



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

## RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

# 화장품 ODM

## 위기일까, 기회일까

- ✓ 위기일까? 주요 고객사의 변화가 주는 의미
- ✓ H&B 스토어와 온라인의 성장, 다품종 소량 생산이 심화되고 규모의 경제 효과 약화
- ✓ 기회일까? 해외 현지법인과 M&A를 통한 시장 지배력 강화
- ✓ 최근 미국과 중국의 보호무역주의 확대로 해외 현지법인의 높은 성장이 기대됨
- ✓ 위기보다는 기회에 무게, 수익성 회복이 관건

## Overweight

## 관심종목

한국콜마(161890)	Trading Buy	84,000원
코스맥스(192820)	Trading Buy	140,000원
코스메카코리아(241710)	Trading Buy	67,000원

### 위기일까? 주요 고객사의 변화가 주는 의미

국내 화장품 시장에서 원브랜드샵이 등장하면서 생산과 유통이 분리되기 시작하였고, 빠르게 변화하는 소비 트렌드에 대응하기 위해 화장품 아웃소싱이 일반화되면서 생산 효율성의 강점을 갖춘 화장품 OEM/ODM 기업이 성장하게 되었다. 그러나 최근에는 H&B 스토어와 온라인의 성장이 두드러지고 있는데 이들 채널에서는 상위 브랜드에 대한 집중도가 하락하면서 다품종 소량 생산이 심화되고 진입 장벽이 낮아지면서 화장품 OEM/ODM의 규모의 경제 효과가 약화되고 있다. 또한 H&B 스토어와 온라인에서는 화장품 OEM/ODM에게 있어 상대적으로 수익성이 낮은 마스크팩과 색조 화장품을 중심으로 성장하면서 원가율에 부정적으로 작용하고 있다. 한편 화장품 OEM/ODM 내 글로벌 고객사 비중이 확대되고 있는데 해외 시장 진출 관점에서는 긍정적이지만 글로벌 고객사들은 국내 고객사 대비 협상력에서 훨씬 더 우위를 점한 것으로 판단한다.

### 기회일까? 해외 현지법인과 M&A를 통한 시장 지배력 강화

최근 미국과 중국의 보호무역주의 확대로 화장품 OEM/ODM 업체들의 해외 현지 생산법인의 높은 성장이 기대된다. 국내 OEM/ODM 기업들은 중국과 미국 등지에 해외 현지 생산설비를 구축하여 글로벌 화장품 기업의 신규 오더를 확보하는 동시에 글로벌 기업들이 투자한 국내 화장품 브랜드들의 해외 진출 동반자로서의 역할을 강화할 계획이다. M&A를 통한 시장 지배력 강화 및 신성장동력 확보도 추진하고 있으며 재무적 부담이 상존하지만 시너지 창출 강도에 따라 기업가치 향상에 긍정적으로 작용할 수 있겠다.

### 위기보다는 기회에 무게, 수익성 회복이 관건

중국의 사드 보복 조치 이후 화장품 OEM/ODM 기업들의 부진한 실적이 이어지고 있지만 새로운 채널 환경에 대한 적응과 글로벌 전문 제조기업으로 거듭나기 위한 과정이라고 생각한다. 지난해 낮은 기저를 바탕으로 2018년 완만한 개선이 예상되며 영업이익률 정상화 여부에 따라 주가 상승 전환이 결정될 전망이다.



## • Contents

### Part 1 위기일까 3

- 화장품 OEM/ODM, 원브랜드샵 성장과 함께 부각
- 화장품 Value Chain 의 변화와 신채널의 성장
- 글로벌 고객사, 원브랜드샵 대비 협상력 우위

### Part 2 기회일까 9

- 보호무역주의 확대로 해외 현지법인의 성장성 강화
- M&A 를 통한 경쟁력 강화 및 신성장동력 확보

### 기업분석

한국콜마 (161890)\_ 성장 전략의 변화 가능성 고민 13

코스맥스 (192820)\_ 외형 고성장 vs. 수익성 부진 18

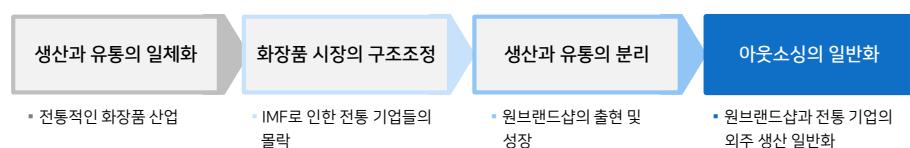
코스메카코리아 (241710)\_ 해외 수출 회복이 관건 22

## Part1. 위기일까

### 화장품 OEM/ODM, 원브랜드샵 성장과 함께 부각

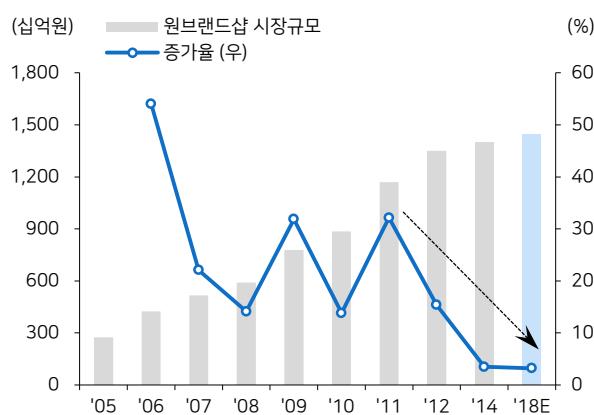
2000년대 초반 IMF로 인해 전통 화장품 기업들이 몰락하면서 화장품 시장은 구조조정의 시기를 맞는다. 그리고 원브랜드샵과 같은 화장품 유통 전문기업이 등장 하며 생산과 유통이 분리되기 시작하였고, 빠르게 변화하는 소비 트렌드에 대응하기 위한 화장품 아웃소싱이 일반화되면서 높은 기술력과 생산 효율성의 강점을 갖춘 화장품 OEM/ODM 업체들이 등장하게 된다. 특히 2011년부터 국내 화장품 시장이 저성장기에 접어들면서 합리적 소비 확산으로 원브랜드샵 채널이 크게 성장하면서 화장품 OEM/ODM 업체들도 폭발적으로 성장했다. 그러나 2013년 이후 원브랜드샵 채널은 과도한 판촉경쟁으로 잠시 어려운 시기를 겪는다. 2015년부터 중국 인바운드 소비가 원브랜드샵 채널의 높은 성장을 이끌어내고 중국 현지에서도 좋은 반응을 얻으며 화장품 OEM/ODM 산업의 호황기가 이어지게 된다.

그림1 원브랜드샵, 2000년대 국내 화장품 시장의 패러다임 변화 주도



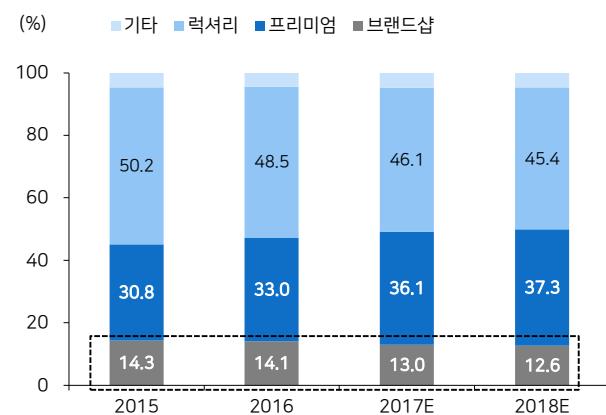
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 원브랜드샵 시장 규모 추이



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 화장품 시장 구성비 변화 추이



자료: 칸타월드, 메리츠증권 리서치센터

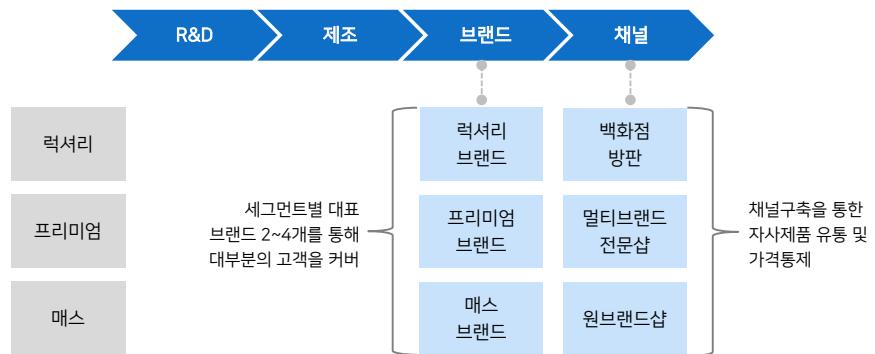
## 화장품 Value Chain 의 변화와 신채널의 성장

2016년부터 CJ올리브영이 더마 브랜드들과 해외 수입 색조 아이템 등으로 차별화된 상품 컨텐츠를 확보하면서 H&B스토어의 고성장이 주목받기 시작한다. 채널 환경 변화에 유연한 대응이 가능한 화장품 OEM/ODM 또한 H&B스토어에 입점된 고객사 브랜드들의 높은 성장이 이어지게 된다. 홈쇼핑 및 모바일 쇼핑이 일상화되면서 온라인 화장품 시장도 높은 성장을 지속하고 있다.

