

# 코스맥스 (192820)

## 1Q20Re: 되살아나는 중국 사업

### 1분기 영업이익 160억원(YoY 18%) 어닝 서프라이즈 기록

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 0.2%, 18% 성장한 3,285억원과 160억원으로 시장 기대치(OP 82억원)를 넘어서는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 국내 사업 매출이 기존 고객사를 기반으로 신규 주문까지 증가하면서 YoY 6% 성장하였다. 손소독제 매출이 140억원 추가되면서 매출 성장률은 6%p 이상 제고 시켰다. 국내 영업이익은 164억원(YoY 112%), 영업이익률이 8.1%로 +4.0%p나 상승하였다. 신공장 자동화와 턴키 축소 등 원가율 하락 영향이다. 중국 사업도 예상보다 선전하였다. 상해 법인은 매출은 YoY 22% 역신장하였는데, 코로나19 영향 가동 일수가 30% 이상 감소했다는 점을 감안하면 실질적으로 매출은 증가한 것이다. 광저우 법인은 온라인 고객사 주문이 급증하면서 매출이 YoY 14% 오히려 증가하였다. 다만, 코로나19 영향 북미 법인 합산 매출은 YoY -26%, 당기순손실도 30억원 증가했다.

### 중국 상해 사업 정상화 주목

2분기 중국 상해 법인 매출이 YoY (+)로 전환될 것으로 보인다. 3월말부터 정상화, 현재 온라인 신규 고객 주문이 빠르게 상승하면서 가동률을 높이고 있다. 2019년 1분기 이후 상해 법인의 급격한 실적 저하로 제기됐던 중국 내 기술 진입 장벽 훼손 우려가 소멸되는 것이다. 2분기 광저우 법인 매출은 YoY 35% 성장할 것으로 예상된다. 1분기 수익성 하락은 2월 가동 중단 시기에도 급여를 지급했기 때문이다. 2분기에는 영업이익률도 회복 가능할 전망이다. 국내 견조한 실적 개선과 중국 사업 정상화로 2분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 10%, 44% 증가한 3,650억원과 190억원 수준이 가능할 전망이다.

### 목표주가 10→12만원, 투자이견 '매수'로 유지

실적 추정치 및 밸류에이션 상향 조정으로 목표주가를 12만원으로 올린다. 12만원은 12MF PER 20배로, 1) 중국 내 높은 인지도와 기술 장벽, 2) 중국 화장품 시장 로컬 브랜드 MS 확대, 3) 광저우 등 지역 확대에 따른 신규 성장 동력 확보 등을 감안하면 성장 여력과 투자 매력도가 높다. 북미 법인 불확실성이 있으나 손소독제 생산으로 가동 중단 우려는 제한적이다. 현재 주가는 12MF PER 15.6배로 비중확대가 유

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 120,000원(상향) | CP(5월 14일): 91,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,924.96
52주 최고/최저(원)	120,500/6,700
시가총액(십억원)	914.5
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	10,049.5
60일 평균 거래량(천주)	152.4
60일 평균 거래대금(십억원)	11.9
20년 배당금(예상, 원)	900
20년 배당수익률(예상, %)	0.99
외국인지분율(%)	17.96
주요주주 지분율(%)	코스맥스비티아이 외 11인
인	26.57
국민연금공단	14.10
추가상승률	1M 6M 12M
절대	11.0 21.2 (23.2)
상대	7.1 34.7 (16.9)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,443.8	1,610.9
영업이익(십억원)	62.8	84.7
순이익(십억원)	31.3	44.6
EPS(원)	3,862	5,280
BPS(원)	35,262	39,487

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,259.7	1,330.7	1,454.2	1,609.7	1,754.7
영업이익	십억원	52.3	54.0	69.6	96.4	115.7
세전이익	십억원	36.2	35.9	61.4	89.8	110.4
순이익	십억원	32.6	31.8	50.7	70.1	75.6
EPS	원	3,246	3,167	5,041	6,974	7,526
증감률	%	73.0	(2.4)	59.2	38.3	7.9
PER	배	40.05	25.23	18.05	13.05	12.09
PBR	배	4.92	2.34	2.37	2.05	1.78
EV/EBITDA	배	22.58	13.56	12.99	10.32	9.82
ROE	%	13.49	10.45	13.91	16.86	15.78
BPS	원	26,434	34,201	38,342	44,416	51,043
DPS	원	600	900	900	900	900



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

표1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출과 영업이익은  
각각 전년동기 대비 0.2%,  
18% 증가한 3,285억원과  
160억원으로 어닝 서프라이즈 기록  
당기순이익 12억원(YoY -82%)은  
세무조사 결과 추징금 50억원 등  
영향

