

2017. 04. 17 리서치센터

Hanyang Securities

기업분석

Analyst | 최서연
Tel. 3770-5323

janice84@hygood.co.kr

화장품 Update

▶ 코스맥스(192820) – 중국 법인 고성장세 지속 전망

1Q17 Preview: 1Q17 실적 매출액 2,046억원(+18.0%, yoy), 영업이익 156억원(+19.3%, yoy), 영업이익률 7.6%(+0.1%p, yoy)로 추정. 국내는 전방 산업 악화에 따른 고객사의 주문 감소로 매출 성장이 크지 않겠으나 중국은 Capa 확대 및 중국 로컬 고객사향 공급 증가로 고성장세 지속될 것으로 전망. 미국과 인도네시아도 매출 증가세가 이어지면서 적자폭 감소 예상. 다만, 영업이익률은 중국 신공장 완공에 따른 감가상각비 및 인건비 증가 등으로 전년 동기 소폭 개선에 그칠 것으로 판단

Capa 확대에 따른 중국 고성장세 지속 전망: 중국 색조 화장품 시장의 높은 성장과 Capa 확대에 따라 올해 중국 법인은 상해 yoy +29.9%, 광저우 yoy +58.7% 성장 가능할 것으로 전망. 상해는 2분기부터 중국 로컬사향 색조 제품 매출이 본격화될 것으로 기대되며 생산 설비 full 가동으로 매출 감소를 보여온 광저우도 공장 증축을 통해 올해부터는 다시 매출 증가세가 나타날 것으로 예상

매수 투자의견, 목표주가 17.3만원 유지: 중국 법인 고성장세 지속으로 2017년 실적은 매출액 9,356억원(+23.6%, yoy), 영업이익 665억원(+26.4%, yoy) 전망. 올해는 신공장 감가상각비, 인건비 증가 등으로 수익성은 전년 수준과 비슷하겠으나 내년부터는 매출 증가에 따른 이익률 개선 기대

▶ 연우(115960) – 수출 비중 확대로 하반기 실적 성장 회복세 기대

1Q17 Preview: 1Q17 실적 매출액 582억원(+6.0%, yoy), 영업이익 60억원(+2.1%, yoy), 영업이익률 10.3%(-0.4%p, yoy) 전망. 2월까지는 국내 메이저 고객사의 주문 감소로 매출 성장 부진했으나 3월 매출 확대되면서 1분기 외형은 yoy 소폭 확대된 것으로 파악. 영업이익도 반품 비용 인식 방법 변경과 신공장 관련 감가상각비 반영으로 소폭 증가에 그쳐 수익성은 yoy 감소할 것으로 판단

수출 비중 확대로 하반기 실적 개선세 회복 전망: 국내 화장품 브랜드 업체의 주문량 감소가 장기화 될 것으로 보여 동사는 올해 해외 매출 비중을 확대해 나갈 전략. 글로벌 고객사들의 신공장에 대한 오跫이 올해 1분기 완료되었고 2분기부터 신공장의 본격 가동으로 해외 고객사의 대규모 수주에 따른 매출 가시화될 것. 다만, 2분기는 작년 동기 실적 베이스가 높아 성장이 크지 않겠으나 하반기로 갈수록 외형 성장과 수익성 개선이 커질 것으로 판단

매수 투자의견 유지, 목표주가 4만원으로 하향: 올해 실적 추정치 및 전방 산업에 대한 밸류 에이션 조정으로 목표주가 하향. 상반기는 국내 주요 고객사의 실적 부진으로 인한 영향이 불가피하겠으나 하반기로 갈수록 성장세 회복 및 수익성 개선 기대

코스맥스(192820)	
주가(04/14)	138,000원
시가총액	13,868억원
Rating	매수(유지)
Target Price	173,000원
Previous	173,000원

연우(115960)	
주가(04/14)	28,650원
시가총액	3,552억원
Rating	매수(유지)
Target Price	40,000원
Previous	50,000원

코스맥스(192820)

