

코스맥스 (192820)

4Q19Re: 기술 진입 장벽은 견재했다

4분기 연결 영업이익 YoY 67%, 어닝 서프라이즈 기록

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 7%, 67% 성장한 3,531억원과 169억원으로 시장 기대치(OP 112억원)을 크게 넘어서는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 연결 영업이익률은 4.8%로 YoY 1.7%p 상승한 수치다. 국내 사업 매출이 Top 5 브랜드 중심 광군제 효과와 글로벌 신규 수출로 YoY 9% 성장하였고, 효율적 원가 관리와 생산성 제고로 영업이익은 132억원(YoY 145%)까지 증가하였다. 중국 사업도 선전하였다. 상해 법인 매출이 YoY -1%로 정상화되었고, 광저우 법인 매출은 전년도 높은 베이스에도 불구하고 YoY 88% 압도적 성장세를 보였다. 이에 따라 중국 사업 영업이익은 120억원 수준까지(3분기 13억원) 회복한 것으로 추산한다.

중국 내 높은 기술 경쟁력 증명

이번 4분기 실적은 3가지 의미를 찾을 수 있다. 첫째, 중국 상해 법인 정상화다. 2019년 1분기 이후 상해 법인의 급격한 실적 저하가 중국 내 코스맥스의 기술 진입 장벽 훼손으로까지 우려가 확대되었다. 빨라야 2020년 1분기로 예상됐던 신규 바이어 교체 작업이 4분기에 조기 완료되고 가동률이 정상화되면서, 그러한 우려를 상당히 해소할 수 있게 되었다. 둘째, 국내 사업 매출 회복이다. 대 중국 브랜드력 높은 Top 5 고객을 확보하고 있다는 점이 실적 가시성을 높이고 있다. 셋째, 국내외 일회성 비용이 없었다. 코스맥스는 지난 1년 동안 부실 매출채권과 대손상각비 증가, 재고자산 처분 손실 등이 불확실성 요인으로 작용해왔다. 2019년 내내 보수적 회계처리와 재고관리로 실적 가시성을 높였다.

목표주가 8.5->10만원, 투자 의견 '중립'-'>'매수'로 상향 조정

실적 추정치 및 밸류에이션 상향 조정에 따라 목표주가와 투자 의견을 모두 올린다. 10만원은 12MF PER 17배로, 1) 중국 내 높은 인지도와 기술 장벽, 2) 중국 화장품 시장 로컬 브랜드 MS 확대, 3) 광저우 등 지역 확대에 따른 신규 성장 동력 확보 등을 감안하면 성장 여력과 투자 매력에 높다. 코로나19 여파로 1분기 실적은 크게 부진할 수 있으나, 사태가 정리된 2~3개월 후 가파른 실적 모멘텀이 예상된다. 현재 주가는 12MF PER 14배로 저점 매수 시기다.

Earnings Review

BUY(상향)

| TP(12M): 100,000원(상향) | CP(2월 20일): 72,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,195.50		
52주 최고/최저(원)	155,500/6	8,400	
시가총액(십억원)	730.6		
시가총액비중(%)	0.06		
발행주식수(천주)	10,049.5		
60일 평균 거래량(천주)	111.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.9		
19년 배당금(예상, 원)	600		
19년 배당수익률(예상, %)	0.75		
외국인지분율(%)	20.94		
주요주주 지분율(%)			
코스맥스비티아이 외 11인	26.57		
국민연금공단	14.17		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(16.2)	(0.4)	(49.9)
상대	(13.7)	(11.1)	(49.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,314.6	1,458.2
영업이익(십억원)	48.0	67.2
순이익(십억원)	18.4	32.2
EPS(원)	2,789	4,405
BPS(원)	28,531	31,990

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	884.0	1,259.7	1,330.7	1,407.9	1,542.9
영업이익	십억원	35.1	52.3	54.0	59.2	82.7
세전이익	십억원	25.3	36.2	35.9	52.4	77.0
순이익	십억원	18.9	32.6	31.8	47.8	69.8
EPS	원	1,876	3,246	3,167	4,754	6,945
증감률	%	(50.0)	73.0	(2.4)	50.1	46.1
PER	배	62.36	40.05	25.23	15.29	10.47
PBR	배	5.38	4.92	2.76	2.19	1.84
EV/EBITDA	배	27.95	22.58	16.04	14.71	11.43
ROE	%	8.79	13.49	11.43	15.31	19.13
BPS	원	21,728	26,434	29,001	33,155	39,499
DPS	원	300	600	600	600	600



