

코스맥스(192820)

매수(유지) / TP: 170,000원(상향)

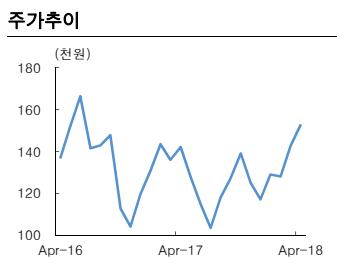
주가(4/3, 원)	152,500
시가총액(십억원)	1,533
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	158,500/102,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	16,273
유동주식비율(%)	71.8
외국인지분율(%)	24.0
주요주주(%)	코스맥스비티아이 외 4 인 26.0 국민연금
	10.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	757	53	35	3,855	63.3	65	31.0	19.2	5.7	22.5	0.8
2017A	884	35	19	1,877	(51.3)	55	62.3	28.1	5.4	8.8	0.3
2018F	1,162	56	41	4,052	115.9	83	37.6	22.5	6.2	17.4	0.7
2019F	1,342	81	54	5,339	31.8	110	28.6	16.9	5.3	19.9	0.9
2020F	1,508	103	71	7,057	32.2	135	21.6	13.7	4.4	22.4	1.0

주: 순이익은 지분법 적용 순이익

불확실성 완화 단계, 세계 화장품 시장 구석구석 진입

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.5	20.1	9.7
상대주가(%p)	22.8	18.1	(3.0)



1분기 컨센서스 부합 전망: 1분기 매출액은 전년대비 28% 증가한 2,800억원, 영업이익은 12% 증가한 106억원(영업이익률 3.8%)으로 컨센서스와 유사할 전망이다. 부진했던 국내 부문이 1분기에 소폭(+3.0% YoY) 증가하고 중국(상해+광저우) 매출액이 30% 증가할 것이다. 미주는 Nu World 인수 효과로 작년 72억원 매출액에서 430억원으로 증가할 것이다. 신규 인수한 Nu World 실적이 변수이나 비용 부담은 피크를 지난 것으로 판단된다.

2018년 실적 개선 여지 높다: 2018년은 매출액은 전년대비 31% 증가하고 영업이익은 60% 증가한 563억원으로 전망한다. 영업이익률은 2017년 3.9%를 바탕으로 금년 4.8%로 개선될 전망이다. 미국 'NuWorld' 매출이 약 1,200억원 신규 반영될 것이다. 국내 부문 수익성 개선(연간 영업이익률 3.6%→4.8%), 중국 사업 성장(+30% YoY), 미주 영업 손실폭 축소(180억원→120억원)가 주요 실적 개선 요인이다. 미주 사업에 대한 불확실성은 상반기까지 지속되고 중국은 중설 이후 상반기까지 비용 부담이 있으나 하반기 수익성 개선이 예상된다.

Capex 피크 지나 불확실성 완화 단계, 목표주가 17만원으로 상향: ODM 사업 성장 전망은 유효하다. 동사는 글로벌 1위 규모로 성장, 화장품 산업의 제조 진입 장벽을 크게 낮추었다. 국내 중저가 브랜드 ODM으로 시작, 중국 로컬 업체 및 글로벌 중저가뿐 아니라 고가 브랜드까지 수요처를 확대하면서 고성장하고 있다. 최근 동남아와 미주 등 다양한 지역으로 확장하고 있다. ODM 업체들의 성장 선조건이 공격적인 설비 투자로 관련된 고정비 부담으로 2017년까지 수익성이 부진했다. 작년 대규모 캐파 증설이 일단락되었고 미국 손실도 피크를 지난 것으로 판단된다. 금년, 내년 높은 실적 개선이 예상되고 밸류에이션 시점 이연으로 목표주가를 기존 14.4만원에서 17만원으로 상향한다(12MF PER 38배, 업종 평균 대비 20% 할증).

