

화장품

Company Report
 2019.5.14

투자의견(유지) **Trading Buy**

목표주가(12M,하향) ▼ **140,000원**

현재주가(19/05/13) 121,500원

상승여력 15%

영업이익(19F,십억원) 92
 Consensus 영업이익(19F,십억원) 77

EPS 성장률(19F,%) 78.2
 MKT EPS 성장률(19F,%) -18.5
 P/E(19F,x) 21.0
 MKT P/E(19F,x) 11.7
 KOSPI 2,079.01

시가총액(십억원) 1,221
 발행주식수(백만주) 10
 유동주식비율(%) 71.4
 외국인 보유비중(%) 31.0
 베타(12M) 일간수익률 1.20
 52주 최저가(원) 108,000
 52주 최고가(원) 179,000

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
 절대주가 -14.7 3.8 -27.9
 상대주가 -8.4 3.5 -14.1



[글로벌 소비자]

정우창

02-3774-6753

wcchung@miraeasset.com

코스맥스 (192820)

일시적인 중국 성장 둔화

1Q19 실적 리뷰

5월 13일 장 종료 후, 동사는 부진한 1분기 실적을 발표하였다.

매출과 당기순이익은 각각 3,278억원(+13.5% YoY), 90억원(-3.4% YoY)을 기록하였다. 지배 주주 당기순이익은 시장 기대치와 유사 하였으나, 매출액은 시장 기대치를 3% 하회하였다.

국내 고객으로부터의 견고한 수주 흐름이 올해 1분기 내내 지속됨에 따라, 1분기 국내 매출 (연결 매출의 56.4%)은 전년 동기 대비 24.8% 증가하면서, 시장 기대치를 충족하였다.

1분기 기준 연결 매출의 30.8%를 차지한 중국 매출은 당초 중국 현지 화장품 업체로부터의 견고한 수주 흐름과 현지 업체의 중국 화장품 매스마켓 내 지속적인 점유율 상승에 힘입어 전년동기대비 20% 이상 성장할 것으로 기대되었다.

그러나, 중국 현지 화장품 업체들의 수주가 하반기에 집중됨에 따라 1분기 중국 매출 성장률은 전년 대비 4.6% 수준에 그쳤다.

전반적인 중국 매스 화장품 소비 트렌드가 빠르게 변화하고 있으며, 이에 따라 연초 고객들의 재고 관리가 예년에 비해서 더 강력해 지고 있기 때문이다.

당기순이익 성장률은 매출 성장률 보다는 낮은 전년동기대비 3% 감소하였다. 1) 이자 비용이 전년 대비 증가하였고, 2) 작년 1분기 중국 계열사의 높은 이익률로 인한 역기저 효과 및 3) 세율이 2018년 1분기 25%에서 올해 1분기 36.4%로 상승하였기 때문인 것으로 추정된다.

목표주가 140,000원으로 하향 조정하나 Trading Buy 투자의견 유지

중국 성장률의 일시적 둔화를 반영하여 동사의 목표주가를 기존 164,000원에서 140,000원으로 하향 조정한다. 새로운 목표 주가는 2020년 PER 20배를 적용하였으며(기존 23배), 목표배수는 화장품 브랜드 회사 목표 PER 평균 대비 30%(기존 20%)를 할인한 값이다.

3월 고점 이후, 동사의 주가는 중국 법인의 일시적 매출 성장률 둔화와 차입금 축소를 위한 자금 조달 우려로 고점 대비 22% 하락, 현재 2020년 P/E 기준 17.3배에 거래되고 있어 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 동사에 대한 Trading Buy 투자의견을 유지한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	757	884	1,260	1,479	1,704	1,953
영업이익 (십억원)	53	35	52	92	108	138
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.1	6.2	6.3	7.1
순이익 (십억원)	35	19	33	58	70	93
EPS (원)	3,752	1,876	3,246	5,785	7,007	9,237
ROE (%)	22.5	8.8	13.7	21.5	21.7	23.5
P/E (배)	31.8	62.4	40.0	21.0	17.3	13.2
P/B (배)	5.7	5.4	5.6	4.3	3.6	2.9
배당수익률 (%)	0.8	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q19 리뷰 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	YoY (%)	QoQ (%)	1Q19 (당사 추정치)	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	13.5	-0.3	351.1	-6.6	337.7	-2.9
영업이익	10.4	18.6	13.3	10.1	13.5	30.1	34.1	14.5	-6.3	14.9	-9.1
세전이익	10.1	16.6	6.7	2.8	10.5	3.2	nm	12.6	-16.8	13.1	-19.9
당기순이익	9.3	11.9	5.3	6.2	9.0	-3.4	nm	8.6	5.2	9.3	-3.2
영업이익률 (%)	3.6	5.7	4.2	3.1	4.1	0.5	1.1	4.1	0.0	4.4	-0.3
세전이익률 (%)	3.5	5.1	2.1	0.9	3.2	-0.3	2.3	3.6	-0.4	3.9	-0.7
당기순이익률 (%)	3.2	3.6	1.7	1.9	2.7	-0.5	0.9	2.4	0.3	2.8	-0.0

