



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02-6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02-6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

코스맥스 192820

중국 상해법인 탐방, 고성장 지속

✓ 중국 상해법인 탐방 9/28~9/29

✓ 중국법인 색조 신공장의 성공적인 안착으로 고성장 지속 전망

✓ 중국 뿐만 아니라 세계 각국의 로컬 고객사들을 영입하여 지역 다변화 추구

✓ 적극적인 해외 진출로 글로벌 시장 지위 상승, 리스크 관리 관건

✓ 투자의견 Trading buy 와 적정주가 140,000 원 유지

Trading Buy

적정주가 (12 개월)	140,000 원
--------------	-----------

현재주가 (9.29)	127,000 원
-------------	-----------

상승여력	10.2%
------	-------

KOSPI	2,394.47pt
-------	------------

시가총액	12,763억원
------	----------

발행주식수	1,005만주
-------	---------

유동주식비율	71.80%
--------	--------

외국인비중	28.84%
-------	--------

52주 최고/최저가	158,942원/97,300원
------------	------------------

평균거래대금	111.0억원
--------	---------

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 4 인	26.03
----------------	-------

국민연금	9.52
------	------

주가상승률(%)

1개월	6개월	12개월
-----	-----	------

절대주가	5.8	-7.6	-11.4
------	-----	------	-------

상대주가	4.5	-16.4	-23.5
------	-----	-------	-------

주가그래프



중국법인 색조 신공장의 성공적인 안착으로 고성장 지속

중국 색조 화장품 시장이 폭발적으로 성장하면서 2017년 2월 가동을 시작한 신공장 가동률이 빠르게 올라가고 있고 하반기에도 호실적이 예상된다. 독자적인 원료와 독점적인 용기 활용, OBM 등 새로운 비즈니스 모델 도입으로 국내법인 대비 높은 영업이익률 (10% 수준 추정)을 달성하고 있다. 나아가 2015년 9월부터 자동화 설비를 강화하면서 2016년 대비 생산 물량은 크게 늘었지만 전체 생산 현장인원은 감소했다. 한편 글로벌 기업 Unilever 와의 Kju 프로젝트가 성공하면서 화장품뿐만 아니라 생활용품 기업까지 핵심 고객사로 확보했다. 결론적으로 중국 내 화장품 ODM 기업 중 압도적인 1위를 잘 구축했다는 판단이다.

중국을 넘어 동남아, 러시아, 미국 등 지역 다변화 추구

중국뿐만 아니라 세계 각국의 로컬 고객사들을 적극적으로 영입하면서 태국, 미얀마, 러시아, 미국 등에서도 높은 성장이 기대된다. 기존 인도네시아는 할랄 제품 중심으로 생산하면서 2018년 동남아에서만 매출액 500억원을 달성할 계획이다. 미국에서는 기존 오하이오 기초 스킨케어 공장의 생산성을 향상시키는 동시에 포인트 메이크업 중심으로 신규 투자 확대 가능성이 높다.

적극적인 해외 진출로 글로벌 시장 지위 상승, 리스크 관리

코스맥스는 적극적인 해외 진출로 글로벌 생산 기지를 구축한 화장품 ODM 기업으로 견고한 시장 지위를 확보했다. 다만 공격적인 투자가 지속되고 있기 때문에 리스크 관리 역량에도 투자자들의 관심이 높아질 것으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	533.3	35.9	21.2	2,042	-0.8	9,997	78.1	17.9	40.9	23.8	354.8
2016	757.0	52.6	34.8	3,392	66.1	20,429	31.8	5.8	19.2	22.5	221.2
2017E	910.3	44.8	30.4	2,733	-19.4	34,716	42.0	3.7	22.3	10.8	121.0
2018E	1,103.7	59.6	41.5	3,733	36.6	37,890	30.7	3.4	17.8	11.2	118.9
2019E	1,269.2	74.9	53.8	4,836	29.5	42,280	23.7	3.0	14.6	13.2	112.3

