

# 코스맥스

**BUY(유지)**

192820 기업분석 | 화장품

목표주가(상향)	190,000원	현재주가(08/13)	148,000원	Up/Downside	+28.4%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 08. 14

## 업종 내 성장세 으뜸, 매수 대응 선호

### News

**국내 회복으로 분기 Top-line 성장세 개선:** 2Q18 연결매출 3,275억원(+41.0%YOY), 영업이익 186 억원(+29.7%YOY)으로 당사 추정치(OP 179억원)와 컨센서스(OP 174억원)를 상회했다. 실적 호조의 주요인은 한국법인으로서 별도매출이 38%YOY 성장했으며, 중국 수출이 크게 늘어나는 중소 브랜드 사들의 신규 오더가 국내 실적 성장을 견인하고 있다. 해외 브랜드 수출도 두자리 성장을 보인 것으로 파악되어 주요 제품 리뉴얼이 마무리됨에 따른 실적 개선이 나타나고 있는 것으로 판단된다. 중국 상해법인은 이전 분기 성장 흐름을 유지했으나 광저우법인이 색조 제품 비중 증가와 SAP 초기 가동에 따른 생산 차질이 발생해 중국 연결 실적 성장이 15%YOY로 전분기 대비 둔화되었는데 하반기 회복 가능할 것으로 전망한다.

### Comment

**하반기에도 기저효과 동반해 매출 성장세 강할 전망:** 하반기에도 국내 법인은 기저효과가 부각되어 별도매출 성장이 전분기와 유사한 30%YOY 후반을 유지할 것으로 보인다. 직간접 수출이 둘다 늘어날 것으로 기대해보며, 색조와 마스크팩 수요가 지속적으로 증가함에 따른 매출 불량 확대가 예상된다. 광저우법인은 SAP 안정화 기간이 끝나 3Q부터 생산 차질을 줄이고 있어 매출 성장률이 개선될 것으로 보이며, 미국법인은 올해 매출 600억원 달성을하는데 무리가 없는 선에서 꾸준하게 수주가 늘고 있다. 해외법인들의 마진 개선 요인이 약해 보이지만 국내 바이어향 수주 회복에 따른 연결 이익은 지속적으로 개선될 것으로 전망하여 업종 내 성장주로서 매력을 더할 것으로 판단한다.

### Action

**매수 관점으로 접근 선호:** 18~19년 실적 추정치를 상향했고, 목표주가를 19만원(FW12개월 Target P/E 36배)으로 상향 제시한다. 동사의 경우 매출 불량 확장 시기에 적정 밸류를 기능하던 것대는 항상 PSR이었다. 현주가 기준 PSR 1배로 밸류에이션 매력 부각될 수 있는 시점이라 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	105,500/179,000원	
<b>매출액</b>	757	884	1,262	1,524	1,850	KOSDAQ /KOSPI	756/2,248pt	
(증가율)	41.9	16.8	42.8	20.7	21.4	시가총액	14,873억원	
영업이익	53	35	62	82	109	60일-평균거래량	73,828	
(증가율)	46.4	-33.2	75.3	33.1	32.7	외국인지분율	23.4%	
자배주주순이익	35	19	42	57	77	60일-외국인지분율변동추이	-0.7%p	
EPS	3,752	1,876	4,130	5,661	7,616	주요주주	코스맥스비[티아이] 외 4 인 26.0%	
PER (H/L)	51.2/25.3	86.1/54.4	35.8	26.1	19.4	(천원)		
PBR (H/L)	9.2/4.5	7.4/4.7	5.8	4.9	4.0	코스맥스(최)		
EV/EBITDA (H/L)	29.8/16.1	35.5/25.0	18.9	15.3	11.7	KOSPI지수대비(우)		
영업이익률	7.0	4.0	4.9	5.4	5.9	(pt)		
ROE	22.5	8.8	17.6	20.4	22.7			

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.8	-12.2	27.0
상대기준	-2.2	-3.2	31.1

도표 1. 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	17	18E	19E
연결매출	2,191	2,323	2,085	2,240	2,887	3,275	3,150	3,310	8,839	12,622	15,235
%YoY	26.3	17.5	12.0	12.2	31.8	41.0	51.0	47.8	16.8	42.8	20.7
영업이익	94	143	50	64	104	186	142	185	351	616	820
%YoY	-28.0	-21.2	-57.8	-32.7	10.6	29.7	182.1	190.2	-9.3	75.5	33.1
%OPM	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.5	5.6	4.0	4.9	5.4

