# 코스맥스

**BUY(유지)**

192820 기업분석 | 화장품

| 목표주가(유지) | 190,000원 | 현재주가(11/07) | 120,500원 | Up/Downside | +57.7% |
|---|---|---|---|---|---|

2018. 11. 08

## 무난한 실적, 주가도 제자리 찾나

### Comment

**국내외 생산법인 예상보다 높은 성장세:** 3Q18 연결매출 3,146억원(+50.9%YoY), 영업이익 132억원(+164%YoY)으로 시장 기대치에 부합했고, 다만 환율 평가 손실이 발생해 순이익 42억원으로 컨센서스를 하회했다. 한국법인을 비롯한 중국, 미국, 누월드, 태국법인 매출 성장률이 전분기보다 높아져 기존 바이어의 수주 회복과 신규 수주가 동시에 증가하고 있는 것으로 판단된다. 주 52시간 실시 등으로 인건비가 약 8억원 증가하고, 원가율이 높은 마스크시트 제품 수주가 증가하면서 국내 영업이익률이 저조했으나 예상 수준에서 크게 벗어나지 않았다. 광저우법인이 색조 완제품 생산 비중 증가로 마진율이 하락하고, 금융비용이 증가하는 추세에 있으나 미국과 태국법인이 예상보다 빠르게 가동률이 올라오고 있는 것으로 보여 전반적으로 무난했다.

**불확실성이 낮은 OEM 매력에 빠져볼 때:** 4Q18에도 인건비와 매출 포트폴리오 변화에 따른 비용 증가폭은 이전 분기와 유사할 것으로 예상되지만 매출 성장세가 강해 마진 개선 추세는 지속될 것으로 전망한다. 국내 홈쇼핑 히트 제품의 수주가 크게 늘어남과 동시에 중소 브랜드들의 선전이 국내 Top OEM기업으로서 코스맥스의 어닝모멘텀 개선과도 연관성이 짙다고 판단한다. 미국법인과 누월드 간의 시너지 창출을 위한 준비 시기로 매출은 QoQ 증가 추세가 계속될 전망이며, 태국법인은 로컬 브랜드의 패키징 수주 증가로 매출이 BEP를 넘어서는 시점 이후 과거 광저우 법인처럼 비교적 높은 마진을 낼 수 있다. 비용 부담이 있긴 하지만 중국의 따이공 규제 등 각종 규제 강화에 대한 부정적 영향이 제한적일 동사에 대해 관심이 필요하다.

### Action

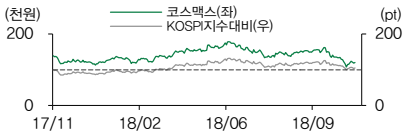
**목표주가 유지, 성장 모멘텀 부각 예상:** 인건비를 비롯한 각종 영업비용과 이자비용 부담이 낮은 것은 아니지만 기존 예상 수준에서 벗어나지 않아 연간 추정치 전망을 유지하며 수출이 증가하는 추세로 중국향 수요에 대해 불확실성이 낮은 OEM사에 대해 선호 관점을 지속적으로 유지한다.

**Investment Fundamentals (IFRS연결)** (단위: 십억원, 원, 배, %)

| FYE Dec | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 757 | 884 | 1,275 | 1,522 | 1,880 |
| (증가율) | 41.9 | 16.8 | 44.2 | 19.4 | 23.5 |
| 영업이익 | 53 | 35 | 61 | 84 | 113 |
| (증가율) | 46.4 | -33.2 | 73.4 | 38.1 | 34.7 |
| 지배주주순이익 | 35 | 19 | 44 | 63 | 84 |
| EPS | 3,752 | 1,876 | 4,373 | 6,230 | 8,369 |
| PER (H/L) | 51.2/25.3 | 86.1/54.4 | 27.1 | 19.0 | 14.2 |
| PBR (H/L) | 9.2/4.5 | 7.4/4.7 | 4.6 | 3.8 | 3.1 |
| EV/EBITDA (H/L) | 29.8/16.1 | 35.5/25.0 | 15.9 | 12.4 | 9.7 |
| 영업이익률 | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.5 | 6.0 |
| ROE | 22.5 | 8.8 | 18.5 | 22.0 | 24.1 |

