

2017. 5. 12



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (5.11) 158,500 원

상승여력 13.6%

KOSPI 2,296.37pt

시가총액 15,928억원

발행주식수 1,005만주

유동주식비율 71.80%

외국인비중 29.15%

52주 최고/최저가 177,000원 / 97,300원

평균거래대금 137.1억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 4인 26.0

국민연금공단 12.0

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 18.28 25.30 -0.31

상대주가 10.20 9.16 -6.22

주가그래프



코스맥스 192820

신규 투자 비용 확대로 1Q 예상치 하회

- ✓ 1Q 매출액 2,191억원 (+26.3% YoY), 영업이익 94억원 (-28.0% YoY) 기록
- ✓ 지난해 수출 높은 기저와 국내법인 신규 투자 비용 확대로 예상치 하회
- ✓ 중국, 인도네시아 등 해외 현지법인은 양호한 실적 달성
- ✓ 중장기 글로벌 성장성 유효한 가운데 국내법인의 실적 개선 여부 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 170,000원으로 하향

1Q 지난해 수출 높은 기저와 신규 투자 비용 확대로 예상치 하회

코스맥스의 1분기 실적은 매출액 2,191억원 (+26.3% YoY), 영업이익 94억원 (-28.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 대비 영업이익이 크게 하회했다. 그 이유는 1) 국내법인의 신규 투자 비용 (공장 자동화 감가상각비, 연구 개발비 등 32억원) 부담이 크게 증가하였고 2) 수익성이 좋은 수출 부문의 지난해 높은 기저로 매출 총이익률이 하락 (-1.5%pt)했기 때문으로 추산된다. 하반기에 접어들수록 글로벌 고객사들의 신규 주문이 확대되면서 수출 부문의 성장률은 점차 회복될 전망이다. 다만 국내 브랜드샵들의 사드 보복 타격이 현실화되고 있는 가운데 고정비성 투자 비용 부담이 지속되면서 2분기 국내법인의 실적 부진은 불가피하다는 판단이다.

중국, 인도네시아 등 해외 현지법인은 양호한 실적 달성

중국과 인도네시아의 현지법인은 1분기 호실적을 기록했다. 중국 상해법인 매출액 33.8% YoY, 순이익 29.1% YoY 증가하였으며 위안화 약세와 춘절 연휴에 따른 가동률 하락, 신규 색조공장의 2월 가동 개시를 감안하면 양호한 수치다. 중국법인은 알리바바와의 협업으로 중국 로컬 온라인 사업자들의 신규 오더가 확대되면서 호실적이 지속될 전망이다. 인도네시아는 매출액이 급증하면서 흑자전환했다. 미국 법인 매출액은 전년동기대비 155% 성장했으며 손실폭이 17억원 확대됐다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 170,000 원으로 하향

1분기 실적 부진을 반영하여 투자의견과 적정주가를 Trading Buy와 170,000원으로 하향한다. 단기적으로 실적 부진에 따른 주가 하락이 불가피하겠지만 중장기 글로벌 성장성이 유효한 가운데 국내법인의 실적 개선 여부를 지켜볼 필요가 있겠다.

(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	918.2	52.8	34.3	3,417	-8.9	34,910	46.4	4.5	24.5	12.1	135.9
2018E	1,106.1	74.1	49.7	4,942	44.6	38,896	32.1	4.1	18.4	13.2	132.9
2019E	1,327.4	92.9	64.4	6,410	29.7	44,345	24.7	3.6	15.0	15.2	128.3