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	328	332	317	353	1,331	328	365	357	403	1,454
국내	190	193	171	185	739	202	206	185	199	793
중국	102	116	107	148	472	87	130	133	170	520
미국	43	38	46	32	159	38	32	38	31	139
영업이익	14	13	10	17	54	16	19	14	20	70
국내	8	11	9	13	40	16	16	11	14	58
중국	8	7	1	9	25	0	8	7	10	26
미국	-3	-4	-1	-4	-12	-4	-5	-4	-4	-17
세전이익	10	10	9	7	36	15	17	12	18	61
당기순이익	7	6	1	4	18	1	12	9	12	34
지배주주순이익	9	9	4	10	32	5	17	12	17	51
영업이익률(%)	4.1	4.0	3.3	4.8	4.1	4.9	5.2	4.0	5.0	4.8
국내	4.1	5.5	5.0	7.2	5.4	8.1	7.9	6.0	7.1	7.3
중국	7.5	6.5	1.2	5.9	5.3	0.5	6.1	5.5	5.8	4.9
미국	-5.9	-11.4	-1.5	-12.4	-7.3	-11.6	-14.8	-10.0	-12.9	-12.2
세전이익률(%)	3.2	3.0	2.8	1.9	2.7	4.4	4.6	3.4	4.4	4.2
순이익률(%)	2.7	2.8	1.2	2.7	2.4	1.5	4.6	3.4	4.3	3.5
매출(YoY,%)	13.5	1.5	0.9	7.4	5.6	0.2	9.9	12.6	14.2	9.3
국내	24.8	1.4	2.5	8.9	8.8	6.2	7.0	8.2	7.9	7.3
중국	4.6	-2.8	-9.5	10.6	0.9	-14.8	12.4	24.7	15.1	10.2
미국	0.4	-3.0	0.3	-14.0	-3.7	-12.3	-14.1	-18.3	-3.3	-12.6
영업이익(YoY,%)	30.2	-29.2	-21.5	67.2	3.2	18.4	44.4	38.2	19.2	28.8
국내	54.0	37.8	115.0	145.2	81.5	111.7	53.1	29.7	6.6	44.1
중국	5.8	-28.5	-81.5	-33.2	-33.1	적전	6.1	479.0	13.4	2.0
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	3.1	-40.4	35.0	133.8	-0.9	39.2	71.1	37.3	167.1	70.9
당기순이익	-12.1	-39.8	-65.5	흑전	-13.0	-82.0	102.6	494.0	177.6	84.3
지배주주당기순이익	-3.4	-21.4	-28.0	57.3	-2.4	-46.7	78.2	218.9	76.8	59.2

자료: 코스맥스, 하나금융투자

2020년 매출과 영업이익 각각 YoY  
9%, 29% 높은 1조 4,450억원과  
696억원 전망

표2. 코스맥스 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,260	1,331	1,454	1,610	1,755
국내	679	739	793	847	900
중국	468	472	520	600	668
미국	165	159	139	159	181
영업이익	52	54	70	96	116
국내	22	40	58	64	71
중국	37	25	26	33	42
미국/인도네시아	-14	-12	-17	-6	-4
세전이익	36	36	61	90	110
당기순이익	21	18	34	58	76
지배주주순이익	33	32	51	70	76
적정시가총액	956	1,051	1,156	1,272	1,399
주식수(천주)	10,050	10,050	10,050	10,050	10,050
적정주가(원)	95,100	104,609	115,070	126,577	139,235
적정PER(배)	29.3	33.0	22.8	18.2	18.5
EPS(원)	3,246	3,167	5,041	6,974	7,526
영업이익률(%)	4.2	4.1	4.8	6.0	6.6
국내	3.3	5.4	7.3	7.6	7.9
중국	8.0	5.3	4.9	5.5	6.2
미국	-8.4	-7.3	-12.2	-4.1	-2.0
매출액(YoY,%)	42.5	5.6	9.3	10.7	9.0
국내	28.6	8.8	7.3	6.8	6.3
중국	28.7	0.9	10.2	15.4	11.2
미국/인도네시아	334.4	-3.7	-12.6	14.5	13.8
영업이익(YoY,%)	48.9	3.2	28.8	38.7	19.9
국내	17.8	81.5	44.1	11.2	10.5
중국	36.0	-33.1	2.0	30.1	25.6
미국/인도네시아	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
순이익(YoY,%)	35.7	-13.0	84.3	72.9	29.5