자료: DB금융투자

도표 2. 코스맥스 지회사 개별 실적 리뷰

(단위: 억원 %)

		2Q18P	2Q17	%YoY	1Q18	%QQ
한국	매출	1,902	1,377	38.2	1,524	24.8
	영업이익	77	70	10.8	50	53.8
	%OPM	4.1	5.1	-	3.3	-
상해	매출	1,065	922	15.5	804	32.5
	순이익	51	64	-20.7	25	101.8
	%NPM	4.8	6.9	-	3.1	-
광저우	매출	151	134	13.0	188	-19.5
	순이익	23	21	9.3	19	21.6
	%NPM	15.1	15.6	-	10.0	-
인도네시아	매출	24	19	31.4	17	40.7
	순이익	-11	-2	적자지속	-8	적자지속
미국	매출	145	63	127.8	176	-17.7
	순이익	-38	-55	적자지속	-36	적자지속
누월드	매출	242	-	-	273	-11.0
	순이익	7	-	-	-2	흑자전환
아이큐어	매출	21	9	135.0	19	10.2
	순이익	2	-0	흑자전환	6	-58.8
태국	매출	6	-	-	7	-
	순이익	-11	-	-	-1	적자지속

자료: DB금융투자

도표 3. 코스맥스 실적 전망

(단위: 억원, %, 천개, 원)

	14	15	16	17	18E	19E	20E
<b>연결매출</b>	<b>3,884</b>	<b>5,333</b>	<b>7,570</b>	<b>8,839</b>	<b>12,622</b>	<b>15,235</b>	<b>18,499</b>
코스맥스 국내	2,925	3,725	5,055	5,282	6,666	7,233	8,255
코스맥스 차이나	1,233	2,026	2,809	3,712	4,790	6,227	8,045
상해	1,131	1,810	2,529	3,268	-	-	-
광저우	164	342	310	445	-	-	-
코스맥스 인도네시아	10	17	30	90	159	324	366
코스맥스 미국	1	19	176	381	628	888	1,085
NU-WORLD					1,059	1,235	1,412
코스맥스태국					20	40	60
아이큐어					76	88	101
<b>%YoY 매출</b>	<b>28.2</b>	<b>37.3</b>	<b>41.9</b>	<b>16.8</b>	<b>42.8</b>	<b>20.7</b>	<b>21.4</b>
코스맥스 국내	12.2	27.3	35.7	4.5	26.2	8.5	14.1
코스맥스 차이나	54.4	64.3	38.7	32.2	29.0	30.0	29.2
코스맥스 인도네시아		61.3	77.4	201.1	76.7	104.0	12.9
코스맥스 미국			834.1	116.9	64.9	41.4	22.2
NU-WORLD						16.7	14.3
코스맥스태국						100.0	50.0
아이큐어						15.0	15.0
<b>CAPA(천개)</b>							
<b>Total Capacity</b>	<b>530,000</b>	<b>610,000</b>	<b>780,000</b>	<b>974,360</b>	<b>1,020,000</b>	<b>1,020,000</b>	<b>1,020,000</b>
코스맥스 국내	200,000	230,000	300,000	350,000	380,000	380,000	380,000
코스맥스 중국	190,000	240,000	340,000	484,360	500,000	500,000	500,000
상해	150,000	200,000	300,000	400,000	400,000	400,000	400,000
광저우	40,000	40,000	40,000	84,360	100,000	100,000	100,000
코스맥스 인도네시아	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
코스맥스 미국	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
<b>가동률(%)</b>							
코스맥스 국내	73.1	88.2	87.2	73.3	77.0	75.0	80.0
코스맥스 중국	72.5	95.8	71.8	54.4	60.0	65.0	70.0
코스맥스 인도네시아	10.0	20.0	10.0	43.0	50.0	85.0	80.0
코스맥스 미국		1.0	10.5	23.4	35.0	45.0	50.0
<b>ASP(원)</b>							
코스맥스 국내	2,105	1,964	2,188	2,217	2,372	2,538	2,716
코스맥스 중국	896	881	1,151	1,408	1,689	2,027	2,433
코스맥스 인도네시아	583	612	630	662	794	953	1,144
코스맥스 미국		1,900	1,674	1,630	1,793	1,972	2,170
<b>영업이익</b>	<b>286</b>	<b>359</b>	<b>526</b>	<b>351</b>	<b>616</b>	<b>820</b>	<b>1,088</b>
OP margin	7.4	6.7	6.9	4.0	4.9	5.4	5.9

