[3Q19 Review] 상세 법인은 아쉽지만 수익성 개선은 긍정적

- 3Q19 매출액 3,174 억원( YoY +17%) 영업이익 104 억원( YoY -23%) 기록
- 컨센서스 매출액과 영업이익이 3,316 억원과 119 억원을 각각 -4%, -14% 하회
- 실적 하회의 주요 원인은 지속되는 상쇄법인 영향과 10년만의 적자 전환에 기인
- 다만, 누월드, 인나. 국내 법인의 구조적인 수익성 개선은 내년도 전사 이익에 긍정적
- 투자견고 Buy 유지하나, 중국 성장률 둔화로 반영해 목표주가는 110,000 원으로 하향

부채를 겪고 있는 상대 vs 회복세 컨센서스 미국

코스맥스의 3Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,174 억원( YoY +17%)과 104 억원( YoY -23%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익이 3,316 억원과 119 억원을 각각 -4%, -14% 하회하는 실적을 시현하였다. 중국 상쇄법인 매출 성장률은 YoY -21%로 2분기에 이어 큰 폭의 역성장장을 이어갔으며, 10년 만에 적자(-10 억원 전환)전환하여 전사 실적을 끌어내려하였다. 중국 시장의 경제 실화로 매출의 대부분을 차지하던 기존 오프라인 고객사들의 수주가 늦게 퍼져들고, 이에 따라 상반기부터 신규 고객 창출을 위해 노력 중이지만 본격적인 성장기는 시기나 조속할 것으로 보인다. 상세한 분석은 1분기부터 생산을 시작했던 '메시드테이프'의 외형 고장상에 따른 수주 증가로 매출액이 YoY +68% 증가하였으며, OPM은 17% 수준을 기록한 것으로 추정된다. 미국의 경우, 누월드의 탄아라운드가 돕하였다. 3분기 누월드 매출액은 228 억 원으로 YoY -15% 하락했지만, QoQ로는 +39% 증가하였으며, 공장의 생산성 향상으로 4개 분기 만에 하락전환(+16 억 추월)에 성공했고, 미국법인 매출액은 9년째 상속해 상승률 226 억 원( YoY +24%)을 기록하였다. 외형 성장에 따라 3분기 순실접부는 -18 억원 내외까지 축소된 것으로 파악되며, 연간 미국법인 전반 영업순손실은 -10 억 내외 수준으로 정상화. 국내는 여름철 비수기 영향으로 매출액이 YoY +2.5% 증가하는데 그쳤다. 다만, 1) 공장 자동화 실패에 따른 효율 증가가 2) 생산인력의 숭련도 향상. 그리고 3) 스킨케어 내 고마진 카테고리 비중가 증가하며 영업이익이 YoY +63%로 개선된 것으로 기록하였다.

투자견고 Buy 유지, 목표주가 110,000 원으로 하향

코스맥스에 대한 투자견고 Buy를 유지하나, 목표주가는 110,000 원으로 하향한다. 목표주가 하향은 화장품 ODM 시장의 브로케어사상의 탑재재착법은 해심 요인인 "중국 성장률"의 둔화와 임시적인 영향에 대한 보완, 기존에 할인 적용하지 않았던 피어 밸류에이션을 15% 할인 적용한 데에 기인한다. 한편, 중국 시장의 경제 실화로 성장률 둔화가 예상보다 정격화되고 있지만, 1) 국내 ODM 사들의 품질감과 R&D 경쟁력은 여전히 글로벌 우위를 점하고 있고, 2) 고격도 네트워크화의 중국 내수성장은 회복과 미국 내수를 필두로 한 전사 수익성 개선 기대감을 보인다.
### 코스맥스 분기별 실적 추정

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>단위</th>
<th>Value</th>
<th>Multiple</th>
<th>Fair Value</th>
<th>비고</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1Q19</td>
<td>심리저</td>
<td>390</td>
<td>273</td>
<td>10,652</td>
<td>12M fwd PER을 15% 할인 적용</td>
</tr>
<tr>
<td>2Q19</td>
<td>천주</td>
<td>100,46</td>
<td></td>
<td></td>
<td>12M fwd PER을 15% 할인 적용</td>
</tr>
<tr>
<td>3Q19P</td>
<td>원</td>
<td>106,036</td>
<td></td>
<td></td>
<td>발행 주식수 - 자기주식수</td>
</tr>
<tr>
<td>4Q19E</td>
<td>원</td>
<td>110,000</td>
<td></td>
<td></td>
<td>Upside +37.7%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: Bloomberg, SK 증권
<table>
<thead>
<tr>
<th>일시</th>
<th>투자의견</th>
<th>목표주가</th>
<th>목표가격 대상시점</th>
<th>괴리율</th>
<th>평균주가대비(최고(최저)주가대비)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2019.11.14</td>
<td>매수</td>
<td>110,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.10.17</td>
<td>매수</td>
<td>130,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.09.14</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.08.15</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.07.28</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.06.24</td>
<td>매수</td>
<td>145,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.05.11</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.04.15</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.02.18</td>
<td>매수</td>
<td>145,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.01.24</td>
<td>매수</td>
<td>135,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.08</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.10.15</td>
<td>매수</td>
<td>170,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.09.30</td>
<td>매수</td>
<td>200,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.09.11</td>
<td>매수</td>
<td>180,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.08.16</td>
<td>중립</td>
<td>135,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.02.14</td>
<td>중립</td>
<td>135,000원</td>
<td>6개월</td>
<td>17.11</td>
<td>18.6 19.1 19.8</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Compliance Notice**