H&B스토어와 온라인 채널의 성장은 과거 화장품 Value Chain의 강점을 희석시킬 수 있다. 기존 화장품 시장은 세그먼트별 대표 브랜드 2~4개를 통해 대다수의 소비자를 커버할 수 있었고 자체적인 채널 구축을 통해 가격 결정권을 가지며 안정적인 성장과 높은 수익을 추구할 수 있었다. 그러나 H&B스토어와 온라인 채널에서는 상위 브랜드에 대한 집중도가 하락하면서 다품종 소량 생산이 심화되고 진입장벽이 낮아지면서 화장품 OEM/ODM의 강점인 규모의 경제 효과가 약화될 수 있다.

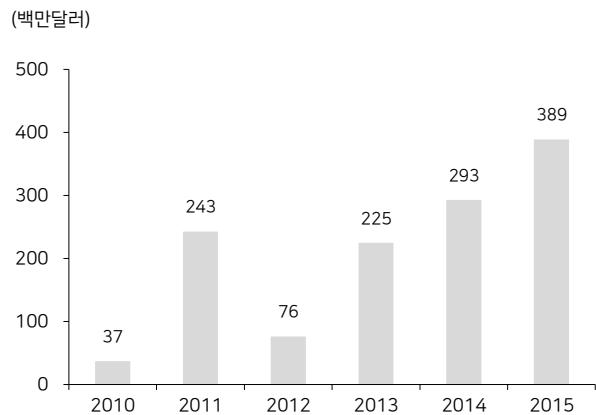
또한 H&B스토어와 온라인 채널에서는 화장품 OEM/ODM에게 있어 상대적으로 수익성이 낮은 마스크팩과 색조 화장품을 중심으로 최근 성장세가 뚜렷하게 나타나면서 원가율에 부정적으로 작용하고 있다. 결국 기업들은 차별화된 R&D 강점으로 신제품 시장을 주도하거나 자동화 설비 등을 활용한 생산 효율성 개선을 통해 극복하고자 노력 중이다.

그림4 과거 화장품 Value Chain 현황



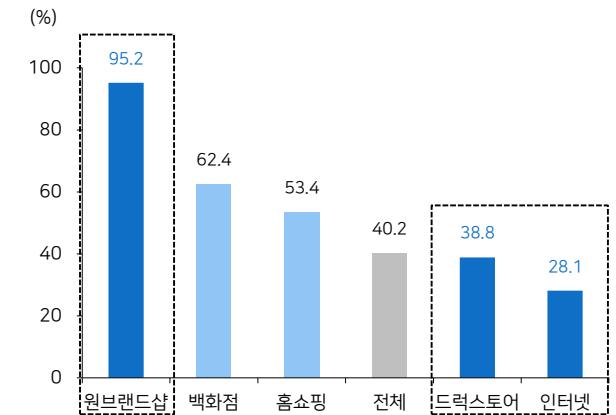
자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 해외 주요 뷰티 스타트업 투자 규모



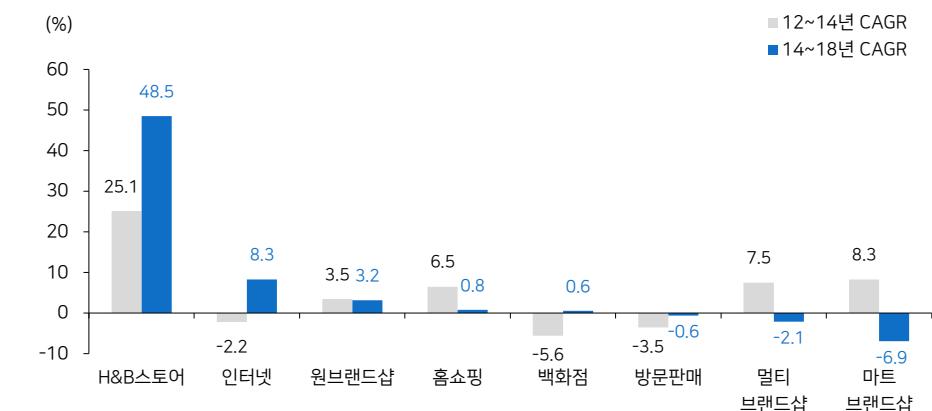
자료: FuturePlay, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 국내 화장품 채널별 상위 10개 브랜드 집중도 비교



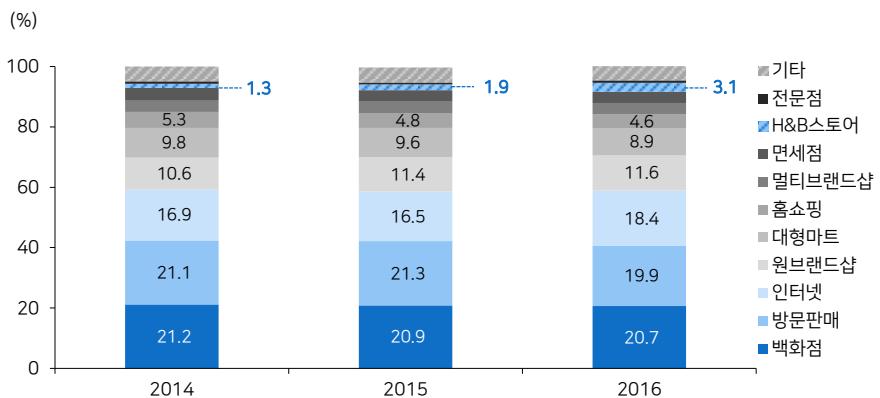
자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 채널별 연평균 성장률 비교



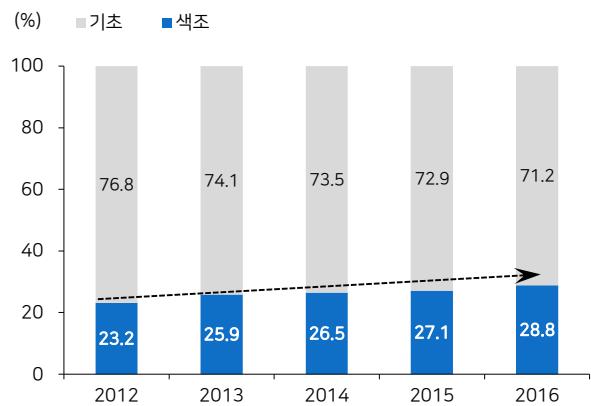
자료: 칸타월드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 국내 여성 소비자 기준 화장품 구매 채널별 비중



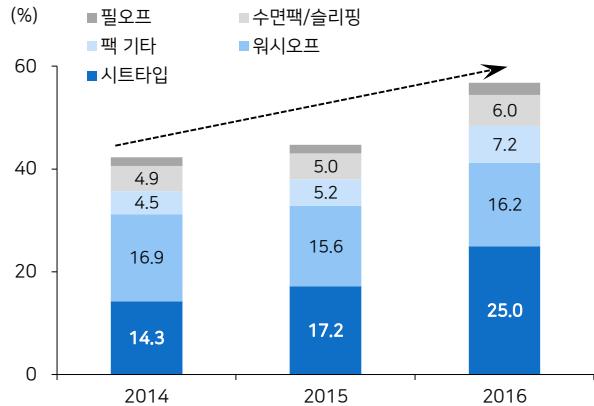
자료: 칸타월드패널 (선물제외), 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 기초 vs. 색조 비중



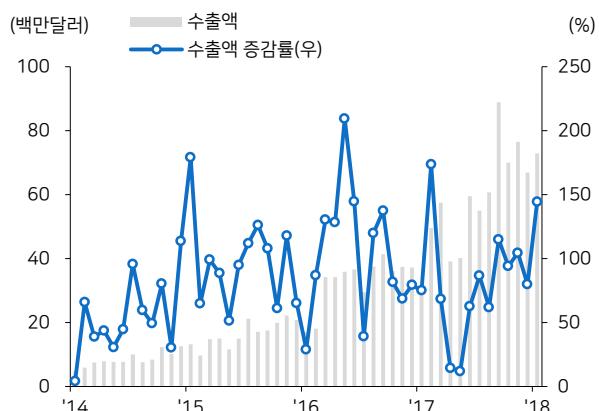
자료: 칸타월드패널 (국내 소비자 기준), 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 페이셜팩 세부 유형의 구매경험률



