

코스맥스(192820/KS)

변함없는 성장 추세

매수(유지)

T.P 240,000 원(유지)

Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

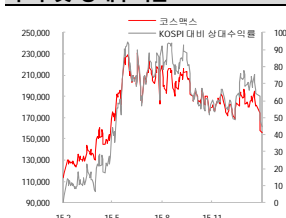
Company Data

자본금	45 억원
발행주식수	900 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	13,994 억원
주요주주	
코스맥스비티아이	25.81%
국민연금공단	12.83%
외국인지분률	20.80%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/02/16)	139,000 원
KOSPI	1,888.30 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	231,000 원
52주 최저가	113,000 원
60일 평균 거래대금	97 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.8%	-14.0%
6개월	-26.8%	-22.1%
12개월	34.1%	40.9%

2015 년 4 분기 매스 유통의 공급 증가, 신규 고객사 확보 및 글로벌 브랜드향 제품 증가에 힘입어 견조한 외형성장을 달성하였다. 다소 실망스러운 이익의 경우 미국 법인의 초기 가동 비용 및 세무조사 관련 추징금 등으로 인한 것으로 중장기 관점의 성장세가 훼손되었다고 보기는 어렵다. 2016 년 국내의 판매 채널 다변화, 중국의 증설에 따른 로컬 업체 물량 증가 및 미국의 글로벌 브랜드향 본격적인 제품 생산에 힘입어 고성장 추세가 지속될 것으로 판단된다.

2015 4Q Review: 견조한 외형성장

동사의 4 분기 실적은 매출액 1,357 억원(+ 24.2%, YoY)과 영업이익 50 억원(+ 16.6%, YoY)을 기록했다. 외형성장의 배경으로는 브랜드 및 홈쇼핑 등 매스 유통의 고기능성 제품 공급증가, 신규 고객사 확보 및 글로벌 고객사의 공급 제품 증가 등으로 견조한 외형성장을 달성하였다. 다소 실망스러운 이익의 경우 인도네시아 및 미국 법인의 초기 가동에 따른 비용 부담, 인센티브지급, R&D 투자, 세무조사 관련 추징금 등으로 인한 것으로 중·장기적 관점의 성장추세가 훼손되었다고 판단하기는 어렵다.

2016 년 중국과 미국이 핵심

중국 화장품 시장은 구조적인 성장이 지속되고 있는 가운데 중국 로컬 업체들의 OEM/ODM 물량은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 빠르게 증가하고 있는 중국 수요에 대응하고자 동사는 상해와 광저우 모두 증설이 이루어 지고 있다. 하반기 증설 완료시 2017 년 중국의 연간 생산 Capa 는 5 억개(상해 2 억개 → 4 억개, 광저우 기존 4,000 만개 → 1 억개) 수준으로 증설을 통해 외형성장과 수익성 개선이 기대된다. 미국 법인의 경우 글로벌 브랜드향 OEM/ODM 을 위한 투자로 인해 2016 년에도 수익을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 하지만 미국 로컬 및 글로벌 브랜드향 제품의 본격적으로 생산이 예상됨에 따라 적자폭은 빠르게 개선될 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 240,000 원 유지

2016 년 예상 매출액과 영업이익은 각각 7,263 억원(+ 35%, YoY), 690 억원(+ 54.8%, YoY)로 추정된다. 국내 시장에서 브랜드숍 뿐만 아니라 온라인 등 다양한 채널 다변화에 따른 효과, 증설에 따른 중국 Top Tier 로컬 브랜드향 오더 증가 및 미국 법인의 글로벌 브랜드향 매출 증가 등을 바탕으로 고성장 추세가 지속될 것으로 판단됨에 따라 투자의견 매수, 목표주가 240,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	3,362	5,380	7,263	9,441
yoy	%	0.0	60.0	35.0	30.0
영업이익	억원	243	446	690	897
yoy	%	0.0	83.1	54.8	30.0
EBITDA	억원	309	545	806	1,010
세전이익	억원	221	390	593	768
순이익(지배주주)	억원	166	294	436	558
영업이익률%	%	7.2	8.3	9.5	9.5
EBITDA%	%	9.2	10.1	11.1	10.7
순이익률	%	4.7	5.1	5.7	5.7
EPS	원	1,845	3,268	4,847	6,205
PER	배	54.0	56.3	32.1	25.1
PBR	배	11.1	15.1	9.1	6.7
EV/EBITDA	배	33.5	33.3	19.3	15.6
ROE	%	20.6	30.8	33.1	30.9
순차입금	억원	1,302	1,495	1,473	1,656
부채비율	%	304.4	351.0	343.1	316.0

코스맥스 분기실적 Review

(단위: %, 억원)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,093	1,164	1,483	1,329	1,357	242	2.1	1,478	1,403	-3.3
영업이익	43	76	138	95	50	16.6	-47.2	101	137	-63.5
세전이익	43	61	127	74	34	-21.7	-54.4	79	128	-73.9
지배주주순이익	25	45	100	57	-13	적전	적전	59	92	-113.7
영업이익률	3.9	6.5	9.3	7.1	3.7	-0.2	-3.4	6.9	9.7	-6.1
세전이익률	3.9	5.2	8.6	5.5	2.5	-1.5	-3.1	5.3	9.2	-6.7
지배주주순이익률	2.2	3.8	6.7	4.3	-0.9	-3.2	-5.2	4.0	6.6	-7.5

