

BUY(Upgrade)

목표주가: 150,000원

주가(2/13): 118,500원

시가총액: 1조1909억원

의류/생활용품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/13)		2,395.19pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	158,500원	102,500원
등락률	-25.24%	15.61%
수익률	절대	상대
1M	-7.1%	-3.1%
6M	1.7%	-1.5%
1Y	-8.8%	-20.9%

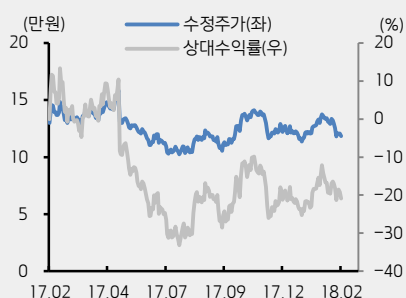
Company Data

발행주식수	10,050천주
일평균 거래량(3M)	100천주
외국인 지분율	24.05%
배당수익률(17E)	0.25%
BPS(17E)	21,681원
주요 주주	코스맥스비티아이
	25.63%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,570	8,840	11,875	14,266
보고영업이익	526	351	654	1,012
EBI DA	652	470	781	1,148
세전이익	465	253	594	954
순이익	314	155	404	668
지배주주지분순이익	348	172	447	735
EPS(원)	3,461	1,709	4,450	7,312
증감률(%YoY)	63.4	-54.5	160.4	64.3
PER(배)	34.5	68.5	26.6	16.2
PBR(배)	5.7	5.5	4.6	3.7
EV/EBITDA(배)	19.4	26.8	15.7	10.4
보고영업이익률(%)	7.0	4.0	5.5	7.1
ROE(%)	20.7	7.4	17.5	23.8
순부채비율(%)	86.5	82.5	57.1	31.4

Price Trend



코스맥스 (192820)

고성장 그림에 이익 개선도 추가 기대



4분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회했습니다. 2017년은 공격적인 Capex 증설을 통해 비용부담이 발생했고 사드로 인한 국내 고객사들의 상황이 어려웠던 한해였습니다. 하지만 중국은 눈부신 고성장을 확인할 수 있었고 인도네시아의 흑자전환, 미국의 외형 성장 등 해외사업 가속화를 눈여겨보아야 할 것입니다. 2018년은 색조 기술 경쟁력으로 트렌드에 맞는 꾸준한 성장과 이익 회복이 기대됩니다.

>>> 4Q 매출액 YoY +12%, 영업이익 -33%; 기대치 소폭 하회

코스맥스의 작년 4분기 IFRS 연결실적은 매출액 2,240억원(YoY +12.2%)과 영업이익 64억원(YoY -32.5%/ OPM 2.8%, YoY -1.9%p) 및 순이익 6억원(YoY -90.2%/ NPM 0.3%, YoY -2.9%p)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 69억 대비 소폭 하회했고 영업외단에서는 외화관련손실 43억 발생했다.

부문별로는 국내 매출이 1290억으로 0.7% 하락했고 영업이익은 15억원으로 33% 하락했다. 매출은 히트 제품으로 인해 방어 가능했다고 판단한다. 이익 감소 요인은 3분기부터 있었던 1)사드 영향과 2)단가 낮은 마스크시트 비중 20%까지 확대 요인에 3)노무비 증가로 인한 원가 부담이 추가적으로 발생한 것으로 판단된다. 중국은 베이스 메이크업 히트 제품으로 인해 +37% 고성장을 기록했고, 3분기 증설 이후 초기 비용 확대됐으나 히트 제품 발생에 따라 수익성은 개선되었다. 미국 오더는 꾸준히 확대되면서 매출액 126억원을 기록했다.

>>> 2018년 하반기로 갈수록 실적 모멘텀 확대

2018년 매출액과 영업이익은 1조1875억원(+34.3%)과 654억원(+86.2%)을 전망한다. 누월그룹 인수를 제외한 증감율은 +19%와 +77%가 예상된다. 상반기까지는 공장 증설에 따른 비용 부담이 존재할 것으로 여겨져 하반기로 갈수록 실적 모멘텀이 강해질 것이고 여기에 한중 관계 회복으로 중국인 입국까지 재개된다면 브랜드사들의 오더 또한 순차적으로 발생할 것으로 예상된다. 중국 법인은 +28% 성장 전망, 인도네시아와 미국 등 지역 다변화를 통한 로컬 고객 및 현지 진출 계획인 글로벌 바이어들 또한 확보할 수 있을 것이다. 인도네시아 법인은 17년 흑자전환에 성공했고 미국법인 또한 영업이익 -170억원에서 올해는 -80억원까지 감소할 것으로 예상한다.