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 13〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	219	232	209	224	280	299	281	302	533	757	884	1,162	1,342
국내	142	138	119	129	147	147	134	151	372	506	528	579	637
중국	77	106	88	101	100	134	113	122	215	281	371	470	567
상해	68	92	77	89	88	118	101	110	181	253	327	417	502
광저우	9	13	10	11	12	16	13	12	34	31	44	53	65
USA	7	6	12	13	43	41	48	44	2	18	38	176	209
인도네시아	3	2	2	2	3	2	3	3	1	3	9	12	15
영업이익	9	14	5	6	11	17	12	17	36	53	35	56	81
매출액 증감	26.3	17.5	12.0	12.2	27.7	28.9	34.6	34.7	37.3	41.9	16.8	31.4	15.5
국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	3.0	7.0	12.0	17.4	28.2	35.7	4.5	9.6	10.0
중국	35.1	33.0	23.8	37.1	30.4	27.0	28.8	21.2	66.2	30.5	32.2	26.5	20.8
상해	33.8	28.1	22.0	33.8	30.0	28.0	30.0	23.1	60.1	39.7	29.2	27.5	20.5
광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	33.0	20.0	20.0	6.2	107.1	(8.9)	43.6	19.2	22.6
USA	155.3	36.3	189.1	111.5	493.6	542.9	301.2	252.0	NM	834.1	116.9	361.7	18.9
인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	20.0	20.0	20.0	66.0	11.1	158.7	201.0	29.9	24.5
영업이익 증감	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	12.3	19.4	139.6	160.2	25.5	46.4	(33.2)	60.3	44.3
영업이익률	4.3	6.2	2.4	2.8	3.8	5.7	4.3	5.5	6.7	7.0	4.0	4.8	6.1

자료: 코스맥스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

코스맥스는 1992년 11월 화장품 제조 및 판매를 주 사업목적으로 설립되었다. 코스맥스는 매출 기준으로 200여개 업체가 넘는 한국 화장품 OEM/ODM 시장에서 시장 점유율 2위를 차지하고 있으며, 2012년 글로벌 브랜드인 로레알그룹의 최우수 협력파트너 업체로 선정되었다. 주요 자회사로는 코스맥스 차이나, 코스맥스 광저우, 코스맥스 USA, 인도네시아 등이 있다.

- ODM(Original Development Manufacturing): 상품의 기획, 개발에서 완제품의 생산, 관리까지 토클 서비스 제공

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	396	500	547	600	659
현금성자산	68	39	51	40	30
매출채권및기타채권	192	252	256	282	317
재고자산	125	185	209	242	272
비유동자산	270	434	492	521	561
투자자산	15	20	26	30	34
유형자산	236	307	352	372	402
무형자산	6	91	93	94	98
자산총계	666	934	1,040	1,121	1,221
유동부채	384	522	597	634	677
매입채무및기타채무	174	269	353	408	459
단기차입금및단기사채	172	220	200	180	160
유동성장기부채	18	22	26	30	33
비유동부채	75	184	190	195	199
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	60	163	164	164	164
부채총계	459	706	788	829	876
지배주주지분	211	218	249	289	344
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	58	65	96	136	191
비지배주주지분	(4)	10	3	2	1
자본총계	207	228	252	291	345

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	(7)	115	74	92
당기순이익	31	16	34	53	70
유형자산감가상각비	12	20	25	28	30
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(26)	(41)	56	(11)	(11)
기타	5	(3)	(1)	3	2
투자활동현금흐름	(98)	(173)	(85)	(57)	(72)
유형자산투자	(90)	(81)	(71)	(48)	(60)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(8)	(7)	(6)	(4)	(4)
무형자산순증	(1)	(85)	(4)	(2)	(6)
기타	0	(1)	(5)	(4)	(3)
재무활동현금흐름	125	150	(19)	(28)	(30)
자본의증가	93	0	0	0	0
차입금의순증	39	160	(16)	(16)	(16)
배당금지급	(6)	(10)	(3)	(10)	(13)
기타	(1)	0	0	(2)	(1)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	51	(29)	12	(11)	(10)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,162	1,342	1,508
매출원가	639	772	999	1,147	1,290
매출총이익	118	112	163	195	219
판매관리비	65	77	106	113	115
영업이익	53	35	56	81	103
금융수익	6	4	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	11	16	12	11	11
이자비용	7	9	12	11	11
기타영업외손익	(1)	2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	45	70	93
법인세비용	15	10	11	18	23
연결당기순이익	31	16	34	53	70
지배주주지분순이익	35	19	41	54	71
기타포괄이익	(7)	1	0	0	0
총포괄이익	24	16	34	53	70
지배주주지분포괄이익	28	19	41	54	71
EBITDA	65	55	83	110	135