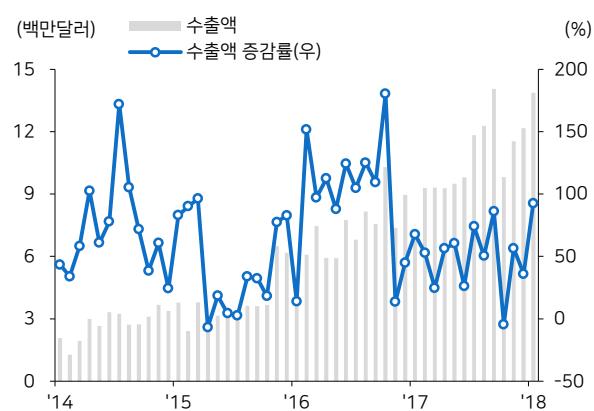
자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 마스크팩 수출 현황



자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 입술화장품 수출 현황



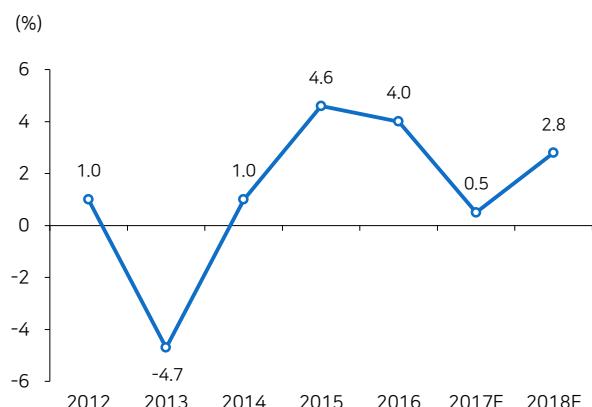
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

### 글로벌 고객사, 원브랜드샵 대비 협상력 우위

화장품 OEM/ODM 비즈니스의 특징은 P(가격)의 증가보다는 Q(증설)의 증가로 성장을 이끌어간다는 점이다. 따라서 지속적인 증설이 성장의 핵심이다. P의 측면에서는 일반적으로 브랜드업체와의 협상력에서 약하기 때문에 P의 증가가 더디고 브랜드업체 대비 마진율을 우위도 역시 어렵다. 특히 화장품 OEM/ODM 내 글로벌 고객사 비중이 2012년 5% 수준에서 2017년 30% 수준까지 확대되고 있는데 글로벌 시장 진출 관점에서는 긍정적이지만 국내 고객사 대비 협상력에서 글로벌 고객사들은 훨씬 더 우위를 점하고 있다.

한편 차별화된 기술력을 보유하거나 강력한 경쟁 우위의 아이템을 생산하는 경우 상대적으로 높은 수익성을 추구할 수 있다. 선도적으로 중국 시장에 진출한 코스맥스는 중국 화장품 시장 구조 변화의 수혜로 로컬 중국 업체 대비 기술력 우위를 통해 국내보다 중국 쪽에서 조금 높은 마진율을 달성하고 있다. 한국콜마는 기초 기능성 제품에 대해 상대적으로 높은 영업이익률을 기록하였으며 코스메카코리아 또한 기초 메이크업 제품에 대한 기술적 강점을 바탕으로 글로벌 고객사들에 대한 해외 수출에서도 높은 수익성을 시현하였다.

그림13 국내 화장품 시장 성장을 추이



자료: 칸타월드, 메리츠증권 리서치센터

그림14 해외 화장품 수출 추이



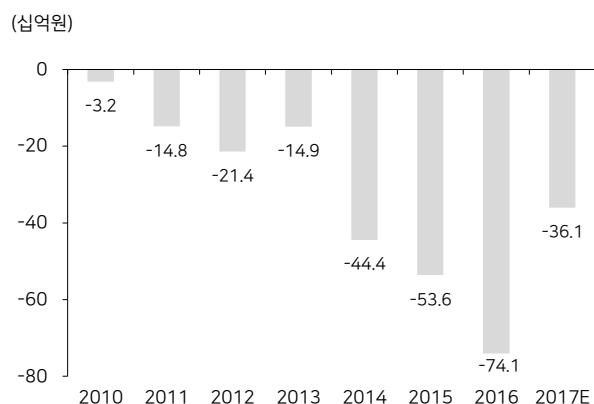
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국콜마 Net Cash Flow 추이



자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 코스맥스 Net Cash Flow 추이



자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 한국콜마 영업이익률 추이



자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 코스맥스 영업이익률 추이



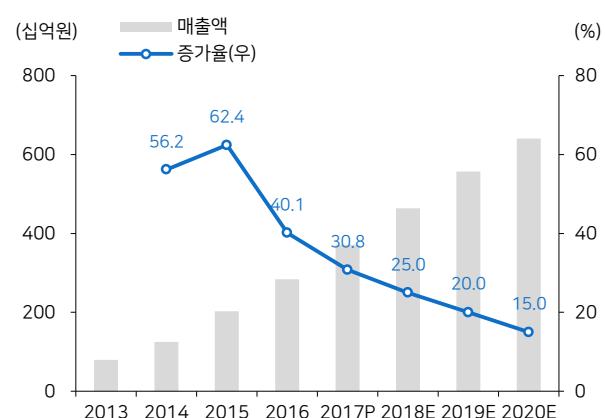
자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2. 기회일까

### 보호무역주의 확대로 해외 현지법인의 성장성 강화

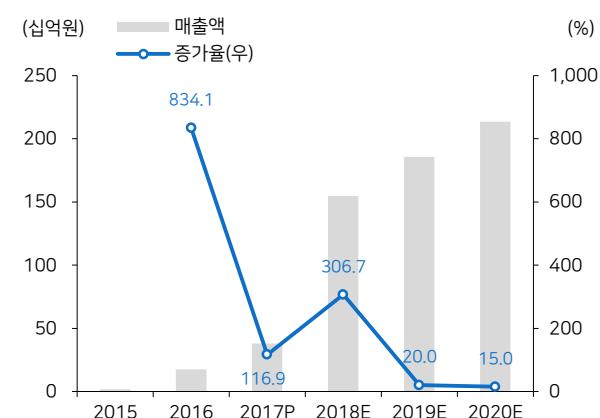
최근 미국과 중국의 보호무역주의 확대로 화장품 OEM/ODM 업체들의 해외 현지 생산법인의 높은 성장이 기대된다. 트럼프 정권 이후 자국 보호주의 일환으로 FDA에서 아시아권 화장품 회사의 OTC제품에 대해 더 엄격한 기준을 적용하고 있는 것으로 전해진다. 이를 극복하기 위해 글로벌 고객사들은 미국 현지 제조공장으로 오더를 확대할 계획이다. 또한 2016년 이후 중국 내수 시장이 고도화되면서 중국 정부의 위생허가 절차가 완화되고 있지만 수입 화장품 관리는 지속될 전망이다. 국내 OEM/ODM 기업들은 중국과 미국 등지에 해외 현지 생산설비를 구축하여 글로벌 화장품 기업의 신규 오더를 확보하는 동시에 글로벌 기업들이 투자한 국내 화장품 브랜드들의 해외 진출 동반자로서의 역할을 강화할 계획이다.

