



하나금융그룹

2021년 01월 22일 | Equity Research

코스맥스 (192820)

펀더멘탈 개선 대비 현저한 저평가

4분기 영업이익 YoY 7% 증가 전망

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 11%, 7% 증가한 3,920억원, 180억원 수준으로 추정한다. 국내 사업 매출이 YoY 1% 증가에 그치고, 중국 사업 매출이 YoY 2% 감소하지만, 미국 사업 매출이 설비증설(누월드)과 손소독제 라이센스 획득 및 생산(USA)으로 YoY 70% 이상 큰 폭 증가하면서 외형성장을 견인할 전망이다. 중국 상해 법인 매출은 B사 텐키 매출 축소로 YoY 3% 감소, 광저우 법인 매출은 YoY 10% 증가할 것으로 추정한다. 상해 법인 텐키 방식 축소와 광저우 법인 전년도 낮은 베이스로 중국 사업 영업이익 증가 폭은 YoY 47%에 달할 것으로 예상되나, 태국/인도 네시아 등 동남아 사업 실적 부진으로 영업이익률은 4.6%(YoY -0.2%p) 수준에 그칠 전망이다.

국내외 사업 역량 강화 중

첫째, 국내 사업은 화장품 시장이 YoY 10% 이상 역신장하는 열악한 사업 환경 하에서도 공격적인 영업을 통한 신규 바이어 유치로 YoY 0% 수준 매출을 이어가고 있다. 시장점유율은 상승하고 있는 것이다. Top 5 브랜드 가운데 신규 브랜드 비율이 40%를 차지하고 있으며, 생산효율화로 수익성은 오히려 개선세에 있다. 둘째, 중국 사업은 4분기 월 5천만개 이상 생산 역대 최대 생산량을 기록했으며, YoY 15%(수량 기준) 증가한 규모다. 상해법인 텐키 방식 축소로 매출은 YoY 3~5% 감소가 예상되지만 수익성은 크게 좋아지고 있다. 광저우법인 매출이 YoY 10% 수준에 그치는 게 아쉬움이 있지만, 전년도 높은 베이스를 감안하면 시장 점유율이나 경쟁력이 떨어지고 있다고 말하기 힘들다. 중국 화장품 시장이 YoY 15% 성장하고 있지만, 럭셔리 시장이 30% 내외, 중저가 시장은 5% 성장에 그치고 있는 것으로 분석한다. ODM 시장은 중저가 시장과 궤를 같이 한다고 볼 때, 시장점유율은 상승하고 있는 것이다. 셋째, 미국 사업도 설비증설과 손소독제 라이센스 획득 및 생산으로 성장률이 제고되고 있다. 4분기 예상보다 못한 실적 부진은 동남아 사업 때문으로 코로나19 때문에 생산과 수출이 다 어려운 상황이다. 하지만, 동남아 사업은 밸류에이션 프리미엄 요인도 아니고, 핵심 성장 동력으로 보던 사업도 아니다.

목표주가 12만원, 투자의견 '매수' 유지

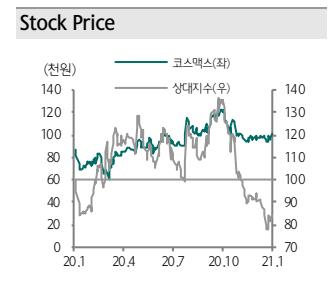
i) 압도적인 기술력과 제품 카테고리, Capa를 기반으로, ii) 국내외적으로 사업 역량과 펀더멘탈, 시장점유율은 확대되고 있으며, iii) 2021년 중국을 비롯한 글로벌 화장품 시장 회복 최대 수혜 업체 중 하나다. 반면, 주가는 오히려 9월 대비 크게 떨어져, 현재 주가는 12MF PER 13.8배에 그친다. 높은 기술력과 인프라에 기반한 진입장벽, 글로벌 화장품 ODM 1위 업체로서 위상에 비하면 현저한 저평가다. 비중 확대가 유효하다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(1월21일): 101,500원