표1 1Q17 Earnings Review

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	219.1	173.5	26.3	199.7	9.7	207.4	5.6	210.7	4.0
영업이익	9.4	13.1	-28.0	9.5	-0.5	15.1	-37.7	15.6	-39.7
지배주주순이익	3.4	9.3	-63.3	7.6	-54.7	10.1	-66.1	10.9	-68.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	936.3	1,139.6	918.2	1,106.1	-1.9	-2.9
영업이익	67.8	85.5	52.8	74.1	-22.1	-13.3
지배주주순이익	48.5	63.5	34.3	49.7	-29.3	-21.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	533.3	173.5	197.7	186.1	199.7	757.0	219.1	236.4	218.9	243.8	918.2
증가율 (% YoY)	37.3	49.1	33.3	40.0	47.1	41.9	26.3	19.6	17.6	22.1	21.3
국내	372.5	123.9	128.0	123.7	129.9	505.5	142.3	131.9	132.3	142.9	549.4
중국 연결	202.6	57.0	79.4	63.5	66.8	266.7	77.0	103.2	85.7	93.6	359.5
인도네시아	1.7	0.5	0.5	0.6	1.4	3.0	2.9	2.1	2.5	5.5	13.0
미국	1.9	2.8	4.7	4.1	5.9	17.6	7.2	9.3	8.3	11.9	36.7
비중 (%)											
국내	69.8	71.5	64.8	66.4	65.0	66.8	65.0	55.8	60.5	58.6	59.8
중국 연결	38.0	32.9	40.1	34.1	33.5	35.2	35.1	43.6	39.2	38.4	39.2
인도네시아	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.4	1.3	0.9	1.2	2.2	1.4
미국	0.4	1.6	2.4	2.2	3.0	2.3	3.3	3.9	3.8	4.9	4.0
증가율 (% YoY)											
국내	28.2	53.0	29.5	39.2	25.2	35.7	14.8	3.0	7.0	10.0	8.7
중국 연결	62.4	32.2	32.4	25.7	36.4	31.7	35.1	30.0	35.0	40.0	34.8
인도네시아	50.0	23.0	39.5	18.5	243.4	77.4	527.6	300.0	300.0	300.0	335.0
미국		1,735.1	2,227.0	3,128.1	325.2	834.1	155.3	100.0	100.0	100.0	108.9
매출원가	445.2	144.8	162.3	158.5	169.7	638.9	186.2	196.3	183.8	204.8	771.1
증가율 (% YoY)		49.0	33.5	44.2	45.6	43.5	28.6	20.9	16.0	20.7	21.4
매출원가율 (%)	83.5	83.5	82.1	85.1	85.0	84.4	85.0	83.0	84.0	84.0	84.0
매출총이익	88.1	28.6	35.4	27.7	30.0	118.1	32.9	40.2	35.0	39.0	147.1
증가율 (% YoY)		49.5	32.2	19.9	56.7	34.0	14.9	13.6	26.6	30.2	20.9
매출총이익률 (%)	16.5	16.5	17.9	14.9	15.0	15.6	15.0	17.0	16.0	16.0	16.0
판관비	52.2	15.5	17.2	15.8	20.5	65.5	23.5	25.4	20.0	25.4	94.3
증가율 (% YoY)		34.9	33.0	15.7	45.4	25.5	50.9	48.0	27.1	23.9	36.7
판관비율 (%)	9.8	9.0	8.7	8.5	10.3	8.7	10.7	10.8	9.2	10.4	10.3
영업이익	35.9	13.1	18.2	11.9	9.5	52.6	9.4	14.7	15.0	13.6	52.8
증가율 (% YoY)	25.3	71.7	31.8	25.8	88.1	46.6	-28.0	-18.9	25.9	44.0	0.3
영업이익률 (%)	6.7	7.5	9.2	6.4	4.7	7.0	4.3	6.2	6.8	5.6	5.7

