



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

코스맥스 192820

해외법인의 성장 모멘텀 둔화

- ✓ 1Q 매출액 3,278억원 (+13.5% YoY), 영업이익 135억원 (+30.2% YoY) 기록
- ✓ 국내법인 호실적에도 불구하고 중국 상해법인과 미국 누월드 예상보다 크게 부진
- ✓ 2019년 중국과 미국법인의 성장을 둔화로 해외 사업가치에 대한 프리미엄 약화
- ✓ 높은 외형 성장 대비 낮은 수익성과 운전자본 부담, 영업현금 흐름 개선 여부 주시
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 155,000원으로 하향

Buy

적정주가 (12개월)	155,000 원
현재주가 (5.13)	121,500 원
상승여력	27.6%
KOSPI	2,079.01pt
시가총액	12,210억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.41%
외국인비중	31.11%
52주 최고/최저가	179,000원/108,000원
평균거래대금	97.5억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 6 인	26.49
국민연금	12.60
FIL LIMITED 외 17 인	6.55
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-14.7 3.8 -27.9
상대주가	-8.4 3.5 -14.1

주가그래프



1Q 매출액 3,278억원 (+13.5% YoY), 영업이익 135억원 (+30.2% YoY)

코스맥스의 1분기 실적은 매출액 3,278억원 (+13.5% YoY), 영업이익 135억원 (+30.2% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 3,396억원, 영업이익 152억원) 대비 소폭 하회했다. 국내법인은 해외 수출 및 홈쇼핑, H&B 고객사 협조와 자동화에 따른 생산 효율성 개선으로 매출액 +24.8%, 영업이익 +54.0% YoY 증가했다. 국내법인의 호실적에도 불구하고 중국 상해법인과 미국 누월드는 예상보다 크게 부진했다. 중국 광저우법인은 매출액과 순이익이 각각 +17.1%, +43.6% YoY 증가했으나 상해법인은 매출액 +1.7%, 순이익 +19.2% YoY 증가하여 외형 성장률이 크게 둔화됐다. 코스맥스USA는 매출액 +47.7% YoY, 순손실은 21억원을 기록하여 전년 대비 손실 규모를 축소했지만 미국 누월드 매출액 -26.5% YoY 감소하고 순손실 24억원을 기록하여 미국 전체로 성장률이 둔화되고 손실폭은 확대되었다. 한편 인도네시아법인 매출액이 +365.5% YoY 대폭 증가했으나 기여도는 미미했다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 155,000원으로 하향

코스맥스 주가는 해외법인에서의 독보적인 성장으로 화장품업종 평균 대비 높은 프리미엄을 받았다. 2019년에는 중국과 미국법인의 성장률이 둔화되면서 해외 사업 가치에 대한 주가 프리미엄도 약화될 전망이다. 중국법인은 온라인 중심으로 로컬 고객사들이 변화하면서 실적 변동성이 높아졌으며 미국법인은 기존 오하이오 공장과 인수한 누월드의 생산 효율성이 모두 크게 낮은 상황이다. 따라서 코스맥스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 165,000원에서 155,000원으로 하향한다. 적정주가는 12MF EPS에 적정 PER 35배 (아시아 소비자 평균)에서 30배 (글로벌 화장품 평균)으로 하향 적용하여 산출했다. 높은 외형 성장 대비 낮은 수익성과 운전자본 부담으로 순차입금 또한 꾸준히 상승하고 있어 영업현금 흐름 개선 여부에 대해서도 주시할 필요가 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
2018	1,259.7	52.3	32.6	3,246	35.7	26,411	40.0	4.9	22.6	13.5	338.9
2019E	1,474.1	65.8	47.8	4,759	68.2	30,569	25.5	4.0	16.9	16.7	325.1
2020E	1,691.4	77.7	57.2	5,695	29.3	35,664	21.3	3.4	14.9	17.2	299.8
2021E	1,919.9	89.4	62.9	6,261	9.9	41,326	19.4	2.9	13.4	16.3	277.4

