

코스맥스(192820)

2016년 실적을 넘어서기 시작한다

고성장에 힘입어 영업이익 컨센서스 소폭 상회
높은 중국 수요와 미주 영업 손실 축소 긍정적
금년은 K-Beauty 최고 호황기인 2016년을 넘어설 것

Facts : 영업이익 컨센서스 부합, 국내 손익 7분기 만에 증가세 전환

매출액은 전년대비 41% 증가한 3,280억원, 영업이익은 30% 증가한 186억원(영업이익률 5.7%, -0.5%p YoY)을 기록, 영업이익은 컨센서스를 7% 상회했다. 미주 '누월드' 인수 효과를 제거하고도 매출액은 30% 증가했다. 부문별로 국내 매출액이 1,900억원으로 전년대비 38% 급증해 예상을 크게 상회했고, 영업이익은 77억원(영업이익률 4.8%, -0.5%p YoY)으로 전년동기대비 11% 증가해 국내 법인 손익이 7분기 만에 증가세로 전환했다. 중국(상해+광저우) 매출액은 1,220억원으로 전년대비 15% 증가에 그쳤으나 수익성은 양호했다. 미주 매출액은 전년 63억원에서 급증한 387억원, 합산 순손실은 33억원을 기록, 손실폭이 축소되었다.

Pros & cons : 국내와 미국 사업 고무적, 중국 성장 둔화

국내 호조가 돋보인다. '지피클럽', 'CSA코스믹' 등 고성장 업체들을 신규 고객사로 확보, 이에 따른 간접 수출 호조가 주요인이다. 중국 수요를 기반으로 시장 참여자들이 급증, 수요 확대가 긍정적이다. 이에 글로벌사향 직접 수출도 크게 증가하고 있다. 국내 부문은 작년 하반기 사드 여파로 베이스도 낮아 금년 하반기 약 15% 매출 증가가 가능할 전망이다. 중국 사업은 높은 기저와 생산 차질 영향이 일부 있었던 것으로 파악되나 생산 정상화와 하반기 중국 로컬사향 오더 증가가 예상되어 상반기보다 높은 성장이 예상된다. 미주는 매출 큰 폭 증가와 더불어 영업손실이 축소, 작년 약 180억원 영업 손실에서 금년 100억원으로 축소될 것이다.

Action : R&D와 현지화로 빠른 글로벌화, 아직 갈길이 멀다

투자의견 '매수'와 목표주가 20만원(12MF PER 40배, 업종 대비 30% 할증)을 유지한다. 글로벌 1위 ODM의 R&D와 현지화에 힘입어 중국 사업뿐 아니라 미주와 동남아 사업도 빠르게 확대되고 있다. 고성장에 힘입어 K-Beauty 최고 호황이었던 2016년 실적을 넘어서기 시작했으나 금년 영업이익률은 4.8%에 불과, 해외 시장 개척과 증설의 영향이 반영된 수준으로 판단된다. 추후 규모의 경제 확보에 따라 수익성 개선의 여지도 높을 것이다. 금년 영업이익은 65%, 2019년에는 42% 증가할 전망이다. 금년 실적 기준 PER이 약 40배에 달해 시간 경과와 실적 개선 확인이 필요할 것이나 중장기 사업 확대와 실적 개선 여지는 높아 보인다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/13)	2,248
주가(8/13)	148,000
시가총액(십억원)	1,487
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	179,000/105,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,673
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/23.2
주요주주(%)	코스맥스비티아이 외 4인 26.0
국민연금	13.3

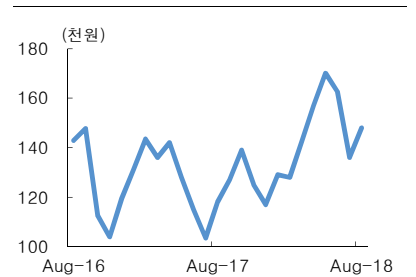
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	62.3	40.8	26.2
PBR(x)	5.4	6.1	5.2
ROE(%)	8.8	15.8	21.3
DY(%)	0.3	0.7	0.9
EV/EBITDA(x)	28.1	22.0	16.7
EPS(원)	1,877	3,631	5,649
BPS(원)	21,728	24,358	28,705

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.8)	24.9	27.0
KOSPI 대비(%p)	(2.1)	31.0	30.1

