



코스맥스 (192820)

타격 있으나 회복은 빠를 것

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Buy (유지)

목표주가(유지): 110,000원

현재 주가(4/3)	81,100원
상승여력	▲35.6%
시가총액	8,150억원
발행주식수	10,050천주
52 주 최고가 / 최저가	152,500 / 60,700원
90 일 일평균 거래대금	122.96억원
외국인 지분율	17.4%

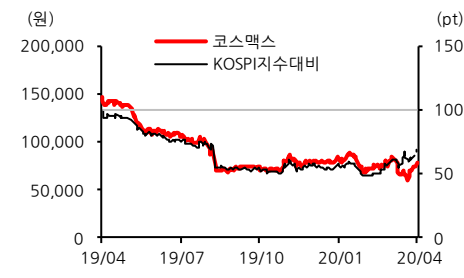
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 12 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	14.2%
FILLIMITED (외 9 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.4	-0.5	9.6	-44.8
상대수익률(KOSPI)	15.7	20.2	24.7	-23.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,260	1,331	1,424	1,623
영업이익	52	54	60	81
EBITDA	78	92	90	111
지배주주순이익	33	32	35	53
EPS	3,246	3,167	3,456	5,279
순차입금	470	471	513	521
PER	40.0	25.5	23.5	15.4
PBR	4.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	22.9	14.0	14.7	12.0
배당수익률	0.5	1.1	1.2	1.4
ROE	13.5	10.5	9.7	13.5

주가 추이



코스맥스 1Q20 실적은 코로나 19 영향에 따른 부진한 실적이 예상됩니다. 다만 1분기 영향이 컸던 중국이 최근 회복 추세에 있어 실적은 2분기부터 개선될 것으로 전망합니다.

1Q20 Preview: 타격은 불가피

1Q20 연결기준 매출액 3,108억원(-5.2%, 이하 yoy기준 성장률 동일), 영업이익 86억원(-36.4%)으로 코로나19 영향에 따른 부진한 실적이 예상됩니다. 1) 국내 매출액 1,996억원(+4.9%)으로 전년동기 높은 베이스와 2월부터 시작된 코로나19의 확산 등 비우호적인 환경 속에서도 양호한 성장률을 달성할 것으로 예상한다. 기존 고객사 물량이 빠지지 않는 가운데 손세정제 매출 증가가 기대되기 때문이다. 2) 중국 합산 매출액 감소율 -24.3%, 각각 상해 매출액 536억원(-34.5%) / 광저우 매출액 249억원(+13.4%) 전망한다. 상해법인은 오프라인 고객사 비중이 높아 타격이 불가피하고 광저우 법인은 타격이 있으나 온라인 고객사 비중이 높아 상해 대비 제한적일 것으로 예상한다. 3) 미국USA 매출액 218억원(-5.0%) / 미국뉴월드 매출액 170억원(-15.0%)으로 미국도 3월부터 코로나19 확산에 따라 부진할 것으로 전망한다. 4) 인도네시아 매출액 88억원(+10.0%) / 태국 매출액 41억원(0%)으로 동남아시아도 최근 코로나19 확산의 영향이 가시화되고 있어 성장률은 둔화될 것으로 예상한다.

다시 보여준 경쟁력, 코로나19 진정 후 빠른 실적 개선 기대

1Q20 실적은 코로나19 영향이 불가피해 보인다. 특히 2월 중국의 확산이 빨라 상해 법인의 부진이 전망된다. 다만 긍정적인 점은 중국은 코로나19가 3월부터 진정되면서 회복세에 있다. 2분기부터는 중국 법인의 실적 회복이 전망된다. 국내도 코로나19 영향은 있으나, 손세정제 수요가 상쇄하며 양호한 실적이 전망된다. 다만 미국 법인은 3월부터 코로나19 영향이 빠르게 확산되어 2분기에 타격을 받을 가능성이 높아 보인다. 그러나 미국 법인의 실적 비중은 중국 법인보다 낮아 중국 법인의 실적 개선의 영향이 더욱 클 것으로 전망한다. 지난번 실적에서 다시 한번 경쟁력을 입증하였다. 코로나19 영향은 불가피하나, 타 업체 대비 회복이 빠르고 이는 펀더멘털을 훼손시키는 요인은 아니라 판단한다. 코로나19가 진정될 시 동사의 실적 개선은 빠르게 나타날 것으로 전망하여 투자의견 Buy, 목표주가 11만원을 유지한다.