- 작성자전명성: 본 조사분석자료의 제공된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 아닙니다.
- 당사는 자본공개와 현재 해외기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 종목별 투자편의는 다음과 같습니다.
- 투자편의 3 단계 6개월 기간 15%이상 → 매수 / 15%~15% → 중립 / -15%이하 → 매도.

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 11월 14일 기준)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>매수</th>
<th>중립</th>
<th>매도</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>86.27%</td>
<td>13.73%</td>
<td>0%</td>
</tr>
</tbody>
</table>
### 재무상태표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>유동자산</td>
<td>500</td>
<td>596</td>
<td>669</td>
<td>728</td>
<td>828</td>
</tr>
<tr>
<td>현금및현금성자산</td>
<td>39</td>
<td>35</td>
<td>117</td>
<td>132</td>
<td>179</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채권및기타채권</td>
<td>251</td>
<td>322</td>
<td>302</td>
<td>326</td>
<td>356</td>
</tr>
<tr>
<td>임대차채권</td>
<td>185</td>
<td>229</td>
<td>221</td>
<td>239</td>
<td>261</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동자산</td>
<td>434</td>
<td>466</td>
<td>476</td>
<td>477</td>
<td>451</td>
</tr>
<tr>
<td>장기금융자산</td>
<td>16</td>
<td>15</td>
<td>11</td>
<td>11</td>
<td>11</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산</td>
<td>307</td>
<td>333</td>
<td>341</td>
<td>340</td>
<td>313</td>
</tr>
<tr>
<td>무형자산</td>
<td>91</td>
<td>96</td>
<td>101</td>
<td>101</td>
<td>102</td>
</tr>
<tr>
<td>자산총계</td>
<td>934</td>
<td>1,062</td>
<td>1,145</td>
<td>1,205</td>
<td>1,279</td>
</tr>
<tr>
<td>유동부채</td>
<td>522</td>
<td>690</td>
<td>734</td>
<td>763</td>
<td>797</td>
</tr>
<tr>
<td>단기융자온부채</td>
<td>242</td>
<td>371</td>
<td>378</td>
<td>378</td>
<td>378</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채무 및 기타채무</td>
<td>256</td>
<td>231</td>
<td>304</td>
<td>329</td>
<td>359</td>
</tr>
<tr>
<td>단기앙당부채</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동부채</td>
<td>184</td>
<td>169</td>
<td>155</td>
<td>158</td>
<td>157</td>
</tr>
<tr>
<td>장기융자온부채</td>
<td>163</td>
<td>145</td>
<td>129</td>
<td>133</td>
<td>133</td>
</tr>
<tr>
<td>장기부채 및 기타채무</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>장기앙당부채</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>부채총계</td>
<td>706</td>
<td>820</td>
<td>889</td>
<td>921</td>
<td>955</td>
</tr>
<tr>
<td>자본의원자본</td>
<td>218</td>
<td>265</td>
<td>299</td>
<td>333</td>
<td>366</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>자본의원자본</td>
<td>151</td>
<td>129</td>
<td>129</td>
<td>129</td>
<td>129</td>
</tr>
<tr>
<td>기타자본구성요소</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주식</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>이익잉여금</td>
<td>65</td>
<td>135</td>
<td>165</td>
<td>206</td>
<td>259</td>
</tr>
<tr>
<td>비액자부채</td>
<td>10</td>
<td>-24</td>
<td>-36</td>
<td>-49</td>
<td>-62</td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>228</td>
<td>242</td>
<td>256</td>
<td>284</td>
<td>324</td>
</tr>
<tr>
<td>부채및여타자본</td>
<td>934</td>
<td>1,062</td>
<td>1,145</td>
<td>1,205</td>
<td>1,279</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 현금흐름표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>재무활동현금흐름</td>
<td>163</td>
<td>145</td>
<td>129</td>
<td>133</td>
<td>133</td>
</tr>
<tr>
<td>자본의원자본</td>
<td>218</td>
<td>265</td>
<td>299</td>
<td>333</td>
<td>366</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>기타자본구성요소</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주식</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>이익잉여금</td>
<td>65</td>
<td>135</td>
<td>165</td>
<td>206</td>
<td>259</td>
</tr>
<tr>
<td>비액자부채</td>
<td>10</td>
<td>-24</td>
<td>-36</td>
<td>-49</td>
<td>-62</td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>228</td>
<td>242</td>
<td>256</td>
<td>284</td>
<td>324</td>
</tr>
<tr>
<td>부채및여타자본</td>
<td>934</td>
<td>1,062</td>
<td>1,145</td>
<td>1,205</td>
<td>1,279</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 포괄손익계산서

