

코스맥스(192820)

2Q18 Preview: 글로벌 사업 확장의 원년

국내외 고성장과 미주 적자 축소에 힘입어 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 전년대비 35% 증가한 3,130억원, 영업이익은 21% 증가한 173억원(영업이익률 5.5%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 미주 매출이 크게 늘면서 매출 비중이 15%에 달할 것이다. 중국 매출액은 전년대비 25% 증가하고 신규 고객 효과 및 수출 호조에 힘입어 국내 매출액도 15% 증가해 전부분이 양호할 것이다. 상반기까지 작년 초 일단락 된 국내, 중국 대규모 증설로 인해 수익성에 영향이 있을 것이나 높은 성장과 미주 영업 손실 축소에 주목한다.

2018년 높은 외형 성장과 이익 개선. 중국, 미국, 세계로 확장

금년 매출액은 전년대비 34% 증가하고 영업이익은 66% 증가한 582억원으로 예상된다. 영업이익률은 2017년 4%를 바탕으로 금년 4.9%로 개선될 전망이다. 미국 'NuWorld' 매출이 약 1,200억원 신규 반영될 것이다. 국내 부문 수익성 개선(연간 영업이익률 3.6%→4.5%), 중국 사업 성장(+28% YoY), 미주 영업 손실 폭 축소(180억원→100억원)가 주요 실적 개선 요인이다. 매출 호조에 힘입어 오하이오 공장 영업 손실이 분기별 50억~60억원에서 30억원 미만으로 감소한 것으로 추정된다. NuWorld는 소폭 흑자를 기록할 것으로 예상된다. 중국 사업은 높은 기저로 인해 2분기는 약 25% 성장할 것이나 로컬 업체들과의 신규 프로젝트들이 다양하게 진행되고 있어 하반기 성장률은 좀 더 높아질 것이다. 그 외 태국 공장 가동 시작 등 동남아 시장으로의 확장도 진행되고 있다. 글로벌 사업의 원년이다.

목표주가 20만원으로 상향, 무거워지지 않는 글로벌 1위 ODM

밸류에이션 시점을 이전하고 목표 PER 42배를 적용, 목표주가를 기존 18만원에서 20만원으로 10% 상향한다. 업종 대비 밸류에이션 할증폭을 기존 20%에서 30%로 확대했는데 우려했던 미주 사업이 안정화되고 있고 업종 내 글로벌 사업 속도가 가장 빠르기 때문에 고성장이 유지되기 때문이다. 중국의 온라인.모바일 신유통 확대 속에 다양한 로컬 및 국내 신규 브랜드 업체들이 양산되고 있다. 동사는 글로벌 1위 ODM으로서 로컬 및 신규 브랜드 성장의 혜택을 받고 있다. 동남아 및 글로벌 1위 미국 시장에서도 빠른 속도로 사업을 늘려가고 있다. Capex 피크와 국내 수요 부진이 맞물린 작년 실적을 바탕으로 수익성 또한 개선될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	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	1,180	58	37	3,639	93.9	84	40.9	22.1	6.1	15.8	0.7
2019F	1,359	81	55	5,524	51.8	109	27.0	17.0	5.2	20.9	0.9
2020F	1,546	103	73	7,290	32.0	132	20.4	13.8	4.3	23.2	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 200,000원(상향)

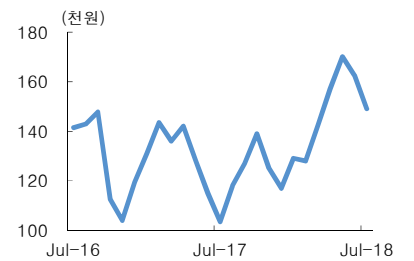
Stock Data

KOSPI(7/11)	2,281
주가(7/11)	149,000
시가총액(십억원)	1,497
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저(원)	179,000/102,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,857
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/25.9
주요주주(%)	코스맥스비티아이 외 4인 26.0
국민연금	13.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.4)	17.3	44.7
KOSPI 대비(%p)	(6.7)	25.7	49.5