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

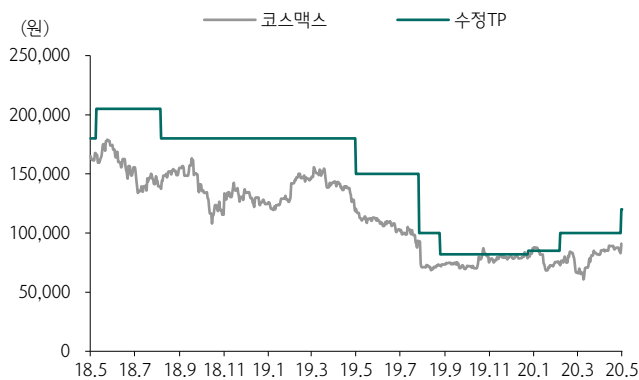
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>매출액</b>	<b>1,259.7</b>	<b>1,330.7</b>	<b>1,454.2</b>	<b>1,609.7</b>	<b>1,754.7</b>	
매출원가	1,105.0	1,147.2	1,246.3	1,374.7	1,496.8	
매출총이익	154.7	183.5	207.9	235.0	257.9	
판매비	102.4	129.5	138.4	138.6	142.3	
<b>영업이익</b>	<b>52.3</b>	<b>54.0</b>	<b>69.6</b>	<b>96.4</b>	<b>115.7</b>	
금융손익	(18.3)	(18.5)	(9.4)	(8.4)	(7.6)	
종속/관계기업손익	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
기타영업외손익	2.2	0.5	1.3	1.9	2.4	
<b>세전이익</b>	<b>36.2</b>	<b>35.9</b>	<b>61.4</b>	<b>89.8</b>	<b>110.4</b>	
법인세	15.2	17.6	27.6	31.4	34.8	
계속사업이익	21.1	18.3	33.8	58.4	75.6	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>21.1</b>	<b>18.3</b>	<b>33.8</b>	<b>58.4</b>	<b>75.6</b>	
비배주주지분 손익	(11.6)	(13.5)	(16.9)	(11.7)	0.0	
<b>지배주주순이익</b>	<b>32.6</b>	<b>31.8</b>	<b>50.7</b>	<b>70.1</b>	<b>75.6</b>	
지배주주지분포괄이익	33.1	31.0	63.0	108.9	141.0	
NOPAT	30.4	27.5	38.3	62.7	79.2	
EBITDA	77.6	92.0	103.0	125.8	141.3	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	42.5	5.6	9.3	10.7	9.0	
NOPAT증가율	40.7	(9.5)	39.3	63.7	26.3	
EBITDA증가율	40.1	18.6	12.0	22.1	12.3	
영업이익증가율	49.0	3.3	28.9	38.5	20.0	
(지배주주)순이익증가율	72.5	(2.5)	59.4	38.3	7.8	
EPS증가율	73.0	(2.4)	59.2	38.3	7.9	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	12.3	13.8	14.3	14.6	14.7	
EBITDA이익률	6.2	6.9	7.1	7.8	8.1	
영업이익률	4.2	4.1	4.8	6.0	6.6	
계속사업이익률	1.7	1.4	2.3	3.6	4.3	
<b>투자지표</b>						
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	3,246	3,167	5,041	6,974	7,526	
BPS	26,434	34,201	38,342	44,416	51,043	
CFPS	8,709	12,101	11,703	14,171	15,948	
EBITDAPS	7,724	9,153	10,251	12,519	14,063	
SPS	125,351	132,410	144,705	160,179	174,608	
DPS	600	900	900	900	900	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	40.0	25.2	18.1	13.0	12.1	
PBR	4.9	2.3	2.4	2.0	1.8	
PCFR	14.9	6.6	7.8	6.4	5.7	
EV/EBITDA	22.6	13.6	13.0	10.3	9.8	
PSR	1.0	0.6	0.6	0.6	0.5	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	13.5	10.5	13.9	16.9	15.8	
ROA	3.3	2.8	4.0	5.0	4.8	
ROIC	4.7	3.6	4.7	7.4	8.5	
부채비율	338.9	280.6	286.6	277.9	265.4	
순부채비율	194.3	148.9	137.0	112.5	115.7	
이자보상배율(배)	2.8	2.4	2.9	3.9	4.5	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>유동자산</b>	<b>595.8</b>	<b>618.3</b>	<b>775.5</b>	<b>970.5</b>	<b>1,199.2</b>	
금융자산	46.6	79.4	103.8	152.7	83.9	
현금성자산	35.2	76.6	100.7	149.3	80.2	
매출채권 등	322.5	317.7	397.2	476.6	691.1	
재고자산	209.4	208.9	261.2	326.4	408.0	
기타유동자산	17.3	12.3	13.3	14.8	16.2	
<b>비유동자산</b>	<b>465.8</b>	<b>586.1</b>	<b>543.6</b>	<b>505.5</b>	<b>471.0</b>	
투자자산	18.5	20.1	21.1	22.4	23.6	
금융자산	3.1	9.3	10.2	11.3	12.3	
유형자산	332.6	431.8	389.8	351.7	317.1	
