

## 코스맥스(192820/KS)

## 고성장 지속

매수(유지)

T.P 240,000 원(유지)

## Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

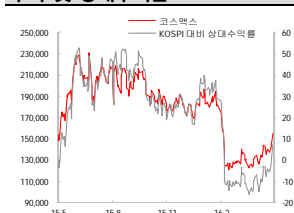
## Company Data

자본금	45 억원
발행주식수	900 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	13,949 억원
주요주주	
코스맥스비티아이	25.92%
국민연금공단	10.09%
외국인지분율	17.30%
배당수익률	0.50%

## Stock Data

주가(16/05/09)	155,000 원
KOSPI	196781 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	231,000 원
52주 최저가	120,500 원
60일 평균 거래대금	251 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.5%	16.8%
6개월	-15.3%	-12.8%
12개월	6.2%	12.5%

1 분기 ①브랜드샵 및 홈쇼핑향 히트제품 공급 증가, ②글로벌 럭셔리 브랜드 및 중국 신규 고객사 확보를 통한 수출 증가, ③국내외 자동화 설비 확충으로 인한 생산성 향상에 힘입어 어닝서프라이즈를 기록. 2016 년 국내 시장에서 브랜드샵, 온라인 등 채널 다변화에 따른 효과, 중국 Top Tier 로컬 브랜드향 오더 증가 및 미국 법인의 글로벌 브랜드향 매출 증가 등을 바탕으로 고성장 추세가 지속될 것으로 판단

## 1Q 2016: 국내외 고른 성장

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,735 억원(+ 49.1%, yoy), 131 억원(+ 71.7%, yoy)으로 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 예상치를 상회하는 실적의 배경은 다음과 같다. ①브랜드샵 및 홈쇼핑향 기능성크림, 선포트, 젤아이라이너 등 히트제품 공급 증가, ②글로벌 럭셔리 브랜드 및 중국 신규 고객사 확보를 통한 수출 증가, ③국내외 자동화 설비 확충에 따른 생산성 향상. 특히 국내 법인의 매출액이 1,240 억원으로 전년동기대비 53.5%의 높은 성장을 나타냈다.

## 2016 년 중국과 미국이 핵심

중국 화장품 시장의 구조적인 성장이 지속되고 있는 가운데 중국 로컬 업체들의 OEM/ODM 물량은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 빠르게 증가하고 있는 중국 수요에 대응하고자 당사는 상해와 광저우에서 모두 증설을 진행하고 있다. 하반기 증설 완료시 2017 년 중국의 연간 생산 Capa 는 5 억개(상해 2 억개 → 4 억개, 광저우 기준 4,000 만개 → 1 억개) 수준으로, 이번 증설을 통해 대폭적인 외형성장과 수익성 개선이 기대된다. 미국 법인의 경우 글로벌 브랜드향 OEM/ODM 을 위한 투자에 따라 2016 년에도 수익을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 하지만 미국 로컬 및 글로벌 브랜드향 제품의 본격적인 생산이 진행됨에 따라 적자폭은 빠르게 개선될 것으로 기대된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 240,000 원 유지

2016 년 예상 매출액과 영업이익은 각각 7,307 억원(+ 37%, yoy), 600 억원(+ 67.0%, yoy)으로 추정된다. 국내 시장에서 브랜드샵 뿐만 아니라 온라인 등 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 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 240,000 원을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,340	5,333	7,307	10,595	14,303
yoy	%	0.0	59.7	37.0	45.0	35.0
영업이익	억원	243	359	600	870	1,175
yoy	%	0.0	47.7	67.0	45.0	35.0
EBITDA	억원	309	451	720	987	1,282
세전이익	억원	221	295	539	803	1,096
순이익(지배주주)	억원	166	212	369	538	725
영업이익률%	%	7.3	6.7	8.2	8.2	8.2
EBITDA%	%	9.3	8.5	9.9	9.3	9.0
순이익률	%	4.7	3.5	4.7	4.9	4.9
EPS	원	1,845	2,361	4,101	5,977	8,058
PER	배	54.0	78.0	37.8	25.9	19.2
PBR	배	11.1	16.9	10.8	7.6	5.5
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	22.3	16.8	13.0
ROE	%	20.6	23.8	32.6	34.5	33.1
순차입금	억원	1,302	1,899	2,043	2,531	2,631
부채비율	%	304.4	354.8	327.8	291.4	250.9

