

코스맥스 (192820 KS)

2Q18 Review: 국내가 견인한 기대이상의 성적

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY (Maintain)	
Target Price	200,000 원
현재주가	148,000 원
목표수익률	35.1%

Key Data	2018년 08월 13일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	2,248.45

Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,487.3
발행주식수 (백만주)	10.0
외국인 지분율 (%)	23.2
52 주 고가 (원)	179,500
52 주 저가 (원)	105,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	11.5

주요주주 (%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.0
국민연금공단	10.2

2Q18 매출액 yoy +41.0%, 영업이익 yoy +29.7% 시현

코스맥스의 2Q18 연결실적은 매출액 3,275억원, 영업이익 186억원으로 당사 전망치를 상회, 컨센서스에 부합하였다 (당사 추정치 괴리율: 매출액 2.3%, 영업이익 14.1%). 지역별로, 우선 국내에서 yoy +38.2%로 압도적인 성장세를 시현하였다. 국내 매출 호조는 당사가 직접 수출하는 글로벌 브랜드의 회복 뿐 아니라 중국 시장을 적극 공략하는 국내 중소형 브랜드를 통한 간접 수출이 크게 증가한 영향이다. 국내 OPM 역시 예상대로 외형 성장으로 인한 고정비 커버에 따라 4.1%로 전분기대비 회복되었다. 중국은 상해 및 광저우의 매출이 각각 yoy +15.5%, +13.0%로 국내 대비 상대적으로 부진한 성장을 기록하였는데, 상해의 경우 규모가 커져 높은 베이스 효과가 존재한 한편 광저우는 ERP 신규 도입으로 생산에 일부 차질이 발생하고 색조 완제품 비중이 증가해 기대치를 하회한 요인이 되었다. 그럼에도, 마진은 양호한 것으로 파악된다(상해 7-8%, 광저우 20% 수준). 미국은 코스맥스 USA와 누월드가 합해 387억원의 매출로 qoq -9.6%를 기록하였다. 코스맥스 USA의 고객사 런칭 계획 연기 및 누월드 정비에 따라 매출은 다소 부진했으나, 누월드의 흑자전환으로 미국 법인의 전체 순손실은 yoy +23억원, qoq +6억원 개선되었다. 인도네시아 역시 yoy, qoq 매출 성장 기록하였으나, 주력 고객사 제품 리뉴얼 영향이 지속되었다. 마지막으로, 양호한 실적에도 순이익은 상반기 세무조정에 따라 법인세가 증가한 영향으로 부진하였다.

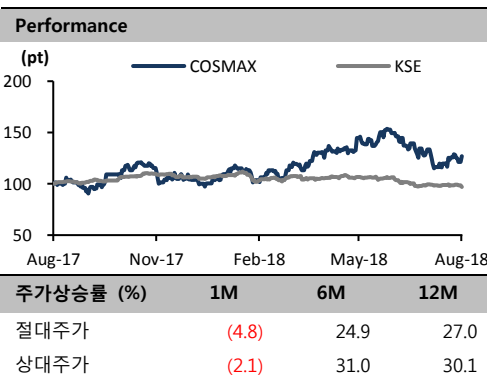
완만해진 중국 성장세보다 국내 회복에 주목

다소 완만해진 중국의 매출 성장이 아쉽지만, 이보다 국내법인의 예상치를 크게 상회한 회복세에 더욱 주목할 필요가 있다. 동사가 연초부터 제시했던 투자포인트(국내 매출 성장을 통한 수익성 회복과 미국 법인의 적자폭 축소)를 당분기 실적에서 확인할 수 있었다. 하반기부터 근로 정책 변화에 따른 인건비 부담 증가가 예상되지만, 전년도 기저 및 견고한 매출 성장 추세를 감안할 때 회복 추이는 지속될 것으로 전망한다. 또한, 미국 법인의 손실 회복 전망에도 변함없는 관점을 유지한다.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지

코스맥스에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 20만원을 유지한다. 2018F 영업이익과 EPS 성장률은 각각 66%, 88%로 예상되어 매력도가 높다.

Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	757.0	884.0	1,200.3	1,343.4
증감률 YoY (%)	41.9	16.8	35.8	11.9
영업이익 (십억원)	52.6	35.1	58.2	78.8
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.8	5.9
순이익 (십억원)	34.8	18.9	39.6	51.2
EPS (원)	3,864.9	2,095.1	3,939.7	5,097.6
EPS 증감률 (%)	67.9	(45.8)	88.0	29.4
P/E (x)	30.9	55.8	37.6	29.0
EV/EBITDA (x)	21.2	27.8	22.1	17.4
ROE (%)	22.5	8.8	16.2	17.7
P/B (x)	5.1	4.8	5.5	4.8

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 코스맥스 2Q18 실적 요약

(십억원)	2Q18F	2Q18P	차이	2Q17	증가율	1Q18	증가율
	(당사추정)	(회사잠정)	(%)	(실제치)	(yoy %)	(실제치)	(qoq %)
매출액	320.2	327.5	2.3	232.3	41.0	288.7	13.4
영업이익	16.3	18.6	14.1	14.3	30.1	10.4	78.8
영업이익률(%)	5.1	5.7	0.6%p	6.2	-0.5%p	3.6	2.1%p
당기순이익	8.3	9.7	16.9	9.5	2.1	7.6	27.6
당기순이익률(%)	2.6	3.0	0.4%p	4.1	-1.1%p	2.6	0.4%p

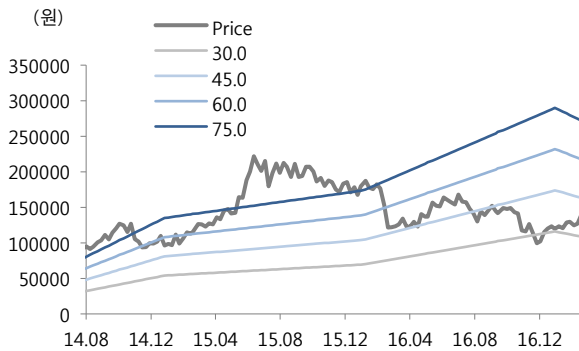
Source: 코스맥스, Baro Research Center

Exhibit 2. 코스맥스 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,200.3	1,343.4	1,195.0	1,365.6	0.4	-1.6
영업이익	58.2	78.8	57.7	79.1	0.8	-0.4
당기순이익	32.4	42.0	32.3	42.3	0.3	-0.6
EPS(지배주주)	3,939.7	5,097.6	4,002.0	5,257.0	-1.6	-3.0
영업이익률(%)	4.8	5.9	4.8	5.8	0.0%p	0.1%p
당기순이익률(%)	2.7	3.1	2.7	3.1	0.0%p	0.0%p

