

2017. 1. 16



▲ **유통/화장품**  
Analyst **양지혜**  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr

# 코스맥스 192820

## 지속 성장 이상 無

- ✓ 4Q 매출액 1,771억원 (+30.5% YoY), 영업이익 81억원 (+62.0% YoY) 예상
- ✓ 1월 중순 중국 색조 2공장과 2월 초 국내 공장 증설 후 상반기 가동 본격화
- ✓ 높은 매출 성장과 함께 자동화 설비 강화로 하반기 영업이익률 개선세 뚜렷할 전망
- ✓ 화장품 산업 변화의 흐름에 가장 안정적인 대안
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 160,000원 유지

### Buy

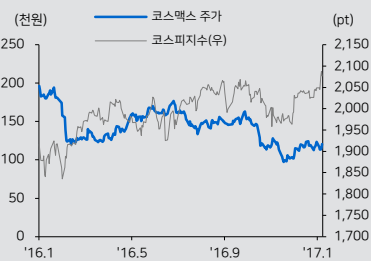
**적정주가 (12개월)** 160,000 원  
**현재주가 (1.13)** 120,500 원  
**상승여력** 32.8%

KOSPI	2,076.79pt
시가총액	12,110억원
발행주식수	1,005만주
유통주식비율	71.80%
외국인비중	22.68%
52주 최고/최저가	196,500원 / 97,300원
평균거래대금	111.2억원

<b>주요주주(%)</b>	
코스맥스비티아이 외 4인	26.0
국민연금	12.5

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	6.64	-26.75	-38.68
상대주가	2.80	-28.47	-37.10

**주가그래프**



### 4Q 영업이익 81억원 (+62.0% YoY) 전망

코스맥스의 4분기 실적은 매출액 1,771억원 (+30.5% YoY), 영업이익 81억원 (+62.0% YoY)을 기록할 전망이다. 2015년 연구소 조직을 개편한 이후 신제품들이 다양하게 출시되면서 내수 부진에도 새로운 기능과 제형의 제품들이 수요를 꾸준히 이끌어내고 있다. 다만 4분기 인센티브 및 인건비 증가로 시장 컨센서스 (영업 이익 93억원) 대비 영업이익이 소폭 하회할 전망이다.

### 2017년 국내와 중국 Capa 증설로 높은 성장 지속될 전망

코스맥스의 2017년 실적은 매출액 9,205억원 (+25.3%YoY), 영업이익 671억원 (+30.8% YoY)이 예상된다. 1월 중순 중국 색조 2공장과 2월 초 국내 공장 증설 후 가동이 본격화될 예정이다. 초기 가동률 수준을 감안할 때 상반기까지는 영업이익률이 소폭 하락하겠지만 하반기부터는 높은 매출 성장과 함께 자동화 설비 강화로 이익률 개선 효과가 뚜렷할 전망이다. 중국 정부의 소비세 폐지에 따른 중국 로컬 고객사들의 적극적인 색조 시장 공략과 시세이도 및 존슨앤존슨의 글로벌 신규 수출도 점차 가시화될 것으로 예상된다.

### 화장품 산업 변화의 흐름에 가장 안정적인 대안

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy와 적정주가 160,000원을 유지한다. 코스맥스는 전 세계 화장품 시장이 색조 중심으로 성장이 강화되고 있는 가운데 혁신적인 신제품들로 고객 다변화와 해외 수출 성과가 두드러지고 있다. 국내 화장품 시장의 합리적 소비 패턴 강화와 온라인 등 신채널의 성장 또한 유리하다. 전반적인 체질 개선이 이루어지면서 하반기에 접어들수록 현금흐름과 영업이익률 개선도 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	334.0	24.3	16.6	2,170	N/A	8,377	44.8	11.6	33.2	18.9	304.4
2015	533.3	35.9	21.2	2,297	5.9	9,997	78.1	17.9	40.9	23.8	354.8
2016E	734.4	51.3	31.6	3,406	48.3	11,701	35.1	10.2	20.4	28.7	311.3
2017E	920.5	67.1	45.5	4,526	32.9	27,594	26.6	4.4	16.3	22.5	131.4
2018E	1,124.4	78.7	55.1	5,480	21.1	32,419	22.0	3.7	14.0	18.0	119.2