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

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

북미 사업 부진 기타 지역 실적 호조로 상쇄

상해 법인 신규 온라인 바이어 매출 비중 35%까지 올릴 계획

4분기 실적에서 북미 사업 부진(합산 영업손실 40억원 추정)이 아쉬움이 있지만, 전년도 빅베스 영향 낮은 베이스로 영업이익은 60억원 증가하는 효과가 있었다. 인도네시아 법인(매출 YoY 190%)도 신규 바이어 향 매출 효과로 호실적을 기록했으며, 태국 법인(매출 YoY 12%)/쓰리에플스코스메틱스(매출 YoY 18%) 등 계열사 실적도 양호한 개선세를 보였다.

한편, 4분기 상해 법인 매출에서 신규 온라인 바이어 비중이 20%를 넘어서면서 단순히 광군제 효과가 아니라는 게 증명 됐고, 회사는 2020년 이들 신규 바이어 매출 비중을 35%까지 늘린다는 계획이다.

표1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 7%, 67% 증가한 3,531억원과 163억원으로 어닝 서프라이즈 기록

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	328	332	317	353	1,331	302	350	367	388	1,408
국내	190	193	171	185	739	178	208	195	205	786
중국	102	116	107	148	472	87	114	133	161	496
미국	43	38	46	32	159	46	42	51	38	177
영업이익	14	13	10	17	54	1	18	19	22	60
국내	8	11	9	13	40	7	11	10	14	43
중국	8	7	1	12	28	-5	10	12	14	31
미국	-3	-4	-1	-4	-12	-2	-1	-1	-1	-4
세전이익	10	10	9	7	36	0	16	17	19	52
당기순이익	7	6	1	4	18	0	10	10	12	32
지배주주순이익	9	9	4	10	32	0	15	16	18	48
영업이익률(%)	4.1	4.0	3.3	4.8	4.1	0.5	5.1	5.1	5.6	4.3
국내	4.1	5.5	5.0	7.2	5.4	4.0	5.5	5.3	7.0	5.5
중국	7.5	6.5	1.2	8.1	6.0	-6.1	8.8	9.1	8.6	6.2
미국	-5.9	-11.4	-1.5	-12.4	-7.3	-3.4	-2.5	-1.5	-2.8	-2.5
세전이익률(%)	3.2	3.0	2.8	1.9	2.7	-0.1	4.6	4.7	5.0	3.7
순이익률(%)	2.7	2.8	1.2	2.7	2.4	-0.1	4.2	4.3	4.6	3.4
매출(YoY,%)	13.5	1.5	0.9	7.4	5.6	-7.9	5.4	15.8	9.9	5.8
국내	24.8	1.4	2.5	8.9	8.8	-6.4	7.7	13.8	11.0	6.3
중국	4.6	-2.8	-9.5	10.6	0.9	-13.9	-1.3	24.7	8.8	5.0
미국	0.4	-3.0	0.3	-14.0	-3.7	7.7	10.9	11.0	16.6	11.2
영업이익(YoY,%)	30.2	-29.2	-21.5	67.2	3.2	-89.0	34.6	81.7	29.7	11.1
국내	54.0	37.8	115.0	145.2	81.5	-7.9	7.3	20.5	8.4	7.6
중국	5.8	-28.5	-81.5	-7.6	-24.3	적전	33.8	859.3	15.2	7.7
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	3.1	-40.4	35.0	133.8	-0.9	적전	61.5	91.4	195.3	45.8
당기순이익	-12.1	-39.8	-65.5	흑전	-13.0	적전	66.0	619.2	171.2	73.8
지배주주당기순이익	-3.4	-21.4	-28.0	57.3	-2.4	적전	56.5	313.7	82.4	50.1

