

코스온 (069110.KQ)

Company Comment | 2015. 3. 25

코스맥스와 한국콜마의 3년전 모습이 그려진다

2015년 본격적인 성장이 기대됨. 이는 아모레퍼시픽향 매출 확대, 중국 신규 수요처 확대, 국내 기업들의 화장품시장 진출에 따른 수요 확대 등에 기인. 실적 급증세 감안 하면 동사의 밸류에이션은 여전히 경쟁업체대비 매력적인 수준으로 판단

실적으로 모든 것을 보여줄 코스온

- 동사의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 139억원(+416% y-y, +33% q-q), 17억원(흑전 y-y, +51% q-q, 영업이익률 12.3%)을 기록할 것으로 추정. 이는 지난해부터 아모레퍼시픽, YG엔터의 문샷, 토니모리, 에뛰드, 네이처리퍼블릭 등 주요 수요처의 물량 확대에 기인. 또한 아카타, 일동제약, 롯데홈쇼핑, 중국 유통업체 등 신규수요처 확대에 따른 매출성장 기대. 2분기 매출액과 영업이익도 각각 201억원(+284% y-y, +44% q-q), 27억원(+528% y-y, +59% q-q, 영업이익률 13.5%)으로 분기별 사상 최고실적 지속 전망. 하반기에도 매출액 620억원 이상 가능할 전망이어서 외형성장 및 수익성 큰 폭 개선 기대
- 2015년 동사의 매출액과 영업이익은 967억원(+265% y-y), 134억원(+516% y-y, 영업이익률 13.9%)을 기록할 것으로 전망. 이는 기존 주요 수요처뿐만 아니라 국내 신규 수요처(유통업체, 홈쇼핑, 화장품업체 등) 확대, 중국시장 성장 지속 등이 예상되기 때문. 현재 생산가능 매출액은 1,500억원 내외이며 중국 신공장, 아웃소싱 등 감안하면 추가 매출도 충분히 가능할 것으로 판단

한국 대표 ODM업체인 코스맥스와 한국콜마의 3년 전 모습과 유사

- 동사에 대한 투자 의견 Buy 유지하고, 목표주가는 기존 25,000원에서 34,000원으로 36% 상향함. 이는 2015년, 2016년 EPS를 기존 추정치 대비 각각 7.9%, 16.8% 상향했기 때문
- 동사는 한국 대표 ODM(제조사개발생산)업체인 코스맥스와 한국콜마가 3년 전 성장 하던 모습과 유사해 보임. 성장하던 시점의 경쟁업체 PER 50배에 비하면 동사의 현재 주가수준은 여전히 매력적이라고 판단. 참고로 동사의 2016년 기준 PER은 26배 내외임

코스온 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E				2Q15F
					당사	y-y	q-q	Consen	
매출액	2.7	5.2	8.1	10.5	13.9	415.8	33.2	16.8	20.1
영업이익	-0.2	0.4	0.8	1.1	1.7	흑전	51.6	1.7	2.7
영업이익률	-7.6	8.3	10.1	10.8	12.3			10.1	13.5
세전이익	-0.5	0.0	0.4	0.7	1.2	흑전	73.4	1.8	2.3
지배지분순이익	-0.5	0.0	0.4	0.7	1.2	흑전	67.8	1.6	1.9

주: K-IFRS 개별 기준

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

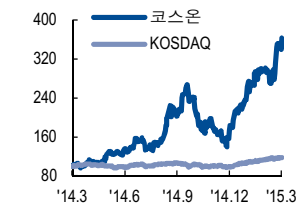
Buy (유지)

목표주가 34,000원 (상향)

현재가 ('15/03/24) 22,950원

업종	화장품
KOSPI	2,041.37
KOSDAQ	641.87
시가총액(보통주)	375.5십억원
발행주식수(보통주)	16.4백만주
52주 최고가('15/03/24)	22,950원
최저가('14/04/07)	6,100원
평균거래대금(60일)	9.7십억원
배당수익률(2013)	0.00%
외국인지분율	5.7%

Price Trend



Analyst 하석원

02)768-7608, paul.hah@nhwm.com

코스온 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	26.5	96.7	140.3	171.1
	- 수정 전	-	84.1	102.6	128.2
	- 변동률	-	15.0	36.7	33.4
영업이익	- 수정 후	2.2	13.4	20.3	25.3
	- 수정 전	-	10.2	13.5	17.3
	- 변동률	-	32.1	50.2	46.3
영업이익률 (수정 후)		8.2	13.9	14.5	14.8
EBITDA		3.0	15.0	21.8	26.7
순이익 (지배주주지분)		0.5	10.0	15.1	19.5
EPS	- 수정 후	38	593	870	1,127
	- 수정 전	-	550	745	953
	- 변동률	-	7.9	16.8	18.2
PER		326.6	38.7	26.4	20.4
PBR		8.3	7.9	6.1	4.7
EV/EBITDA		65.5	24.5	16.8	13.4
ROE		3.2	27.1	26.0	25.9