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 2Q18 preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	% YoY	% QoQ	Consensus	%diff
매출액	313	34.8	8.4	316	(0.9)
영업이익	17	20.6	65.9	19	(8.0)
세전이익	13	(9.0)	31.4	17	(20.2)
지배주주순이익	11	4.4	18.0	12	(5.7)

자료: 한국투자증권

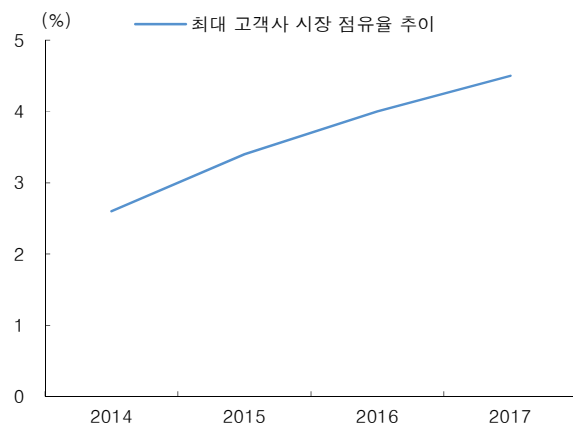
〈표 2〉 Earnings breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	219	232	209	224	289	313	278	301	757	884	1,180	1,359	1,546
국내	142	138	119	129	152	158	135	145	506	528	591	650	716
중국	77	106	88	101	99	132	113	131	281	371	474	568	663
상해	68	92	77	89	80	115	100	117	253	327	413	498	581
광저우	9	13	10	11	19	16	13	13	31	44	61	70	83
USA	7	6	12	13	43	46	45	48	18	38	181	216	250
인도네시아	3	2	2	2	2	2	3	3	3	9	10	12	15
영업이익	9	14	5	6	10	17	12	18	53	35	58	81	103
매출액 증감률	26.3	17.5	12.0	12.2	31.8	34.8	33.2	34.2	41.9	16.8	33.5	15.2	13.7
국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	7.1	15.0	13.0	12.8	35.7	4.5	11.9	10.1	10.1
중국	35.1	33.0	23.8	37.1	28.7	24.6	27.9	29.7	30.5	32.2	27.6	19.8	16.9
상해	33.8	28.1	22.0	33.8	18.7	25.0	29.0	31.2	39.7	29.2	26.3	20.5	16.8
광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	102.2	22.0	20.0	17.7	(8.9)	43.6	37.2	14.8	17.9
USA	155.3	36.3	189.1	111.5	492.6	622.9	272.8	284.0	834.1	116.9	376.5	19.2	15.6
인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	(40.0)	20.0	20.0	45.8	158.7	201.0	6.3	24.5	22.8
영업이익 증감률	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	10.6	20.6	146.8	184.4	46.4	(33.2)	65.7	39.4	26.5
영업이익률	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.5	4.5	6.0	7.0	4.0	4.9	6.0	6.6

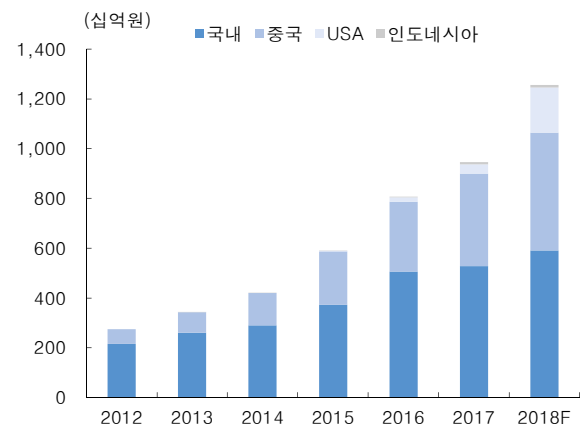
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 1] 코스맥스 최대 바이어 중국 시장 내 점유율 1위