표1 코스맥스 1Q19 Earnings Review

(십억원)	1Q19	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	327.8	288.7	13.5	328.8	-0.3	340.5	-3.7	339.6	-3.5
영업이익	13.5	10.4	30.2	10.1	34.0	13.3	1.5	15.2	-11.2
지배주주순이익	9.0	9.3	-3.4	6.2	46.1	7.4	21.6	9.8	-8.2
영업이익률 (%)	4.1			3.1		3.9	0.2%p	4.5	-0.4%p
지배주주순이익률 (%)	2.7			1.9		2.2	0.5%p	2.9	-0.2%p

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,528.9	1,755.7	1,474.1	1,691.4	-3.6	-3.7
영업이익	68.2	80.8	65.8	77.7	-3.5	-3.8
지배주주순이익	47.6	60.5	47.8	57.2	0.4	-5.5

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	883.9	288.7	327.5	314.6	328.8	1,259.7	327.8	381.2	373.0	392.2	1,474.1
증가율 (% YoY)	16.8	31.8	41.0	50.9	46.8	42.5	13.5	16.4	18.5	19.3	17.0
국내	528.2	152.4	190.2	167.3	169.5	679.4	190.2	212.1	188.2	194.3	784.7
중국 연결 (차이나+광저우)	371.2	99.1	121.6	120.2	136.7	477.6	103.7	134.6	139.5	158.6	536.4
동남아 (인도네시아+태국)	9.0	1.7	3.0	7.4	9.0	21.1	12.1	15.1	17.1	18.9	63.2
미국 (오하이오+뉴월드)	38.1	42.8	38.7	46.2	37.7	165.3	43.0	40.6	49.4	40.6	173.6
비중 (%)											
국내	59.8	52.8	58.1	53.2	51.6	53.9	58.0	55.6	50.5	49.5	53.2
중국 연결 (차이나+광저우)	42.0	34.3	37.1	38.2	41.6	37.9	31.6	35.3	37.4	40.4	36.4
동남아 (인도네시아+태국)	1.0	0.6	0.9	2.4	2.7	1.7	3.7	4.0	4.6	4.8	4.3
미국 (오하이오+뉴월드)	4.3	14.8	11.8	14.7	11.5	13.1	13.1	10.7	13.3	10.3	11.8
증가율 (% YoY)											
국내	4.5	7.1	38.2	40.3	31.4	28.6	24.8	11.5	12.5	14.6	15.5
중국 연결 (차이나+광저우)	30.8	28.7	15.2	36.7	35.7	28.7	4.6	10.7	16.0	16.0	12.3
동남아 (인도네시아+태국)	201.0	-40.0	62.6	221.2	362.2	135.0	598.4	400.0	130.0	111.4	199.0
미국 (오하이오+뉴월드)	116.9	493.2	509.9	286.7	199.8	334.4	0.4	5.0	7.0	7.7	5.0
매출원가	772.1	254.0	281.5	276.3	293.1	1,105.0	285.2	327.8	324.5	341.2	1,278.7
증가율 (% YoY)	20.8	32.6	40.9	49.6	49.6	43.1	12.3	16.4	17.4	16.4	15.7
매출원가율 (%)	87.3	88.0	85.9	87.8	89.1	87.7	87.0	86.0	87.0	87.0	86.7
매출총이익	111.9	34.7	46.0	38.3	35.7	154.7	42.6	53.4	48.5	51.0	195.4
증가율 (% YoY)	-5.3	25.8	41.9	60.6	27.4	38.3	22.9	15.9	26.5	42.8	26.3
매출총이익률 (%)	12.7	12.0	14.1	12.2	10.9	12.3	13.0	14.0	13.0	13.0	13.3
판관비	76.8	24.3	27.5	25.1	25.6	102.4	29.1	31.5	32.0	37.1	129.7
증가율 (% YoY)	17.2	33.7	51.5	33.1	18.2	33.4	19.7	14.8	27.5	45.1	26.7
판관비율 (%)	8.7	8.4	8.4	8.0	7.8	8.1	8.9	8.3	8.6	9.5	8.8
영업이익	35.1	10.4	18.6	13.2	10.1	52.3	13.5	21.9	16.5	13.8	65.8
증가율 (% YoY)	-33.2	10.6	29.7	163.7	58.4	48.9	30.2	17.6	24.6	37.0	25.6
영업이익률 (%)	4.0	3.6	5.7	4.2	3.1	4.2	4.1	5.7	4.4	3.5	4.5