– 중국 법인 고성장세 지속 전망

▶ 1Q17 Preview

– 올해 1분기 실적은 매출액 2,046억원(+18.0%, yoy), 영업이익 156억원(+19.3%, yoy), 영업이익률 7.6%(+0.1%p, yoy)로 추정한다. 한국 법인은 전년 동기 실적의 높은 베이스와 사드 영향에 따른 국내 화장품 브랜드사의 주문 감소로 12.4%의 매출 성장이 예상되지만 중국 법인의 고성장세는 지속될 것으로 전망된다. 상해는 작년 말 확보한 온라인 및 모바일 고객사의 주문 증가와 상반기 색조 브랜드 런칭 예정인 중국 로컬 고객사향 공급 확대로 yoy +28.1%의 성장이 기대되며 광저우도 Capa 증설을 통해 매출 성장세가 회복될 것으로 보인다. 미국과 인도네시아도 고객사 증가와 공장 안정화 등으로 매출 증가세가 이어지면서 적자폭 감소가 전망된다. 다만, 영업이익률은 상해 2공장 완공에 따른 감가상각비 및 인건비 증가 등으로 전년 동기 대비 소폭 개선에 그칠 것으로 예상된다.

▶ Capa 확대에 따른 중국 고성장세 지속 전망

– 소비 부진 및 중국의 한국에 대한 사드 보복 장기화 전망 등에 따른 국내 화장품 전방산업의 성장 둔화로 올해 동사의 국내 법인 매출액은 yoy +15.6% 성장에 그치겠다. 그러나 중국 법인은 중국 색조 화장품 시장의 높은 성장과 Capa 확대에 따른 고성장세가 이어질 것으로 판단된다(상해 yoy +29.9%, 광저우 yoy +58.7%). 상해는 올해 초 2공장(색조 화장품 전용) 완공을 통해 생산규모가 기존 2.5억개(상해1공장)에서 4.5억개로 확대되었으며 2분기부터는 중국 로컬사향 색조 제품 매출이 본격화 될 것으로 기대된다. 또한 2015년 말부터 생산 설비 full 가동으로 매출 감소를 보여온 광저우도 공장 증축을 통해 생산규모가 기존 4천만개에서 1억개로 확대돼 올해부터는 다시 매출 증가세가 나타날 것으로 예상된다. 한편, 미국은 올해 까지 적자 상태가 지속되겠으나 주요 고객사인 로레알 외에 네트워크 업체 등 고객사 다변화를 통해 2017년 매출액은 321억원(+82.9%, yoy)으로 추정되며 적자폭은 감소될 것으로 전망된다. 인도네시아는 할랄 인증을 받은 이후 신규 고객사 확대에 따른 주문량 증가로 올해는 BEP 달성이 가능할 것으로 판단된다

▶ 매수 투자의견, 목표주가 17.3만원 유지

– 매수 투자의견과 목표주가 17.3만원을 유지한다. 전방산업 부진으로 국내 법인의 성장세는 크지 않으나 중국 법인의 고성장세가 예상돼 2017년 실적은 매출액 9,356억원(+23.6%, yoy), 영업이익 665억원(+26.4%, yoy)이 전망된다. 올해는 신공장 감가상각비, 인건비 증가 등으로 영업이익률은 전년 대비 소폭 증가(+0.1%p, yoy)에 그치겠으나 내년부터는 매출 증가에 따른 수익성 개선이 기대돼 2018년 실적은 매출액 11,704억원(+25.1%, yoy), 영업이익 876억원(+26.4%, yoy)으로 추정한다.

Rating	매수(유지)
Target Price	173,000원
Previous	173,000원

주가지표

KOSPI(04/14)	2,135P
KOSDAQ(04/14)	618P
현재주가(04/14)	138,000원
시가총액	13,868억원
총발행주식수	1,005만주
120일 평균거래대금	1,117억원
52주 최고주가	172,593원
최저주가	97,300원
유동주식비율	71.8%
외국인자본율(%)	26.43%
주요주주	코스맥스비티아이 외 3인(26.0%) 국민연금(12.0%)

상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	3,340	243	158	166	2,059	47.2	11.2	33.2	7.3%	17.2%	8.3%
2015A	5,333	359	189	212	2,042	87.9	17.2	40.9	6.7%	21.3%	8.1%
2016A	7,570	526	314	348	3,392	35.2	5.8	19.2	7.0%	20.7%	9.5%
2017F	9,356	665	429	475	4,274	32.5	6.1	18.7	7.1%	19.7%	12.6%
2018F	11,704	876	592	655	5,893	23.6	5.3	14.8	7.5%	24.0%	16.8%