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>884</td>
<td>1,260</td>
<td>1,328</td>
<td>1,438</td>
<td>1,567</td>
</tr>
<tr>
<td>매출원가</td>
<td>772</td>
<td>1,105</td>
<td>1,163</td>
<td>1,257</td>
<td>1,388</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익</td>
<td>112</td>
<td>155</td>
<td>166</td>
<td>181</td>
<td>199</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익률 (%)</td>
<td>12.7</td>
<td>12.3</td>
<td>12.5</td>
<td>12.6</td>
<td>12.7</td>
</tr>
<tr>
<td>영업비용</td>
<td>77</td>
<td>102</td>
<td>113</td>
<td>100</td>
<td>98</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률 (%)</td>
<td>40.4</td>
<td>39.2</td>
<td>39.7</td>
<td>39.6</td>
<td>39.7</td>
</tr>
<tr>
<td>비영업손익</td>
<td>-10</td>
<td>-16</td>
<td>-17</td>
<td>16</td>
<td>16</td>
</tr>
<tr>
<td>비 영업이익 (%)</td>
<td>9</td>
<td>18</td>
<td>19</td>
<td>18</td>
<td>18</td>
</tr>
<tr>
<td>외환관련손익</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>순상여분</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>재현금등장업이익</td>
<td>25</td>
<td>36</td>
<td>35</td>
<td>64</td>
<td>84</td>
</tr>
<tr>
<td>재현금등장업이익비율 (%)</td>
<td>29</td>
<td>29</td>
<td>27</td>
<td>45</td>
<td>54</td>
</tr>
<tr>
<td>개별사업이익</td>
<td>10</td>
<td>15</td>
<td>14</td>
<td>25</td>
<td>33</td>
</tr>
<tr>
<td>개별사업이익비율 (%)</td>
<td>16</td>
<td>21</td>
<td>21</td>
<td>39</td>
<td>51</td>
</tr>
<tr>
<td>중단사업이익</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>'예성부채'</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>당기손익</td>
<td>16</td>
<td>21</td>
<td>21</td>
<td>39</td>
<td>51</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익률 (%)</td>
<td>18.7</td>
<td>16.3</td>
<td>16.3</td>
<td>16.3</td>
<td>16.3</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주주</td>
<td>19</td>
<td>33</td>
<td>33</td>
<td>51</td>
<td>63</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주주순이익률 (%)</td>
<td>21.3</td>
<td>25.9</td>
<td>25.1</td>
<td>35.4</td>
<td>40.2</td>
</tr>
<tr>
<td>비자주주</td>
<td>-3</td>
<td>-12</td>
<td>-12</td>
<td>-12</td>
<td>-12</td>
</tr>
<tr>
<td>종합손익율 (%)</td>
<td>16</td>
<td>22</td>
<td>20</td>
<td>38</td>
<td>50</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주주</td>
<td>19</td>
<td>33</td>
<td>33</td>
<td>51</td>
<td>63</td>
</tr>
<tr>
<td>비자주주</td>
<td>-3</td>
<td>-11</td>
<td>-13</td>
<td>-13</td>
<td>-13</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>55</td>
<td>78</td>
<td>83</td>
<td>113</td>
<td>130</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 주요자산지표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>884</td>
<td>1,260</td>
<td>1,328</td>
<td>1,438</td>
<td>1,567</td>
</tr>
<tr>
<td>매출원가</td>
<td>772</td>
<td>1,105</td>
<td>1,163</td>
<td>1,257</td>
<td>1,388</td>
</tr>
<tr>
<td>재무활동현금흐름</td>
<td>163</td>
<td>145</td>
<td>129</td>
<td>133</td>
<td>133</td>
</tr>
<tr>
<td>자본의원자본</td>
<td>218</td>
<td>265</td>
<td>299</td>
<td>333</td>
<td>366</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>기타자본구성요소</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>자기주식</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>이익잉여금</td>
<td>65</td>
<td>135</td>
<td>165</td>
<td>206</td>
<td>259</td>
</tr>
<tr>
<td>비액자부채</td>
<td>10</td>
<td>-24</td>
<td>-36</td>
<td>-49</td>
<td>-62</td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>228</td>
<td>242</td>
<td>256</td>
<td>284</td>
<td>324</td>
</tr>
<tr>
<td>부채및여타자본</td>
<td>934</td>
<td>1,062</td>
<td>1,145</td>
<td>1,205</td>
<td>1,279</td>
</tr>
</tbody>
</table>