

코스맥스

BUY(유지)

192820 기업분석 | 회장품

목표주가(하향)	90,000원	현재주가(02/20)	72,700원	Up/Downside	+23.8%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 21

중국에 대한 눈높이 하락 중

News

한국 양호하나 중국과 미국은 저조: 4Q19 연결매출 3,531억원(+7.4%YoY), 영업이익 169억원 (+67.2%YoY)으로 당사 추정이익(160억원)에는 부합했고, 컨센서스(112억원) 대비 상회했다. 한국법인 매출이 전년동기대비 9% 성장해 시장 평균 성장을 소폭 상회했으나 중국 상해법인의 매출 성장이 부재했고, 인도네시아와 태국이 연간 목표치를 달성했으나 미국은 계획되어있던 프로젝트의 지연, 영업활동이 저조해지면서 매출이 감소했다. 전반적으로 한국법인에서 D사, C사, L사 등의 이슈 제품들이 성장에 기여를 하고 있고, 자체 생산성 향상, 평택 신규 공장의 기동률을 상승으로 이익도 크게 개선된 것으로 보인다. 다만 중국과 미국 성장률이 둔화되어 아쉬움을 남긴다.

Comment

내,외부 요인으로 중국 성장 기대치 하향 조정 불가피: 한국 시장 특성상 한국법인의 성장은 제약이 따르기에 중국과 미국, 이외 국가 생산법인의 성장성이 전사 성장성을 가능할 수 있게 한다. 하지만 중국 내 경쟁 심화, 성숙기 시장인 미국에서의 저조한 영업활동은 과거의 성장매력을 유지할 수 없게 만드는 요인들이다. 여기에 코로나19 확산추세가 국내와 중국법인의 상반기 실적 기대치를 내리는 주요인이 될 것으로 보여 적어도 3월까지는 이익 모멘텀이 주목 받기에는 어려울 수 있어 보인다. 긍정적인 점은 비용의 효율성 검토, 생산성 향상, 공정의 스마트화로 얻게 되는 이익 개선이다.

Action

중장기 관점에서의 투자 접근 필요: 높았던 중국의 기대치를 하향 조정할 필요성이 높아 보인다. 미국법인은 점차 영업 적자폭을 줄여나갈 것으로 보이지만 성장의 중심이 되기는 아직 어렵다. 추정치를 소폭 하향 했으며, 고성장주로서의 매력이 감소하는 것으로 보여 밸류에이션도 하향했다. 높은 성장성 덕분에 받아왔던 밸류에이션을 되돌린다는 측면에서 현 주가를 이해할 필요가 있어 보인다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	68,400/155,500원
매출액	884	1,260	1,331	1,443	1,558	KOSDAQ /KOSPI	682/2,196pt
(증가율)	16.8	42.5	5.6	8.4	8.0	시가총액	7,306억원
영업이익	35	52	54	61	73	60일-평균거래량	111,567
(증가율)	-33.2	48.9	3.1	12.6	20.8	외국인자본율	20.9%
자배주주순이익	19	33	25	33	47	60일-외국인자본율변동주이	-3.1%p
EPS	1,876	3,246	2,465	3,273	4,672	주요주주	코스맥스비티아이 외 11 인 26.6%
PER (H/L)	86.1/54.4	55.3/32.5	32.4	22.2	15.6	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	7.4/4.7	6.8/4.0	2.9	2.4	2.2	코스맥스(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	35.5/25.0	28.9/19.7	14.6	12.2	10.2	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	4.0	4.2	4.1	4.2	4.7		
ROE	8.8	13.5	9.1	11.3	14.7		

주가상승률

기간	1M	3M	12M
절대기준	-16.2	-3.6	-49.9
상대기준	-13.7	-6.7	-49.1

도표 1. 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	17	18	19P	20E
연결매출	3,278	3,323	3,175	3,531	3,284	3,793	3,539	3,810	8,839	12,597	13,307	14,425
%YoY	13.5	1.5	0.9	7.4	0.2	14.1	11.5	7.9	16.8	42.5	5.6	8.4
영업이익	135	132	104	169	150	190	142	126	351	523	540	607
%YoY	30.2	-29.2	-21.6	66.9	10.5	44.4	36.6	-25.5	-9.3	49.0	3.1	12.6
%OPM	4.1	4.0	3.3	4.8	4.6	5.0	4.0	3.3	4.0	4.2	4.1	4.2

자료: DB 금융투자

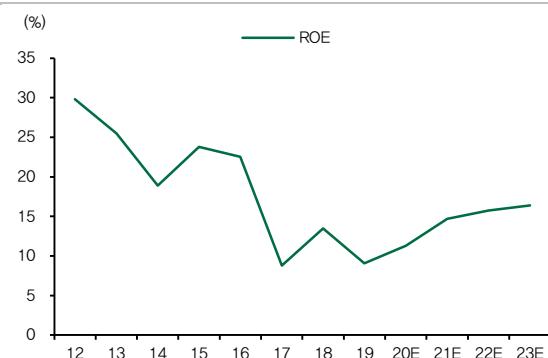
도표 2. 코스맥스 연간 추정치 조정

(단위: 억원, %)

