

2020. 11. 16



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	150,000 원
현재주가 (11.13)	111,000 원
상승여력	35.1%

KOSPI	2,493.87pt
시가총액	11,155억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.32%
외국인비중	27.22%
52주 최고/최저가	126,000원/60,700원
평균거래대금	146.5억원

주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 11 인	26.57
국민연금공단	13.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	33.6	38.9
상대주가	-12.3	3.9	18.2

주가그래프



코스맥스 192820

3Q20 Review: 대세에 지장 없다

- ✓ 3Q20: 매출액 3,207억원(+1.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 139억원(+33.7%)
- ✓ ① 국내: 설비 자동화 → 제조원가 절감 → OPM +1.6%p
- ✓ ② 중국: 상해 -3.3%(논턴키 전환 영향 200억원 제거 시 +20.0%), 광저우 +9.0%
- ✓ ③ 기타: 누월드(+58.3%) 소독제 추가 효과 vs. 동남아(-38.5%) 코로나 영향
- ✓ 중국 신규 고객사 추가 지속 + Valuation 매력 = 투자성 증대, 매수 접근 추천

3Q20 생산량 확대 + 가동률 상승 = 영업 레버리지 확대

코스맥스는 2020년 3분기 매출액 3,207억원(+1.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 139억원(+33.7%), 순이익 58억원(+53.9%)을 기록하면서, 시장 기대치를 하회했다. 상해 법인의 자사급 전환 영향과 외화환산손실 발생에 기인한다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 1,875억원(-1.1%), 114억원(+33.1%; OPM +1.6%p)을 시현했다. 매출 감소는 세정 제품 감소와(-50억원 QoQ), 광군제 특수 미반영에 따른다. 설비 자동화에 따른 제조원가 감소가 지속되면서, 수익성은 향상되었다.

[중국] 상해 역신장(-3.3%; OPM 7%)은 상당 계약을 논턴키로 전환함에 따라, 매출이 차감된 영향이다(-200억원; 제거 시 +20%대 성장). 광저우는 성장했다(+9.0%; OPM 12%). 온라인 비중 확대가 고무적이다(2020년 누적 기준 75%).

[기타] 미국 누월드는 소독제 추가 효과로 물량 확대(+58.3%)와 비용 증가(+50억원 추산)가 동반되고 있다. 기타 법인의 경우, 코로나 영향으로 주력 거래선 물량이 줄어들며 역신장했다(오하이오 -18.8%, 인니 -50.4%, 태국 -8.9%).

투자의견 Buy 및 적정주가 150,000원 유지

코스맥스에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 150,000원을 유지한다. 상대적으로 투자성이 높다는 판단. 매수 접근을 추천한다. ① 중국: 고품질화(P↑), 거래선 확대(Q↑) 및 턴키 축소(C↓)로써, 양질의 성장을 도모한다. ② 국내: 구조적 원가 절감에 기반한 체질 개선이 기대된다. ③ 북미: 소독제 물량 추가로 고정비 부담이 완화될 전망이다. 2021E 관련 공정에 800억원 캐파 확대가 예고되고 있다. ④ Valuation 매력이 높기도 하다(2021E PER 18.9배 vs. 업종 평균 38.7배).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,259.7	52.3	32.6	3,246	35.7	26,411	40.0	4.9	22.6	13.5	338.9
2019	1,330.7	54.0	31.8	3,167	-13.0	34,178	25.2	2.3	13.6	10.5	280.6
2020E	1,393.6	76.9	47.2	4,694	55.7	37,488	23.6	3.0	12.6	13.1	270.2
2021E	1,547.5	93.7	59.0	5,871	74.6	42,459	18.9	2.6	10.6	14.7	231.4
2022E	1,652.2	103.8	65.2	6,491	15.5	48,050	17.1	2.3	9.5	14.3	197.0

