

# 코스맥스

# HOLD(하향)

192820 기업분석 | 화장품

목표주가(하향)	120,000원	현재주가(11/13)	111,000원	Up/Downside	+8.1%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2020. 11. 16

## 잠시 쉬어가야 할 때

### Comment

**손소독제 매출 급락으로 기대치 하회:** 3Q20 연결매출 3,207억원(+1.0%YoY), 영업이익 139억원(+33.7%YoY)으로 당사 추정이익(181억원)을 하회했다. 국내 손소독제 매출이 30억원 내외로 매출 감소폭이 예상보다 강했고, 중국 상해와 광주 법인 매출이 전년 동기 수준에 그치면서 예상치를 하회했다. 특히 중국은 빅바이어의 턴키 오더를 비턴키 오더 형태로 전환하면서 상해법인 매출이 감소했고, 광주 법인에서는 생산 제품의 믹스 변화로 순이익률이 1.8%pt 감소했다. 인도네시아법인은 손소독제 매출 감소와 신규 프로젝트 지연으로 전분기 대비 매출이 절반 감소했고, 태국법인은 9월말 국경 폐쇄에 따른 수출 중지 영향으로 매출 감소 및 영업적자를 기록했다. 2Q20에는 손소독제 생산으로 웃었던 분기라면 3Q20에는 손소독제에 대한 기대치가 다소 과했던 것으로 판단한다.

**확인할게 많은 다음 분기:** 국내 손소독제 매출은 4Q20에도 3Q20 수준을 유지하면서 경쟁 증가에 따른 단가 하락 압력을 받을 것으로 예상된다. 중국법인은 마진 개선을 위한 수주전략을 강화되면서 비턴키 계약 전환에 따른 매출 감소 영향이 1Q21까지 지속될 것으로 예상된다. 광주법인에서 온라인 바이어들의 수주가 매출 기여를 높일 수 있을지 여부가 중요하며, 한편 태국과 인도네시아법인은 일시적인 가동률 하락이 개선될 것으로 보여 3Q20보다 나아진 4Q20이 기대된다. 미국 FDA로부터 경고 조치를 받은 미국은 FDA 재실사로 오해를 벗을 수 있을지 확인이 필요하다.

### Action

**주가는 잠시 쉬어갈 전망:** 손소독제 매출 비중이 줄면서 자연스럽게 본업의 성장성을 확인해야 하는 시점이 예상보다 빨라졌다. 미국법인에 대한 잡음이 사라지기를 기대하며, COVID-19 확산 지속 속에서 프로젝트의 지연 이슈로 인해 실적 추정치 일부 하향 조정이 불가피하단 판단이다. 밸류에이션 디레이팅 구간으로 보여지며, 당분간 현 주가를 박스권으로 트레이딩을 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	60,700/126,000원
매출액	1,260	1,331	1,423	1,624	1,826	KOSDAQ /KOSPI	839/2,494pt
(증가율)	42.5	5.6	7.0	14.1	12.4	시가총액	11,155억원
영업이익	52	54	77	104	123	60일-평균거래량	133,383
(증가율)	48.9	3.2	43.1	35.1	17.7	외국인지분율	27.2%
지배주주순이익	33	32	41	62	71	60일-외국인지분율변동주이	+6.7%p
EPS	3,246	3,167	4,039	6,168	7,086	주요주주	코스맥스비티아이 외 11인 26.6%
PER (H/L)	55.3/32.5	49.4/21.4	27.5	18.0	15.7	(천원)	200
PBR (H/L)	6.8/4.0	4.6/2.0	3.0	2.6	2.3	코스맥스(좌)	200
EV/EBITDA (H/L)	28.9/19.7	21.8/12.3	11.7	9.3	8.3	KOSPI지수대비(우)	0
영업이익률	4.2	4.1	5.4	6.4	6.7	19/11	20/02
ROE	13.5	10.5	11.3	15.6	15.8	20/06	20/09
						0	0
						주기상승률	1M 3M 12M
						절대기준	-9.0 9.9 38.9
						상대기준	-12.3 7.4 18.2

