

2019. 7. 15



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (7.12) 103,000 원

상승여력 35.9%

KOSPI 2,086.66pt

시가총액 10,351억원

발행주식수 1,005만주

유동주식비율 71.33%

외국인비중 29.23%

52주 최고/최저가 163,000원/101,000원

평균거래대금 72.1억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 6인 26.57

국민연금공단 12.13

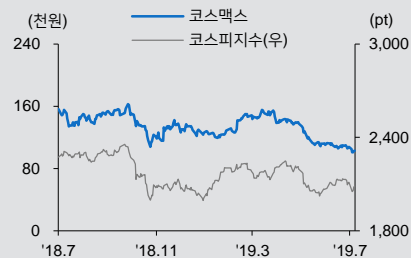
FIL LIMITED 외 9인 6.26

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.8 -17.3 -32.2

상대주가 -5.8 -17.7 -25.8

주가그래프



코스맥스 192820

성장의 변곡점에서

- ✓ 2Q 매출액 3,704억원 (+13.1% YoY), 영업이익 192억원 (+3.6% YoY) 예상
- ✓ 국내법인 메가 히트제품의 부재, 중국 상해법인과 미국 뉴월드 부진 지속될 전망
- ✓ 2019년 전사적인 성장률 둔화로 주가 프리미엄 약화, 하반기 회복 여부 주시
- ✓ 과거 대비 K-Beauty의 영향력이 축소되면서 동사 또한 안정적 성장기로 진입
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 140,000원으로 하향

2Q 영업이익 192억원 (+3.6% YoY) 전망

코스맥스의 2분기 실적은 매출액 3,704억원 (+13.1% YoY), 영업이익 192억원 (+3.6% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 3,723억원, 영업이익 204억원) 대비 소폭 하회할 전망이다. 국내법인은 지난해 대비 메가 히트제품의 부재로 매출액 성장률이 +7.5% 증가하는 데에 머무를 것으로 예상된다. 중국 또한 광저우법인에서 온라인 기반 신규 고객사들의 높은 성장에도 차이나법인 기존 고객사의 둔화로 +9.7% YoY 증가할 전망이다. 미국 또한 코스맥스USA의 양호한 매출 성장에도 영업손실이 지속되는 가운데 인력교체 및 영업지연에 따른 뉴월드의 부진이 예상된다. 한편 동남아법인은 인도네시아에서 맨소래담 및 주요 로컬 브랜드들의 주문 확대로 매출액이 +350.5% YoY 대폭 증가하며 호실적을 기록할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 140,000원으로 하향

코스맥스 주가는 2013년 이후 독보적인 고성장으로 화장품업종 평균 대비 높은 프리미엄을 받았다. 그러나 2019년에는 아직 비중이 크게 낮은 동남아를 제외한 국내와 중국, 미국법인의 성장률이 모두 둔화되면서 주가 프리미엄도 약화되고 있다. 상반기 대비 하반기 전사 성장률은 회복될 가능성이 높지만 과거 대비 K-Beauty의 영향력이 축소되면서 코스맥스 또한 폭발적인 고성장보다는 안정적인 성장기에 진입할 것으로 판단한다. 따라서 코스맥스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 155,000원에서 140,000원으로 하향한다. 적정주가는 12MF EPS에 적정 PER 30배 (글로벌 화장품 평균)으로 적용, 유지하여 산출했다. 외부 환경이 변화하면서 코스맥스는 공격적인 신규 투자보다는 기존 사업의 효율성 향상에 집중할 것으로 예상하며 수익성 및 현금흐름 개선 여부에 주목할 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	1,451.0	59.9	42.3	4,210	48.8	30,021	24.5	3.4	15.7	14.9	327.9
2020E	1,639.2	70.6	51.0	5,070	30.1	34,492	20.3	3.0	14.0	15.7	304.5
2021E	1,826.1	80.4	59.9	5,957	17.5	39,849	17.3	2.6	12.6	16.0	279.9

표1 2Q19 Earnings Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	370.4	327.5	13.1	327.8	13.0	372.3	-0.5
영업이익	19.2	18.6	3.6	13.5	42.1	20.4	-5.7
지배주주순이익	13.9	11.9	16.7	9.0	53.9	12.7	9.1