(십억원, %, %p)	3Q20P	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사 예상치	(% diff)
매출액	320.7	317.5	1.0	379.2	-15.4	358.7	-10.6	357.4	-10.3
영업이익	13.9	10.4	33.7	26.2	-47.0	18.5	-24.9	19.2	-27.6
순이익	5.8	3.8	53.9	20.3	-71.2	13.4	-56.5	8.4	-30.6
영업이익률	4.3	3.3	1.1	6.9	-2.6	5.2	-0.8	5.4	-1.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	327.8	332.3	317.5	353.1	328.5	379.2	320.7	365.2	1,330.7	1,393.6	1,547.5
국내	195.4	197.1	189.6	205.2	222.6	229.7	187.5	209.2	787.4	848.9	894.7
개별	190.2	192.8	171.4	184.6	202.0	209.0	172.1	186.5	739.0	769.5	810.6
자회사	5.2	4.3	18.3	20.6	20.6	20.7	15.4	22.7	48.4	79.4	84.1
중국	103.7	118.1	108.8	151.2	88.4	131.3	108.4	154.7	481.8	482.8	543.6
상해	81.8	88.8	83.3	118.0	63.4	98.1	80.6	117.6	371.8	359.6	395.8
광저우	22.0	29.3	25.5	33.2	25.0	33.2	27.8	37.2	110.0	123.2	147.8
미국	44.1	36.4	46.3	32.4	37.7	40.5	56.0	36.3	159.3	170.5	224.4
오하이오	24.1	19.3	22.6	16.6	17.1	19.0	18.3	15.8	82.6	70.2	87.7
뉴월드	20.0	17.1	23.8	15.8	20.6	21.5	37.6	20.6	76.7	100.3	136.7
기타	12.1	12.0	15.8	17.3	15.5	15.5	9.7	15.0	57.2	55.7	67.3
인도네시아	8.0	8.3	11.3	11.8	10.2	10.9	5.6	10.0	39.4	36.6	45.5
태국	4.1	3.7	4.6	5.6	5.3	4.6	4.1	5.0	17.9	19.1	21.9
매출총이익	42.4	45.9	46.9	48.2	46.0	63.8	49.3	51.0	183.5	210.1	238.1
매출총이익률	12.9	13.8	14.8	13.7	14.0	16.8	15.4	14.0	13.8	15.1	15.4
영업이익	13.5	13.2	10.4	16.9	16.0	26.2	13.9	20.7	54.0	76.9	93.7
영업이익률	4.1	4.0	3.3	4.8	4.9	6.9	4.3	5.7	4.1	5.5	6.1
개별	7.7	10.6	8.6	13.2	16.4	20.8	11.4	15.2	40.2	63.8	67.4
자회사(연결-개별)	5.8	2.5	1.8	3.7	-0.3	5.4	2.5	5.5	13.8	13.1	26.3
순이익	9.0	9.3	3.8	9.7	4.8	20.3	5.8	16.3	31.8	47.2	59.0
순이익률	2.7	2.8	1.2	2.7	1.5	5.3	1.8	4.5	2.4	3.4	3.8
(% YoY)											
매출액	13.5	1.5	0.9	7.4	0.2	14.1	1.0	3.4	5.6	4.7	11.0
국내	26.0	2.1	11.0	18.2	13.9	16.5	-1.1	1.9	13.7	7.8	5.4
상해	1.7	-16.6	-20.7	-0.9	-22.4	10.4	-3.3	-0.3	-9.5	-3.3	10.0
광저우	17.1	94.2	67.7	88.3	13.8	13.3	9.0	12.0	64.9	12.0	20.0
오하이오	54.9	33.7	24.3	-8.4	-29.2	-1.5	-18.8	-5.0	24.6	-15.0	25.0
뉴월드	-26.5	-29.5	-15.2	-19.2	3.1	25.6	58.3	30.0	-22.6	30.8	36.3
인도네시아	364.5	239.3	351.2	196.7	26.2	31.8	-50.4	-15.0	270.1	-6.9	24.1
태국	455.1	540.6	-7.7	11.5	31.3	23.8	-8.9	-10.0	59.2	6.6	14.7
영업이익	30.2	-29.2	-21.5	67.2	18.4	99.2	33.7	22.6	3.2	42.4	21.9
영업이익률	0.5	-1.7	-0.9	1.7	0.8	3.0	1.1	0.9	-0.1	1.5	0.5
개별	53.9	37.8	114.9	145.2	111.7	95.1	33.1	15.1	81.5	58.7	5.7
자회사(연결-개별)	8.0	-76.9	-80.4	-22.1	적전	116.8	36.2	49.4	-54.3	-5.3	101.2
순이익	-3.4	-21.4	-28.0	57.3	-46.7	117.1	53.9	67.8	-2.4	48.2	25.1

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	1,393.6	1,547.5	1,476.8	1,627.2	-5.6	-4.9	1,475.0	1,636.8
영업이익	76.9	93.7	84.3	96.9	-8.8	-3.3	85.5	101.8
순이익	47.2	59.0	50.2	73.0	-6.0	-19.2	52.6	70.9

