

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	803 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외)	26.57%
국민연금공단	13.24%
외국인지분율	24.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(19/11/13)	79,900 원
KOSPI	212245 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	155,500 원
52주 최저가	68,600 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.6%	10.4%
6개월	-34.2%	-35.6%
12개월	-31.7%	-33.4%

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

[3Q19 Review] 상해 법인은 아쉽지만 수익성 개선은 긍정적

- 3Q19 매출액 3,174 억원(YoY +1%), 영업이익 104 억원(YoY -23%) 기록

- 컨센서스 매출액과 영업이익 3,316 억원과 119 억원을 각각 -4%, -14% 하회

- 실적 하회의 주요 원인은 지속되는 상해법인 역성장과 10 년만의 적자 전환에 기인

- 다만, 누월드, 인니. 국내 법인의 구조적인 수익성 개선은 내년도 전사 이익에 긍정적

- 투자 의견 Buy 유지하나, 중국 성장을 둔화를 반영해 목표주가는 110,000 원으로 하향

부침을 겪고 있는 상해 vs 회복세 접어든 미국

코스맥스의 3Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,174 억원(YoY +1%)과 104 억원(YoY -23%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익 3,316 억원과 119 억원을 하회하는 실적을 시현하였다. 중국 상해법인 매출 성장률은 YoY -21%로 2분기에 이어 큰 폭의 역성장을 이어갔으며, 10 년만에 적자(-10 억원 추정)전환하며 전사 실적을 끌어내렸다. 중국 시장의 경쟁 심화로 매출의 대부분을 차지하던 기존 오프라인 고객사들의 주수가 눈에 띄게 줄었고, 이에 따라 상반기부터 신규 고객 유치를 위해 노력 중이지만 본격적인 생산까지는 시간이 필요할 것으로 보인다. 광저우 법인은 1 분기부터 생산을 시작했던 '퍼펙트다이아리'의 외형 고성장에 따른 주수 증가로 매출액이 YoY +68% 증가했으며, OPM 은 17% 수준을 기록한 것으로 추정된다. 미국의 경우, 누월드의 턴어라운드가 돋보인다. 3 분기 누월드 매출액은 238 억 원으로 YoY -15% 하락했지만, QoQ 로는 +39% 증가했으며, 공장의 생산성 향상으로 4 개 분기 만에 흑자전환(+16 억 추정)에 성공했다. 오하이오법인 매출액은 꾸준히 성장해 226 억 원(YoY +24%)을 기록하였다. 외형 성장에 따라 3 분기 순실적도 -18 억원 내외까지 축소된 것으로 파악되며, 연간 미국법인 합산 영업손실은 -100 억 원 내외 수준으로 전망한다. 국내는 여름철 비수기 영향으로 매출액이 YoY +2.5% 증가하는데 그쳤다. 다만, 1) 공장 자동화 설비 투자에 따른 효율 증대와 2) 생산인력의 숙련도 향상, 그리고 3) 스킨케어 내 고마진 카테고리 비중이 증가하며 영업이익률이 YoY +2.6%p 개선된 5.0%를 기록하였다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 110,000 원으로 하향

코스맥스에 대한 투자의견 Buy 를 유지하나, 목표주가는 110,000 원으로 하향한다. 목표주가 하향은 화장품 ODM 사의 밸류에이션을 뒷받침해주는 핵심 요인인 '중국 성장률'의 둔화가 일시적인 현상이 아님을 확인, 기존에 할인 적용하지 않던 퍼펙트다이아리를 15% 할인 적용한 데에 기인한다. 한편, 중국 시장의 경쟁 심화로 성장률 둔화가 예상보다 장기화되고 있지만, 1) 국내 ODM 사들의 품질력과 R&D 경쟁력은 여전히 글로벌 우위를 점하고 있고, 2) 고대하던 국내와 미국의 수익성 개선이 가시화되고 있음에 따라 내년도 점진적인 중국 타라인 성장률 회복과 미국과 국내를 필두로 한 전사 수익성 개선 기대감은 유효하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	757	884	1,260	1,328	1,438	1,567
yoy	%	41.9	16.8	42.5	5.4	8.2	9.0
영업이익	십억원	53	35	52	52	80	100
yoy	%	46.4	-33.2	48.9	-0.2	53.9	24.9
EBITDA	십억원	65	55	78	83	113	130
세전이익	십억원	46	25	36	35	64	84
순이익(지배주주)	십억원	35	19	33	33	51	63
영업이익률%	%	7.0	4.0	4.2	3.9	5.6	6.4
EBITDA%	%	8.6	6.3	6.2	6.2	7.9	8.3
순이익률	%	4.2	1.8	1.7	1.6	2.7	3.3
EPS(계속사업)	원	3,759	1,876	3,246	3,323	5,069	6,271
PER	배	31.8	62.4	40.1	24.0	15.8	12.7
PBR	배	5.7	5.4	4.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	배	21.4	28.3	22.9	14.1	10.1	8.3
ROE	%	22.5	8.8	13.5	12.0	16.3	17.5
순차입금	십억원	179	362	470	379	368	321
부채비율	%	221.2	309.0	338.9	346.9	324.3	294.7

