



BUY(Maintain)

목표주가: 190,000원

주가(8/8): 144,500원

시가총액: 1조3,004억원

의류/생활용품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/9)	최고가	최저가
52주 주가동향		
최고/최저가 대비	218,500원	120,500원
등락률	-33.87%	19.92%
수익률	절대	상대
1M	-10.8%	-13.8%
6M	-20.2%	-24.6%
1Y	-33.7%	-34.4%

Company Data

발행주식수	9,000천주
일평균 거래량(3M)	86천주
외국인 지분율	22.07%
배당수익률(16E)	0.38%
BPS(16E)	13,846원
주요 주주	코스맥스비티아이
	25.63%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,333	7,313	9,426	12,078
보고영업이익	359	544	768	1,045
EBI DA	451	631	878	1,180
세전이익	295	464	668	945
순이익	189	314	452	641
자체주주지분순이익	212	331	477	675
EPS(원)	2,361	3,681	5,297	7,504
증감률(%YoY)	27.9	55.9	43.9	41.7
PER(배)	77.9	39.3	27.3	19.3
PBR(배)	16.9	13.3	10.0	7.3
EV/EBITDA(배)	36.9	27.3	19.9	14.8
보고영업이익률(%)	6.7	7.4	8.1	8.7
ROE(%)	21.3	28.8	32.0	33.8
순부채비율(%)	196.7	122.6	107.9	81.1

Price Trend

 실적 Review

코스맥스 (192820)

국내와 중국 모두 잘하고 있습니다



전일 장중에 2분기 실적을 발표, 주가 +8.2% 상승함. 최근 사드 우려감으로 화장품 업종 주가 급락했음. 동사는 잠재력 있는 중국 시장 성장에 대비해 설비를 기확보 및 적극 확대 중, 또한 ODM은 브랜드사 대비 강화되고 있는 규제들로부터 자유로움. 기술 경쟁력을 바탕으로 기존 고객뿐 아니라 해반기 이후 신규 글로벌 빅바이어들도 기대됨. 과거 대비 밸류에이션 부담이 완화되었고 높은 성장성이 기대, 업종내 비중 확대를 권함.

>>> 2Q 매출액 YoY +33%, 영업이익 +31%; 기대치 소폭 상회

코스맥스의 2분기 IFRS 연결실적은 매출액 1977억원(YoY +33.3%)과 영업이익 182억원(YoY +31.4%), 이익률 9.2%(YoY -0.1%p)으로 매출액은 컨센서스 대비 +1.4%, 이익은 +3.3% 상회. 매출은 한국 및 중국 법인이 30%대 성장 지속에 기인. 순이익은 104억원(+9.9%)으로 한국법인 이익 증가로 인한 유효법인 세율이 상승해 법인세 비용 18억원 증가함.

- 한국 법인: 매출액 1,280억원(+29.5%), 영업이익 133억원(+30.9%). 매출 성장은 1)국내 신규 고객사의 제품 공급 증가 및 2)수출 물량 70% 성장한 것으로 예상. 히트 제품 및 수출 증가와 매출 규모 확대에 따라 비용 효율 개선.
- 중국 연결: 매출액 794억원(+32.4%), 순이익 67억원(+46.6%) 기록.

*코스맥스 차이나: 매출 719억원(+42.0%), 순이익 53억원(+92.9%).

매출액은 북경 모바일 고객사 등 신규 고객사 확보에 따라 증가했고 자동화 설비 확대와 히트 제품 대량 생산으로 이익 개선됨. 기존 대형 고객사의 브랜드 리뉴얼 제품 반응은 지켜봐야 할 것임.

*코스맥스 광저우: 매출 93억원(-4.2%), 순이익 18억원 (-0.9%).

모든 생산 설비 가동으로 매출 성장세 둔화됐지만 20% 중반의 높은 OPM을 유지하고 있는 것으로 판단됨.

- 미국: 매출 47억원(+2226.9%), 순이익 -59억원(적자지속). 본격 생산으로 인해 매출 성장에도 인건비 증가로 손실폭 확대. 미국과 인도네시아는 중장기 프로젝트에 대비한 선투자로 여겨야 할 것임.

>>> 중국 공장 확보로 사드 영향은 제한적일 전망

12FW PER 30배 수준까지 하락함. 최근 주가 급락으로 인해 업종 평균 PER가 하락함에 따라 12FW PER에 40배 적용해 목표주가를 190,000원으로 하향. 하지만 투자 의견 BUY 유지하고 비중 확대를 권함. 근거는, 1)사드 배치로 인한 중국과의 불확실성은 중국에 생산기지를 기확보하고 있는 ODM업체에게는 브랜드사 대비 영향이 제한적일 것으로 판단. 또한 2) 2017년부터 중국 증설(상해(2억개→4억개)와 광저우(0.4억개→1억개)) 효과 기대, 3) K뷰티의 선두주자로 글로벌 대형 고객사 오더 지속 확대, 4) 잠재력 있는 중국 시장과 동반 성장 가능, 5) 업종내 16~18년 EPS 성장을 가장 높을 것으로 전망한다는 점에 기인함.