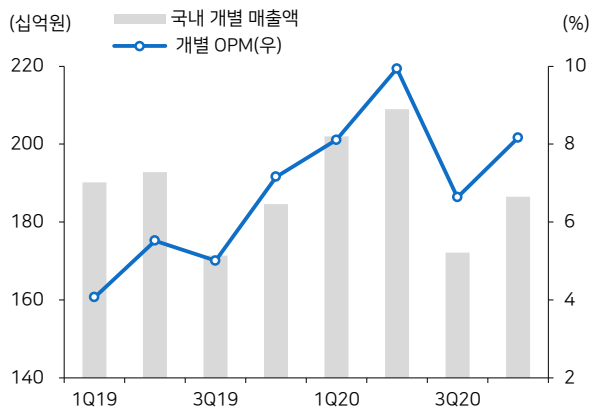
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치 비교
순이익	58.0 12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	26.8 글로벌 화장품 Peer 평균값에 20% 할인 적용
적정주가 (원)	150,000 반올림 적용
현재주가 (원)	111,000
상승여력 (%)	35.1

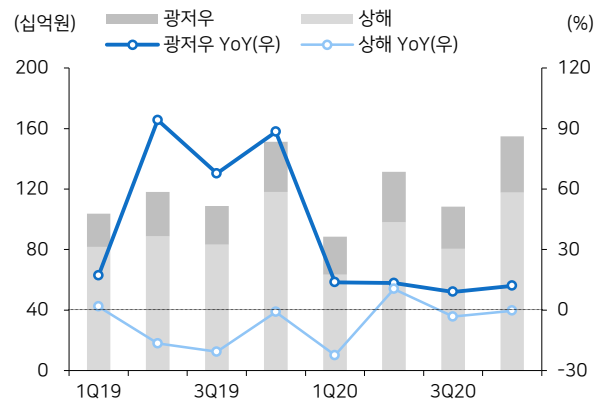
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 코스맥스 국내 법인 실적 추이



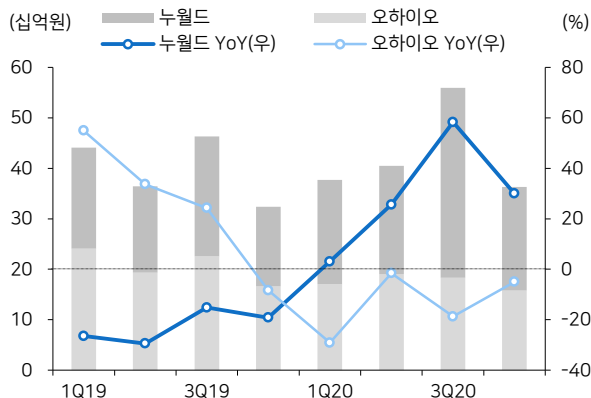
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스맥스 중국 법인 매출 추이



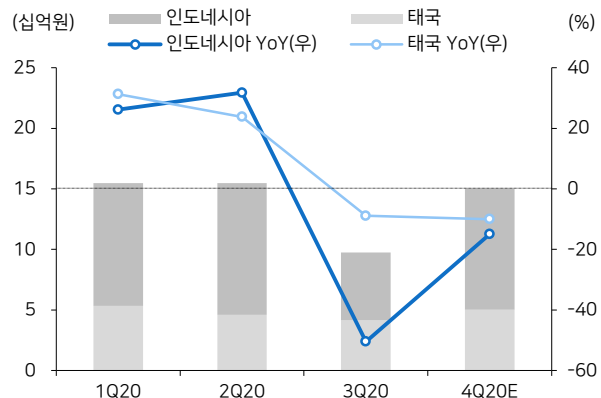
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스맥스 미국 법인 매출 추이