자료: 코스맥스, 한양증권 리서치센터 추정

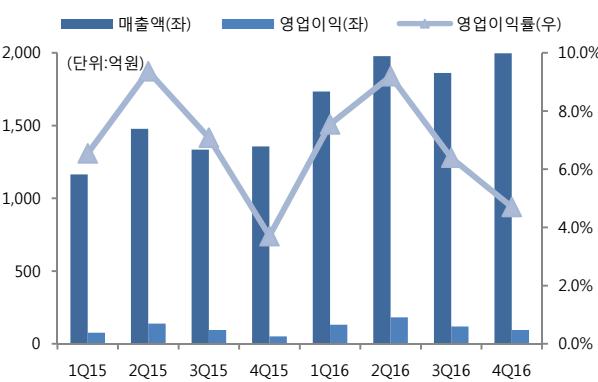
〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

연결 손익	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'15	'16	'17E	'18E
매출액	1,735	1,977	1,861	1,997	2,046	2,478	2,316	2,516	5,333	7,570	9,356	11,704
yoy(%)	49.0%	33.8%	39.4%	47.1%	18.0%	25.3%	24.4%	26.0%	37.3%	41.9%	23.6%	25.1%
국내	1,239	1,280	1,237	1,299	1,393	1,445	1,460	1,545	3,725	5,055	5,844	6,831
yoy(%)	53.0%	25.3%	39.2%	29.3%	12.4%	12.9%	18.1%	18.9%	27.3%	35.7%	15.6%	16.9%
상해	506	719	635	668	649	942	829	866	1,810	2,529	3,285	4,218
yoy(%)	36.9%	42.0%	28.7%	52.0%	28.1%	31.0%	30.5%	29.5%	60.1%	39.7%	29.9%	28.4%
광저우	74	93	76	66	96	134	139	122	342	310	491	724
yoy(%)	-2.2%	-4.2%	-17.5%	-14.0%	28.7%	43.6%	84.3%	84.5%	108.5%	-9.5%	58.7%	47.3%
인도네시아	5	5	6	14	16	15	16	17	17	30	64	76
yoy(%)	23.0%	39.1%	18.5%	245.1%	247.8%	186.8%	152.0%	24.1%	53.7%	77.5%	114.2%	18.8%
미국	28	47	41	59	60	74	85	102	19	176	321	614
yoy(%)	1735.1%	2227.0%	3128.1%	325.5%	112.3%	59.0%	105.7%	71.7%	-	834.6%	82.9%	91.3%
아이큐어	7	11	15	10	11	16	21	18	13	44	66	80
yoy(%)	-	344.5%	248.9%	73.3%	50.7%	41.7%	35.6%	77.9%	-	244.8%	49.3%	21.2%
영업이익	131	182	119	95	156	228	158	123	359	526	665	876
yoy(%)	71.7%	31.4%	25.9%	88.2%	19.3%	25.4%	32.8%	30.1%	47.6%	46.4%	26.4%	31.7%
OPM(%)	7.5%	9.2%	6.4%	4.7%	7.6%	9.2%	6.8%	4.9%	6.7%	7.0%	7.1%	7.5%

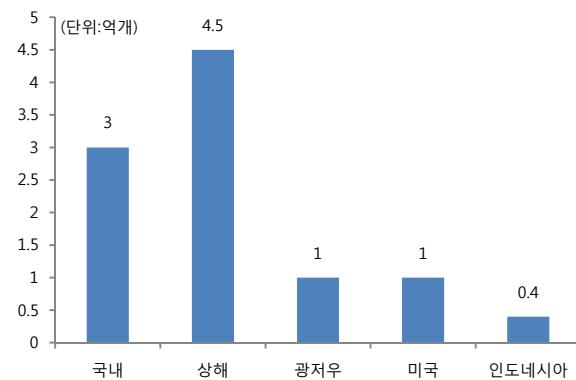
자료: 코스맥스, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 분기별 실적 추이



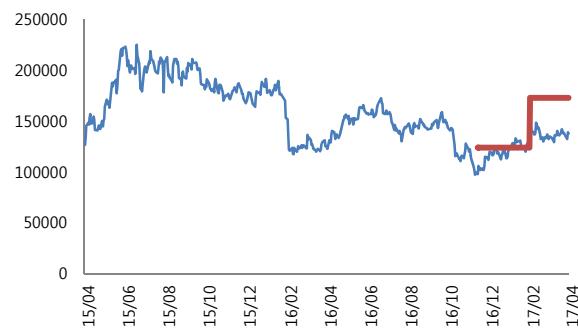
자료: 코스맥스, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 연간 생산 Capa



자료: 코스맥스, 한양증권 리서치센터

TP Trend



Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 종대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:최서연)
- 기업 투자의견