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396	500	543	675	783
현금및현금성자산	68	39	18	52	85
매출채권및기타채권	192	252	269	325	332
재고자산	125	185	221	254	308
비유동자산	270	434	441	435	457
유형자산	236	307	316	310	333
무형자산	6	91	90	89	89
투자자산	15	20	20	20	20
자산총계	666	934	985	1,111	1,240
유동부채	384	522	564	651	748
매입채무및기타채무	174	269	310	408	524
단기应付 및 단기차입	172	220	220	210	190
유동성장기부채	18	22	22	22	22
비유동부채	75	184	164	164	144
사채및장기차입금	60	163	143	143	123
부채총계	459	706	727	814	891
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
이익잉여금	58	65	102	151	217
비자본주자분	-4	10	3	-7	-21
자본총계	207	228	258	296	349

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	23.5	-6.6	55.5	88.9	152.4
당기순이익	31.4	15.5	34.2	46.8	63.0
현금유동이없는비용및수익	42.3	46.9	71.2	73.3	85.5
유형및무형자산상각비	12.5	20.2	36.6	35.6	37.0
영업관련자산부채변동	-26.5	-40.8	-24.0	-4.2	42.7
매출채권및기타채권의감소	-47.5	-56.6	-17.5	-55.6	-7.6
재고자산의감소	-41.1	-59.5	-36.8	-32.5	-54.4
매입채무및기타채무의증가	56.1	93.9	41.5	97.3	116.7
투자활동현금흐름	-97.5	-172.7	-42.0	-29.5	-60.6
CAPEX	-89.6	-81.2	-44.3	-29.5	-58.8
투자자산의순증	-10.8	-5.4	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	124.9	150.1	-34.3	-25.9	-58.2
사채및차입금의증가	39.1	155.5	-20.0	-10.0	-40.0
자본금및자본잉여금의증가	91.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.3	-10.0	-3.0	-5.0	-8.0
기타현금흐름	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
현금의증가	51.1	-29.3	-20.9	33.5	33.7
기초현금	17.3	68.3	39.0	18.2	51.7
기말현금	68.3	39.0	18.2	51.7	85.4

자료: 코스맥스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757	884	1,262	1,524	1,850
매출원가	639	772	1,088	1,306	1,578
매출총이익	118	112	174	218	272
판관비	65	77	113	136	163
영업이익	53	35	62	82	109
EBITDA	65	55	98	118	146
영업외손익	-6	-10	-6	-8	-7
금융손익	-6	-12	-9	-11	-10
투자순익	-1	2	3	2	2
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	46	25	56	74	101
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	34	47	63
자비주주지분순이익	35	19	42	57	77
비자비주주지분순이익	-3	-3	-7	-10	-14
총포괄이익	24	16	34	47	63
증감률(%YoY)					
매출액	41.9	16.8	42.8	20.7	21.4
영업이익	46.4	-33.2	75.3	33.1	32.7
EPS	63.4	-50.0	120.1	37.1	34.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,752	1,876	4,130	5,661	7,616
BPS	20,990	21,704	25,334	30,195	36,812
DPS	1,000	300	500	800	1,000
Multiple(배)					
P/E	31.8	62.4	35.8	26.1	19.4
P/B	5.7	5.4	5.8	4.9	4.0
EV/EBITDA	19.2	28.0	18.9	15.3	11.7
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.0	4.9	5.4	5.9
EBITDA마진	8.6	6.3	7.8	7.7	7.9
순이익률	4.2	1.8	2.7	3.1	3.4
ROE	22.5	8.8	17.6	20.4	22.7
ROA	5.7	1.9	3.6	4.5	5.4
ROIC	10.5	4.5	6.3	8.5	11.3
안정성및기타					
부채비율(%)	221.2	309.0	282.3	274.8	255.1
이자보상배율(배)	7.6	3.8	5.5	7.6	10.8
배당성향(배)	32.0	19.4	14.7	17.2	15.9

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 「도渣규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%), 매도(0.7%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