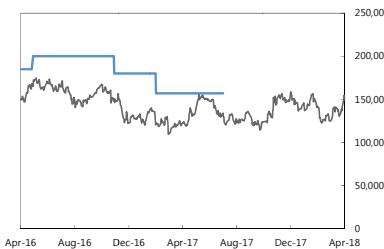
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,855	1,877	4,052	5,339	7,057
BPS	21,013	21,728	24,778	28,816	34,271
DPS	1,000	300	1,000	1,300	1,600
성장성(%), YoY					
매출증가율	41.9	16.8	31.4	15.5	12.4
영업이익증가율	46.4	(33.2)	60.3	44.3	27.2
순이익증가율	63.7	(45.8)	115.9	31.8	32.2
EPS증가율	63.3	(51.3)	115.9	31.8	32.2
EBITDA증가율	44.6	(15.0)	49.9	32.9	22.2
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.0	4.8	6.1	6.9
순이익률	4.6	2.1	3.5	4.0	4.7
EBITDA Margin	8.6	6.3	7.1	8.2	8.9
ROA	5.7	1.9	3.4	4.9	5.9
ROE	22.5	8.8	17.4	19.9	22.4
배당수익률	0.8	0.3	0.7	0.9	1.0
배당성향	28.9	16.0	24.7	24.4	22.7
안정성					
순차입금(십억원)	179	362	332	325	319
차입금/자본총계비율(%)	120.4	177.4	154.3	127.9	103.4
Valuation(X)					
PER	31.0	62.3	37.6	28.6	21.6
PBR	5.7	5.4	6.2	5.3	4.4
EV/EBITDA	19.2	28.1	22.5	16.9	13.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
아모레G(002790)	2016.03.08	매수	185,000원	-18.1	-9.2	연우(115960)	2017.09.23	매수	300,000원	-7.8	8.8
	2016.05.02	매수	200,000원	-20.5	-12.8		2017.10.31	중립	-	-	-
	2016.11.01	매수	180,000원	-26.3	-13.1		2015.11.02	NR	-	-	-
	2017.02.03	매수	157,000원	-16.2	-0.3		2016.06.22	매수	60,000원	-30.5	-20.5
	2017.07.05	중립	-	-	-		2017.01.12	매수	46,000원	-31.9	-21.6
LG생활건강(051900)	2016.03.23	매수	1,100,000원	-10.7	-7.4	코스맥스(192820)	2016.02.16	매수	200,000원	-36.4	-29.8
	2016.04.26	매수	1,300,000원	-20.7	-9.2		2016.05.09	매수	230,000원	-34.4	-25.0
	2016.10.05	매수	1,100,000원	-17.2	-14.4		2016.10.23	매수	190,000원	-40.0	-32.6
	2016.10.25	매수	1,000,000원	-13.1	0.7		2017.01.12	매수	167,000원	-22.0	-5.1
	2017.07.05	매수	1,150,000원	-17.1	-6.9		2017.07.14	매수	144,000원	-13.9	5.9
	2017.10.24	매수	1,280,000원	-6.6	-2.3		2018.04.04	매수	170,000원	-	-
	2018.01.15	매수	1,450,000원	-	-						
아모레퍼시픽 (090430)	2016.03.08	매수	500,000원	-20.2	-11.8	신세계인터내셔날 (031430)	2016.02.15	중립	-	-	-
	2016.11.01	매수	430,000원	-22.9	-11.6	2016.09.28	매수	96,000원	-27.0	-13.8	
	2017.01.05	매수	400,000원	-21.8	-18.8	2017.01.19	매수	83,000원	-18.9	-4.8	
	2017.02.02	매수	360,000원	-21.2	-14.6	2017.12.12	매수	92,000원	-11.2	21.2	
	2017.04.07	매수	330,000원	-9.1	9.4	2018.04.04	매수	133,000원	-	-	
						2016.02.15	중립	-	-	-	

아모레G(002790)



LG생활건강(051900)



아모레퍼시픽(090430)



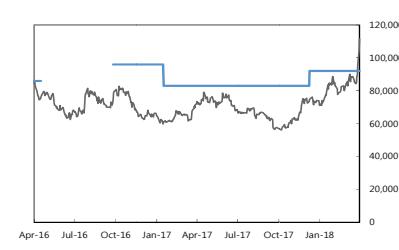
연우(115960)



코스맥스(192820)



신세계인터내셔날(031430)



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 4일 현재 아모레G,LG생활건강,아모레퍼시픽,연우,코스맥스,신세계인터넷내셔널 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 LG생활건강,아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준입니다

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견입니다

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.