

코스맥스 (192820)

매수 (유지)

목표주가 270,000원
현재가 (8/12) 183,000원

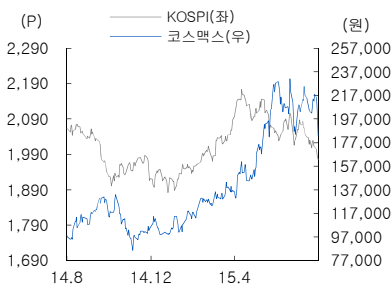
KOSPI (8/12)	1,975.47pt
시가총액	1,647십억원
발행주식수	9,000천주
액면가	500원
52주 최고가	231,000원
최저가	85,600원
60일 일평균거래대금	30십억원
외국인 지분율	20.9%
배당수익률 (2015F)	0.3%

주주구성	
코스맥스비티아이 외 3	25.82%
국민연금	10.40%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	55%	93%
절대기준	2%	52%	100%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	270,000	270,000	-
EPS(15)	3,573	3,417	▲
EPS(16)	4,954	4,897	▲

코스맥스 추가추이



안 지 영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

서프라이즈! 실질적 글로벌 No.1 임박

- 15.2Q(연결,yoy) 매출액 +44.6%, 영업이익 +23.4%, 순이익 +32.8% 추정치 및 컨센서스 상회
- 매출액은 한국(+31% yoy)과 중국(+88% yoy) 영업 호조 및 고객사 증가, 중국 opm 10% 지속
- 세전이익 법인세율 인상(24.2% +2.2%p yoy)과 미국 가동 비용과 인도네시아 외화환산손 영향
- 중국 내수 고객사 확대로 고성장 지속 전사 매출 비중의 2015년 40%(14년 32%) 전망치 유지
- 글로벌 ODM 1위인 인터코스(14년 매출액 4,700억원) 대비 경쟁우위 충분
- 하반기 화장품업종 내 옥석가리 중 '옥' 확산 시장 영향에 따른 과도한 조정 판단. 매수유지

Review: 글로벌 경쟁우위 확인, IBK추정치와 컨센서스 상회

코스맥스의 연결기준 2015년 2분기 실적은 매출액 1,483억원(+44.6% yoy), 영업이익 138억원(+23.4% yoy)을 시현했다. IBK추정치와 컨센서스대비 매출액과 영업이익 모두 크게 상회했다. 실적 서프라이즈의 가장 큰 요인은 1)기대 이상의 한국의 고성장(매출액 +31%, 영업이익+25%, 순이익+52%과 2) 중국의 고성장(매출액+88%, 순이익+43%)에 근거한다. 한국은 전체적인 프로덕트믹스 강화와 PB강화를 통한 신규 고객사 확대, 중국은 바이체링을 중심으로 내수업체들의 전체적인 주문 증가에서 확인된다.