코스맥스 분기별 손익 추첨 (단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1147	1483	1329	1374	1735	1977	1674	1927	5333	7313	9426	12078
Cosmax Korea	810	989	888	1038	1239	1280	1119	1287	3725	4925	6304	7880
Cosmax China	431	600	505	586	570	794	665	758	2122	2787	3808	5067
상해	370	507	494	439	506	719	687	593	1810	2505	3307	4365
광저우	76	98	92	77	74	93	106	84	342	358	501	702
Cosmax Indonesia	4	4	5	4	5	5	8	10	17	28	39	55
Cosmax USA	2	2	1	14	28	47	55	71	19	201	261	339
Cosmax Icure	3	4	6	7	11	13	15	13	47	61	79	
성장률(%)	매출액	34.5	44.6	45.7	25.8	51.2	33.3	25.9	40.2	37.3	37.1	28.9
	Cosmax Korea	21.8	26.7	32.5	31.6	53.0	29.5	26.0	24.0	28.2	32.2	28.0
	Cosmax China	72.3	88.2	65.6	47.9	32.2	32.4	31.8	29.4	67.1	31.4	36.6
	상해	61.9	72.0	81.0	31.3	36.9	42.0	39.0	35.0	60.1	38.4	32.0
	광저우	249.2	198.1	91.2	24.6	-2.2	-4.2	15.0	10.0	108.5	4.6	40.0
	Cosmax Indonesia	648.4	24.1	179.3	-15.1	22.9	39.1	60.0	130.6	61.5	65.3	40.0
	Cosmax USA									968.7	30.0	30.0
	Cosmax Icure									263.4	30.0	30.0
매출비중	매출액											
(%)	Cosmax Korea	47.9	44.9	44.6	47.9	51.0	43.4	42.2	45.7	46.3	45.4	44.1
	Cosmax China	25.5	27.2	25.4	27.1	23.5	26.9	25.1	26.9	26.4	25.7	26.7
	상해	21.9	23.0	24.8	20.3	20.8	24.4	25.9	21.0	22.5	23.1	23.2
	광저우	4.5	4.4	4.6	3.5	3.1	3.2	4.0	3.0	4.3	3.3	3.8
	Cosmax Indonesia	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
	Cosmax USA	0.1	0.1	0.1	0.7	1.2	1.6	2.1	2.5	0.2	1.9	1.8
	Cosmax Icure	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.2	0.4	0.4
영업이익	76	138	95	67	131	182	128	104	359	544	768	1045
	Cosmax Korea	49	102	32	55	113	133	85	69	282	419	567
성장률(%)	-8.0	23.4	94.1	56.6	71.7	31.4	35.1	55.2	25.5	51.5	41.0	36.2
이익률(%)	6.6	9.3	7.1	4.9	7.5	9.2	7.6	5.4	6.7	7.4	8.1	8.7

