

2018. 2. 19



▲ 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 (2.14) 124,000 원

상승여력 12.9%

KOSPI 2,421.83pt

시가총액 12,461억원

발행주식수 1,005만주

유동주식비율 71.80%

외국인비중 23.41%

52주 최고/최저가 158,500원/102,500원

평균거래대금 126.6억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 4 인 26.03

국민연금 10.05

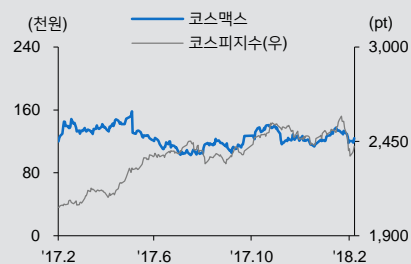
FIL LIMITED 외 15 인 5.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.7 5.1 -11.4

상대주가 0.3 1.3 -24.1

주가그래프



코스맥스 192820

외형 고성장 vs. 수익성 부진

- ✓ 4Q 매출액 2,240 억원 (+12.2% YoY), 영업이익 64 억원 (-32.5% YoY) 기록
- ✓ 고정비 부담과 저수익 제품 비중 확대로 국내법인의 수익성 크게 부진
- ✓ 선제적으로 투자한 해외 현지법인의 고성장은 중장기 기업가치에 긍정적
- ✓ 높은 외형 성장에도 수익성 부진, 이익률 개선 여부 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 140,000 원 유지

4Q 국내 부진 vs. 중국 선방

코스맥스의 4 분기 연결기준 실적은 매출액 2,240 억원 (+12.2% YoY), 영업이익 64 억원 (-32.5% YoY)을 기록하였다. 국내법인은 매출액 -0.7% YoY, 영업이익 -83.2% YoY 기록하여 수익성이 크게 부진했다. 주요 고객사인 브랜드샵의 주문 감소와 자체적인 투자 설비 확대에 따른 고정비 부담, 그리고 마스크팩 등 저수익 제품 비중이 증가했기 때문이다. 중국법인 (상하이+광저우)은 신제품 출시 효과로 매출액 +37.1% YoY, 순이익 +65% YoY 기록하여 호실적을 나타냈다. 인도네시아의 성장률은 글로벌 고객사의 제품 리뉴얼 영향으로 둔화되었으며 미국은 지난해 수준의 손실 폭을 유지했다.

해외 현지법인의 고성장은 중장기 기업가치에 긍정적

미국과 중국의 보호 무역주의로 인해 코스맥스가 선제적으로 투자한 해외 현지법인의 성장성은 더욱 강화될 전망이다. 코스맥스는 적극적인 해외 진출로 글로벌 생산 기지를 구축하였으며 세계 각국의 로컬 고객사들을 영업하면서 높은 성장이 기대된다. 그러나 공격적인 투자에 따른 재무적 부담과 현지 생산 인력의 효율성 개선에 대한 불확실성도 상존한다.

높은 외형 성장에도 수익성 부진, 이익률 개선 여부 관건

코스맥스는 글로벌 ODM 1 위 기업으로서 견고한 시장 지위로 높은 외형 성장이 지속될 것으로 판단하여 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 140,000 원을 유지한다. 다만 완전한 이익률 개선으로 밸류에이션 부담이 예상되며 수익성 개선 여부가 주가 모멘텀에 중요하게 작용할 것으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	757.0	52.6	34.8	3,752	66.1	20,990	31.8	5.7	19.2	22.5	221.2
2017P	884.0	35.1	17.2	1,712	-54.4	34,417	68.3	3.4	25.2	6.2	124.5
2018E	1,139.8	43.5	27.3	2,714	67.0	36,831	45.7	3.4	22.7	7.6	136.0
2019E	1,316.2	57.9	37.3	3,709	43.5	40,240	33.4	3.1	18.2	9.6	129.6
2020E	1,486.8	66.9	44.4	4,414	19.0	44,353	28.1	2.8	10.1	10.4	121.2

