

2018. 8. 14



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 184,000 원

현재주가 (8.13) 148,000 원

상승여력 24.3%

KOSPI 2,248.45pt

시가총액 14,873억원

발행주식수 1,005만주

유동주식비율 71.88%

외국인비중 23.36%

52주 최고/최저가 179,000원/105,500원

평균거래대금 114.1억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 4 인 26.02

국민연금 13.28

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.8 24.9 27.0

상대주가 -2.2 33.0 31.1

주가그래프



코스맥스 192820

쉽없는 외형 고성장

- ✓ 2Q 매출액 3,275억원 (+41.0% YoY), 영업이익 186억원 (+29.7% YoY) 기록
- ✓ 일부 국내 고객사들의 폭발적인 주문 증가, 외형 고성장 대비 이익을 하락은 지속
- ✓ 하반기 높은 외형 성장과 함께 완전한 영업이익률 개선 예상
- ✓ 마이크로 소비 트렌드 확산으로 글로벌 인디 & 스몰 브랜드 성장의 수혜 전망
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 184,000원 유지

2Q 국내법인의 폭발적인 매출 성장으로 시장 컨센서스 소폭 상회

코스맥스의 2분기 실적은 매출액 3,275억원 (+41.0% YoY), 영업이익 186억원 (+29.7% YoY)을 기록했다. 지피클럽 등 일부 고객사들의 폭발적인 주문 증가로 국내법인 매출액이 +38.2% YoY 성장했고 영업이익 또한 +10.8% YoY 증가했다. 중국 연결법인 매출액은 +15.2% YoY 증가하여 상해법인의 지난해 높은 기저부담과 광저우법인의 일시적인 생산성 저하로 성장률이 다소 둔화되었다. 누월도 인수 효과로 미국법인의 높은 성장이 지속되었고 인도네시아는 예상보다 부진했다. 세무 조정으로 법인세가 재정산되면서 지배주주순이익은 +12.7% YoY 증가했다.

하반기 높은 외형 성장과 함께 완전한 영업이익률 개선 전망

하반기 국내법인은 주요 고객사들의 중국 수출 급증으로 높은 외형 성장이 지속될 전망이다. 중국법인 또한 온라인 및 모바일 채널 중심의 신규 고객사들을 꾸준히 영입하고 있다. 미국법인도 상반기 대비 하반기 연구소 통합으로 시너지에 따른 매출 성장을 강화가 기대된다. 다만 국내법인과 중국법인의 가동률이 빠르게 상승하고 있어 향후 추가적인 증설 투자가 필요할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy와 적정주가 184,000 원 유지

글로벌 화장품 시장에서 마이크로 소비 트렌드가 강화되면서 인디 & 스몰 브랜드의 성장이 두드러지고 있다. 코스맥스는 온라인에 기반한 인디 & 스몰 브랜드의 성장과 함께 하고 있다. 코스맥스는 적극적인 해외 진출로 글로벌 생산 기지를 구축하였으며 세계 각국의 로컬 고객사들을 영입하면서 높은 성장을 이어갈 전망이다. 따라서 코스맥스에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 184,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	757.0	52.6	34.8	3,752	66.1	20,990	31.8	5.7	19.2	22.5	221.2
2017	884.0	35.1	18.9	1,876	-54.5	21,704	62.4	5.4	28.0	8.8	309.0
2018E	1,216.0	48.9	33.5	3,331	76.8	24,736	44.4	6.0	25.3	14.3	310.0
2019E	1,432.8	58.7	44.1	4,390	31.8	28,826	33.7	5.1	22.3	16.4	298.7
2020E	1,644.6	70.7	55.9	5,561	26.7	34,087	26.6	4.3	19.4	17.7	276.3

표1 코스맥스 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	327.5	232.3	41.0	288.7	13.4	304.0	7.7	318.1	3.0
영업이익	18.6	14.3	29.7	10.4	78.5	15.7	18.4	17.4	6.8
지배주주순이익	11.9	10.5	12.7	9.3	27.3	14.1	-16.1	12.1	-1.9
영업이익률 (%)	5.7			3.6		5.2		5.5	0.2%p
지배주주순이익률 (%)	3.6			3.2		4.7		3.8	0.2%p