**Stock Data**

| | |
|---|---|
| 52주 최저/최고 | 108,000/179,000원 |
| KOSDAQ /KOSPI | 682/2,079pt |
| 시가총액 | 12,110억원 |
| 60日-평균거래량 | 97,357 |
| 외국인지분율 | 25.1% |
| 60日-외국인지분율변동추이 | +0.8%p |
| 주요주주 | 코스맥스비티아이 외 4 인 26.5% |




| 주가상승률 | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대기준 | -19.9 | -19.4 | -13.3 |
| 상대기준 | -12.7 | -10.8 | 6.2 |

Analyst 박현진 02 369 3477 hjpark@db-fi.com

### 도표 1. 코스맥스 3Q18 실적 Review

(단위: 억원, %)

| | 3Q18P | 3Q17 | %YoY | DB추정치 | %차이 | 컨센서스 | %차이 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 3,146 | 2,085 | 50.9 | 3,150 | -0.1 | 2,937 | 7.1 |
| 영업이익 | 132 | 50 | 163.7 | 142 | -6.7 | 139 | -4.7 |
| 영업이익률 | 4.2 | 2.4 | - | 4.5 | - | 4.7 | - |
| 순이익 | 42 | 29 | 47.6 | 46 | -8.4 | 84 | -49.8 |

자료: DB금융투자

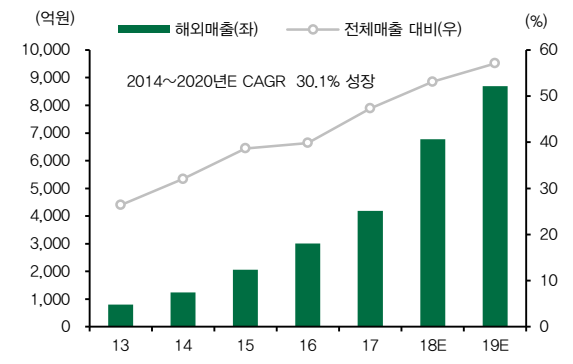
### 도표 2. 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 16 | 17 | 18E | 19E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 연결매출 | 2,887 | 3,275 | 3,146 | 3,330 | 3,480 | 3,863 | 3,815 | 4,062 | 7,570 | 8,839 | 12,746 | 15,219 |
| %YoY | 31.8 | 41.0 | 50.9 | 48.7 | 20.5 | 17.9 | 21.2 | 22.0 | 41.9 | 16.8 | 44.2 | 19.4 |
| 영업이익 | 104 | 186 | 132 | 187 | 152 | 244 | 194 | 253 | 526 | 351 | 609 | 842 |
| %YoY | 10.6 | 29.7 | 163.7 | 194.3 | 45.6 | 31.4 | 46.2 | 35.0 | 46.4 | -9.3 | 73.5 | 38.1 |
| %OPM | 3.6 | 5.7 | 4.2 | 5.6 | 4.4 | 6.3 | 5.1 | 6.2 | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.5 |

