

매수 (유지)

목표주가 45,000원
현재가 (11/20) 33,900원

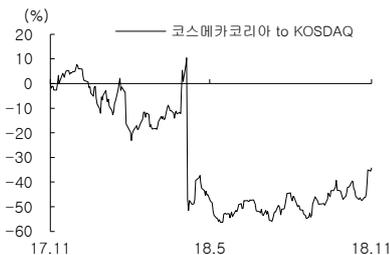
KOSDAQ (11/20)	690.81pt
시가총액	362십억원
발행주식수	10,680천주
액면가	500원
52주 최고가	44,850원
최저가	24,700원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	14.2%
배당수익률 (2018F)	0.7%

주주구성	
박은희 외 3인	38.95%
박선기 외 2인	6.29%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	22%	3%	22%
절대기준	14%	-18%	7%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	45,000	45,000	-
EPS(18)	1,815	1,815	-
EPS(19)	1,966	1,966	-

코스메카코리아 상대주가 (%)



코스메카코리아 (241710)

신대륙 진출로 레벨업 VS 중국 회복 필요

잉글우드랩 인수 성적표 A+

코스메카코리아의 3분기는 무엇 보다 미국법인(신규)의 매출액 398억원 및 영업이익률 12.3% 시현에 있는 것으로 판단된다. 우선 1)한국은 온라인 고객사의 수주 증가, 로드샵 및 홈쇼핑 고객사의 회복이 있었던 반면 2)중국인 오프라인 고객사의 수주량 감소였던 반면에 온라인 고객사에 대응 미흡의 영향을 받았다. 3)미국은 3분기 연결 실적에서 기대 이상의 결과를 시현했다. 구잉글우드랩의 80여개 고객사들의 매출 개선과 한국 법인의 고객 확대로 생산성 효율화(잉글우드랩 영업이익률 12.3%)를 시현했기 때문이다. 다만 중국의 영업적자는 매출액 감소에 따른 고정비 부담 등의 영향 때문이나 다소 우려가 되는 부분이다.

중국의 아쉬움을 미국의 가능성으로

한국법인의 3분기는 계절적 비수에 추석에 따른 생산성 하락, 인센티브 및 주 52시간 근무제로 영업이익률의 0.5%~1% 일시적 하락이 추정된다. 반면에 홈쇼핑과 로드샵 고객사들의 안정화가 나타나고 있어 4분기 수익성 개선이 가능할 전망이다. 중국의 매출액 및 수익성 감소는 온라인 채널의 경쟁심화와 이에 대한 동사의 대응력이 떨어진 영향 때문으로 판단된다. 국내의 경쟁사들의 신공장 확대가 상해 인근으로 집중되고 2019년엔 경쟁이 더욱 치열해질 전망이다. 그럼에도 미국법인은 인수 반년 만에 매니지먼트 개선에 따른 생산성 효율화로 과거 대비 약 2%p 이상의 영업이익률 상승이 나타나며 서프라이즈를 시현한 것으로 판단된다.

2018년 상반기, 목표주가 45,000원 매수유지

코스메카코리아의 목표주가 45,000원과 매수의견을 유지한다. 국내 화장품 업계는 M/S의 60~70%를 차지하는 면세점 내 다이공 규제 이슈가 부각되고 있어 최근 Valuation 조정이 집중되었다. 또한 중국은 IPO이후 300억원의 투자가 집행된 지역으로 신공장을 통한 생산 효율화를 위해서는 구체적인 영업력 개선이 요구된다. 그러나 동사는 한국 내 신규 고객사 발굴로 사업 모델의 안정화, 미국과의 시너지 연계도 속도를 내고 있어 전사적 사업 역량은 레벨 업을 강화할 전망이다.

(단위: 십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	165	182	317	404	481
영업이익	13	11	23	31	42
세전이익	13	11	23	25	36
지배주주순이익	12	10	19	21	28
EPS(원)	1,349	845	1,815	1,966	2,593
증가율(%)	114.7	-37.4	114.8	8.3	31.9
영업이익률(%)	7.9	6.0	7.3	7.8	8.8
순이익률(%)	7.0	5.4	6.1	5.2	5.8
ROE(%)	18.0	9.1	15.5	14.4	16.5
PER	41.5	76.9	18.7	17.2	13.1
PBR	5.7	6.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.8	21.1	12.0	9.8	7.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 39. 코스메카코리아 지역별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %, %o)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2017	2018	yoy
매출액	506	499	373	446	532	796	953	891	1,823	3,172	74.0
한국법인	449	461	305	391	463	702	490	515	1,605	2,170	35.2
미국법인	-	-	-	-	-	-	398	335	-	733	-
중국법인	89	84	91	96	83	113	89	96	361	381	5.5
연결조정	-32	-46	-23	-41	-15	-19	-24	-55	-143	-113	-
영업이익	48	52	5	4	6	96	60	69	109	232	110.6
영업이익률	9.5	10.5	1.3	0.9	1.2	12.1	6.3	7.3	6.0	7.3	1.3
세전이익	42	56	11	1	23	98	50	61	107	230	116.0
순이익	35	49	7	9	21	80	45	48	99	194	95.1

