

코스맥스 (192820)

화장품

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	212,000원 (M)
현재주가 (7/20)	135,500원
상승여력	56%

시가총액	13,617억원
총발행주식수	10,049,509주
60일 평균 거래대금	121억원
60일 평균 거래량	76,184주
52주 고	179,000원
52주 저	102,500원
외인지분율	25.25%
주요주주	코스맥스비티아이 외 4인 26.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(19.6)	(11.7)	27.2
상대	(17.0)	(4.5)	35.7
절대(달려환산)	(21.6)	(16.9)	26.3

건조한 중국, 개선되는 미국

투자 의견 BUY, 목표주가 212,000원 유지

코스맥스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 212,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS 5,735원에 Target P/E 37배를 적용하여 산출하였고, 글로벌 동종기업 평균 P/E 33배 대비 프리미엄 적용하였다. 최근 위안화 절하 흐름 및 주 52시간 근무제 영향으로 화장품 업종 주가 성과에 전반적으로 비우호적으로 작용하였다. 환율의 경우 연결 매출의 약 41%에 해당하는 중국법인 매출이 위안화 절하 흐름에 부정적으로 작용할 수 있으나, 원화 또한 절하되고 있어 영향은 미미할 것으로 예상되며 동사의 펀더멘털과 무관한 부분으로 판단한다. 주 52시간 근무제 영향은 인력 충원으로 대체할 것으로 보이며, 이에 따라 국내 법인의 수익성을 소폭 하향 조정하였다. 최근의 낙폭은 우려를 과도하게 반영하였다고 판단되며 매수의 기회로 제안한다. 화장품 생산기업 중 최선호주 유지한다.

2Q18 Preview: 건조한 중국, 개선되는 미국

2분기 실적은 연결 매출 3,352억원(YoY+44%), 영업이익 162억원(YoY+13%)를 전망하며 컨센서스 영업이익 179억원 대비 소폭 하회할 것으로 예상된다. 신규 인수법인 코스맥스WEST(뉴월드) 제외 시 매출은 전년동기비 +31% 성장한 것으로 추정한다.

- ▶ 국내법인의 매출과 영업이익은 각각 +20%, +28% 성장한 것으로 추정하며, 주요 고객사의 수주가 점진적으로 상승하는 가운데, 저마진 품목의 마스크팩 상승으로 마진은 5% 내외일 것으로 예상된다.
- ▶ 중국의 경우 상해와 광저우 매출이 각각 +30%, +21% 성장한 것으로 추정하며, 중국 주요 고객사의 성장세가 전체 성장률을 넘어서며 점차 대형화 되고 있는 추세이다. 2017년 3분기부터 시스템 투자비용 및 증설과 관련된 비용이 반영되며 이번 2분기까지는 수익성이 하락할 전망이다.
- ▶ 미국의 경우 오하이오법인의 매출 규모가 상승하고 있으며, 특히 기존 고객사를 통해 스킨케어 등의 수주가 상승하고 있는 것으로 파악된다. 적자폭 축소는 2분기에도 이어질 전망이다. 코스맥스 WEST는 2분기 매출은 1분기 대비 상승한 300억원 수준 달성한 것으로 보이며, 지난 1분기 약 BEP 수준으로 외형 상승에 따라 점진적으로 이익 기여가 상승할 것으로 판단된다.

2018년 이익 성장 최대

2018년 연결 매출액 1조 2,813억원(YoY+45%), 영업이익 548억원(YoY+56%) 달성할 전망이다. 내수는 주요 고객사의 수주 상승과 수출 회복을 반영하여 +17% 성장, 중국은 중국 로컬 화장품 기업의 색조 수요 확대에 따라 중국 법인의 합산 매출 +40% 성장을 가정하였다. 2018년 중국 신공장 가동률 상승에 따라 외형성장이 건조할 것으로 예상되며, 미국의 경우 수주확대에 확대에 따라 적자폭 축소되며 이익체력이 상승할 것으로 기대된다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,352	44.3	16.1	3,159	6.1
영업이익	162	13.0	55.5	179	-9.6
세전계속사업이익	125	-14.6	23.3	157	-20.5
지배순이익	115	9.6	23.9	125	-7.3
영업이익률 (%)	4.8	-1.4 %pt	+1.2 %pt	5.7	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.4	-1.1 %pt	+0.2 %pt	3.9	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		7,570	8,840	12,813	15,570
영업이익		526	351	575	745
지배순이익		348	189	498	621
PER		38.5	66.7	27.4	21.9
PBR		6.9	5.8	5.1	4.2
EV/EBITDA		22.7	29.4	23.4	19.3
ROE		22.5	8.8	20.6	21.1