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	N/A	5,333	7,313	9,426	12,078
매출원가	N/A	4,452	6,086	7,841	10,046
매출총이익	N/A	881	1,227	1,584	2,032
판매비및영업관리비	N/A	522	682	817	986
영업이익(보고)	N/A	359	544	768	1,045
영업이익(핵심)	N/A	359	544	768	1,045
영업외손익	N/A	-64	-80	-100	-100
이자수익	N/A	2	3	4	5
배당금수익	N/A	0	0	0	0
외환이익	N/A	27	0	0	0
이자비용	N/A	57	58	60	60
외환손실	N/A	47	0	0	0
관계기업지분법손익	N/A	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	N/A	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	N/A	0	0	0	0
기타	N/A	10	-25	-44	-45
법인세차감전이익	N/A	295	464	668	945
법인세비용	N/A	106	150	215	305
유효법인세율 (%)	N/A	36.0%	32.3%	32.3%	32.2%
당기순이익	N/A	189	314	452	641
지배주주지분순이익(억원)	N/A	212	331	477	675
EBITDA	N/A	451	631	878	1,180
현금순이익(Cash Earnings)	N/A	280	401	562	775
수정당기순이익	N/A	189	314	452	641
증감율(%), YoY					
매출액	N/A	59.7	37.1	28.9	28.1
영업이익(보고)	N/A	47.6	51.5	41.0	36.2
영업이익(핵심)	N/A	47.6	51.5	41.0	36.2
EBITDA	N/A	45.7	40.0	39.1	34.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	27.9	55.9	43.9	41.7
EPS	N/A	27.9	55.9	43.9	41.7
수정순이익	N/A	20.0	66.4	43.9	41.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	N/A	-65	881	369	534
당기순이익	N/A	189	314	452	641
감가상각비	N/A	87	83	106	132
무형자산상각비	N/A	4	4	3	3
외환손익	N/A	14	0	0	0
자산처분손익	N/A	0	0	0	0
지분법손익	N/A	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	N/A	-428	480	-197	-247
기타	N/A	69	0	4	6
투자활동현금흐름	N/A	-471	-537	-648	-660
투자자산의 처분	N/A	7	-25	-27	-34
유형자산의 처분	N/A	3	0	0	0
유형자산의 취득	N/A	-435	-550	-600	-600
무형자산의 처분	N/A	-19	0	0	0
기타	N/A	-27	38	-21	-27
재무활동현금흐름	N/A	602	100	78	74
단기차입금의 증가	N/A	227	70	70	0
장기차입금의 증가	N/A	420	-20	-20	0
자본의 증가	N/A	0	0	0	0
배당금지급	N/A	-45	-63	-63	-63
기타	N/A	0	113	91	137
현금및현금성자산의순증가	N/A	66	444	-201	-52
기초현금및현금성자산	N/A	107	173	617	416
기말현금및현금성자산	N/A	173	617	416	364
Gross Cash Flow	N/A	363	401	566	782
Op Free Cash Flow	N/A	-560	385	-167	-4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	N/A	2,560	3,279	3,844	4,753
현금및현금성자산	N/A	171	615	410	353
유동금융자산	N/A	36	50	64	82
매출채권및유동채권	N/A	1,512	1,463	1,885	2,416
재고자산	N/A	840	1,152	1,485	1,903
기타유동금융자산	N/A	0	0	0	0
비유동자산	N/A	1,829	2,269	2,796	3,307
장기매출채권및기타비유동채권	N/A	7	9	12	15
투자자산	N/A	32	44	56	72
유형자산	N/A	1,626	2,093	2,587	3,055
무형자산	N/A	54	50	47	44
기타비유동자산	N/A	111	73	94	121
자산총계	N/A	4,389	5,549	6,640	8,059
유동부채	N/A	2,963	3,726	4,306	5,009
매입채무및기타유동채무	N/A	1,152	1,828	2,356	3,020
단기차입금	N/A	1,346	1,416	1,486	1,486
유동성장기차입금	N/A	423	373	323	323
기타유동부채	N/A	42	110	141	181
비유동부채	N/A	461	606	728	867
장기매입채무및비유동채무	N/A	3	4	6	7
사채및장기차입금	N/A	338	368	398	398
기타비유동부채	N/A	120	233	324	461
부채총계	N/A	3,424	4,332	5,034	5,876
자본금	N/A	45	45	45	45
주식발행초과금	N/A	486	486	486	486
이익잉여금	N/A	319	587	999	1,609
기타자본	N/A	128	128	128	128
지배주주지분자본총계	N/A	979	1,246	1,658	2,268
비지배주주지분자본총계	N/A	-13	-30	-52	-85
자본총계	N/A	965	1,217	1,606	2,183
순차입금	N/A	1,899	1,491	1,732	1,772
총차입금	N/A	2,106	2,156	2,206	2,206

투자지표

(단위: 원, 배, %)

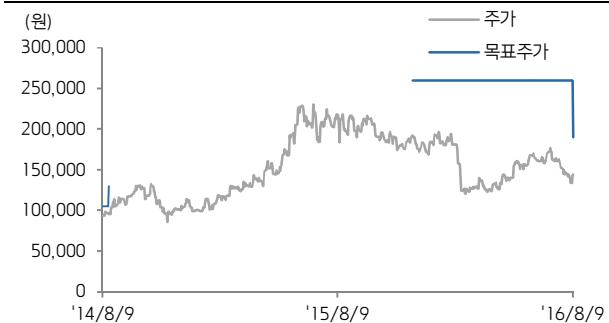
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	N/A	2,361	3,681	5,297	7,504
BPS	N/A	10,874	13,846	18,425	25,206
주당EBITDA	N/A	5,007	7,011	9,751	13,114
CFPS	N/A	3,112	4,454	6,247	8,617
DPS	N/A	700	700	700	700
주가배수(배)					
PER	N/A	77.9	39.3	27.3	19.3
PBR	N/A	16.9	13.3	10.0	7.3
EV/EBITDA	N/A	36.9	27.3	19.9	14.8
PCF	N/A	59.1	41.3	29.5	21.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	N/A	6.7	7.4	8.1	8.7
영업이익률(핵심)	N/A	6.7	7.4	8.1	8.7
EBITDA margin	N/A	8.4	8.6	9.3	9.8
순이익률	N/A	3.5	4.3	4.8	5.3
자기자본이익률(ROE)	N/A	21.3	28.8	32.0	33.8
투자자본이익률(ROIC)	N/A	9.3	13.0	16.4	18.3
안정성(%)					
부채비율	N/A	354.8	356.1	313.5	269.1
순차입금비율	N/A	196.7	122.6	107.9	81.1
이자보상배율(배)	N/A	6.3	9.3	12.9	17.5
활동성(배)					
매출채권회전율	N/A	4.2	4.9	5.6	5.6
재고자산회전율	N/A	7.5	7.3	7.1	7.1
매입채무회전율	N/A	5.3	4.9	4.5	4.5

- 당사는 8월 8일 현재 '코스맥스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
코스맥스 (192820)	2014/07/01	BUY(Maintain)	105,000원
	2014/08/18	BUY(Maintain)	130,000원
	당당자변경 2015/12/03	BUY(Reinitiate)	260,000원
	2016/05/10	BUY(Maintain)	260,000원
	2016/08/09	BUY(Maintain)	190,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종 적용기준(6개월)

Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%