자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 연간 실적추정치 변경 내역

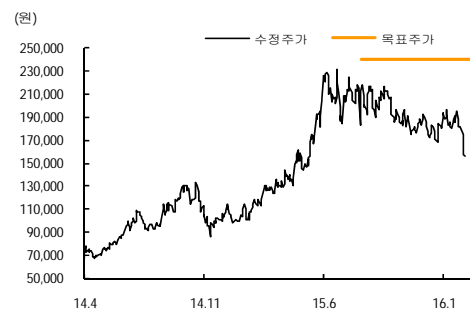
(단위: %, 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	5,380	7,263	5,447	7,353	-1.2	-1.2
영업이익	446	690	451	699	-1.2	-1.2
영업이익률	8.3	9.5	8.3	9.5	0.0	0.0
세전이익	390	593	395	601	-1.4	-1.3
세전이익률	7.2	8.2	7.3	8.2	0.0	0.0
지배주주순이익	294	436	298	442	-1.3	-1.2
지배주주순이익률	5.5	6.0	5.5	6.0	0.0	0.0
EPS(원)	3,268	4,847	3,310	4,908	-1.3	-1.2

자료: 코스맥스, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.02.17	매수	240,000원
2015.08.13	매수	240,000원



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 17일 기준)

매수	95.33%	중립	4.67%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,780	3,154	4,838	6,296
현금및현금성자산	105	986	1,937	2,546
매출채권및기타채권	959	1,231	1,662	2,161
재고자산	577	741	1,000	1,301
비유동자산	1,477	1,757	1,812	2,132
장기금융자산	31	28	24	20
유형자산	1,324	1,510	1,454	1,662
무형자산	33	61	77	91
자산총계	3,257	4,911	6,650	8,428
유동부채	1,993	3,207	4,204	5,063
단기금융부채	1,110	2,073	2,673	3,073
매입채무 및 기타채무	747	959	1,295	1,684
단기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	459	615	946	1,339
장기금융부채	340	481	810	1,202
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	2,452	3,822	5,150	6,402
지배주주지분	808	1,100	1,535	2,082
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	598	598	598	598
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	157	401	793	1,297
비지배주주지분	-3	-11	-34	-57
자본총계	805	1,089	1,501	2,026
부채외자본총계	3,257	4,911	6,650	8,428

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	50	445	246	344
당기순이익(손실)	158	273	415	537
비현금성항목등	205	318	391	473
유형자산감가상각비	63	94	107	102
무형자산감가상각비	3	5	9	12
기타	36	19	-5	-5
운전자본감소(증가)	-289	-10	-381	-436
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-247	-258	-431	-499
재고자산감소(증가)	-168	-178	-259	-300
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	166	435	336	389
기타	-40	-10	-27	-26
법인세납부	-23	-135	-178	-230
투자활동현금흐름	-453	-259	-58	-306
금융자산감소(증가)	-29	17	4	4
유형자산감소(증가)	-415	-244	-50	-310
무형자산감소(증가)	-12	-25	-25	-25
기타	3	-7	13	25
재무활동현금흐름	394	693	763	571
단기금융부채증가(감소)	179	607	600	400
장기금융부채증가(감소)	260	213	329	391
자본의증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	0	-45	-45	-54
기타	-42	-82	-121	-166
현금의 증가(감소)	-9	880	951	609
기초현금	115	107	986	1,937
기말현금	107	986	1,937	2,546
FCF	-1,021	-95	142	-30

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,362	5,380	7,263	9,441
매출원가	2,798	4,477	5,955	7,742
매출총이익	564	903	1,307	1,699
매출총이익률 (%)	16.8	16.8	18.0	18.0
판매비와관리비	321	457	617	803
영업이익	243	446	690	897
영업이익률 (%)	7.2	8.3	9.5	9.5
비영업손익	-23	-56	-97	-129
순금융비용	39	67	108	141
외환관련손익	6	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	221	390	593	768
세전계속사업이익률 (%)	6.6	7.3	8.2	8.1
계속사업법인세	63	117	178	230
계속사업이익	158	273	415	537
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	158	273	415	537
순이익률 (%)	4.7	5.1	5.7	5.7
지배주주	166	294	436	558
지배주주귀속 순이익률(%)	4.94	5.47	6.01	5.91
비지배주주	-8	-21	-21	-21
총포괄이익	159	315	457	579
지배주주	167	337	479	602
비지배주주	-9	-23	-23	-23
EBITDA	309	545	806	1,010

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)				
매출액	0.0	60.0	35.0	30.0
영업이익	0.0	83.1	54.8	30.0
세전계속사업이익	0.0	76.8	52.1	29.5
EBITDA	0.0	76.3	47.8	25.4
EPS(계속사업)	0.0	77.1	48.3	28.0
수익성 (%)				
ROE	20.6	30.8	33.1	30.9
ROA	4.8	6.7	7.2	7.1
EBITDA마진	9.2	10.1	11.1	10.7
안정성 (%)				
유동비율	89.3	98.4	115.1	124.4
부채비율	304.4	351.0	343.1	316.0
순차입금/자기자본	161.6	137.3	98.2	81.7
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.9	6.6	6.1
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	1,845	3,268	4,847	6,205
BPS	8,977	12,228	17,054	23,137
CFPS	2,577	4,374	6,134	7,463
주당 현금배당금	500	500	600	700
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	72.1	70.7	40.5	31.7
PER(최저)	36.4	30.4	32.1	25.1
PBR(최고)	14.8	18.9	11.5	8.5
PBR(최저)	7.5	8.1	9.1	6.7
PCR	38.7	42.1	25.4	20.8
EV/EBITDA(최고)	43.2	41.1	23.9	19.2
EV/EBITDA(최저)	24.1	19.3	19.3	15.6