그림19 코스맥스 중국법인 매출액 및 증가율 추이



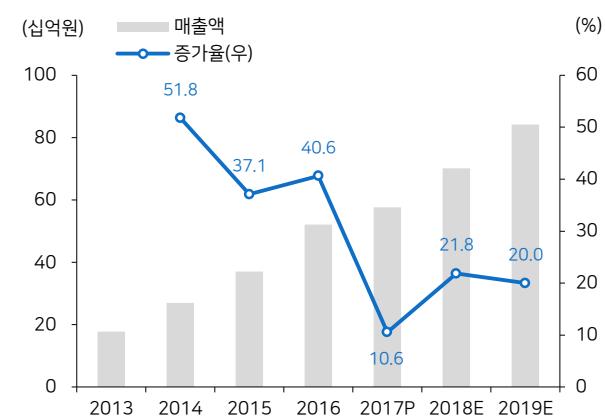
자료: 코스맥스, 메리츠증금증권 리서치센터

그림20 코스맥스 미국법인 매출액 및 증가율 추이



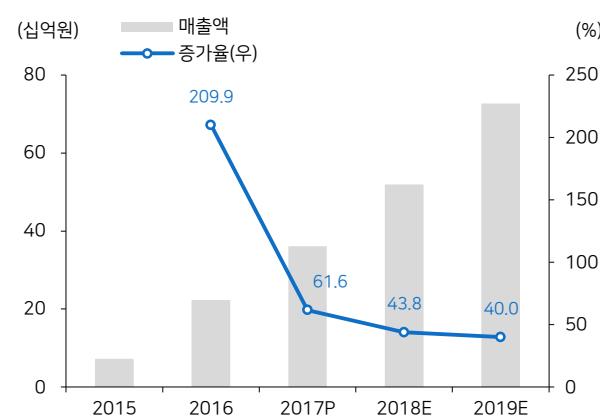
자료: 코스맥스, 메리츠증금증권 리서치센터

그림21 한국콜마 중국법인 매출액 및 증가율 추이



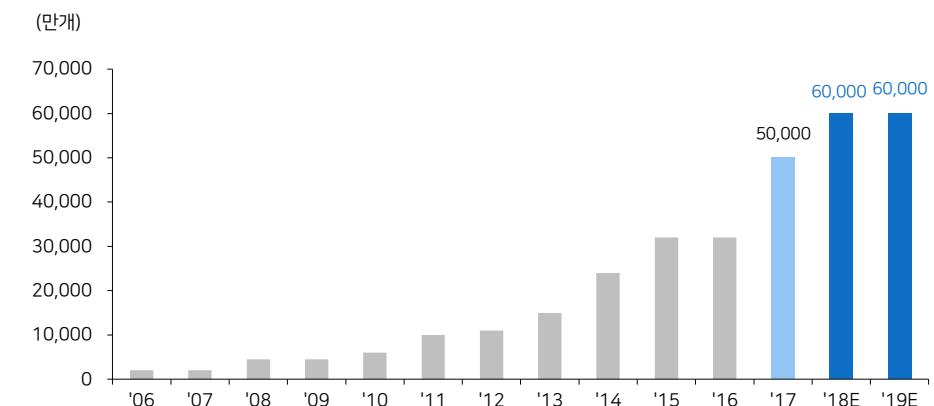
자료: 한국콜마, 메리츠증금증권 리서치센터

그림22 코스메카코리아 중국법인 매출액 및 증가율 추이



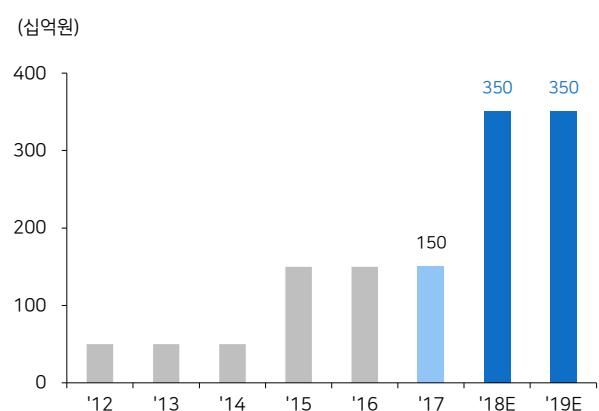
자료: 코스메카코리아, 메리츠증금증권 리서치센터

그림23 코스맥스 중국 Capa 추이



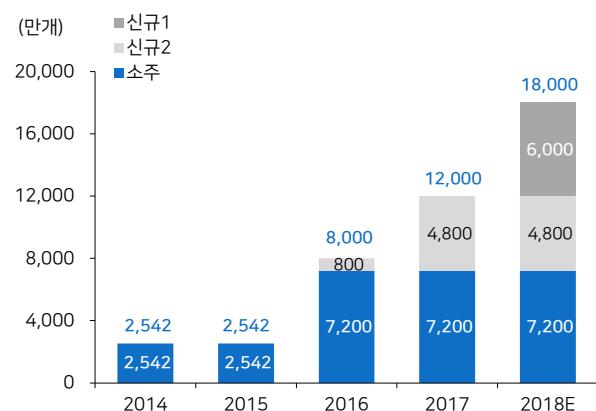
자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 한국콜마 중국 Capa 추이



자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 코스메카코리아 중국 Capa 추이



자료: 코스메카코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

## M&A를 통한 경쟁력 강화 및 신성장동력 확보

지난해말 코스맥스는 미국 현지 화장품 OEM/ODM 업체인 누월드를 인수했다. 누월드는 2016년 연간 매출액 1,050억원, 영업이익 15억원을 기록하였으며 미국 대형마트 PB 및 글로벌 고객사에 대해 OEM보다는 ODM과 OBM을 중심으로 제품을 생산하고 있는 기업이다. 코스맥스는 기존 오하이오 공장의 자동화 설비 보완과 함께 새로운 인수한 누월드 고객사들에게 신제품들을 적극적으로 공급하여 영업력을 강화할 계획이다.

한국콜마 또한 CJ헬스케어 인수를 추진하고 있으며 인수 확정 시 제약 사업의 성장성이 강화될 전망이다. CJ헬스케어는 국내 5위권 규모의 제약회사로 2016년 매출액 5,208억원, 영업이익 679억원을 기록했다. 한국콜마는 음료와 의약품 라인업을 갖추고 있는 CJ헬스케어 인수를 통해 기존 제약사업과의 시너지를 추구할 계획이다.

표1 누월드 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	

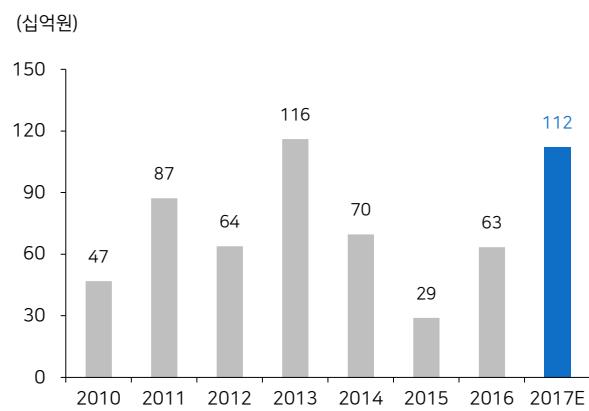
자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 CJ헬스케어 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016
매출액	329.5	463.1	520.8
증가율 (% YoY)		40.6	12.5
매출총이익	176.1	243.7	278.0
증가율 (% YoY)		38.3	14.1
매출총이익률 (%)		52.6	53.4
영업이익	37.2	53.6	67.9
증가율 (% YoY)		43.9	26.7
영업이익률 (%)		11.6	13.0
세전이익	32.3	44.8	57.6
증가율 (% YoY)		38.9	28.6
세전이익률 (%)		9.7	11.1
당기순이익	26.5	36.2	46.9
증가율 (% YoY)		36.9	29.5
당기순이익률 (%)		7.8	9.0

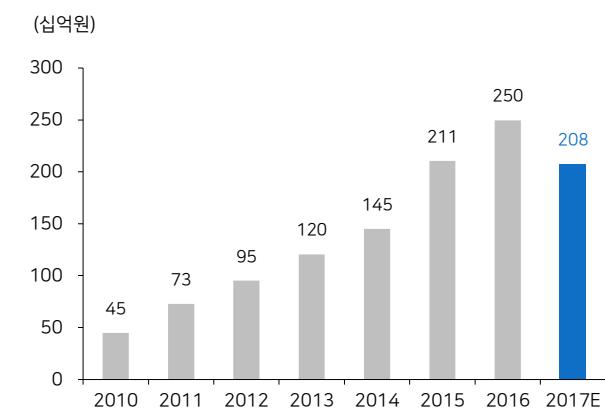
자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 한국콜마 총차입금 추이



자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 코스맥스 총차입금 추이



자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

Industry Indepth  
2018. 2. 20

# 한국콜마 161890

## 성장 전략의 변화 가능성 고민

### ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr  
RA 윤보미  
02-6098-6664  
bomi.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4Q 매출액 2,189 억원 (+17.9% YoY), 영업이익 140 억원 (-25.9% YoY) 기록
- ✓ 국내 인건비 및 생산비용 상승과 일시적인 해외 손실 확대로 크게 부진
- ✓ 한국콜마를 주체로 현재 CJ 헬스케어를 인수 추진 중
- ✓ 인수 시 해외 화장품보다는 제약 부문에 성장 전략이 집중될 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 84,000 원으로 소폭 하향

### Trading Buy

적정주가 (12 개월)	84,000 원
현재주가 (2.19)	78,100 원
상승여력	7.6%
KOSPI	2,442.82pt
시가총액	16,483억원
발행주식수	2,110만주
유동주식비율	76.00%
외국인비중	49.73%
52주 최고/최저가	92,700원/62,000원
평균거래대금	121.5억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 23 인	23.62
NIHON KOLMAR	13.16
국민연금	12.00
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-14.6 13.4 3.6
상대주가	-11.9 9.4 -11.8

### 주가그래프



### 국내 비용 상승과 해외 손실 확대로 4Q 부진

한국콜마의 연결기준 4 분기 실적은 매출액 2,189 억원 (+17.9% YoY), 영업이익 140 억원 (-25.9% YoY) 기록 국내 인건비 및 생산비용 상승과 일시적인 해외 손실 확대로 크게 부진했다. 그 원인은 1) 국내법인의 인건비 및 QC 비용 증가, 제약 신공장의 낮은 수율, 2) 북경법인의 재고폐기손실 및 충당금 증가, 3) 미국 PTP 에서 퇴직금 반영 및 연휴증가에 따른 생산성 하락 4) 캐나다 CSR 에서 회계적비용이 결산조정 반영되고 신제품관련 비용 지출이 증가했기 때문이다.