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,212.5	1,417.5	1,216.0	1,432.8	0.3	1.1
영업이익	44.8	55.3	48.9	58.7	9.1	6.3
지배주주순이익	33.4	41.8	33.5	44.1	0.3	5.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	757.0	219.1	232.3	208.5	224.0	883.9	288.7	327.5	291.6	308.2	1,216.0
증가율 (% YoY)	41.9	26.3	17.5	12.0	12.2	16.8	31.8	41.0	39.8	37.6	37.6
국내	505.5	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	152.4	190.2	137.1	143.6	623.3
중국 연결 (차이나+광저우)	283.9	77.0	105.5	88.0	100.7	371.2	99.1	121.6	104.2	120.6	445.5
동남아 (인도네시아+태국)	3.0	2.9	1.9	2.3	1.9	9.0	1.7	3.0	3.5	3.8	12.0
미국 (오하이오+뉴월드)	17.6	7.2	6.3	11.9	12.6	38.1	42.8	38.7	59.7	56.6	197.8
비중 (%)											
국내	66.8	65.0	59.3	57.2	57.6	59.8	52.8	58.1	47.0	46.6	51.3
중국 연결 (차이나+광저우)	37.5	35.1	45.4	42.2	45.0	42.0	34.3	37.1	35.7	39.1	36.6
동남아 (인도네시아+태국)	0.4	1.3	0.8	1.1	0.9	1.0	0.6	0.9	1.2	1.2	1.0
미국 (오하이오+뉴월드)	2.3	3.3	2.7	5.7	5.6	4.3	14.8	11.8	20.5	18.4	16.3
증가율 (% YoY)											
국내	35.7	14.8	7.5	-3.6	-0.7	4.5	7.1	38.2	15.0	11.3	18.0
중국 연결 (차이나+광저우)	40.1	32.6	29.8	23.8	37.1	30.8	28.7	15.2	18.5	19.7	20.0
동남아 (인도네시아+태국)	77.4	527.6	254.5	264.4	41.5	201.0	-40.0	62.6	50.0	95.1	33.4
미국 (오하이오+뉴월드)	834.1	155.3	36.3	189.1	111.5	116.9	493.2	509.9	400.0	350.5	419.6
매출원가	638.9	191.5	199.9	184.7	196.0	772.1	254.0	285.0	258.1	269.3	1,066.4
증가율 (% YoY)	43.5	32.2	23.1	16.5	13.1	20.8	32.6	42.6	39.8	37.4	38.1
매출원가율 (%)	84.4	87.4	86.0	88.6	87.5	87.3	88.0	87.0	88.5	87.4	87.7
매출총이익	118.1	27.6	32.4	23.9	28.0	111.9	34.7	42.6	33.5	38.8	149.6
증가율 (% YoY)	34.0	-3.7	-8.3	-13.8	6.0	-5.3	25.8	31.2	40.5	38.6	33.7
매출총이익률 (%)	15.6	12.6	14.0	11.4	12.5	12.7	12.0	13.0	11.5	12.6	12.3
판관비	65.5	18.2	18.1	18.8	21.6	76.8	24.3	24.0	24.4	28.0	100.8
증가율 (% YoY)	25.5	16.8	5.4	19.5	27.4	17.2	33.7	32.4	29.8	29.6	31.3
판관비율 (%)	8.7	8.3	7.8	9.0	9.7	8.7	8.4	7.3	8.4	9.1	8.3
영업이익	52.6	9.4	14.3	5.0	6.4	35.1	10.4	18.6	9.1	10.8	48.9
증가율 (% YoY)	46.6	-28.0	-21.2	-57.8	-32.5	-33.2	10.6	29.7	80.9	69.0	39.0
영업이익률 (%)	7.0	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	3.6	5.7	3.1	3.5	4.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
중국 (상하이+광저우)											
매출액	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	283.9	371.2	445.5	521.2	599.4
증가율 (% YoY)	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	20.0	17.0	15.0
생산량	1,900	4,218	6,372	8,300	13,766	22,715	29,529	38,388	46,065	52,975	58,272
증가율 (% YoY)	26.7	122.0	51.1	30.3	65.9	65.0	30.0	30.0	20.0	15.0	10.0
Capa	6,000	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	32,000	50,000	60,000	60,000	60,000
증가율 (% YoY)	33.3	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	0.0	56.3	20.0	0.0	0.0
가동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	88.3	97.1
국내											
매출액	155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	528.2	623.3	716.8	802.8
증가율 (% YoY)		13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	18.0	15.0	12.0
생산량	9,550	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	20,331	21,348	24,550	27,987	30,785
증가율 (% YoY)		7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	33.0	5.0	15.0	14.0	10.0
Capa	12,000	14,000	15,000	15,000	19,000	23,000	30,000	33,000	33,000	33,000	33,000
증가율 (% YoY)		16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	10.0	0.0	0.0	0.0
가동률 (%)	79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	64.7	74.4	84.8	93.3
동남아 (인도네시아+태국)											
매출액				1.0	1.4	1.7	3.0	9.0	12.0	20.0	32.0
증가율 (% YoY)					39.7	20.5	77.4	201.0	33.4	66.7	60.0
Capa				4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000
증가율 (% YoY)					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
미국 (오하이오+뉴월드)											
매출액						1.9	17.6	38.1	197.8	237.4	273.0
증가율 (% YoY)							834.1	116.9	419.6	20.0	15.0
Capa					10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000
증가율 (% YoY)						0.0	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0
전체 매출액			274.2	340.6	388.4	533.3	757.0	883.9	1,216.0	1,432.8	1,644.6
증가율 (% YoY)				24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	37.6	17.8	14.8
해외	24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	304.4	418.3	655.3	778.6	904.3
비중 (%)	12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	53.9	54.3	55.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757.0	884.0	1,216.0	1,432.8	1,644.6
매출액증가율 (%)	41.9	16.8	37.6	17.8	14.8
매출원가	638.9	772.1	1,066.4	1,253.7	1,437.4
매출총이익	118.1	111.9	149.6	179.1	207.2
판매관리비	65.5	76.8	100.8	120.4	136.5
영업이익	52.6	35.1	48.9	58.7	70.7
영업이익률	7.0	4.0	4.0	4.1	4.3
금융손익	-5.6	-12.4	-11.7	-12.1	-12.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	2.5	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	46.5	25.3	42.2	51.7	63.6
법인세비용	15.1	9.7	14.8	15.5	17.8
당기순이익	31.4	15.5	27.4	36.2	45.8
지배주주지분 순이익	34.8	18.9	33.5	44.1	55.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23.5	-6.6	13.2	27.1	37.8
당기순이익(손실)	31.4	15.5	27.4	36.2	45.8
유형자산상각비	12.0	19.5	24.6	25.0	25.4
무형자산상각비	0.5	0.7	1.0	0.9	0.7
운전자본의 증감	-26.5	-40.8	-39.8	-35.0	-34.2
투자활동 현금흐름	-97.5	-172.7	-44.2	-36.0	-35.9
유형자산의증가(CAPEX)	-89.6	-81.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.8	-5.4	-7.5	-4.9	-4.8
재무활동 현금흐름	124.9	150.1	19.0	4.0	-11.0
차입금의 증감	39.1	155.5	22.0	7.0	-8.0
자본의 증가	91.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.1	-29.3	-12.0	-5.0	-9.1
기초현금	17.3	68.3	39.1	27.0	22.1
기말현금	68.3	39.1	27.0	22.1	13.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396.3	500.3	585.9	680.5	768.8
현금및현금성자산	68.3	39.0	27.0	22.0	12.9
매출채권	187.1	237.8	292.3	344.4	395.3
재고자산	125.1	184.7	213.1	251.1	288.2
비유동자산	269.7	433.7	450.7	459.7	468.4
유형자산	235.9	307.2	317.6	322.6	327.2
무형자산	5.6	90.7	89.7	88.8	88.1
투자자산	14.7	20.1	27.6	32.5	37.4
자산총계	665.9	934.0	1,036.5	1,140.3	1,237.2
유동부채	384.0	522.1	567.4	613.0	672.1
매입채무	125.1	207.6	228.8	269.6	309.5
단기차입금	172.1	220.4	220.4	210.4	205.4
유동성장기부채	17.9	21.8	18.8	15.8	22.8
비유동부채	74.6	183.6	216.3	241.4	236.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.7	162.6	187.6	207.6	197.6
부채총계	458.6	705.6	783.7	854.3	908.4
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	58.1	65.2	95.7	136.8	189.6
비지배주주지분	-3.6	10.3	4.2	-3.7	-13.8
자본총계	207.3	228.4	252.8	286.0	328.8