자료: 유안타증권

코스맥스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	757.0	884.0	1,281.3	219.1	232.3	208.5	224.0	288.7	335.2	319.7	337.7
코스맥스코리아	505.5	528.2	619.6	142.3	137.7	119.2	129.0	152.4	165.8	154.3	147.1
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	-	-	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
% YoY 연결 매출액	42%	17%	45%	26%	17%	12%	12%	32%	44%	53%	51%
코스맥스코리아	36%	4%	17%	15%	8%	-4%	-1%	7%	20%	29%	14%
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%
매출총이익	118.1	111.9	158.2	27.6	32.4	23.9	28.0	34.7	41.7	37.4	44.4
판매관리비	65.5	76.8	103.4	18.2	18.1	18.8	21.6	24.3	25.5	26.4	27.2
연결 영업이익	52.6	35.1	54.8	9.4	14.3	5.0	6.4	10.4	16.2	11.0	17.1
코스맥스코리아	43.3	18.8	31.5	8.0	7.0	2.4	1.5	5.0	8.9	7.0	10.6
% YoY 영업이익	46%	-33%	56%	-28%	-21%	-58%	-33%	11%	13%	120%	169%
코스맥스코리아	54%	-57%	68%	-29%	-48%	-76%	-83%	-37%	28%	198%	616%
순이익	31.4	15.5	38.4	2.5	9.5	2.9	0.6	7.6	9.4	6.2	15.3
코스맥스코리아	35.1	10.2	23.7	4.0	6.0	2.5	(2.2)	3.8	6.7	5.3	8.0
코스맥스차이나	12.5	15.0	16.3	2.9	6.4	2.5	3.3	2.5	5.9	2.5	5.3
코스맥스광저우	5.6	6.0	10.4	1.6	2.1	1.3	1.1	4.5	2.8	2.0	1.1
코스맥스태국		(0.1)	(0.6)					(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
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
% YoY 순이익	66%	-51%	147%	-71%	-8%	-52%	-90%	203%	-2%	115%	2325%
코스맥스코리아	58%	-71%	132%	-55%	-40%	-60%	-122%	-4%	11%	114%	-458%
코스맥스차이나	109%	20%	8%	32%	21%	-23%	82%	-13%	-8%	2%	62%
코스맥스광저우	-6%	8%	73%	22%	16%	-20%	21%	187%	32%	57%	3%
지배주주순이익	34.8	18.9	47.3	3.4	10.5	3.3	1.6	9.3	11.5	7.6	18.8
% Margin 영업이익률	7%	4%	4%	4%	6%	2%	3%	4%	5%	3%	5%
코스맥스코리아	9%	4%	5%	6%	5%	2%	1%	3%	5%	5%	7%
순이익률	4%	2%	3%	1%	4%	1%	0%	3%	3%	2%	5%
코스맥스코리아	7%	2%	4%	3%	4%	2%	-2%	2%	4%	3%	5%
코스맥스차이나	5%	5%	4%	4%	7%	3%	4%	3%	5%	2%	4%
코스맥스광저우	18%	14%	17%	17%	16%	12%	10%	24%	17%	13%	12%
코스맥스태국			-20%					-19%	-20%	-20%	-20%
코스맥스인도네시아	-63%	-4%	-4%	10%	-12%	-5%	-17%	-45%	5%	0%	3%
코스맥스 USA	-119%	-53%	-10%	-82%	-87%	-34%	-37%	-23%	-11%	-11%	0%
코스맥스 WEST	-	-	0%	-	-	-	-	-1%	1%	1%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표	(단위: 십억원, %, %p)					
	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,244	1,511	1,281	1,557	3%	3%
영업이익	62	85	55	78	-11%	-8%
영업이익률	5%	6%	4%	5%	-1%p	-1%p
지배주주순이익	54	71	47	65	-12%	-9%
순이익률	4%	5%	4%	4%	-1%p	-1%p
EPS	5,349	7,103	4,703	6,472	-12%	-9%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,570	8,840	12,813	15,570	18,750
매출원가	6,389	7,721	11,208	13,646	16,408
매출충이익	1,181	1,119	1,606	1,924	2,343
판매비	655	768	1,031	1,180	1,285
영업이익	526	351	575	745	1,058
EBITDA	652	554	754	912	1,214
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
법인세비용차감전순이익	465	253	539	673	949
법인세비용	150	97	135	168	237
계속사업순이익	314	155	404	505	712
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	155	404	505	712
지배지분순이익	348	189	498	621	876
포괄순이익	243	162	411	511	718
지배지분포괄이익	279	188	478	595	836

