

Outperform(Downgrade)

목표주가: 150,000원

주가(11/13): 130,000원

시가총액: 1조3064억원

의류/생활용품
Analyst 이희재
02) 3787-4704
Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/13)	2,530.35pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	158,500원
등락률	-17.98%
수익률	절대
1M	-1.5%
6M	-0.8%
1Y	2.8%
	-3.7%
	-10.3%
	-19.4%
	상대

Company Data

발행주식수	10,050천주
일평균 거래량(3M)	125천주
외국인 지분율	25.09%
배당수익률(17E)	1.00%
BPS(17E)	22,133원
주요 주주	코스맥스비티아이
	25.63%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,570	8,964	12,551	15,089
보고영업이익	526	362	666	862
EBIT DA	652	480	813	1,030
세전이익	465	302	616	812
순이익	314	196	412	542
자체주주지분순이익	348	217	456	600
EPS(원)	3,461	2,161	4,536	5,972
증감률(%YoY)	63.4	-42.5	109.9	31.6
PER(배)	34.5	60.2	28.7	21.8
PBR(배)	5.7	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA(배)	19.4	27.1	16.1	12.6
보고영업이익률(%)	7.0	4.0	5.3	5.7
ROE(%)	20.7	9.3	17.8	20.4
순부채비율(%)	86.5	98.4	90.2	75.4

Price Trend



☒ 실적 Review

코스맥스 (192820)

실적 회복은 내년부터 기대



전일 14:30 실적 발표 이후 주가는 3.4% 하락하며 마감했음. 컨센서스를 크게 하회하는 실적였음. 국내와 중국이 예상보다 부진했음. 단가 낮은 오더 비중 확대에 따라 믹스가 악화되었고 3분기부터 중국 증설관련 비용이 본격 반영됐음. 또한 미국화장품 ODM사 인수 발표. 인수에 대한 의견은 중립적.

>>> 3Q 매출액 YoY +18%, 영업이익 -21%

코스맥스의 3분기 IFRS 연결실적은 매출액 2,085억원(YoY +12.0%)과 영업이익 50억원(YoY -57.8% / OPM 2.4%, YoY -4.0%p) 및 순이익 29억원(YoY -52.2% / NPM 1.4%, YoY -1.8%p)을 기록했다. 컨센서스 영업이익 111억 대비 큰 폭 하회했다. 부문별로는 국내 매출이 1192억으로 3.6% 하락했고 영업이익은 24억원으로 76%하락했다. 실적 부진의 요인은 비수기에 더불어 사드 영향이 두드러졌고 국내에서 단가 낮은 마스크시트의 비중이 17%까지 확대됨에 따라 제품 믹스도 악화된 것으로 판단된다. 중국 성장성은 +24%를 이어갔고 마진 하락은 캐파 증설에 따른 초기 각종 비용 확대 및 낮은 효율성에 기인한다.

>>> 2017년부터 실적 회복 전망

3분기 국내와 중국 법인의 수익성 하락은 4분기까지도 지속될 것으로 예상한다. 마스크시트 비중 확대와 중국 색조공장 증설이후 3분기부터 온기로 반영되기 시작한 인건비 및 각종 비용은 단기간 부담으로 작용할 수 있어 올해 중국 수익성은 전년대비 하락할 것이다. 사드 불확실성 해소에 대한 기대감이 높은 상황이지만 ODM사는 브랜드사 상황 개선 이후 오더가 진행되므로 외부 환경은 내년부터 개선될 것으로 예상한다. 긍정적인 것은 장기 성장 그림으로 보았던 미국과 인도네시아 법인이 고성장세를 이어가고 있고 적자폭도 줄어나고 있다는 점이다.