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	81,656	87,960	121,002	142,574	163,649
EPS(지배주주)	3,752	1,876	3,331	4,390	5,561
CFPS	7,524	5,985	7,901	8,917	10,139
EBITDAPS	7,029	5,510	7,403	8,420	9,641
BPS	20,990	21,704	24,736	28,826	34,087
DPS	1,000	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	62.4	44.4	33.7	26.6
PCR	15.9	19.5	18.7	16.6	14.6
PSR	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
PBR	5.7	5.4	6.0	5.1	4.3
EBITDA	65.2	55.4	74.4	84.6	96.9
EV/EBITDA	19.2	28.0	25.3	22.3	19.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	8.8	14.3	16.4	17.7
EBITDA 이익률	8.6	6.3	6.1	5.9	5.9
부채비율	221.2	309.0	310.0	298.7	276.3
금융비용부담률	0.9	1.1	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(x)	7.6	3.8	4.1	4.8	5.8
매출채권회전율(x)	4.6	4.2	4.6	4.5	4.4
재고자산회전율(x)	7.2	5.7	6.1	6.2	6.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.13	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-21.1	-14.2	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	-25.5	-19.1	
2016.11.04	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-25.4	-18.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지혜	-26.8	-18.0	
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-24.7	-10.3	
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-23.9	-17.5	
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-22.6	-11.9	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-27.4	-21.2	
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-23.2	-17.9	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.5	-11.8	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.0	-9.3	
2017.10.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-14.8	0.7	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-9.6	13.9	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	3.5	9.4	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	184,000	양지혜	-10.5	-2.7	
2018.07.06	산업브리프	Buy	184,000	양지혜	-16.6	-2.7	
2018.08.14	기업브리프	Buy	184,000	양지혜	-	-	