

## 코스맥스 (192820)

## 화장품



투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>212,000원 (I)</b>
현재주가 (5/29)	<b>163,500원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시기총액	16,431억원
총발행주식수	10,049,509주
60일 평균 거래대금	142억원
60일 평균 거래량	95,233주
52주 고	170,000원
52주 저	102,500원
외인지분율	24.26%
주요주주	코스맥스비티아이 외 4 인 26.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.5	27.7	28.7
상대	7.0	26.2	23.3
절대(달러환산)	5.7	28.8	34.4

## 중국 색조시장의 한계는 없다

## 투자의견 BUY, 목표주가 212,000원 제시하며 커버리지 개시

코스맥스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 212,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 6,080원에 Target PER 35배를 적용하여 산출하였다. Target PER 35배는 글로벌 동종기업 2018년 평균 PER을 적용한 것. 2017년 중국 화장품 시장의 핵심은 색조였다. 글로벌 색조 브랜드가 고성장 했고, 로컬 색조 화장품이 급부상 했다. 아직 중국인의 인당 색조 화장품 구매액은 3.7달러 수준으로 한국과 일본 화장인구 대비 한참 밀돈다. 2018년 또한 로컬 색조 화장품이 강세가 가속화 될 것으로 보이며, 코스맥스의 혜안으로 선투자한 상해 색조공장의 역할이 강화될 것으로 기대된다.

## 1분기 실적의 함의: 견조한 중국, 빠르게 개선되는 미국

1분기 연결 매출과 영업이익은 2,887억원(YoY+32%), 104억원(YoY+11%) 달성을하며 컨센서스에 부합하는 실적을 발표했다. 1) 국내 법인은 매출 7% 성장, 영업이익 37% 감소하여 손익에서 아쉬웠다. 국내 급부상하고 있는 고객사의 마스크팩 수주가 급증한 영향이다. 2) 상해와 광저우 합산 중국 매출은 29% 성장하며 고성장세는 여전했으며, 신규 고객사의 유입이 지속되었다. 미국법인(오하이오)은 영업 상황 호조로 매출이 전년동기비 115% 상승하고, QoQ로 개선추세에 있다. 36억원 순손실이 발생하였고, 매출 규모 확대에 따라 전년동기비 손실폭이 축소 추세이다. 누월드 법인은 실적이 처음 인식되었는데 매출 273억원, 순손실 2억원 반영되었다. 향후 외형 상승 효과뿐만 아니라, 지리적 이점으로 고객사 확보에 용이할 것으로 기대된다.

## 색조의 모든 길은 코스맥스로부터

2018년 연결 매출액 1조 2,436억원(YoY+41%), 영업이익 618억원(YoY+76%) 달성을 전망이다. 내수는 방한 중국인 회복과 글로벌 수출 회복을 반영하여 10% 성장을, 중국은 색조 화장품 시장의 수요 급증으로 동사의 수주가 상승할 것으로 예상되어 중국 합산 법인의 매출을 40% 성장을 가정하였다. 2018년은 글로벌 생산기지 선투자에 따른 투자 회수기로 판단하며, 국내 이익체계 회복과 해외 고성장이 기업가치 상승을 지속시킬 것으로 전망한다.

## Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,251	39.9	12.6	3,144	3.4
영업이익	188	31.1	80.5	187	0.1
세전계속사업이익	151	3.1	48.9	174	-13.3
지배순이익	139	32.3	49.6	129	8.1
영업이익률 (%)	5.8	-0.4 %pt	+2.2 %pt	6.0	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.3	-0.2 %pt	+1.1 %pt	4.1	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	7,570	8,840	12,436	15,109
영업이익	526	351	618	845
지배순이익	348	189	538	714
PER	38.5	66.7	30.6	23.0
PBR	6.9	5.8	6.1	4.9
EV/EBITDA	22.7	29.4	25.5	19.9
ROE	22.5	8.8	22.0	23.5