>>> 세계로 뻗어가는 코스맥스, 색조에 강점

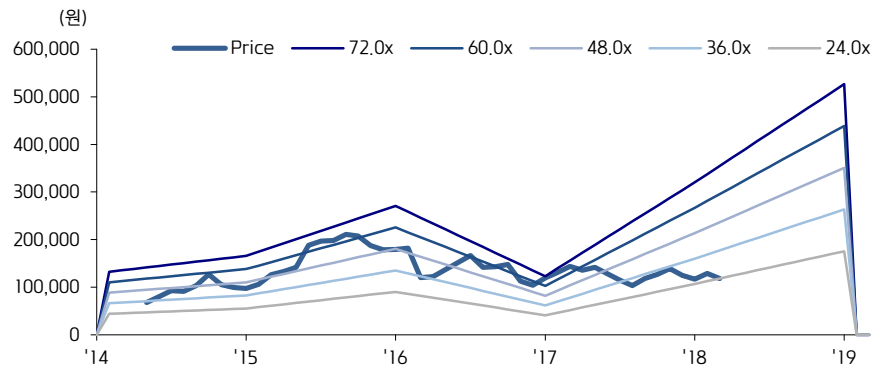
목표주가는 15만원을 유지하고 투자의견 BUY로 상향한다. 목표주가는 12fw EPS, Target PER 32배(글로벌 피어 평균 P/E 31배)를 적용했다. 글로벌 탑1 위 ODM 업체로서 혁신적인 신제품 개발 중에서도 특히 색조 제조에 강점을 가진 코스맥스는 국내외 색조 화장품 고성장 트렌드에 들어맞는 업체로 판단된다. 17년 공장 증설 및 누월그룹 인수 등 공격적인 투자가 실행되었고 '18년은 외형 성장 그림에 해외법인 손실폭 축소와 사드 회복에 따라 수익성 또한 개선될 것으로 기대한다.

코스맥스 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2191	2323	2085	2240	2764	3096	2893	3122	7570	8840	11875	14266
Cosmax Korea	1423	1377	1192	1290	1438	1487	1383	1509	5055	5318	5816	6631
Cosmax China	770	1055	880	1007	996	1311	1159	1277	2839	3712	4743	6082
상해	677	922	775	894	880	1171	1022	1136	2529	3268	4209	5387
광저우	93	134	105	113	116	140	136	142	310	445	534	695
Cosmax Indonesia	29	19	23	19	32	28	35	29	30	90	123	167
Cosmax USA	72	63	119	126	130	127	149	157	176	381	563	788
누월드 그룹					330	330	330	330			1320	1426
Cosmax Icure	12	9	17	15	15	12	22	19	44	52	68	84
성장률(%) 매출액	26.3	17.5	12.0	12.2	26.2	33.3	38.7	39.4	41.9	16.8	34.3	20.1
Cosmax Korea	14.8	7.5	-3.6	-0.7	1.0	8.0	16.0	17.0	35.7	5.2	9.4	14.0
Cosmax China	32.6	29.8	23.8	37.1	29.4	24.2	31.8	26.8	40.1	30.8	27.8	28.2
상해	33.8	28.1	22.0	33.8	30.0	27.0	32.0	27.0	40.5	29.2	28.8	28.0
광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	25.0	5.0	30.0	25.0	-9.1	43.6	20.2	30.0
Cosmax Indonesia	527.6	254.5	264.4	41.5	10.0	50.0	50.0	50.0	77.4	201.0	37.2	35.0
Cosmax USA									834.1	116.9	47.9	40.0
누월드 그룹												10.0
Cosmax Icure									244.8	17.5	30.0	25.0
매출비중 (%)												
Cosmax Korea	61.7	54.6	53.4	52.5	55.1	50.2	50.3	50.5	62.1	55.7	46.0	43.7
Cosmax China	33.4	41.8	39.4	41.0	38.2	44.2	42.2	42.7	34.9	38.9	37.5	40.1
상해	29.4	36.5	34.7	36.4	33.7	39.5	37.2	38.0	31.1	34.2	33.3	35.5
광저우	4.0	5.3	4.7	4.6	4.4	4.7	5.0	4.7	3.8	4.7	4.2	4.6
Cosmax Indonesia	1.3	0.7	1.0	0.8	1.2	0.9	1.3	1.0	0.4	0.9	1.0	1.1
Cosmax USA	3.1	2.5	5.4	5.1	5.0	4.3	5.4	5.2	2.2	4.0	4.5	5.2
Cosmax WEST											10.4	9.4
Cosmax Icure	0.5	0.4	0.7	0.6	0.6	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
영업이익	94	143	50	64	96	147	170	241	526	351	654	1012
Cosmax Korea	80	70	24	15	43	67	75	86	433	188	271	411
해외 및 연결조정	14	73	27	49	53	80	95	155	93	164	384	601
성장률(%)	-28.0	-21.2	-57.8	-32.5	2.2	2.9	238.0	277.7	46.4	-33.2	86.2	54.7
Cosmax Korea	-29.3	-47.6	-76.2	-83.2	-46.0	-4.1	217.5	480.9	53.5	-56.6	44.1	51.8
해외 및 연결조정	-19.7	50.5	33.6	667.0	270.1	9.5	256.0	216.3	20.4	75.7	134.6	56.7
이익률(%)	4.3	6.2	2.4	2.8	3.5	4.8	5.9	7.7	7.0	4.0	5.5	7.1
Cosmax Korea	5.6	5.1	2.0	1.1	3.0	4.5	5.4	5.7	8.6	3.5	4.7	6.2
해외 및 연결조정	1.9	7.8	3.0	5.2	4.0	5.0	6.3	9.6	3.7	4.6	6.3	7.9
순이익	25	95	29	6	50	90	114	150	314	155	404	668
이익률(%)	1.1	4.1	1.4	0.3	1.8	2.9	4.0	4.8	4.2	1.8	3.4	4.7

