

BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원(하향)

주가(11/3): 118,000원

시가총액: 1조619억원

의류/생활용품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/3)		1,983.80pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	196,500원	113,500원
등락률	-39.95%	3.96%
수익률	절대	상대
1M	-22.1%	-19.8%
6M	-14.8%	-14.7%
1Y	-35.2%	-33.1%

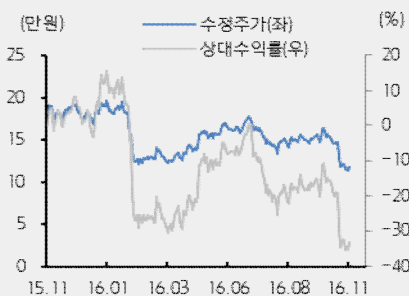
Company Data

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	7,526	9,608	11,813
보고영업이익	359	522	763	977
EBI DA	451	609	873	1,112
세전이익	295	442	663	877
순이익	189	296	444	587
지배주주지분순이익	212	333	466	617
EPS(원)	2,361	3,316	4,636	6,137
증감률(%)YoY	27.9	40.5	39.8	32.4
PER(배)	77.9	35.6	25.5	19.2
PBR(배)	16.9	7.6	6.5	5.4
EV/EBITDA(배)	36.9	26.6	20.1	15.8
보고영업이익률(%)	6.7	6.9	7.9	8.3
ROE(%)	21.3	17.6	17.1	19.3
순부채비율(%)	196.7	62.1	62.3	53.7

Price Trend



코스맥스 (192820)

국내와 중국은 눈부신 실적



전일 장 후 3분기 실적을 발표했음. 최근 유상증자 및 중국 저가여행 근절 이슈로 인해 주가 급락함. 하지만 사드 관련 리스크로부터 가장 제한적이고, 색조에 높은 경쟁력 가진 제조사로서 중국 색조시장 성장과 함께 동반 성장 기대됨. 또한 중국 온라인 시장 확대의 외부 환경도 긍정적임. 글로벌 바이어들도 지속 확보중. 최근 밸류에이션 부담도 하락. 업종내 가장 높은 성장성 기대함.

>>> 3Q 매출액 YoY +40%, 영업이익 +26%; 기대치 소폭 하회

코스맥스의 3분기 IFRS 연결실적은 매출액 1,861억원(YoY +40.0%)과 영업이익 119억원(YoY +25.8%/OPM 6.4%) 및 순이익 60억원(YoY +18.4%/ NPM 3.2%)을 기록했다. 컨센서스 대비 매출액은 +5.6% 상회했으나 이익은 8.0% 하회했음. 한국과 중국 법인 각각 눈부신 고성장을 기록했다. 다만 미국 법인 인건비 증가에 따라 25억원 손실 확대됐음. 영업외로는 외화관련 손실이 15억원 발생했음.

- 한국법인: 매출 1,237억원(+38.5%), 영업이익 99억원(+85.6%, OPM 8.0%). 매출 성장은 1)국내 신규 고객사(클리오, 미미박스 등)의 제품 공급 증가 및 2)수출 제품 고성장에 기인(연 1억달러 돌파 예상, 한국법인 내 25% 비중 예상). 히트 제품 대량 생산으로 마진 개선 진행.

- 중국 연결: 매출액 635억원(+28.7%), 순이익 32억원(+71.1%) 기록. 원위안화 환율의 9.5% 하락 및 높은 기고(+65.6%)에도 불구하고 고성장.

*코스맥스 차이나: 매출 719억원(+42.0%), 순이익 53억원(+54.4%).

중국 온라인, 왕홍 브랜드 등 신규 고객사 확보에 따라 증가했고, 자동화 설비 확대와 원가 관리, 히트제품 대량 생산으로 이익 개선됨.

*코스맥스 광저우: 매출 76억원(-17.5%), 순이익 16억원 (+1.3%).

모든 생산 설비 가동 및 기고 효과(+90%) 발생. 다만 20% 증반의 높은 OPM을 유지하고 있는 것으로 판단됨.

