



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

Buy

적정주가 (12개월)	180,000 원
현재주가 (4.7)	138,500 원
상승여력	30.0%
KOSPI	2,151.73pt
시가총액	13,919억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.80%
외국인비중	26.29%
52주 최고/최저가	177,000원 / 97,300원
평균거래대금	118.7억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.0
국민연금공단	12.5
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	6.54 -9.48 4.92
상대주가	-0.02 -14.83 3.15

주가그래프



코스맥스 192820

Smart Factory로 Level-up

- ✓ 1Q 매출액 2,074억원 (+19.5% YoY), 영업이익 151억원 (+15.4% YoY) 예상
- ✓ 중국법인 로컬 고객사들의 색조 오더 증가로 위안화 기준 40% 이상 성장 전망
- ✓ 글로벌 수출 물량 증가하면서 규모의 경제 효과와 함께 자동화 설비 구축 가능
- ✓ 빅데이터 기반의 공정 최적화와 솔루션 비즈니스 등 서비스 영역으로 확대할 계획
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 180,000원 유지

1Q 실적 시장 컨센서스 총족할 전망

코스맥스의 1분기 실적은 매출액 2,074억원 (+19.5% YoY), 영업이익 151억원 (+15.4% YoY)을 기록할 전망이다. 국내법인은 지난해 해외 수출 급증에 따른 높은 기저에도 불구하고 10%대의 안정적인 성장이 예상된다. 중국법인은 지난해 하반기부터 색조 화장품의 성장이 강화되면서 위안화 기준 40% 이상 (원화 기준 30% 이상)의 높은 매출액 증가율이 예상되며 사드 영향은 미미했던 것으로 판단한다. 그 이유는 중국 로컬 고객사 비중이 80%이고 국내 고객사들 또한 통관 이슈가 제한적인 중국 내 현지 생산을 확대하고 있기 때문이다. 다만 국내법인의 자동화 설비 구축 및 증설과 중국법인 제2공장 (색조 전용) 증설이 1분기에 완료되면서 인건비와 감가상각비 증가로 영업이익률은 전년동기대비 0.2%p 소폭 하락할 전망이다. 하반기부터는 국내법인과 중국법인의 가동률 상승에 따른 생산 효율성 향상과 글로벌 고객사들의 주문량 증가 및 자동화 비율 확대로 인도네시아법인의 매출 성장과 미국법인의 적자폭 축소가 의미있게 나타날 것으로 판단한다.

글로벌 화장품 ODM 1 위의 자존심, 스마트팩토리 전략 강화

코스맥스에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 180,000원을 유지한다. 코스맥스는 혁신적인 신제품들로 고객 다변화와 해외 수출 성과가 두드러지고 있다. 그동안 다른 품종 소량 생산의 화장품 산업 특성상 상대적으로 자동화 비율이 높지 않았지만 글로벌 수출이 확대되고 생산물량이 크게 증가하면서 규모의 경제 효과와 함께 자동화 설비 구축이 가능하게 되었다. 중장기적으로 빅데이터 기반의 공정 최적화와 함께 솔루션 비즈니스와 같은 서비스 영역으로 확대할 계획이며 이는 글로벌 화장품 ODM의 1위 기업으로서 강력한 경쟁우위로 작용할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	533.3	35.9	21.2	2,297	5.9	9,997	78.1	17.9	40.9	23.8	354.8
2016	757.0	52.6	34.8	3,752	63.4	20,429	31.8	5.8	19.2	22.5	221.2
2017E	936.3	67.8	48.5	4,830	28.7	36,323	28.7	3.8	17.4	16.7	112.9
2018E	1,139.6	85.5	63.5	6,323	30.9	41,690	21.9	3.3	14.2	16.0	102.2
2019E	1,373.2	105.7	78.5	7,813	23.6	48,543	17.7	2.9	11.7	17.1	100.7