글로벌 1위도 가본적 없는 길, 목표주가 270,000원 유지

목표주가 270,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2015년 Forward 기준 국내와 중국의 영업순이익에 근거한 부문별 사업가치를 적용을 유지한다. 화장품 업종 전반에 걸친 높은 밸류에이션임에도 불구하고 OEM/ODM 대표 Premium을 적용한 이유는 1) 중국 내수 업체들의 빠른 성장으로 중국 ODM 시장 확대에 편승하는 수익모델로 강화 2) Post 중국을 구축하며 글로벌 1위를 압박하는 성장 모멘텀에 근거한다. 또한 2분기부터는 지난해 기업분할로 인한 회계적 요인이 제거되며 전사적 비용 이슈가 안정화를 전망하기 때문이다. 코스맥스는 국내에서 전문 OEM/ODM 2위지만 중국 내수에서는 글로벌 1위인 이태리의 인터코스(14년 매출액 4,761억원)를 압박할 정도로 부상하고 있다. 중국 내수 브랜드 비중이 80%에 육박하는 가운데 상해 포지셔닝 1~2위의 바이체링(Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd)과 합작설비(1억개)를 확정했기 때문이다. 이는 중국 내 한국 업체뿐만 아니라 글로벌 Top-tier에 이어 중국 대표기업들의 주문이 급증하고 있음을 방증한 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	379	336	536	654	757
영업이익	35	24	43	59	68
세전이익	30	22	37	52	61
지배주주순이익	22	17	32	45	52
EPS(원)	0	2,230	3,573	4,954	5,764
증가율(%)	na	na	60.2	38.7	16.3
영업이익률(%)	9.2	7.2	8.0	8.9	8.9
순이익률(%)	6.4	4.7	5.4	6.1	6.1
ROE(%)	25.5	18.9	33.9	34.6	30.1
PER	0.0	44.7	51.2	36.9	31.8
PBR	0.0	11.1	15.1	11.1	8.4
EV/EBITDA	0.0	33.3	34.4	26.9	24.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Review: 글로벌 경쟁우위 확인, IBK추정치와 컨센서스 상회

표 1. 코스맥스의 연결기준 2015년 2분기 실적 요약

(단위:백만원,%,p)

	14,2Q	15,1Q	15,2Q	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	102,588	116,358	148,325	27.47	44.58	133,500	11.10	135,673	9.33
영업이익	11,217	7,616	13,836	81.67	23.35	11,800	17.25	12,074	14.59
영업이익률	10.9	6.5	9.3	2.78	-1.61	8.8	0.49	8.9	0.43
세전이익	9,319	6,059	12,725	110.02	36.55	10,251	24.13	10,733	18.56
순이익	7,136	3,959	9,473	139.28	32.75	7,300	29.77	8,117	16.71

자료: 코스맥스, IBK투자증권

코스맥스의 연결기준 2015년 2분기 실적은 매출액 1,483억원(+44.6% yoy), 영업이익138억원(+23.4% yoy)를 시현했다. IBK추정치와 컨센서스대비 매출액과 영업이익 모두 크게 상회했다. 실적 서프라이즈의 가장 큰 요인은 1)기대 이상의 한국의 고성장(매출액+31%, 영업이익+25%, 순이익+52%과 2) 중국의 고성장(매출액+88%, 순이익+43%)에 근거한다. 한국은 전체적인 프로덕트믹스 강화와 PB강화를 통한 신규 고객사 확대, 중국은 바이체링을 중심으로 내수업체들의 전체적인 주문 증가에서 확인된다.

15년 중국 매출액 2,100억원(+70%) 전망, 광저우도 기대치 상회

2분기 결과 상회뿐만 아니라 중국 광저우 역시 예상치를 24% 상회하며 본격화가 확인되었다. 이미 상해를 중심으로 중국진출의 우위에 있는 코스맥스의 광저우 성장은 큰 의미가 있다. 최근 5년 사이 급성장하고 있는 중국 내수 업체들로부터 신규 주문이 본격화 하고 있기 때문이다. 공장 내 설비 다각화(스킨케어, 베이스메이크업에서 컬러 및 전제품 확대)와 주문량 증가로 광저우 매출액은 IBK추정치인 343억원(14년 170억원)에서 362억원으로 상향한다.

표 2. 코스맥스의 IFRS 연결기준 기존 실적 전망

(단위:억원,%,p)

