	-11	-14
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	11	17	17
법인세비용차감전순손익	134	107	98	129	174
법인세비용	19	7	6	30	38
계속사업순손익	115	99	92	99	135
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	115	99	92	99	135
지배지분순이익	**115**	**99**	**90**	**95**	**126**
포괄순이익	111	86	85	92	129
지배지분포괄이익	111	86	84	91	128

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

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	**1,014**	**905**	**1,224**	**1,534**	**1,830**
현금및현금성자산	500	382	133	194	321
매출채권 및 기타채권	313	320	526	658	746
재고자산	152	154	472	592	673
비유동자산	416	605	1,926	2,551	3,098
유형자산	379	532	1,363	1,474	1,481
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	563	1,125
기타투자자산	17	19	22	1	1
자산총계	**1,430**	**1,511**	**3,150**	**4,086**	**4,928**
유동부채	363	347	792	1,222	1,663
매입채무 및 기타채무	319	307	451	534	590
단기차입금	24	21	294	679	1,064
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	29	642	1,041	1,308
장기차입금	0	0	376	576	642
사채	0	0	130	330	529
부채총계	**382**	**376**	**1,434**	**2,263**	**2,970**
지배지분	1,048	1,135	1,250	1,327	1,425
자본금	27	27	53	53	53
자본잉여금	702	702	717	717	717
이익잉여금	321	414	490	574	679
비지배지분	0	0	466	495	532
자본총계	**1,048**	**1,135**	**1,716**	**1,823**	**1,957**
순차입금	**-503**	**-382**	**685**	**1,408**	**1,933**
총차입금	24	21	826	1,611	2,262

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**44**	**104**	**108**	**27**	**116**
당기순이익	115	99	92	99	135
감가상각비	26	36	57	61	61
외환손익	0	1	-5	5	5
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-136	-39	-103	-195	-139
기타현금흐름	40	7	68	58	54
투자활동 현금흐름	**-132**	**-222**	**-971**	**-734**	**-631**
투자자산	-2	-2	-564	-563	-563
유형자산 증가 (CAPEX)	-125	-211	-429	-172	-69
유형자산 감소	0	16	8	0	0
기타현금흐름	-5	-25	14	0	0
재무활동 현금흐름	**555**	**0**	**611**	**773**	**640**
단기차입금	-98	0	208	385	385
사채 및 장기차입금	-56	0	414	400	266
자본	724	0	0	0	0
현금배당	0	0	-11	-11	-11
기타현금흐름	-15	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-1	2	-5	2
현금의 증감	**468**	**-118**	**-249**	**61**	**126**
기초 현금	32	500	382	133	194
기말 현금	500	382	133	194	321
NOPLAT	**131**	**110**	**98**	**127**	**175**
FCF	**-122**	**-111**	**-350**	**-182**	**13**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	1,349	930	840	886	1,181
BPS	9,816	10,624	11,702	12,427	13,347
EBITDAPS	3,718	2,763	1,763	2,012	2,430
SPS	19,370	17,072	28,398	35,607	40,439
DPS	0	100	100	100	100
PER	**21.2**	**34.1**	**39.0**	**23.1**	**17.4**
PBR	**2.9**	**3.0**	**2.8**	**1.6**	**1.5**
EV/EBITDA	**16.1**	**20.3**	**24.0**	**19.3**	**18.2**
PSR	**1.5**	**1.9**	**1.2**	**0.6**	**0.5**

재무비율

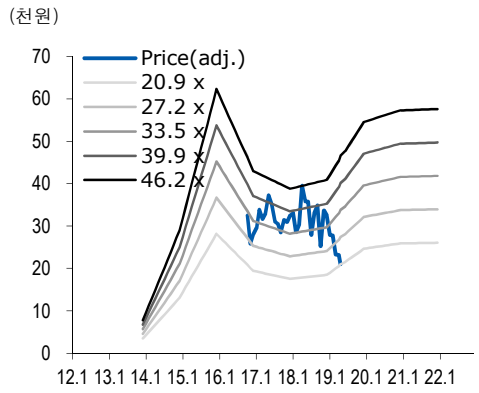
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**66.6**	**10.4**	**66.3**	**25.4**	**13.6**
영업이익 증가율 (%)	**105.5**	**-16.3**	**-10.6**	**28.9**	**38.0**
지배순이익 증가율 (%)	**128.8**	**-13.7**	**-9.7**	**5.4**	**33.3**
매출총이익률 (%)	21.3	21.4	17.1	15.4	14.5
영업이익률 (%)	**7.9**	**6.0**	**3.2**	**3.3**	**4.0**
지배순이익률 (%)	7.0	5.4	3.0	2.5	2.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	8.1	6.2	5.6	6.0
ROIC	26.0	16.0	5.8	3.7	4.9
ROA	10.8	6.8	3.8	2.6	2.8
ROE	**18.0**	**9.1**	**7.5**	**7.3**	**9.2**
부채비율 (%)	36.4	33.1	83.6	124.2	151.7
순차입금/자기자본 (%)	-47.9	-33.6	54.8	106.1	135.6
영업이익/금융비용 (배)	32.2	113.0	6.5	8.0	7.8

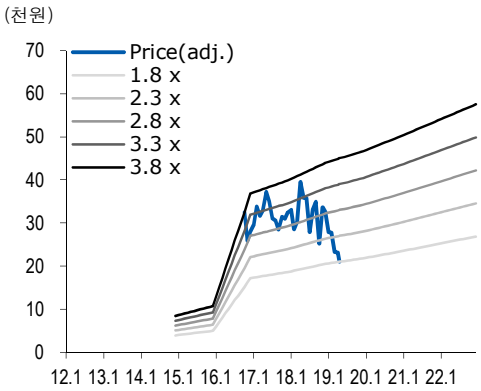
자료: 유안타증권

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

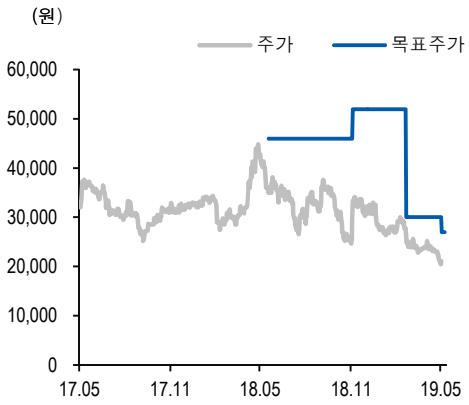
P/E band chart



P/B band chart



코스메카코리아 (241710) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-15	HOLD	27,000	1년		
2019-03-04	HOLD	30,000	1년	-21.20	-
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)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-13

※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.