코스맥스 (192820.KS)

4Q 기대치 충족 vs 밸류에이션 부담 고조

NH투자증권

Company Comment | 2017. 2. 15

양호한 4분기 실적 시현. 2017년 중설과 신규 고객 기반 확대에 기반한 두 자릿수 성장 지속될 것. 다만 최근 화장품 산업 전반 특히 저가 브랜드샵의 업황 둔화를 고려하면 ODM 기업의 밸류에이션 프리미엄 확대는 부담스러운 국면. Hold 의견 유지

4분기 매출 예상대로 호조

코스맥스의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,997억원(+47.1% y-y)과 95억원(+89.7% y-y)으로, 영업이익 기준 기대치를 충족함

국내 사업(수출 포함)과 중국(연결 기준) 사업 각각 전년동기 대비 약 25%, 30% 성장하며 3분기까지의 실적 개선세를 지속. 국내사업의 경우 M사(온라인), D사(제약사) 등 비교적 신생 고객사들의 실적 확대가 기여. 또 L사(글로벌 브랜드) 등으로의 제품군 확대 공급도 긍정적. 다만 전년동기 실적이 일회성 요인으로 크게 부진했던데다 법인별 인건비 배분 이슈로 인해 비경상 요인이 발생 감안시 법인별 이익의 y-y 비교는 큰 의미 없음

예상대로 미국 법인의 적자 확대도 지속되어, 2016년 전체로 매출액 176억원과 순손실 209억원을 기록함

전방 수요 둔화와 밸류에이션이 부담

올해 코스맥스의 연결 매출액과 영업이익은 각각 9,003억원(+19% y-y)과 674억원(+28% y-y)으로 전망. 국내외 중설과 신규 고객 확보를 기반으로 한 우수한 성장 지속 예상

다만 동사의 투자 매력 측면에서는 두 가지 부담이 존재. 1) 최근 국내 대형 브랜드 업체들의 실적 둔화에서 확인되듯이, 화장품 내수 소비가 크게 둔화되었고 특히 저가 브랜드샵 경쟁도 심화되고 있음. 이는 시차를 두고 ODM 업체들의 성장 둔화가 나타날 수 있음을 시사

더불어 높아진 밸류에이션 프리미엄도 부담. 동사의 현재주가는 2017년 기준 PER 34배 수준으로, 동종 업체 평균 대비 약 35%의 프리미엄을 부여받고 있음. 현재 화장품 산업의 성장률 둔화 싸이클에서 ODM 기업에 대한 프리미엄이 확대되기는 힘들다고 판단

코스맥스에 대한 Hold 투자의견을 지속함. 다만 목표주가는 기존 119,000원에서 132,000원으로 상향하는데, 1) 유상증자 후 차입금 감소에 따른 현금 포지션 및 이자비용 조정, 2) 실효 법인세율 반영한 조정에 따른 것

Hold (유지)

목표주가	132,000원 (상향)
현재가 (17/02/14)	140,000원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,074.57 / 611.54
시가총액(보통주)	1,406.9십억원
발행주식수(보통주)	10.0백만주
52주 최고가('16/07/05)	172,593원
최저가('16/11/24)	97,300원
평균거래대금(60일)	9.8십억원
배당수익률(2016P)	0.84%
외국인지분율	24.4%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 4 인	26.0%
국민연금	12.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	14.3	-3.0	-8.8
상대수익률 (%p)	8.8	-4.1	-19.4

	2015	2016P	2017E	2018F
매출액	533	757	900	1,101
증감률	*59.6*	*42.0*	*18.9*	*22.3*
영업이익	36	53	67	88
영업이익률	*6.7*	*7.0*	*7.5*	*8.0*
(지배지분)순이익	21	33	41	53
EPS	2,297	3,607	4,072	5,294
증감률	*5.9*	*57.0*	*12.9*	*30.0*
PER	78.1	33.1	34.4	26.4
PBR	17.0	5.7	5.6	4.7
EV/EBITDA	40.9	18.4	19.2	15.1
ROE	23.8	21.7	17.8	19.5
부채비율	354.8	224.5	205.7	189.2
순차입금	190	132	196	180

