



코스맥스 (192820)

[1Q21 Preview] 다시 빛나는 중국

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 170,000원

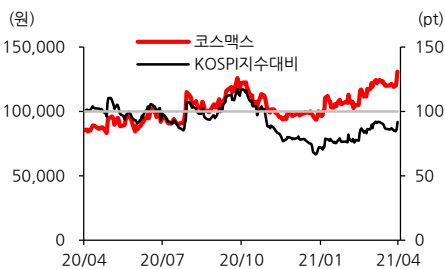
현재 주가(4/16)	131,000원
상승여력	▲29.8%
시가총액	13,165억원
발행주식수	10,050천주
52 주 최고가 / 최저가	131,000 / 83,100원
90 일 일평균 거래대금	171.24억원
외국인 지분율	24.5%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 9인)	26.5%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
코스맥스우리스주 (외 1인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.5	31.4	7.4	53.8
상대수익률(KOSPI)	6.3	27.7	-29.2	-18.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,331	1,383	1,482	1,640
영업이익	54	67	93	117
EBITDA	92	117	145	169
지배주주순이익	32	21	64	75
EPS	3,167	2,128	6,393	7,506
순차입금	471	527	473	431
PER	25.2	46.8	20.5	17.5
PBR	2.3	2.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	13.9	13.0	12.3	10.3
배당수익률	1.1	0.7	0.6	0.7
ROE	10.5	6.1	16.6	16.8

주가 추이



코스맥스 1Q21 실적은 중국 법인의 고성장으로 예상보다 호실적을 기록할 것으로 전망합니다. 2021년에는 중국과 국내 법인의 성장이 견조한 가운데 코로나19 타격으로 부진했던 미국 및 동남아시아 지역의 실적 회복이 하반기부터 가시화되면서 성장 추세는 이어나갈 것으로 전망합니다. 안정적인 실적 성장에도 현재주가는 12M FWD P/E 20 배로 브랜드 업체 대비 밸류에이션 부담도 낮은 상황입니다.

1Q21 Preview: 다시 빛나는 중국

1Q21 연결기준 매출액 3,456억원(+5.2%, 이하 yoy기준 성장률 동일), 영업이익 215억원(+34.1%)으로 중국 법인의 높은 성장으로 예상보다 호실적을 기록할 것으로 전망한다. 1) 국내 매출액 1,945억원(-3.7%)으로 전년 손소독제 매출을 제거하면 플랫폼 수준으로 3월부터 회복세가 나타나고 있는 것으로 파악된다. 2) 중국 합산 매출액 성장률 +42.8%, 각각 상해 매출액 929억원(+46.5%) / 광저우 매출액 334억원(+33.4%) 전망한다. 기저효과와 함께 온라인 고객사의 발빠른 확대로 코로나19 이전보다도 높은 수준의 매출을 기록할 것으로 전망한다. 3) 미국USA 매출액 162억원(-5.0%) / 미국뉴월드 매출액 196억원(-5.0%)으로 미국은 코로나19 영향이 지속되면서 부진할 것으로 전망한다. 4) 인도네시아 매출액 51억원(-50.0%) / 태국 매출액 59억원(+10.0%)으로 태국은 양호하나, 인도네시아는 코로나19 부진이 지속될 것으로 예상된다.

위기 속에서 보여준 경쟁력에 부담없는 밸류에이션

동사는 지난 몇 년간 국내외 생산 효율성 향상 노력과 이커머스 온라인 고객 확보 노력을 통해 어려운 시기에도 우수한 실적을 기록하며 경쟁력을 입증시켰다. 전년 상반기 국내 법인에서의 손소독제 생산 증가에 따른 일시적인 기고 효과로 올해 상반기 성장률은 다소 주춤할 수 있을 것으로 예상했으나, 중국 법인의 고성장으로 예상보다도 양호한 실적이 예상된다. 하반기부터는 코로나19 타격으로 부진했던 미국과 동남아시아의 실적 회복에 따라 성장세가 확대될 것으로 전망한다. 안정적인 실적 성장에도 현재 주가는 12M FWD P/E는 20배 수준으로 밸류에이션 부담도 낮은 상황이다. 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 실적 전망치를 상향하여 17만원으로 상향 조정한다.