표1 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	177.1	135.7	30.5	186.1	-4.8	186.1	-4.8
영업이익	8.1	5.0	62.0	11.9	-31.9	9.3	-12.9
지배주주순이익	4.3	1.1	290.9	6.7	-35.8	4.2	2.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	746.1	927.8	734.4	920.5	-1.6	-0.8
영업이익	51.1	65.9	51.3	67.1	0.4	1.8
지배주주순이익	31.4	44.5	31.6	45.5	0.6	2.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	533.3	173.5	197.7	186.1	177.1	734.4	211.1	247.5	230.9	231.1	920.5
증가율 (% YoY)	37.3	49.1	33.3	40.0	30.5	37.7	21.7	25.2	24.0	30.5	25.3
국내	372.5	123.9	128.0	123.7	124.5	500.1	142.5	147.2	148.4	149.4	587.5
중국 연결	202.6	57.0	79.4	63.5	62.2	262.1	74.1	103.2	85.7	84.0	347.0
인도네시아	1.7	0.5	0.5	0.6	1.0	2.6	0.7	0.8	1.0	1.5	3.9
미국	1.9	2.8	4.7	4.1	4.4	16.0	3.8	6.3	5.8	6.2	22.0
비중 (%)											
국내	69.8	71.5	64.8	66.4	70.3	68.1	67.5	59.5	64.3	64.7	63.8
중국 연결	38.0	32.9	40.1	34.1	35.1	35.7	35.1	41.7	37.1	36.4	37.7
인도네시아	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4
미국	0.4	1.6	2.4	2.2	2.5	2.2	1.8	2.5	2.5	2.7	2.4
증가율 (% YoY)											
국내	28.2	53.0	29.5	39.2	20.0	34.3	15.0	15.0	20.0	20.0	17.5
중국 연결	62.4	32.2	32.4	25.7	27.0	29.4	30.0	30.0	35.0	35.0	32.4
인도네시아	50.0	23.0	39.5	18.5	15.0	55.5	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
미국		1735.1	2227.0	3128.1	215.0	752.2	35.0	35.0	40.0	40.0	37.7
매출원가	445.2	144.8	162.3	158.5	150.5	616.2	177.3	204.2	191.6	194.1	767.2
증가율 (% YoY)		19.2	47.8	35.9	-66.2	38.4	9.3	28.9	27.3	-68.5	24.5
매출원가율 (%)	83.5	83.5	82.1	85.1	85.0	83.9	84.0	82.5	83.0	84.0	83.3
매출총이익	88.1	28.6	35.4	27.7	26.6	118.2	33.8	43.3	39.2	37.0	153.3
증가율 (% YoY)		49.5	32.2	19.9	39.0	34.2	18.0	22.4	41.9	39.1	29.7
매출총이익률 (%)	16.5	16.5	17.9	14.9	15.0	16.1	16.0	17.5	17.0	16.0	16.7
판관비	52.2	15.5	17.2	15.8	18.4	66.9	18.4	21.5	22.7	23.7	86.2
증가율 (% YoY)		34.9	33.0	15.7	30.7	28.3	18.2	24.8	43.7	28.8	28.8
판관비율 (%)	9.8	9.0	8.7	8.5	10.4	9.1	8.7	8.7	9.8	10.3	9.4
영업이익	35.9	13.1	18.2	11.9	8.1	51.3	15.4	21.9	16.6	13.2	67.1
증가율 (% YoY)	25.3	71.7	31.8	25.8	62.0	42.9	17.9	20.2	39.4	62.5	30.8
영업이익률 (%)	6.7	7.5	9.2	6.4	4.6	7.0	7.3	8.8	7.2	5.7	7.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>중국</b>										
매출액	23.1	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	262.1	347.0	433.8
증가율 (% YoY)	61.4	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	29.4	32.4	25.0
생산량	1,500	1,900	4,218	6,372	8,300	13,766	22,715	29,529	38,388	46,065
증가율 (% YoY)	15.4	26.7	122.0	51.1	30.3	65.9	65.0	30.0	30.0	20.0
Capa	4,500	6,000	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	32,000	50,000	60,000
증가율 (% YoY)	0.0	33.3	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	0.0	56.3	20.0
가동률 (%)	33.3	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8
<b>국내</b>										
매출액		155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	500.1	587.5	675.7
증가율 (% YoY)			13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	34.3	17.5	15.0
생산량		9,550	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	20,331	23,381	26,888
증가율 (% YoY)			7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	33.0	15.0	15.0
Capa		12,000	14,000	15,000	15,000	19,000	23,000	30,000	33,000	36,000
증가율 (% YoY)			16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	10.0	9.1
가동률 (%)		79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	70.9	74.7
<b>인도네시아</b>										
매출액					1.0	1.4	1.7	2.6	3.9	10.0
증가율 (% YoY)						39.7	20.5	55.5	50.0	154.6
Capa					4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
증가율 (% YoY)						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>미국</b>										
매출액							1.9	16.0	22.0	50.0
증가율 (% YoY)								752.2	37.7	126.8
Capa						10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
증가율 (% YoY)							0.0	0.0	0.0	0.0
<b>전체 매출액</b>				<b>274.2</b>	<b>340.6</b>	<b>388.4</b>	<b>533.3</b>	<b>734.4</b>	<b>920.5</b>	<b>1,124.4</b>
증가율 (% YoY)					24.2	14.0	37.3	37.7	25.3	22.2
<b>해외</b>		24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	280.7	373.0	493.8
비중 (%)		12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	38.2	40.5	43.9