자료: 코스맥스, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 부문별 매출 및 당기순이익 전망

(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	373.9	375.3	392.4
한국	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	214.8	183.9	195.6
중국	99.1	121.6	120.2	136.7	103.7	138.1	150.0	162.6
미국	42.8	38.7	46.2	37.7	43.0	46.2	55.3	50.7
기타	-5.6	-22.9	-19.0	-15.1	0.4	-25.1	-13.8	-16.5
영업이익	10.4	18.6	13.3	10.1	13.5	19.3	20.5	22.5
당기순이익(지배주주)	9.3	11.9	5.3	6.2	9.0	9.8	10.7	28.6
한국	3.8	9.8	1.8	5.9	8.1	12.2	5.7	4.5
중국	7.1	4.7	5.0	11.4	5.7	8.3	7.0	11.6
미국	-3.8	-3.2	-1.8	-12.3	-4.5	-0.9	-1.2	-2.7
기타	2.3	0.6	0.3	1.1	-0.3	-9.9	-0.9	15.2
매출구성비(%)								
한국	52.8	58.1	53.2	51.6	56.4	57.4	49.0	49.8
중국	34.3	37.1	38.2	41.6	30.8	36.9	40.0	41.4
미국	14.8	11.8	14.7	11.5	12.7	12.3	14.7	12.9
기타	-2.0	-7.0	-6.0	-4.6	0.1	-6.7	-3.7	-4.2
Chg (YoY)								
매출액	31.8	41.0	50.9	46.8	13.5	14.2	19.3	19.3
한국	7.1	38.2	40.3	31.4	24.8	12.9	9.9	15.4
중국	28.7	15.2	36.7	35.7	4.6	13.6	24.8	18.9
미국	493.2	509.9	286.7	199.8	0.4	19.3	19.7	34.6
영업이익	10.6	29.7	163.9	58.3	30.1	3.8	54.6	123.3
당기순이익(지배주주)	172.5	12.6	60.4	281.0	-3.4	-17.2	102.9	363.9
한국	-4.2	63.0	-25.9	-367.1	114.8	24.7	212.6	-23.8
중국	57.5	-44.9	31.9	162.0	-19.5	77.8	41.8	1.7
미국	-35.7	-42.3	-54.2	162.4	-	-	-	-
이익률(%)								
영업이익률	3.6	5.7	4.1	3.1	4.1	5.2	5.5	5.7
당기순이익률	3.2	3.6	1.7	1.9	2.7	2.6	2.8	7.3