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 7% 상회

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	232.3	208.5	224.0	288.7	327.5	13.5	41.0	316.9
영업이익	14.3	5.0	6.4	10.4	18.6	78.5	29.7	17.7
영업이익률(%)	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7			5.6
세전이익	14.7	3.9	2.2	10.1	16.6	64.0	13.5	15.7
순이익	10.5	3.3	1.6	9.3	11.9	27.4	12.6	12.2

자료: 한국투자증권

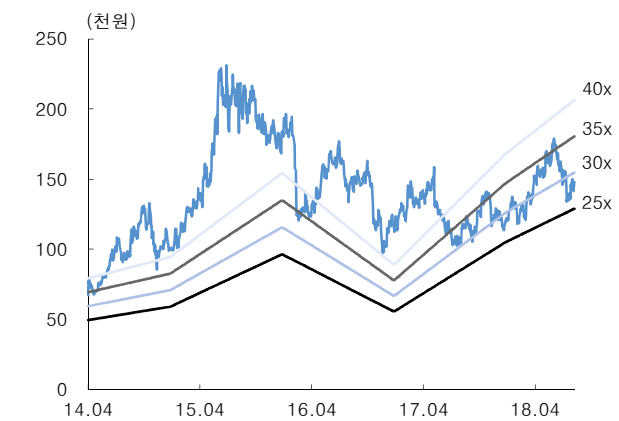
〈표 2〉 Earnings breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	219	232	209	224	289	328	288	306	757	884	1,210	1,449	1,663
국내	142	138	119	129	152	190	145	141	506	528	629	746	841
중국	77	106	88	101	99	122	113	135	281	371	468	568	663
상해	68	92	77	89	80	106	100	121	253	327	408	498	581
광저우	9	13	10	11	19	15	13	14	31	44	60	70	83
USA	7	6	12	13	43	39	45	55	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	19	14	15	53	35	58	83	108
매출액 증감	26.3	17.5	12.0	12.2	31.8	41.0	38.3	36.5	41.9	16.8	36.9	19.7	14.8
국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	7.1	38.2	22.0	9.2	35.7	4.5	19.1	18.6	12.8
중국	35.1	33.0	23.8	37.1	28.7	15.2	27.9	33.7	30.5	32.2	26.0	21.3	16.9
상해	33.8	28.1	22.0	33.8	18.7	15.5	29.0	35.5	39.7	29.2	24.8	22.0	16.8
광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	102.2	13.0	20.0	19.5	(8.9)	43.6	34.9	16.7	17.9
USA	155.3	36.3	189.1	111.5	492.6	509.9	272.8	341.0	834.1	116.9	376.5	19.2	15.6
인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	(40.0)	31.4	20.0	34.9	158.7	201.0	6.3	24.5	22.8
영업이익 증감	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	10.6	29.7	172.1	142.5	46.4	(33.2)	65.4	42.3	31.1
영업이익률	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.7	5.1	7.0	4.0	4.8	5.7	6.5

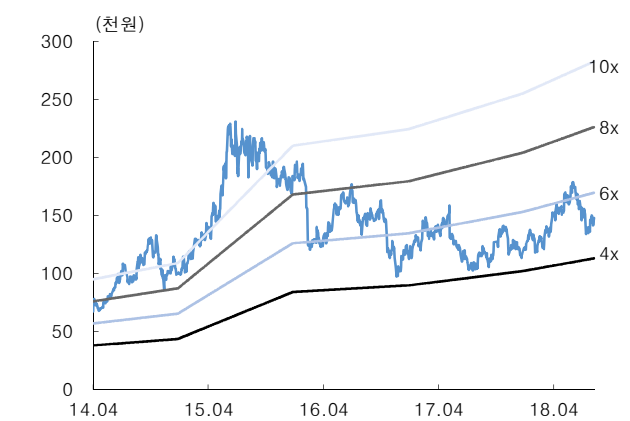
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] 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 2위를 차지하고 있으며, 2012년 글로벌 브랜드인 로레알그룹의 최우수 협력파트너 업체로 선정되었음. 주요 자회사로는 코스맥스 차이나, 코스맥스 광저우, 코스맥스 USA, 인도네시아 등이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	396	500	553	633	710
현금성자산	68	39	48	29	25
매출채권및기타채권	192	252	266	319	366
재고자산	125	185	206	246	274
비유동자산	270	434	491	534	564
투자자산	15	20	27	33	38
유형자산	236	307	347	377	397
무형자산	6	91	94	99	100
자산총계	666	934	1,044	1,168	1,275
유동부채	384	522	581	660	707
매입채무및기타채무	174	269	327	391	449
단기차입금및단기사채	172	220	200	200	200
유동성장기부채	18	22	22	22	22
비유동부채	75	184	212	217	223
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	60	163	184	184	184
부채총계	459	706	792	878	930
지배주주지분	211	218	245	288	347
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	58	65	92	135	194
비지배주주지분	(4)	10	7	2	(2)
자본총계	207	228	252	290	345