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자의견

비중확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자의견 비율공시(기준: 2017.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	89%	11%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코스맥스	192820	2016.11.28	매수(신규)	124,000원
		2017.02.15	매수(유지)	173,000원
		2017.04.17	매수(유지)	173,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

연우(115960)

– 수출 비중 확대로 하반기 실적 성장 회복세 기대

1Q17 Preview

– 동사 1분기 실적은 매출액 582억원(+6.0%, yoy), 영업이익 60억원(+2.1%, yoy), 영업이익률 10.3%(-0.4%p, yoy)로 전망한다. 지난 12월부터 국내 메이저 고객사가 불안정한 시장 상황으로 재고 관리를 타이트하게 가져가면서 2월까지 매출 성장이 부진했으나 재고 소진 추이에 따라 3월 주문량 증가가 나타나 전년 동기 대비 외형은 소폭 확대된 것으로 파악된다. 영업이익도 작년 4분기 회계법인 교체에 따른 반품 비용 인식 방법(기존 잡손실에서 4Q16부터 판관비 계정으로 인식)이 변경되면서 전년 동기 대비 판관비 증가와 신공장 관련 감가상각비 반영으로 소폭 증가에 그칠 것으로 판단된다. 이에 영업이익률은 매출 성장세 둔화와 비용 증가로 전년 동기 대비 감소할 것으로 전망된다.

수출 비중 확대로 하반기 실적 개선세 회복 전망

– 2016년 동사의 국내 매출 비중은 57.7%로 예년(약 52%)보다 전체 매출액에서 큰 비중을 차지하였다. 작년 상반기 국내 고객사향 매출 확대로 해외 고객사의 주문에 대응할 여유가 없었으나 지난 12월부터 이어진 국내 브랜드 업체의 주문량 감소가 당분간 지속될 것으로 보여 동사는 올해 해외 매출 비중을 확대해 나갈 전략이다. 글로벌 고객사들의 신공장에 대한 오跕이 올해 1분기 완료되었고 2분기부터 신공장이 본격적으로 가동되면서 해외 고객사의 대규모 수주에 따른 매출이 가시화될 것으로 판단된다. 다만, 2분기는 작년 동기 실적 베이스가 높아 외형의 성장이 크지 않겠으나 하반기로 갈수록 외형 성장과 수익성 개선이 가능할 것으로 판단된다. 또한 신공장은 튜브형 용기만을 생산해 화장품 외 생활용품 및 의약품 용기 매출 확대가 가능할 것으로 예상되며 특히 의약품용 튜브형 용기는 마진이 좋아 향후 실적 개선에 크게 기여할 것으로 전망된다.

매수 투자의견 유지, 목표주가 4만원으로 하향

– 매수 투자의견은 유지하나 올해 실적 추정치 및 전방 산업에 대한 밸류에이션 조정으로 목표주가를 기존 5만원에서 4만원으로 하향한다. 올해 상반기는 국내 주요 고객사의 실적 부진으로 인한 영향이 불가피할 것으로 판단되나 본격적인 신공장 효과와 해외 매출 비중 증가 등을 통해 하반기로 갈수록 성장세 회복 및 수익성 개선이 나타날 것으로 전망된다. 이에 2017년 실적은 매출액 2,576억원(+9.8%, yoy), 영업이익 279억원(+12.1%, yoy)을, 2018년 실적은 매출액 2,983억원(+15.8%, yoy), 영업이익 340억원(+21.9%, yoy)으로 추정한다.

Rating	매수(유지)
Target Price	40,000원
Previous	50,000원

■ 주가지표

KOSPI(04/14)	2,135P
KOSDAQ(04/14)	618P
현재주가(04/14)	28,650원
시가총액	3,552억원
총발행주식수	1,240만주
120일 평균거래대금	188억원
52주 최고주가	49,350원
최저주가	27,750원
유동주식비율	35.8%
외국인지분율(%)	7.29%
주요주주	기중현 외1인(61.4%) PKG Group, LLC(6.8%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	1,688	121	87	87	868	—	—	—	7.2%	10.5%	8.0%
2015A	1,991	189	153	153	1,466	27.8	3.2	16.5	9.5%	12.4%	11.3%
2016A	2,346	249	209	209	1,687	22.8	2.7	12.7	10.6%	11.7%	13.1%
2017F	2,576	279	232	232	1,869	15.5	1.8	11.6	10.8%	12.2%	13.8%
2018F	2,983	340	276	276	2,227	13.0	1.6	9.0	11.4%	12.9%	15.9%

