

코스맥스 (192820 KS)

3Q18 Review: 안팎으로 가장 마음 편한 실적

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY (Maintain)	
Target Price	200,000 원
현재주가	120,500 원
목표수익률	66.0%
<hr/>	
Key Data	2018년 11월 07일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	2,078.69
<hr/>	
Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,211.0
발행주식수 (백만주)	10.0
외국인 지분율 (%)	25.1
52 주 고가 (원)	179,500
52 주 저가 (원)	105,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	13.5
<hr/>	
주요주주 (%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.0
국민연금공단	10.0

3Q18 매출액 yoy +50.9%, 영업이익 yoy +163.6% 시현

코스맥스의 3Q18 연결실적은 매출액 3,146억원, 영업이익 132억원으로 당사 전망치 및 컨센서스에 대체로 부합하였다. (당사 추정치 괴리율: 매출액 2.3%, 영업이익 14.1%) 지역별로, 먼저 국내에서 yoy +40.3%로 비수기임에도 불구하고 지난 분기에 이어 전년 대비 고성장이 지속되었다. 국내 매출 호조는 전년도 기저효과 외에도 홈쇼핑 채널향 히트제품 발생, 생활용품 신규 공급 시작, 꾸준한 수출 증가세에 기인하였다. 다만, 별도 기준 OPM은 급격한 외형 성장에도 불구하고 인력확충 및 근로시간 제한 영향으로 인건비가 8억원 증가하고, 원가율이 높은 마스크 시트의 비중이 계속해서 15%대로 높은 수준을 유지함에 따라 상반기 대비 낮은 2.4%를 기록하였다. 또한, 중국은 상해 및 광저우의 매출이 지난 분기 성장을 둔화 우려를 불식시키기에 충분한 yoy +35.6%, +45.0%를 각각 기록하였다. 상해는 기존 고객사의 신규 품목 관련한 프로젝트가 하반기 들어 진행되었고, 광저우 역시 활발한 신규고객의 영입을 추진했던 결과로 파악된다. 미국은 코스맥스 USA와 누월드가 합해 462억원의 매출로 qoq +19.4%를 기록했으며, 누월드의 빠른 이익 개선 효과에 힘입어 미국 전체적으로 순손실이 qoq +14억원 개선된 한편, 영업이익으로는 드디어 BEP 수준까지 도달하였다. 인도네시아 역시 yoy, qoq 소폭 개선된 25억원의 매출을 달성하였으며 손실폭이 줄어 마찬가지로 영업이익 기준으로 BEP까지 올라왔으며, 태국 법인도 매출 44억원과 BEP 수준의 영업이익을 기록하였다.

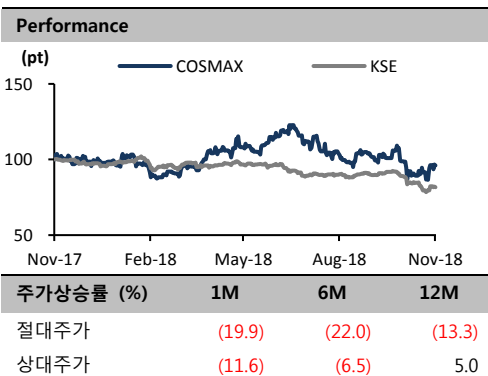
국내 비용 증가와 영업외손실 증가했으나, 견조한 국내외 성장을 부각

이번 실적에서 아쉬운 점은 국내 인건비 증가에 따른 마진 하락과 외환 관련 평가손익의 축소이다. 그러나, 이보다는 견조한 매출 성장률이 지속되고 있음에 더욱 주목해야 한다는 판단이다. 국내 인력 충원은 역으로 수주 증가로 인한 가동률 상승에서 비롯되고, 중국 역시 재차 안정적인 성장률을 기록한 한편, 미국과 동남아 등에서 수익성 회복을 동반한 매출 성장이 발생하고 있다는 사실을 주지하는 것이 바람직하다.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지

코스맥스에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 20만원을 유지한다. 올해에 이어 내년에도 업종 내 가장 안정적인 이익 증가세가 지속될 전망이다.

Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	757.0	884.0	1,239.7	1,388.8
증감률 YoY (%)	41.9	16.8	40.2	12.0
영업이익 (십억원)	52.6	35.1	58.4	80.3
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.7	5.8
순이익 (십억원)	34.8	18.9	37.3	51.9
EPS (원)	3,864.9	2,095.1	3,710.9	5,165.9
EPS 증감률 (%)	67.9	(45.8)	77.1	39.2
P/E (x)	30.9	55.8	32.5	23.3
EV/EBITDA (x)	21.2	27.8	19.4	15.2
ROE (%)	22.5	8.8	15.3	17.9
P/B (x)	5.1	4.8	4.5	3.9

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 코스맥스 3Q18 실적 요약

(십억원)	3Q18F	3Q18P	차이	3Q17	증가율	2Q18	증가율
	(당사추정)	(회사잠정)	(%)	(실제치)	(yoy %)	(실제치)	(qoq %)
매출액	297.7	314.6	5.7	208.5	50.9	327.5	-3.9
영업이익	13.1	13.2	0.8	5.0	163.6	18.6	-28.9
영업이익률(%)	4.4	4.2	-0.2%p	2.4	1.8%p	5.7	-1.5%p
당기순이익	6.0	4.2	-30.0	2.9	47.4	9.7	-56.9
당기순이익률(%)	2.0	1.3	-0.7%p	1.4	-0.1%p	3.0	-1.6%p

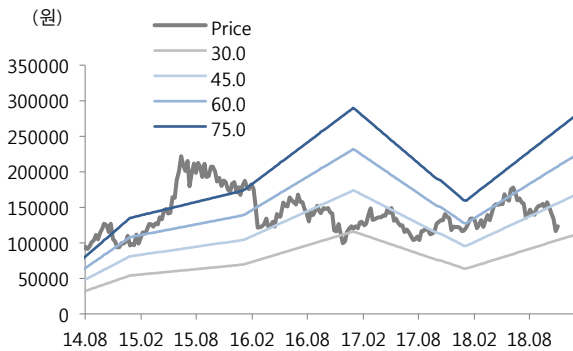
Source: 코스맥스, Baro Research Center

Exhibit 2. 코스맥스 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,239.7	1,388.8	1,212.8	1,377.1	2.2	0.9
영업이익	58.4	80.3	59.3	80.0	-1.5	0.4
당기순이익	30.3	41.9	32.8	41.7	-7.7	0.5
EPS(지배주주)	3,710.9	5,165.9	3,988.7	5,058.3	-7.0	2.1
영업이익률 (%)	4.7	5.8	4.9	5.8	-0.2%p	0.0%p
당기순이익률 (%)	2.4	3.0	2.7	3.0	-0.3%p	0.0%p