- 미국: 매출 41억원(+3128.1%), 순이익 -55억원(적자지속). 본격 생산으로 인해 매출 성장에도 인건비 증가로 손실폭 확대. 미국과 인도네시아는 중장기 프로젝트에 대비한 선투자로 여겨 기대감을 장기적으로 접근해야할 것임.

>>> 화장품 업종내 가장 높은 성장성 기대

최근 중국 저가여행관련 부정적인 뉴스 외에도 10/23 1,200억원 규모 유상증자(증자비율 12%, EPS 10% 희석) 발표하면서 주가 급락, 17년기준 PER는 24.6배까지 하락했음. 공장 설비 확장과 신규 물류센터에 투자, 차입금 상환 및 운영자금으로 사용할 것임. 연평균 20% 이상 성장을 위해서는 선제적인 설비 투자가 필요했고 불확실성이 해소된 상황임. 실적 추정 수정 및 유상증자 반영해 목표주가 160,000원으로 하향('17년 EPS에 멀티플 33배 적용)함. 다만 글로벌 대형 바이어 및 중국 로컬 고객사의 지속적인 오더 증가로 매출 비중이 글로벌향 16%, 중국 35%까지 확대됐음. 국내 면세에 대한 의존도가 낮아지면서 중국 저가여행 제한 등의 이슈로부터 상대적으로 리스크가 제한적일 것으로

판단함. 또한 색조 제조에 강점이 있어 향후 중국 색조 시장 성장과 함께 동반 성장이 기대가 되고, K뷰티 트렌드 메이커로서 대형 글로벌 고객사 확보 또한 지속될 것으로 전망함. 최근의 주가 급락을 매수 기회로 삼을 것을 권고함.

코스맥스 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1147	1483	1329	1374	1735	1977	1861	1953	5333	7526	9608	11813
Cosmax Korea	810	989	888	1038	1239	1280	1237	1352	3725	5108	6385	7662
Cosmax China	431	600	505	586	570	794	711	678	2122	2752	3600	4428
상해	370	507	494	439	506	719	635	593	1810	2454	3141	3832
광저우	76	98	92	77	74	93	76	84	342	328	459	597
Cosmax Indonesia	4	4	5	4	5	5	6	7	17	23	32	45
Cosmax USA	2	2	1	14	28	47	41	71	19	187	374	636
Cosmax lcure		3	4	6	7	11	15	15	13	49	52	68
성장률(%) 매출액	34.5	44.0	45.7	26.3	51.2	33.8	40.0	41.5	37.3	41.1	27.7	22.9
Cosmax Korea	21.8	26.7	32.6	31.9	53.5	29.5	39.2	30.0	28.2	37.1	25.0	20.0
Cosmax China	72.3	88.2	65.6	47.9	32.2	32.4	40.7	15.6	67.1	29.7	30.8	23.0
상해	61.9	72.0	81.0	31.3	36.9	42.0	28.6	35.0	60.1	35.6	28.0	22.0
광저우	249.2	198.1	91.2	24.6	-2.2	-4.2	-17.9	10.0	108.5	-4.3	40.0	30.0
Cosmax Indonesia	648.4	24.1	179.3	-15.1	22.9	39.1	27.0	61.4	61.5	37.6	40.0	40.0
Cosmax USA										895.8	100.0	70.0
Cosmax lcure										282.8	5.9	30.0
매출비중 (%)												
Cosmax Korea	64.2	61.7	59.8	65.8	66.6	59.4	61.5	63.7	62.9	62.7	61.1	59.7
Cosmax China	34.2	37.4	34.0	37.1	30.6	36.8	35.3	31.9	35.8	33.8	34.5	34.5
상해	29.4	31.6	33.3	27.8	27.2	33.4	31.6	27.9	30.5	30.1	30.1	29.8
광저우	6.0	6.1	6.2	4.9	4.0	4.3	3.8	4.0	5.8	4.0	4.4	4.6
Cosmax Indonesia	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Cosmax USA	0.1	0.1	0.1	0.9	1.5	2.2	2.1	3.3	0.3	2.3	3.6	5.0
Cosmax lcure		0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.2	0.6	0.5	0.5
영업이익	76	138	95	50	131	182	119	91	359	522	763	977
Cosmax Korea	49	102	53	78	113	133	99	63	282	434	575	690
성장률(%)	-8.0	23.4	94.1	17.4	71.7	31.4	25.8	80.4	25.5	45.3	46.0	28.1
이익률(%)	6.6	9.4	7.1	3.6	7.5	9.2	6.4	4.6	6.7	6.9	7.9	8.3