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,474.1	1,691.4	1,451.0	1,639.2	-1.6	-3.1
영업이익	65.8	77.6	59.9	70.6	-9.0	-9.1
지배주주순이익	47.8	57.2	42.3	51.0	-11.5	-11.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	883.9	288.7	327.5	314.6	328.8	1,259.7	327.8	370.4	362.6	390.1	1,451.0
증가율 (% YoY)	16.8	31.8	41.0	50.9	46.8	42.5	13.5	13.1	15.3	18.6	15.2
국내	528.2	152.4	190.2	167.3	169.5	679.4	190.2	204.4	184.8	191.6	771.1
중국 연결 (차이나+광저우)	371.2	99.1	121.6	120.2	136.7	477.6	103.7	133.4	133.4	156.3	526.8
동남아 (인도네시아+태국)	9.0	1.7	3.0	7.4	9.0	21.1	12.1	13.6	16.4	21.2	63.2
미국 (오하이오+뉴월드)	38.1	42.8	38.7	46.2	37.7	165.3	43.0	40.2	49.2	41.2	173.6
비중 (%)											
국내	59.8	52.8	58.1	53.2	51.6	53.9	58.0	55.2	51.0	49.1	53.1
중국 연결 (차이나+광저우)	42.0	34.3	37.1	38.2	41.6	37.9	31.6	36.0	36.8	40.1	36.3
동남아 (인도네시아+태국)	1.0	0.6	0.9	2.4	2.7	1.7	3.7	3.7	4.5	5.4	4.4
미국 (오하이오+뉴월드)	4.3	14.8	11.8	14.7	11.5	13.1	13.1	10.9	13.6	10.6	12.0
증가율 (% YoY)											
국내	4.5	7.1	38.2	40.3	31.4	28.6	24.8	7.5	10.5	13.1	13.5
중국 연결 (차이나+광저우)	30.8	28.7	15.2	36.7	35.7	28.7	4.6	9.7	11.0	14.3	10.3
동남아 (인도네시아+태국)	201.0	-40.0	62.6	221.2	362.2	135.0	598.4	350.0	120.0	136.5	199.0
미국 (오하이오+뉴월드)	116.9	493.2	509.9	286.7	199.8	334.4	0.4	4.0	6.5	9.4	5.0
매출원가	772.1	254.0	281.5	276.3	293.1	1,105.0	285.5	318.6	319.1	347.2	1,270.3
증가율 (% YoY)	20.8	32.6	40.9	49.6	49.6	43.1	12.4	13.2	15.5	18.4	15.0
매출원가율 (%)	87.3	88.0	85.9	87.8	89.1	87.7	87.1	86.0	88.0	89.0	87.6
매출총이익	111.9	34.7	46.0	38.3	35.7	154.7	42.4	51.9	43.5	42.9	180.6
증가율 (% YoY)	-5.3	25.8	41.9	60.6	27.4	38.3	22.1	12.7	13.6	20.2	16.7
매출총이익률 (%)	12.7	12.0	14.1	12.2	10.9	12.3	12.9	14.0	12.0	11.0	12.4
판관비	76.8	24.3	27.5	25.1	25.6	102.4	28.8	32.6	29.0	30.3	120.8
증가율 (% YoY)	17.2	33.7	51.5	33.1	18.2	33.4	18.7	18.8	15.7	18.6	17.9
판관비율 (%)	8.7	8.4	8.4	8.0	7.8	8.1	8.8	8.8	8.0	7.8	8.3
영업이익	35.1	10.4	18.6	13.2	10.1	52.3	13.5	19.2	14.5	12.6	59.9
증가율 (% YoY)	-33.2	10.6	29.7	163.7	58.4	48.9	30.2	3.6	9.5	24.3	14.4
영업이익률 (%)	4.0	3.6	5.7	4.2	3.1	4.2	4.1	5.2	4.0	3.2	4.1