	19P			20E		
	점정치	DB추정치	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	13,307	13,567	-1.9	14,425	14,925	-3.3
영업이익	540	530	1.8	607	628	-3.3
순이익	184	181	1.4	244	255	-4.5
지배주주순익	248	261	-5.1	329	368	-10.6

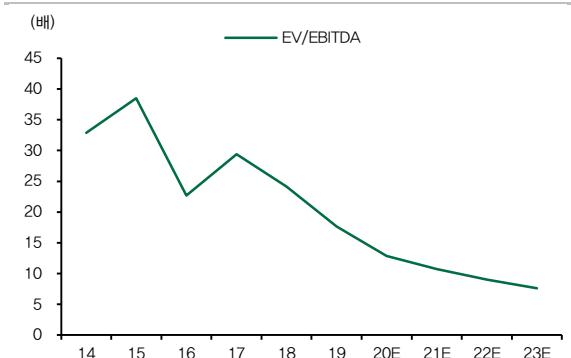
자료: DB 금융투자

도표 3. 코스맥스 ROE 추세



자료: DB 금융투자

도표 4. 코스맥스 EV/EBITDA 추세



자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500	596	592	688	799
현금및현금성자산	39	35	45	85	151
매출채권및기타채권	252	323	308	345	372
재고자산	185	209	205	206	208
비유동자산	434	466	478	489	494
유형자산	307	333	346	358	364
무형자산	91	96	95	94	93
투자자산	20	18	18	18	18
자산총계	934	1,062	1,087	1,194	1,310
유동부채	522	650	666	731	809
매입채무및기타채무	269	250	264	329	387
단기차입금및기사채	220	314	316	316	336
유동성장기부채	22	57	57	57	57
비유동부채	184	169	169	214	214
사채및장기차입금	163	145	145	175	190
부채총계	706	820	836	930	1,024
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	129	129	129	129
이익잉여금	65	135	150	171	206
비자매주자지분	10	-24	-30	-39	-51
자본총계	228	242	251	263	286

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-7	-55	90	96	115
당기순이익	16	21	18	24	35
현금유동이없는비용및수익	45	66	63	71	75
유형및무형자산상각비	20	25	31	31	32
영업관련자산부채변동	-41	-114	27	19	27
매출채권및기타채권의감소	-57	-80	15	-38	-27
재고자산의감소	-60	-25	5	-1	-2
매입채무및기타채무의증가	94	-26	14	65	58
투자활동현금흐름	-173	-57	-39	-55	-49
CAPEX	-81	-49	-43	-42	-37
투자자산의순증	-5	2	0	0	0
재무활동현금흐름	150	107	-25	0	0
사채및차입금의증가	156	111	2	30	35
자본금및자본잉여금의증가	0	-22	0	0	0
배당금지급	-10	-3	-6	-9	-12
기타현금흐름	0	0	-17	0	0
현금의증가	-29	-4	10	41	66
기초현금	68	39	35	45	85
기말현금	39	35	45	85	151

자료: 코스맥스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884	1,260	1,331	1,443	1,558
매출원가	772	1,105	1,164	1,262	1,356
매출총이익	112	155	167	180	203
판관비	77	102	113	120	129
영업이익	35	52	54	61	73
EBITDA	55	78	85	92	105
영업외손익	-10	-16	-18	-17	-17
금융순익	-12	-18	-19	-19	-19
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	2	1	2	2
세전이익	25	36	36	43	56
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	21	18	24	35
자비주주지분순이익	19	33	25	33	47
비자비주주지분순이익	-3	-12	-6	-9	-12
총포괄이익	16	22	18	24	35
증감률(%YoY)					
매출액	16.8	42.5	5.6	8.4	8.0
영업이익	-33.2	48.9	3.1	12.6	20.8
EPS	-50.0	73.0	-24.1	32.8	42.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,876	3,246	2,465	3,273	4,672
BPS	21,704	26,411	27,976	30,049	33,522
DPS	300	600	900	1,200	1,200
Multiple(배)					
P/E	62.4	40.0	32.4	22.2	15.6
P/B	5.4	4.9	2.9	2.4	2.2
EV/EBITDA	28.0	22.6	14.6	12.2	10.2
수익성(%)					
영업이익률	4.0	4.2	4.1	4.2	4.7
EBITDA마진	6.3	6.2	6.4	6.4	6.7
순이익률	1.8	1.7	1.4	1.7	2.2
ROE	8.8	13.5	9.1	11.3	14.7
ROA	1.9	2.1	1.7	2.1	2.8
ROIC	4.5	4.7	3.9	5.0	6.8
안정성및기타					
부채비율(%)	309.0	338.9	332.7	353.1	357.7
이자보상배율(배)	3.8	2.8	2.6	2.8	3.2
배당성향(배)	19.4	28.6	49.3	49.5	34.7

자료: 코스맥스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이니 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가로 신출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-01~02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기입 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임	업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임
Buy: 초과 상승률 10%p 이상	Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
Hold: 초과 상승률 -10~10%	Neutral: 초과 상승률 -10~10%
Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

코스맥스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
17/11/14	Buy	155,000	-9.0 / 15.5				
18/08/14	Buy	190,000	-27.7 / -14.2				
19/05/14	Buy	170,000	-47.2 / -29.1				
19/11/14	Buy	100,000	-21.5 / -12.0				
20/02/21	Buy	90,000	-				

주: *표는 담당자 변경