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 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	359.5	449.4
증가율 (% YoY)	61.4	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	31.7	34.8	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	549.4	631.8
증가율 (% YoY)			13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	8.7	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	13.0	20.0
증가율 (% YoY)						39.7	20.5	77.4	335.0	53.9
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	36.7	50.0
증가율 (% YoY)								834.1	108.9	36.4
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	918.2	1,106.1
증가율 (% YoY)					24.2	14.0	37.3	41.9	21.3	20.5
해외		24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	287.2	409.2	519.4
비중 (%)		12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	37.9	44.6	47.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 글로벌 화장품 기업 Peers Comparison								
		L'OREAL	LVMH	ESTEE LAUDER	ULTA	SHISEIDO	KOSE	SHANGHAI JAHWA
Ticker		OR FP	MC FP	EL US	ULTA US	4911 JP	4922 JP	600315 CH
국가		프랑스	프랑스	미국	미국	일본	일본	중국
현재주가 (5/12)	(달러)	205	252	93	298	28	101	4
시가총액	(백만달러)	115,429	128,152	34,234	18,501	11,351	6,126	2,771
절대수익률 (%)								
	1M	6.3	13.4	11.0	4.5	9.6	13.5	(5.2)
	3M	13.1	27.1	14.4	11.0	9.2	25.5	1.9
	6M	21.0	45.9	21.3	26.6	16.9	33.0	1.8
	1Y	19.6	59.4	(0.0)	43.8	31.7	27.6	8.3
	YTD	10.9	29.7	23.5	17.5	8.1	17.7	4.8
초과수익률 (%p)								
	1M	4.4	11.5	9.1	2.6	7.6	11.6	(7.1)
	3M	9.0	23.0	10.3	6.9	5.1	21.3	(2.2)
	6M	9.2	34.1	9.5	14.7	5.0	21.2	(10.0)
	1Y	2.0	41.8	(17.6)	26.2	14.1	10.0	(9.4)
	YTD	3.0	21.8	15.6	9.5	0.2	9.8	(3.1)
PER (X)								
	2016	31.2	22.9	28.0	36.1	36.8	33.5	84.7
	2017E	27.0	24.4	27.5	36.8	43.4	25.7	45.4
	2018E	25.4	22.1	24.7	30.5	34.7	23.6	36.4
PBR (X)								
	2016	4.0	3.5	9.4	8.0	3.0	4.2	3.5
	2017E	4.1	4.0	9.3	10.1	3.1	3.5	3.4
	2018E	3.7	3.6	8.9	8.3	2.9	3.2	3.2
ROE (%)								
	2016	12.9	15.7	30.9	23.8	8.2	13.0	3.9
	2017E	14.8	15.6	32.3	26.1	8.0	14.6	5.3
	2018E	15.2	17.0	33.5	28.4	7.2	14.8	7.5
매출액성장률 (%)								
	2016	2.0	5.1	4.5	21.1	10.3	6.8	(14.0)
	2017E	6.3	7.4	4.5	47.6	9.2	23.3	(10.8)
	2018E	4.9	6.4	6.5	13.6	5.4	6.3	8.2
영업이익성장률 (%)								
	2016	(7.2)	7.6	21.6	23.4	34.3	39.5	(76.6)
	2017E	22.7	13.6	(86.3)	58.5	27.0	32.8	128.6
	2018E	6.5	9.9	10.3	19.4	29.9	10.7	29.7
순이익성장률 (%)								
	2016	(6.1)	11.1	2.4	24.5	(3.8)	41.1	(90.8)
	2017E	21.7	19.9	3.9	56.7	(9.3)	42.5	83.3
	2018E	6.7	10.1	18.8	18.5	27.8	11.2	26.1
영업이익률 (%)								
	2016	15.3	18.4	119.3	12.9	4.3	14.2	3.5
	2017E	17.7	19.4	15.6	13.9	5.0	15.3	8.9
	2018E	18.0	20.1	16.2	14.6	6.2	16.0	10.7
순이익률 (%)								
	2016	12.0	10.6	9.9	8.2	3.8	7.7	4.1
	2017E	13.8	11.8	9.8	8.7	3.1	8.9	8.4
	2018E	14.0	12.2	11.0	9.0	3.8	9.3	9.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스(192820)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533.3	757.0	918.2	1,106.1	1,327.4