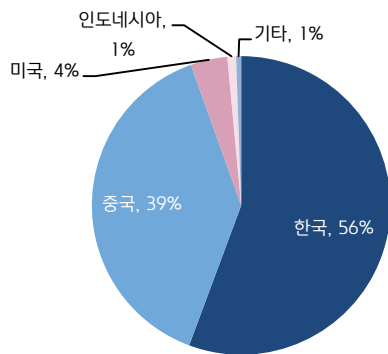
자료: 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

아모레퍼시픽 PER band



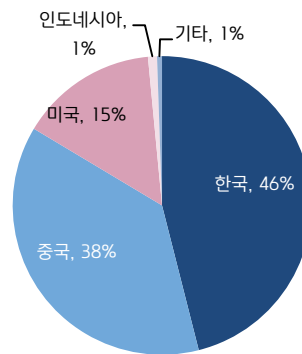
자료: 키움증권, 리서치센터

코스맥스 지역별 매출 구성 (2017년)



자료: 키움증권 리서치센터

코스맥스 지역별 매출 구성 전망 (2018E)



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,333	7,570	8,840	11,875	14,266
매출원가	4,452	6,389	7,767	10,315	12,278
매출총이익	881	1,181	1,073	1,560	1,988
판매비및일반관리비	522	655	721	905	976
영업이익(보고)	359	526	351	654	1,012
영업이익(핵심)	359	526	351	654	1,012
영업외손익	-64	-61	-99	-60	-58
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
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	10	10	-32	7	8
법인세차감전이익	295	465	253	594	954
법인세비용	106	150	97	190	286
유효법인세율 (%)	36.0%	32.4%	38.6%	32.0%	30.0%
당기순이익	189	314	155	404	668
지배주주지분순이익(억원)	212	348	172	447	735
EBITDA	451	652	470	781	1,148
현금순이익(Cash Earnings)	280	440	274	531	803
수정당기순이익	189	313	155	404	668
증감율(% YoY)					
매출액	59.7	41.9	16.8	34.3	20.1
영업이익(보고)	47.6	46.4	-33.2	86.2	54.7
영업이익(핵심)	47.6	46.4	-33.2	86.2	54.7
EBITDA	45.7	44.6	-27.9	66.4	46.9
지배주주지분 당기순이익	27.9	63.7	-50.6	160.4	64.3
EPS	27.9	63.4	-54.5	160.4	64.3
수정순이익	20.0	65.9	-50.5	160.4	65.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-65	235	381	651	778
당기순이익	189	314	155	404	668
감가상각비	87	120	114	123	132
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	108	120	-25
기타	43	116	0	0	0
투자활동현금흐름	-471	-975	-284	-346	-338
투자자산의 처분	7	-79	23	-39	-31
유형자산의 처분	3	14	0	0	0
유형자산의 취득	-435	-896	-300	-300	-300
무형자산의 처분	-19	-7	0	0	0
기타	-27	-8	-7	-7	-7
재무활동현금흐름	602	1,249	-64	14	3
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	-30	-50
기타	0	-1	37	44	53
현금및현금성자산의순증가	66	511	33	319	443
기초현금및현금성자산	107	173	683	717	1,036
기말현금및현금성자산	173	683	717	1,036	1,479
Gross Cash Flow	337	544	274	531	803
Op Free Cash Flow	-534	-730	142	392	519

