

Company Update



박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com
02 2020 7850

윤선영
Research Associate
sy85.yoon@samsung.com
02 2020 7837

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	45,000원 (11%)
현재주가	40,600원
Bloomberg code	044820 KS
시가총액	5,518억원
Shares (float)	13,592,714주 (75.23%)
52주 최저/최고	42,550원/14,000원
60일-평균거래대금	97.21억원
One-year performance	1M 6M 12M
코스맥스 (%)	+9.4 +48.4 +137.4
Market 지수 대비 (%pts)	+4.8 +42.1 +139.1

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	45,000	38,700	16.3
2012E EPS	1,667	1,667	0.0
2013E EPS	1,955	1,923	1.7
2014E EPS	2,723	2,712	0.4

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	8
Target price vs I/B/E/S mean	7.2%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	12.0%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	Buy

코스맥스 (044820)

장기적으로 브랜드 업체들의 ODM 의존도 심화 전망

WHAT'S THE STORY?

Event: 국내 화장품 업체들의 장기적인 성장 키워드는 세가지. 합리적 가격, 빠른 변화, 그리고 해외 진출.

Impact: 합리적 가격, 빠른 변화에 대응하기 위한 브랜드 업체들의 기술력 있는 ODM 업체에 대한 의존도는 높아질 가능성이 높다 판단. 한편 이러한 변화들은 비단 국내에만 국한되지 않을 것이라 측면에서 ODM의 직간접적 해외 진출도 더욱 활발해질 수 있을 것으로 기대.

Action: 목표주가를 기존 38,700원에서 45,000원으로 상향조정하며 BUY 투자의견 유지. 목표주가 상향조정 이유는 밸류에이션 시점을 2013년으로 이동하며 목표배수 23배를 유지하기 때문. 이는 현재 글로벌 화장품 업체들의 평균 대비 10% 할인된 것으로, 1) 2013년은 투자기이기 때문에 EPS 성장률이 잠시 둔화되나 회수기에 들어가는 2014년에는 단연 압도적인 성장세를 회복할 것이라는 점, 2) 2013년 중국 사업 확장, 인도네시아 사업 본격 개시 등 탈-한국에 가장 앞장서 성공적인 행보를 보이고 있다는 점, 3) 그리고 위에 언급한 바와 같이 ODM 업체의 supply chain 내 bargaining power 변화도 지속될 것으로 전망되어, 브랜드 업체들 대비 할증은 합당하다 판단.

THE QUICK VIEW

ODM 업체의 supply chain 내 bargaining power 변화 지속 전망: 인구 고령화 및 1인 가구 증가에 따른 '합리적 가격'의 제품에 대한 수요가 장기적으로 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상됨에 따라, 원가율을 낮추기 위한 브랜드 업체들의 노력 속에 생산 아웃소싱 의존은 높아질 가능성이 높다 판단. 또한 (인터넷 등을 통한 정보 교류 발달로) 빠른 변화에 대한 소비자들의 요구가 높아지며, 즉 product life cycle이 단축되며, 제품 개발 여력과 설비 효율성 등 감안시, 브랜드 업체들의 ODM과의 부담 분담이 불가피하다 판단. 이 또한 브랜드업체-ODM 간의 관계 변화를 의미. 한편, 위의 변화들은 비단 국내에만 한정되지 않을 것이라 측면에서 ODM들의 직간접적 해외 진출은 supply chain 내 다른 업체들보다 용이할 것으로 전망. 이에 대응하기 위해 향후 2년간 있을 1) 국내 화장품 생산능력 확장 (2H13), 2) 중국 광저우 공장 준공 및 가동 (4Q12~1Q13), 3) 인도네시아 자카르타 공장 인수 및 가동 (4Q12~2Q13)은 시의 적절해 보임.

리스크 = 기회: 약점을 찾아보기 힘든 동사의 최대 약점은 재무구조. 2000년대 중반부터 시작된 해외 진출 (2004년 중국 상해 진출) 및 사업 다각화 (2007년 일진제약 인수) 전략이 계속 유지되는 가운데, 최근에는 급증하는 수요에 대응하기 위한 생산능력 확장까지 겹치며 부채비율이 상승하고 있음. 2011년 226%였던 부채비율은 2분기말 현재 239%까지 상승해 있는 상황. 성장 지속뿐만 아니라 경쟁자 진입장벽 강화를 위해선 투자 지속이 불가피하다 판단. 이에 동사의 재무 리스크는 평가 절하되어서도 안되나, 투자 지속에 따른 성장 가능성 또한 평가 절하되어선 안된다 생각.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	244	316	383	495
순이익 (십억원)	11	23	27	37
EPS (adj) (원)	847	1,667	1,955	2,723
EPS (adj) growth (%)	25.5	96.8	17.3	39.2
EBITDA margin (%)	8.9	11.8	11.9	12.3
ROE (%)	20.4	32.4	29.6	31.6
P/E (adj) (배)	48.0	24.4	20.8	14.9
P/B (배)	9.7	7.4	5.7	4.3
EV/EBITDA (배)	28.6	16.6	13.8	10.3
Dividend yield (%)	0.5	0.7	0.9	1.1