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표1〉 실적 추이 및 전망

연결 손익	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'15	'16	'17E	'18E
매출액	549	632	596	569	582	676	664	654	1,991	2,346	2,576	2,983
yoy	19.9%	21.1%	28.7%	3.8%	6.0%	7.1%	11.3%	15.0%	18.0%	17.8%	9.8%	15.8%
영업이익	59	102	55	33	60	104	64	51	189	249	279	340
yoy	248.4%	31.6%	64.3%	-45.5%	2.1%	2.3%	15.5%	53.8%	55.3%	32.0%	12.1%	21.9%
영업이익률	10.7%	16.1%	9.3%	5.8%	10.3%	15.4%	9.6%	7.8%	9.5%	10.6%	10.8%	11.4%
당기순이익	50	82	30	48	45	89	51	47	153	209	232	276
순이익률	9.1%	12.9%	5.0%	8.4%	7.7%	13.2%	7.7%	7.2%	7.7%	8.9%	9.0%	9.3%

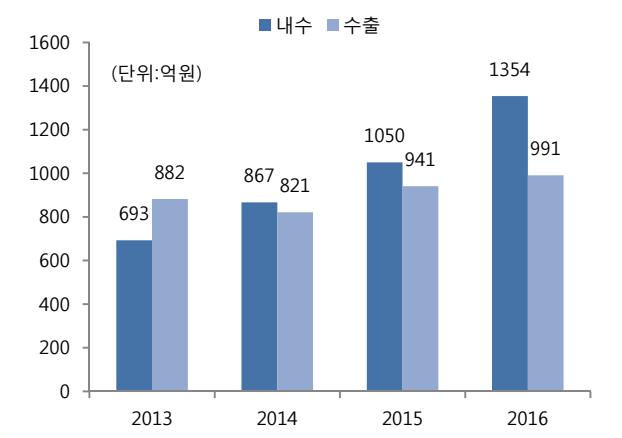
자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 실적 추정치 변경 내역

	2016	1Q17(E)			2017(E)		
		기준	변경	변동률	기준	변경	변동률
매출액	2,346	602	582	-3.3%	2,719	2,576	-5.3%
영업이익	249	59	60	1.7%	304	279	-8.2%
OPM(%)	10.6	9.8	10.3	-0.5%p	11.2	10.8	-0.4%p
당기순이익	209	45	45	0.0%	238	232	-2.5%

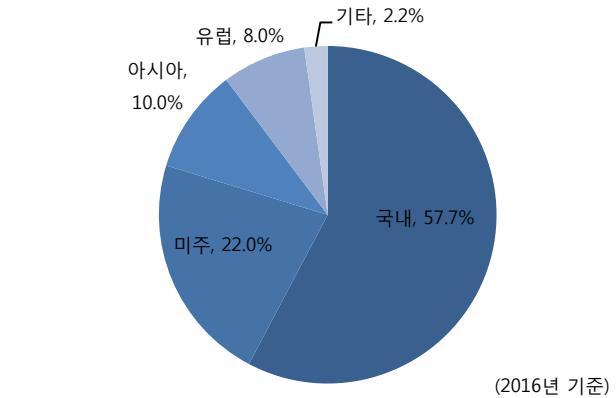
자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표3〉 내수/수출 매출 추이



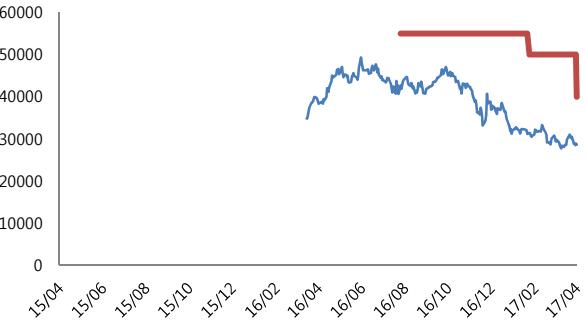
자료: 연우, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 지역별 매출 비중



자료: 연우, 한양증권 리서치센터

TP Trend



Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 종수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:최서연)
- 기업 투자의견

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

 ※ 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자의견

비중확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자의견 비율공시(기준: 2017.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	89%	11%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
연우	115960	2016.08.08	매수(신규)	55,000원
		2016.10.31	매수(유지)	55,000원
		2016.12.12	매수(유지)	55,000원
		2017.02.06	매수(유지)	50,000원
		2017.04.17	매수(유지)	40,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

HANYANG SECURITY

본점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프리자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자 의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.