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판관비)임

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코스온 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	10	15	20	25	31	34	43	56	73	96	127	171
Shareholder's equity	51	66	85	111	142	176	219	275	348	444	571	742
Forecast ROE(FROE)	27.1%	26.0%	25.9%	26.0%	24.9%	21.4%	21.9%	22.6%	23.3%	24.2%	25.1%	26.1%
Spread(FROE-COE)	18.4%	17.3%	17.2%	17.3%	16.2%	12.7%	13.2%	13.9%	14.6%	15.5%	16.4%	17.4%
Residual income	7	10	13	17	20	20	26	34	46	61	83	114
Cost of equity(COE)	8.7%											
Beta	0.8											
Market risk premium(Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate(Rf)	3.1%											
Beginning shareholder's equity	24											
PV of forecast period RI	222											
PV of continuing value	296											
Equity value(C+P)	542											
No of shares(common, mn)	17,313											
		12m TP										
Fair price(C)		34,027										
Current price(C)		22,950										
Upside(-downside)		48.3%										
Implied P/B(x)		18.5										
Implied P/E(x)		51.4										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

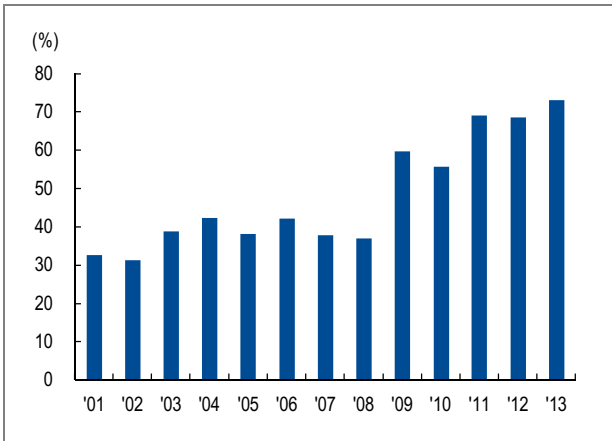
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1조~10조원 + 'A0'이상	M-cap 2천억~1조원+'BBB+'이상	M-cap 2천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

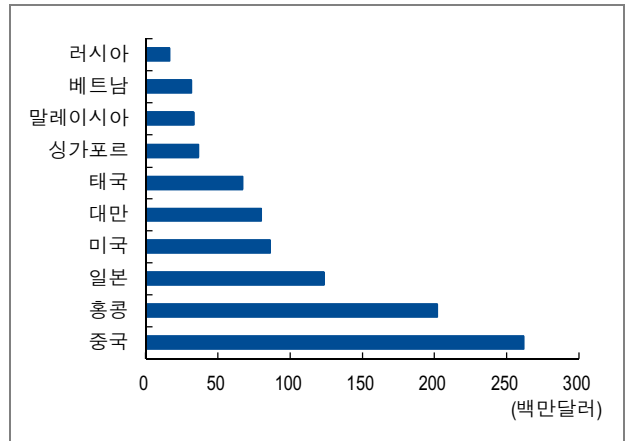
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

중국인 관광객 주요 쇼핑 품목 설문: 향수, 화장품 응답률



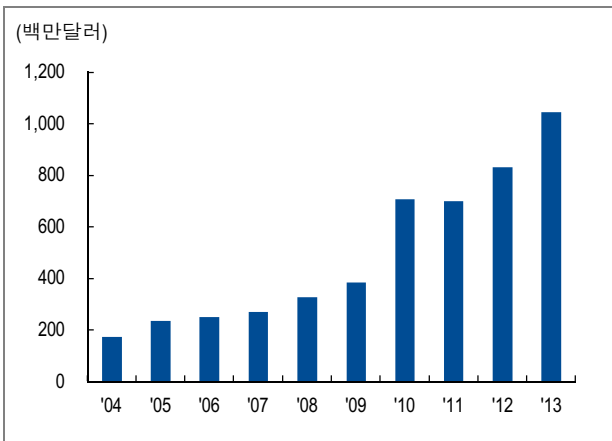
주: 방한 중국인 관광객 대상 설문조사, 타 품목 중복응답 포함
자료: 통계청, NH투자증권 리서치센터