Key Data	Consensus Data	
	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,160.84	
52주 최고/최저(원)	126,000/6 0,700	
시가총액(십억원)	1,020.0	
시가총액비중(%)	0.05	
발행주식수(천주)	10,049.5	
60일 평균 거래량(천주)	125.9 05.9	
60일 평균 거래대금(십억원)	12.7	
20년 배당금(예상,원)	900	
20년 배당수익률(예상,%)	1.05	
외국인지분율(%)	24.46	
주요주주 지분율(%)		
코스맥스비티아이 외 11 인	26.57	
국민연금공단	12.90	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	2.8 7.5 20.1	
상대	(9.6) (24.2) (14.9)	



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,259.7	1,330.7	1,420.2	1,591.4	1,720.2
영업이익	십억원	52.3	54.0	74.2	113.9	134.5
세전이익	십억원	36.2	35.9	54.0	97.1	120.7
순이익	십억원	32.6	31.8	36.7	72.9	86.3
EPS	원	3,246	3,167	3,655	7,249	8,590
증감율	%	73.03	(2.43)	15.41	98.33	18.50
PER	배	40.05	25.23	27.22	14.00	11.82
PBR	배	4.92	2.34	2.69	2.34	1.99
EV/EBITDA	배	22.58	13.56	11.90	8.67	7.56
ROE	%	13.49	10.45	10.28	18.07	18.23
BPS	원	26,434	34,201	36,957	43,306	50,997
DPS	원	600	900	900	900	900



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

하나금융투자

표1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준) (단위: 십억원)

2분기 연결기준 매출과 영업이익은
각각 전년동기 대비 11%,
7% 증가한 3,918억원과
181억원 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020년
매출	328	332	317	353	1,331	328	379	321	392	1,420
국내	190	193	171	185	739	202	209	172	186	769
중국	102	116	107	148	472	86	129	106	146	467
미국	43	38	46	32	159	38	40	56	56	190
영업이익	14	13	10	17	54	16	26	14	18	74
국내	8	11	9	13	40	16	21	11	13	61
중국	8	7	1	9	25	0	13	9	13	36
미국	-3	-4	-1	-4	-12	-4	-7	-5	-5	-22
세전이익	10	10	9	7	36	15	22	5	13	54
당기순이익	7	6	1	4	18	1	14	1	6	22
지배주주순이익	9	9	4	10	32	5	20	6	6	37
영업이익률(%)	4.1	4.0	3.3	4.8	4.1	4.9	6.9	4.3	4.6	5.2
국내	4.1	5.5	5.0	7.2	5.4	8.1	9.9	6.6	7.0	8.0
중국	7.5	6.5	1.2	5.9	5.3	0.5	10.5	8.6	8.8	7.7
미국	-5.9	-11.4	-1.5	-12.4	-7.3	-11.6	-18.4	-8.6	-8.6	-11.3
세전이익률(%)	3.2	3.0	2.8	1.9	2.7	4.4	5.7	1.5	3.3	3.8
순이익률(%)	2.7	2.8	1.2	2.7	2.4	1.5	5.3	1.8	1.5	2.6
매출(YoY, %)	13.5	1.5	0.9	7.4	5.6	0.2	14.1	1.0	11.0	6.7
국내	24.8	1.4	2.5	8.9	8.8	6.2	8.4	0.4	0.5	4.0
중국	4.6	-2.8	-9.5	10.6	0.9	-15.0	11.1	-0.4	-1.5	-1.1
미국	0.4	-3.0	0.3	-14.0	-3.7	-12.3	7.9	20.8	72.3	19.3
영업이익(YoY, %)	30.2	-29.2	-21.5	67.2	3.2	18.4	99.2	33.7	7.0	37.5
국내	54.0	37.8	115.0	145.2	81.5	111.7	95.1	33.1	-2.2	53.0
중국	5.8	-28.5	-81.5	-33.2	-33.1	적전	79.7	624.7	47.1	43.1
미국	적지									
세전이익	3.1	-40.4	35.0	133.8	-0.9	39.2	119.2	-47.3	97.7	50.4
당기순이익	-12.1	-39.8	-65.5	흑전	-13.0	-82.0	134.9	-57.0	38.3	17.9
지배주주당기순이익	-3.4	-21.4	-28.0	57.3	-2.4	-46.7	117.1	53.9	-39.8	15.4