## 코스맥스 1분기 실적 Review

(단위 % 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,164	1,483	1,329	1,357	1,735	49.1	27.8	1,478	1,594	8.8
영업이익	76	138	95	50	131	72.0	160.7	98	128	2.5
세전이익	61	127	74	33	114	88.2	240.4	82	111	2.5
지배주주순이익	45	100	57	11	93	108.1	761.4	61	76	21.8
영업이익률	6.5	9.3	7.1	3.7	7.6	1.0	3.8	6.6	8.0	-0.5
세전이익률	5.2	8.6	5.5	2.5	6.6	1.4	4.1	5.5	7.0	-0.4
지배주주순이익률	3.8	6.7	4.3	0.8	5.4	1.5	4.6	4.1	4.8	0.6

자료: 코스맥스, SK 증권

## 코스맥스 실적 추이 및 전망

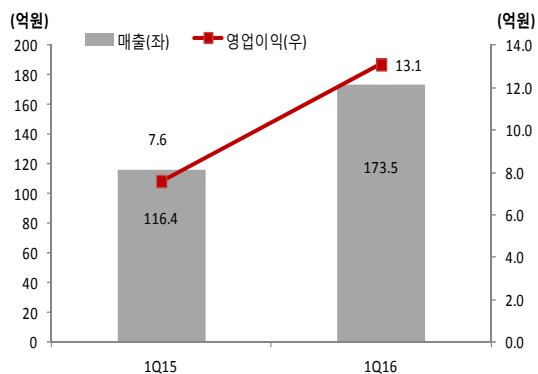
(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16 E	3Q16 E	4Q 16 E	2015	2016 E
연결매출	116.4	148.3	132.9	135.7	173.5	182.7	190.0	184.5	533.3	730.7
국내(별도)	81.0	102.2	88.8	100.5	123.9	90.1	88.1	89.5	372.5	391.7
중국	43.1	58.2	50.5	50.7	58.0	78.9	94.0	98.1	202.6	328.8
코스맥스차이나	37.0	50.7	49.4	43.0	50.6	60.5	74.7	77.3	180.0	263.1
광저우코스맥스	7.6	9.8	9.2	7.5	7.4	18.4	19.3	20.7	34.0	65.8
코스맥스인도네시아	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.7	0.9	0.9	1.7	2.9
코스맥스유에스에이	0.2	0.2	0.1	1.4	2.8	2.0	2.0	2.0	1.9	7.3
영업이익	7.6	13.8	9.5	5.0	13.1	23.1	15.3	8.5	35.9	60

자료: 코스맥스, SK 증권

## 2015 1Q vs 2016 1Q

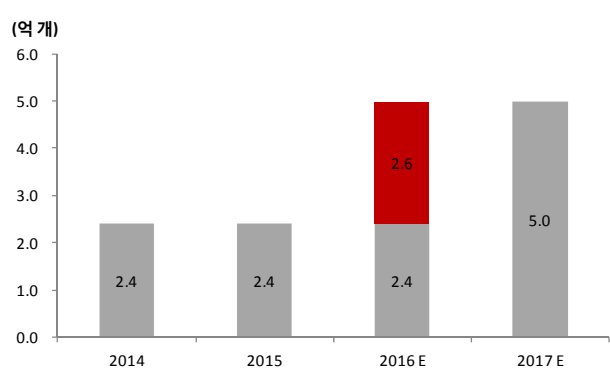
(단위: 억원)



자료: 코스맥스, SK 증권

## 중국 Capa 추이 및 전망

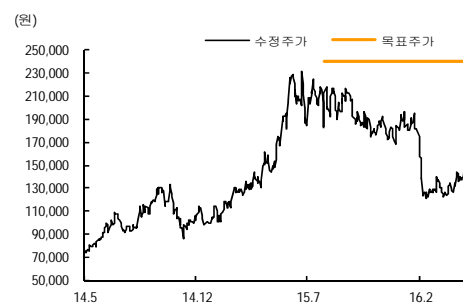
(단위: 억 개)



자료: 코스맥스, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.05.10	매수	240,000원
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 (2016 년 5 월 10 일 기준)

매수	96.43%	중립	3.57%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,780	2,560	3,516	4,789	6,543
현금및현금성자산	105	171	257	80	198
매출채권및기타채권	959	1,445	1,980	2,870	3,875
재고자산	577	840	1,151	1,669	2,253
<b>비유동자산</b>	1,477	1,829	1,830	2,123	2,124
장기금융자산	31	32	32	32	32
유형자산	1,324	1,626	1,562	1,763	1,665
무형자산	33	54	66	77	87
<b>자산총계</b>	3,257	4,389	5,346	6,912	8,666
<b>유동부채</b>	1,993	2,963	3,405	4,141	4,971
단기금융부채	1,110	1,768	1,768	1,768	1,768
매입채무 및 기타채무	747	1,026	1,406	2,038	2,752
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	459	461	692	1,005	1,226
장기금융부채	340	338	567	878	1,096
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,452	3,424	4,096	5,146	6,197
<b>지배주주지분</b>	808	979	1,288	1,829	2,557
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	157	320	626	1,164	1,889
비지배주주지분	-3	-13	-38	-63	-87
<b>자본총계</b>	805	965	1,250	1,766	2,470
<b>부채외자본총계</b>	3,257	4,389	5,346	6,912	8,666