표1 3Q17 Earnings Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	218.5	186.1	17.4	232.3	-6.0	224.8	-2.8
영업이익	10.2	11.9	-14.2	14.3	-28.7	12.2	-16.3
지배주주순이익	5.6	6.7	-16.0	10.5	-46.8	7.9	-29.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	917.3	1,105.6	910.3	1,103.7	-0.8	-0.2
영업이익	45.2	59.7	44.8	59.6	-0.8	-0.2
지배주주순이익	30.4	41.0	30.4	41.5	0.1	1.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	533.3	173.5	197.7	186.1	199.7	757.0	219.1	232.3	218.5	240.4	910.3
증가율 (% YoY)	37.3	49.1	33.3	40.0	47.1	41.9	26.3	17.5	17.4	20.4	20.3
국내	372.5	123.9	128.0	123.7	129.9	505.5	142.3	137.7	129.8	139.0	548.8
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	4.8	12.1
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	59.4	57.8	60.3
중국 연결	38.0	32.9	40.1	34.1	33.5	35.2	35.1	45.4	39.2	38.9	39.8
인도네시아	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.4	1.3	0.8	1.2	2.0	1.3
미국	0.4	1.6	2.4	2.2	3.0	2.3	3.3	2.7	4.7	5.4	4.1
증가율 (% YoY)											
국내	28.2	53.0	29.5	39.2	25.2	35.7	14.8	7.5	5.0	7.0	8.6
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	250.0	304.1
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	199.9	192.2	209.1	792.8
증가율 (% YoY)		49.0	33.5	44.2	48.6	43.5	32.2	23.1	21.3	20.7	24.1
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	32.4	26.2	31.3	117.5
증가율 (% YoY)		49.5	32.2	19.9	38.3	34.0	-3.7	-8.3	-5.3	18.2	-0.5
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	18.1	16.0	20.4	72.7
증가율 (% YoY)		34.9	33.0	15.7	20.5	25.5	16.9	5.4	1.5	19.9	10.9
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	10.2	10.9	44.8
증가율 (% YoY)	25.3	71.7	31.8	25.8	88.1	46.6	-28.0	-21.2	-14.2	15.1	-14.8
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, 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	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	548.8	592.7
증가율 (% YoY)			13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	8.6	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	33,000
증가율 (% YoY)			16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	10.0	0.0
가동률 (%)		79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	70.9	81.5
인도네시아										
매출액					1.0	1.4	1.7	3.0	12.1	30.0
증가율 (% YoY)						39.7	20.5	77.4	304.1	148.4
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	60.0
증가율 (% YoY)								834.1	110.6	62.4
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	910.3	1,103.7	
증가율 (% YoY)				24.2	14.0	37.3	41.9		20.3	21.2
해외		24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	287.2	410.9	560.4
비중 (%)		12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	37.9	45.1	50.8