자료: 코스맥스, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2021년 매출과 영업이익 각각 YoY 12%, 53% 높은 1조 5,914억원 과 1,139억원 전망	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,260	1,331	1,420	1,591	1,720
국내	679	739	769	810	849
중국	468	472	467	568	634
미국	165	159	190	222	244
영업이익	52	54	74	114	134
국내	22	40	61	66	71
중국	37	25	36	52	61
미국	-14	-13	-22	-7	-1
세전이익	36	36	54	97	121
당기순이익	21	18	22	49	66
지배주주순이익	33	32	37	73	86
적정시가총액	884	973	1,070	1,177	1,295
주식수(천주)	10,049	10,049	10,049	10,049	10,049
적정주가(원)	88,013	96,815	106,496	117,146	128,860
적정PER(배)	27.1	30.6	29.1	16.2	15.0
EPS(원)	3,246	3,167	3,655	7,250	8,591
영업이익률(%)	4.2	4.1	5.2	7.2	7.8
국내	3.3	5.4	8.0	8.2	8.3
중국	8.0	5.3	7.7	9.2	9.7
미국	-8.4	-8.0	-11.3	-3.0	-0.4
매출액(YoY,%)	42.5	5.6	6.7	12.1	8.1
국내	28.6	8.8	4.0	5.3	4.9
중국	28.7	0.9	-1.1	21.5	11.7
미국	334.4	-3.7	19.3	17.0	9.7
영업이익(YoY,%)	48.9	3.2	37.5	53.4	18.1
국내	17.8	81.5	53.0	8.0	6.2
중국	36.0	-33.1	43.1	45.2	17.8
미국	적지	적지	적지	적지	적지
순이익(YoY,%)	35.7	-13.0	17.9	124.8	36.7

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		1,259.7	1,330.7	1,420.2	1,591.4	1,720.2
매출원가		1,105.0	1,147.2	1,207.1	1,349.5	1,457.0
매출총이익		154.7	183.5	213.1	241.9	263.2
판관비		102.4	129.5	138.8	128.0	128.7
영업이익		52.3	54.0	74.2	113.9	134.5
금융손익		(18.3)	(18.5)	(23.0)	(20.7)	(18.6)
종속/관계기업손익		0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익		2.2	0.5	2.8	4.0	5.0
세전이익		36.2	35.9	54.0	97.1	120.7
법인세		15.2	17.6	32.4	48.6	54.3
계속사업이익		21.1	18.3	21.6	48.6	66.4
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		21.1	18.3	21.6	48.6	66.4
비지배주주지분 순이익		(11.6)	(13.5)	(15.1)	(24.3)	(19.9)
지배주주순이익		32.6	31.8	36.7	72.9	86.3
지배주주지분포괄이익		33.1	31.0	40.3	90.5	123.8
NOPAT		30.4	27.5	29.7	56.9	74.0
EBITDA		77.6	92.0	107.7	143.3	160.1
성장성(%)						
매출액증가율		42.50	5.64	6.73	12.05	8.09
NOPAT증가율		40.74	(9.54)	8.00	91.58	30.05
EBITDA증가율		40.07	18.56	17.07	33.05	11.72
영업이익증가율		49.00	3.25	37.41	53.50	18.09
(지배주주)순익증가율		72.49	(2.45)	15.41	98.64	18.38
EPS증가율		73.03	(2.43)	15.41	98.33	18.50
수익성(%)						
매출총이익률		12.28	13.79	15.00	15.20	15.30
EBITDA이익률		6.16	6.91	7.58	9.00	9.31
영업이익률		4.15	4.06	5.22	7.16	7.82
계속사업이익률		1.68	1.38	1.52	3.05	3.86