화장품 최대 수출대상국: 중국과 동남아시아



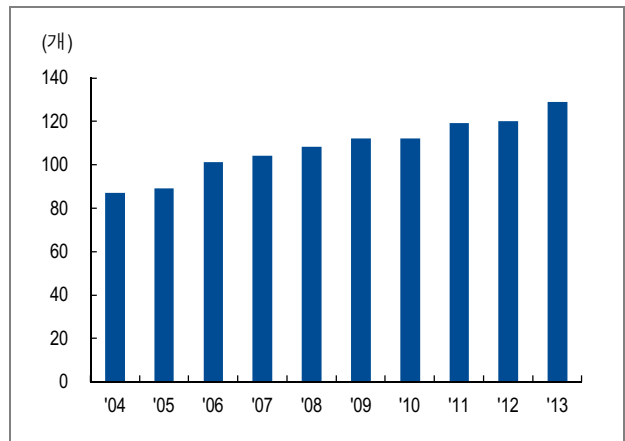
주: 2013년 기준
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

연도별 화장품 수출액



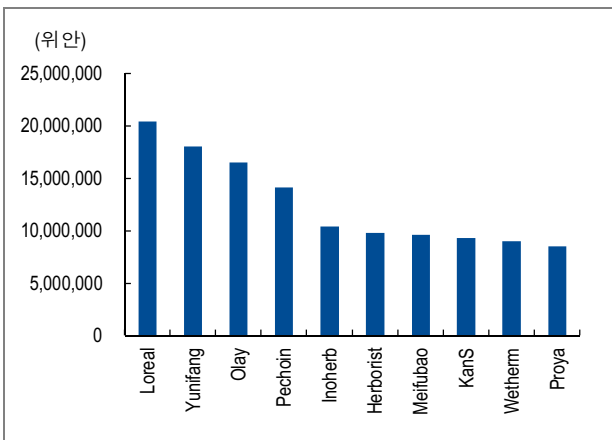
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

연도별 수출대상국 수



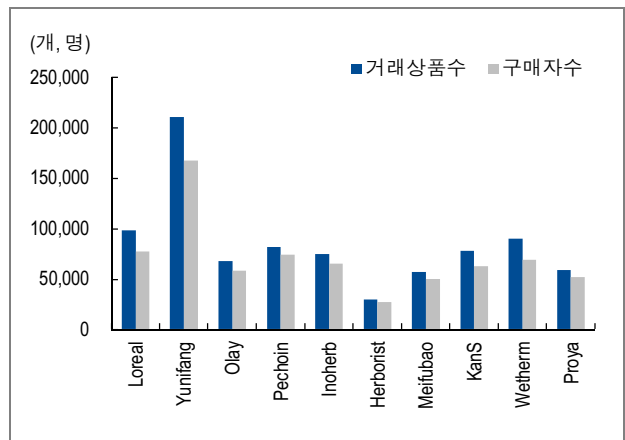
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

