

BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(5/11): 158,500원

시가총액: 1조5,928억원

의류/생활용품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/11)		2,296.37pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	172,593원	97,300원
등락률	-8.17%	62.90%
수익률	절대	상대
1M	18.3%	9.4%
6M	25.3%	8.3%
1Y	2.2%	-11.8%

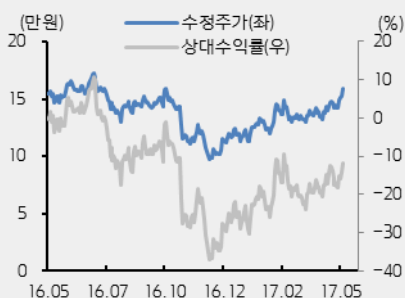
Company Data

발행주식수	10,050천주
일평균 거래량(3M)	98천주
외국인 지분율	29.16%
배당수익률(17E)	1.00%
BPS(17E)	23,679원
주요 주주	코스맥스비티아이 25.63%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,570	9,297	11,719	12,785
보고영업이익	526	557	808	920
EBI DA	652	676	940	1,060
세전이익	465	497	758	870
순이익	314	337	514	590
자배주주지분순이익	348	373	569	653
EPS(원)	3,759	3,707	5,660	6,495
증감률(%YoY)	63.4	-1.4	52.7	14.8
PER(배)	34.5	42.8	28.0	24.4
PBR(배)	5.7	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA(배)	19.4	19.2	14.0	12.3
보고영업이익률(%)	7.0	6.0	6.9	7.2
ROE(%)	20.7	15.4	20.5	20.2
순부채비율(%)	86.5	90.8	84.7	68.5

Price Trend



코스맥스 (192820)

아쉬운 국내 실적, 하지만 중국은 꾸준



전일 장 후 1분기 실적을 발표했음. 어닝 쇼크를 기록함에 따라 단기 주가 흐름은 하락세를 보일수 있겠지만 이는 향후 성장을 위한 선 투자로 판단됨. 또한 장기적인 관점에서 글로벌 고객사 프로젝트 추가, 중국 시장 성장에 대비한 선제적인 생산기지 확보, 및 글로벌 화장품 제조사 1위로서 지속적인 성장이 가능하다는 점에는 의견 변화 없음.

>>> 1Q 매출액 YoY +26%, 영업이익 -28%; 실망스러운 실적

코스맥스의 1분기 IFRS 연결실적은 매출액 2,191억원(YoY +26.3%)과 영업이익 94억원(YoY -28.0%/ OPM 4.3%, YoY -3.2%p) 및 순이익 25억원(NPM 1.1%, YoY -3.8%p)을 기록했다. 컨센서스 대비 매출은 +4% 상회했으나 이익은 40% 하회했음. 영업이익 부진의 주된 요인은, 1) 한국 법인의 향후 성장을 위한 투자비용 증가(38억원), 2)사드배치로 인한 국내 고객사 매출 부진 및 높은 베이스 영향으로 판단됨. 다만 중국 법인은 위안화 기준 매출액이 +40% 이상의 고성장을 이어갔고 인도네시아 법인 또한 신규 고객을 확대해가며 +528% 성장 및 흑자전환에 성공했음. 영업외적으로는 환율 관련 손실 27억이 발생했음.

- 한국법인: 매출 1,423억원(+14.8%), 영업이익 80억원(-29.3%, OPM 4.3%). 사드 배치로 인해 국내 고객사들의 주문이 부진했고 수출 또한 높은 베이스(1Q16 +100%)로 인해 매출 성장세가 둔화된 것으로 판단됨. 이익 측면에서는 38억원의 4가지 비용이 발생함(인건비 12.7억원, 공장 자동화 11.6억원, IT 전산 시스템 운영 경비 5.7억원, 연구 개발비 8.1억원). 향후 지속 발생하는 비용으로 예상됨에 따라 국내 법인 수익성은 낮아질 것으로 전망함.

- 중국

*상해: 매출 677억원(+33.8%), 순이익 9억원(+29.1%).

*광저우: 매출 66억원(+24.7%), 순이익 16억원 (+21.1%).

