

2017. 8. 10



▲ 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) 140,000 원

현재주가 (8.9) 111,500 원

상승여력 25.6%

KOSPI 2,368.39pt

시가총액 11,205억원

발행주식수 1,005만주

유동주식비율 71.80%

외국인비중 23.56%

52주 최고/최저가 163,000원 / 97,300원

평균거래대금 139.6억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이(외4인) 26.03%

국민연금공단 9.52%

이상인 0.04%

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.83 -10.08 -23.89

상대주가 -0.08 -21.77 -26.77

주가그래프



코스맥스 192820

최악은 지났다, 점진적인 회복 전망

- ✓ 2Q 매출액 2,323억원 (+17.5% YoY), 영업이익 143억원 (-21.2% YoY) 기록
- ✓ 중국 인바운드 소비 타격과 신규 투자 확대로 국내법인은 예상대로 부진
- ✓ 중국 현지법인은 색조 시장의 높은 성장과 온라인 채널 고객사 확대로 실적 양호
- ✓ 중장기 스마트팩토리를 통한 효율화와 글로벌 진출 다변화 효과 기대
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 140,000원 유지

2Q 실적 시장 컨센서스 충족

코스맥스의 2분기 실적은 매출액 2,323억원 (+17.5% YoY), 영업이익 143억원 (-21.2% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 2,346억원, 영업이익 142억원)에 부합했다. 국내법인은 중국 인바운드 소비 타격에 따른 주요 고객사인 브랜드샵 부진과 감가상각비 등 고정비성 신규 투자 비용 확대로 매출액 1,377억원 (+7.5% YoY), 영업이익 70억원 (-47.6% YoY)을 기록하며 부진했다. 중국법인 (연결기준) 매출액은 33% YoY 증가하였으며 위안화 기준으로는 40%대 성장했다. 신규 색조 2공장이 본격적으로 가동되면서 상해법인 (개별기준) 영업이익률이 1~2%p 하락하였으나 온라인 및 모바일 기반의 신규 고객사들이 꾸준히 영입되고 립스틱 등 중국 색조 화장품이 높은 성장을 지속하면서 중국 현지에서 호실적을 기록했다.

하반기 국내법인 부진 지속되겠지만 추가적인 악화는 제한적일 전망

당분간 국내 중국인 관광객 감소에 따른 업황 부진 영향이 지속되겠지만 글로벌 고객사 향 수출이 점진적으로 회복되면서 추가적인 악화는 제한적일 전망이다. 미 국법인 또한 2분기에는 일부 오더 지연으로 매출 성장률이 일시적으로 둔화되었지만 이연된 매출이 3분기에 인식되고 수익성이 좋은 기초 스킨케어 품목 중심으로 신규 매출이 확대되면서 효율성이 점차 개선될 수 있겠다.

중장기 스마트팩토리를 통한 효율화와 글로벌 진출 다변화 효과 기대

코스맥스에 대해 투자의견 Trading Buy와 적정주가 140,000원을 유지한다. 글로벌 수출이 확대되고 생산물량이 크게 증가하면서 자동화 설비 구축을 통한 효율성 개선이 기대된다. 중국뿐만 아니라 동남아 및 미국 현지법인의 실적 기여도가 높아지면서 글로벌 화장품 ODM 1위 기업으로서의 경쟁우위를 확고히 할 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	917.3	45.2	30.4	3,021	-19.5	34,514	36.9	3.2	19.7	10.8	130.9
2018E	1,105.6	59.7	41.0	4,082	35.1	37,640	27.3	3.0	15.8	11.2	127.8
2019E	1,326.7	79.6	56.7	5,644	38.3	42,324	19.8	2.6	12.4	14.0	122.8

표1 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	232.3	197.7	17.5	219.1	6.0	236.4	-1.7	234.6	-1.0
영업이익	14.3	18.2	-21.2	9.4	52.1	12.5	14.6	14.2	0.9
지배주주순이익	10.5	11.2	-6.3	3.4	208.2	8.0	31.7	9.1	15.8