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 부문별 매출 및 이익 전망

(십억원)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	757.0	884.0	1,259.7	1,478.9	1,704.4	1,952.7
한국	505.5	528.2	679.4	784.4	874.4	975.2
중국	283.9	371.2	477.6	554.4	656.0	770.7
미국	17.6	172.1	165.3	195.1	231.9	266.2
기타	-50.1	-53.5	-61.9	-55.1	-57.9	-59.5
영업이익	52.6	35.1	52.3	91.6	108.3	138.4
영업외수익	-6.1	-9.9	-16.1	-15.2	-15.8	-16.5
경상이익	46.5	25.3	36.2	76.3	92.5	121.9
당기순이익(지배주주)	34.8	18.9	32.6	58.1	70.4	92.8
매출구성비(%)						
한국	66.8	59.8	53.9	53.0	51.3	49.9
중국	37.5	42.0	37.9	37.5	38.5	39.5
미국	2.3	19.5	13.1	13.2	13.6	13.6
기타	-6.6	-6.1	-4.9	-3.7	-3.4	-3.0
Chg (YoY)						
매출액		16.8	42.5	17.4	15.2	14.6
한국		4.5	28.6	15.5	11.5	11.5
중국		30.8	28.7	16.1	18.3	17.5
미국			-4.0	18.0	18.8	14.8
영업이익		-33.2	48.9	74.9	18.2	27.8
경상이익		-45.7	43.5	110.7	21.1	31.8
당기순이익(지배주주)		-45.8	73.0	78.2	21.1	31.8
이익률(%)						
영업이익률	7.0	4.0	4.2	6.2	6.3	7.1
경상이익률	6.1	2.9	2.9	5.2	5.4	6.2
당기순이익률	4.6	2.1	2.6	3.9	4.1	4.8

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

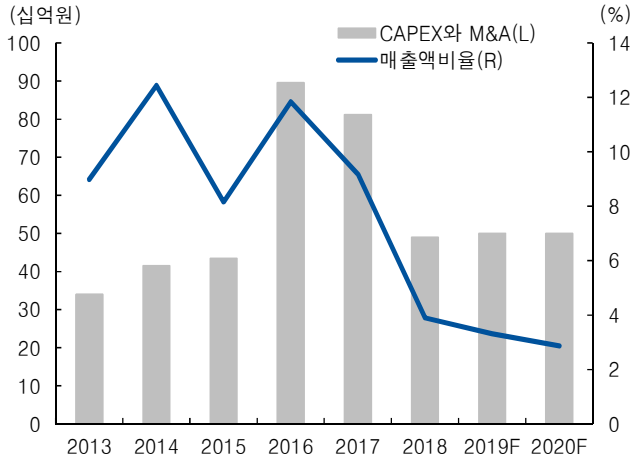
표 4. Free cash flow 추정

(십억원)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross cashflow	54.7	50.4	47.0	79.8	92.7	114.4
당기순이익	31.4	15.5	21.1	51.9	62.9	82.9
감가상각비/무형자산상각비	12.5	20.2	25.6	27.7	29.5	31.2
기타	10.7	14.7	0.3	0.3	0.3	0.3
운전자본 증감	-31.2	-57.0	-94.3	-36.4	-57.5	-50.3
영업활동에서의 현금흐름	23.5	-6.6	-47.3	43.4	35.1	64.0
유형자산 증감	-89.6	-81.2	-49.0	-50.0	-50.0	-50.0
Free cashflow	-66.2	-87.8	-96.3	-6.6	-14.9	14.0

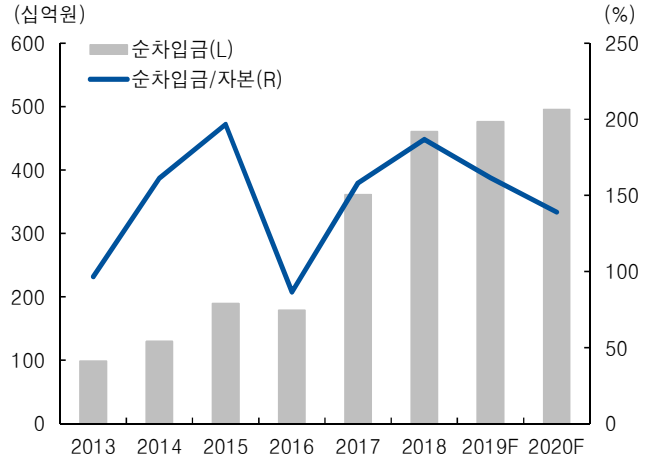
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 설비투자비용 추이



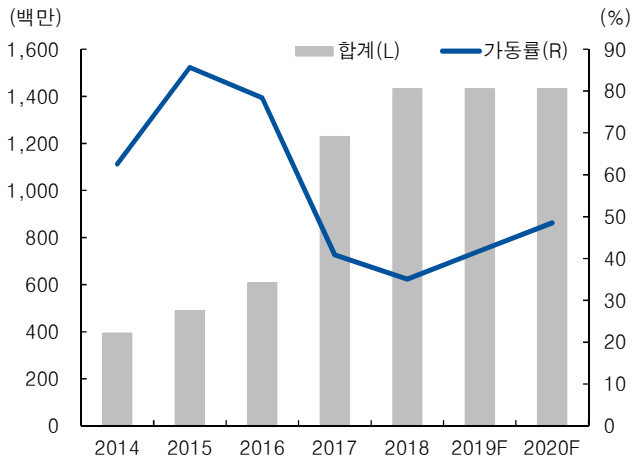
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 순차입금 추이