자료: 유안타증권

코스맥스 연결실적 전망 및 추이										(십억원, %)	
	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액	757.0	884.0	1,243.6	219.1	232.3	208.5	224.0	288.7	325.1	310.3	319.5
– 코스맥스코리아	505.5	528.2	581.9	142.3	137.7	119.2	129.0	152.4	155.7	144.9	128.9
– 코스맥스차이나	252.9	326.8	460.1	67.7	92.2	77.5	89.4	80.4	119.6	115.0	145.1
– 코스맥스광저우	31.0	44.5	60.4	9.3	13.4	10.5	11.3	18.8	16.1	15.8	9.7
– 코스맥스태국		0.0	2.8					0.7	0.7	0.7	0.7
– 코스맥스인도네시아	3.0	9.0	12.7	2.9	1.9	2.3	1.9	1.7	3.2	3.2	4.6
– 코스맥스 USA	17.5	38.1	72.7	7.2	6.3	11.9	12.6	15.5	18.2	18.2	20.8
– 코스맥스 WEST	–	–	117.3	0.0	0.0	0.0	0.0	27.3	30.0	30.0	30.0
연결조정	(57.2)	(69.7)	(74.7)	(11.6)	(20.4)	(15.1)	(22.6)	(10.7)	(20.7)	(20.1)	(23.2)
영업이익	52.6	35.1	61.8	9.4	14.3	5.0	6.4	10.4	18.8	17.7	14.9
순이익	31.4	15.5	43.7	2.5	9.5	2.9	0.6	7.6	11.3	11.2	13.6
– 코스맥스코리아	35.1	10.2	20.8	4.0	6.0	2.5	(2.2)	3.8	9.1	5.6	2.3
– 코스맥스차이나	12.5	15.0	27.4	2.9	6.4	2.5	3.3	2.5	10.7	6.0	8.2
– 코스맥스광저우	5.6	6.0	10.4	1.6	2.1	1.3	1.1	4.5	2.8	2.0	1.1
– 코스맥스태국		0.0	2.8				0.0	(0.1)	0.7	0.7	0.7
– 코스맥스인도네시아	(1.9)	(0.4)	(0.5)	0.3	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	0.2	0.0	0.1
– 코스맥스 USA	(20.9)	(20.1)	(7.6)	(5.9)	(5.5)	(4.0)	(4.7)	(3.6)	(2.0)	(2.0)	0.0
– 코스맥스 WEST	0.0	(0.2)	0.6	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.2	0.2	0.2	0.2
지배주주순이익	34.8	18.9	53.8	3.4	10.5	3.3	1.6	9.3	13.9	13.8	16.7
% yoy											
매출액	42%	17%	41%	26%	17%	12%	12%	32%	40%	49%	43%
– 코스맥스코리아	36%	4%	10%	15%	8%	–4%	–1%	7%	13%	22%	0%
– 코스맥스차이나	40%	29%	41%	34%	28%	22%	34%	19%	30%	48%	62%
– 코스맥스광저우	–10%	44%	36%	25%	44%	38%	71%	102%	21%	51%	–15%
– 코스맥스인도네시아	76%	204%	41%	528%	271%	286%	38%	–40%	71%	37%	137%
– 코스맥스 USA	831%	117%	91%	155%	35%	191%	113%	115%	186%	52%	66%
영업이익	46%	–33%	76%	–28%	–21%	–58%	–33%	11%	31%	253%	134%
순이익	66%	–51%	181%	–71%	–8%	–52%	–90%	203%	19%	291%	2060%
– 코스맥스코리아	58%	–71%	104%	–55%	–40%	–60%	–122%	–4%	52%	128%	–203%
– 코스맥스차이나	109%	20%	82%	32%	21%	–23%	82%	–13%	67%	141%	151%
– 코스맥스광저우	–6%	8%	73%	22%	16%	–20%	21%	187%	32%	57%	3%
% margin											
순이익	4%	2%	4%	1%	4%	1%	0%	3%	3%	4%	4%
– 코스맥스코리아	6.9%	1.9%	3.6%	2.8%	4.4%	2.1%	–1.7%	2.5%	5.9%	3.9%	1.8%
– 코스맥스차이나	4.9%	4.6%	6.0%	4.3%	6.9%	3.2%	3.7%	3.1%	8.9%	5.2%	5.7%
– 코스맥스광저우	18.1%	13.6%	17.3%	17.1%	15.6%	12.3%	9.6%	24.2%	17.1%	12.8%	11.6%
– 코스맥스태국											
– 코스맥스인도네시아	–63.0%	–4.1%	–3.8%	10.0%	–11.8%	–4.6%	–17.3%	–45.3%	5.2%	0.4%	2.7%
– 코스맥스 USA	–119.4%	–52.8%	–10.5%	–81.7%	–87.0%	–33.7%	–37.2%	–23.3%	–11.0%	–11.0%	0.0%
– 코스맥스 WEST	–	–	0.5%	–	–	–	–	–0.6%	0.8%	0.8%	0.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,570	8,840	12,436	15,109	18,209
매출원가	6,389	7,721	10,817	13,119	15,895
매출총이익	1,181	1,119	1,619	1,990	2,314
판관비	655	768	1,001	1,145	1,248
영업이익	526	351	618	845	1,066
EBITDA	652	554	797	1,012	1,222
영업외손익	-61	-99	-35	-72	-109
외환관련손익	-6	-32	11	11	11
이자손익	-67	-91	-70	-107	-144
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	11	24	24	24	24
법인세비용차감전순손익	465	253	583	773	958
법인세비용	150	97	146	193	239
계속사업순손익	314	155	437	580	718
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	155	437	580	718
지배지분순이익	348	189	538	714	884
포괄순이익	243	162	443	586	725
지배지분포괄이익	279	188	516	682	843