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,962	5,003	8,216	11,232	14,591
현금및현금성자산	683	390	1,703	3,402	5,241
매출채권 및 기타채권	1,919	2,517	3,583	4,324	5,180
재고자산	1,251	1,847	2,677	3,253	3,917
비유동자산	2,697	4,337	4,156	3,988	3,830
유형자산	2,359	3,072	2,899	2,737	2,586
관계기업 등 지분관련자산	11	10	9	8	6
기타투자자산	135	191	191	191	191
자산총계	6,659	9,340	12,372	15,219	18,421
유동부채	3,840	5,221	6,688	7,873	9,145
매입채무 및 기타채무	1,741	2,688	3,626	4,281	5,024
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	9,592	11,845	14,185
지배지분	2,109	2,181	2,655	3,223	4,045
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	1,511	1,511	1,511	1,511	1,511
이익잉여금	581	652	1,119	1,680	2,496
비지배지분	-36	103	125	152	190
자본총계	2,073	2,284	2,780	3,375	4,236
순차입금	1,793	3,616	3,901	3,800	3,558
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	-520	-133	-52
당기순이익	314	155	404	505	712
감가상각비	120	195	173	162	151
외환손익	-15	3	-11	-11	-11
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-265	-408	-1,147	-847	-962
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	262	260	320
현금의 증감	511	-293	1,313	1,698	1,839
기초 현금	173	683	390	1,703	3,402
기말 현금	683	390	1,703	3,402	5,241
NOPLAT	526	351	575	745	1,058
FCF	-679	-802	-537	-121	-13

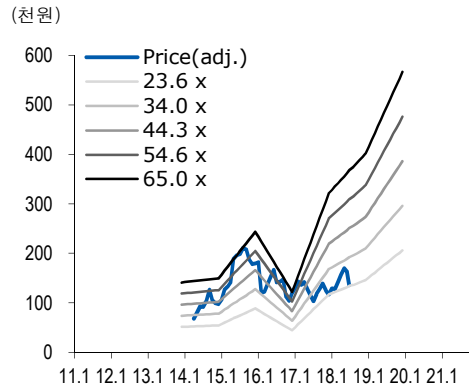
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

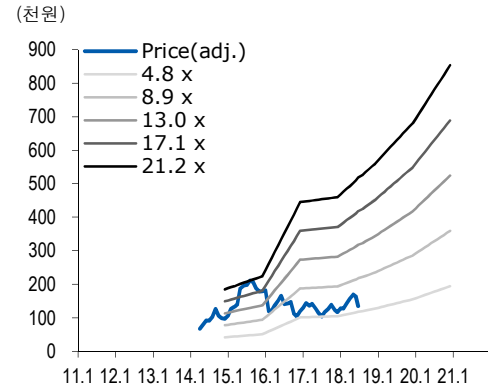
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,752	1,876	4,952	6,181	8,718
BPS	20,990	21,704	26,432	32,081	40,269
EBITDAPS	7,029	5,510	7,503	9,076	12,077
SPS	81,656	87,960	127,501	154,935	186,579
DPS	1,000	300	300	300	300
PER	38.5	66.7	27.4	21.9	15.5
PBR	6.9	5.8	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	22.7	29.4	23.4	19.3	14.3
PSR	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	41.9	16.8	45.0	21.5	20.4
영업이익 증가율 (%)	46.4	-33.2	63.5	29.6	42.0
지배순이익 증가율 (%)	63.7	-45.8	163.9	24.8	41.0
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	12.5	12.4	12.5
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.5	4.8	5.6
지배순이익률 (%)	4.6	2.1	3.9	4.0	4.7
EBITDA 마진 (%)	8.6	6.3	5.9	5.9	6.5
ROIC	10.8	4.6	7.0	8.2	10.8
ROA	6.3	2.4	4.6	4.5	5.2
ROE	22.5	8.8	20.6	21.1	24.1
부채비율 (%)	221.2	309.0	345.0	351.0	334.9
순차입금/자기자본 (%)	85.0	165.8	146.9	117.9	88.0
영업이익/금융비용 (배)	7.6	3.8	4.4	4.5	5.2

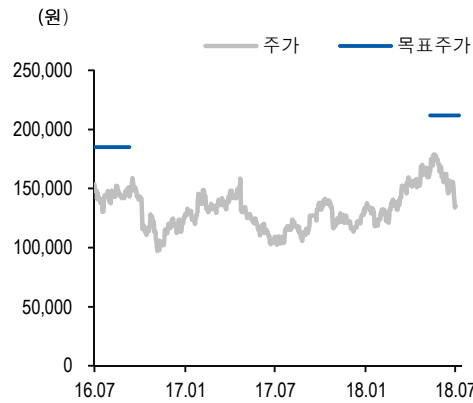
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-23	BUY	212,000	1년		
2018-05-30	BUY	212,000	1년		
2017-05-09	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-30.82	-8.24
2016-05-09	BUY	185,270	1년	-28.34	-6.84

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