### CJ 헬스케어 인수 추진 중, 확정시 성장 전략의 변화 예상

한국콜마를 주체로 현재 CJ 헬스케어를 인수 추진 중에 있으며 조만간 우선협상대상자가 확정될 예정이다. 향후 한국콜마 그룹이 CJ 헬스케어를 인수하게 된다면 한국콜마 그룹의 성장 모멘텀이 당분간 해외 화장품보다는 제약 부문에 집중될 전망이다. 인수금액 또한 1 조원 이상이 예상되기 때문에 PEF 를 통한 지금 조달에도 재무 안정성이 훼손될 가능성이 높다. 참고로 CJ 헬스케어는 국내 5 위권 규모의 제약회사로 2016년 매출액 5,208 억원 (+12.5% YoY), 영업이익 679 억원 (+26.7% YoY)을 기록했다.

### 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 84,000 원으로 소폭 하향

한국콜마는 2018년 국내법인의 점진적 회복과 함께 하반기 이후 중국 무설크로마 신규 가동하면서 해외 성장 모멘텀이 재개될 전망이다. 따라서 한국콜마에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가는 실적 추정치 조정을 반영하여 84,000 원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	667.5	73.4	53.1	2,516	16.9	12,790	26.2	5.1	16.9	21.6	71.3
2017P	821.6	67.0	47.3	2,243	-8.6	14,780	36.6	5.5	21.2	16.3	75.5
2018E	903.5	74.5	54.3	2,571	14.6	17,081	30.4	4.6	18.1	16.1	69.2
2019E	990.6	87.3	63.9	3,027	17.7	19,808	25.8	3.9	15.4	16.4	63.2
2020E	1,079.8	95.1	70.7	3,348	10.6	22,825	23.3	3.4	13.9	15.7	58.0

표3 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	818.5	928.7	821.6	903.5	0.4	-2.7
영업이익	71.3	81.3	67.0	74.5	-6.1	-8.3
지배주주순이익	52.5	59.7	47.3	54.3	-9.8	-9.2

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	667.5	201.4	207.1	194.2	218.9	821.6	213.0	232.8	211.9	245.8	903.5
증가율 (% YoY)	24.6	35.5	19.7	21.2	17.9	23.1	5.7	12.4	9.1	12.4	10.0
별도매출액 (국내)	619.5	169.5	171.1	162.5	178.5	681.6	180.4	194.3	178.9	198.8	752.4
중국법인 (북경+무석)	52.1	10.7	14.3	11.4	21.2	57.6	12.8	17.2	13.7	26.5	70.2
미국PTP	13.6	16.6	16.5	19.3	14.5	66.9	17.4	17.3	20.3	15.2	70.2
캐나다CSR		6.6	8.2	3.7	9.4	27.9	7.3	9.0	4.1	10.3	30.7
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	92.8	84.1	82.6	83.7	81.5	83.0	84.7	83.5	84.4	80.9	83.3
중국법인 (북경+무석)	7.8	5.3	6.9	5.9	9.7	7.0	6.0	7.4	6.5	10.8	7.8
미국PTP	2.0	8.2	8.0	9.9	6.6	8.1	8.2	7.4	9.6	6.2	7.8
캐나다CSR		3.3	4.0	1.9	4.3	3.4	3.4	3.9	1.9	4.2	3.4
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	22.3	17.3	2.8	10.3	10.7	10.0	6.5	13.6	10.1	11.3	10.4
중국법인 (북경+무석)	40.6	50.7	10.9	-31.3	36.8	10.6	20.0	20.0	20.0	25.0	21.8
미국PTP					6.6	391.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
캐나다CSR							10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출원가	514.0	154.1	162.0	151.9	170.7	638.7	164.0	182.1	165.7	192.0	703.7
증가율 (% YoY)	25.5	34.7	23.5	21.6	19.0	24.2	6.4	12.4	9.1	12.5	10.2
매출원가율 (%)	77.0	76.5	78.2	78.2	78.0	77.7	77.0	78.2	78.2	78.1	77.9
매출총이익	153.5	47.3	45.1	42.3	48.2	182.8	49.0	50.8	46.2	53.8	199.8
증가율 (% YoY)	21.7	38.2	7.8	19.9	14.1	19.1	3.6	12.6	9.1	11.9	9.3
매출총이익률 (%)	23.0	23.5	21.8	21.8	22.0	22.3	23.0	21.8	21.8	21.9	22.1
판관비	80.1	26.7	28.1	26.9	34.2	115.9	28.1	31.7	28.6	36.9	125.3
증가율 (% YoY)	22.0	59.3	38.7	36.2	47.2	44.8	5.4	12.7	6.2	8.1	8.1
판관비증 (%)	12.0	13.2	13.6	13.9	15.6	14.1	13.2	13.6	13.5	15.0	13.9
영업이익	73.4	20.6	17.0	15.4	14.0	67.0	20.9	19.1	17.6	17.0	74.5
증가율 (% YoY)	21.2	18.0	-21.3	-0.9	-25.9	-9.0	1.3	12.5	14.3	21.2	11.3
영업이익률 (%)	11.0	10.2	8.2	7.9	6.4	8.2	9.8	8.2	8.3	6.9	8.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	619.5	169.5	171.1	162.5	178.5	681.6	180.4	194.3	178.9	198.8	752.4
증가율 (% YoY)	22.3	17.3	2.8	10.3	10.7	10.0	6.5	13.6	10.1	11.3	10.4
화장품	454.2	123.0	122.0	114.1	130.4	489.5	131.6	140.3	123.2	143.4	538.6
화장품 수출	43.3	7.9	6.7	9.0	8.9	32.5	8.0	8.0	10.0	10.0	36.0
제약	165.4	46.5	49.1	48.4	48.1	192.1	48.8	54.0	55.7	55.3	213.8
비중 (%)											
화장품	73.3	72.6	71.3	70.2	73.1	71.8	72.9	72.2	68.9	72.2	71.6
제약	26.7	27.4	28.7	29.8	26.9	28.2	27.1	27.8	31.1	27.8	28.4
증가율 (% YoY)											
화장품	21.1	12.7	-2.2	9.3	12.4	7.8	7.0	15.0	8.0	10.0	10.0
화장품 수출	72.5	-4.8	-44.6	-18.2	-25.2	-24.9	1.3	19.4	11.1	12.4	10.8
제약	25.8	31.4	17.2	12.8	6.4	16.1	5.0	10.0	15.0	15.0	11.3
매출원가	480.1	131.1	134.4	128.5	141.0	534.9	140.7	152.1	140.4	156.0	589.3
증가율 (% YoY)	22.9	17.1	5.7	11.4	12.2	11.4	7.4	13.2	9.3	10.6	10.2
매출원가율 (%)	77.5	77.3	78.5	79.1	79.0	78.5	78.0	78.3	78.5	78.5	78.3
매출총이익	139.4	38.4	36.7	34.0	37.5	146.6	39.7	42.2	38.5	42.7	163.1
증가율 (% YoY)	20.4	17.7	-6.6	6.5	5.5	5.2	3.3	14.9	13.1	14.0	11.2
매출총이익률 (%)	22.5	22.7	21.5	20.9	21.0	21.5	22.0	21.7	21.5	21.5	21.7
판관비	69.4	20.7	21.7	20.3	22.7	85.4	22.0	24.7	22.4	24.8	93.9
증가율 (% YoY)	14.1	33.3	18.1	14.7	27.3	23.0	6.4	13.9	10.1	9.5	10.0
판관비증 (%)	11.2	12.2	12.7	12.5	12.7	12.5	12.2	12.7	12.5	12.5	12.5
영업이익	70.0	17.7	15.0	13.7	14.8	61.3	17.7	17.5	16.1	17.9	69.2
증가율 (% YoY)	27.4	3.5	-28.2	-3.7	-16.4	-12.5	-0.2	16.3	17.4	20.9	12.9
영업이익률 (%)	11.3	10.5	8.8	8.4	8.3	9.0	9.8	9.0	9.0	9.0	9.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 한국콜마 화장품 Capa 현황