투자지표		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		3,246	3,167	3,655	7,249	8,590
BPS		26,434	34,201	36,957	43,306	50,997
CFPS		8,709	12,101	10,967	14,901	16,930
EBITDAPS		7,724	9,153	10,717	14,256	15,935
SPS		125,351	132,410	141,317	158,360	171,173
DPS		600	900	900	900	900
주가지표(배)						
PER		40.05	25.23	27.22	14.00	11.82
PBR		4.92	2.34	2.69	2.34	1.99
PCFR		14.93	6.60	9.07	6.81	6.00
EV/EBITDA		22.58	13.56	11.90	8.67	7.56
PSR		1.04	0.60	0.70	0.64	0.59
재무비율(%)						
ROE		13.49	10.45	10.28	18.07	18.23
ROA		3.27	2.81	2.97	5.52	6.02
ROIC		4.66	3.60	3.65	6.86	8.52
부채비율		338.93	280.56	284.77	272.76	250.89
순부채비율		194.28	148.92	141.34	122.14	103.20
이자보상배율(배)		2.83	2.38	3.12	4.62	5.26

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		595.8	618.3	722.7	868.5	1,023.8
금융자산		46.6	79.4	106.1	141.9	173.2
현금성자산		35.2	76.6	103.1	138.6	169.6
매출채권		307.1	299.7	374.6	449.5	651.8
재고자산		209.4	208.9	261.2	326.4	408.0
기타유동자산		32.7	30.3	(19.2)	(49.3)	(209.2)
비유동자산		465.8	586.1	543.3	505.3	470.7
투자자산		18.5	20.1	20.9	22.2	23.3
금융자산		17.4	18.7	19.3	20.5	21.4
유형자산		332.6	431.8	389.8	351.7	317.1
무형자산		96.0	102.9	101.5	100.2	99.1
기타비유동자산		18.7	31.3	31.1	31.2	31.2
자산총계		1,061.5	1,204.4	1,266.0	1,373.9	1,494.5
유동부채		650.4	716.4	763.5	827.9	888.3
금융부채		371.3	409.4	429.9	450.8	471.5
매입채무		181.3	179.7	224.6	280.7	350.9
기타유동부채		97.8	127.3	109.0	96.4	65.9
비유동부채		169.2	171.5	173.5	177.4	180.3
금융부채		145.2	141.3	141.3	141.3	141.3
기타비유동부채		24.0	30.2	32.2	36.1	39.0
부채총계		819.7	887.9	937.0	1,005.3	1,068.6
지배주주지분		265.4	343.5	371.1	435.0	512.2
자본금		5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
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	189.2	253.0	330.3
비지배주주지분		(23.6)	(27.0)	(42.1)	(66.4)	(86.3)
자본총계		241.8	316.5	329.0	368.6	425.9
순금융부채		469.9	471.3	465.1	450.2	439.5

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		(54.6)	74.6	6.0	15.4	10.7
당기순이익		21.1	18.3	21.6	48.6	66.4
조정		4	6	3	3	3
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		(21.5)	(30.6)	(30.5)	(26.4)	(22.7)
영업활동 자산부채 변동		(114.4)	0.9	(49.1)	(62.6)	(81.4)
투자활동 현금흐름		(56.7)	(95.9)	9.1	8.3	8.7
투자자산감소(증가)		1.7	(1.6)	(0.7)	(1.4)	(1.0)
자본증가(감소)		(47.9)	(103.0)	10.0	10.0	10.0
기타		(10.5)	8.7	(0.2)	(0.3)	(0.3)
재무활동 현금흐름		107.5	62.9	11.4	11.9	11.7
금융부채증가(감소)		111.2	34.2	20.5	20.9	20.7
자본증가(감소)		(22.1)	53.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		21.4	(18.4)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급		(3.0)	(6.0)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
현금의 증감		(3.9)	41.4	26.5	35.5	31.0
Unlevered CFO		87.5	121.6	110.2	149.7	170.1
Free Cash Flow		(103.6)	(30.2)	6.0	15.4	10.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

코스맥스



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.5.15	BUY	120,000		
20.2.21	BUY	100,000	-20.67%	-9.00%
20.1.8	Neutral	85,000	-8.73%	3.53%
19.9.9	Neutral	82,000	-6.44%	6.10%
19.8.11	Neutral	100,000	-28.50%	-25.50%
19.5.16	BUY	150,000	-29.56%	-22.00%
18.8.21	BUY	180,000	-23.79%	-9.44%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 1월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.