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017P	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	894.4	1,154.4	884.0	1,139.8	-1.2	-1.3
영업이익	35.7	53.3	35.1	43.5	-1.5	-18.3
지배주주순이익	23.4	33.0	17.2	27.3	-26.4	-17.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	757.0	219.1	232.3	208.5	224.0	884.0	264.0	289.5	279.3	307.0	1,139.8
증가율 (% YoY)	41.9	26.3	17.5	12.0	12.2	16.8	20.5	24.6	33.9	37.0	28.9
국내	505.5	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	145.2	148.7	131.1	145.5	570.5
중국 연결 (차이나+광저우)	283.9	77.0	105.5	88.0	100.7	371.2	96.2	131.9	109.9	125.9	464.0
인도네시아	3.0	2.9	1.9	2.3	1.9	9.0	4.0	2.6	3.4	3.0	13.0
미국 (오하이오+뉴월드)	17.6	7.2	6.3	11.9	12.6	38.1	28.9	25.4	47.8	52.8	154.8
비중 (%)											
국내	66.8	65.0	59.3	57.2	57.6	59.8	55.0	51.4	47.0	47.4	50.1
중국 연결 (차이나+광저우)	37.5	35.1	45.4	42.2	45.0	42.0	36.5	45.6	39.4	41.0	40.7
인도네시아	0.4	1.3	0.8	1.1	0.9	1.0	1.5	0.9	1.2	1.0	1.1
미국 (오하이오+뉴월드)	2.3	3.3	2.7	5.7	5.6	4.3	10.9	8.8	17.1	17.2	13.6
증가율 (% YoY)											
국내	35.7	14.8	7.5	-3.6	-0.7	4.5	2.0	8.0	10.0	12.8	8.0
중국 연결 (차이나+광저우)	40.1	32.6	29.8	23.8	37.1	30.8	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
인도네시아	77.4	527.6	254.5	264.4	41.5	201.0	40.0	40.0	45.0	55.2	44.6
미국 (오하이오+뉴월드)	834.1	155.3	36.3	189.1	111.5	116.9	300.0	300.0	300.0	320.2	306.7
매출원가	638.9	191.5	199.9	184.7	197.1	773.2	232.3	254.7	245.8	270.1	1,003.0
증가율 (% YoY)	43.5	32.2	23.1	16.5	13.8	21.0	21.3	27.5	33.1	37.0	29.7
매출원가율 (%)	84.4	87.4	86.0	88.6	88.0	87.5	88.0	88.0	88.0	88.0	88.0
매출총이익	118.1	27.6	32.4	23.9	26.9	110.8	31.7	34.7	33.5	36.8	136.8
증가율 (% YoY)	34.0	-3.7	-8.3	-13.8	1.7	-6.2	14.9	7.1	40.5	37.0	23.5
매출총이익률 (%)	15.6	12.6	14.0	11.4	12.0	12.5	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
판관비	65.5	18.2	18.1	18.8	20.5	75.6	21.9	19.7	25.0	26.7	93.3
증가율 (% YoY)	25.5	16.9	5.4	19.5	20.7	15.5	20.4	9.0	32.7	30.0	23.3
판관비율 (%)	8.7	8.3	7.8	9.0	9.2	8.6	8.3	6.8	8.9	8.7	8.2
영업이익	52.6	9.4	14.3	5.0	6.4	35.1	9.8	15.0	8.5	10.2	43.5
증가율 (% YoY)	46.6	-28.0	-21.2	-57.8	-32.5	-33.2	4.3	4.7	69.8	59.5	23.8
영업이익률 (%)	7.0	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	3.7	5.2	3.1	3.3	3.8

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E
중국 (상하이+광저우)										
매출액	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	283.9	371.2	464.0	556.8
증가율 (% YoY)	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	25.0	20.0
생산량	1,900	4,218	6,372	8,300	13,766	22,715	29,529	38,388	46,065	52,975
증가율 (% YoY)	26.7	122.0	51.1	30.3	65.9	65.0	30.0	30.0	20.0	15.0
Capa	6,000	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	32,000	50,000	60,000	60,000
증가율 (% YoY)	33.3	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	0.0	56.3	20.0	0.0
가동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	88.3
국내										
매출액	155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	528.2	570.5	616.1
증가율 (% YoY)		13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	8.0	8.0
생산량	9,550	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	20,331	21,348	23,482	25,596
증가율 (% YoY)		7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	33.0	5.0	10.0	9.0
Capa	12,000	14,000	15,000	15,000	19,000	23,000	30,000	33,000	33,000	33,000
증가율 (% YoY)		16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	10.0	0.0	0.0
가동률 (%)	79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	64.7	71.2	77.6
인도네시아										
매출액				1.0	1.4	1.7	3.0	9.0	13.0	20.0
증가율 (% YoY)					39.7	20.5	77.4	201.0	44.6	53.8
Capa				4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
증가율 (% YoY)					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
미국 (오하이오+뉴월드)										
매출액						1.9	17.6	38.1	154.8	185.8
증가율 (% YoY)							834.1	116.9	306.7	20.0
Capa					10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000
증가율 (% YoY)						0.0	0.0	0.0	50.0	0.0
전체 매출액			274.2	340.6	388.4	533.3	757.0	884.0	1,139.8	1,316.2
증가율 (% YoY)				24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	28.9	15.5
해외			58.5	81.7	126.2	206.1	304.4	418.3	631.8	762.6
비중 (%)			21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	55.4	57.9

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 뉴월드 손익계산서

(천달러)	2014	2015	2016	1Q17
매출액	81,665	88,550	105,036	29,185
증가율 (% YoY)		8.4	18.6	
매출총이익	24,176	25,165	28,211	7,267
증가율 (% YoY)		4.1	12.1	
매출총이익률 (%)		28.4	26.9	
영업이익	980	1,327	1,472	463
증가율 (% YoY)		35.4	10.9	
영업이익률 (%)		1.5	1.4	
세전이익	234	486	518	293
증가율 (% YoY)		107.7	6.6	
세전이익률 (%)		0.5	0.5	