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>국내법인 화장품 (기초 + 색조)</b>								
매출액	257.8	254.5	324.8	375.0	454.2	489.5	538.6	592.4
증가율(% YoY)	25.0	-1.3	27.6	15.5	21.1	7.8	10.0	10.0
Capa	400	400	700	750	750	800	800	800
증가율(% YoY)	0.0	0.0	75.0	7.1	0.0	6.7	0.0	0.0
가동률	64.4	63.6	46.4	50.0	60.6	61.2	67.3	74.1
<b>중국법인 화장품 (복경+무선플)</b>								
매출액	7.8	17.9	27.0	37.0	52.1	57.6	70.2	84.2
증가율(% YoY)	56.0	129.5	50.9	37.1	40.6	10.6	21.8	20.0
Capa	50	50	50	150	150	150	350	350
증가율(% YoY)	0.0	0.0	0.0	200.0	0.0	0.0	133.3	0.0
가동률	15.6	35.8	54.0	24.7	34.7	38.4	20.1	24.1

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 CJ헬스케어 2014~2016 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016
매출액	329.5	463.1	520.8
증가율 (% YoY)		40.6	12.5
매출총이익	176.1	243.7	278.0
증가율 (% YoY)		38.3	14.1
매출총이익률 (%)		52.6	53.4
영업이익	37.2	53.6	67.9
증가율 (% YoY)		43.9	26.7
영업이익률 (%)		11.6	13.0
세전이익	32.3	44.8	57.6
증가율 (% YoY)		38.9	28.6
세전이익률 (%)		9.7	11.1
당기순이익	26.5	36.2	46.9
증가율 (% YoY)		36.9	29.5
당기순이익률 (%)		7.8	9.0

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>667.5</b>	<b>821.6</b>	<b>903.5</b>	<b>990.6</b>	<b>1,079.8</b>
매출액증가율 (%)	24.6	23.1	10.0	9.6	9.0
매출원가	514.0	638.7	703.7	771.6	841.0
매출총이익	153.5	182.9	199.8	219.0	238.7
판매관리비	80.1	115.9	125.3	131.8	143.6
<b>영업이익</b>	<b>73.4</b>	<b>67.0</b>	<b>74.5</b>	<b>87.3</b>	<b>95.1</b>
영업이익률	11.0	8.2	8.2	8.8	8.8
금융손익	-2.6	-1.7	-2.0	-1.7	-1.3
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-3.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.3	62.0	72.5	85.6	93.9
법인세비용	18.1	13.4	16.8	20.0	21.3
<b>당기순이익</b>	<b>53.2</b>	<b>48.6</b>	<b>55.7</b>	<b>65.6</b>	<b>72.5</b>
지배주주지분 순이익	53.1	47.3	54.3	63.9	70.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>38.2</b>	<b>43.9</b>	<b>62.8</b>	<b>72.8</b>	<b>80.5</b>
당기순이익(손실)	53.2	48.6	55.7	65.6	72.5
유형자산상각비	10.8	15.3	16.7	17.9	19.0
무형자산상각비	1.1	2.2	2.0	1.9	1.8
운전자본의 증감	-32.5	-22.1	-11.6	-12.6	-12.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-21.3</b>	<b>-51.2</b>	<b>-30.6</b>	<b>-30.7</b>	<b>-30.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-50.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>10.6</b>	<b>43.6</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.7</b>	<b>-6.3</b>
차입금의 증감	34.4	48.9	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	36.4	26.9	36.5	43.5
기초현금	16.2	26.9	63.3	90.2	126.6
기말현금	26.9	63.3	90.2	126.6	170.1

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	264.1	319.5	371.9	435.6	506.9
현금및현금성자산	26.9	63.3	90.2	126.6	170.1
매출채권	127.5	136.9	150.6	165.1	180.0
재고자산	86.1	90.3	99.3	108.9	118.7
비유동자산	228.9	261.4	272.8	283.0	292.2
유형자산	185.0	219.6	233.0	245.1	256.1
무형자산	40.5	38.3	36.3	34.4	32.6
투자자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>자산총계</b>	<b>492.9</b>	<b>581.0</b>	<b>644.7</b>	<b>718.6</b>	<b>799.1</b>
유동부채	196.2	139.9	153.1	167.2	181.6
매입채무	104.2	91.3	100.4	110.1	120.0
단기차입금	57.2	7.2	7.2	7.2	7.2
유동성장기부채	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.1	110.1	110.6	111.1	111.7
사채	0.0	100.0	100.0	100.0	100.0
장기차입금	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>부채총계</b>	<b>205.2</b>	<b>249.9</b>	<b>263.7</b>	<b>278.3</b>	<b>293.3</b>
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	116.3	116.3	116.3	116.3	116.3
기타포괄이익누계액	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
이익잉여금	141.2	183.3	231.8	289.4	353.1
비지배주주지분	17.8	19.1	20.5	22.2	24.1
<b>자본총계</b>	<b>287.7</b>	<b>331.0</b>	<b>381.0</b>	<b>440.3</b>	<b>505.8</b>

## Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	31,633	38,935	42,811	46,938	51,162
EPS(지배주주)	2,516	2,243	2,571	3,027	3,348
CFPS	4,170	3,845	4,416	5,072	5,492
EBITDAPS	4,041	4,002	4,416	5,072	5,492
BPS	12,790	14,780	17,081	19,808	22,825
DPS	250	250	270	300	330
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	26.2	36.6	30.4	25.8	23.3
PCR	15.8	21.3	17.7	15.4	14.2
PSR	2.1	2.1	1.8	1.7	1.5
PBR	5.1	5.5	4.6	3.9	3.4
EBITDA	85.3	84.4	93.2	107.1	115.9
EV/EBITDA	16.9	21.2	18.1	15.4	13.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.6	16.3	16.1	16.4	15.7
EBITDA 이익률	12.8	10.3	10.3	10.8	10.7
부채비율	71.3	75.5	69.2	63.2	58.0
금융비용부담률	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	73.4	30.5	26.5	31.1	33.9
매출채권회전율(X)	6.1	6.2	6.3	6.3	6.3
재고자산회전율(X)	10.1	9.3	9.5	9.5	9.5

Industry Indepth  
2018. 2. 20

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr  
RA 윤보미  
02-6098-6664  
bomi.yun@meritz.co.kr

# 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

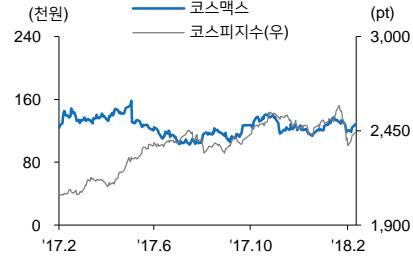
## Trading Buy

적정주가 (12개월)	140,000 원
현재주가 (2.19)	129,000 원
상승여력	8.5%

KOSPI	2,442.82pt
시가총액	12,964억원
밸행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.80%
외국인비중	23.51%
52주 최고/최저가	158,500원/102,500원
평균거래대금	124.7억원

주요주주(%)	주가상승률(%)		
	1개월	6개월	12개월
코스맥스비티아이 외 4 인	26.03		
국민연금		10.05	
FIL LIMITED 외 15 인		5.03	

주가그래프



## 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 영입하면서 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 완만한 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	47.5	3.5	23.6	7.6	136.0
2019E	1,316.2	57.9	37.3	3,709	43.5	40,240	34.8	3.2	18.9	9.6	129.6
2020E	1,486.8	66.9	44.4	4,414	19.0	44,353	29.2	2.9	10.4	10.4	121.2

표8 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	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: 메리츠종금증권 리서치센터

표9 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+뉴욕)	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+뉴욕)	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+뉴욕)	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, 메리츠종금증권 리서치센터