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스맥스 동남아 법인 매출 추이



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,259.7	1,330.7	1,393.6	1,547.5	1,652.2
매출액증가율 (%)	42.5	5.6	4.7	11.0	6.8
매출원가	1,105.0	1,147.2	1,183.5	1,309.4	1,394.7
매출총이익	154.7	183.5	210.1	238.1	257.5
판매관리비	102.4	129.5	133.2	144.4	153.7
영업이익	52.3	54.0	76.9	93.7	103.8
영업이익률	4.2	4.1	5.5	6.1	6.3
금융손익	-18.3	-18.5	-16.4	-11.9	-9.1
중속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	0.5	-5.6	1.1	1.1
세전계속사업이익	36.2	35.9	54.9	83.0	95.9
법인세비용	15.2	17.6	26.3	33.2	38.4
당기순이익	21.1	18.3	28.5	49.8	57.5
지배주주지분 손이익	32.6	31.8	47.2	59.0	65.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	595.8	618.3	624.4	651.1	684.8
현금및현금성자산	35.2	76.6	50.4	62.8	81.1
매출채권	307.1	299.7	311.7	321.0	330.7
재고자산	209.4	208.9	228.6	233.1	237.8
비유동자산	465.8	586.1	611.3	590.1	571.4
유형자산	332.6	431.8	437.6	415.6	396.5
무형자산	96.0	102.9	114.0	113.6	113.2
투자자산	18.5	20.1	18.2	19.4	20.2
자산총계	1,061.5	1,204.4	1,235.7	1,241.2	1,256.2
유동부채	650.5	716.4	717.6	717.0	710.2
매입채무	181.3	179.7	185.0	192.4	200.1
단기차입금	314.1	356.3	348.8	333.8	316.8
유동성장기부채	57.1	45.9	44.7	36.7	28.7
비유동부채	169.3	171.5	184.3	149.7	123.0
사채	16.8	17.4	38.0	28.0	13.0
장기차입금	128.1	115.0	104.6	76.6	62.6
부채총계	819.7	887.9	901.9	866.7	833.2
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	128.9	182.0	182.1	182.1	182.1
기타포괄이익누계액	-3.1	-4.9	-2.3	-2.3	-2.3
이익잉여금	134.8	161.5	192.1	242.1	298.3
비지배주주지분	-23.6	-27.0	-43.0	-52.2	-59.9
자본총계	241.9	316.5	333.8	374.5	423.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-54.6	74.6	50.7	107.9	106.8
당기순이익(손실)	21.1	18.3	28.5	49.8	57.5
유형자산상각비	24.1	36.3	46.7	47.0	44.2
무형자산상각비	1.2	1.7	1.3	0.4	0.4
운전자본의 증감	-114.4	0.9	-22.7	10.7	4.7
투자활동 현금흐름	-56.7	-95.9	-17.6	-26.2	-26.0
유형자산의증가(CAPEX)	-49.0	-104.8	-49.3	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-1.7	1.9	-1.2	-0.8
재무활동 현금흐름	107.5	62.9	-60.1	-69.2	-62.5
차입금의 증감	111.2	34.2	3.3	-60.2	-53.4
자본의 증가	-22.1	53.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.9	41.4	-26.2	12.4	18.3
기초현금	39.1	35.2	76.6	50.4	62.8
기말현금	35.2	76.6	50.4	62.8	81.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	125,351	132,410	138,670	153,984	164,408
EPS(지배주주)	3,246	3,167	4,694	5,871	6,491
CFPS	8,709	12,101	13,233	14,671	15,399
EBITDAPS	7,724	9,154	12,422	14,037	14,763
BPS	26,411	34,178	37,488	42,459	48,050
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	0.5	1.1	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	40.0	25.2	23.6	18.9	17.1
PCR	14.9	6.6	8.4	7.6	7.2
PSR	1.0	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	4.9	2.3	3.0	2.6	2.3
EBITDA	77.6	92.0	124.8	141.1	148.4
EV/EBITDA	22.6	13.6	12.6	10.6	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	10.5	13.1	14.7	14.3
EBITDA 이익률	6.2	6.9	9.0	9.1	9.0
부채비율	338.9	280.6	270.2	231.4	197.0
금융비용부담률	1.5	1.7	1.6	1.3	1.1
이자보상배율(x)	2.8	2.4	3.5	4.7	5.9
매출채권회전율(x)	4.6	4.4	4.6	4.9	5.1
재고자산회전율(x)	6.4	6.4	6.4	6.7	7.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.19	산업분석	Buy	184,000	양지혜	-30.0	-22.6	
2019.02.15	기업브리프	Buy	165,000	양지혜	-12.8	-5.8	
2019.05.14	기업브리프	Buy	155,000	양지혜	-29.0	-22.3	
2019.07.15	기업브리프	Buy	140,000	양지혜	-29.9	-25.0	
2019.08.12	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-39.6	-37.3	
2019.10.16	산업분석	Hold	80,000	양지혜	-2.8	8.8	
2019.12.31				커버리지 제외			
2020.04.22	산업분석	Hold	93,000	하누리	-6.7	-2.2	
2020.05.15	기업브리프	Hold	100,000	하누리	-6.6	2.5	
2020.07.13	기업브리프	Buy	120,000	하누리	-22.2	-15.8	
2020.08.14	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-	-	