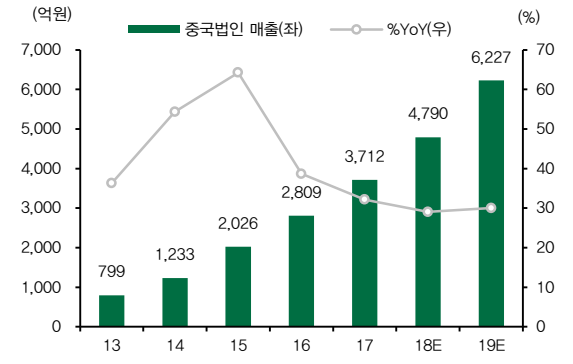
자료: DB금융투자

### 도표 3. 해외 매출 비중 상승 추세



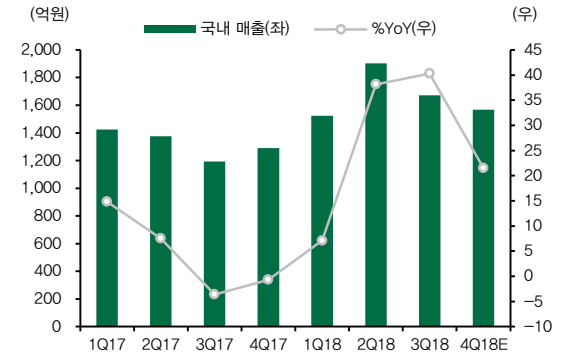

자료: DB금융투자

### 도표 4. 중국법인 매출 성장률 30%대 유지



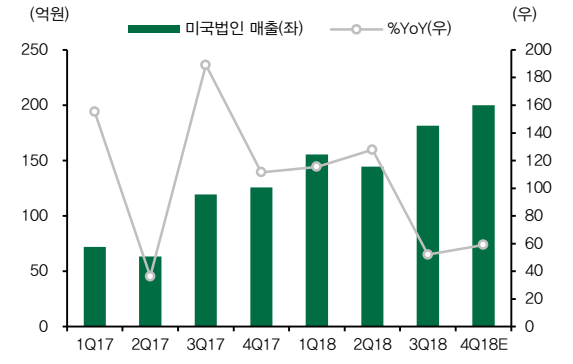

자료: DB금융투자

### 도표 5. 국내 매출 성장률 개선




자료: DB금융투자

### 도표 6. 미국법인 설비 가동 안정화로 매출 성장 지속




자료: DB금융투자

## 도표 7. 코스맥스 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

| | 15 | 16 | 17 | 18E | 19E | 20E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **연결매출** | **5,333** | **7,570** | **8,839** | **12,746** | **15,219** | **18,803** |
| 코스맥스 국내 | 3,725 | 5,055 | 5,282 | 6,666 | 7,233 | 8,255 |
| 코스맥스 차이나 | 2,026 | 2,809 | 3,712 | 4,790 | 6,227 | 8,045 |
| 상해 | 1,810 | 2,529 | 3,268 | | | |
| 광주 | 342 | 310 | 445 | | | |
| 코스맥스 인도네시아 | 17 | 30 | 90 | 106 | 191 | 305 |
| 코스맥스 미국 | 19 | 176 | 381 | 681 | 888 | 1,302 |
| NU-WORLD | | | | 1,094 | 1,235 | 1,412 |
| 코스맥스태국 | | | | 100 | 150 | 200 |
| 아이큐어 | | | | 76 | 88 | 101 |
| **%YoY 연결매출** | **37.3** | **41.9** | **16.8** | **44.2** | **19.4** | **23.5** |
| 코스맥스 국내 | 27.3 | 35.7 | 4.5 | 26.2 | 8.5 | 14.1 |
| 코스맥스 차이나 | 64.3 | 38.7 | 32.2 | 29.0 | 30.0 | 29.2 |
| 코스맥스 인도네시아 | 61.3 | 77.4 | 201.1 | 17.8 | 80.0 | 60.0 |
| 코스맥스 미국 | - | 834.1 | 116.9 | 79.0 | 30.3 | 46.7 |
| NU-WORLD | - | | | | 12.9 | 14.3 |
| 코스맥스태국 | - | | | | 50.0 | 33.3 |
| 아이큐어 | - | | | | 15.0 | 15.0 |
| **CAPA(천개)** | **610,000** | **780,000** | **974,360** | **1,020,000** | **1,020,000** | **1,020,000** |
| 코스맥스 국내 | 230,000 | 300,000 | 350,000 | 380,000 | 380,000 | 380,000 |
| 코스맥스 중국 | 240,000 | 340,000 | 484,360 | 500,000 | 500,000 | 500,000 |
| 상해 | 200,000 | 300,000 | 400,000 | 400,000 | 400,000 | 400,000 |
| 광주 | 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 |
| 코스맥스 미국 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 |
| **가동률(%)** | **51** | **45** | **49** | **54** | **61** | **73** |
| 코스맥스 국내 | 88.2 | 87.2 | 73.3 | 77.0 | 75.0 | 80.0 |
| 코스맥스 중국 | 95.8 | 71.8 | 54.4 | 60.0 | 65.0 | 70.0 |
| 코스맥스 인도네시아 | 20.0 | 10.0 | 43.0 | 40.0 | 60.0 | 80.0 |
| 코스맥스 미국 | 1.0 | 10.5 | 23.4 | 38.0 | 45.0 | 60.0 |
| ASP(원) | | | | | | |
| 코스맥스 국내 | 1,964 | 2,188 | 2,217 | 2,372 | 2,538 | 2,716 |
| 코스맥스 중국 | 881 | 1,151 | 1,408 | 1,689 | 2,027 | 2,433 |
| 코스맥스 인도네시아 | 612 | 630 | 662 | 662 | 794 | 953 |
| 코스맥스 미국 | 1,900 | 1,674 | 1,630 | 1,793 | 1,972 | 2,170 |
| **영업이익** | **359** | **526** | **351** | **609** | **842** | **1,134** |
| OP margin | 6.7 | 6.9 | 4.0 | 4.8 | 5.5 | 6.0 |