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동부채	3,962	5,003	8,153	11,260	14,663
현금및현금성자산	683	390	1,820	3,651	5,572
매출채권 및 기타채권	1,919	2,517	3,481	4,200	5,034
재고자산	1,251	1,847	2,598	3,156	3,804
비유동부채	2,697	4,337	4,156	3,988	3,830
유형자산	2,359	3,072	2,899	2,737	2,586
관계기업등 지분관련자산	11	10	9	8	6
기타투자자산	135	191	191	191	191
자산총계	6,659	9,340	12,309	15,248	18,493
유동부채	3,840	5,221	6,583	7,731	9,007
매입채무 및 기타채무	1,741	2,688	3,521	4,140	4,886
단기차입금	1,721	2,204	2,733	3,263	3,792
유동성장기부채	179	218	218	218	218
비유동부채	746	1,836	2,904	3,972	5,040
장기차입금	597	1,626	2,695	3,763	4,831
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,586	7,056	9,487	11,703	14,047
자본지분	2,109	2,181	2,695	3,386	4,246
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	1,511	1,511	1,511	1,511	1,511
이익잉여금	581	652	1,159	1,843	2,697
비자지분지분	-36	103	127	159	200
자본총계	2,073	2,284	2,822	3,545	4,446
순차입금	1,793	3,616	3,784	3,550	3,227
총차입금	2,497	4,051	5,649	7,246	8,844

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	235	-66	-413	-54	-3
당기순이익	314	155	437	580	718
감가상각비	120	195	173	162	151
외환손익	-15	3	-11	-11	-11
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-265	-408	-1,071	-844	-920
기타현금흐름	80	-11	60	59	59
투자활동 현금흐름	-975	-1,727	0	0	0
투자자산	-103	-44	1	1	1
유형자산 증가 (CAPEX)	-896	-812	0	0	0
유형자산 감소	14	6	0	0	0
기타현금흐름	9	-876	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	1,249	1,501	1,571	1,571	1,571
단기차입금	370	529	529	529	529
사채 및 장기차입금	17	1,069	1,068	1,068	1,068
자본	927	0	0	0	0
현금배당	-63	-100	-30	-30	-30
기타현금흐름	-1	3	3	3	3
연결범위변동 등 기타	2	-1	272	314	354
현금의 증감	511	-293	1,430	1,831	1,921
기초 현금	173	683	390	1,820	3,651
기말 현금	683	390	1,820	3,651	5,572
NOPLAT	526	351	618	845	1,066
FCF	-679	-802	-429	-42	36