도표 1. 코스맥스 연간 실적 추정치 조정

(단위: 억원 %)

	20E			21E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	14,232	14,482	-1.7	16,238	16,646	-2.5
영업이익	773	853	-9.4	1,044	1,070	-2.4
지배주주순익	406	499	-18.7	620	680	-8.8

자료: DB금융투자

도표 2. 코스맥스 법인별 실적 추정

(단위: 억원 %)

	16	17	18	19	20E	21E
<b>연결매출</b>	<b>7,570</b>	<b>8,839</b>	<b>12,597</b>	<b>13,307</b>	<b>14,232</b>	<b>16,238</b>
코스맥스 한국	5,055	5,282	6,794	7,390	7,764	8,206
코스맥스 이스트	2,809	3,712	4,776	4,818	4,828	5,570
코스맥스 인도네시아	30	90	106	394	362	598
코스맥스 미국	176	381	662	826	723	1,026
NU-WORLD			991	767	1,147	1,301
코스맥스 태국			112	179	190	300
아이큐어			76	114	136	157
<b>%YoY</b>	<b>41.9</b>	<b>16.8</b>	<b>42.5</b>	<b>5.6</b>	<b>7.0</b>	<b>14.1</b>
코스맥스 한국	35.7	4.5	28.6	8.8	5.1	5.7
코스맥스 중국	38.7	32.2	28.7	0.9	0.2	15.4
코스맥스 인도네시아	77.4	201.1	18.3	270.1	-8.0	65.0
코스맥스 미국	834.1	116.9	74.0	24.6	-12.5	41.9
NU-WORLD				-22.6	49.5	13.4
코스맥스 태국				59.2	6.3	57.9
아이큐어				49.1	20.0	15.0
<b>영업이익</b>	<b>526</b>	<b>351</b>	<b>523</b>	<b>540</b>	<b>773</b>	<b>1,044</b>
OP margin	6.9	4.0	4.2	4.1	5.4	6.4

자료: DB금융투자

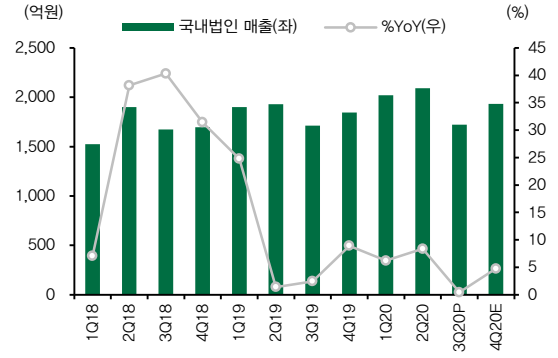
도표 3. 코스맥스 분기 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	18	19	20E	21E
<b>연결매출</b>	<b>3,278</b>	<b>3,323</b>	<b>3,175</b>	<b>3,531</b>	<b>3,285</b>	<b>3,792</b>	<b>3,207</b>	<b>3,948</b>	<b>12,597</b>	<b>13,307</b>	<b>14,232</b>	<b>16,238</b>
%YoY	13.5	1.5	0.9	7.4	0.2	14.1	1.0	11.8	42.5	5.6	7.0	14.1
<b>영업이익</b>	<b>135</b>	<b>132</b>	<b>104</b>	<b>169</b>	<b>160</b>	<b>262</b>	<b>139</b>	<b>211</b>	<b>523</b>	<b>540</b>	<b>773</b>	<b>1,044</b>
%YoY	30.2	-29.2	-21.5	67.2	18.4	99.2	33.7	25.1	49.0	3.2	43.1	35.1
%OPM	4.1	4.0	3.3	4.8	4.9	6.9	4.3	5.4	4.2	4.1	5.4	6.4