자료: DB금융투자

## 대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 396 | 500 | 567 | 671 | 823 |
| 현금및현금성자산 | 68 | 39 | 37 | 34 | 49 |
| 매출채권및기타채권 | 192 | 252 | 314 | 377 | 472 |
| 재고자산 | 125 | 185 | 182 | 217 | 251 |
| **비유동자산** | 270 | 434 | 451 | 489 | 520 |
| 유형자산 | 236 | 307 | 326 | 364 | 395 |
| 무형자산 | 6 | 91 | 90 | 89 | 89 |
| 투자자산 | 15 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| **자산총계** | 666 | 934 | 1,019 | 1,160 | 1,343 |
| **유동부채** | 384 | 522 | 566 | 663 | 786 |
| 매입채무및기타채무 | 174 | 269 | 313 | 407 | 530 |
| 단기차입금및단기사채 | 172 | 220 | 220 | 222 | 222 |
| 유동성장기부채 | 18 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| **비유동부채** | 75 | 184 | 194 | 194 | 194 |
| 사채및장기차입금 | 60 | 163 | 173 | 173 | 173 |
| **부채총계** | 459 | 706 | 759 | 856 | 979 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 151 | 151 | 151 | 151 | 151 |
| 이익잉여금 | 58 | 65 | 104 | 160 | 234 |
| 비지배주주지분 | -4 | 10 | 2 | -9 | -23 |
| **자본총계** | 207 | 228 | 260 | 304 | 363 |

## 손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 757 | 884 | 1,275 | 1,522 | 1,880 |
| 매출원가 | 639 | 772 | 1,102 | 1,304 | 1,604 |
| **매출총이익** | 118 | 112 | 173 | 218 | 276 |
| 판관비 | 65 | 77 | 112 | 133 | 163 |
| **영업이익** | 53 | 35 | 61 | 84 | 113 |
| **EBITDA** | 65 | 55 | 99 | 126 | 158 |
| **영업외손익** | -6 | -10 | -5 | -4 | -4 |
| 금융손익 | -6 | -12 | -7 | -7 | -7 |
| 투자손익 | -1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타영업외손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전이익** | 46 | 25 | 56 | 80 | 109 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 31 | 16 | 36 | 52 | 69 |
| 지배주주지분순이익 | 35 | 19 | 44 | 63 | 84 |
| 비지배주주지분순이익 | -3 | -3 | -8 | -11 | -15 |
| **총포괄이익** | 24 | 16 | 36 | 52 | 69 |
| **증감률(%YoY)** | | | | | |
| 매출액 | 41.9 | 16.8 | 44.2 | 19.4 | 23.5 |
| 영업이익 | 46.4 | -33.2 | 73.4 | 38.1 | 34.7 |
| EPS | 63.4 | -50.0 | 133.1 | 42.5 | 34.3 |