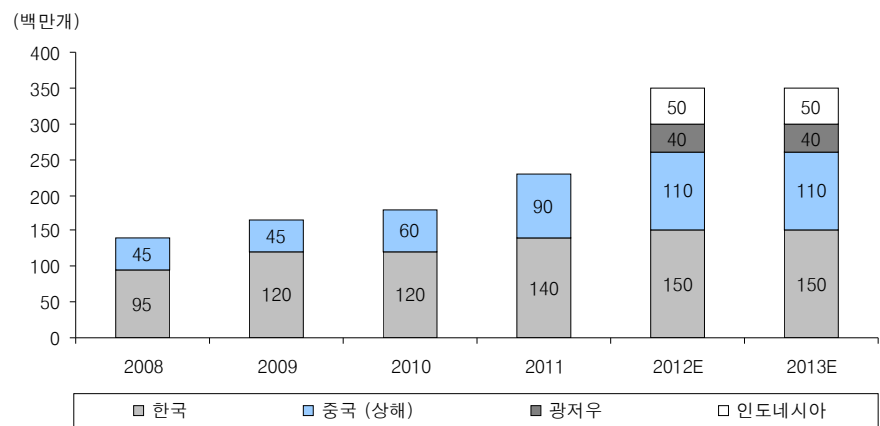
자료: 삼성증권 추정

부문별 실적 전망

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
(십억원)					
매출액	203.7	244.0	315.8	383.2	495.5
코스맥스 코리아	137.7	145.3	177.3	200.4	240.4
코스맥스 차이나	25.2	40.9	61.3	79.7	119.6
코스맥스 광저우				4.0	10.0
코스맥스 인도네시아				1.0	1.5
일진제약	25.9	42.0	58.8	76.4	99.4
쓰리애플즈 코스메틱스	8.0	7.8	10.2	13.2	15.9
쓰리에이팜	6.9	7.9	8.2	8.4	8.7
영업이익	12.7	16.9	31.2	37.9	51.5
세전이익	10.6	14.1	27.8	34.0	47.3
순이익	10.1	11.5	22.6	26.5	36.9
(이익률, %)					
영업이익	6.2	6.9	9.9	9.9	10.4
세전이익	5.2	5.8	8.8	8.9	9.6
순이익	5.0	4.7	7.2	6.9	7.4
(전년대비, %)					
매출액		19.8	29.4	21.3	29.3
코스맥스 코리아		5.5	22.0	13.0	20.0
코스맥스 차이나		62.1	50.0	30.0	50.0
코스맥스 광저우					150.0
코스맥스 인도네시아					50.0
일진제약		61.9	40.0	30.0	30.0
쓰리애플즈 코스메틱스		(1.6)	30.0	30.0	20.0
쓰리에이팜		15.6	3.0	3.0	3.0
영업이익		32.6	84.9	21.4	35.9
세전이익		33.6	96.8	22.3	39.2
순이익		13.8	96.8	17.3	39.2

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

코스맥스 화장품 계열사 생산능력 추이



참고: 연말 기준

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	204	244	316	383	495
코스맥스 코리아	138	145	177	200	240
코스맥스 차이나	25	41	61	80	120
코스맥스 광저우	0	0	0	4	10
일진제약	26	42	59	76	99
매출원가	171	205	257	311	400
매출총이익	33	39	59	72	95
(매출총이익률, %)	16.0	15.8	18.7	18.9	19.2
판매비 및 기타영업비용	20	22	28	34	44
영업이익	13	17	31	38	51
(영업이익률, %)	6.2	6.9	9.9	9.9	10.4
순금융이익	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)
순외환이익	0	0	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	(0)	0	1	1	1
세전이익	11	14	28	34	47
법인세	0	3	5	7	10
(법인세율, %)	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
순이익	10	11	23	27	37
(순이익률, %)	5.0	4.7	7.2	6.9	7.4
비지배주주순이익	1	(0)	(0)	(0)	(0)
영업순이익*	8	11	23	27	37
EBITDA	16	22	37	46	61
(EBITDA 이익률, %)	8.0	8.9	11.8	11.9	12.3
연결 EPS (원)	769	844	1,662	1,950	2,716
수정 EPS (원)*	616	830	1,667	1,955	2,723
주당배당금 (보통, 원)	200	200	300	350	450
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	26.7	23.4	17.9	17.8	16.4