표1 1Q17 Earnings Preview

(십억원)	1Q17E	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	207.4	173.5	19.5	199.7	3.9	211.4	-1.9
영업이익	15.1	13.1	15.3	9.5	59.7	15.7	-3.8
지배주주순이익	10.1	9.3	8.6	7.6	32.9	10.7	-5.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	935.9	1,139.7	936.3	1,139.6	0.0	0.0
영업이익	68.0	85.5	67.8	85.5	-0.3	0.0
지배주주순이익	46.1	60.0	48.5	63.5	5.2	5.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	533.3	173.5	197.7	186.1	199.7	757.0	207.4	247.7	231.1	250.1	936.3
증가율 (% YoY)	37.3	49.1	33.3	40.0	47.1	41.9	19.5	25.3	24.2	25.2	23.7
국내	372.5	123.9	128.0	123.7	129.9	505.5	137.6	147.2	148.4	155.9	589.1
중국 연결	202.6	57.0	79.4	63.5	66.8	266.7	75.2	103.2	85.7	93.6	357.7
인도네시아	1.7	0.5	0.5	0.6	1.4	3.0	0.7	0.8	1.0	2.1	4.5
미국	1.9	2.8	4.7	4.1	5.9	17.6	4.0	6.5	6.0	8.6	25.1
비중 (%)											
국내	69.8	71.5	64.8	66.4	65.0	66.8	66.3	59.4	64.2	62.3	62.9
중국 연결	38.0	32.9	40.1	34.1	33.5	35.2	36.3	41.7	37.1	37.4	38.2
인도네시아	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.4	0.3	0.3	0.4	0.8	0.5
미국	0.4	1.6	2.4	2.2	3.0	2.3	1.9	2.6	2.6	3.4	2.7
증가율 (% YoY)											
국내	28.2	53.0	29.5	39.2	25.2	35.7	11.0	15.0	20.0	20.0	16.5
중국 연결	62.4	32.2	32.4	25.7	36.4	31.7	32.0	30.0	35.0	40.0	34.1
인도네시아	50.0	23.0	39.5	18.5	243.4	77.4	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
미국		1,735.1	2,227.0	3,128.1	325.2	834.1	40.0	40.0	45.0	45.0	42.9
매출원가	445.2	144.8	162.3	158.5	173.2	638.9	173.2	204.4	193.0	210.1	780.6
증가율 (% YoY)		49.0	33.5	44.2	48.6	43.5	19.6	25.9	21.8	23.8	22.9
매출원가율 (%)	83.5	83.5	82.1	85.1	86.8	84.4	83.5	82.5	83.5	84.0	83.4
매출총이익	88.1	28.6	35.4	27.7	26.4	118.1	34.2	43.3	38.1	40.0	155.7
증가율 (% YoY)		49.5	32.2	19.9	38.3	34.0	19.6	22.5	37.8	33.6	28.0
매출총이익률 (%)	16.5	16.5	17.9	14.9	13.2	15.6	16.5	17.5	16.5	16.0	16.6
판관비	52.2	15.5	17.2	15.8	17.0	65.5	19.1	21.5	21.5	25.7	87.9
증가율 (% YoY)		34.9	33.0	15.7	20.5	25.5	23.2	25.0	36.6	25.4	27.4
판관비율 (%)	9.8	9.0	8.7	8.5	8.5	8.7	9.2	8.7	9.3	10.3	9.4
영업이익	35.9	13.1	18.2	11.9	9.5	52.6	15.1	21.9	16.6	14.3	67.8
증가율 (% YoY)		25.3	71.7	31.8	25.8	88.1	46.6	15.4	20.2	39.4	51.3
영업이익률 (%)	6.7	7.5	9.2	6.4	4.7	7.0	7.3	8.8	7.2	5.7	7.2

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표4 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
중국										
매출액	23.1	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	266.7	357.7	447.1
증가율 (% YoY)	61.4	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	31.7	34.1	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
국내										
매출액		155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	589.1	677.4
증가율 (% YoY)			13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	16.5	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
인도네시아										
매출액					1.0	1.4	1.7	3.0	4.5	10.0
증가율 (% YoY)						39.7	20.5	77.4	50.0	123.1
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
미국										
매출액							1.9	17.6	25.1	50.0
증가율 (% YoY)								834.1	42.9	99.4
Capa						10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
증가율 (% YoY)							0.0	0.0	0.0	0.0
전체 매출액			274.2	340.6	388.4	533.3	757.0	936.3	1,139.6	
증가율 (% YoY)				24.2	14.0	37.3	41.9	23.7	21.7	
해외		24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	287.2	387.3	507.1
비중 (%)		12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	37.9	41.4	44.5

자료: 코스맥스, 메리츠증권리서치센터

그림1 코스맥스 고객지향 Smart Factory 구현

고객지향 Smart Factory구현

ICT기술과 디지털 시스템/물리적 생산체계를 융합하여 공장 Operation을 혁신

Mission: 합리적인 라인구축과 신뢰성 있는 실시간 data를 기반으로 효율적인 공장을 구축하고 생산과 품질의 경쟁력을 갖춰 고객만족에 기여

▶ 자동화

생산설비 자동화

- 1) 기초충포장설비
- 2) 에어쿠션 총/포장 설비
- 3) 립스틱 충전설비
- 4) 색조포장설비
- 5) 마스크시트 충전설비

▶ 업무지능화

품질검사 공정 무인화

- 1) 라인비전시스템
 - 바코드, QR, OCR, 패턴, 코딩 검출
- 2) 마스크시트 유무 검사장비
- 3) 라벨문안검증 시스템
 - 단상자, 라벨 문안 검출
- 4) 연구품질생산시스템(WEB)
 - 부적합 공정 진행 방지
- 5) 제조이력관리시스템
 - 제조표준작업 및 오작업 방지