코스맥스 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	332.3	317.5	350.7	1,259.7	1,341.8	1,437.6
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	13.5%	1.5%	0.9%	6.6%	42.5%	6.5%	7.1%
	KOREA	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	192.8	171.4	176.3	679.4	730.7	756.2
	CHINA	99.1	121.6	120.2	136.7	103.7	118.1	108.8	132.0	477.6	462.7	500.2
	Shanghai	80.4	106.5	105.0	119.1	81.8	88.8	83.3	101.2	410.9	355.1	365.7
	Guangzhou	18.8	15.1	15.2	17.6	22.0	29.3	25.5	30.8	66.7	107.6	134.5
	Indonesia	1.7	2.4	2.5	4.0	8.0	8.3	11.5	12.7	10.6	40.6	51.9
	Thailand	0.7	0.6	4.9	3.5	4.1	3.7	4.6	4.7	9.7	17.0	20.2
	USA(오하이오)	15.5	14.5	18.2	18.1	23.0	20.4	22.6	23.2	66.2	89.1	114.1
	USA(뉴월드)	27.3	24.2	28.0	19.6	20.0	17.1	23.8	24.9	99.1	85.8	100.3
y-y	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	31.4%	24.8%	1.4%	2.5%	4.0%	28.6%	7.6%	3.5%
	CHINA	28.7%	15.2%	36.7%	35.7%	4.6%	-2.8%	-9.5%	-3.4%	28.7%	-3.1%	8.1%
	Shanghai	18.7%	15.5%	35.6%	33.2%	1.7%	-16.6%	-20.7%	-15.0%	25.8%	-13.6%	3.0%
	Guangzhou	102.2%	13.0%	45.0%	55.3%	17.1%	94.2%	67.7%	75.0%	50.0%	61.4%	25.0%
	Indonesia	-40.0%	31.4%	7.9%	104.9%	364.5%	239.3%	362.4%	220.0%	18.3%	281.4%	28.1%
	Thailand	-	-	-	-	478.9%	517.7%	-7.0%	35.0%	0.0%	75.6%	18.4%
	USA(오하이오)	115.4%	127.8%	52.0%	44.1%	47.7%	41.5%	24.3%	28.0%	74.0%	34.5%	28.0%
	USA(뉴월드)	-	-	-	-	-26.5%	-29.5%	-15.2%	27.0%	-	-13.5%	17.0%
OP	OP	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	13.2	10.4	15.2	52.3	52.3	80.4
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	58.4%	30.2%	-29.2%	-21.5%	50.0%	48.9%	-0.2%	53.9%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	4.0%	3.3%	4.3%	4.2%	3.9%	5.6%
	KOREA	5.0	7.7	4.0	5.4	7.7	10.6	8.6	8.6	22.1	35.6	37.6
	CHINA	7.4	11.0	7.0	12.3	8.0	7.5	3.5	7.6	37.7	26.5	36.3
	Shanghai	5.2	8.0	5.0	9.2	4.5	1.5	-1.0	2.0	27.4	7.0	11.9
	Guangzhou	2.2	3.0	2.0	3.1	3.5	6.0	4.5	5.5	10.3	19.5	24.3
	Indonesia	-0.8	-1.1	-0.6	0.3	1.0	1.0	1.5	1.4	-2.2	4.9	6.8
	Thailand	-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-1.6	-1.9	-1.3	-1.2	-1.5	-6.0	-4.0
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-2.8	-3.5	-2.1	-2.3	-1.8	-1.7	-13.8	-7.9	-1.1
	USA(뉴월드)	0.0	1.2	2.8	-1.5	-2.4	-2.1	1.6	1.7	2.5	-1.2	4.6
% Margin	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	3.2%	4.1%	5.5%	5.0%	4.9%	3.3%	4.9%	5.0%
	CHINA	7.5%	9.1%	5.8%	9.0%	7.7%	6.3%	3.2%	5.7%	7.9%	5.7%	7.2%
	Shanghai	6.5%	7.5%	4.8%	7.7%	5.5%	1.7%	-1.2%	2.0%	6.7%	2.0%	3.3%
	Guangzhou	11.7%	20.0%	13.0%	17.5%	16.0%	20.3%	17.5%	18.0%	15.4%	18.1%	18.1%
	Indonesia	-45.3%	-45.7%	-24.0%	7.6%	12.1%	12.5%	13.0%	11.0%	-20.6%	12.1%	13.0%
	Thailand	-19.7%	-183.3%	0.0%	-8.6%	-40.2%	-51.3%	-28.5%	-25.0%	-15.9%	-35.3%	-20.0%
	USA(오하이오)	-23.3%	-26.6%	-15.4%	-19.3%	-9.0%	-11.3%	-8.0%	-7.5%	-20.8%	-8.9%	-0.9%
	USA(뉴월드)	0.0%	5.0%	10.0%	-7.7%	-12.0%	-12.3%	6.7%	7.0%	2.5%	-1.4%	4.6%