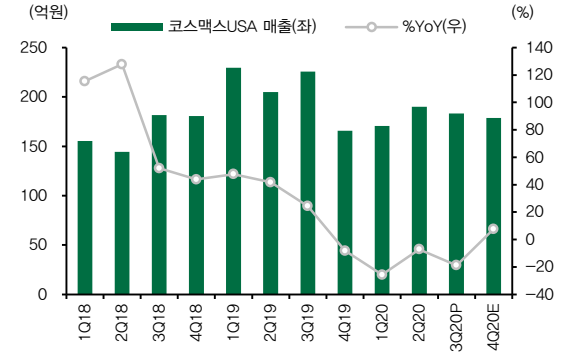
자료: DB금융투자

도표 4. 코스맥스 국내법인 분기매출 추이



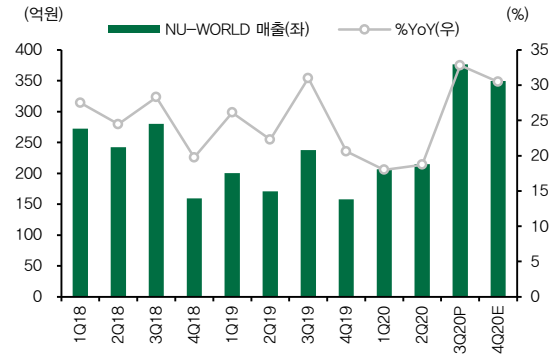
자료: DB금융투자

도표 5. 코스맥스 미국법인 분기매출 추이



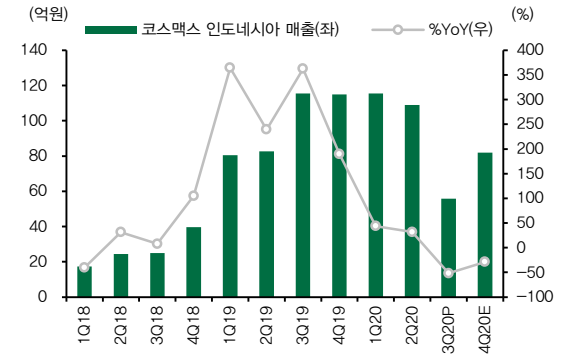
자료: DB금융투자

도표 6. 코스맥스 누월드 분기매출 추이



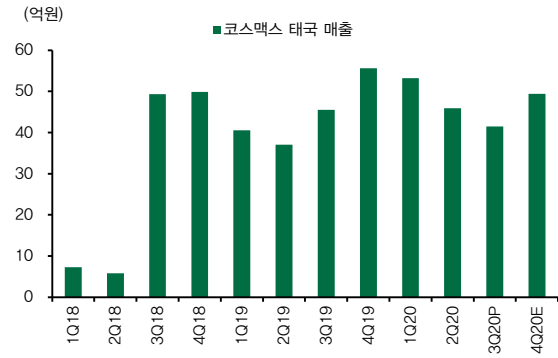
자료: DB금융투자

도표 7. 코스맥스 인도네시아법인 분기매출 추이



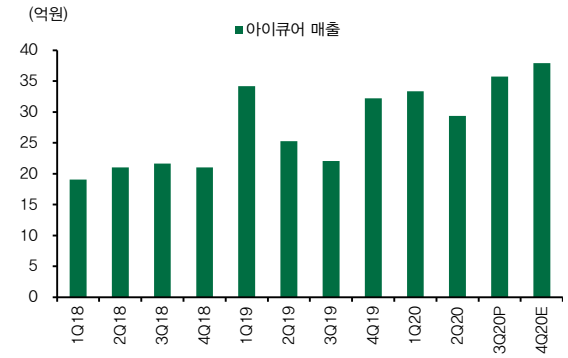
자료: DB금융투자

도표 8. 코스맥스 태국법인 분기매출 추이



자료: DB금융투자

도표 9. 코스맥스 아이큐어 분기매출 추이



자료: DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	596	618	701	811	917
현금및현금성자산	35	77	133	186	206
매출채권및기타채권	323	318	346	386	442
재고자산	209	209	203	217	243
비유동자산	466	586	584	608	616
유형자산	333	432	432	456	466
무형자산	96	103	101	100	99
투자자산	18	20	20	20	20
자산총계	1,062	1,204	1,298	1,431	1,546
유동부채	650	716	766	848	900
매입채무및기타채무	250	262	311	374	406
단기차입금및단기차채	314	356	356	376	396
유동성장기부채	57	46	46	46	46
비유동부채	169	171	201	216	236
사채및장기차입금	145	132	162	177	197
부채총계	820	888	967	1,065	1,137
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	129	182	182	182	182
이익잉여금	135	162	190	240	299
비자배주주지분	-24	-27	-41	-56	-72
자본총계	242	316	331	366	409

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	1,260	1,331	1,423	1,624	1,826
매출원가	1,105	1,147	1,203	1,361	1,525
매출총이익	155	183	221	263	301
판매비	102	129	143	159	178
영업이익	52	54	77	104	123
EBITDA	78	92	129	159	178
영업외손익	-16	-18	-31	-25	-25
금융손익	-18	-19	-30	-24	-24
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	1	-1	-1	-1
세전이익	36	36	46	79	98
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	18	26	48	55
지배주주지분순이익	33	32	41	62	71
비지배주주지분순이익	-12	-14	-14	-14	-16
총포괄이익	22	17	26	48	55
증감률(%YoY)					
매출액	42.5	5.6	7.0	14.1	12.4