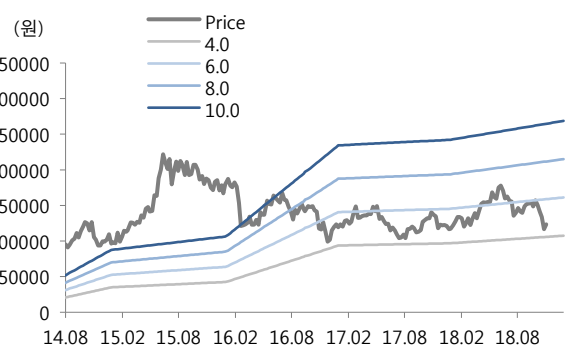
Source: Baro Research Center

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	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액(억원)	TOTAL	2,191	2,323	2,085	2,240	2,887	3,275	3,146	3,088	8,840	12,397	13,888
	국내	1,423	1,377	1,192	1,290	1,524	1,902	1,673	1,617	5,282	6,715	7,403
	중국	770	1,055	880	1,007	991	1,216	1,202	1,241	3,712	4,650	5,291
	상하이	677	922	775	894	804	1,065	1,050	1,045	3,268	3,964	4,396
	광저우	93	134	105	113	188	151	152	196	445	687	895
	인도네시아	29	19	23	19	17	24	25	23	90	89	146
	미국	72	63	119	126	155	145	182	152	381	634	741
	뉴월드	0	0	0	0	273	242	280	248	0	1,043	1,094
	아이큐어	12	9	17	15	19	21	22	19	52	81	89
	연결조정 및 기타	(11)	(20)	(15)	(22)	(9)	(27)	(24)	(21)	(68)	(82)	(88)
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	26.3	17.5	12.0	12.2	31.8	41.0	50.9	37.9	16.8	40.2	12.0
	국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	7.1	38.2	40.3	25.3	4.5	27.1	10.2
	중국	35.1	33.0	26.7	40.4	28.7	15.2	36.7	23.2	33.8	25.3	13.8
	상하이	33.8	28.1	22.0	33.8	18.7	15.5	35.6	16.9	29.2	21.3	10.9
	광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	102.2	13.0	45.0	72.9	43.6	54.4	30.4
	인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	(40.0)	31.4	7.9	17.3	201.0	(0.6)	63.3
	미국	155.3	36.3	189.1	111.5	115.4	127.8	52.0	21.1	116.9	66.5	16.9
	뉴월드	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.9
	아이큐어	62.2	(20.8)	7.4	43.5	61.0	135.0	30.0	30.0	17.5	55.2	10.0
	연결조정 및 기타	0.0	25.0	9.8	111.3	(19.4)	37.3	62.7	(2.5)	32.8	20.4	7.4
<i>Sales portion %</i>	국내	65.0	59.3	57.2	57.6	52.8	58.1	53.2	52.4	59.8	54.2	53.3
	중국	35.1	45.4	42.2	45.0	34.3	37.1	38.2	40.2	42.0	37.5	38.1
	상하이	30.9	39.7	37.1	39.9	27.8	32.5	33.4	33.8	37.0	32.0	31.7
	광저우	4.2	5.8	5.0	5.1	6.5	4.6	4.8	6.3	5.0	5.5	6.4
	인도네시아	1.3	0.8	1.1	0.9	0.6	0.7	0.8	0.7	1.0	0.7	1.1
	미국	3.3	2.7	5.7	5.6	5.4	4.4	5.8	4.9	4.3	5.1	5.3
	뉴월드	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	7.4	8.9	8.0	0.0	8.4	7.9
	아이큐어	0.5	0.4	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
	연결조정 및 기타	(0.5)	(0.9)	(0.7)	(1.0)	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.6)
영업이익(억원)	TOTAL	94	143	50	64	104	186	132	161	351	584	803
	국내	80	70	24	15	50	77	40	53	188	221	330
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	10.6	29.7	163.6	152.8	(33.2)	66.1	37.6
	국내	(29.3)	(47.6)	(76.2)	(83.2)	(37.0)	10.8	69.6	260.3	(56.6)	17.5	49.6
OPM (%)	TOTAL	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.2	5.2	4.0	4.7	5.8
	국내	5.6	5.1	2.0	1.1	3.3	4.1	2.4	3.3	3.6	3.3	4.5
<i>yoy %p</i>	<i>TOTAL</i>	(3.2)	(3.0)	(4.0)	(1.9)	(0.7)	(0.5)	1.8	2.4	(3.0)	0.7	1.1
	국내	(3.5)	(5.3)	(6.0)	(5.6)	(2.3)	(1.0)	0.4	2.2	(5.0)	(0.3)	1.2

Source: 코스맥스, Baro Research Center

코스맥스(192820) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	396.2	500.3	536.9	558.3	621.8
현금성자산	69.8	42.2	71.2	35.6	62.2
매출채권	191.9	251.4	287.7	323.6	346.8
재고자산	125.1	184.7	162.4	182.7	195.8
비유동자산	269.7	433.7	469.0	485.4	489.8
투자자산	28.1	35.8	37.5	38.3	39.2
유형자산	235.9	307.2	337.5	353.7	358.0
무형자산	5.6	90.7	94.0	93.3	92.6
자산총계	665.9	934.0	1,005.9	1,043.6	1,111.7
유동부채	384.0	522.1	517.1	527.2	546.6
매입채무	161.8	255.9	219.8	247.2	265.0
유동성자부채	190.0	242.2	257.9	238.9	238.9
비유동부채	74.6	183.6	234.2	222.9	217.7
비유동자부채	59.7	163.0	215.4	203.4	197.4
부채총계	458.6	705.6	751.3	750.1	764.3
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	128.9	128.9	128.9
이익잉여금	58.1	65.2	139.9	178.8	232.6
자본조정	(3.2)	(3.2)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	207.3	228.4	254.7	293.5	347.4
투하자본	374.9	574.9	640.7	684.1	705.4
순차입금	179.9	363.0	402.1	406.6	374.0
ROA	6.3	2.4	3.8	5.1	6.5
ROE	22.5	8.8	15.3	17.9	21.0
ROIC	10.8	4.5	6.3	8.5	10.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업현금	23.5	(6.6)	23.8	41.1	66.9
당기순이익	31.4	15.5	30.3	41.9	56.8
자산상각비	12.5	20.2	24.7	26.2	26.8
운전자본증감	(26.5)	(40.8)	(41.8)	(27.8)	(17.6)
매출채권감소(증가)	(47.5)	(56.6)	(35.6)	(35.9)	(23.2)
재고자산감소(증가)	(41.1)	(59.5)	22.2	(20.3)	(13.1)
매입채무증가(감소)	56.1	93.9	(36.4)	27.4	17.8
투자현금	(97.5)	(172.7)	(50.6)	(42.7)	(31.5)
단기투자자산감소	2.5	(2.4)	(0.4)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(9.2)	(4.6)	(0.3)	0.0	0.0
설비투자	(89.6)	(81.2)	(49.7)	(41.7)	(30.4)
유무형자산감소	0.8	(84.5)	0.6	(0.0)	(0.0)
재무현금	124.9	150.1	54.6	(34.0)	(9.0)
차입금증가	38.6	160.1	57.6	(31.0)	(6.0)
자본증가	86.4	(10.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
배당금지급	6.3	10.0	3.0	3.0	3.0
현금 증감	51.1	(29.3)	28.1	(35.7)	26.4
총현금흐름(Gross CF)	69.8	60.1	72.2	68.9	84.5
(-) 운전자본증가(감소)	14.5	45.9	28.2	27.8	17.6
(-) 설비투자	89.6	81.2	49.7	41.7	30.4
(+) 자산매각	0.8	(84.5)	0.6	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(33.6)	(151.4)	(5.2)	(0.6)	36.5
(-) 기타투자	9.2	4.6	0.3	0.0	0.0
잉여현금	(42.8)	(156.0)	(5.4)	(0.6)	36.5