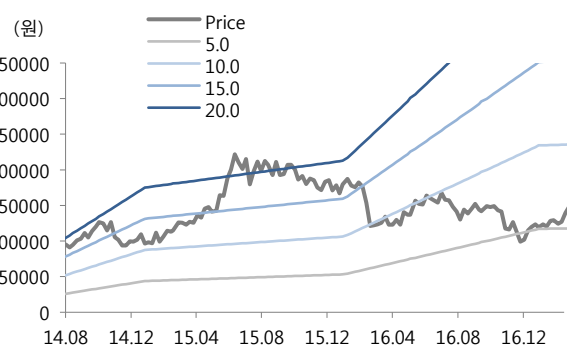
Source: Baro Research Center

Exhibit 3. 코스맥스 PER Band Chart



Source: 코스맥스, Baro Research Center

Exhibit 4. 코스맥스 PBR Band Chart



Source: 코스맥스, Baro Research Center

Exhibit 5. 코스맥스 실적 전망 Table

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액(억원)	TOTAL	2,191	2,323	2,085	2,240	2,887	3,275	2,923	2,918	8,840	12,003	13,434
	국내	1,423	1,377	1,192	1,290	1,524	1,902	1,460	1,550	5,282	6,437	6,505
	중국	770	1,055	880	1,007	991	1,216	1,168	1,130	3,712	4,506	5,296
	상하이	677	922	775	894	804	1,065	935	934	3,268	3,737	4,279
	광저우	93	134	105	113	188	151	233	196	445	768	1,018
	인도네시아	29	19	23	19	17	24	24	23	90	88	136
	미국	72	63	119	126	155	145	148	152	381	600	995
	뉴월드	0	0	0	0	273	242	266	281	0	1,061	1,196
	아이큐어	12	9	17	15	19	21	22	19	52	81	90
	연결조정 및 기타	(11)	(20)	(15)	(22)	(9)	(27)	(17)	(24)	(68)	(77)	(78)
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	26.3	17.5	12.0	12.2	31.8	41.0	40.2	30.2	16.8	35.8	11.9
	국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	7.1	38.2	22.5	20.2	4.5	21.9	1.0
	중국	35.1	33.0	26.7	40.4	28.7	15.2	32.8	12.2	33.8	21.4	17.6
	상하이	33.8	28.1	22.0	33.8	18.7	15.5	20.7	4.5	29.2	14.4	14.5
	광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	102.2	13.0	122.6	72.9	43.6	72.7	32.5
	인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	(40.0)	31.4	3.0	17.3	201.0	(1.9)	54.4
	미국	155.3	36.3	189.1	111.5	115.4	127.8	24.0	21.1	116.9	57.7	65.7
	뉴월드	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.7
	아이큐어	62.2	(20.8)	7.4	43.5	61.0	135.0	35.0	30.0	17.5	56.7	10.0
	연결조정 및 기타	0.0	25.0	9.8	111.3	(19.4)	37.3	14.3	9.6	32.8	13.9	1.6
<i>Sales portion %</i>	국내	65.0	59.3	57.2	57.6	52.8	58.1	50.0	53.1	59.8	53.6	48.4
	중국	35.1	45.4	42.2	45.0	34.3	37.1	40.0	38.7	42.0	37.5	39.4
	상하이	30.9	39.7	37.1	39.9	27.8	32.5	32.0	32.0	37.0	31.1	31.9
	광저우	4.2	5.8	5.0	5.1	6.5	4.6	8.0	6.7	5.0	6.4	7.6
	인도네시아	1.3	0.8	1.1	0.9	0.6	0.7	0.8	0.8	1.0	0.7	1.0
	미국	3.3	2.7	5.7	5.6	5.4	4.4	5.1	5.2	4.3	5.0	7.4
	뉴월드	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	7.4	9.1	9.6	0.0	8.8	8.9
	아이큐어	0.5	0.4	0.8	0.6	0.7	0.6	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
	연결조정 및 기타	(0.5)	(0.9)	(0.7)	(1.0)	(0.3)	(0.8)	(0.6)	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.6)
영업이익(억원)	TOTAL	94	143	50	64	104	186	128	163	351	582	788
	국내	80	70	24	15	50	77	56	68	188	251	296
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	10.6	29.7	155.7	156.0	(33.2)	65.5	35.5
	국내	(29.3)	(47.6)	(76.2)	(83.2)	(37.0)	10.8	136.4	360.7	(56.6)	33.8	17.9
OPM (%)	TOTAL	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.4	5.6	4.0	4.8	5.9
	국내	5.6	5.1	2.0	1.1	3.3	4.1	3.8	4.4	3.6	3.9	4.6
<i>yoy %p</i>	<i>TOTAL</i>	(3.2)	(3.0)	(4.0)	(1.9)	(0.7)	(0.5)	2.0	2.8	(3.0)	0.9	1.0
	국내	(3.5)	(5.3)	(6.0)	(5.6)	(2.3)	(1.0)	1.8	3.3	(5.0)	0.3	0.7