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

코스맥스 유상증자 세부 내역

항목	내용	비고
증자 방식	주주배정후 실권주 일반공모	
발행 주식수(주)	1,050,000보통주식	
신주 예정 발행가액(원)	115,000	10/23 주가 대비 21% 할인
예정 발행가액(억원)	1,208	
증자전 발행주식총수(주)	8,999,509	
증자후 발행주식총수(주)	10,049,509	
증자비율	11.7%	
1주당 신주배정주식수	0.0933744	
우리사주조합원 우선배정비율 (%)	20%	
청약예정일	2016-12-14우리사주조합	
	2016-12-14~15구주주	
납입일	2016-12-22	
신주 상장예정일	2017-01-03	

자료: Dart, 키움증권 리서치센터

코스맥스 유상증자 세부 내역

구분	내용	금액(억원)	비고
시설자금	화성공장 증축 및 설비 확장	216	국내 capa 15년말 2.3억개→16년말 3.0억개→17년말 3.9억개
	평택고령 물류센터 건설	352	17년6월 오픈(면적+20%)
차환자금	차입금 상환	275	부채비율 183%로 하락
운영자금	구매자금 증가분	320	
합 계		1,208	

자료: Dart, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	N/A	5,333	7,526	9,608	11,813
매출원가	N/A	4,452	6,276	7,946	9,765
매출총이익	N/A	881	1,249	1,662	2,048
판매비및일반관리비	N/A	522	727	900	1,071
영업이익(보고)	N/A	359	522	763	977
영업이익(핵심)	N/A	359	522	763	977
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
관계기업지분손익	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	442	663	877
법인세비용	N/A	106	146	219	290
유호법인세율 (%)	N/A	36.0%	33.0%	33.0%	33.0%
당기순이익	N/A	189	296	444	587
지배주주지분순이익(억원)	N/A	212	333	466	617
EBITDA	N/A	451	609	873	1,112
현금순이익(Cash Earnings)	N/A	280	383	554	722
수정당기순이익	N/A	189	296	444	587
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	59.7	41.1	27.7	22.9
영업이익(보고)	N/A	47.6	45.3	46.0	28.1
영업이익(핵심)	N/A	47.6	45.3	46.0	28.1
EBITDA	N/A	45.7	35.1	43.3	27.4
지배주주지분 당기순이익	N/A	27.9	56.9	39.8	32.4
EPS	N/A	27.9	40.5	39.8	32.4
수정순이익	N/A	20.0	56.8	49.8	32.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	N/A	-65	843	365	521
당기순이익	N/A	189	296	444	587
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	460	-194	-205
기타	N/A	69	0	5	4
투자활동현금흐름	N/A	-471	-542	-647	-650
투자자산의 처분	N/A	7	-28	-27	-28
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	36	-21	-22
재무활동현금흐름	N/A	602	102	77	70
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	115	90	133
현금및현금성자산의순증가	N/A	66	403	-205	-60
기초현금및현금성자산	N/A	107	173	576	371
기말현금및현금성자산	N/A	173	576	371	311
Gross Cash Flow	N/A	363	383	559	726
Op Free Cash Flow	N/A	-560	347	-173	-16