손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.0	884.0	1,239.7	1,388.8	1,518.8
증가율 (Y-Y,%)	41.9	16.8	40.2	12.0	9.4
영업이익	52.6	35.1	58.4	80.3	100.7
증가율 (Y-Y,%)	46.4	(33.2)	66.1	37.6	25.4
EBITDA	65.2	55.4	83.1	106.5	127.6
영업외손익	(6.1)	(9.9)	(12.4)	(20.4)	(19.5)
순이자수익	(6.7)	(9.0)	(17.3)	(23.4)	(22.5)
외화관련손익	(0.6)	(3.2)	2.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	46.5	25.3	45.9	59.9	81.2
당기순이익	31.4	15.5	30.3	41.9	56.8
지배기업당기순이익	34.8	18.9	37.3	51.9	70.4
증가율 (Y-Y,%)	66.5	(50.6)	95.0	38.4	35.6
NOPLAT	35.6	21.6	38.5	56.2	70.5
(+) Dep	12.5	20.2	24.7	26.2	26.8
(-) 운전자본투자	14.5	45.9	28.2	27.8	17.6
(-) Capex	89.6	81.2	49.7	41.7	30.4
OpFCF	(56.0)	(85.3)	(14.8)	12.9	49.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	38.3	32.5	22.4	19.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	13.0	17.5	15.1	42.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	21.4	22.6	17.8	32.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	(0.5)	17.0	10.0	54.1
영업이익률(%)	7.0	4.0	4.7	5.8	6.6
EBITDA마진(%)	8.6	6.3	6.7	7.7	8.4
순이익률 (%)	4.2	1.8	2.4	3.0	3.7

주요투자지표

결산기	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Per share Data					
EPS	3,865	2,095	3,711	5,166	7,008
BPS	23,438	24,237	26,875	30,744	36,099
DPS	1,000	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	30.9	55.8	32.5	23.3	17.2
PBR	5.1	4.8	4.5	3.9	3.3
EV/ EBITDA	21.2	27.8	19.4	15.2	12.4
배당수익율	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	15.4	17.5	16.8	17.6	14.3
PSR	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	221.2	309.0	295.0	255.5	220.0
Net debt/Equity	86.8	158.9	157.9	138.5	107.7
Net debt/EBITDA	276.0	655.6	484.0	381.8	293.2
유동비율	103.2	95.8	103.8	105.9	113.8
이자보상배율	7.9	3.9	3.4	3.4	4.5
이자비용/매출액	0.9	1.1	1.4	1.7	1.5
자산구조					
투하자본(%)	79.3	88.0	85.5	90.2	87.4
현금+투자자산(%)	20.7	12.0	14.5	9.8	12.6
자본구조					
차입금(%)	54.6	64.0	65.0	60.1	55.7
자기자본(%)	45.4	36.0	35.0	39.9	44.3

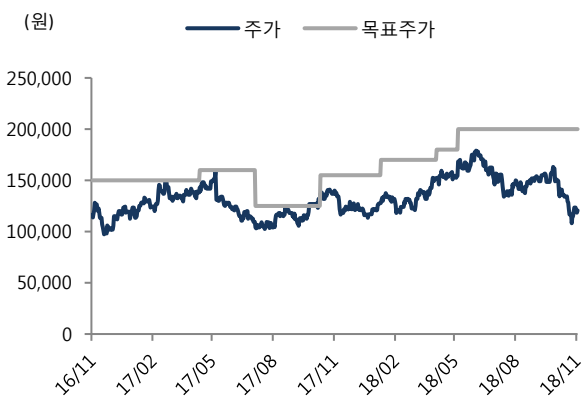
Source: Company Data, Baro Research Center

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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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	과리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
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	-25.2	-10.5
2018-07-09	BUY	200,000	1년	-28.7	-18.5
2018-08-14	BUY	200,000	1년	-29.0	-18.5
2018-10-01	BUY	200,000	1년	-33.7	-18.5
2018-11-08	BUY	200,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12 개월 기준)

매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상

중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외

매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하

산업 (향후 12 개월 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: 2018.09.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.5%	12.5%	0.0%