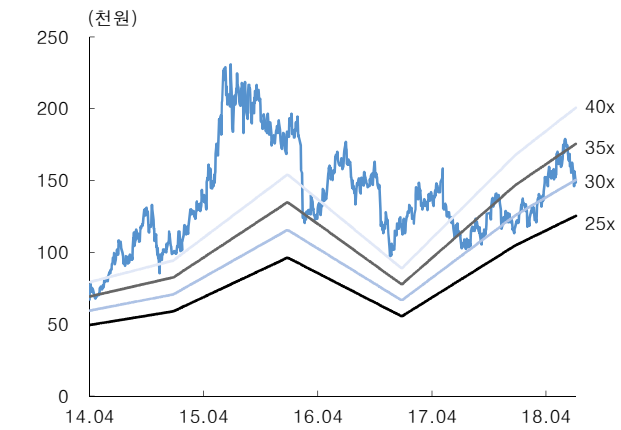
자료: 업계자료, 한국투자증권

[그림 2] 지역별 매출액 - 금년 본격화되는 미주 사업



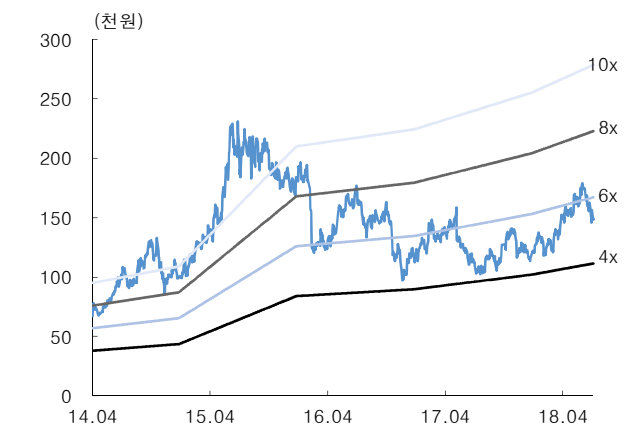
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 3] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 4] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

코스맥스는 1992년 11월 화장품 제조 및 판매를 주 사업목적으로 설립되었음. 코스맥스는 매출 기준으로 200여개 업체가 넘는 한국 화장품 OEM/ODM 시장에서 시장 점유율 2위이며, 2012년 글로벌 브랜드인 로레알그룹의최우수 협력파트너 업체로 선정되었음. 주요 자회사로는 코스맥스 차이나, 코스맥스 광저우, 코스맥스 USA, 인도네시아 등이 있음.

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	396	500	540	615	699
현금성자산	68	39	47	48	62
매출채권및기타채권	192	252	260	299	340
재고자산	125	185	201	231	255
비유동자산	270	434	487	525	553
투자자산	15	20	27	31	35
유형자산	236	307	347	377	397
무형자산	6	91	92	92	93
자산총계	666	934	1,027	1,139	1,251
유동부채	384	522	564	635	692
매입채무및기타채무	174	269	319	367	417
단기차입금및단기사채	172	220	200	200	200
유동성장기부채	18	22	22	22	22
비유동부채	75	184	211	215	220
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	60	163	184	184	184
부채총계	459	706	775	850	912
지배주주지분	211	218	245	287	344
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	58	65	92	134	191
비지배주주지분	(4)	10	7	2	(5)
자본총계	207	228	252	289	339

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	(7)	94	73	80
당기순이익	31	16	33	50	67
유형자산감가상각비	12	20	25	27	28
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(26)	(41)	31	(4)	(13)
기타	5	(3)	4	(1)	(3)
투자활동현금흐름	(98)	(173)	(79)	(65)	(57)
유형자산투자	(90)	(81)	(65)	(57)	(48)
유형자산매각	1	1	0	0	0
투자자산순증	(8)	(7)	(7)	(4)	(4)
무형자산순증	(1)	(85)	(3)	(2)	(2)
기타	0	(1)	(4)	(2)	(3)
재무활동현금흐름	125	150	(6)	(8)	(9)
자본의증가	93	0	0	0	0
차입금의순증	39	160	0	0	0
배당금지급	(6)	(10)	(3)	(10)	(13)
기타	(1)	0	(3)	2	4
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	51	(29)	8	0	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