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	50	-9	53	-88	2
당기순이익(손실)	158	189	345	514	702
비현금성항목등	205	323	375	472	580
유형자산감가상각비	63	87	114	109	98
무형자산감가상각비	3	4	6	8	9
기타	36	57	-10	-10	-10
운전자본감소(증가)	-289	-428	-474	-786	-886
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-247	-492	-535	-891	-1,005
재고자산감소(증가)	-168	-284	-311	-518	-584
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	166	272	380	633	713
기타	-40	76	-8	-10	-11
법인세납부	-23	-93	-194	-289	-394
<b>투자활동현금흐름</b>	-453	-468	-66	-325	-17
금융자산감소(증가)	-29	7	0	0	0
유형자산감소(증가)	-415	-432	-50	-310	0
무형자산감소(증가)	-12	-19	-19	-19	-19
기타	3	-25	3	4	1
<b>재무활동현금흐름</b>	394	543	99	236	134
단기금융부채증가(감소)	179	227	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	260	420	229	311	218
자본의증가(감소)	-2	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-45	-70	-70	-70
기타	-42	-59	-67	-75	-85
<b>현금의 증가(감소)</b>	-9	66	85	-177	118
기초현금	115	107	173	258	81
기말현금	107	173	258	81	199
FCF	-1,021	-568	-38	-441	-46

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,340	5,333	7,307	10,595	14,303
<b>매출원가</b>	2,775	4,452	5,992	8,688	11,729
<b>매출총이익</b>	564	881	1,315	1,907	2,575
매출총이익률 (%)	16.9	16.5	18.0	18.0	18.0
<b>판매비와관리비</b>	321	522	715	1,037	1,400
영업이익	243	359	600	870	1,175
영업이익률 (%)	7.3	6.7	8.2	8.2	8.2
비영업손익	-23	-64	-61	-67	-79
<b>순금융비용</b>	39	55	65	71	83
외환관련손익	6	-19	-5	-5	-5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	221	295	539	803	1,096
세전계속사업이익률 (%)	6.6	5.5	7.4	7.6	7.7
계속사업법인세	63	106	194	289	394
<b>계속사업이익</b>	158	189	345	514	702
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	158	189	345	514	702
<b>순이익률 (%)</b>	4.7	3.5	4.7	4.9	4.9
지배주주	166	212	369	538	725
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.97	3.98	5.05	5.08	5.07
비지배주주	-8	-24	-24	-24	-24
<b>총포괄이익</b>	159	191	347	516	704
<b>지배주주</b>	167	215	372	541	728
<b>비지배주주</b>	-9	-25	-25	-25	-25
EBITDA	309	451	720	987	1,282

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.0	59.7	37.0	45.0	35.0
영업이익	0.0	47.7	67.0	45.0	35.0
세전계속사업이익	0.0	33.8	82.9	48.9	36.4
EBITDA	0.0	45.7	59.9	37.0	29.9
EPS(계속사업)	0.0	27.9	73.7	45.8	34.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.6	23.8	32.6	34.5	33.1
ROA	4.8	4.9	7.1	8.4	9.0
EBITDA마진	9.3	8.5	9.9	9.3	9.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	89.3	86.4	103.3	115.7	131.6
부채비율	304.4	354.8	327.8	291.4	250.9
순차입금/자기자본	161.6	196.7	163.5	143.3	106.5
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.9	10.7	13.2	15.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,845	2,361	4,101	5,977	8,058
BPS	8,977	10,874	14,308	20,318	28,409
CFPS	2,577	3,375	5,439	7,273	9,251
주당 현금배당금	500	700	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	72.1	97.9	47.9	32.9	24.4
PER(최저)	36.4	42.1	29.4	20.2	15.0
PBR(최고)	14.8	21.2	13.7	9.7	6.9
PBR(최저)	7.5	9.1	8.4	5.9	4.2
PCR	38.7	54.5	28.5	21.3	16.8
EV/EBITDA(최고)	43.2	50.6	27.5	20.5	15.9
EV/EBITDA(최저)	24.1	24.3	18.0	13.6	10.5