2월 신규 공장 가동으로 생산 능력 부족 현상이 해소됐고 기존 및 신규 고객 확보에 따라 꾸준한 성장을 보여주고 있음. 사드에 의한 중국 사업에 대한 영향은 전무한 것으로 판단됨. 신규 설비 시작에 따른 초기비용 발생 및 인원 증가했으나 마진 영향 최소화한 것은 고무적임.

- 미국: 매출 72억원(+155.2%), 순이익 -59억원(적자지속). 전분기대비 매출이 +21.4% 성장했음. 하지만 연간 700-800억원 매출 규모 달성해야 손익분기점 가능할 것으로 전망함에 따라 긴 호흡으로 봐야 할 것임. 다만 하반기 글로벌 기업의 대량 주문 생산 통해 연간 400억원 매출 달성 전망함.

- 인도네시아: 매출 29억원(+527.5%). 순이익 3억원(흑자전환). 태국과 미얀마 등 동남아시아 영업 확대가 성과를 이루고 있고 할랄 인증 받으면서 글로벌 고객사들 제품 생산이 본격화되고 있음. 올해 매출 100억원과 BEP 전망.

>>> 단기 주가 하락 불가피 하겠으나 장기 성장 그림 지속

코스맥스는 사드 관련 리스크로부터 가장 제한적인 화장품 업체로 여겨왔지만 이번 분기 실적으로 인해 사드 영향에 대한 재검토가 필요하다고 판단. 동사의 고객사들 중 면세점 채널 의존도가 높은 업체는 없으나 중국 현지에서의 고객사 판매 부진이 1분기말부터 동사의 수출 부진으로 나타나고 있는 것으로 여겨짐. 최근 정권 교체에 따라 사드(THAAD) 보복 해소에 대해 기대감이 형성되고 있지만 구체적인 내용은 없어 단기간 한국법인에 대한 성장을 보수적으로 봐야 한다는 판단임. 하지만 하반기부터는 글로벌 브랜드사 신규 오더가 예정되어 있어 매출 기여가 예상됨. 중국 공장 증설로 인해 선제적으로 캐파를 확보함(1월 상해 색조 전용공장 Capa 기존 2억개→4.5억개, 광저우 4천만개→1억개)에 따라 추가적인 오더 증가 또한 기대됨. 다만 올해는 비용 증가 이슈로 인해서 마진 하락이 예상된다는 점이 아쉬움. 하지만 내년은 전년도 수준의 마진으로 회복 가능할 것으로 예상함.

분기 실적 쇼크 및 연간 수익성 하락에 따라 단기 주가 하락은 불가피하겠으나 장기적인 관점에서 1)중국 소비세 인하에 따른 브랜드사들의 색조 런칭 기대, 2)글로벌 브랜드 고객사 신규 오더 확보, 3)동남아시아 지역 매출 약진 등이 기대되지만 투자 의견 BUY와 목표주가 180,000원을 유지함.