>>> 투자의견 하향, 단기간 보수적 접근

투자의견은 하향, 실적 전망치 조정에 따라 목표주가는 15만원('18년 EPS에 35배 적용)으로 상향했음. 외교 불확실성에 따라 단기간 한국법인에 대한 성장을 보수적으로 봐야 할 것임. 다만 하반기부터는 글로벌 브랜드사 신규 오더가 예정되어 있어 연말 이후 성장 모멘텀 가시화될 것으로 판단함. 최근 중국 화장품 시장('16년 YoY +6%)은 색조의 고성장(YoY +13%)이 성장을 견인하고 있음. 동사는 색조 제조에 강점이 있는 회사로써 최근 트렌드에 맞는 유전자를 보유한 것으로 경쟁 우위가 있다는 판단임. 중국 선제적 캐파 확보를 통해 2년간 증설 계획은 없을 것으로 예상함. 인도네시아 법인을 통해 성장 잠재력이 큰 베트남, 태국 등 지역들의 신규 고객사들을 확보함에 따라 장기 성장 동력으로 작용할 것으로 기대함.

코스맥스 분기별 손익 추첨 (단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1735	1977	1861	1997	2191	2323	2085	2364	5333	7570	8964	12551
Cosmax Korea	1239	1280	1237	1299	1423	1377	1192	1326	3725	5055	5318	6195
Cosmax China	581	813	711	735	770	1055	880	986	2026	2839	3691	4689
상해	506	719	635	668	677	922	775	896	1801	2529	3269	4119
광저우	74	93	76	66	93	134	105	91	341	310	422	570
Cosmax Indonesia	5	5	6	14	29	19	23	41	17	30	112	279
Cosmax USA	28	47	41	59	72	63	119	149	19	176	404	646
Cosmax WEST												1477
Cosmax Icure	7	11	15	10	12	9	17	14	13	44	51	66
성장률(%)	매출액	51.2	33.8	40.0	44.7	26.3	17.5	12.0	18.4	37.3	41.9	18.4
Cosmax Korea	53.5	29.5	39.2	24.9	14.8	7.5	-3.6	2.1	28.2	35.7	5.2	16.5
Cosmax China	34.7	35.5	40.7	49.9	32.6	29.8	23.8	34.3	59.5	40.1	30.0	27.0
상해	36.9	42.0	28.6	55.4	33.8	28.1	22.0	34.0	59.3	40.5	29.3	26.0
광저우	-2.2	-4.2	-17.9	-11.6	24.7	43.0	38.8	37.0	107.4	-9.1	36.3	35.0
Cosmax Indonesia	22.9	39.1	27.0	215.9	527.6	254.5	264.4	200.0	61.5	77.4	273.7	150.0
Cosmax USA										834.1	129.9	60.0
Cosmax Icure										244.8	15.6	30.0
매출비중 (%)	매출액											
Cosmax Korea	66.6	59.4	61.5	61.4	61.7	54.6	53.4	52.7	63.0	62.1	55.5	46.4
Cosmax China	31.2	37.7	35.3	34.7	33.4	41.8	39.4	39.2	34.2	34.9	38.5	35.1
상해	27.2	33.4	31.6	31.6	29.4	36.5	34.7	35.6	30.4	31.1	34.1	30.8
광저우	4.0	4.3	3.8	3.1	4.0	5.3	4.7	3.6	5.8	3.8	4.4	4.3
Cosmax Indonesia	0.2	0.2	0.3	0.6	1.3	0.7	1.0	1.6	0.3	0.4	1.2	2.1
Cosmax USA	1.5	2.2	2.1	2.8	3.1	2.5	5.4	5.9	0.3	2.2	4.2	4.8
Cosmax WEST												11.1
Cosmax Icure	0.4	0.5	0.8	0.5	0.5	0.4	0.7	0.5	0.2	0.5	0.5	0.5
영업이익	131	182	119	95	94	143	50	74	359	526	362	666
성장률(%)		71.7	31.4	25.8	88.0	-28.0	-21.2	-57.8	-21.5	25.5	46.4	-31.2
이익률(%)		7.5	9.2	6.4	4.7	4.3	6.2	2.4	3.1	6.7	7.0	4.0
순이익	86.0	104.1	59.7	64.5	25.0	95.3	28.6	46.3	188.9	314.4	195.2	377.5
성장률(%)		117.3	8.9	18.4	1879.8	-71.0	-8.4	-52.2	-28.2	-2.1	66.5	-37.9
이익률(%)		5.0	5.3	3.2	3.2	1.1	4.1	1.4	2.0	3.5	4.2	2.2
												3.0