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

코스맥스 4분기 실적 Review (단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P					1Q17E
					발표치	y-y	q-q	예상치	컨센서스	
매출액	135.7	173.5	197.7	186.1	199.7	47.1	7.3	174.6	183.5	198.2
영업이익	5.0	13.1	18.2	11.9	9.5	89.7	-19.9	8.5	8.7	13.9
영업이익률	3.7	7.5	9.2	6.4	4.8			4.9	4.7	7.0
세전이익	3.3	11.4	16.2	8.8	13.1	291.9	49.8	5.6	6.2	9.9
(지배)순이익	1.1	9.3	11.2	6.7	8.5	688.9	27.5	0.4	4.4	6.6

주: IFRS 연결기준. 자료: 코스맥스,DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

가치합산 방식으로 산출된 코스맥스의 목표주가 13 만 2 천원 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
한국 사업	1,022	101,733	2017년 PER 30배
해외 사업	431	42,905	2017년 PER 30배
순부채	-132	-13,098	2016년말 기준
Total	**1,322**	**131,539**	

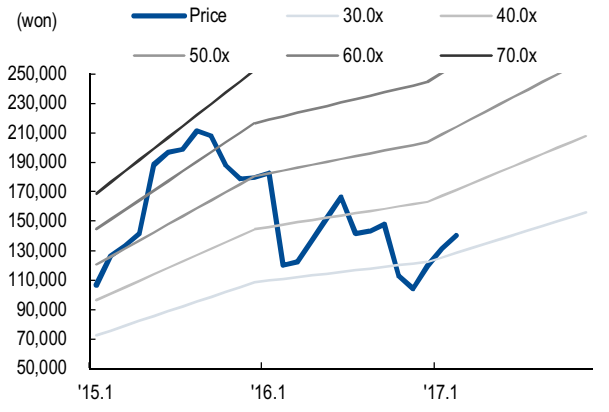
자료: NH투자증권 리서치본부 추정

코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016P	2017E	2018F
매출액	- 수정 후	533	757	900	1,101
	- 수정 전		731	886	1,094
	- 변동률		3.6	1.6	0.6
영업이익	- 수정 후	36	53	67	88
	- 수정 전		51	70	93
	- 변동률		3.9	-4.3	-5.4
영업이익률(수정 후)		6.8	7.0	7.4	8.0
EBITDA		45	65	83	105
(지배지분)순이익		21	33	41	53
EPS	- 수정 후	2,297	3,607	4,072	5,294
	- 수정 전		2,983	3,696	4,972
	- 변동률		20.9	10.2	6.5
PER		78.1	33.1	34.4	26.4
PBR		17.0	5.7	5.6	4.7
EV/EBITDA		40.9	18.4	19.2	15.1
ROE		23.8	21.7	17.8	19.5

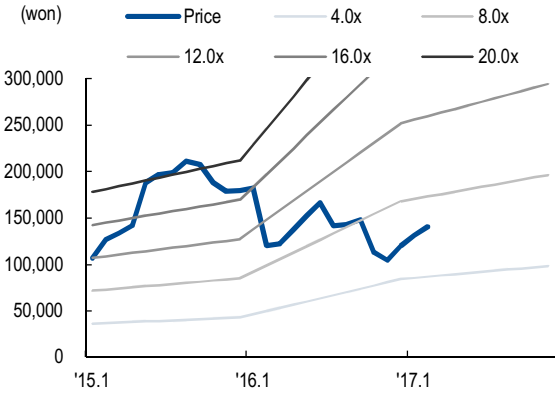
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