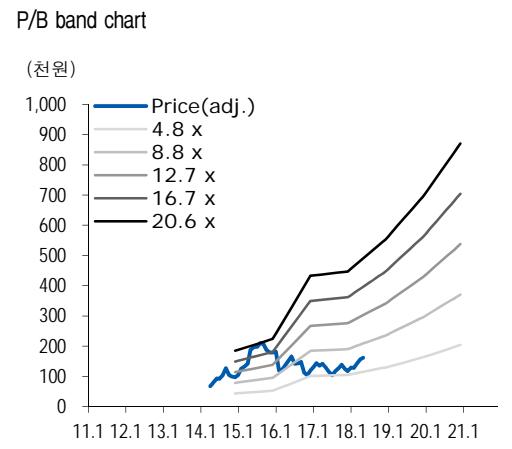
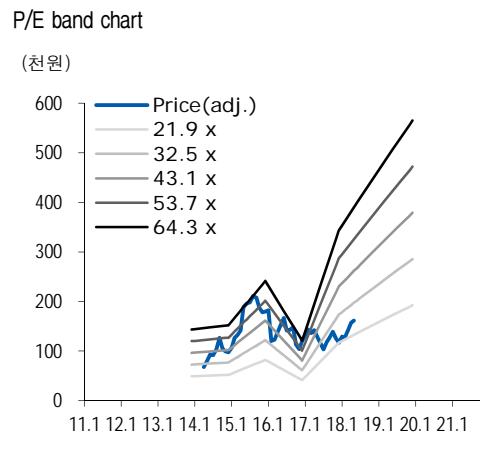
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

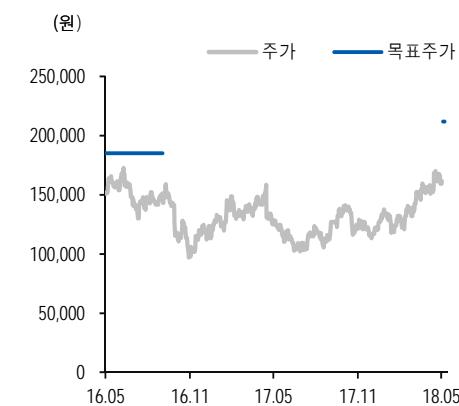
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,752	1,876	5,349	7,103	8,799
BPS	20,997	21,712	26,829	33,701	42,269
EBITDAPS	7,029	5,510	7,934	10,074	12,164
SPS	81,656	87,960	123,748	150,343	181,190
DPS	1,000	300	300	300	300
PER	38.5	66.7	30.6	23.0	18.6
PBR	6.9	5.8	6.1	4.9	3.9
EV/EBITDA	22.7	29.4	25.5	19.9	16.2
PSR	1.8	1.4	1.3	1.1	0.9
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	41.9	16.8	40.7	21.5	20.5
영업이익 증가율 (%)	46.4	-33.2	75.8	36.7	26.2
지배순이익 증가율 (%)	63.7	-45.8	185.1	32.8	23.9
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	13.0	13.2	12.7
영업이익률 (%)	7.0	4.0	5.0	5.6	5.9
지배순이익률 (%)	4.6	2.1	4.3	4.7	4.9
EBITDA 마진 (%)	8.6	6.3	6.4	6.7	6.7
ROIC	10.8	4.6	7.6	9.5	11.1
ROA	6.3	2.4	5.0	5.2	5.2
ROE	22.5	8.8	22.0	23.5	23.2
부채비율 (%)	221.2	309.0	336.1	330.1	315.9
순차입금/자기자본 (%)	85.0	165.8	140.4	104.9	76.0
영업이익/금융비용 (배)	7.6	3.8	4.8	5.1	5.2



## 코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-30	BUY	212,000	1년		
담당자 변경					
2017-05-09	1년 경과 이후			1년	-30.82 -8.24
2016-05-09	BUY	185,270	1년	-28.34	-6.84

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외