

2019. 2. 15



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 165,000 원

현재주가 (2.14) 130,500 원

상승여력 26.4%

KOSPI 2,225.85pt

시가총액 13,115억원

발행주식수 1,005만주

유동주식비율 71.37%

외국인비중 28.93%

52주 최고/최저가 179,000원/108,000원

평균거래대금 108.4억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 4 인 26.53

국민연금 13.03

FIL LIMITED 외 17 인 6.55

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 4.0 -9.4 5.2

상대주가 -3.6 -8.0 14.5

주가그래프



코스맥스 192820

중국 서프라이즈 vs. 미국 일회성 손실

- ✓ 4Q 매출액 3,288억원 (+46.8% YoY), 영업이익 101억원 (+58.4% YoY) 기록
- ✓ 중국법인, 기존 고객사에 대한 신제품 공급 증가로 매출 성장과 순이익 대폭 개선
- ✓ 미국 누월드의 재고 총당금 70억원이 보수적으로 반영되면서 시장 기대치 하회
- ✓ 국내 효율성 개선과 함께 화장품 ODM 중 중국에서 가장 독보적인 성장 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 165,000원 제시

4Q 매출액 3,288억원 (+46.8% YoY), 영업이익 101억원 (+58.4% YoY)

코스맥스의 4분기 실적은 매출액 3,288억원 (+46.8% YoY), 영업이익 101억원 (+58.4% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 3,266억원, 영업이익 141억원) 대비 영업이익이 크게 하회했다. 국내법인은 전반적인 고객사 호조와 생산 효율성 개선으로 매출액 +31.4%, 영업이익 +264.2% YoY 증가하였으며 중국법인 또한 기존 고객사에 대한 신제품 공급 증가로 상해법인과 광저우법인의 매출액이 각각 +33.2% YoY, +55.5% YoY 증가, 순이익 또한 +192.9% YoY, +168.7% YoY 대폭 증가했다. 국내법인과 중국법인의 호실적에도 불구하고 영업이익이 기대치를 하회한 것은 미국 누월드의 순손실이 -78억원을 기록했기 때문이다. 미국 누월드는 대형유통업체의 PB브랜드에 대한 재고 총당금 70억원이 보수적으로 반영되었다. 코스맥스USA는 매출액 +44% YoY, 순손실은 45억원을 기록하여 전년도 수준의 손실 규모를 유지했다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 165,000원 제시

코스맥스는 2019년에도 국내 및 해외법인의 고성장으로 매출액 1조 5,289억원 (21.4% YoY), 영업이익 682억원 (+30.2% YoY)을 기록할 전망이다. 따라서 코스맥스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가 165,000원을 제시한다. 적정주가는 2019년 예상 EPS에 적정 PER 35배 (아시아 소비재 평균)를 적용하여 산출했다. 코스맥스는 국내 효율성 개선과 함께 화장품 ODM 회사들 중 중국에서 가장 독보적인 성과를 이어갈 것으로 판단한다. 또한 미국 손실폭 축소와 현금흐름 개선 여부에 따라 밸류에이션 부담이 완화되면서 주가 상승폭이 확대될 수 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	884.0	35.1	18.9	1,876	-54.5	21,704	62.4	5.4	28.0	8.8	309.0
2018P	1,259.7	52.3	25.8	2,564	36.1	23,668	50.7	5.5	22.1	11.3	328.4
2019E	1,528.9	68.2	47.6	4,733	84.6	27,801	27.6	4.7	18.5	18.4	326.8
2020E	1,755.7	80.8	60.5	6,020	27.2	33,222	21.7	3.9	16.2	19.7	305.0
2021E	1,975.2	94.8	67.6	6,721	11.6	39,344	19.4	3.3	14.2	18.5	280.6