브랜드별 중국 내 화장품 거래금액



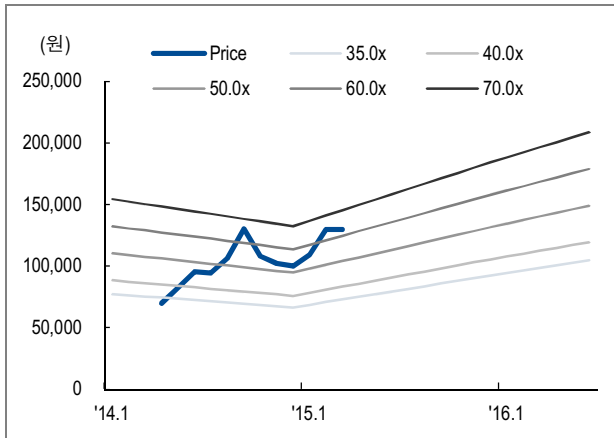
자료: 언론보도자료, NH투자증권 리서치센터

브랜드별 중국 내 화장품 거래상품 수 및 구매자 수



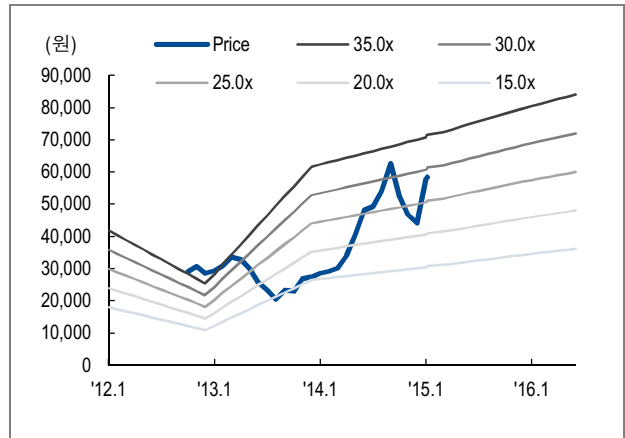
자료: 언론보도자료, NH투자증권 리서치센터

코스맥스 Forward PER Band



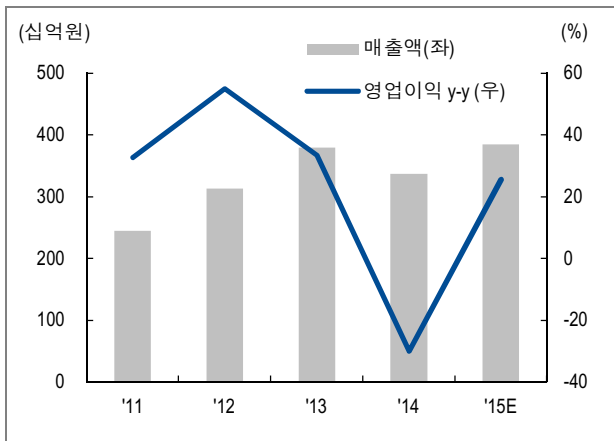
자료: NH투자증권 리서치센터

한국콜마 Forward PER Band



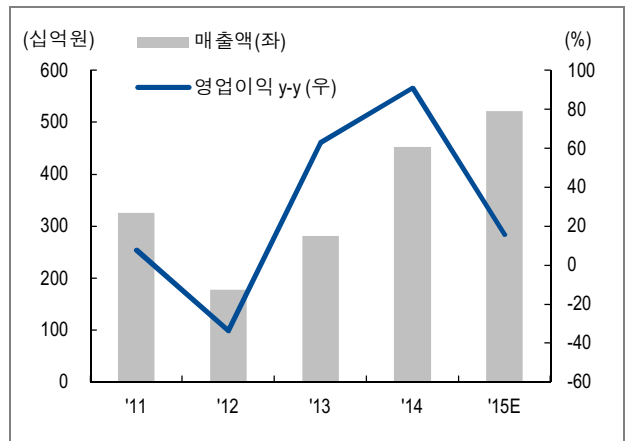
자료: NH투자증권 리서치센터

코스맥스 실적 추이



자료: NH투자증권 리서치센터

한국콜마 실적 추이



자료: NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	26	97	140	171
증감률 (%)	150.1	265.2	45.0	22.0
매출원가	20	68	98	119
매출총이익	6	29	43	52
Gross 마진 (%)	24.3	29.8	30.3	30.6
판매비와 일반관리비	4	15	22	27
영업이익 (GP-SG&A)	2	13	20	25
증감률 (%)	흑전	517.9	51.3	24.5
OP 마진 (%)	8.2	13.9	14.5	14.8
EBITDA	3	15	22	27
영업외손익	-2	-2	-2	0
금융수익(비용)	-2	-2	-1	0
기타영업외손익	0	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	1	12	19	25
법인세비용	0	2	4	6
계속사업이익	1	10	15	20
당기순이익	1	10	15	20
증감률 (%)	흑전	1,780.6	50.0	29.5
Net 마진 (%)	2.0	10.4	10.7	11.4
지배주주지분 순이익	1	10	15	20
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	1	10	15	20

VALUATION INDEX

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	326.6	38.7	26.4	20.4
PER (High,X)	456.7	39.3	26.8	20.7
PER (Low,X)	140.7	20.9	14.3	11.0
PBR (X)	8.3	7.9	6.1	4.7
PBR (High,X)	11.6	8.0	6.2	4.7
PBR (Low,X)	3.6	4.3	3.3	2.5
PCR (X)	44.8	26.6	18.6	14.5
PSR (X)	6.6	4.0	2.8	2.3
PEG (X)	1.6	1.1	0.9	1.0
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	2.9	1.2	1.1	1.1
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	3.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (X)	65.5	24.5	16.8	13.4
EV/EBIT (X)	89.2	27.3	18.0	14.1
Enterprise Value	194	367	365	357
EPS CAGR (3년) (%)	210.4	35.3	27.8	20.4
EBITPS CAGR (3년) (%)	112.0	32.3	23.7	18.2
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	94.7	29.3	22.3	17.2
주당EBIT (W)	154	795	1,175	1,463
주당EBITDA (W)	209	885	1,258	1,543
EPS (W)	38	593	870	1,127
BPS (W)	1,477	2,917	3,787	4,914
CFPS (W)	275	862	1,233	1,579
SPS (W)	1,868	5,716	8,101	9,883
DPS (W)	0	0	0	0