	14,1Q	14,2Q	14,3Q	14,4Q	15,1Q	15,2Q(F)	15,3Q(F)	15,4Q(F)	2014	2015F	yoy	2016F	yoy
연결매출액	853	1,026	913	1,093	1,164	1,335	1,314	1,395	3,885	5,208	34.1	6,543	25.6
국내	665	781	670	788	810	927	821	890	2,904	3,448	18.7	3,714	7.7
중국	236	319	305	374	431	520	515	555	1,234	2,021	63.8	2,852	41.1
상해	228	295	273	335	370	456	425	455	1,131	1,706	50.8	2,201	29.0
광저우	22	33	48	62	76	79	85	103	165	343	107.9	721	110.2
인도네시아	1	3	2	5	4	6	7	9	11	26	144.5	45	75.1
미국					2	15	18	24	-	59	-	153	159.3
영업이익	83	112	49	43	76	118	101	115	287	410	42.9	586	42.9
국내	49	64	28	38	49	68	46	43	179	206	15.3	223	8.2
중국	26	49	22	29	44	55	67	85	126	251	99.1	305	21.7
순이익	67	71	34	20	40	73	61	95	192	269	39.9	394	46.7
영업이익률	9.7	10.9	5.4	3.9	6.5	8.8	7.7	8.2	7.4	7.9	0.5	9.0	1.1
국내	7.3	8.2	4.2	4.8	6.1	7.3	5.6	4.8	6.2	6.0	-0.2	6.0	0.0
중국	11.0	15.4	7.2	7.8	10.1	10.6	13.0	15.3	10.2	12.4	2.2	10.7	-1.7

자료: 코스맥스, IBK투자증권

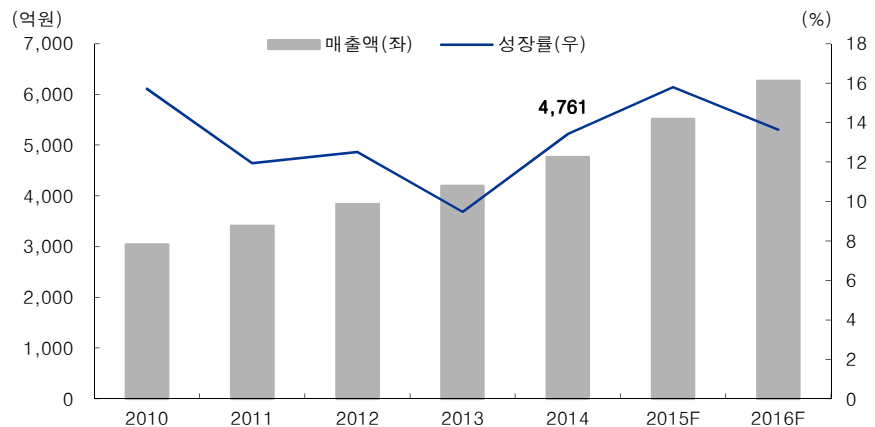
표 3. 코스맥스의 IFRS 연결기준 조정 실적 전망

(단위: 억원, %, p)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q(P)	15.3Q(F)	15.4Q(F)	2014	2015F	yoy	2016F	yoy
연결매출액	853	1,026	913	1,093	1,164	1,483	1,314	1,395	3,885	5,356	37.9	6,543	22.2
국내	665	781	670	788	810	1,022	821	890	2,904	3,543	22.0	3,714	4.8
중국	236	319	305	374	431	600	515	555	1,234	2,101	70.3	2,852	35.8
상해	228	295	273	335	370	507	425	455	1,131	1,757	55.3	2,201	25.3
광저우	22	33	48	62	76	98	85	103	165	362	119.1	721	99.4
인도네시아	1	3	2	5	4	4	7	9	11	23	123.2	45	91.8
미국					2	20	18	24	-	64	-	153	139.1
영업이익	83	112	49	43	76	138	101	115	287	431	50.0	586	36.1
국내	49	64	28	38	49	81	46	43	179	219	22.3	223	2.0
중국	26	49	22	29	44	60	67	85	126	256	103.1	305	19.3
순이익	67	71	34	20	40	95	61	95	192	290	51.2	400	37.8
영업이익률	9.7	10.9	5.4	3.9	6.5	9.3	7.7	8.2	7.4	8.0	0.7	9.0	0.9
국내	7.3	8.2	4.2	4.8	6.1	7.9	5.6	4.8	6.2	6.2	0.0	6.0	-0.2
중국	11.0	15.4	7.2	7.8	10.1	10.0	13.0	15.3	10.2	12.2	2.0	10.7	-1.5