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 코스맥스(192820)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>334.0</b>	<b>533.3</b>	<b>734.4</b>	<b>920.5</b>	<b>1,124.4</b>
매출액증가율 (%)	-11.9	59.7	37.7	25.3	22.2
매출원가	277.5	445.2	616.2	767.2	933.3
매출총이익	56.4	88.1	118.2	153.3	191.2
판매비와관리비	32.1	52.2	66.9	86.2	112.4
<b>영업이익</b>	<b>24.3</b>	<b>35.9</b>	<b>51.3</b>	<b>67.1</b>	<b>78.7</b>
영업이익률 (%)	7.3	6.7	7.0	7.3	7.0
금융수익	-3.9	-5.5	-6.6	-5.5	-4.1
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	-1.0	-2.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	22.0	29.5	42.8	61.6	74.6
법인세비용	6.3	10.6	12.4	17.9	21.6
<b>당기순이익</b>	<b>15.8</b>	<b>18.9</b>	<b>30.4</b>	<b>43.7</b>	<b>53.0</b>
지배주주지분 순이익	16.6	21.2	31.6	45.5	55.1

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	<b>178.0</b>	<b>256.0</b>	<b>284.6</b>	<b>405.1</b>	<b>445.7</b>
현금및현금성자산	10.5	17.1	5.8	55.5	18.7
매출채권	92.9	142.0	163.2	204.6	249.9
재고자산	57.7	84.0	97.9	122.7	149.9
비유동자산	147.7	182.9	208.3	236.5	263.0
유형자산	132.4	162.6	187.1	214.5	239.9
무형자산	3.3	5.4	4.8	4.3	3.8
투자자산	3.6	3.9	5.3	6.7	8.1
<b>자산총계</b>	<b>325.7</b>	<b>438.9</b>	<b>492.9</b>	<b>641.6</b>	<b>708.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>199.3</b>	<b>296.3</b>	<b>322.3</b>	<b>309.2</b>	<b>325.6</b>
매입채무	50.0	77.6	87.9	110.1	140.6
단기차입금	65.7	134.6	134.6	84.6	54.6
유동성장기부채	45.3	42.3	42.3	42.3	42.3
비유동부채	45.9	46.1	50.8	55.1	59.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	34.0	33.8	33.8	33.8	33.8
<b>부채총계</b>	<b>245.2</b>	<b>342.4</b>	<b>373.1</b>	<b>364.3</b>	<b>385.4</b>
자본금	4.5	4.5	4.5	5.0	5.0
자본잉여금	59.8	59.8	59.8	180.0	180.0
기타포괄이익누계액	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	15.7	31.9	56.5	94.9	143.0
비지배주주지분	-0.3	-1.3	-2.6	-4.3	-6.4
<b>자본총계</b>	<b>80.5</b>	<b>96.5</b>	<b>119.8</b>	<b>277.3</b>	<b>323.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1.2</b>	<b>-6.5</b>	<b>32.8</b>	<b>28.6</b>	<b>43.1</b>
당기순이익(손실)	15.8	18.9	30.4	43.7	53.0
유형자산감가상각비	6.3	8.7	10.5	12.6	14.6