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,560	3,962	4,214	5,192	6,274
현금및현금성자산	171	683	717	1,036	1,479
유동금융자산	36	21	25	33	40
매출채권및유동채권	1,512	2,007	2,210	2,639	3,170
재고자산	840	1,251	1,263	1,484	1,585
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,829	2,697	2,862	3,081	3,284
장기매출채권및기타비유동채권	7	21	24	33	39
투자자산	32	126	100	130	154
유형자산	1,626	2,359	2,545	2,721	2,889
무형자산	54	56	52	49	45
기타비유동자산	111	135	142	149	156
자산총계	4,389	6,659	7,076	8,273	9,558
유동부채	2,963	3,840	4,165	4,943	5,555
매입채무및기타유동채무	1,152	1,841	2,150	2,889	3,470
단기차입금	1,346	1,721	1,721	1,721	1,721
유동성장기차입금	423	179	179	179	179
기타유동부채	42	98	115	154	185
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	4,948	5,771	6,438
자본금	45	50	50	50	50
주식발행초과금	486	1,407	1,407	1,407	1,407
이익잉여금	319	581	650	1,067	1,749
기타자본	128	71	71	71	71
지배주주지분자본총계	979	2,109	2,179	2,595	3,278
비지배주주지분자본총계	-13	-36	-51	-93	-158
자본총계	965	2,073	2,128	2,502	3,120
순차입금	1,899	1,793	1,756	1,428	979
총차입금	2,106	2,497	2,497	2,497	2,497

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지표(원)					
EPS	2,301	3,461	1,709	4,450	7,312
BPS	10,599	20,990	21,681	25,823	32,617
주당EBITDA	4,880	7,042	4,674	7,776	11,420
CFPS	3,034	4,753	2,722	5,286	7,994
DPS	700	1,000	300	500	700
주가배수(배)					
PER	78.0	34.5	68.5	26.6	16.2
PBR	16.9	5.7	5.5	4.6	3.7
EV/EBITDA	36.9	19.4	26.8	15.7	10.4
PCFR	59.1	25.1	43.9	22.6	14.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.7	7.0	4.0	5.5	7.1
영업이익률(핵심)	6.7	7.0	4.0	5.5	7.1
EBITDA margin	8.4	8.6	5.3	6.6	8.0
순이익률	3.5	4.2	1.8	3.4	4.7
자기자본이익률(ROE)	21.3	20.7	7.4	17.5	23.8
투자자본이익률(ROIC)	9.3	10.8	5.7	11.6	17.9
안정성(%)					
부채비율	354.8	221.2	232.6	230.7	206.4
순차입금비율	196.7	86.5	82.5	57.1	31.4
이자보상배율(배)	6.3	7.6	5.1	9.5	14.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	4.3	4.2	4.9	4.9
재고자산회전율	7.5	7.2	7.0	8.6	9.3
매입채무회전율	5.3	5.1	4.4	4.7	4.5

Compliance Notice

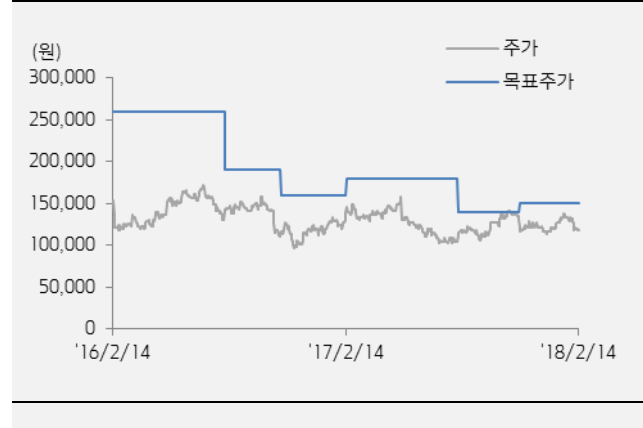
- 당사는 2월 13일 현재 '코스맥스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
코스맥스						
(192820)	2014/08/18	BUY(Maintin)	130,000원	6개월		
담당자변경	2015/12/03	BUY(Reinitiate)	260,000원	6개월	-41.91	-26.30
	2016/05/10	BUY(Maintin)	260,000원	6개월	-41.81	-26.30
	2016/08/09	BUY(Maintin)	190,000원	6개월	-25.24	-16.35
	2016/11/04	BUY(Maintin)	160,000원	6개월	-25.99	-12.50
	2017/02/15	BUY(Maintin)	180,000원	6개월	-22.34	-11.94
	2017/05/12	BUY(Maintin)	180,000원	6개월	-28.98	-11.94
	2017/08/09	BUY(Maintin)	140,000원	6개월	-11.47	0.71
	2017/11/14	Outperform (Downgrade)	150,000원	6개월	-17.37	-8.33
	2018/02/14	BUY(Upgrade)	150,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 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

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%