코스맥스 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1735	1977	1861	1997	2191	2400	2323	2384	5333	7570	9297	11719
Cosmax Korea	1239	1280	1237	1299	1423	1383	1385	1471	3725	5055	5662	6737
Cosmax China	570	794	691	635	755	1058	942	878	2026	2689	3633	4659
상해	506	719	635	668	677	957	851	869	1801	2529	3354	4259
광저우	74	93	76	66	93	116	106	90	341	310	404	525
Cosmax Indonesia	5	5	6	14	29	24	24	25	17	30	101	202
Cosmax USA	28	47	41	59	72	74	99	149	19	176	394	789
Cosmax Icure	7	11	15	10	12	15	21	14	13	44	62	80
성장률(%) 매출액	51.2	33.8	40.0	44.7	26.3	21.4	24.8	19.4	37.3	41.9	22.8	26.0
Cosmax Korea	53.5	29.5	39.2	24.9	14.8	8.0	12.0	13.2	28.2	35.7	12.0	19.0
Cosmax China	32.2	32.4	36.8	29.5	32.5	33.2	36.4	38.4	59.5	32.7	35.1	28.3
상해	36.9	42.0	28.6	55.4	33.8	33.0	34.0	30.0	59.3	40.5	32.6	27.0
광저우	-2.2	-4.2	-17.9	-11.6	24.7	24.0	40.0	35.0	107.4	-9.1	30.4	30.0
Cosmax Indonesia	22.9	39.1	27.0	215.9	527.6	350.0	280.0	80.0	61.5	77.4	238.7	100.0
Cosmax USA										834.1	124.6	100.0
Cosmax Icure										244.8	39.5	30.0
매출비중 (%)												
매출액												
Cosmax Korea	66.6	59.4	61.5	61.4	61.7	53.8	55.7	56.2	63.0	62.1	56.8	53.5
Cosmax China	30.6	36.8	34.4	30.0	32.7	41.2	37.9	33.6	34.2	33.0	36.4	37.0
상해	27.2	33.4	31.6	31.6	29.4	37.2	34.2	33.2	30.4	31.1	33.6	33.8
광저우	4.0	4.3	3.8	3.1	4.0	4.5	4.3	3.4	5.8	3.8	4.0	4.2
Cosmax Indonesia	0.2	0.2	0.3	0.6	1.3	0.9	1.0	0.9	0.3	0.4	1.0	1.6
Cosmax USA	1.5	2.2	2.1	2.8	3.1	2.9	4.0	5.7	0.3	2.2	4.0	6.3
Cosmax Icure	0.4	0.5	0.8	0.5	0.5	0.6	0.8	0.5	0.2	0.5	0.6	0.6
영업이익	131	182	119	95	94	206	142	115	359	526	557	808
Cosmax Korea	113	133	99	88	80	119	84	71	282	433	317	438
성장률(%)	71.7	31.4	25.8	88.0	-28.0	13.5	18.9	22.0	25.5	46.4	5.9	45.0
이익률(%)	7.5	9.2	6.4	4.7	4.3	8.6	6.1	4.8	6.7	7.0	6.0	6.9

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

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,333	7,570	9,297	11,719	12,785
매출원가	4,452	6,389	7,854	9,855	10,726
매출총이익	881	1,181	1,443	1,864	2,059
판매비및일반관리비	522	655	886	1,056	1,139
영업이익(보고)	359	526	557	808	920
영업이익(핵심)	359	526	557	808	920
영업외손익	-64	-61	-60	-50	-50
이자수익	2	2	2	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	27	59	0	0	0
이자비용	57	69	69	69	69
외환손실	47	65	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	10	10	7	17	16
법인세차감전이익	295	465	497	758	870
법인세비용	106	150	161	244	280
유효법인세율 (%)	36.0%	32.4%	32.3%	32.2%	32.2%
당기순이익	189	314	337	514	590
지배주주지분순이익(억원)	212	348	373	569	653
EBITDA	451	652	676	940	1,060
현금순이익(Cash Earnings)	280	440	455	646	730
수정당기순이익	189	313	337	514	590
증감율(% YoY)					
매출액	59.7	41.9	22.8	26.0	9.1
영업이익(보고)	47.6	46.4	5.9	45.0	13.8
영업이익(핵심)	47.6	46.4	5.9	45.0	13.8
EBITDA	45.7	44.6	3.7	39.1	12.8
지배주주지분 당기순이익	27.9	63.7	7.1	52.7	14.8
EPS	27.9	63.4	-1.4	52.7	14.8
수정순이익	20.0	65.9	7.5	52.7	14.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-65	235	150	218	542
당기순이익	189	314	337	514	590
감가상각비	87	120	114	128	137
무형자산상각비	4	5	4	4	3
외환손익	14	-15	0	0	0
자산처분손익	0	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-402	-309	-305	-428	-188
기타	43	116	0	0	0
투자활동현금흐름	-471	-975	-394	-343	-326
투자자산의 처분	7	-79	17	-31	-14
유형자산의 처분	3	14	0	0	0
유형자산의 취득	-435	-896	-400	-300	-300
무형자산의 처분	-19	-7	0	0	0
기타	-27	-8	-11	-12	-13
재무활동현금흐름	602	1,249	-64	-76	-87
단기차입금의 증가	227	-50	0	0	0
장기차입금의 증가	420	437	0	0	0
자본의 증가	0	927	0	0	0
배당금지급	-45	-63	-100	-121	-141
기타	0	-1	37	44	53
현금및현금성자산의순증가	66	511	-308	-201	128
기초현금및현금성자산	107	173	683	375	174
기말현금및현금성자산	173	683	375	174	302
Gross Cash Flow	337	544	455	646	730
Op Free Cash Flow	-534	-730	-209	-48	276