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(억원, 만개)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
중국 (상하이+광저우)											
매출액	408	585	807	1,248	2,026	2,839	3,712	4,776	5,364	6,141	7,001
증가율 (% YoY)	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	27.0	12.3	14.5	14.0
생산량	4,218	6,372	8,300	13,766	19,273	24,498	26,369	37,634	44,032	49,756	56,722
증가율 (% YoY)	122.0	51.1	30.3	65.9	40.0	27.1	7.6	42.7	17.0	13.0	14.0
Capa	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	33,000	65,000	85,000	85,000	85,000	90,000
증가율 (% YoY)	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	3.1	97.0	30.8	0.0	0.0	5.9
기동률 (%)	42.2	57.9	55.3	57.4	60.2	74.2	40.6	44.3	51.8	58.5	63.0
국내											
매출액	1,768	2,116	2,607	2,905	3,725	5,055	5,282	6,794	7,847	8,867	9,931
증가율 (% YoY)	13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	25.0	15.5	13.0	12.0
생산량	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	23,107	23,828	30,655	35,253	38,779	42,657
증가율 (% YoY)	7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	51.2	3.1	28.6	15.0	10.0	10.0
Capa	14,000	15,000	15,000	19,000	23,000	30,000	58,000	65,000	65,000	70,000	70,000
증가율 (% YoY)	16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	93.3	12.1	0.0	7.7	0.0
기동률 (%)	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	77.0	41.1	47.2	54.2	55.4	60.9
동남아 (인도네시아+태국)											
매출액			10	14	17	30	90	211	632	910	1,176
증가율 (% YoY)				39.7	20.5	77.4	201.0	135.0	199.0	44.0	29.2
Capa			4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000	7,000
증가율 (% YoY)				0.0	0.0	0.0	0.0	75.0	0.0	0.0	0.0
미국 (오파이오+뉴월드)											
매출액					19	176	381	1,653	1,736	1,833	1,929
증가율 (% YoY)						834.1	116.9	334.4	5.0	5.6	5.2
Capa			10,000	10,000	10,000	10,000	15,000		15,000	15,000	15,000
증가율 (% YoY)				0.0	0.0	0.0	50.0		0.0	0.0	0.0
전체 매출액	2,742	3,406	3,884	5,333	7,570	8,839	12,597	14,741	16,914	19,199	
증가율 (% YoY)		24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	42.5	17.0	14.7	13.5	
해외	408	585	817	1,262	2,061	3,044	4,183	6,641	7,732	8,885	10,106
비중 (%)	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	52.7	52.5	52.5	52.6