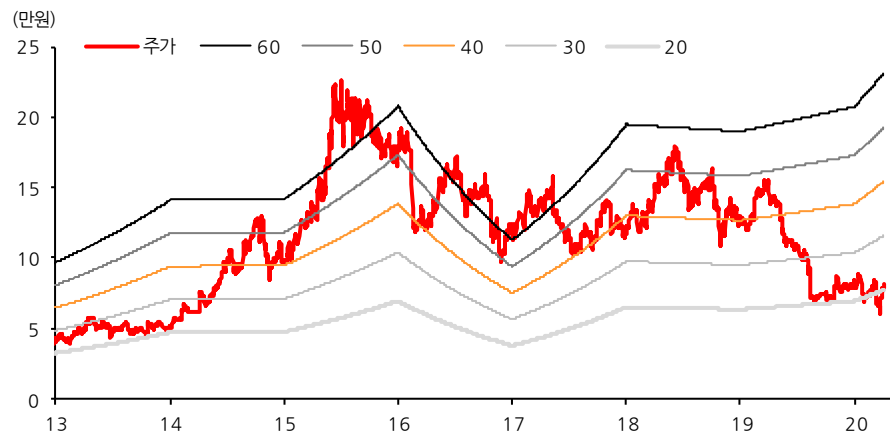
[표1] 코스맥스 4Q19 실적 당사 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	327.8	332.3	317.5	353.1	310.8	-5.2	-12.0	328.5	-5.4
영업이익	13.5	13.2	10.4	16.9	8.6	-36.5	-49.1	9.4	-8.4
지배주주순이익	9.0	9.3	3.8	9.7	3.5	-61.1	-63.9	4.7	-25.3
영업이익률(%)	4.1	4.0	3.3	4.8	2.8			2.9	
순이익률(%)	2.7	2.8	1.2	2.7	1.1			1.4	