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	(7)	98	59	67
당기순이익	31	16	33	52	71
유형자산감가상각비	12	20	25	27	28
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(26)	(41)	35	(21)	(35)
기타	5	(3)	4	0	1
투자활동현금흐름	(98)	(173)	(83)	(71)	(59)
유형자산투자	(90)	(81)	(65)	(57)	(48)
유형자산매각	1	1	0	0	0
투자자산순증	(8)	(7)	(7)	(5)	(5)
무형자산순증	(1)	(85)	(5)	(6)	(3)
기타	0	(1)	(6)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	125	150	(6)	(7)	(12)
자본의증가	93	0	0	0	0
차입금의순증	39	160	0	0	0
배당금지급	(6)	(10)	(3)	(10)	(13)
기타	(1)	0	(3)	3	1
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	51	(29)	9	(19)	(4)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

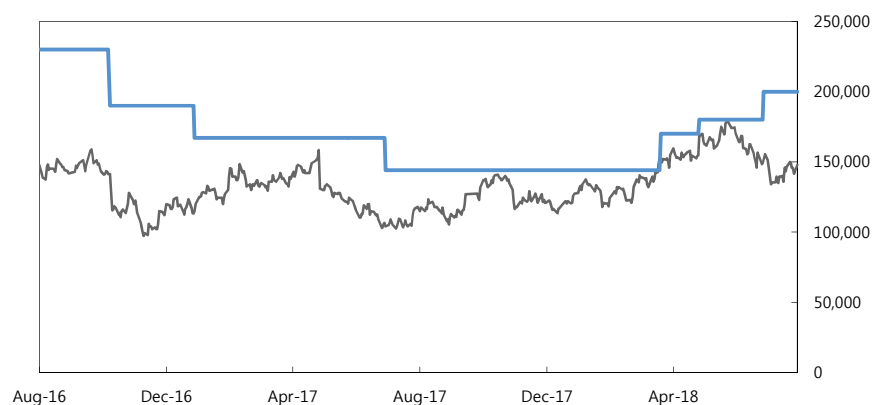
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,210	1,449	1,663
매출원가	639	772	1,053	1,253	1,430
매출총이익	118	112	157	196	233
판매관리비	65	77	99	113	124
영업이익	53	35	58	83	108
금융수익	6	4	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	11	16	14	14	14
이자비용	7	9	14	14	14
기타영업외손익	(1)	2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	44	69	94
법인세비용	15	10	11	17	24
연결당기순이익	31	16	33	52	71
지배주주지분순이익	35	19	36	57	74
기타포괄이익	(7)	1	0	0	0
총포괄이익	24	16	33	52	71
지배주주지분포괄이익	28	19	36	57	74
EBITDA	65	55	84	111	138

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,855	1,877	3,631	5,649	7,406
BPS	21,013	21,728	24,358	28,705	34,509
DPS	1,000	300	1,000	1,300	1,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	41.9	16.8	36.9	19.7	14.8
영업이익증가율	46.4	(33.2)	65.4	42.3	31.1
순이익증가율	63.7	(45.8)	93.5	55.6	31.1
EPS증가율	63.3	(51.3)	93.5	55.6	31.1
EBITDA증가율	44.6	(15.0)	52.4	31.4	24.5
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.0	4.8	5.7	6.5
순이익률	4.6	2.1	3.0	3.9	4.5
EBITDA Margin	8.6	6.3	7.0	7.7	8.3
ROA	5.7	1.9	3.4	4.7	5.8
ROE	22.5	8.8	15.8	21.3	23.4
배당수익률	0.8	0.3	0.7	0.9	1.1
배당성향	28.9	16.0	27.5	23.0	21.6
안정성					
순차입금(십억원)	179	362	350	368	371
차입금/자본총계비율(%)	120.4	177.4	161.0	139.6	117.4
Valuation(X)					
PER	31.0	62.3	40.8	26.2	20.0
PBR	5.7	5.4	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	19.2	28.1	22.0	16.7	13.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코스맥스(192820)	2016.08.08	매수	230,000원	-36.4	-30.9
	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 8월 13일 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 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.