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 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 (10/9)	(달러)	212	270	110	220	40	115
시가총액	(백만달러)	118,720	136,948	40,443	13,509	15,800	6,989
절대수익률 (%)							
1M	1.7	5.7	1.5	(3.5)	(2.5)	(4.5)	2.3
3M	1.2	5.1	16.1	(19.5)	15.0	8.9	6.5
6M	2.6	12.6	31.0	(22.8)	54.8	32.4	9.0
1Y	11.7	51.8	26.2	(9.0)	65.9	25.2	13.6
YTD	6.1	28.6	45.0	(13.7)	51.0	35.4	19.0
초과수익률 (%p)							
1M	(1.9)	2.1	(2.0)	(7.1)	(6.1)	(8.1)	(1.3)
3M	(5.1)	(1.2)	9.8	(25.8)	8.7	2.6	0.2
6M	(6.6)	3.4	21.7	(32.1)	45.6	23.2	(0.2)
1Y	(8.7)	31.3	5.7	(29.4)	45.5	4.8	(6.8)
YTD	(9.5)	13.0	29.4	(29.4)	35.3	19.7	3.4
PER (X)							
2016	31.2	22.9	28.0	36.1	36.8	33.5	84.7
2017E	26.8	23.9	27.7	26.3	51.5	28.6	54.4
2018E	25.5	21.7	24.8	22.3	39.8	25.8	38.9
PBR (X)							
2016	4.0	3.5	9.4	8.0	3.0	4.2	3.5
2017E	4.0	4.0	9.5	7.7	4.3	4.1	3.9
2018E	3.6	3.6	8.7	6.2	4.0	3.7	3.6
ROE (%)							
2016	12.9	15.7	30.9	23.8	8.2	13.0	3.9
2017E	14.8	15.6	33.4	26.1	8.0	14.6	5.3
2018E	14.7	17.5	37.7	31.0	8.7	15.4	7.3
매출액성장률 (%)							
2016	2.0	5.1	4.5	21.1	10.3	6.8	(14.0)
2017E	7.8	17.2	14.0	49.9	9.8	28.2	4.5
2018E	3.5	6.3	6.3	14.4	5.6	7.3	11.4
영업이익성장률 (%)							
2016	(7.2)	7.6	21.6	23.4	34.3	39.5	(76.6)
2017E	26.3	25.2	(84.3)	60.7	50.8	38.1	155.9
2018E	4.9	10.1	10.2	18.5	24.4	11.0	40.0
순이익률 (%)							
2016	(6.1)	11.1	2.4	24.5	(3.8)	41.1	(90.8)
2017E	27.0	29.9	23.3	62.7	3.3	48.1	89.8
2018E	5.6	11.5	16.9	16.2	29.2	10.8	37.4
영업이익률 (%)							
2016	15.3	18.4	119.3	12.9	4.3	14.2	3.5
2017E	18.0	19.6	16.4	13.8	5.9	15.3	8.5
2018E	18.2	20.3	17.0	14.3	7.0	15.9	10.7
순이익률 (%)							
2016	12.0	10.6	9.9	8.2	3.8	7.7	4.1
2017E	14.2	11.7	10.7	8.9	3.6	8.9	7.5
2018E	14.5	12.3	11.8	9.0	4.3	9.1	9.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533.3	757.0	910.3	1,103.7	1,269.2
매출액증가율 (%)	59.7	41.9	20.3	21.2	15.0
매출원가	445.2	638.9	792.8	954.7	1,091.6
매출총이익	88.1	118.1	117.5	149.0	177.7
판매관리비	52.2	65.5	72.7	89.4	102.8
영업이익	35.9	52.6	44.8	59.6	74.9
영업이익률	6.7	7.0	4.9	5.4	5.9
금융손익	-5.5	-5.6	-6.3	-5.2	-4.6
증속/관계기업손익	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	40.6	56.5	72.3
법인세비용	10.6	15.1	13.1	18.9	23.7
당기순이익	18.9	31.4	27.5	37.5	48.6
지배주주지분 순이익	21.2	34.8	30.4	41.5	53.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-6.5	23.5	44.7	27.9	45.4
당기순이익(손실)	18.9	31.4	27.5	37.5	48.6
유형자산상각비	8.7	12.0	15.0	16.8	17.8
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	-40.2	-30.9	1.7	-26.9	-21.3
투자활동 현금흐름	-47.1	-97.5	-53.4	-44.3	-33.7
유형자산의증가(CAPEX)	-43.5	-89.6	-50.0	-40.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	-10.8	-3.0	-3.8	-3.2
재무활동 현금흐름	60.2	124.9	58.7	-30.0	-32.1
차입금의 증감	655.9	390.6	-520.0	-220.0	-220.0
자본의 증가	0.0	91.8	120.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.6	51.1	50.0	-46.5	-20.3
기초현금	10.7	17.3	68.3	118.3	71.9
기말현금	17.3	68.3	118.3	71.9	51.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256.0	396.3	460.8	487.1	529.1
현금및현금성자산	17.1	68.3	118.3	71.9	51.6
매출채권	142.0	187.1	197.9	239.9	275.9
재고자산	84.0	125.1	125.8	152.5	175.4
비유동자산	182.9	269.7	307.1	333.6	348.6
유형자산	162.6	235.9	270.9	294.0	306.3
무형자산	5.4	5.6	5.2	4.7	4.3
투자자산	3.9	14.7	17.6	21.4	24.6
자산총계	438.9	665.9	767.9	820.7	877.7
유동부채	296.3	384.0	342.7	364.2	379.4
매입채무	77.6	125.1	121.9	147.7	169.9
단기차입금	134.6	172.1	122.1	102.1	82.1
유동성장기부채	42.3	17.9	15.9	13.9	11.9
비유동부채	46.1	74.6	77.7	81.5	84.8
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	420.4	445.7	464.2
자본금	4.5	5.0	5.6	5.6	5.6
자본잉여금	59.8	151.1	271.3	271.3	271.3
기타포괄이익누계액	1.8	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	32.0	58.1	80.4	111.9	155.6
비지배주주지분	-1.3	-3.6	-6.5	-10.5	-15.7
자본총계	96.5	207.3	347.5	375.0	413.5