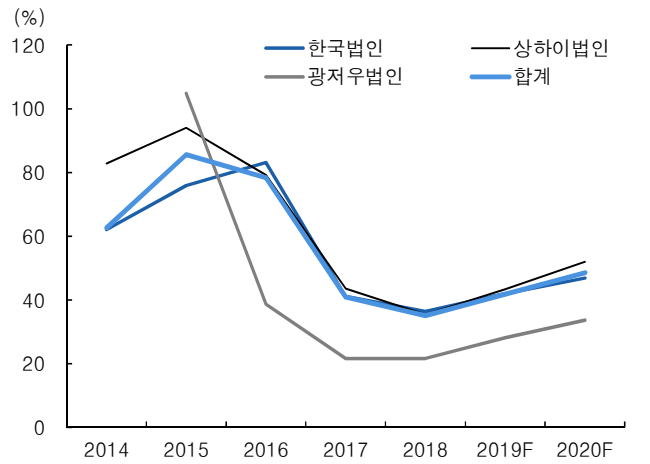
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 한국과 중국 캐파 추이



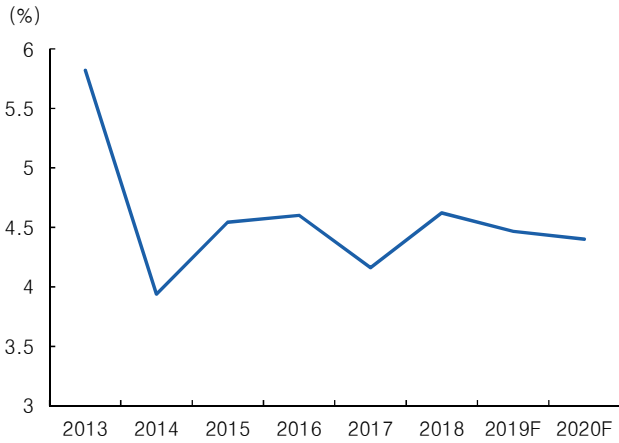
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 한국과 중국 가동률 추이



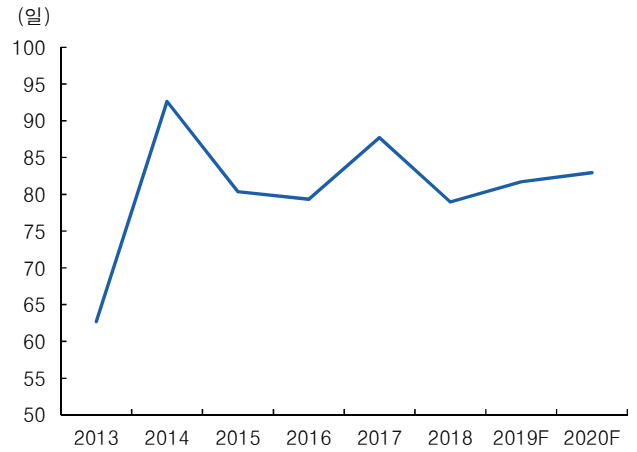
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 매출채권 회전율 추이



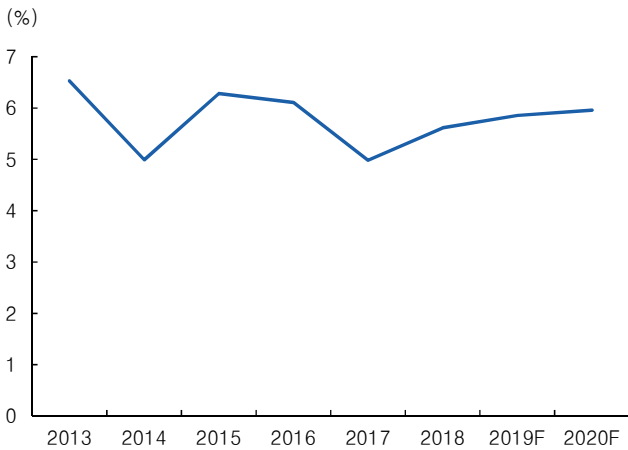
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 매출채권 회수기간 추이