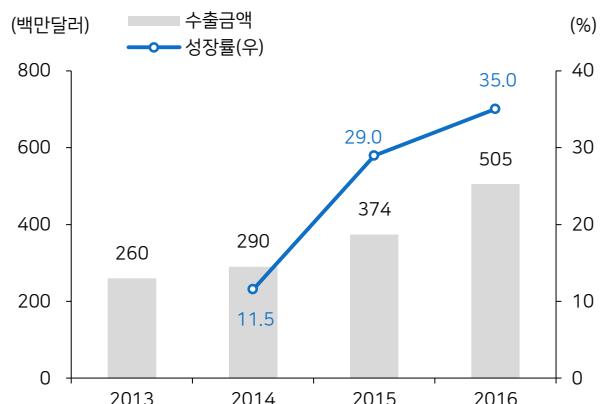
▶ Data의 가시화

Data 기반 관리 및 추적관리

- 1) POP (Point Of Production) 시스템 구축
 - 실시간 생산관리 구축
- 2) 에너지관리 시스템 구축
 - 공조/유ти리티 모니터링
- 3) SAP (System Analysis and Program Development) 도입
- 4) 설비종합효율 관리
 - DATA 기반 개선 틀 적용

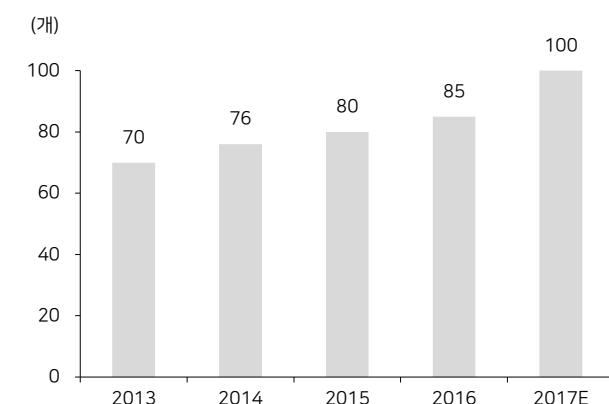
자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 국내법인 수출금액 현황



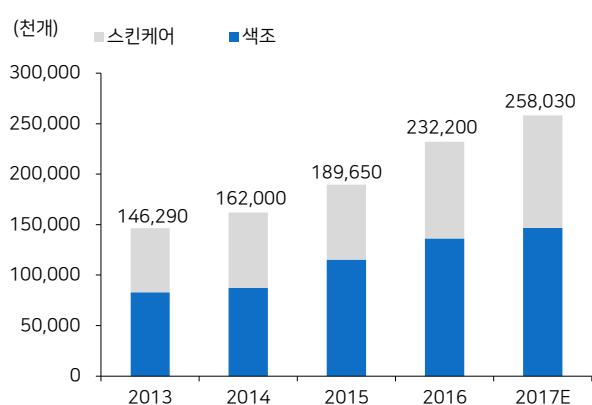
자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국내법인 수출국가 현황



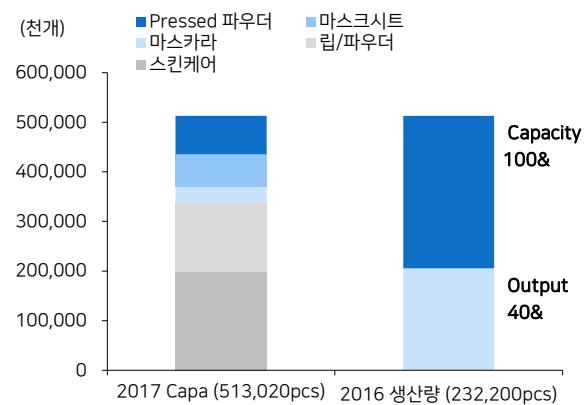
자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 국내법인 생산현황