자료: 코스맥스, 하나금융투자

2020년 매출과 영업이익 각각 YoY
6%, 10% 높은 1조 4,080억원과
590억원 전망

표2. 코스맥스 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,260	1,331	1,408	1,543	1,663
국내	679	739	786	832	877
중국	468	472	496	570	629
미국	165	159	177	194	210
영업이익	52	54	59	83	94
국내	22	40	43	47	50
중국	37	28	31	48	56
미국/인도네시아	-14	-12	-4	-3	-2
세전이익	36	36	52	77	90
당기순이익	21	18	32	50	61
지배주주순이익	33	32	48	70	80
적정시가총액	815	896	986	1,085	1,193
주식수(천주)	10,050	10,050	10,050	10,050	10,050
적정주가(원)	81,089	89,198	98,117	107,929	118,722
적정PER(배)	25.0	28.2	20.6	15.5	15.0
EPS(원)	3,246	3,167	4,754	6,945	7,915
영업이익률(%)	4.2	4.1	4.2	5.4	5.7
국내	3.3	5.4	5.5	5.6	5.7
중국	8.0	6.0	6.2	8.4	8.8
미국	-8.4	-7.3	-2.5	-1.5	-1.0
매출액(YoY,%)	42.5	5.6	5.8	9.6	7.8
국내	28.6	8.8	6.3	5.9	5.4
중국	28.7	0.9	5.0	15.0	10.4
미국/인도네시아	334.4	-3.7	11.2	9.5	8.4
영업이익(YoY,%)	48.9	3.2	9.6	39.7	14.0
국내	17.8	81.5	7.6	7.8	7.3
중국	36.0	-24.3	7.7	57.6	15.3
미국/인도네시아	적자지속	적자지속	흑자전환	-34.6	-26.7
순이익(YoY,%)	35.7	-13.0	73.8	56.5	22.7