영업이익	48.9	3.2	43.1	35.1	17.7
EPS	73.0	-2.4	27.5	52.7	14.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	-55	75	121	131	81
당기순이익	21	18	26	48	55
현금유출이없는비용및수익	66	103	93	108	121
유형및무형자산상각비	25	38	52	54	55
영업관련자산부채변동	-114	1	22	7	-51
매출채권및기타채권의감소	-80	1	-28	-40	-56
재고자산의감소	-25	6	6	-13	-27
매입채무및기타채무의증가	-26	-21	49	63	32
투자활동현금흐름	-57	-96	-49	-76	-62
CAPEX	-49	-105	-51	-78	-64
투자자산의순증	2	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	107	63	-3	-2	0
사채및차입금의 증가	111	34	30	35	40
자본금및자본잉여금의증가	-22	53	0	0	0
배당금지급	-3	-6	-9	-12	-12
기타현금흐름	0	0	-12	0	0
현금의증가	-4	41	57	52	20
기초현금	39	35	77	133	186
기말현금	35	77	133	186	206

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	3,246	3,167	4,039	6,168	7,086
BPS	26,411	34,178	37,017	41,986	47,872
DPS	600	900	1,200	1,200	1,200
Multiple(배)					
P/E	40.0	25.2	27.5	18.0	15.7
P/B	4.9	2.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.6	13.6	11.7	9.3	8.3
수익성(%)					
영업이익률	4.2	4.1	5.4	6.4	6.7
EBITDA마진	6.2	6.9	9.1	9.8	9.7
순이익률	1.7	1.4	1.8	2.9	3.0
ROE	13.5	10.5	11.3	15.6	15.8
ROA	2.1	1.6	2.1	3.5	3.7
ROIC	4.7	3.7	5.8	8.3	8.6
안정성및기타					
부채비율(%)	338.9	280.6	292.5	290.8	278.0
이자보상배율(배)	2.8	2.4	3.2	4.1	4.6
배당성향(배)	28.6	49.4	46.0	25.3	22.0

자료: 코스맥스, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

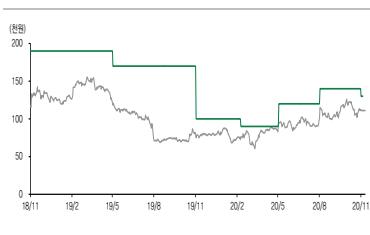
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

코스맥스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-21.6	-12.0					
20/02/21	Buy	90,000	-11.9	1.1					
20/05/15	Buy	120,000	-22.2	-14.6					
20/08/14	Buy	140,000	-21.6	-10.0					
20/11/16	HOLD	120,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경