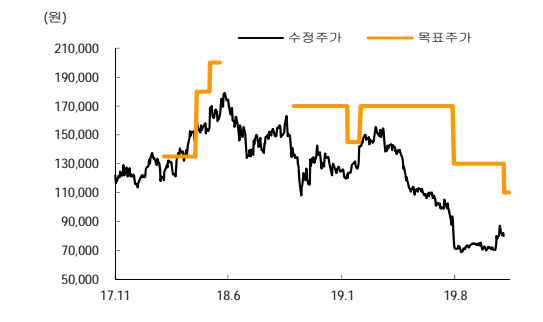
자료: 코스맥스 SK 증권

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	390	27.3	10,652	글로벌 화장품 4개사 12M fwd PER을 15% 할인 적용
Shares Outstanding('000)	천주			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			106,036	
Target Price	원			110,000	Upside +37.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.14	매수	110,000원	6개월		
2019.08.12	매수	130,000원	6개월	-43.27%	-33.08%
2019.07.17	매수	170,000원	6개월	-26.87%	-8.53%
2019.05.14	매수	170,000원	6개월	-24.14%	-8.53%
2019.04.15	매수	170,000원	6개월	-15.35%	-8.53%
2019.02.18	매수	170,000원	6개월	-13.44%	-8.53%
2019.01.24	매수	145,000원	6개월	-12.14%	-2.07%
2018.11.08	매수	170,000원	6개월	-24.91%	-16.18%
2018.10.15	매수	170,000원	6개월	-26.58%	-20.00%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.11	매수	200,000원	6개월	-23.12%	-10.50%
2018.04.16	매수	180,000원	6개월	-14.04%	-11.39%
2018.02.14	중립	135,000원	6개월	1.51%	14.44%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 11 월 14 일 기준)

매수	86.27%	중립	13.73%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500	596	669	728	828
현금및현금성자산	39	35	117	132	179
매출채권및기타채권	251	322	302	326	356
재고자산	185	209	221	239	261
비유동자산	434	466	476	477	451
장기금융자산	16	15	11	11	11
유형자산	307	333	341	340	313
무형자산	91	96	101	101	102
자산총계	934	1,062	1,145	1,205	1,279
유동부채	522	650	734	763	797
단기금융부채	242	371	378	378	378
매입채무 및 기타채무	256	231	304	329	359
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	184	169	155	158	157
장기금융부채	163	145	129	133	133
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	706	820	889	921	955
지배주주지분	218	265	293	333	386
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	129	129	129	129
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	65	135	165	206	259
비지배주주지분	10	-24	-36	-49	-62
자본총계	228	242	256	284	324
부채외자본총계	934	1,062	1,145	1,205	1,279