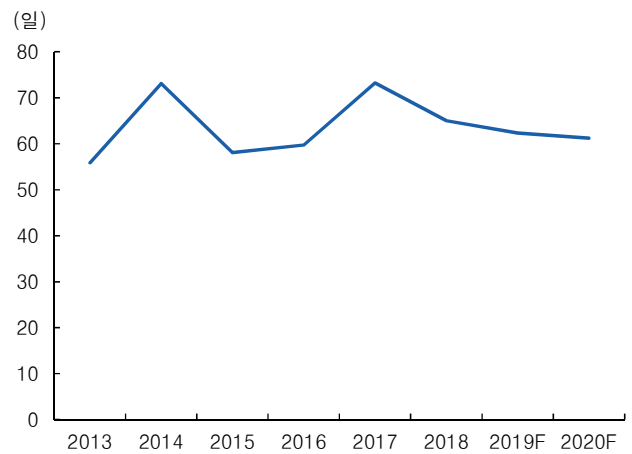
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 재고자산 회전율 추이



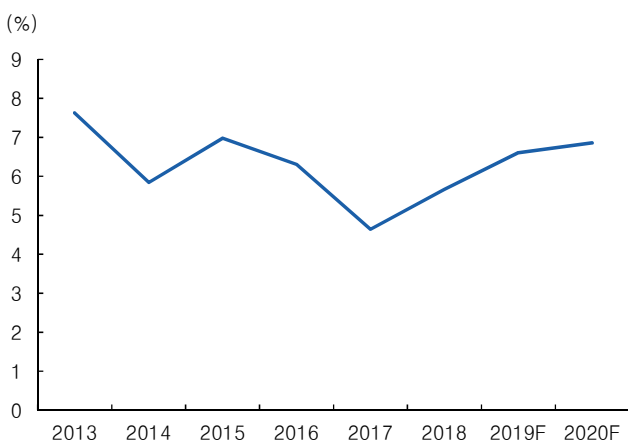
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 재고자산 소진 기간 추이



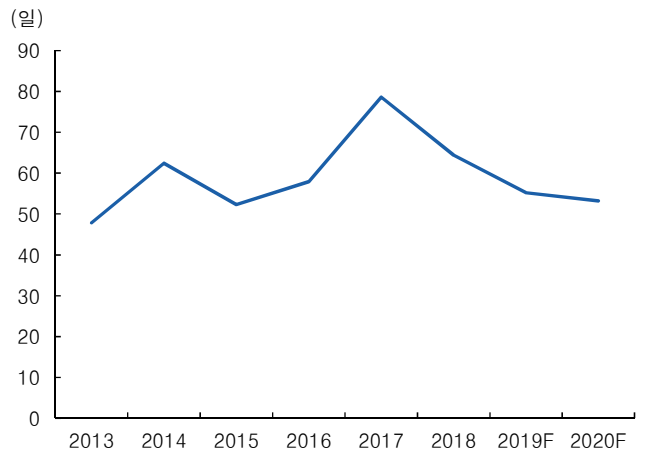
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 매입채무 회전율 추이