자료: 코스맥스, 메리츠증권 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	5,268	5,927	6,579
증가율 (% YoY)	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	27.0	10.3	12.5	11.0
생산량	4,218	6,372	8,300	13,766	19,273	24,498	26,369	37,634	43,279	48,906	54,774
증가율 (% YoY)	122.0	51.1	30.3	65.9	40.0	27.1	7.6	42.7	15.0	13.0	12.0
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
가동률 (%)	42.2	57.9	55.3	57.4	60.2	74.2	40.6	44.3	50.9	57.5	60.9
국내											
매출액	1,768	2,116	2,607	2,905	3,725	5,055	5,282	6,794	7,711	8,559	9,415
증가율 (% YoY)	13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	25.0	13.5	11.0	10.0
생산량	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	23,107	23,828	30,655	34,640	38,104	41,915
증가율 (% YoY)	7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	51.2	3.1	28.6	13.0	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
가동률 (%)	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	77.0	41.1	47.2	53.3	54.4	59.9
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 (오하이오+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	14,510	16,392	18,261	
증가율 (% YoY)			24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	42.5	15.2	13.0	11.4
해외	408	585	817	1,262	2,061	3,044	4,183	6,641	7,636	8,670	9,683
비중 (%)	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	52.7	52.6	52.9	53.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884.0	1,259.7	1,451.0	1,639.2	1,826.1
매출액증가율 (%)	16.8	42.5	15.2	13.0	11.4
매출원가	772.1	1,105.0	1,270.3	1,432.2	1,594.2
매출총이익	111.9	154.7	180.6	207.0	231.9
판매관리비	76.8	102.4	120.8	136.4	151.6
영업이익	35.1	52.3	59.9	70.6	80.4
영업이익률	4.0	4.2	4.1	4.3	4.4
금융손익	-12.4	-18.3	-18.1	-16.9	-16.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	2.2	3.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	25.3	36.2	44.8	56.6	66.5
법인세비용	9.7	15.2	13.4	15.9	18.6
당기순이익	15.5	21.1	31.3	40.8	47.9
지배주주지분 순이익	18.9	32.6	42.3	51.0	59.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-6.6	-54.6	50.7	39.9	47.5
당기순이익(손실)	15.5	21.1	31.3	40.8	47.9
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	-13.2	-33.6	-33.4
투자활동 현금흐름	-172.7	-56.7	-28.1	-37.3	-37.3
유형자산의증가(CAPEX)	-81.2	-49.0	-40.0	-35.0	-35.0
투자자산의감소(증가)	-5.4	1.7	13.6	-0.6	-0.6
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	11.5	-7.4	0.2
기초현금	68.3	39.1	35.2	46.7	39.3
기말현금	39.1	35.2	46.7	39.3	39.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500.3	595.8	683.4	758.6	840.8
현금및현금성자산	39.0	35.2	46.7	39.3	39.5
매출채권	237.8	307.1	362.7	409.8	456.5
재고자산	184.7	209.4	223.2	252.2	280.9
비유동자산	433.7	465.8	459.6	462.5	465.1
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	4.8	5.4	6.1
자산총계	934.0	1,061.5	1,143.1	1,221.1	1,305.9
유동부채	522.1	650.5	708.0	752.7	797.1
매입채무	207.6	181.3	224.0	253.0	281.9
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	167.9	166.5	165.1
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	875.9	919.2	962.2
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	171.0	216.0	269.8
비지배주주지분	10.3	-23.6	-34.5	-44.7	-56.7
자본총계	228.4	241.9	267.2	301.9	343.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,960	125,351	144,381	163,108	181,708
EPS(지배주주)	1,876	3,246	4,210	5,070	5,957
CFPS	5,985	8,709	9,192	10,380	11,378
EBITDAPS	5,510	7,724	9,192	10,281	11,279
BPS	21,704	26,411	30,021	34,492	39,849
DPS	300	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	62.4	40.0	24.5	20.3	17.3
PCR	19.5	14.9	11.2	9.9	9.1
PSR	1.3	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR	5.4	4.9	3.4	3.0	2.6
EBITDA	55.4	77.6	92.4	103.3	113.3
EV/EBITDA	28.0	22.6	15.7	14.0	12.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	13.5	14.9	15.7	16.0
EBITDA 이익률	6.3	6.2	6.4	6.3	6.2
부채비율	309.0	338.9	327.9	304.5	279.9
금융비용부담률	1.1	1.5	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	3.8	2.8	3.9	4.6	5.3
매출채권회전율(x)	4.2	4.6	4.3	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	5.7	6.4	6.7	6.9	6.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 7 월 15 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 7 월 15 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 7 월 15 일 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 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1 년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-29.0	-22.3	
2019.07.15	기업브리프	Buy	140,000	양지혜	-	-	