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	757.0	884.0	1,139.8	1,316.2	1,486.8
매출액증가율 (%)	41.9	16.8	28.9	15.5	13.0
매출원가	638.9	773.2	1,003.0	1,145.1	1,293.6
매출총이익	118.1	110.8	136.8	171.1	193.3
판매관리비	65.5	75.6	93.3	113.2	126.4
영업이익	52.6	35.1	43.5	57.9	66.9
영업이익률	7.0	4.0	3.8	4.4	4.5
금융손익	-5.6	-6.5	-5.9	-5.9	-5.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-3.4	-2.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	46.5	25.3	35.6	51.1	60.8
법인세비용	15.1	9.7	9.6	13.8	16.4
당기순이익	31.4	15.6	26.0	37.3	44.4
지배주주지분 순이익	34.8	17.2	27.3	37.3	44.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23.5	41.2	10.3	32.7	88.0
당기순이익(손실)	31.4	15.6	26.0	37.3	44.4
유형자산상각비	12.0	15.0	16.8	17.8	65.2
무형자산상각비	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-30.9	10.1	-33.0	-22.7	-22.0
투자활동 현금흐름	-97.5	-77.3	-45.7	-33.9	-33.8
유형자산의증가(CAPEX)	-89.6	-50.0	-40.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.8	-2.5	-5.0	-3.4	-3.3
재무활동 현금흐름	124.9	68.7	5.0	-25.0	-28.0
차입금의 증감	39.1	-42.0	8.0	-22.0	-25.0
자본의 증가	91.8	120.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.1	32.6	-30.4	-26.2	26.2
기초현금	17.3	68.3	101.0	70.6	44.4
기말현금	68.3	101.0	70.6	44.4	70.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	396.3	433.5	499.3	539.5	629.9
현금및현금성자산	68.3	100.9	70.6	44.4	70.5
매출채권	187.1	192.2	247.8	286.1	323.2
재고자산	125.1	122.1	157.5	181.8	205.4
비유동자산	269.7	331.0	358.7	374.0	341.7
유형자산	235.9	270.9	294.0	306.3	271.0
무형자산	5.6	5.2	4.7	4.3	4.0
투자자산	14.7	17.1	22.1	25.5	28.8
자산총계	665.9	764.5	858.1	913.5	971.6
유동부채	384.0	336.8	372.3	395.0	413.4
매입채무	125.1	118.3	152.6	176.2	199.0
단기차입금	172.1	122.1	102.1	82.1	62.1
유동성장기부채	17.9	15.9	13.9	16.9	16.9
비유동부채	74.6	87.2	122.2	120.7	119.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.7	69.7	99.7	94.7	89.7
부채총계	458.6	423.9	494.5	515.7	532.4
자본금	5.0	5.6	5.6	5.6	5.6
자본잉여금	151.1	271.3	271.3	271.3	271.3
기타포괄이익누계액	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	58.1	72.3	96.5	130.8	172.1
비지배주주지분	-3.6	-5.3	-6.6	-6.6	-6.6
자본총계	207.3	340.6	363.6	397.8	439.2

Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	81,656	87,960	113,414	130,967	147,951
EPS(지배주주)	3,752	1,712	2,714	3,709	4,414
CFPS	8,001	4,704	5,849	7,470	13,086
EBITDAPS	7,029	5,042	6,048	7,570	13,185
BPS	20,990	34,417	36,831	40,240	44,353
DPS	1,000	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	68.3	45.7	33.4	28.1
PCR	14.9	24.9	21.2	16.6	9.5
PSR	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
PBR	5.7	3.4	3.4	3.1	2.8
EBITDA	65.2	50.7	60.8	76.1	132.5
EV/EBITDA	19.2	25.2	22.7	18.2	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	6.2	7.6	9.6	10.4
EBITDA 이익률	8.6	5.7	5.3	5.8	8.9
부채비율	221.2	124.5	136.0	129.6	121.2
금융비용부담률	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	7.6	5.1	6.9	9.5	12.3
매출채권회전율(x)	4.6	4.7	5.2	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	7.2	7.1	8.2	7.8	7.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 19일 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 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)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.03.22	산업분석	Hold	155,000	양지혜	-14.3	0.0	
2016.05.10	기업브리프	Buy	190,000	양지혜	-16.6	-6.8	
2016.08.09	기업브리프	Buy	190,000	양지혜	-18.2	-6.8	
2016.10.13	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-18.5	-6.8	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	-25.5	-19.1	
2016.11.04	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-25.4	-18.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지혜	-26.8	-18.0	
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	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	-14.8	0.7	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-	-	