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	8	17	14	22	23
순이익	10	11	23	27	37
유·무형자산 상각비	3	5	6	8	10
순외환관련손실 (이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	22	33	33	39	52
순운전자본감소 (증가)	(14)	(16)	(19)	(17)	(29)
기타	0	0	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(10)	(32)	(20)	(30)	(15)
설비투자	(10)	(29)	(3)	(30)	(15)
Free cash flow	(9)	(27)	(7)	(10)	6
투자자산의 감소(증가)	0	(0)	0	(0)	(0)
기타	0	(2)	(17)	(0)	0
재무활동에서의 현금흐름	(0)	22	1	8	(8)
차입금의 증가(감소)	4	25	3	12	(3)
자본금의 증가(감소)	2	(0)	0	0	0
배당금	(2)	(3)	(3)	(4)	(5)
기타	(5)	(0)	0	0	0
현금증감	(2)	7	(5)	0	0
기초현금	5	3	10	5	5
기말현금	3	10	5	5	5

참고: * 일회성 항목 제외

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	69	101	120	145	181
현금 및 현금등가물	5	13	8	8	8
매출채권	39	48	62	75	98
재고자산	22	36	47	57	73
기타	4	3	3	5	2
비유동자산	74	99	108	125	131
투자자산	5	6	6	6	6
(지분법증권)	1	1	1	1	1
유형자산	63	88	97	115	120
무형자산	3	3	3	3	3
기타	3	3	3	3	3
자산총계	143	199	228	270	312
유동부채	81	114	125	145	153
매입채무	14	21	27	33	43
단기차입금	42	55	61	75	73
기타 유동부채	25	37	37	37	37
비유동부채	10	24	25	25	26
사채 및 장기차입금	4	15	14	12	11
기타 장기부채	6	9	11	12	15
부채총계	91	138	150	170	179
지배주주지분	50	60	78	100	132
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	16	16	16	16	16
이익잉여금	31	39	59	82	114
기타	(4)	(2)	(5)	(5)	(5)
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	51	61	78	101	133
순부채	43	60	68	80	77
주당장부가치 (원)	3,387	4,190	5,463	7,116	9,485

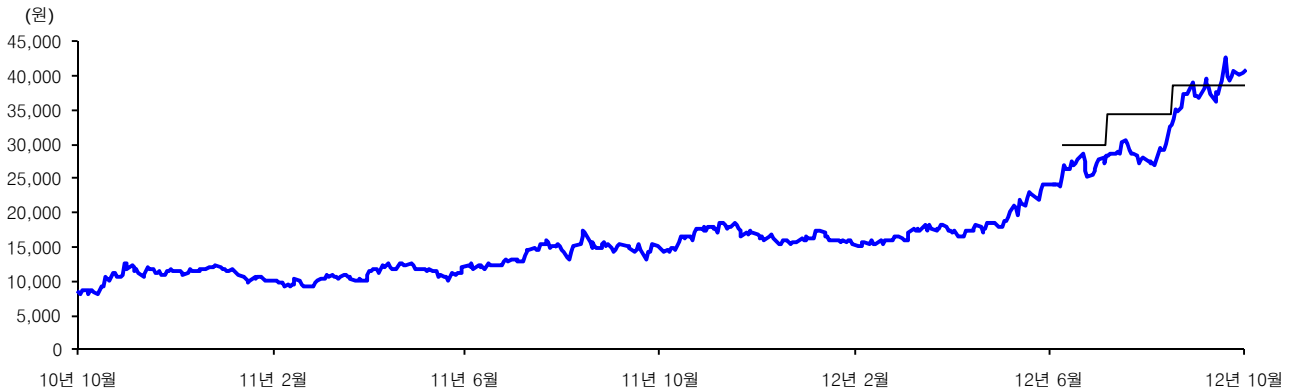
재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	59.6	19.8	29.4	21.3	29.3
영업이익	88.5	32.6	84.9	21.4	35.9
세전이익	40.0	33.6	96.8	22.3	39.2
순이익	52.1	13.8	96.8	17.3	39.2
EBITDA	40.4	57.6	72.2	22.7	33.6
수정 EPS*	nm	nm	96.8	17.3	39.2
비율 및 회전					
ROE (%)	22.4	20.4	32.4	29.6	31.6
ROA (%)	7.6	6.7	10.6	10.6	12.7
ROIC (%)	13.9	13.5	19.9	18.8	21.2
순부채비율 (%)	84.4	97.5	86.6	79.6	58.0
이자보상배율 (배)	4.9	5.1	7.5	8.2	10.5
매출채권 회수기간 (일)	68.3	65.2	63.7	65.6	63.7
매입채무 결제기간 (일)	24.0	26.2	27.9	28.7	27.9
재고자산 보유기간 (일)	37.3	43.3	48.0	49.4	48.0
Valuations (배)					
P/E	60.2	48.0	24.4	20.8	14.9
P/B	12.0	9.7	7.4	5.7	4.3
EV/EBITDA	38.2	28.6	16.6	13.8	10.3
EV/EBIT	47.6	35.6	19.5	16.4	12.1
배당수익률 (보통, %)	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 5일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/6/13	7/11	8/20	10/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	30,000	34,500	38,700	45,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★ (매도★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상