자료: 코스메카코리아, IBK투자증권

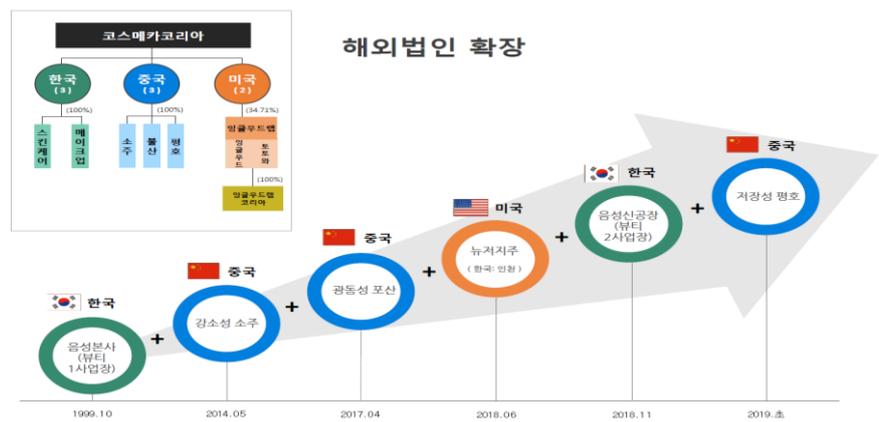
표 40. 목표주가 45,000원, 매수유지

(단위: 원, 천 주)

	유지
2018년F EPS / 12개월 Forward EPS 2019F EPS	1,815/ 1,953 1,966
Target P/E	23배 (BK화장품 커버리지 평균 대비 5% 프리미엄 적용 하반기 내수 신규 고객사의 비중 안정화, 미국 사업 포트폴리오 확대, 다만 잉글우드랩과의 연결 회계에 따른 일시적 부담 적용)
보유순현금	10억원
목표주가 (발행주식수 10,680)	45,000

자료: IBK투자증권

그림 44. 해외법인 확장 현황



자료: 코스메카코리아, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	165	182	317	404	481
증가율(%)	66.6	10.4	74.0	27.2	19.1
매출원가	130	143	254	324	385
매출총이익	35	39	63	80	96
매출총이익률(%)	21.3	21.4	19.8	19.7	20.0
판매비	22	28	40	48	54
판매비율(%)	13.3	15.3	12.5	12.0	11.2
영업이익	13	11	23	31	42
증가율(%)	105.5	-16.3	110.6	35.2	35.2
영업이익률(%)	7.9	6.0	7.3	7.8	8.8
순금융손익	0	0	-1	-7	-6
이자손익	0	0	-2	-8	-7
기타	0	-1	1	1	0
기타영업외손익	0	0	1	1	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	13	11	23	25	36
법인세	2	1	4	4	8
법인세율	14.1	6.9	15.9	16.6	22.0
계속사업이익	12	10	19	21	28
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	10	19	21	28
증가율(%)	128.8	-13.7	95.1	8.3	31.9
당기순이익률(%)	7.0	5.4	6.1	5.2	5.8
지배주주당기순이익	12	10	19	21	28
기타포괄이익	0	-1	1	0	0
총포괄이익	11	9	20	21	28
EBITDA	16	15	33	41	50
증가율(%)	79.5	-6.9	125.9	21.9	24.2
EBITDA마진율(%)	9.6	8.1	10.5	10.1	10.5

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,349	845	1,815	1,966	2,593
BPS	9,816	10,624	12,790	14,556	16,949
DPS	0	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	41.5	76.9	18.7	17.2	13.1
PBR	5.7	6.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.8	21.1	12.0	9.8	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	66.6	10.4	74.0	27.2	19.1
EPS증가율	114.7	-37.4	114.8	8.3	31.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	18.0	9.1	15.5	14.4	16.5
ROA	10.8	6.8	8.6	6.9	8.5
ROIC	26.5	15.6	15.8	12.1	15.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	36.4	33.1	70.0	60.0	54.0
순차입금 비율(%)	-45.8	-31.8	-0.7	-1.8	-13.0
이자보상배율(배)	32.2	113.0	8.4	3.9	6.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.1	5.8	8.9	9.2	9.1
재고자산회전율	13.1	11.9	16.8	18.0	19.1
총자산회전율	1.6	1.2	1.4	1.3	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	101	91	141	145	187
현금및현금성자산	50	38	66	30	23
유가증권	0	0	2	32	62
매출채권	31	32	40	48	58
재고자산	15	15	22	22	28
비유동자산	42	61	156	165	151
유형자산	38	53	105	101	96
무형자산	1	3	44	43	42
투자자산	2	2	6	19	11
자산총계	143	151	297	310	338
유동부채	36	35	68	71	72
매입채무및기타채무	23	22	31	34	38
단기차입금	2	2	14	11	10
유동성장기부채	0	0	5	10	10
비유동부채	2	3	54	46	46
사채	0	0	12	12	12
장기차입금	0	0	35	25	25
부채총계	38	38	122	116	119
지배주주지분	105	113	137	155	181
자본금	3	3	5	5	5
자본잉여금	70	70	72	72	72
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-1	0	0	0
이익잉여금	32	41	60	79	104
비지배주주지분	0	0	38	38	38
자본총계	105	113	175	194	219
비이자부채	36	35	56	58	62
총차입금	2	2	67	58	57
순차입금	-48	-36	-1	-4	-29

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4	10	58	25	25
당기순이익	12	10	19	21	28
비현금성 비용 및 수익	7	6	14	15	15
유형자산감가상각비	3	4	9	9	7
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본변동	-14	-4	28	-4	-11
매출채권등의 감소	-8	-1	7	-8	-10
재고자산의 감소	-6	-1	27	0	-5
매입채무등의 증가	2	0	-7	3	4
기타 영업현금흐름	0	-1	-3	-8	-7
투자활동 현금흐름	-13	-22	-77	-50	-27
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-21	-15	-5	-3
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-60	-13	9
기타	0	0	-2	-32	-33
재무활동 현금흐름	56	0	46	-12	-8
차입금의 증가(감소)	-5	0	18	-10	0
자본의 증가	72	0	0	0	0
기타	-12	0	29	-2	-8
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	47	-12	28	-37	-9
기초현금	3	50	38	66	30
기말현금	50	38	66	30	21