코스맥스 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

코스맥스 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

코스맥스의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2015	2016P	2017E
매출액(십억원)	**116.4**	**148.3**	**132.9**	**135.7**	**173.5**	**197.7**	**186.1**	**199.7**	**533.3**	**756.6**	**900.3**
Korea	81.0	98.9	88.8	103.8	123.9	128.0	123.7	129.9	372.5	505.6	576.8
China	43.1	60.0	50.5	49.1	57.0	79.4	69.1	69.9	202.6	275.4	339.4
영업이익	**7.6**	**13.8**	**9.5**	**5.0**	**13.1**	**18.2**	**11.9**	**9.5**	**35.9**	**52.6**	**67.4**
영업이익 증감률	43.6	43.3	93.0	17.2	72.1	31.5	25.8	89.1	14.0	46.5	28.1
영업이익률	6.5	9.3	7.1	3.7	7.5	9.2	6.4	4.8	6.7	7.0	7.5

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

코스맥스의 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015	2016P	2017E	2018F
매출액(십억원)					
Cosmax Korea	290.5	372.5	505.6	576.8	636.1
Cosmax China	123.3	202.6	275.4	339.4	470.7
Cosmax Indonesia		1.7	3.0	4.2	5.9
Cosmax USA		1.9	17.6	35.1	59.7
Cosmax Icure		1.3	4.4	7.5	11.3
Total	**390.2**	**533.3**	**756.6**	**900.3**	**1,101.1**
매출성장률(%)					
Cosmax Korea	11.4	28.2	35.7	14.1	10.3
Cosmax China	54.3	64.3	35.9	23.3	38.7
Cosmax Indonesia			77.4	40.0	40.0
Cosmax USA			834.1	100.0	70.0
Cosmax Icure			244.8	70.0	50.0
Total	**23.9**	**36.7**	**41.9**	**19.0**	**22.3**
영업이익(십억원)					
Cosmax Korea	21.8	28.2	43.3	48.7	55.0
Cosmax China	12.9	16.5	29.5	32.9	41.7
Total	**31.5**	**35.9**	**52.6**	**67.4**	**87.8**
영업이익률(%)					
Cosmax Korea	7.5	7.6	8.6	8.4	8.6
Cosmax China	10.5	8.1	10.7	9.7	8.9
Total	**8.1**	**6.7**	**7.0**	**7.5**	**8.0**

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
매출액	**533**	**757**	**900**	**1,101**
증감률 (%)	*59.6*	*42.0*	*18.9*	*22.3*
매출원가	**445**	**625**	**741**	**902**
매출총이익	**88**	**132**	**159**	**199**
Gross 마진 (%)	*16.5*	*17.4*	*17.7*	*18.1*
판매비와 일반관리비	52	79	98	126
영업이익	**36**	**53**	**67**	**88**
증감률 (%)	*50.0*	*47.2*	*26.4*	*31.3*
OP 마진 (%)	*6.8*	*7.0*	*7.4*	*8.0*
EBITDA	**45**	**65**	**83**	**105**
영업외손익	**-6**	**-5**	**-8**	**-10**
금융수익(비용)	-5	-4	-9	-9
기타영업외손익	-1	-1	1	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**29**	**47**	**60**	**78**
법인세비용	**11**	**16**	**21**	**27**
계속사업이익	19	31	39	51
당기순이익	**19**	**31**	**39**	**51**
증감률 (%)	*18.8*	*63.2*	*25.8*	*30.8*
Net 마진 (%)	*3.6*	*4.1*	*4.3*	*4.6*
지배주주지분 순이익	21	33	41	53
비지배주주지분 순이익	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	0	0	9	9
총포괄이익	19	31	48	60