표1 코스맥스 4Q18 Earnings Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	328.8	224.0	46.8	314.6	4.5	336.1	-2.2	326.6	0.7
영업이익	10.1	6.4	58.4	13.2	-23.7	13.3	-24.0	14.1	-28.3
지배주주순이익	-0.4	0.6	적자전환	5.3	적자전환	6.1	-106.6	7.2	-105.6
영업이익률 (%)	3.1			4.2		4.0		4.3	-1.2%p
지배주주순이익률 (%)	-0.1			1.7		1.8		2.2	-2.3%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018P	2019E	2018E	2019E
매출액	1,267.0	1,503.6	1,259.7	1,528.9	-0.6	1.7
영업이익	55.5	66.2	52.3	68.2	-5.8	3.0
지배주주순이익	32.4	46.1	25.8	47.6	-20.6	3.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	883.9	288.7	327.5	314.6	328.8	1,259.7	340.5	400.7	385.1	402.6	1,528.9
증가율 (% YoY)	16.8	31.8	41.0	50.9	46.8	42.5	17.9	22.3	22.4	22.4	21.4
국내	528.2	152.4	190.2	167.3	169.5	679.4	182.9	218.7	192.4	211.1	805.1
중국 연결 (차이나+광저우)	371.2	99.1	121.6	120.2	136.7	477.6	120.9	148.3	144.3	174.0	587.5
동남아 (인도네시아+태국)	9.0	1.7	3.0	7.4	9.0	21.1	2.4	4.2	10.4	12.9	30.0
미국 (오하이오+뉴월드)	38.1	42.8	38.7	46.2	37.7	165.3	49.2	44.5	53.1	43.3	190.1
비중 (%)											
국내	59.8	52.8	58.1	53.2	51.6	53.9	53.7	54.6	49.9	52.4	52.7
중국 연결 (차이나+광저우)	42.0	34.3	37.1	38.2	41.6	37.9	35.5	37.0	37.5	43.2	38.4
동남아 (인도네시아+태국)	1.0	0.6	0.9	2.4	2.7	1.7	0.7	1.1	2.7	3.2	2.0
미국 (오하이오+뉴월드)	4.3	14.8	11.8	14.7	11.5	13.1	14.5	11.1	13.8	10.8	12.4
증가율 (% YoY)											
국내	4.5	7.1	38.2	40.3	31.4	28.6	20.0	15.0	15.0	24.5	18.5
중국 연결 (차이나+광저우)	30.8	28.7	15.2	36.7	35.7	28.7	22.0	22.0	20.0	27.3	23.0
동남아 (인도네시아+태국)	201.0	-40.0	62.6	221.2	362.2	135.0	40.0	40.0	40.0	44.6	41.9
미국 (오하이오+뉴월드)	116.9	493.2	509.9	286.7	199.8	334.4	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매출원가	772.1	254.0	285.0	276.3	287.4	1,099.2	296.2	344.6	335.1	350.2	1,326.2
증가율 (% YoY)	20.8	32.6	42.6	49.6	46.6	42.4	16.6	22.4	21.3	21.9	20.6
매출원가율 (%)	87.3	88.0	87.0	87.8	87.4	87.3	87.0	86.0	87.0	87.0	86.7
매출총이익	111.9	34.7	42.6	38.3	41.4	160.5	44.3	56.1	50.1	52.3	202.8
증가율 (% YoY)	-5.3	25.8	31.2	60.6	47.9	43.4	27.6	21.9	30.7	26.3	26.4
매출총이익률 (%)	12.7	12.0	13.0	12.2	12.6	12.7	13.0	14.0	13.0	13.0	13.3
판관비	76.8	24.3	24.0	25.1	31.3	108.1	30.9	34.6	34.3	34.8	134.6
증가율 (% YoY)	17.2	33.7	32.4	33.1	44.8	40.9	27.4	25.9	36.9	11.0	24.5
판관비율 (%)	8.7	8.4	7.3	8.0	9.5	8.6	9.1	8.6	8.9	8.6	8.8
영업이익	35.1	10.4	18.6	13.2	10.1	52.3	13.3	21.5	15.7	17.5	68.2
증가율 (% YoY)	-33.2	10.6	29.7	163.7	58.4	48.9	28.1	16.0	18.9	73.6	30.2
영업이익률 (%)	4.0	3.6	5.7	4.2	3.1	4.2	3.9	5.4	4.1	4.4	4.5