매출액증가율 (%)	59.7	41.9	21.3	20.5	20.0
매출원가	445.2	638.9	771.1	923.6	1,108.4
매출총이익	88.1	118.1	147.1	182.5	219.0
판매비와관리비	52.2	65.5	94.3	108.4	126.1
영업이익	35.9	52.6	52.8	74.1	92.9
영업이익률 (%)	6.7	7.0	5.7	6.7	7.0
금융수익	-5.5	-5.6	-6.9	-6.6	-6.4
종속/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	45.8	67.5	86.6
법인세비용	10.6	15.0	14.8	22.7	28.3
당기순이익	18.9	31.4	31.0	44.9	58.2
지배주주지분 순이익	21.2	34.8	34.3	49.7	64.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-6.5	23.5	44.5	37.3	48.0
당기순이익(손실)	18.9	31.4	31.0	44.9	58.2
유형자산감가상각비	8.7	12.0	14.3	16.2	17.9
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	-40.2	-30.9	-1.3	-24.2	-28.5
투자활동 현금흐름	-47.1	-97.5	-43.6	-44.2	-44.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-43.5	-89.6	-40.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-10.8	-3.1	-3.6	-4.3
재무활동 현금흐름	60.2	124.9	110.7	-20.0	-20.0
차입금증감	65.6	39.1	0.0	-10.0	-10.0
자본의증가	0.0	91.8	120.8	0.0	0.0
현금의증가	6.6	51.1	111.6	-26.9	-17.0
기초현금	10.7	17.3	68.3	180.0	153.1
기말현금	17.3	68.3	180.0	153.1	136.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256.0	396.2	525.3	569.1	635.4
현금및현금성자산	17.1	68.3	179.9	153.0	136.1
매출채권	142.0	187.1	199.6	240.4	288.5
재고자산	84.0	125.1	126.9	152.8	183.4
비유동자산	182.9	269.7	298.0	325.0	351.0
유형자산	162.6	235.9	261.6	285.4	307.5
무형자산	5.4	5.6	5.2	4.7	4.3
투자자산	3.9	14.7	17.8	21.4	25.7
자산총계	438.9	665.9	823.3	894.1	986.5
유동부채	296.3	384.0	396.5	428.8	468.5
매입채무	77.6	125.1	122.9	148.1	177.7
단기차입금	134.6	172.1	172.1	162.1	152.1
유동성장기부채	42.3	17.9	17.9	17.9	17.9
비유동부채	46.1	74.6	77.8	81.5	85.9
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	474.3	510.3	554.4
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	82.4	122.0	176.4
비지배주주지분	-1.3	-3.6	-6.9	-11.7	-17.9
자본총계	96.5	207.3	349.1	383.9	432.1

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	57,665	81,656	91,369	110,069	132,083
EPS(지배주주)	2,297	3,752	3,417	4,942	6,410
CFPS	5,690	8,001	6,723	9,026	11,063
EBITDAPS	4,872	7,029	6,723	9,026	11,063
BPS	9,997	20,429	34,910	38,896	44,345
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	78.1	31.8	46.4	32.1	24.7
PCR	32.4	14.9	23.6	17.6	14.3
PSR	3.1	1.5	1.7	1.4	1.2
PBR	17.9	5.8	4.5	4.1	3.6
EBITDA	45.1	65.2	67.6	90.7	111.2
EV/EBITDA	40.9	19.2	24.5	18.4	15.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	22.5	12.1	13.2	15.2
EBITDA 이익률	8.4	8.6	7.4	8.2	8.4
부채비율	354.8	221.2	135.9	132.9	128.3
금융비용부담률	1.1	0.9	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	6.3	7.6	7.1	10.1	13.2
매출채권회전율(x)	4.5	4.6	4.7	5.0	5.0
재고자산회전율(x)	7.5	7.2	7.3	7.9	7.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 12일 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

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
2015.05.29	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	
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	
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	