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884.0	1,259.7	1,474.1	1,691.4	1,919.9
매출액증가율 (%)	16.8	42.5	17.0	14.7	13.5
매출원가	772.1	1,105.0	1,278.7	1,467.2	1,665.4
매출총이익	111.9	154.7	195.4	224.3	254.6
판매관리비	76.8	102.4	129.7	146.6	165.1
영업이익	35.1	52.3	65.8	77.7	89.4
영업이익률	4.0	4.2	4.5	4.6	4.7
금융손익	-12.4	-18.3	-18.2	-17.1	-17.0
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	2.5	2.2	3.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	25.3	36.2	50.6	63.6	75.5
법인세비용	9.7	15.2	15.2	17.8	25.1
당기순이익	15.5	21.1	35.4	45.8	50.3
지배주주지분 순이익	18.9	32.6	47.8	57.2	62.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-6.6	-54.6	31.7	37.0	39.6
당기순이익(손실)	15.5	21.1	35.4	45.8	50.3
유형자산상각비	19.5	24.1	32.4	32.6	32.9
무형자산상각비	0.7	1.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-40.8	-114.4	-36.2	-41.6	-43.7
투자활동 현금흐름	-172.7	-56.7	-28.4	-37.7	-37.8
유형자산의증가(CAPEX)	-81.2	-49.0	-40.0	-35.0	-35.0
투자자산의감소(증가)	-5.4	1.7	13.6	-0.7	-0.8
재무활동 현금흐름	150.1	107.5	-11.0	-10.0	-10.0
차입금의 증감	155.5	111.2	-5.0	-4.0	-4.0
자본의 증가	0.0	-22.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-29.3	-3.9	-7.7	-10.7	-8.2
기초현금	68.3	39.1	35.2	27.5	16.8
기말현금	39.1	35.2	27.5	16.8	8.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500.3	595.8	693.3	780.7	875.6
현금및현금성자산	39.0	35.2	27.5	16.7	8.5
매출채권	237.8	307.1	368.5	422.9	480.0
재고자산	184.7	209.4	245.7	281.9	320.0
비유동자산	433.7	465.8	459.7	462.7	465.4
유형자산	307.2	332.6	340.2	342.5	344.7
무형자산	90.7	96.0	95.8	95.7	95.6
투자자산	20.1	18.5	4.9	5.6	6.4
자산총계	934.0	1,061.5	1,153.0	1,243.3	1,341.1
유동부채	522.1	650.5	713.4	764.8	818.9
매입채무	207.6	181.3	227.6	261.1	296.4
단기차입금	220.4	314.1	312.1	311.1	310.1
유동성장기부채	21.8	57.1	59.1	61.1	63.1
비유동부채	183.6	169.3	168.4	167.5	166.9
사채	0.0	16.8	16.8	16.8	16.8
장기차입금	162.6	128.1	123.1	118.1	113.1
부채총계	705.6	819.7	881.7	932.3	985.8
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	128.9	128.9	128.9	128.9
기타포괄이익누계액	-2.9	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
이익잉여금	65.2	134.8	176.6	227.8	284.7
비지배주주지분	10.3	-23.6	-36.0	-47.4	-60.0
자본총계	228.4	241.9	271.2	311.0	355.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,960	125,351	146,684	168,307	191,046
EPS(지배주주)	1,876	3,246	4,759	5,695	6,261
CFPS	5,985	8,709	9,777	11,086	12,283
EBITDAPS	5,510	7,724	9,777	10,987	12,184
BPS	21,704	26,411	30,569	35,664	41,326
DPS	300	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	62.4	40.0	25.5	21.3	19.4
PCR	19.5	14.9	12.4	11.0	9.9
PSR	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR	5.4	4.9	4.0	3.4	2.9
EBITDA	55.4	77.6	98.3	110.4	122.4
EV/EBITDA	28.0	22.6	16.9	14.9	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	13.5	16.7	17.2	16.3
EBITDA 이익률	6.3	6.2	6.7	6.5	6.4
부채비율	309.0	338.9	325.1	299.8	277.4
금융비용부담률	1.1	1.5	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	3.8	2.8	4.3	5.1	5.9
매출채권회전율(x)	4.2	4.6	4.4	4.3	4.3
재고자산회전율(x)	5.7	6.4	6.5	6.4	6.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 증가대비 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	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-12.8	-5.8	
2019.05.14	기업브리프	Buy	155,000	양지혜	-	-	