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	57,665	81,656	90,578	109,825	126,299
EPS(지배주주)	2,042	3,392	2,733	3,733	4,836
CFPS	5,537	8,001	6,205	7,847	9,458
EBITDAPS	4,872	7,029	6,006	7,648	9,259
BPS	9,997	20,429	34,716	37,890	42,280
DPS	700	1,000	800	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.6	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	78.1	31.8	42.0	30.7	23.7
PCR	32.4	14.9	20.5	16.2	13.4
PSR	3.1	1.5	1.4	1.2	1.0
PBR	17.9	5.8	3.7	3.4	3.0
EBITDA	45.1	65.2	60.4	76.9	93.1
EV/EBITDA	40.9	19.2	22.3	17.8	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	22.5	10.8	11.2	13.2
EBITDA 이익률	8.4	8.6	6.6	7.0	7.3
부채비율	354.8	221.2	121.0	118.9	112.3
금융비용부담률	1.1	0.9	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(X)	6.3	7.6	6.7	10.7	15.2
매출채권회전율(X)	4.5	4.6	4.7	5.0	4.9
재고자산회전율(X)	7.5	7.2	7.3	7.9	7.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 10일 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,윤보미)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

		투자등급 관련사항			투자등급 관련사항				
기업		향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미			투자의견	비율			
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상			매수 종립 매도	94.0% 6.0% 0.0%			
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만							
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만							
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만							
산업		시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천			2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율				
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)								
	Neutral (중립)								
	Underweight (비중축소)								

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.14	산업브리프	Hold	219,398	송광수	-12.3	-3.8	
2015.11.03	기업브리프	Buy	219,398	송광수	-15.2	-3.8	
2015.12.10	산업분석	Buy	219,398	송광수	-22.0	-3.8	
		담당자 변경					
2016.03.22	산업분석	Hold	151,141	양지혜	-14.3	0.0	
2016.05.10	기업브리프	Buy	185,270	양지혜	-16.6	-6.8	
2016.08.09	기업브리프	Buy	185,270	양지혜	-18.2	-6.8	
2016.10.13	산업분석	Buy	185,270	양지혜	-18.5	-6.8	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	156,017	양지혜	-25.5	-19.1	
2016.11.04	기업브리프	Buy	156,017	양지혜	-25.4	-18.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	156,017	양지혜	-26.8	-18.0	
2017.01.16	기업브리프	Buy	156,017	양지혜	-24.7	-10.3	
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-23.9	-17.5	
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-22.6	-11.9	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-27.4	-21.2	
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-23.2	-17.9	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.5	-11.8	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.0	-9.3	
2017.10.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-	-	