무형자산상각비	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	-28.9	-42.8	-8.7	-28.2	-24.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-45.6</b>	<b>-47.1</b>	<b>-37.8</b>	<b>-42.6</b>	<b>-42.9</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.5	-43.5	-35.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	2.4	-0.3	-1.5	-1.3	-1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>43.5</b>	<b>60.2</b>	<b>-6.3</b>	<b>63.7</b>	<b>-37.0</b>
차입금증감	24.6	65.6	0.0	-50.0	-30.0
자본의증가	40.0	0.0	0.0	120.8	0.0
현금의증가	-5.0	6.6	-11.4	49.7	-36.8
기초현금	15.5	10.5	17.1	5.8	55.5
기말현금	10.5	17.1	5.8	55.5	18.7

### Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,640	57,665	79,221	91,599	111,890
EPS(지배주주)	2,170	2,297	3,406	4,526	5,480
CFPS	4,864	5,690	6,516	7,983	9,327
EBITDAPS	4,041	4,872	6,732	7,983	9,327
BPS	8,377	9,997	11,701	27,594	32,419
DPS	500	700	700	700	700
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	44.8	78.1	35.1	26.6	22.0
PCR	20.5	32.4	18.3	15.1	12.9
PSR	2.2	3.1	1.5	1.3	1.1
PBR	11.6	17.9	10.2	4.4	3.7
EBITDA	30.9	45.1	62.4	80.2	93.7
EV/EBITDA	33.2	40.9	20.4	16.3	14.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	18.9	23.8	28.7	22.5	18.0
EBITDA 이익률	9.3	8.4	8.5	8.7	8.3
부채비율	304.4	354.8	311.3	131.4	119.2
금융비용부담률	1.2	1.1	0.9	0.6	0.4
이자보상배율(x)	6.0	6.3	7.6	11.3	16.9
매출채권회전율(x)	3.9	4.5	4.8	5.0	4.9
재고자산회전율(x)	6.0	7.5	8.1	8.3	8.2

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 1월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 1월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 1월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**코스맥스(192820) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.20	산업분석	Buy	175,000	송광수	
2015.05.29	기업브리프	Buy	225,000	송광수	
2015.07.20	산업브리프	Buy	225,000	송광수	
2015.09.17	산업분석	Hold	225,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Hold	225,000	송광수	
2015.11.03	기업브리프	Buy	225,000	송광수	
2015.12.10	산업분석	Buy	225,000	송광수	
담당자 변경					
2016.03.22	산업분석	Hold	155,000	양지혜	
2016.05.10	기업브리프	Buy	190,000	양지혜	
2016.08.09	기업브리프	Buy	190,000	양지혜	
2016.10.13	산업분석	Buy	190,000	양지혜	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	
2016.11.04	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지혜	
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	