표10 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>중국 (상하이+광저우)</b>										
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
기동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	88.3
<b>국내</b>										
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
기동률 (%)	79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	64.7	71.2	77.6
<b>인도네시아</b>										
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
<b>미국 (오하이오+뉴월드)</b>										
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	50.0	0.0	
<b>전체 매출액</b>	<b>274.2</b>	<b>340.6</b>	<b>388.4</b>	<b>533.3</b>	<b>757.0</b>	<b>884.0</b>	<b>1,139.8</b>	<b>1,316.2</b>		
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, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 누월드 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, 메리츠종금증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>757.0</b>	<b>884.0</b>	<b>1,139.8</b>	<b>1,316.2</b>	<b>1,486.8</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>52.6</b>	<b>35.1</b>	<b>43.5</b>	<b>57.9</b>	<b>66.9</b>
영업이익률	7.0	4.0	3.8	4.4	4.5
금융손익	-5.6	-6.5	-5.9	-5.9	-5.2
증속/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
<b>당기순이익</b>	<b>31.4</b>	<b>15.6</b>	<b>26.0</b>	<b>37.3</b>	<b>44.4</b>
지배주주지분 순이익	34.8	17.2	27.3	37.3	44.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>23.5</b>	<b>41.2</b>	<b>10.3</b>	<b>32.7</b>	<b>88.0</b>
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-97.5</b>	<b>-77.3</b>	<b>-45.7</b>	<b>-33.9</b>	<b>-33.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-89.6	-50.0	-40.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.8	-2.5	-5.0	-3.4	-3.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>124.9</b>	<b>68.7</b>	<b>5.0</b>	<b>-25.0</b>	<b>-28.0</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>665.9</b>	<b>764.5</b>	<b>858.1</b>	<b>913.5</b>	<b>971.6</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>458.6</b>	<b>423.9</b>	<b>494.5</b>	<b>515.7</b>	<b>532.4</b>
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
<b>자본총계</b>	<b>207.3</b>	<b>340.6</b>	<b>363.6</b>	<b>397.8</b>	<b>439.2</b>

### Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
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
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	31.8	68.3	47.5	34.8	29.2
PCR	14.9	24.9	22.1	17.3	9.9
PSR	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR	5.7	3.4	3.5	3.2	2.9
EBITDA	65.2	50.7	60.8	76.1	132.5
EV/EBITDA	19.2	25.2	23.6	18.9	10.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
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

Industry Indepth  
2018. 2. 20

▲ 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)	67,000 원
현재주가 (2.19)	57,900 원
상승여력	15.7%

KOSDAQ	875.81pt
시가총액	3,092억원
발행주식수	534만주
유동주식비율	56.02%
외국인비중	21.42%
52주 최고/최저가	75,200원/50,400원
평균거래대금	12.4억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
박은희 외 3 인	38.95		
박선기	7.12		
Templeton Asset Management, Ltd.	6.99		

주가상승률(%)

절대주가 -14.3 -12.9 -13.5

상대주가 -13.9 -36.0 -38.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.2	13.1	11.5	2,698	114.7	19,633	20.8	2.9	15.7	18.0	36.4
2017P	182.6	10.9	9.9	1,848	-31.5	21,480	35.2	3.0	18.3	9.0	30.8
2018E	206.9	12.0	11.7	2,182	18.1	23,662	26.5	2.4	13.0	9.7	32.4
2019E	246.8	18.5	17.3	3,244	48.7	26,906	17.8	2.2	9.4	12.8	33.8
2020E	287.5	23.0	21.5	4,034	24.3	30,940	14.4	1.9	7.6	13.9	34.1

# 코스메카코리아 241710

## 해외 수출 회복이 관건

- 4Q 매출액 448 억원 (+0.2% YoY), 영업이익 4 억원 (-88.9% YoY) 기록
- 내수 +4.4% 성장세로 돌아섰으나 수익성이 좋은 수출 부문이 -12.9%로 역신장
- 중국 현지법인은 2018년 연간 +43.8%의 높은 성장이 예상됨
- Capa 증설로 고성장 지속될 전망, 해외 수출 회복이 관건
- 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 67,000 원으로 하향

### 4Q 실적 크게 부진

코스메카코리아의 4 분기 실적은 매출액 448 억원 (+0.2% YoY), 영업이익 4 억원 (-88.9% YoY)를 기록하여 당사 추정치 및 시장 컨센서스 대비 크게 부진했다. 국내법인 내수 부문이 +4.4% YoY 성장세로 돌아섰으나 수익성이 좋은 수출 부문이 -12.9% YoY로 역신장이 지속되었다. 중국법인은 2017년 연간으로 +61.6% 성장하였지만 일부 매출이 다음 분기로 이연되어 일시적으로 4 분기 +11.1%의 성장률을 나타냈다. 2018년에는 연간 +43.8%의 높은 성장률을 회복할 전망이다.

### 2018년 해외 수출 회복이 관건

코스메카코리아의 2018년 실적은 매출액 2,069 억원 (+13.4% YoY), 영업이익 120 억원 (+9.7% YoY)를 기록할 전망이다. 국내법인의 성장률을 내수 9.9% YoY, 수출 -3.5% YoY를 가정한 수치로 회사 가이던스 (내수 25% YoY, 수출 15% YoY) 대비 매우 보수적으로 적용했다. 코스메카코리아는 기초 메이크업 강점을 바탕으로 미국 등 해외 수출에서 높은 성장을 이어왔으나 최근 일시적으로 부진한 상황이다. 향후 해외 수출 턴어라운드에 따라 주가 상승 전환 여부도 결정될 것으로 판단한다.

### 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 67,000 원으로 하향

코스메카코리아는 Capa 증설로 높은 성장이 지속될 전망이다. 4 분기 부진한 실적을 반영하여 투자의견을 Trading Buy 와 적정주가를 67,000 원으로 하향한다. 적정주가는 12MF EPS에 글로벌 화장품 기업 평균 PER 27 배 (코스맥스 40 배, 한국콜마 30 배 적용 대비 할인)를 적용하여 산출하였다.

표12 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	184.3	224.5	182.5	206.9	-0.9	-7.8
영업이익	14.0	17.7	10.9	12.0	-21.8	-32.0
지배주주순이익	12.0	15.5	9.9	11.7	-17.7	-24.9

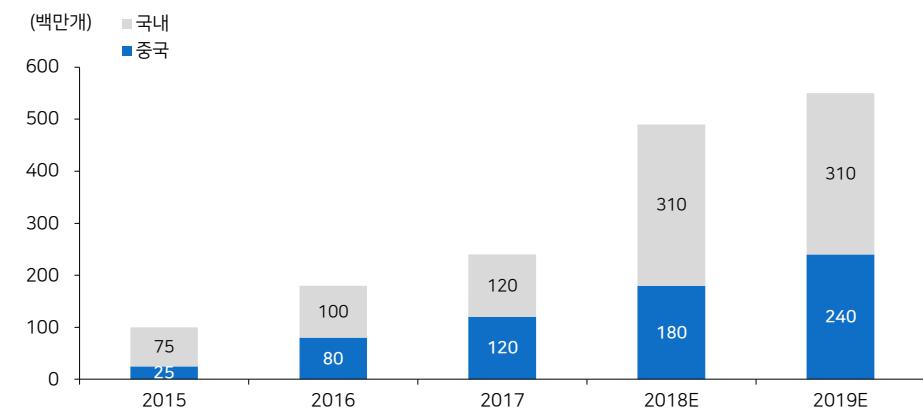
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표13 코스메카코리아 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	165.2	50.6	49.9	37.3	44.8	182.6	53.5	56.4	42.0	55.0	206.9
증가율 (% YoY)	66.6	48.2	14.6	-12.9	0.2	10.5	5.8	13.1	12.5	22.8	13.4
국내법인_내수	113.2	33.6	31.5	23.0	31.4	119.6	35.3	34.6	25.3	36.2	131.4
국내법인_수출	40.2	11.3	14.6	7.5	7.7	41.0	10.1	13.1	7.9	8.5	39.6
중국법인	22.3	8.9	8.4	9.1	9.6	36.1	12.1	12.6	12.8	14.4	51.9
증가율 (% YoY)											
국내법인_내수	51.3	26.0	7.5	-15.2	4.4	5.6	5.0	10.0	10.0	15.0	9.9
국내법인_수출	96.0	50.8	35.6	-42.9	-12.9	2.1	-10.0	-10.0	5.0	10.0	-3.5
중국법인	209.9	258.5	41.8	73.5	11.1	61.6	35.0	50.0	40.0	50.0	43.8
비중 (%)											
국내법인_내수	68.6	66.5	63.2	61.6	70.2	65.5	66.0	61.4	60.3	65.7	63.5
국내법인_수출	24.3	22.2	29.2	20.1	17.2	22.5	18.9	23.3	18.8	15.4	19.1
중국법인	13.5	17.7	16.9	24.5	21.4	19.8	22.6	22.4	30.5	26.1	25.1
매출원가	130.1	39.6	37.4	30.0	36.8	143.8	42.3	43.2	33.6	44.5	163.6
증가율 (% YoY)	68.2	53.5	12.1	-14.3	2.5	10.6	6.8	15.4	12.0	21.0	13.8
매출원가율 (%)	78.7	78.2	75.0	80.4	82.3	78.8	79.0	76.5	80.0	81.0	79.1
매출총이익	35.1	11.0	12.4	7.3	7.9	38.8	11.2	13.3	8.4	10.4	43.3
증가율 (% YoY)	60.8	31.8	21.9	-6.7	-9.1	10.1	2.1	6.9	14.6	31.5	12.0
매출총이익률 (%)	21.3	21.8	24.9	19.6	17.7	21.2	21.0	23.5	20.0	19.0	20.9
판관비	22.0	6.2	7.2	6.9	7.6	27.8	7.5	8.5	7.1	8.2	31.3
증가율 (% YoY)	42.3	25.5	16.5	20.5	45.9	26.5	21.3	17.0	4.2	9.2	12.7
판관비율 (%)	13.3	12.2	14.5	18.4	16.9	15.2	14.0	15.0	17.0	15.0	15.1
영업이익	13.1	4.8	5.2	0.5	0.4	10.9	3.7	4.8	1.3	2.2	12.0
증가율 (% YoY)	105.6	40.9	31.8	-77.8	-88.9	-16.7	-22.4	-8.4	162.0	458.4	9.7
영업이익률 (%)	7.9	9.5	10.5	1.3	0.9	6.0	7.0	8.5	3.0	4.0	5.8