무형자산	<b>96.0</b>	<b>102.9</b>	<b>101.5</b>	<b>100.2</b>	<b>99.1</b>	
기타유동자산	<b>18.7</b>	<b>31.3</b>	<b>31.2</b>	<b>31.2</b>	<b>31.2</b>	
<b>자산총계</b>	<b>1,061.5</b>	<b>1,204.4</b>	<b>1,319.1</b>	<b>1,476.0</b>	<b>1,670.2</b>	
<b>유동부채</b>	<b>650.4</b>	<b>716.4</b>	<b>803.6</b>	<b>907.6</b>	<b>1,032.0</b>	
금융부채	371.3	409.4	430.1	450.9	471.7	
매입채무 등	250.2	261.7	327.2	408.9	511.2	
기타유동부채	28.9	45.3	46.3	47.8	49.1	
<b>비유동부채</b>	<b>169.2</b>	<b>171.5</b>	<b>174.3</b>	<b>177.8</b>	<b>181.1</b>	
금융부채	<b>145.2</b>	<b>141.3</b>	<b>141.3</b>	<b>141.3</b>	<b>141.3</b>	
기타비유동부채	24.0	30.2	33.0	36.5	39.8	
<b>부채총계</b>	<b>819.7</b>	<b>887.9</b>	<b>977.9</b>	<b>1,085.5</b>	<b>1,213.1</b>	
<b>지배주주지분</b>	<b>265.4</b>	<b>343.5</b>	<b>385.1</b>	<b>446.2</b>	<b>512.8</b>	
자본금	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	
자본잉여금	128.9	182.0	182.0	182.0	182.0	
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	
기타포괄이익누계액	(3.1)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	
이익잉여금	134.8	161.5	203.1	264.2	330.8	
<b>비배주주지분</b>	<b>(23.6)</b>	<b>(27.0)</b>	<b>(43.9)</b>	<b>(55.6)</b>	<b>(55.6)</b>	
<b>자본총계</b>	<b>241.8</b>	<b>316.5</b>	<b>341.2</b>	<b>390.6</b>	<b>457.2</b>	
순금융부채	469.9	471.3	467.6	439.5	529.0	
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(54.6)</b>	<b>74.6</b>	<b>3.8</b>	<b>28.3</b>	<b>(89.3)</b>	
당기순이익	21.1	18.3	33.8	58.4	75.6	
조정	38.7	55.4	33.5	29.3	25.7	
감가상각비	25.3	38.0	33.5	29.4	25.7	
외환거래손익	0.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0	
기타	13.2	18.8	0.0	(0.1)	0.0	
영업활동 자산부채 변동	(114.4)	0.9	(63.5)	(59.4)	(190.6)	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(56.7)</b>	<b>(95.9)</b>	<b>8.7</b>	<b>8.4</b>	<b>8.5</b>	
투자자산감소(증가)	1.7	(1.6)	(1.0)	(1.3)	(1.2)	
유형자산감소(증가)	(47.9)	(103.0)	10.0	10.0	10.0	
기타	(10.5)	8.7	(0.3)	(0.3)	(0.3)	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>107.5</b>	<b>62.9</b>	<b>11.6</b>	<b>11.8</b>	<b>11.7</b>	
금융부채증가(감소)	111.2	34.2	20.7	20.8	20.8	
자본증가(감소)	(22.1)	53.1	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	21.4	(18.4)	(0.1)	0.0	(0.1)	
배당지급	(3.0)	(6.0)	(9.0)	(9.0)	(9.0)	
<b>현금의 증감</b>	<b>(3.9)</b>	<b>41.4</b>	<b>24.2</b>	<b>48.6</b>	<b>(69.0)</b>	
Unlevered CFO	87.5	121.6	117.6	142.4	160.3	
Free Cash Flow	(103.6)	(30.2)	3.8	28.3	(89.3)	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.15	BUY	120,000		
20.2.21	BUY	100,000	-20.93%	-10.80%
20.1.8	Neutral	85,000	-8.43%	3.53%
19.9.9	Neutral	82,000	-6.61%	6.10%
19.8.11	Neutral	100,000	-28.50%	-25.50%
19.5.16	BUY	150,000	-29.42%	-21.33%
18.8.21	BUY	180,000	-23.71%	-9.44%
18.5.24	BUY	205,000	-24.75%	-12.68%
18.5.14	BUY	180,000	-8.43%	-5.56%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.6%	9.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.