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

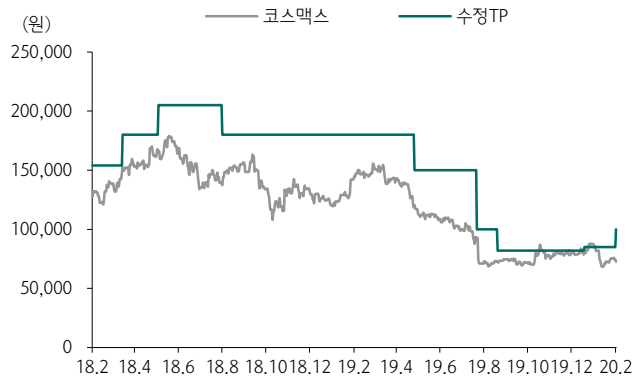
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	884.0	1,259.7	1,330.7	1,407.9	1,542.9
매출원가	772.1	1,105.0	1,145.7	1,205.2	1,317.6
매출총이익	111.9	154.7	185.0	202.7	225.3
판매비	76.8	102.4	131.0	143.6	142.6
영업이익	35.1	52.3	54.0	59.2	82.7
금융손익	(12.4)	(18.3)	(20.6)	(9.5)	(8.6)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	2.2	2.4	2.7	2.9
세전이익	25.3	36.2	35.9	52.4	77.0
법인세	9.7	15.2	17.6	20.5	27.2
계속사업이익	15.5	21.1	18.3	31.8	49.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.5	21.1	18.3	31.8	49.8
비지배주주지분 손익	(3.3)	(11.6)	(13.5)	(15.9)	(19.9)
지배주주순이익	18.9	32.6	31.8	47.8	69.8
지배주주지분포괄이익	18.8	33.1	27.8	48.3	75.7
NOPAT	21.6	30.4	27.5	36.0	53.5
EBITDA	55.4	77.6	77.3	79.8	100.9
성장성(%)					
매출액증가율	16.8	42.5	5.6	5.8	9.6
NOPAT증가율	(39.3)	40.7	(9.5)	30.9	48.6
EBITDA증가율	(15.0)	40.1	(0.4)	3.2	26.4
영업이익증가율	(33.3)	49.0	3.3	9.6	39.7
(지배주주)순이익증가율	(45.7)	72.5	(2.5)	50.3	46.0
EPS증가율	(50.0)	73.0	(2.4)	50.1	46.1
수익성(%)					
매출총이익률	12.7	12.3	13.9	14.4	14.6
EBITDA이익률	6.3	6.2	5.8	5.7	6.5
영업이익률	4.0	4.2	4.1	4.2	5.4
계속사업이익률	1.8	1.7	1.4	2.3	3.2
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,876	3,246	3,167	4,754	6,945
BPS	21,728	26,434	29,001	33,155	39,499
CFPS	5,985	8,709	7,977	9,445	11,729
EBITDAPS	5,510	7,724	7,687	7,941	10,037
SPS	87,960	125,351	132,410	140,095	153,528
DPS	300	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	62.4	40.0	25.2	15.3	10.5
PBR	5.4	4.9	2.8	2.2	1.8
PCFR	19.5	14.9	10.0	7.7	6.2
EV/EBITDA	28.0	22.6	16.0	14.7	11.4
PSR	1.3	1.0	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	8.8	13.5	11.4	15.3	19.1
ROA	2.4	3.3	2.8	3.7	4.8
ROIC	4.4	4.7	3.8	4.7	6.6
부채비율	309.0	338.9	384.5	390.6	381.5
순부채비율	158.4	194.3	186.2	177.2	152.9
이자보상배율(배)	3.8	2.8	2.5	2.6	3.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	500.3	595.8	788.5	961.1	1,174.5
금융자산	43.5	46.6	73.2	70.4	91.3
현금성자산	39.0	35.2	61.1	57.6	77.3
매출채권 등	251.7	322.5	435.4	544.2	653.1
재고자산	184.7	209.4	261.7	327.2	409.0
기타유동자산	20.4	17.3	18.2	19.3	21.1
비유동자산	433.7	465.8	442.7	412.4	384.6
투자자산	20.1	18.5	18.7	18.9	19.4
금융자산	19.1	3.1	3.3	3.5	3.9
유형자산	307.2	332.6	310.4	280.7	253.4
무형자산	90.7	96.0	94.9	93.9	93.1
기타비유동자산	15.7	18.7	18.7	18.9	18.7
자산총계	934.0	1,061.5	1,231.3	1,373.5	1,559.1
유동부채	522.1	650.4	806.5	921.5	1,060.7
금융부채	242.2	371.3	401.3	421.3	441.3
매입채무 등	268.8	250.2	375.2	469.0	586.3
기타유동부채	11.1	28.9	30.0	31.2	33.1
비유동부채	183.6	169.2	170.6	172.1	174.7
금융부채	163.0	145.1	145.1	145.1	145.1
기타비유동부채	20.6	24.1	25.5	27.0	29.6
부채총계	705.6	819.7	977.2	1,093.5	1,235.3
지배주주지분	218.1	265.4	291.2	333.0	396.7
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	128.9	128.9	128.9	128.9
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
이익잉여금	65.2	134.8	160.6	202.3	266.1
비지배주주지분	10.3	(23.6)	(37.1)	(53.0)	(72.9)
자본총계	228.4	241.8	254.1	280.0	323.8
순금융부채	361.7	469.9	473.3	496.1	495.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(6.6)	(54.6)	2.8	(26.5)	(2.7)
당기순이익	15.5	21.1	18.3	31.8	49.8
조정	18.7	38.7	23.2	20.6	18.2
감가상각비	20.2	25.3	23.3	20.6	18.2
외환거래손익	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.8)	13.2	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(40.8)	(114.4)	(38.7)	(78.9)	(70.7)
투자활동 현금흐름	(172.7)	(56.7)	(0.9)	9.0	8.3
투자자산감소(증가)	(5.4)	1.7	(0.2)	(0.3)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(80.6)	(47.9)	0.0	10.0	10.0
기타	(86.7)	(10.5)	(0.7)	(0.7)	(1.3)
재무활동 현금흐름	150.1	107.5	24.0	14.0	14.0
금융부채증가(감소)	155.5	111.2	30.0	20.0	20.0
자본증가(감소)	0.0	(22.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	4.6	21.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	(10.0)	(3.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
현금의 증감	(29.3)	(3.9)	25.9	(3.5)	19.6
Unlevered CFO	60.1	87.5	80.2	94.9	117.9
Free Cash Flow	(87.8)	(103.6)	2.8	(26.5)	(2.7)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

코스맥스



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
20.2.21	BUY	100,000		
20.1.8	Neutral	85,000	-8.43%	3.53%
19.9.9	Neutral	82,000	-6.61%	6.10%
19.8.11	Neutral	100,000	-28.50%	-25.50%
19.5.16	BUY	150,000	-29.42%	-21.33%
18.8.21	BUY	180,000	-23.71%	-9.44%
18.5.24	BUY	205,000	-24.75%	-12.68%
18.4.4	BUY	180,000	-13.29%	-5.56%
18.2.20	BUY	154,000	-13.36%	-3.90%
18.2.19	BUY	140,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2020년 02월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.