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코스맥스 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	327.8	332.3	317.5	353.1	310.8	350.4	358.2	404.9	1,330.7	1,424.4	1,622.7
growth, %	13.5	1.5	0.9	7.4	-5.2	5.4	12.8	14.7	5.6	7.0	13.9
국내(본사)	190.2	192.8	171.4	184.6	199.6	203.6	185.2	196.6	739.0	785.0	836.9
growth, %	24.8	1.4	2.5	8.9	4.9	5.6	8.1	6.5	8.8	6.2	6.6
sales, %	58.0	58.0	54.0	52.3	64.2	58.1	51.7	48.6	55.5	55.1	51.6
중국합산	103.7	118.1	108.8	151.2	78.5	132.9	132.5	175.3	481.8	519.1	641.2
growth, %	4.6	-2.8	-9.5	10.6	-24.3	12.5	21.8	15.9	0.9	7.7	23.5
sales, %	31.6	35.5	34.3	42.8	25.2	37.9	37.0	43.3	36.2	36.4	39.5
상해(차이나)	81.8	88.8	83.3	118.0	53.6	94.3	97.2	131.4	371.8	376.5	450.0
growth, %	1.7	-16.6	-20.7	-0.9	-34.5	6.2	16.7	11.4	-9.5	1.3	19.5
sales, %	24.9	26.7	26.2	33.4	17.2	26.9	27.1	32.5	27.9	26.4	27.7
광저우	22.0	29.3	25.5	33.2	24.9	38.5	35.3	43.8	110.0	142.5	191.2
growth, %	17.1	94.2	67.7	88.3	13.4	31.3	38.5	32.0	64.9	29.6	34.1
sales, %	6.7	8.8	8.0	9.4	8.0	11.0	9.9	10.8	8.3	10.0	11.8
USA	23.0	20.4	22.6	16.6	21.8	16.4	24.8	20.7	82.6	83.7	101.4
growth, %	47.7	41.5	24.3	-8.3	-5.0	-20.0	10.0	25.0	24.6	1.4	21.2
sales, %	7.0	6.2	7.1	4.7	7.0	4.7	6.9	5.1	6.2	5.9	6.3
뉴월드	20.0	17.1	23.8	15.8	17.0	13.7	25.0	16.6	76.7	72.3	78.1
growth, %	-26.5	-29.5	-15.2	-19.2	-15.0	-20.0	5.0	5.0	-22.6	-5.8	8.1
sales, %	6.1	5.1	7.5	4.5	5.5	3.9	7.0	4.1	5.8	5.1	4.8
인도네시아	8.0	8.3	11.5	11.5	8.8	9.1	13.3	13.2	39.4	44.4	54.2
growth, %	364.5	239.3	362.4	189.7	10.0	10.0	15.0	15.0	270.1	12.9	22.0
sales, %	2.5	2.5	3.6	3.3	2.8	2.6	3.7	3.3	3.0	3.1	3.3
태국	4.1	3.7	4.6	5.6	4.1	3.7	5.0	6.1	17.9	18.9	23.4
growth, %	455.1	541.2	-7.7	11.5	0.0	0.0	10.0	10.0	59.2	5.7	24.1
sales, %	1.2	1.1	1.4	1.6	1.3	1.1	1.4	1.5	1.3	1.3	1.4
영업이익	13.5	13.2	10.4	16.9	8.6	15.9	14.8	20.9	54.0	60.2	81.1
growth, %	30.2	-29.2	-21.5	67.2	-36.4	20.6	42.3	23.9	3.2	11.5	34.7
margin, %	4.1	4.0	3.3	4.8	2.8	4.5	4.1	5.2	4.1	4.2	5.0
지배주주순이익	9.0	9.3	3.8	9.7	3.5	7.1	9.6	14.5	31.8	34.7	53.0
growth, %	-3.4	-21.4	-28.0	57.2	-61.4	-23.8	153.3	50.0	-2.5	9.1	52.8
margin, %	2.7	2.8	1.2	2.7	1.1	2.0	2.7	3.6	2.4	2.4	3.3

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	884	1,260	1,331	1,424	1,623
매출총이익	112	155	183	191	225
영업이익	35	52	54	60	81
EBITDA	55	78	92	90	111
순이자손익	-9	-18	-22	-21	-21
외화관련손익	-3	0	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	25	36	36	39	60
당기순이익	16	21	18	23	39
지배주주순이익	19	33	32	35	53
증가율(%)					
매출액	16.8	42.5	5.6	7.0	13.9
영업이익	-33.2	48.9	3.2	11.5	34.7
EBITDA	-15.0	40.2	18.5	-2.1	23.5
순이익	-50.6	35.7	-13.0	26.4	68.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.7	12.3	13.8	13.4	13.9
영업이익률	4.0	4.2	4.1	4.2	5.0
EBITDA 이익률	6.3	6.2	6.9	6.3	6.9
세전이익률	2.9	2.9	2.7	2.7	3.7
순이익률	1.8	1.7	1.4	1.6	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-7	-55	75	20	61
당기순이익	16	21	18	23	39
자산상각비	20	25	38	30	30
운전자본증감	-41	-114	1	-47	-24
매출채권 감소(증가)	-48	-78	2	-88	-33
재고자산 감소(증가)	-60	-25	6	-30	-30
매입채무 증가(감소)	82	-27	-11	68	37
투자현금흐름	-173	-57	-96	-61	-58
유형자산처분(취득)	-81	-48	-103	-52	-57
무형자산 감소(증가)	-85	-2	-1	1	1
투자자산 감소(증가)	-2	-7	9	-8	0
재무현금흐름	150	107	63	-4	-5
차입금의 증가(감소)	160	111	-14	5	5
자본의 증가(감소)	-10	-3	77	-9	-10
배당금의 지급	10	3	6	9	10
총현금흐름	60	88	122	68	84
(-)운전자본증가(감소)	45	93	-38	47	24
(-)설비투자	81	49	105	52	57
(+)자산매각	-84	-1	1	1	1
Free Cash Flow	-151	-56	56	-31	5
(-)기타투자	0	21	38	2	2
잉여현금	-151	-76	17	-33	2
NOPLAT	22	30	28	36	53
(+) Dep	20	25	38	30	30
(-)운전자본투자	45	93	-38	47	24
(-)Capex	81	49	105	52	57
OpFCF	-85	-86	-1	-33	2