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,333	7,570	8,964	12,551	15,089
매출원가	4,452	6,389	7,871	10,987	13,163
매출총이익	881	1,181	1,092	1,564	1,926
판매비및일반관리비	522	655	731	898	1,064
영업이익(보고)	359	526	362	666	862
영업이익(핵심)	359	526	362	666	862
영업외손익	-64	-61	-60	-50	-50
이자수익	2	2	2	2	3
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	27	59	0	0	0
이자비용	57	69	69	69	69
외환손실	47	65	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	10	10	7	16	16
법인세차감전이익	295	465	302	616	812
법인세비용	106	150	105	204	269
유효법인세율 (%)	36.0%	32.4%	34.9%	33.2%	33.2%
당기순이익	189	314	196	412	542
지배주주지분순이익(억원)	212	348	217	456	600
EBITDA	451	652	480	813	1,030
현금순이익(Cash Earnings)	280	440	315	559	711
수정당기순이익	189	313	196	412	542
증감율(% YoY)					
매출액	59.7	41.9	18.4	40.0	20.2
영업이익(보고)	47.6	46.4	-31.3	84.3	29.3
영업이익(핵심)	47.6	46.4	-31.3	84.3	29.3
EBITDA	45.7	44.6	-26.3	69.3	26.7
지배주주지분 당기순이익	27.9	63.7	-37.6	109.9	31.6
EPS	27.9	63.4	-42.5	109.9	31.6
수정순이익	20.0	65.9	-37.4	109.9	31.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-65	235	405	632	683
당기순이익	189	314	196	412	542
감가상각비	87	120	114	143	165
무형자산상각비	4	5	4	4	3
외환손익	14	-15	0	0	0
자산처분손익	0	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-402	-309	90	74	-28
기타	43	116	0	0	0
투자활동현금흐름	-471	-975	-686	-653	-540
투자자산의 처분	7	-79	21	-46	-32
유형자산의 처분	3	14	0	0	0
유형자산의 취득	-435	-896	-700	-600	-500
무형자산의 처분	-19	-7	0	0	0
기타	-27	-8	-7	-7	-7
재무활동현금흐름	602	1,249	-64	-76	-87
단기차입금의 증가	227	-50	0	0	0
장기차입금의 증가	420	437	0	0	0
자본의 증가	0	927	0	0	0
배당금지급	-45	-63	-100	-121	-141
기타	0	-1	37	44	53
현금및현금성자산의순증가	66	511	-345	-97	56
기초현금및현금성자산	107	173	683	339	242
기말현금및현금성자산	173	683	339	242	298
Gross Cash Flow	337	544	315	559	711
Op Free Cash Flow	-534	-730	-256	66	217