자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 매입채무 지급 기간 추이



자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,260	1,479	1,704	1,953
매출원가	1,105	1,273	1,465	1,667
매출총이익	155	206	239	286
판매비와관리비	102	114	131	147
조정영업이익	52	92	108	138
영업이익	52	92	108	138
비영업손익	-16	-16	-16	-16
금융손익	-18	-19	-20	-20
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	76	92	122
계속사업법인세비용	15	24	30	39
계속사업이익	21	52	63	83
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	52	63	83
지배주주	33	58	70	93
비지배주주	-12	-6	-8	-10
총포괄이익	22	52	63	83
지배주주	33	58	70	93
비지배주주	-11	-6	-8	-10
EBITDA	78	119	138	170
FCF	-104	-7	-15	14
EBITDA 마진율 (%)	6.2	8.0	8.1	8.7
영업이익률 (%)	4.1	6.2	6.3	7.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	3.9	4.1	4.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	596	711	809	929
현금 및 현금성자산	35	62	64	95
매출채권 및 기타채권	322	384	442	507
재고자산	209	231	262	281
기타유동자산	30	34	41	46
비유동자산	466	479	500	519
관계기업투자등	1	0	0	0
유형자산	333	354	376	395
무형자산	96	89	88	88
자산총계	1,062	1,191	1,309	1,447
유동부채	650	698	751	804
매입채무 및 기타채무	231	288	314	341
단기금융부채	371	370	390	410
기타유동부채	48	40	47	53
비유동부채	169	198	203	209
장기금융부채	145	163	163	163
기타비유동부채	24	35	40	46
부채총계	820	895	954	1,013
지배주주지분	266	282	339	415
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	129	151	151	151
이익잉여금	135	132	192	272
비지배주주지분	-24	13	16	20
자본총계	242	295	355	435

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-55	43	35	64
당기순이익	21	52	63	83
비현금수익비용가감	66	52	59	70
유형자산감가상각비	24	27	29	30
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	41	24	29	39
영업활동으로인한자산및부채의변동	-114	-36	-58	-50
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	-54	-55	-61
재고자산 감소(증가)	-25	-22	-32	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-26	24	14	13
법인세납부	-10	-24	-30	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	-57	-50	-50	-50
유형자산처분(취득)	-48	-50	-50	-50
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	9	0	0	0
기타투자활동	-16	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	107	7	17	17
장단기금융부채의 증가(감소)	111	10	20	20
자본의 증가(감소)	-22	0	0	0
배당금의 지급	-3	-3	-3	-3
기타재무활동	21	0	0	0
현금의 증가	-4	0	2	31
기초현금	39	62	62	64
기말현금	35	62	64	95

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	40.0	21.0	17.3	13.2
P/CF (x)	14.9	11.7	10.0	8.0
P/B (x)	5.6	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA (x)	22.6	14.5	12.5	10.1
EPS (원)	3,246	5,785	7,007	9,237
CFPS (원)	8,709	10,374	12,164	15,261
BPS (원)	23,423	28,055	33,734	41,312
DPS (원)	600	310	313	330
배당성향 (%)	28.6	6.0	5.0	4.0
배당수익률 (%)	0.5	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	42.5	17.4	15.2	14.6
EBITDA증가율 (%)	41.8	52.6	16.0	23.2
조정영업이익증가율 (%)	48.6	76.9	17.4	27.8
EPS증가율 (%)	73.0	78.2	21.1	31.8
매출채권 회전을 (회)	4.6	4.4	4.4	4.4
재고자산 회전을 (회)	6.4	6.7	6.9	7.2
매입채무 회전을 (회)	5.7	6.6	6.8	7.3
ROA (%)	2.1	4.6	5.0	6.0
ROE (%)	13.7	21.5	21.7	23.5
ROIC (%)	4.7	8.8	9.0	10.5
부채비율 (%)	338.9	303.3	268.7	232.9
유동비율 (%)	91.6	101.9	107.7	115.5
순차입금/자기자본 (%)	194.3	169.3	138.6	110.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	4.7	5.4	6.6

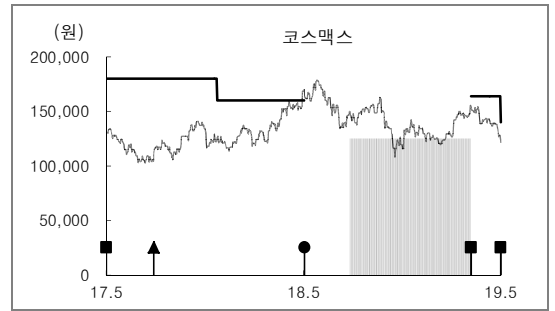
자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

코스맥스

일시적인 중국 성장 둔화

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스(192820)				
2019.05.13	Trading Buy	140,000	-	-
2019.03.19	Trading Buy	164,000	-13.02	-5.79
2018.08.07	분석 대상 제외	-	-	-
2018.05.15	중립	-	-	-
2017.12.04	매수	160,000	-15.59	6.25
2017.08.09	매수	180,000	-33.38	-21.67
2017.05.11	Trading Buy	180,000	-31.13	-11.94



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(—), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.