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	918.2	1,110.8	917.3	1,105.6	-0.1	-0.5
영업이익	47.4	64.4	45.2	59.7	-4.7	-7.3
지배주주순이익	30.5	43.0	30.4	41.0	-0.4	-4.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	533.3	173.5	197.7	186.1	199.7	757.0	219.1	232.3	220.9	245.0	917.3
증가율 (% YoY)	37.3	49.1	33.3	40.0	47.1	41.9	26.3	17.5	18.7	22.7	21.2
국내	372.5	123.9	128.0	123.7	129.9	505.5	142.3	137.7	132.3	142.9	555.2
중국 연결	202.6	57.0	79.4	63.5	66.8	266.7	77.0	105.5	85.7	93.6	361.8
인도네시아	1.7	0.5	0.5	0.6	1.4	3.0	2.9	1.9	2.5	5.5	12.8
미국	1.9	2.8	4.7	4.1	5.9	17.6	7.2	6.3	10.3	13.1	37.0
비중 (%)											
국내	69.8	71.5	64.8	66.4	65.0	66.8	65.0	59.3	59.9	58.3	60.5
중국 연결	38.0	32.9	40.1	34.1	33.5	35.2	35.1	45.4	38.8	38.2	39.4
인도네시아	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.4	1.3	0.8	1.1	2.2	1.4
미국	0.4	1.6	2.4	2.2	3.0	2.3	3.3	2.7	4.7	5.3	4.0
증가율 (% YoY)											
국내	28.2	53.0	29.5	39.2	25.2	35.7	14.8	7.5	7.0	10.0	9.8
중국 연결	62.4	32.2	32.4	25.7	36.4	31.7	35.1	33.0	35.0	40.0	35.7
인도네시아	50.0	23.0	39.5	18.5	243.4	77.4	527.6	254.5	300.0	300.0	327.1
미국		1735.1	2227.0	3128.1	325.2	834.1	155.3	36.3	150.0	120.0	110.6
매출원가	445.2	144.8	162.3	158.5	173.2	638.9	191.5	199.8	194.4	213.1	798.9
증가율 (% YoY)		49.0	33.5	44.2	48.6	43.5	32.2	23.1	22.7	23.0	25.0
매출원가율 (%)	83.5	83.5	82.1	85.1	86.8	84.4	87.4	86.0	88.0	87.0	87.1
매출총이익	88.1	28.6	35.4	27.7	26.4	118.1	27.6	32.5	26.5	31.8	118.5
증가율 (% YoY)		49.5	32.2	19.9	38.3	34.0	-3.7	-8.1	-4.2	20.5	0.3
매출총이익률 (%)	16.5	16.5	17.9	14.9	13.2	15.6	12.6	14.0	12.0	13.0	12.9
판관비	52.2	15.5	17.2	15.8	17.0	65.5	18.2	18.2	16.2	20.7	73.3
증가율 (% YoY)		34.9	33.0	15.7	20.5	25.5	16.9	5.8	2.6	22.0	11.9
판관비율 (%)	9.8	9.0	8.7	8.5	8.5	8.7	8.3	7.8	7.3	8.5	8.0
영업이익	35.9	13.1	18.2	11.9	9.5	52.6	9.4	14.3	10.3	11.1	45.2
증가율 (% YoY)	25.3	71.7	31.8	25.8	88.1	46.6	-28.0	-21.2	-13.2	17.6	-14.1
영업이익률 (%)	6.7	7.5	9.2	6.4	4.7	7.0	4.3	6.2	4.7	4.5	4.9

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	361.8	470.4
증가율 (% YoY)	61.4	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	31.7	35.7	30.0
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	555.2	599.6
증가율 (% YoY)			13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	9.8	8.0
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	12.8	30.0
증가율 (% YoY)						39.7	20.5	77.4	327.1	135.1
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	37.0	55.0
증가율 (% YoY)								834.1	110.6	48.8
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	917.3	1,105.6
증가율 (% YoY)					24.2	14.0	37.3	41.9	21.2	20.5
해외		24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	287.2	411.6	555.4
비중 (%)		12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	37.9	44.9	50.2