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	N/A	2,560	3,357	3,911	4,656
현금및현금성자산	N/A	171	615	410	353
유동금융자산	N/A	36	51	65	80
매출채권및유동채권	N/A	1,512	1,505	1,922	2,363
재고자산	N/A	840	1,185	1,514	1,861
기타유동비금융자산	N/A	0	0	0	0
비유동자산	N/A	1,829	2,273	2,799	3,302
장기매출채권및기타비유동채권	N/A	7	10	12	15
투자자산	N/A	32	45	57	71
유형자산	N/A	1,626	2,093	2,587	3,055
무형자산	N/A	54	50	47	44
기타비유동자산	N/A	111	75	96	118
자산총계	N/A	4,389	5,630	6,709	7,958
유동부채	N/A	2,963	3,783	4,355	4,939
매입채무및기타유동채무	N/A	1,152	1,881	2,402	2,953
단기차입금	N/A	1,346	1,416	1,486	1,486
유동성장기차입금	N/A	423	373	323	323
기타유동부채	N/A	42	113	144	177
비유동부채	N/A	461	608	730	864
장기매입채무및기타유동채무	N/A	3	5	6	7
사채및장기차입금	N/A	338	368	398	398
기타비유동부채	N/A	120	236	326	459
부채총계	N/A	3,424	4,391	5,084	5,803
자본금	N/A	45	45	45	45
주식발행초과금	N/A	486	1,686	1,686	1,686
이익잉여금	N/A	319	589	990	1,543
기타자본	N/A	128	128	128	128
지배주주지분자본총계	N/A	979	2,448	2,850	3,402
비지배주주지분자본총계	N/A	-13	-50	-70	-98
자본총계	N/A	965	2,398	2,779	3,304
순차입금	N/A	1,899	1,490	1,731	1,773
총차입금	N/A	2,106	2,156	2,206	2,206

투자지표

(단위: 원, 배, %)

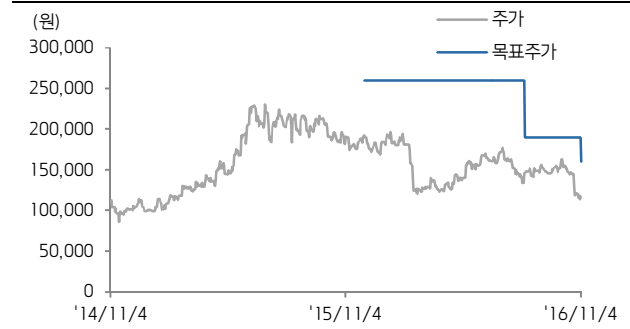
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	N/A	2,361	3,316	4,636	6,137
BPS	N/A	10,874	24,359	28,355	33,849
주당EBITDA	N/A	5,007	6,057	8,683	11,066
CFPS	N/A	3,112	3,808	5,509	7,186
DPS	N/A	700	700	700	700
주가배수(배)					
PER	N/A	77.9	55.5	39.7	30.0
PBR	N/A	16.9	7.6	6.5	5.4
EV/EBITDA	N/A	36.9	26.6	20.1	15.8
PCFR	N/A	59.1	48.3	33.4	25.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	N/A	6.7	6.9	7.9	8.3
영업이익률(핵심)	N/A	6.7	6.9	7.9	8.3
EBITDA margin	N/A	8.4	8.1	9.1	9.4
순이익률	N/A	3.5	3.9	4.6	5.0
자기자본이익률(ROE)	N/A	21.3	17.6	17.1	19.3
투자자본이익률(ROIC)	N/A	9.3	12.3	16.1	17.0
안정성(%)					
부채비율	N/A	354.8	183.1	182.9	175.7
순차입금비율	N/A	196.7	62.1	62.3	53.7
이자보상배율(배)	N/A	6.3	9.0	12.8	16.4
활동성(배)					
매출채권회전율	N/A	4.2	5.0	5.6	5.5
재고자산회전율	N/A	7.5	7.4	7.1	7.0
매입채무회전율	N/A	5.3	5.0	4.5	4.4

- 당사는 11월 3일 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)	2014/07/01	BUY(Maintin)	105,000원
	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

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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%