자료: 코스맥스, IBK투자증권

그림 1. 글로벌 No.1 OEM 이태리의 인터코스 시사점 분석



자료: IBK투자증권

* 이태리 인터코스 14년 매출액 4,761억 원(중국 200억 원/ 적자) 추정

주요 고객사: 샤넬, 랑콤, 에스티로더, 맥크리스찬디올 등 글로벌 명품 브랜드 등 300여개사의 제품을 연구개발 및 생산 공급함

1972년 이태리 밀라노 본사 설립

유럽(5개사), 북미(2개사), 남미(1개사), 아시아(4개사)로 총 8개 국가 12개 지사와

아시아, 유럽, 북미 등 10개 국가에 12개 공장설비를 갖추고 있음

수출 지역은 유럽 46%, 미국 41%, 아시아 13%

매출 비중 파우더(29%), 립스틱(15%), 파운데이션(11%) 색조 60%

스킨케어 12%, 딜리버리 시스템 28%

표4. 코스맥스 Valuation 및 목표주가 유지

(단위: 원/억원%)

2015년, 2016년 추정EPS	2,950/ 4,900 → 3,573 / 4,954
12개월 Forward EPS	3,800 → 4,052
15년F-18F EPS CAGR	137% → 140%
기업가치 ①+②-③ 24,400	국내 사업가치 F/W 영업순이익에 근거한 수정 F/W 2015년 EPS 2,500 Target P/E 40배/ 기업가치: 9,000 ① (글로벌사와의 신규 주문증가 및 화장품 업종 평균 P/E 대비 20% Premium) 적용한
	중국 사업가치 F/W 영업순이익에 근거한 수정 F/W 2015년 EPS 3,600 Target P/E 50배/ 기업가치 16,200 ② 브랜드가치를 넘는 생산 노하우, 로컬비중 80% 중국 ODE/OEM 1위 업체 Premium (전사규모 2015년 글로벌 2위 추정) 중국 내 역대 최대규모 전문ODM/OEM 업체의 가치 부여
	기타 Value: 현재 비용이나 전사 Premium 근거 중장기 로열티 공정인수를 통한 인도네시아, 미국시장 커버리지 확대 15년F-18F 전사 매출액 CAGR 131% 고려 지배주주순이익 기준 Historically 5년 평균 P/E Band 44배 (국내 화장품업종 평균 P/E 50배 대비 10% Premium적용)
	순차입규모 800억원 ③
글로벌 1위 업체 인터코스 사업 현황	이태리 인터코스 14년 매출액 4,761억원(중국 200억원/ 적자) 추정 주요 고객사: 샤넬, 랑콤, 에스티로더, 맥, 크리스찬디올 등 글로벌 명품 브랜드 등 300여개사의 제품을 연구개발 및 생산·공급함 1972년 이태리 밀라노 본사 설립 유럽(5개사), 북미(2개사), 남미(1개사), 아시아(4개사) 로 총 8개 국가 12개 지사와 아시아, 유럽, 북미 등 10개 국가에 12개 공장설비를 갖추고 있음 수출 지역은 유럽 46%, 미국 41%, 아시아 13% 매출 비중 파우더(29%), 립스틱(15%), 파운데이션(11%) 색조 60% 스킨케어 12%, 딜리버리 시스템 28%
발행주식수	9,000 천주
목표주가	270,000