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 (8/9)	(달러)	205	255	101	251	35	112	5
시가총액	(백만달러)	114,614	129,369	37,173	15,548	14,153	6,788	3,107
절대수익률 (%)								
	1M	(1.6)	2.9	7.2	(9.5)	1.7	5.1	(1.7)
	3M	(6.1)	(4.7)	9.5	(15.8)	24.4	9.6	8.5
	6M	3.7	23.7	23.5	(8.1)	24.7	36.4	9.5
	1Y	5.0	49.6	10.0	(4.1)	44.0	30.4	5.2
	YTD	3.6	24.4	33.1	(1.7)	33.1	29.9	13.2
초과수익률 (%p)								
	1M	(3.7)	0.8	5.0	(11.7)	(0.4)	3.0	(3.9)
	3M	(9.8)	(8.4)	5.8	(19.5)	20.8	5.9	4.8
	6M	(5.3)	14.8	14.5	(17.1)	15.8	27.4	0.5
	1Y	(10.8)	33.8	(5.8)	(19.9)	28.2	14.5	(10.6)
	YTD	(8.2)	12.5	21.3	(13.5)	21.3	18.1	1.3
PER (X)								
	2016	31.2	22.9	28.0	36.1	36.8	33.5	84.7
	2017E	25.8	22.6	29.7	30.2	50.6	27.4	49.9
	2018E	24.4	20.4	26.7	25.3	38.8	24.8	39.2
PBR (X)								
	2016	4.0	3.5	9.4	8.0	3.0	4.2	3.5
	2017E	4.2	3.8	10.2	8.5	3.7	3.9	3.7
	2018E	3.5	3.4	9.7	6.9	3.5	3.5	3.5
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	14.9	17.4	33.4	23.3	7.6	15.2	7.4
매출액성장률 (%)								
	2016	2.0	5.1	4.5	21.1	10.3	6.8	(14.0)
	2017E	8.4	17.7	4.6	50.6	9.8	29.7	(0.8)
	2018E	3.8	6.9	6.8	13.6	5.1	7.2	10.4
영업이익성장률 (%)								
	2016	(7.2)	7.6	21.6	23.4	34.3	39.5	(76.6)
	2017E	29.4	25.7	(86.3)	60.2	37.4	39.4	155.6
	2018E	5.5	10.5	10.6	19.5	27.7	10.9	29.2
순이익성장률 (%)								
	2016	(6.1)	11.1	2.4	24.5	(3.8)	41.1	(90.8)
	2017E	27.5	29.9	3.9	61.7	(7.0)	49.5	91.4
	2018E	6.5	12.1	18.7	17.5	32.2	10.5	27.8
영업이익률 (%)								
	2016	15.3	18.4	119.3	12.9	4.3	14.2	3.5
	2017E	18.3	19.6	15.6	13.7	5.4	15.3	9.0
	2018E	18.6	20.3	16.2	14.4	6.6	15.8	10.5
순이익률 (%)								
	2016	12.0	10.6	9.9	8.2	3.8	7.7	4.1
	2017E	14.1	11.7	9.8	8.8	3.2	8.8	7.9
	2018E	14.5	12.3	10.9	9.1	4.0	9.1	9.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스(192820)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533.3	757.0	917.3	1,105.6	1,326.7
매출액증가율 (%)	59.7	41.9	21.2	20.5	20.0
매출원가	445.2	638.9	798.9	956.3	1,140.9
매출총이익	88.1	118.1	118.5	149.3	185.7
판매비와관리비	52.2	65.5	73.3	89.6	106.1
영업이익	35.9	52.6	45.2	59.7	79.6
영업이익률 (%)	6.7	7.0	4.9	5.4	6.0
금융수익	-5.5	-5.6	-6.7	-5.9	-5.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	-0.6	2.0	2.0	2.0
세전계속사업이익	29.5	46.5	40.5	55.8	76.2
법인세비용	10.6	15.0	13.1	18.7	24.9
당기순이익	18.9	31.4	27.4	37.1	51.3
지배주주지분 순이익	21.2	34.8	30.4	41.0	56.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256.0	396.2	490.4	524.3	580.8
현금및현금성자산	17.1	68.3	145.3	108.4	81.7
매출채권	142.0	187.1	199.4	240.3	288.4
재고자산	84.0	125.1	126.7	152.7	183.3
비유동자산	182.9	269.7	307.2	324.3	341.1
유형자산	162.6	235.9	270.9	284.7	297.6
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	797.6	848.6	922.0
유동부채	296.3	384.0	374.3	394.6	422.3
매입채무	77.6	125.1	122.8	148.0	177.6
단기차입금	134.6	172.1	152.1	132.1	112.1
유동성장기부채	42.3	17.9	15.9	13.9	11.9
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	452.1	476.1	508.2
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	78.4	109.4	156.1
비지배주주지분	-1.3	-3.6	-6.5	-10.5	-15.9
자본총계	96.5	207.3	345.5	372.5	413.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-6.5	23.5	41.7	29.4	40.3
당기순이익(손실)	18.9	31.4	27.4	37.1	51.3
유형자산감가상각비	8.7	12.0	15.0	16.1	17.1
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	-40.2	-30.9	-1.2	-24.2	-28.5
투자활동 현금흐름	-47.1	-97.5	-53.6	-34.2	-34.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-43.5	-89.6	-50.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-10.8	-3.1	-3.6	-4.3
재무활동 현금흐름	60.2	124.9	88.7	-32.0	-32.0
차입금증감	65.6	39.1	-22.0	-22.0	-22.0
자본의증가	0.0	91.8	120.8	0.0	0.0
현금의증가	6.6	51.1	76.9	-36.8	-26.7
기초현금	10.7	17.3	68.3	145.2	108.4
기말현금	17.3	68.3	145.2	108.4	81.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	57,665	81,656	91,280	110,012	132,014
EPS(지배주주)	2,297	3,752	3,021	4,082	5,644
CFPS	5,690	8,001	6,241	7,786	9,861
EBITDAPS	4,872	7,029	6,042	7,587	9,662
BPS	9,997	20,429	34,514	37,640	42,324
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	78.1	31.8	36.9	27.3	19.8
PCR	32.4	14.9	17.9	14.3	11.3
PSR	3.1	1.5	1.2	1.0	0.8
PBR	17.9	5.8	3.2	3.0	2.6
EBITDA	45.1	65.2	60.7	76.2	97.1
EV/EBITDA	40.9	19.2	19.7	15.8	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	22.5	10.8	11.2	14.0
EBITDA 이익률	8.4	8.6	6.6	6.9	7.3
부채비율	354.8	221.2	130.9	127.8	122.8
금융비용부담률	1.1	0.9	0.8	0.6	0.4
이자보상배율(x)	6.3	7.6	6.3	9.2	13.7
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 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스(192820) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
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	
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	