

# 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 전부문이 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 오히려 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 기준 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 퍼크와 국내 수요 부진이 맞물린 작년 실적을 바탕으로 수익성 또한 개선될 것이다.

### 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/최저가(원)     | 179,000/102,500 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 12,857          |
| 유동주식비율/외국인인자분율(%) | 71.9/25.9       |
| 주요주주(%)           | 코스맥스비티아이 외 4 인  |
|                   | 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

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(x) | EV/EBITDA<br>(x) | PBR<br>(x) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 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

#### 나은채

ec.na@truefriend.com

## &lt;표 1&gt; 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

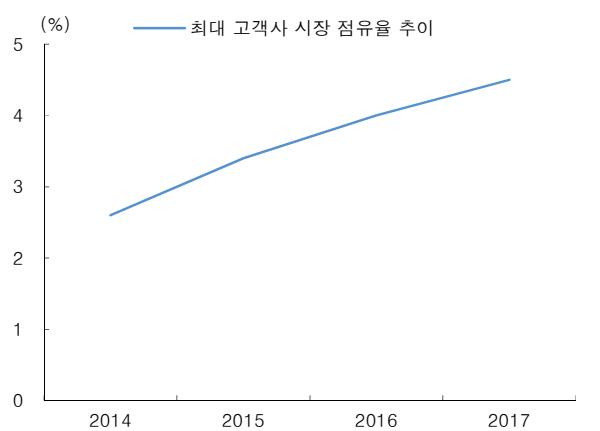
## &lt;표 2&gt; Earnings breakdown

(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   |

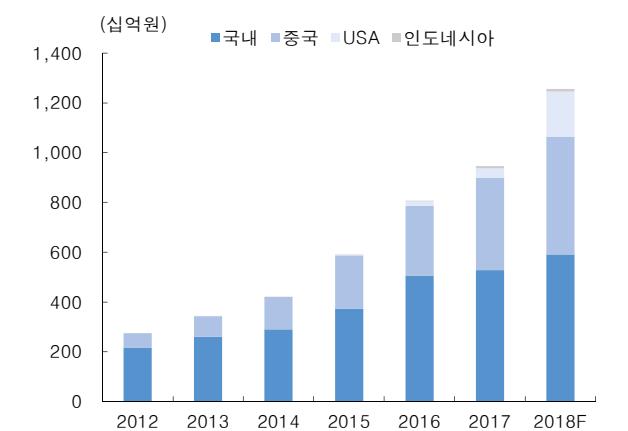
자료: 코스맥스, 한국투자증권

## [그림 1] 코스맥스 최대 바이어 중국 시장 내 점유율 1위



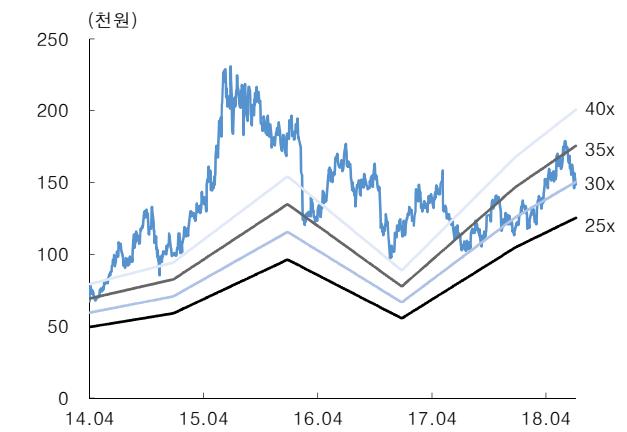
자료: 업계자료, 한국투자증권

## [그림 2] 지역별 매출액 – 금년 본격화되는 미주 사업



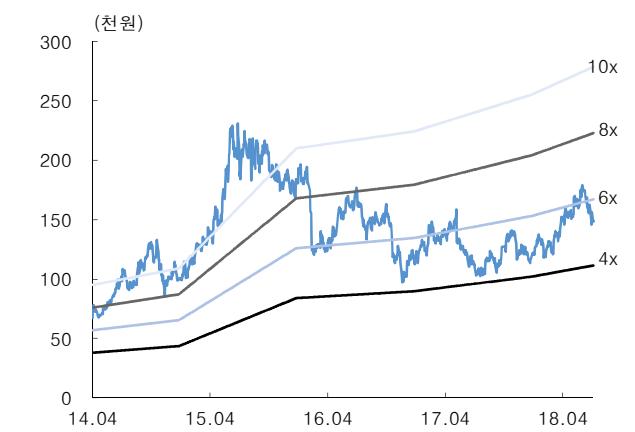
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[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 원제품의 생산, 관리까지 토클 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   |
| 단기차입금및단기기사채 | 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   |

## 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   |

## 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    |

## 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   |

주: K-IFRS (연결) 기준

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)     | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 괴리를     |             |
|--------------|------------|------|----------|---------|-------------|
|              |            |      |          | 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 기관투자가 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 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.