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	500	596	618	700	761
현금성자산	43	47	79	43	40
매출채권	251	322	318	406	439
재고자산	185	209	209	239	269
비유동자산	434	466	586	609	637
투자자산	36	37	51	53	56
유형자산	307	333	432	455	483
무형자산	91	96	103	101	98
자산총계	934	1,062	1,204	1,309	1,399
유동부채	522	650	716	788	828
매입채무	256	231	225	292	329
유동성이자부채	242	371	409	409	409
비유동부채	184	169	171	178	184
비유동이자부채	163	145	141	146	151
부채총계	706	820	888	965	1,012
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	129	182	182	182
이익잉여금	65	135	162	187	230
자본조정	-3	-3	-5	-3	-3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	228	242	316	344	387

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,876	3,246	3,167	3,456	5,279
BPS	21,704	26,411	34,178	36,913	41,192
DPS	300	600	900	1,000	1,100
CFPS	5,985	8,709	12,101	6,730	8,403
ROA(%)	2.4	3.3	2.8	2.8	3.9
ROE(%)	8.8	13.5	10.5	9.7	13.5
ROIC(%)	4.6	4.8	3.7	4.5	6.1
Multiples(x, %)					
PER	62.4	40.0	25.5	23.5	15.4
PBR	5.4	4.9	2.4	2.2	2.0
PSR	1.3	1.0	0.6	0.6	0.5
PCR	19.5	14.9	6.7	12.1	9.7
EV/EBITDA	27.8	22.9	14.0	14.7	12.0
배당수익률	0.3	0.5	1.1	1.2	1.4
안정성(%)					
부채비율	309.0	338.9	280.6	280.7	261.5
Net debt/Equity	158.4	194.3	148.9	149.2	134.6
Net debt/EBITDA	653.2	605.3	512.4	569.6	468.2
유동비율	95.8	91.6	86.3	88.9	92.0
이자보상배율(배)	3.8	2.8	2.4	2.8	3.8
자산구조(%)					
투하자본	87.9	89.3	85.6	89.8	90.4
현금+투자자산	12.1	10.7	14.4	10.2	9.6
자본구조(%)					
차입금	64.0	68.1	63.5	61.8	59.2
자기자본	36.0	31.9	36.5	38.2	40.8

[Compliance Notice]

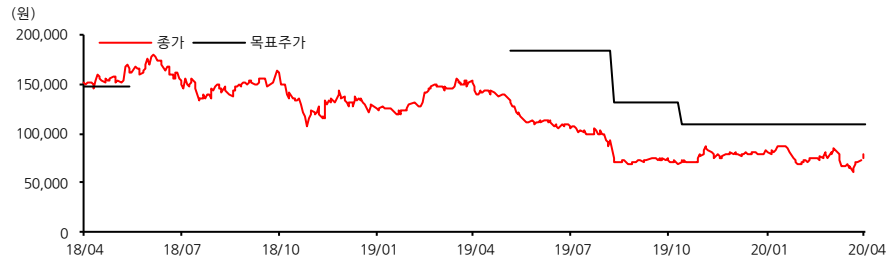
(공표일: 2020년 4월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스맥스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.05.14	2019.07.05	2019.07.26	2019.08.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	183,000	183,000	183,000	183,000	132,000
일 시	2019.08.19	2019.10.14	2019.10.31	2019.11.14	2019.11.22	2020.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	132,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2020.02.21	2020.02.24	2020.04.06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	110,000	110,000	110,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	183,000	-41.03	-26.78
2019.08.12	Buy	132,000	-45.10	-42.95
2019.10.14	Buy	110,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%