Source: 코스맥스, Baro Research Center

코스맥스(192820) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	396.2	500.3	546.9	574.5	631.5
현금성자산	69.8	42.2	108.4	66.4	72.5
매출채권	191.9	251.4	271.8	315.9	348.1
재고자산	125.1	184.7	153.5	178.4	196.6
비유동자산	269.7	433.7	458.0	473.7	479.5
투자자산	28.1	35.8	36.2	37.1	37.9
유형자산	235.9	307.2	331.7	347.0	352.3
무형자산	5.6	90.7	90.0	89.6	89.3
자산총계	665.9	934.0	1,004.8	1,048.3	1,111.0
유동부채	384.0	522.1	570.4	585.9	597.4
매입채무	161.8	255.9	253.9	295.2	325.2
유동성이자부채	190.0	242.2	282.7	255.7	235.7
비유동부채	74.6	183.6	176.9	165.7	158.5
비유동이자부채	59.7	163.0	156.9	144.9	136.9
부채총계	458.6	705.6	747.2	751.6	756.0
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	130.1	130.1	130.1
이익잉여금	58.1	65.2	138.6	177.6	236.0
자본조정	(3.2)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	207.3	228.4	257.6	296.6	355.0
투자자본	374.9	574.9	572.7	614.6	639.0
순차입금	179.9	363.0	331.3	334.2	300.1
ROA	6.3	2.4	4.1	5.0	6.9
ROE	22.5	8.8	16.2	17.7	22.1
ROIC	10.8	4.5	6.8	9.3	11.7

현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업현금	23.5	(6.6)	85.3	41.6	69.2
당기순이익	31.4	15.5	32.4	42.0	61.4
자산상각비	12.5	20.2	24.2	25.7	26.4
운전자본증감	(26.5)	(40.8)	24.7	(27.0)	(19.4)
매출채권감소(증가)	(47.5)	(56.6)	(21.0)	(44.1)	(32.2)
재고자산감소(증가)	(41.1)	(59.5)	31.2	(24.9)	(18.2)
매입채무증가(감소)	56.1	93.9	(1.7)	41.2	30.1
투자현금	(97.5)	(172.7)	(54.5)	(42.0)	(32.6)
단기투자자산감소	2.5	(2.4)	(9.0)	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	(9.2)	(4.6)	0.1	0.0	0.0
설비투자	(89.6)	(81.2)	(45.7)	(40.3)	(30.9)
유무형자산감소	0.8	(84.5)	0.3	(0.4)	(0.4)
재무현금	124.9	150.1	26.3	(42.0)	(31.0)
차입금증가	38.6	160.1	26.3	(39.0)	(28.0)
자본증가	86.4	(10.0)	0.0	(3.0)	(3.0)
배당금지급	6.3	10.0	0.0	3.0	3.0
현금 증감	51.1	(29.3)	57.0	(42.4)	5.5
총현금흐름(Gross CF)	69.8	60.1	66.0	68.5	88.6
(-) 운전자본증가(감소)	14.5	45.9	(27.4)	27.0	19.4
(-) 설비투자	89.6	81.2	45.7	40.3	30.9
(+) 자산매각	0.8	(84.5)	0.3	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	(33.6)	(151.4)	48.1	0.9	37.9
(-) 기타투자	9.2	4.6	(0.1)	0.0	0.0
잉여현금	(42.8)	(156.0)	48.1	0.9	37.9

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.0	884.0	1,200.3	1,343.4	1,545.1
증가율 (Y-Y,%)	41.9	16.8	35.8	11.9	15.0
영업이익	52.6	35.1	58.2	78.8	104.6
증가율 (Y-Y,%)	46.4	(33.2)	65.5	35.5	32.8
EBITDA	65.2	55.4	82.4	104.5	131.0
영업외손익	(6.1)	(9.9)	(9.8)	(18.8)	(16.9)
순이자수익	(6.7)	(9.0)	(16.6)	(21.5)	(19.6)
외화관련손익	(0.6)	(3.2)	2.6	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	46.5	25.3	48.3	60.0	87.7
당기순이익	31.4	15.5	32.4	42.0	61.4
지배기업당기순이익	34.8	18.9	39.6	51.2	74.9
증가율 (Y-Y,%)	66.5	(50.6)	108.8	29.7	46.1
NOPLAT	35.6	21.6	39.0	55.2	73.2
(+) Dep	12.5	20.2	24.2	25.7	26.4
(-) 운전자본투자	14.5	45.9	(27.4)	27.0	19.4
(-) Capex	89.6	81.2	45.7	40.3	30.9
OpFCF	(56.0)	(85.3)	44.9	13.6	49.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	38.3	31.0	21.1	20.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	13.0	17.4	14.4	43.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	21.4	22.3	17.0	33.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	(0.5)	19.7	10.2	58.2
영업이익률(%)	7.0	4.0	4.8	5.9	6.8
EBITDA마진(%)	8.6	6.3	6.9	7.8	8.5
순이익률(%)	4.2	1.8	2.7	3.1	4.0