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,560	3,962	4,403	5,251	5,841
현금및현금성자산	171	683	375	174	302
유동금융자산	36	21	26	33	36
매출채권및유동채권	1,512	2,007	2,465	3,107	3,389
재고자산	840	1,251	1,537	1,937	2,114
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,829	2,697	2,972	3,183	3,369
장기매출채권및기타비유동채권	7	21	26	32	35
투자자산	32	126	104	128	139
유형자산	1,626	2,359	2,645	2,816	2,980
무형자산	54	56	52	49	45
기타비유동자산	111	135	146	157	170
자산총계	4,389	6,659	7,375	8,434	9,210
유동부채	2,963	3,840	4,282	4,903	5,176
매입채무및기타유동채무	1,152	1,841	2,261	2,851	3,110
단기차입금	1,346	1,721	1,721	1,721	1,721
유동성장기차입금	423	179	179	179	179
기타유동부채	42	98	121	152	166
비유동부채	461	746	784	828	882
장기매입채무및비유동채무	3	2	3	4	4
사채및장기차입금	338	597	597	597	597
기타비유동부채	120	147	184	228	281
부채총계	3,424	4,586	5,066	5,731	6,058
자본금	45	50	50	50	50
주식발행초과금	486	1,407	1,407	1,407	1,407
이익잉여금	319	581	851	1,296	1,801
기타자본	128	71	71	71	71
지배주주지분자본총계	979	2,109	2,380	2,824	3,330
비지배주주지분자본총계	-13	-36	-70	-121	-178
자본총계	965	2,073	2,309	2,703	3,152
순차입금	1,899	1,793	2,096	2,290	2,159
총차입금	2,106	2,497	2,497	2,497	2,497

투자지표

(단위: 원, 배, %)

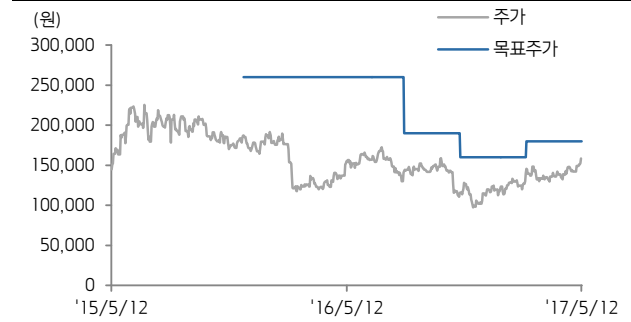
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지표(원)					
EPS	2,301	3,759	3,707	5,660	6,495
BPS	10,599	20,990	23,679	28,102	33,134
주당 EBITDA	4,880	7,042	6,723	9,354	10,547
CFPS	3,034	4,753	4,529	6,428	7,263
DPS	700	1,000	1,200	1,400	1,600
주가배수(배)					
PER	78.0	31.8	32.2	21.1	18.4
PBR	16.9	5.7	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA	36.9	19.4	19.2	14.0	12.3
PCFR	59.1	25.1	26.4	18.6	16.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.7	7.0	6.0	6.9	7.2
영업이익률(핵심)	6.7	7.0	6.0	6.9	7.2
EBITDA margin	8.4	8.6	7.3	8.0	8.3
순이익률	3.5	4.2	3.6	4.4	4.6
자기자본이익률(ROE)	21.3	20.7	15.4	20.5	20.2
투자자본이익률(ROIC)	9.3	10.8	9.3	11.8	12.2
안정성(%)					
부채비율	354.8	221.2	219.4	212.0	192.2
순차입금비율	196.7	86.5	90.8	84.7	68.5
이자보상배율(배)	6.3	7.6	8.1	11.7	13.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	4.3	4.2	4.2	3.9
재고자산회전율	7.5	7.2	6.7	6.7	6.3
매입채무회전율	5.3	5.1	4.5	4.6	4.3

- 당사는 5월 11일 현재 '코스맥스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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)	2014/08/18	BUY(Maintin)	130,000원
	담당자변경		
	2015/12/03	BUY(Reinitiate)	260,000원
	2016/05/10	BUY(Maintin)	260,000원
	2016/08/09	BUY(Maintin)	190,000원
	2016/11/04	BUY(Maintin)	160,000원
	2017/02/15	BUY(Maintin)	180,000원
	2017/05/12	BUY(Maintin)	180,000원

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 (2016/1/1~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%