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,560	3,962	3,885	4,635	5,369
현금및현금성자산	171	683	339	242	298
유동금융자산	36	21	25	35	42
매출채권및유동채권	1,512	2,007	2,241	2,789	3,353
재고자산	840	1,251	1,281	1,569	1,677
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,829	2,697	3,264	3,770	4,142
장기매출채권및기타비유동채권	7	21	25	35	42
투자자산	32	126	101	137	162
유형자산	1,626	2,359	2,945	3,402	3,737
무형자산	54	56	52	49	45
기타비유동자산	111	135	142	149	156
자산총계	4,389	6,659	7,149	8,405	9,511
유동부채	2,963	3,840	4,197	5,116	5,766
매입채무및기타유동채무	1,152	1,841	2,180	3,053	3,670
단기차입금	1,346	1,721	1,721	1,721	1,721
유동성장기차입금	423	179	179	179	179
기타유동부채	42	98	116	163	196
비유동부채	461	746	783	829	883
장기매입채무및비유동채무	3	2	3	4	5
사채및장기차입금	338	597	597	597	597
기타비유동부채	120	147	184	228	281
부채총계	3,424	4,586	4,980	5,945	6,649
자본금	45	50	50	50	50
주식발행초과금	486	1,407	1,407	1,407	1,407
이익잉여금	319	581	696	1,028	1,482
기타자본	128	71	71	71	71
지배주주지분자본총계	979	2,109	2,224	2,556	3,010
비지배주주지분자본총계	-13	-36	-55	-96	-148
자본총계	965	2,073	2,169	2,460	2,862
순차입금	1,899	1,793	2,133	2,220	2,157
총차입금	2,106	2,497	2,497	2,497	2,497

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,301	3,759	2,161	4,536	5,972
BPS	10,599	20,990	22,133	25,438	29,956
주당EBITDA	4,880	7,042	4,777	8,089	10,249
CFPS	3,034	4,753	3,131	5,558	7,073
DPS	700	1,000	1,200	1,400	1,600
주가배수(배)					
PER	78.0	31.8	55.3	26.3	20.0
PBR	16.9	5.7	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	36.9	19.4	27.1	16.1	12.6
PCFR	59.1	25.1	38.2	21.5	16.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.7	7.0	4.0	5.3	5.7
영업이익률(핵심)	6.7	7.0	4.0	5.3	5.7
EBITDA margin	8.4	8.6	5.4	6.5	6.8
순이익률	3.5	4.2	2.2	3.3	3.6
자기자본이익률(ROE)	21.3	20.7	9.3	17.8	20.4
투자자본이익률(ROIC)	9.3	10.8	5.9	10.1	12.0
안정성(%)					
부채비율	354.8	221.2	229.6	241.6	232.3
순차입금비율	196.7	86.5	98.4	90.2	75.4
이자보상배율(배)	6.3	7.6	5.3	9.7	12.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	4.3	4.2	5.0	4.9
재고자산회전율	7.5	7.2	7.1	8.8	9.3
매입채무회전율	5.3	5.1	4.5	4.8	4.5

Compliance Notice

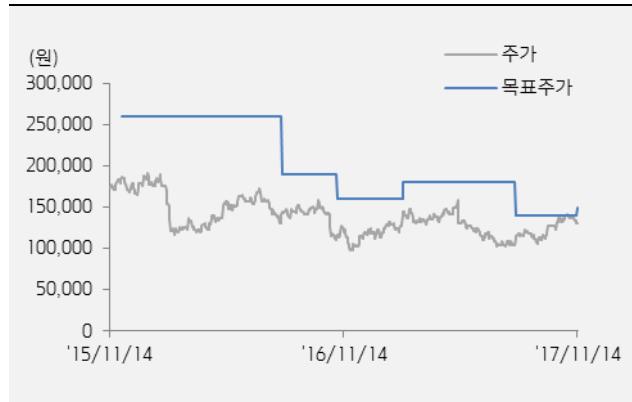
- 당사는 11월 14일 현재 '코스맥스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
코스맥스							
(192820)	2014/08/18	BUY(Maintain)	130,000원	6개월			
당당자변경	2015/12/03	BUY(Reinitiate)	260,000원	6개월	-30.26	-28.10	
	2016/05/10	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-32.02	-28.10	
	2016/08/09	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-31.25	-25.69	
	2016/11/04	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-26.82	-21.92	
	2017/02/15	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-27.60	-15.56	
	2017/05/12	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-20.48	-5.00	
	2017/08/09	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-15.15	-7.66	
	2017/11/14	Outperform (Downgrade)	150,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상