Valuation / Profitability / Stability

	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
PER(X)	78.1	33.1	34.4	26.4
PBR(X)	17.0	5.7	5.6	4.7
PCR(X)	32.4	16.4	16.8	13.6
PSR(X)	3.1	1.5	1.6	1.3
EV/EBITDA(X)	40.9	18.4	19.2	15.1
EV/EBIT(X)	51.3	22.9	23.7	18.0
EPS(W)	2,297	3,607	4,072	5,294
BPS(W)	10,581	20,963	24,831	29,521
SPS(W)	57,665	81,614	89,582	109,566
자기자본이익률(ROE, %)	23.8	21.7	17.8	19.5
총자산이익률(ROA, %)	4.9	5.7	5.5	6.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	8.9	10.9	12.9	15.2
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.9	1.3
배당성향(%)	29.6	30.0	27.0	28.3
총현금배당금(십억원)	6	10	11	15
보통주 주당배당금(W)	700	1,000	1,100	1,500
순부채(현금)/자기자본(%)	195.9	63.8	80.3	62.3
총부채/ 자기자본(%)	354.8	224.5	205.7	189.2
이자발생부채	211	275	275	275
유동비율(%)	86.4	120.6	105.7	112.9
총발행주식수(mn)	9	10	10	10
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	179,419	119,500	140,000	140,000
시가총액(십억원)	1,656	1,075	1,407	1,407

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

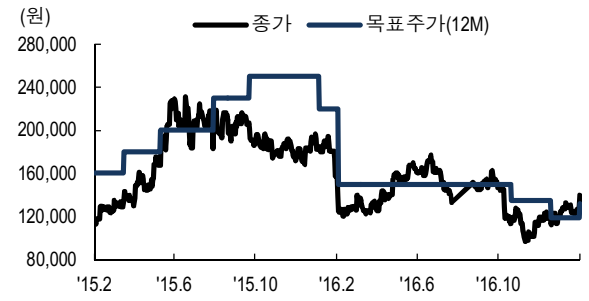
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	17	138	74	88
매출채권	142	187	204	229
유동자산	**256**	**463**	**441**	**517**
유형자산	163	181	276	289
투자자산	4	11	11	11
비유동자산	**183**	**210**	**305**	**320**
자산총계	**439**	**673**	**746**	**837**
단기성부채	177	211	211	211
매입채무	78	110	131	160
유동부채	**296**	**384**	**417**	**458**
장기성부채	34	64	64	64
장기충당부채	12	17	20	24
비유동부채	**46**	**82**	**85**	**89**
부채총계	**342**	**465**	**502**	**547**
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	60	149	149	149
이익잉여금	32	55	85	123
비지배주주지분	-1	-3	-5	-7
자본총계	**97**	**207**	**244**	**289**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
영업활동 현금흐름	**-7**	**15**	**49**	**49**
당기순이익	19	31	39	51
+ 유/무형자산상각비	9	13	16	17
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	51	68	84	103
- 운전자본의증가(감소)	-43	-29	-6	-19
투자활동 현금흐름	**-47**	**-41**	**-103**	**-24**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-43	-30	-110	-30
+ 투자자산의매각(취득)	0	-7	9	8
Free Cash Flow	-50	-15	-61	19
Net Cash Flow	-54	-26	-55	25
재무활동현금흐름	**60**	**148**	**-10**	**-11**
자기자본 증가	0	89	0	0
부채증감	60	59	-10	-11
현금의증가	7	121	-65	14
기말현금 및 현금성자산	17	138	74	88
기말 순부채(순현금)	190	132	196	180

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코스맥스	192820.KS	2017.02.14	Hold	132,000원(12개월)
		2017.01.04	Hold	119,000원(12개월)
		2016.11.03	Hold	135,000원(12개월)
		2016.02.17	Hold	150,000원(12개월)
		2016.01.19	Buy	220,000원(12개월)
		2015.10.06	Buy	250,000원(12개월)
		2015.08.13	Buy	230,000원(12개월)
		2015.05.25	Buy	200,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	180,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : -15% ~ 15%
   - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 10일기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.4%	25.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코스맥스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.