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

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 23 | -7 | 54 | 92 | 113 |
| 당기순이익 | 31 | 16 | 36 | 52 | 69 |
| **현금유출이없는비용및수익** | 42 | 47 | 72 | 82 | 96 |
| 유형및무형자산상각비 | 13 | 20 | 38 | 41 | 44 |
| **영업관련자산부채변동** | -26 | -41 | -27 | -12 | -13 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -47 | -57 | -62 | -64 | -94 |
| 재고자산의감소 | -41 | -60 | 3 | -35 | -33 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 56 | 94 | 44 | 95 | 123 |
| **투자활동현금흐름** | -98 | -173 | -52 | -80 | -78 |
| CAPEX | -90 | -81 | -55 | -79 | -75 |
| 투자자산의순증 | -11 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| **재무활동현금흐름** | 125 | 150 | -5 | -15 | -19 |
| 사채및차입금의 증가 | 39 | 156 | 10 | 2 | 0 |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 92 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -6 | -10 | -3 | -5 | -7 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금의증가** | 51 | -29 | -2 | -2 | 15 |
| **기초현금** | 17 | 68 | 39 | 37 | 34 |
| **기말현금** | 68 | 39 | 37 | 34 | 49 |

## 주요 투자지표

| 12월 결산(원 %, 배) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 3,752 | 1,876 | 4,373 | 6,230 | 8,369 |
| BPS | 20,990 | 21,704 | 25,577 | 31,107 | 38,477 |
| DPS | 1,000 | 300 | 500 | 700 | 1,000 |
| **Multiple(배)** | | | | | |
| P/E | 31.8 | 62.4 | 27.1 | 19.0 | 14.2 |
| P/B | 5.7 | 5.4 | 4.6 | 3.8 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 19.2 | 28.0 | 15.9 | 12.4 | 9.7 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익률 | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.5 | 6.0 |
| EBITDA마진 | 8.6 | 6.3 | 7.7 | 8.2 | 8.4 |
| 순이익률 | 4.2 | 1.8 | 2.8 | 3.4 | 3.7 |
| ROE | 22.5 | 8.8 | 18.5 | 22.0 | 24.1 |
| ROA | 5.7 | 1.9 | 3.7 | 4.7 | 5.5 |
| ROIC | 10.5 | 4.5 | 6.5 | 8.3 | 10.3 |
| **안정성및기타** | | | | | |
| 부채비율(%) | 221.2 | 309.0 | 292.6 | 281.6 | 269.6 |
| 이자보상배율(배) | 7.6 | 3.8 | 5.2 | 7.1 | 9.5 |
| 배당성향(배) | 32.0 | 19.4 | 13.9 | 13.6 | 14.5 |

자료: 코스맥스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자의견 비율** (2018-09-30 기준) – **매수**(75.2%) **중립**(24.8%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

### 코스맥스 현주가 및 목표주가 차트

### 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) 평균 | 괴리율(%) 최고/최저 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) 평균 | 괴리율(%) 최고/최저 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 16/11/04 | Buy | 160,000 | -24.5 | -10.3 | | | | | |
| 17/02/15 | Buy | 180,000 | -27.2 | -11.9 | | | | | |
| 17/07/13 | Buy | 140,000 | -14.6 | 0.7 | | | | | |
| 17/11/14 | Buy | 155,000 | -9.0 | 15.5 | | | | | |
| 18/08/14 | Buy | 190,000 | - | - | | | | | |

주: *표는 담당자 변경