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	-3	-3	5	12
당기순이익	1	10	15	20
+ 유/무형자산상각비	1	2	1	1
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	4	15	21	27
- 운전자본의증가(감소)	-6	-15	-11	-9
투자활동 현금흐름	-5	-3	-3	-4
+ 유형자산의감소	0	1	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-3	-3	-5	-4
+ 투자자산의매각(취득)	-3	0	1	-1
Free Cash Flow	-5	-6	0	9
Net Cash Flow	-8	-6	2	8
재무활동 현금흐름	11	16	-1	-1
자기자본 증가	12	17	0	0
부채증감	-1	-1	-1	-1
현금의증가	4	10	1	7
기말현금 및 현금성자산	9	19	19	26
기말 순부채(순현금)	3	-8	-10	-19

RIM & EVA

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-5.9	17.4	16.8	16.9
Residual Income	-1.0	6.8	10.0	13.0
12M RIM Target Price (W)	34,027			
EVA				
투자자본	22.7	36.1	46.9	55.1
세후영업이익	2.2	11.4	16.3	19.8
투자자본이익률 (%)	14.2	38.9	39.2	38.7
투자자본이익률 - WACC (%)	4.2	29.1	30.0	29.8
EVA	1.0	10.5	14.1	16.4
DCF				
EBIT	2.2	13.4	20.3	25.3
+ 유/무형자산상각비	1	2	1	1
- CAPEX	-2.8	-3.4	-4.5	-3.6
- 운전자본증가(감소)	-5.9	-14.7	-11.5	-8.5
Free Cash Flow for Firm	6.1	24.2	24.7	26.1
WACC				
타인자본비용 (COD)	11.4	9.9	9.3	9.0
자기자본비용 (COE)	9.0	9.7	9.2	9.0
WACC(%)	10.0	9.8	9.2	9.0

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

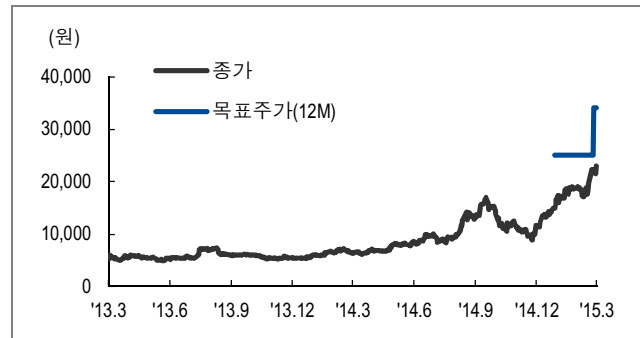
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	9	19	19	26
매출채권	11	20	28	34
유동자산	26	54	69	87
유형자산	11	12	15	17
투자자산	4	4	2	3
비유동자산	15	16	17	20
자산총계	41	70	87	107
단기성부채	1	3	2	2
매입채무	4	7	11	13
유동부채	6	11	14	16
장기성부채	11	8	7	6
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	11	8	7	6
부채총계	17	19	21	22
자본금	8	10	10	10
자본잉여금	17	32	32	32
이익잉여금	-2	8	23	43
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	24	51	66	85

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	3.2	27.1	26.0	25.9
총자산이익률 (ROA) (%)	1.7	18.2	19.3	20.1
투자자본이익률 (ROIC) (%)	14.2	38.9	39.2	38.7
EBITDA/ 자기자본 (%)	12.6	29.7	33.2	31.4
EBITDA/ 총자산 (%)	7.3	21.5	25.1	24.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금 (십억원)	0	0	0	0
보통주 주당현금배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	11.3	-16.3	-15.8	-22.0
중부채/ 자기자본 (%)	71.9	37.9	32.3	26.0
순이자비용/ 매출액 (%)	4.9	1.3	0.8	0.6
EBIT/ 순이자비용 (X)	1.7	10.4	17.9	26.0
유동비율 (%)	419.4	483.2	487.7	534.9
당좌비율 (%)	332.8	352.4	338.2	374.7
총발행주식수 (mn)	16	17	17	17
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	12,300	22,950	22,950	22,950
시가총액 (십억원)	191	376	376	376

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코스온	069110.KQ	2015.03.25	Buy	34,000원(12개월)
		2015.01.21	Buy	25,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자의견을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코스온'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.