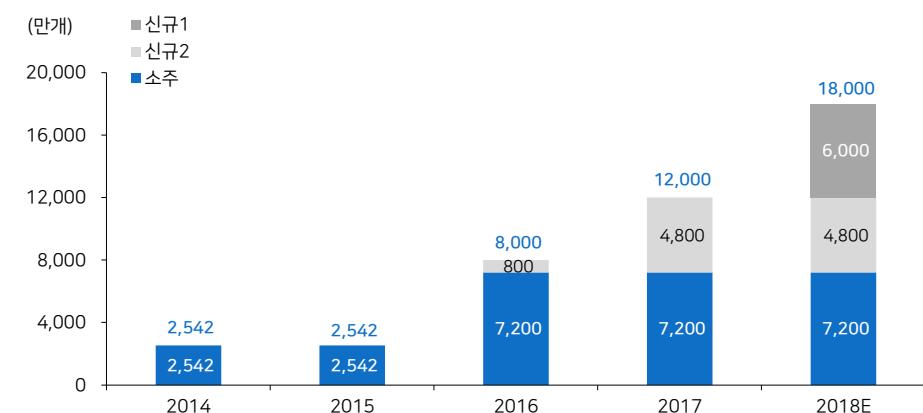
자료: 코스메카코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 코스메카코리아 생산 Capa 확대 계획



자료: 코스메카코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

그림29 중국 내 생산 Capa 증설 계획



자료: 코스메카코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

## 코스메카코리아 (241710)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>165.2</b>	<b>182.6</b>	<b>206.9</b>	<b>246.8</b>	<b>287.5</b>
매출액증가율 (%)	66.6	10.5	13.4	19.3	16.5
매출원가	130.1	143.8	163.6	193.7	224.3
매출총이익	35.1	38.8	43.3	53.1	63.3
판매관리비	22.0	27.8	31.3	34.6	40.3
<b>영업이익</b>	<b>13.1</b>	<b>10.9</b>	<b>12.0</b>	<b>18.5</b>	<b>23.0</b>
영업이익률	7.9	6.0	5.8	7.5	8.0
금융손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	-0.1	1.0	1.0	1.0
세전계속사업이익	13.4	11.0	13.1	19.6	24.2
법인세비용	1.9	1.1	1.5	2.3	2.6
<b>당기순이익</b>	<b>11.5</b>	<b>9.9</b>	<b>11.7</b>	<b>17.3</b>	<b>21.5</b>
지배주주지분 순이익	11.5	9.9	11.7	17.3	21.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.4</b>	<b>14.5</b>	<b>21.7</b>	<b>24.4</b>	<b>28.6</b>
당기순이익(손실)	11.5	9.9	11.7	17.3	21.5
유형자산상각비	2.6	5.4	9.5	9.5	9.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-13.7	-0.9	0.5	-2.6	-2.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-13.2</b>	<b>-18.5</b>	<b>-38.7</b>	<b>-11.1</b>	<b>-11.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12.5	-18.0	-38.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>55.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증감	-15.7	0.0	-1.0	0.0	0.0
자본의 증가	70.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.8	-4.0	-18.0	13.3	17.5
기초현금	3.2	50.0	46.0	28.0	41.3
기말현금	50.0	46.0	28.0	41.3	58.8

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>101.4</b>	<b>95.6</b>	<b>84.3</b>	<b>108.4</b>	<b>137.0</b>
현금및현금성자산	50.0	46.0	28.0	41.3	58.8
매출채권	30.9	29.9	33.9	40.4	47.1
재고자산	15.2	13.9	15.7	18.8	21.9
<b>비유동자산</b>	<b>41.7</b>	<b>54.3</b>	<b>83.0</b>	<b>83.9</b>	<b>84.6</b>
유형자산	37.9	50.5	79.1	79.6	80.0
무형자산	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
투자자산	1.8	1.9	2.2	2.6	3.0
<b>자산총계</b>	<b>143.1</b>	<b>150.0</b>	<b>167.3</b>	<b>192.3</b>	<b>221.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>36.3</b>	<b>33.1</b>	<b>38.5</b>	<b>45.7</b>	<b>53.0</b>
매입채무	22.6	18.3	23.0	27.4	32.0
단기차입금	2.4	2.4	1.4	1.4	1.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>38.2</b>	<b>35.3</b>	<b>41.0</b>	<b>48.6</b>	<b>56.4</b>
자본금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	32.1	41.9	53.6	70.9	92.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>104.8</b>	<b>114.7</b>	<b>126.4</b>	<b>143.7</b>	<b>165.2</b>

## Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	38,741	34,185	38,750	46,215	53,841
EPS(지배주주)	2,698	1,848	2,182	3,244	4,034
CFPS	4,227	3,059	4,224	5,452	6,302
EBITDAPS	3,718	3,078	4,037	5,265	6,114
BPS	19,633	21,480	23,662	26,906	30,940
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	20.8	35.2	26.5	17.8	14.4
PCR	13.2	21.2	13.7	10.6	9.2
PSR	1.4	1.9	1.5	1.3	1.1
PBR	2.9	3.0	2.4	2.2	1.9
EBITDA	15.9	16.4	21.6	28.1	32.7
EV/EBITDA	15.7	18.3	13.0	9.4	7.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	18.0	9.0	9.7	12.8	13.9
EBITDA 이익률	9.6	9.0	10.4	11.4	11.4
부채비율	36.4	30.8	32.4	33.8	34.1
금융비용부담률	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	32.2	114.5	158.7	332.3	412.9
매출채권회전율(X)	6.1	6.0	6.5	6.6	6.6
재고자산회전율(X)	13.1	12.5	14.0	14.3	14.1

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

동 자료는 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)		

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

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

## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

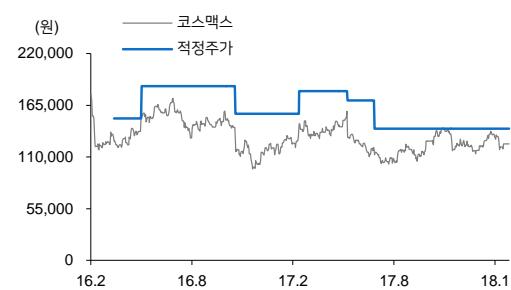
\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.03.22	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-20.1	-9.1	
2016.06.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-19.3	-11.7	
2016.08.17	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-19.9	-11.7	
2016.08.25	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-20.8	-11.7	
2016.09.20	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-20.7	-11.7	
2016.10.13	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-22.6	-11.7	
2016.11.14	기업브리프	Buy	100,000	양지혜	-33.7	-23.5	
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-21.8	-17.9	
2017.04.17	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-19.5	-5.1	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	85,000	양지혜	-9.2	4.2	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	88,000	양지혜	-0.2	5.3	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-	-	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-	-	

## 코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	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	-13.7	0.7	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-	-	



## 코스메카코리아 (241710) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.01.08	산업브리프	Buy	78,000	양지혜	-14.8	-11.9	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	67,000	양지혜	-	-	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	67,000	양지혜	-	-	