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	0	-37	163	71	78
당기순이익(손실)	16	21	21	39	51
비현금성항목등	45	66	76	74	79
유형자산감가상각비	20	24	29	31	28
무형자산감가상각비	1	1	2	2	2
기타	5	8	12	-2	-2
운전자본감소(증가)	-41	-114	82	-16	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-57	-80	25	-25	-29
재고자산감소(증가)	-60	-25	-8	-18	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	94	-26	66	25	30
기타	-19	15	-1	2	2
법인세납부	-20	-10	-16	-25	-33
투자활동현금흐름	-172	-56	-26	-32	-2
금융자산감소(증가)	-7	-7	7	0	0
유형자산감소(증가)	-81	-48	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-85	-2	-2	-2	-2
기타	1	2	-1	1	1
재무활동현금흐름	143	89	-55	-25	-29
단기금융부채증가(감소)	53	71	-9	0	0
장기금융부채증가(감소)	107	39	-20	4	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-3	-6	-10	-10
기타	-7	-19	-20	-19	-19
현금의 증가(감소)	-29	-4	82	15	47
기초현금	68	39	35	117	132
기말현금	39	35	117	132	179
FCF	-169	-87	113	33	69

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884	1,260	1,328	1,438	1,567
매출원가	772	1,105	1,163	1,257	1,368
매출총이익	112	155	166	181	199
매출총이익률 (%)	12.7	12.3	12.5	12.6	12.7
판매비와관리비	77	102	113	100	98
영업이익	35	52	52	80	100
영업이익률 (%)	4.0	4.2	3.9	5.6	6.4
비영업손익	-10	-16	-17	-16	-16
순금융비용	9	18	19	18	18
외환관련손익	-3	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	25	36	35	64	84
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.9	2.7	4.5	5.4
계속사업법인세	10	15	14	25	33
계속사업이익	16	21	21	39	51
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	21	21	39	51
순이익률 (%)	1.8	1.7	1.6	2.7	3.3
지배주주	19	33	33	51	63
지배주주귀속 순이익률(%)	2.13	2.59	2.51	3.54	4.02
비지배주주	-3	-12	-12	-12	-12
총포괄이익	16	22	20	38	50
지배주주	19	33	33	51	63
비지배주주	-3	-11	-13	-13	-13
EBITDA	55	78	83	113	130

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	168	42.5	5.4	8.2	9.0
영업이익	-33.2	48.9	-0.2	53.9	24.9
세전계속사업이익	-45.7	43.4	-2.3	82.0	31.0
EBITDA	-15.0	40.2	6.8	36.3	15.3
EPS(계속사업)	-50.1	73.0	2.4	52.6	23.7
수익성 (%)					
ROE	8.8	13.5	12.0	16.3	17.5
ROA	1.9	2.1	1.9	3.3	4.1
EBITDA마진	6.3	6.2	6.2	7.9	8.3
안정성 (%)					
유동비율	95.8	91.6	91.2	95.5	103.8
부채비율	309.0	338.9	346.9	324.3	294.7
순차입금/자기자본	158.4	194.3	147.7	129.4	98.9
EBITDA/이자비용(배)	5.9	4.2	4.3	6.0	6.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	3,246	3,323	5,069	6,271
BPS	21,704	26,411	29,112	33,160	38,410
CFPS	3,890	5,762	6,371	8,307	9,235
주당 현금배당금	300	600	1,000	1,000	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	84.5	55.1	46.8	30.7	24.8
PER(최저)	54.6	33.3	20.6	13.5	10.9
PBR(최고)	7.3	6.8	5.3	4.7	4.1
PBR(최저)	4.7	4.1	2.4	2.1	1.8
PCR	30.1	22.6	12.5	9.6	8.7
EV/EBITDA(최고)	35.9	29.2	23.3	16.9	14.2
EV/EBITDA(최저)	25.7	20.0	12.7	9.1	7.5