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
중국 (상하이+광저우)											
매출액	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	283.9	371.2	4,776	5,875	6,756
증가율 (% YoY)	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	27.0	23.0	15.0
생산량	1,900	4,218	6,372	8,300	13,766	22,715	29,529	38,388	46,065	53,896	60,364
증가율 (% YoY)	26.7	122.0	51.1	30.3	65.9	65.0	30.0	30.0	20.0	17.0	12.0
Capa	6,000	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	32,000	50,000	60,000	70,000	70,000
증가율 (% YoY)	33.3	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	0.0	56.3	20.0	16.7	0.0
가동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	77.0	86.2
국내											
매출액	155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	528.2	6,794	8,051	9,097
증가율 (% YoY)		13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	25.0	18.5	13.0
생산량	9,550	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	20,331	21,348	23,482	26,300	28,404
증가율 (% YoY)		7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	33.0	5.0	10.0	12.0	8.0
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	71.2	79.7	86.1
동남아 (인도네시아+태국)											
매출액				1.0	1.4	1.7	3.0	9.0	211	300	450
증가율 (% YoY)					39.7	20.5	77.4	201.0	135.0	41.9	50.0
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	75.0	0.0	0.0
미국 (오하이오+뉴월드)											
매출액						1.9	17.6	38.1	1,653	1,901	2,092
증가율 (% YoY)							834.1	116.9	334.4	15.0	10.0
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	12,597	15,289	17,557
증가율 (% YoY)				24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	42.5	21.4	14.8
해외	24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	304.4	418.3	6,641	8,076	9,298
비중 (%)	12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	52.7	52.8	53.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	884.0	1,259.7	1,528.9	1,755.7	1,975.2
매출액증가율 (%)	16.8	42.5	21.4	14.8	12.5
매출원가	772.1	1,099.3	1,326.2	1,520.5	1,710.5
매출총이익	111.9	160.5	202.8	235.3	264.7
판매관리비	76.8	108.1	134.6	154.5	169.9
영업이익	35.1	52.3	68.2	80.8	94.8
영업이익률	4.0	4.2	4.5	4.6	4.8
금융손익	-12.4	-15.7	-15.5	-14.9	-14.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	-0.4	3.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	25.3	36.2	55.7	68.9	82.9
법인세비용	9.7	15.1	16.7	19.3	27.6
당기순이익	15.5	21.1	39.0	49.6	55.4
지배주주지분 손이익	18.9	25.8	47.6	60.5	67.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-6.6	-3.2	21.4	38.8	45.6
당기순이익(손실)	15.5	21.1	39.0	49.6	55.4
유형자산상각비	19.5	24.6	25.0	25.0	25.0
무형자산상각비	0.7	1.0	0.9	0.7	0.6
운전자본의 증감	-40.8	-49.9	-43.4	-36.6	-35.4
투자활동 현금흐름	-172.7	-45.5	-37.5	-31.3	-31.1
유형자산의증가(CAPEX)	-81.2	-35.0	-30.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-5.4	-8.5	-6.1	-5.2	-5.0
재무활동 현금흐름	150.1	22.0	19.0	-0.0	-10.0
차입금의 증감	155.5	25.0	25.0	6.0	-4.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-29.3	-26.6	2.9	7.4	4.5
기초현금	68.3	39.1	12.4	15.4	22.8
기말현금	39.1	12.4	15.4	22.8	27.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	500.3	591.3	718.0	829.7	935.1
현금및현금성자산	39.0	12.3	15.3	22.7	27.2
매출채권	237.8	302.8	367.5	422.0	474.7
재고자산	184.7	220.8	267.9	307.7	346.1
비유동자산	433.7	451.7	461.9	466.3	470.6
유형자산	307.2	317.6	322.6	322.6	322.6
무형자산	90.7	89.7	88.8	88.1	87.5
투자자산	20.1	28.6	34.7	39.9	44.9
자산총계	934.0	1,043.0	1,179.9	1,296.0	1,405.7
유동부채	522.1	577.2	644.9	702.1	762.4
매입채무	207.6	237.0	287.7	330.4	371.7
단기차입금	220.4	218.4	216.4	215.4	214.4
유동성장기부채	21.8	18.8	15.8	12.8	14.8
비유동부채	183.6	222.3	258.6	273.9	274.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	162.6	192.6	222.6	232.6	227.6
부채총계	705.6	799.5	903.5	976.0	1,036.4
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	65.2	84.9	126.5	180.9	242.5
비지배주주지분	10.3	5.6	-3.0	-13.9	-26.1
자본총계	228.4	243.5	276.4	320.0	369.3

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,960	125,351	152,139	174,707	196,545
EPS(지배주주)	1,876	2,564	4,733	6,020	6,721
CFPS	5,985	7,312	9,357	10,699	12,087
EBITDAPS	5,510	7,750	9,357	10,600	11,988
BPS	21,704	23,668	27,801	33,222	39,344
DPS	300	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	62.4	50.7	27.6	21.7	19.4
PCR	19.5	17.8	13.9	12.2	10.8
PSR	1.3	1.0	0.9	0.7	0.7
PBR	5.4	5.5	4.7	3.9	3.3
EBITDA	55.4	77.9	94.0	106.5	120.5
EV/EBITDA	28.0	22.1	18.5	16.2	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	11.3	18.4	19.7	18.5
EBITDA 이익률	6.3	6.2	6.2	6.1	6.1
부채비율	309.0	328.4	326.8	305.0	280.6
금융비용부담률	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
이자보상배율(x)	3.8	4.4	5.4	6.2	7.2
매출채권회전율(x)	4.2	4.7	4.6	4.4	4.4
재고자산회전율(x)	5.7	6.2	6.3	6.1	6.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 15일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-17.7	-2.7	
2018.10.17	기업브리프	Buy	184,000	양지혜	-20.9	-2.7	
2018.11.19	산업분석	Buy	184,000	양지혜	-24.0	-2.7	
2019.02.15	기업브리프	Buy	165,000	양지혜	-	-	