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	379	336	536	654	757
증가율(%)	21.3	-11.3	59.3	22.2	15.7
매출원가	313	280	446	538	623
매출총이익	66	56	90	116	134
매출총이익률 (%)	17.4	16.8	16.7	17.7	17.7
판매비	31	32	47	58	67
판매비율(%)	8.2	9.5	8.7	8.8	8.8
영업이익	35	24	43	59	68
증가율(%)	33.3	-30.1	77.0	36.0	15.7
영업이익률(%)	9.2	7.2	8.0	8.9	8.9
순금융손익	-4	-4	-6	-6	-7
이자손익	-4	-4	-6	-6	-7
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	2	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	30	22	37	52	61
법인세	6	6	8	12	14
법인세율	19.5	28.5	22.7	23.5	23.5
계속사업이익	24	16	29	40	47
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	16	29	40	47
증가율(%)	9.0	-35.3	84.0	37.9	16.3
당기순이익률 (%)	6.4	4.7	5.4	6.1	6.1
지배주주당기순이익	22	17	32	45	52
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	24	16	29	40	47
EBITDA	43	31	52	67	75
증가율(%)	34.2	-27.9	67.9	28.3	12.9
EBITDA마진율(%)	11.3	9.2	9.7	10.2	9.9

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	0	2,230	3,573	4,954	5,764
BPS	0	8,977	12,083	16,537	21,801
DPS	0	500	500	500	500
밸류에이션(배)					
PER	0.0	44.7	51.2	36.9	31.8
PBR	0.0	11.1	15.1	11.1	8.4
EV/EBITDA	0.0	33.3	34.4	26.9	24.1
성장성지표(%)					
매출증가율	21.3	-11.3	59.3	22.2	15.7
EPS증가율	na	na	60.2	38.7	16.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	25.5	18.9	33.9	34.6	30.1
ROA	8.9	5.0	7.7	8.5	8.6
ROIC	13.7	7.6	12.7	15.0	14.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	201.0	304.4	299.6	261.6	209.6
순차입금 비율(%)	99.6	165.2	134.6	104.7	94.9
이자보상배율(배)	7.3	6.0	7.3	8.6	9.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.8	4.0	4.8	4.5	4.4
재고자산회전율	7.9	6.0	8.0	7.7	7.4
총자산회전율	1.4	1.1	1.4	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	159	178	244	317	353
현금및현금성자산	15	11	24	42	35
유가증권	3	2	2	2	3
매출채권	77	93	129	160	185
재고자산	54	58	76	94	109
비유동자산	149	148	180	195	216
유형자산	127	132	161	173	191
무형자산	9	3	4	4	4
투자자산	6	4	4	6	6
자산총계	308	326	424	512	568
유동부채	127	199	270	319	331
매입채무및기타채무	45	50	80	99	115
단기차입금	48	66	98	122	142
유동성장기부채	7	45	36	36	36
비유동부채	79	46	48	51	54
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	65	34	34	34	34
부채총계	206	245	318	370	385
자배주주지분	95	81	109	149	196
자본금	7	4	4	4	4
자본잉여금	17	60	60	60	60
자본조정등	-5	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	74	16	43	83	131
비자배주주지분	7	0	-3	-7	-13
자본총계	102	81	106	142	184
비이자부채	85	100	150	178	173
총차입금	120	145	168	192	211
순차입금	102	133	143	148	174

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	13	1	24	20	32
당기순이익	24	16	29	40	47
비현금성 비용 및 수익	27	20	18	14	14
유형자산감가상각비	8	6	8	8	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-30	-29	-15	-28	-22
매출채권증감	-24	-22	-35	-32	-25
재고자산감소	-14	-17	-18	-19	-15
매입채무증가	8	7	30	20	16
기타 영업현금흐름	-7	-6	-8	-6	-7
투자활동 현금흐름	-28	-46	-57	-27	-31
유형자산의 증가(CAPEX)	-34	-42	-34	-20	-25
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	2	0	-1	-1	-1
기타	4	-3	-21	-6	-5
재무활동 현금흐름	21	44	28	25	-33
차입금의 증가(감소)	31	26	5	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-10	18	23	25	-33
기타 및 조정	0	0	18	0	0
현금의 증가	6	-1	13	18	-32
기초현금	9	12	11	24	42
기말현금	16	11	24	42	10

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	117	89.3
중립	14	10.7
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