자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 국내법인 제형별 생산설비



자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스(192820)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533.3	757.0	936.3	1,139.6	1,373.2
매출액증가율 (%)	59.7	41.9	23.7	21.7	20.5
매출원가	445.2	638.9	780.6	945.8	1,139.7
매출총이익	88.1	118.1	155.7	193.7	233.4
판매비와관리비	52.2	65.5	87.9	108.3	127.7
영업이익	35.9	52.6	67.8	85.5	105.7
영업이익률 (%)	6.7	7.0	7.2	7.5	7.7
금융수익	-5.5	-5.6	-6.0	-4.6	-4.2
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.5	46.5	61.8	80.9	101.6
법인세비용	10.6	15.0	17.9	23.5	30.6
당기순이익	18.9	31.4	43.9	57.4	71.0
지배주주지분 순이익	21.2	34.8	48.5	63.5	78.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-6.5	23.5	56.4	39.1	56.9
당기순이익(손실)	18.9	31.4	43.9	57.4	71.0
유형자산감가상각비	8.7	12.0	15.8	17.5	17.7
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	-40.2	-30.9	-3.7	-36.3	-32.2
투자활동 현금흐름	-47.1	-97.5	-64.0	-44.5	-25.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-43.5	-89.6	-60.0	-40.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-10.8	-3.5	-3.9	-4.5
재무활동 현금흐름	60.2	124.9	40.7	-40.0	-10.0
차입금증감	65.6	39.1	-70.0	-30.0	0.0
자본의증가	0.0	91.8	120.8	0.0	0.0
현금의증가	6.6	51.1	33.2	-45.5	21.7
기초현금	10.7	17.3	68.3	101.5	56.1
기말현금	17.3	68.3	101.5	56.1	77.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256.0	396.2	453.7	484.7	594.3
현금및현금성자산	17.1	68.3	101.5	56.0	77.7
매출채권	142.0	187.1	203.5	247.7	298.5
재고자산	84.0	125.1	129.4	157.4	189.7
비유동자산	182.9	269.7	316.9	342.9	349.4
유형자산	162.6	235.9	280.1	302.6	305.0
무형자산	5.4	5.6	5.2	4.7	4.3
투자자산	3.9	14.7	18.1	22.1	26.6
자산총계	438.9	665.9	770.6	827.7	943.7
유동부채	296.3	384.0	330.6	336.2	386.6
매입채무	77.6	125.1	125.3	142.4	171.6
단기차입금	134.6	172.1	102.1	72.1	72.1
유동성장기부채	42.3	17.9	17.9	17.9	17.9
비유동부채	46.1	74.6	78.2	82.2	86.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	33.8	59.7	59.7	59.7	59.7
부채총계	342.4	458.6	408.7	418.4	473.4
자본금	4.5	5.0	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	59.8	151.1	271.3	271.3	271.3
기타포괄이익누계액	1.8	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	31.9	58.1	96.6	150.1	218.6
비지배주주지분	-1.3	-3.6	-8.3	-14.4	-21.9
자본총계	96.5	207.3	361.9	409.3	470.2

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	57,665	81,656	93,171	113,394	136,639
EPS(지배주주)	2,297	3,752	4,830	6,323	7,813
CFPS	5,690	8,001	8,366	10,288	12,319
EBITDAPS	4,872	7,029	8,366	10,288	12,319
BPS	9,997	20,429	36,323	41,690	48,543
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7
(Valuation(Multiple))					
PER	78.1	31.8	28.7	21.9	17.7
PCR	32.4	14.9	16.6	13.5	11.2
PSR	3.1	1.5	1.5	1.2	1.0
PBR	17.9	5.8	3.8	3.3	2.9
EBITDA	45.1	65.2	84.1	103.4	123.8
EV/EBITDA	40.9	19.2	17.4	14.2	11.7
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	23.8	22.5	16.7	16.0	17.1
EBITDA 이익률	8.4	8.6	9.0	9.1	9.0
부채비율	354.8	221.2	112.9	102.2	100.7
금융비용부담률	1.1	0.9	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(X)	6.3	7.6	10.6	17.3	23.6
매출채권회전율(X)	4.5	4.6	4.8	5.1	5.0
재고자산회전율(X)	7.5	7.2	7.4	7.9	7.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지해)

동 자료는 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)

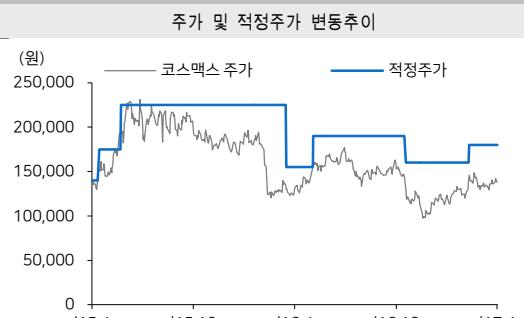
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 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	양지해	
2016.05.10	기업브리프	Buy	190,000	양지해	
2016.08.09	기업브리프	Buy	190,000	양지해	
2016.10.13	산업분석	Buy	190,000	양지해	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지해	
2016.11.04	기업브리프	Buy	160,000	양지해	
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지해	
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	양지해	
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지해	
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지해	