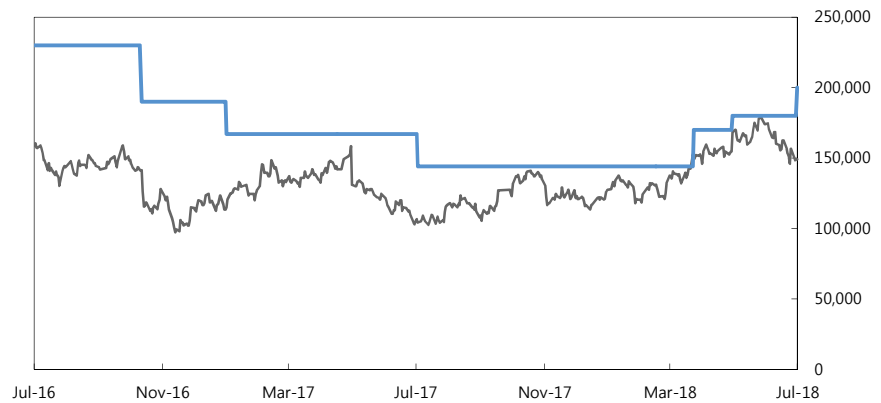
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,180	1,359	1,546
매출원가	639	772	1,027	1,176	1,329
매출총이익	118	112	153	183	216
판매관리비	65	77	95	102	114
영업이익	53	35	58	81	103
금융수익	6	4	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	11	16	14	14	14
이자비용	7	9	14	14	14
기타영업외손익	(1)	2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	44	67	89
법인세비용	15	10	11	17	22
연결당기순이익	31	16	33	50	67
지배주주지분순이익	35	19	37	55	73
기타포괄이익	(7)	1	0	0	0
총포괄이익	24	16	33	50	67
지배주주지분포괄이익	28	19	37	55	73
EBITDA	65	55	84	109	132

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,855	1,877	3,639	5,524	7,290
BPS	21,013	21,728	24,365	28,588	34,276
DPS	1,000	300	1,000	1,300	1,600
성장성(% , YoY)					
매출증가율	41.9	16.8	33.5	15.2	13.7
영업이익증가율	46.4	(33.2)	65.7	39.4	26.5
순이익증가율	63.7	(45.8)	93.9	51.8	32.0
EPS증가율	63.3	(51.3)	93.9	51.8	32.0
EBITDA증가율	44.6	(15.0)	52.5	29.4	20.9
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.0	4.9	6.0	6.6
순이익률	4.6	2.1	3.1	4.1	4.7
EBITDA Margin	8.6	6.3	7.2	8.0	8.5
ROA	5.7	1.9	3.4	4.7	5.6
ROE	22.5	8.8	15.8	20.9	23.2
배당수익률	0.8	0.3	0.7	0.9	1.1
배당성향	28.9	16.0	27.5	23.5	21.9
안정성					
순차입금(십억원)	179	362	352	350	335
차입금/자본총계비율(%)	120.4	177.4	160.9	140.1	119.2
Valuation(X)					
PER	31.0	62.3	40.9	27.0	20.4
PBR	5.7	5.4	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	19.2	28.1	22.1	17.0	13.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코스맥스(192820)	2016.06.22	매수	230,000원	-35.2	-25.0
	2016.10.23	매수	190,000원	-40.0	-32.6
	2017.01.12	매수	167,000원	-22.0	-5.1
	2017.07.14	매수	144,000원	-13.9	5.9
	2018.04.04	매수	170,000원	-9.6	-6.2
	2018.05.11	매수	180,000원	-9.1	-0.6
	2018.07.12	매수	200,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 12일 현재 코스맥스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 돕기 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.