주요투자지표

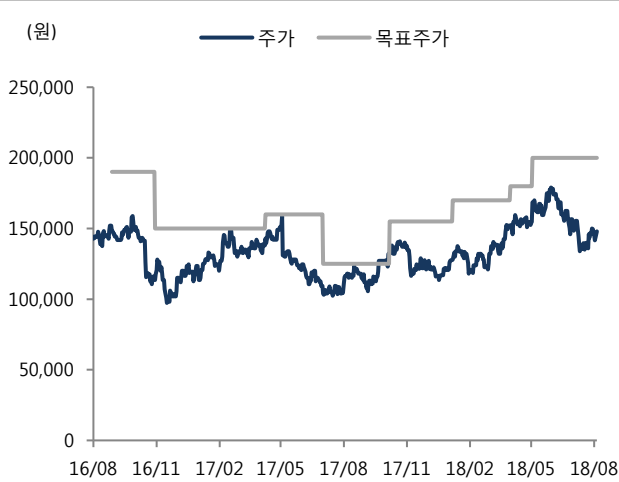
결산기	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Per share Data					
EPS	3,865	2,095	3,940	5,098	7,449
BPS	23,438	24,237	26,895	30,777	36,588
DPS	1,000	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	30.9	55.8	37.6	29.0	19.9
PBR	5.1	4.8	5.5	4.8	4.0
EV/ EBITDA	21.2	27.8	22.1	17.4	13.6
배당수익율	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	15.4	17.5	22.5	21.7	16.8
PSR	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	221.2	309.0	290.0	253.4	212.9
Net debt/Equity	86.8	158.9	128.6	112.7	84.5
Net debt/EBITDA	276.0	655.6	402.1	319.8	229.2
유동비율	103.2	95.8	95.9	98.1	105.7
이자보상배율	7.9	3.9	3.5	3.7	5.3
이자비용/매출액	0.9	1.1	1.4	1.6	1.3
자산구조					
투자자본(%)	79.3	88.0	79.8	85.6	85.3
현금+투자자산(%)	20.7	12.0	20.2	14.4	14.7
자본구조					
차입금(%)	54.6	64.0	63.1	57.5	51.2
자기자본(%)	45.4	36.0	36.9	42.5	48.8

Note: EPS 는 완전회석 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 코스맥스 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2016-09-05	BUY	190,000	1년	-24.7	-14.2
2016-10-10	BUY	190,000	1년	-29.6	-18.4
2016-10-24	BUY	190,000	1년	-37.3	-31.8
2016-11-07	BUY	150,000	1년	-14.5	1.5
2016-11-30	BUY	150,000	1년	-15.2	-1.0
2017-01-09	BUY	150,000	1년	-11.7	-1.0
2017-01-09	BUY	150,000	1년	-11.7	-1.0
2017-02-15	HOLD	150,000	1년	-8.7	-1.0
2017-04-05	HOLD	150,000	1년	-8.8	-6.7
2017-04-17	HOLD	160,000	1년	-19.9	-0.9
2017-05-12	HOLD	160,000	1년	-24.1	-16.3
2017-07-10	HOLD	125,000	1년	-9.8	5.6
2017-08-10	HOLD	125,000	1년	-6.6	5.6
2017-10-16	BUY	155,000	1년	-18.1	-9.0
2017-11-14	BUY	155,000	1년	-21.5	-16.8
2018-01-15	BUY	170,000	1년	-21.9	-10.3
2018-02-14	BUY	170,000	1년	-20.6	-10.3
2018-04-09	BUY	180,000	1년	-14.5	-11.4
2018-05-11	BUY	200,000	1년	-21.8	-10.5
2018-07-09	BUY	200,000	1년	-28.2	-22.3
2018-08-14	BUY	200,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)

매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상

중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외

매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하

산업 (향후 12개월 기준)

비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승

중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준

비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2018.06.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.0%	25.0%	0.0%