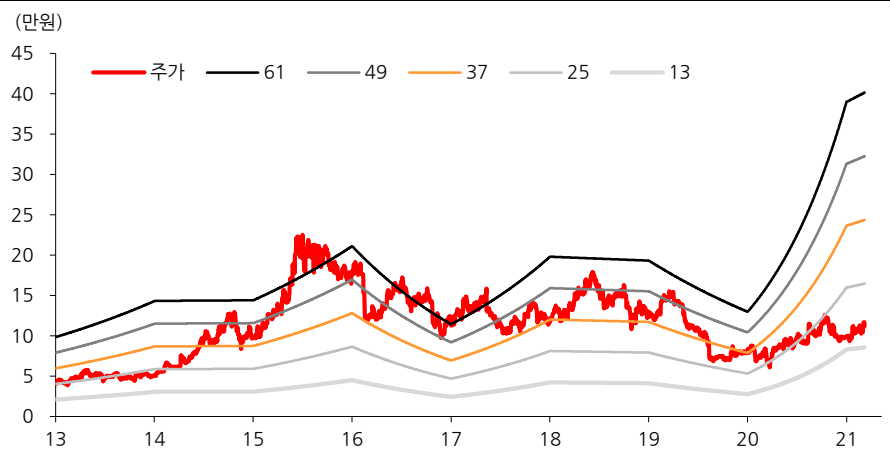
[표1] 코스맥스 1Q21 실적 당사 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	345.6	5.2	-2.5	356.3	-3.0
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	21.5	34.1	105.3	18.6	15.6
지배주주순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	13.8	186.6	흑자전환	12.3	12.1
영업이익률(%)	4.9	6.9	4.3	3.0	6.2			5.2	
순이익률(%)	1.5	5.3	1.8	-2.7	4.0			3.4	

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)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	345.6	382.1	357.1	397.2	1,382.9	1,482.1	1,639.7
growth, %	0.2	14.1	1.0	0.4	5.2	0.8	11.4	12.1	3.9	7.2	10.6
국내(본사)	202.0	209.0	172.1	182.3	194.5	198.6	180.2	193.1	765.4	766.4	759.0
growth, %	6.2	8.4	0.4	-1.2	-3.7	-5.0	4.7	5.9	3.6	0.1	-1.0
sales, %	61.5	55.1	53.7	51.4	56.3	52.0	50.5	48.6	55.3	51.7	46.3
중국합산	88.4	131.3	108.4	139.6	126.3	155.5	126.5	160.2	467.7	568.4	699.0
growth, %	-14.8	11.1	-0.4	-7.6	42.8	18.4	16.7	14.7	-2.9	21.5	23.0
sales, %	26.9	34.6	33.8	39.4	36.5	40.7	35.4	40.3	33.8	38.4	42.6
상해(차이나)	63.4	98.1	80.6	97.2	92.9	113.8	92.5	111.5	339.3	410.7	507.4
growth, %	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	46.5	16.0	14.8	14.7	-8.8	21.1	23.5
sales, %	19.3	25.9	25.1	27.4	26.9	29.8	25.9	28.1	24.5	27.7	30.9
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	33.4	41.7	34.0	48.6	128.4	157.7	191.6
growth, %	13.8	13.3	9.0	27.8	33.4	25.5	22.3	14.7	16.8	22.8	21.5
sales, %	7.6	8.8	8.7	12.0	9.7	10.9	9.5	12.2	9.3	10.6	11.7
USA	17.1	19.0	18.3	23.8	16.2	19.0	20.2	25.0	78.2	80.4	88.5
growth, %	-25.7	-1.5	-18.8	43.7	-5.0	0.0	10.0	5.0	-3.9	2.8	10.0
sales, %	5.2	5.0	5.7	6.7	4.7	5.0	5.6	6.3	5.7	5.4	5.4
뉴월드	20.6	21.5	37.6	26.7	19.6	20.8	39.5	28.0	106.5	108.0	113.4
growth, %	3.1	25.6	58.3	68.8	-5.0	-3.0	5.0	5.0	38.8	1.4	5.0
sales, %	6.3	5.7	11.7	7.5	5.7	5.5	11.1	7.1	7.7	7.3	6.9
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	5.1	7.6	7.3	6.5	31.0	26.5	51.0
growth, %	26.2	31.8	-51.6	-62.1	-50.0	-30.0	30.0	50.0	-21.3	-14.5	92.5
sales, %	3.1	2.9	1.7	1.2	1.5	2.0	2.0	1.6	2.2	1.8	3.1
태국	5.3	4.6	4.2	6.1	5.9	5.3	6.0	7.9	20.1	25.0	30.5
growth, %	31.3	23.8	-8.9	9.3	10.0	15.0	45.0	30.0	12.6	24.4	21.7
sales, %	1.6	1.2	1.3	1.7	1.7	1.4	1.7	2.0	1.5	1.7	1.9
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	21.5	26.5	19.6	25.7	66.6	93.4	116.8
growth, %	18.4	99.2	33.7	-37.9	34.1	1.3	40.9	145.3	23.4	40.1	25.1
margin, %	4.9	6.9	4.3	3.0	6.2	6.9	5.5	6.5	4.8	6.3	7.1
지배주주순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	13.8	18.9	13.2	18.3	21.4	64.3	75.4
growth, %	-46.7	117.1	53.9	적전	186.6	-6.5	126.3	흑전	-32.8	200.5	17.4
margin, %	1.5	5.3	1.8	-2.7	4.0	5.0	3.7	4.6	1.5	4.3	4.6

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,260	1,331	1,383	1,482	1,640
매출총이익	155	183	211	233	265
영업이익	52	54	67	93	117
EBITDA	78	92	117	145	169
순이자손익	-18	-22	-20	-20	-20
외화관련손익	0	3	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	36	0	73	97
당기순이익	21	18	-29	47	63
지배주주순이익	33	32	21	64	75
증가율(%)					
매출액	42.5	5.6	3.9	7.2	10.6
영업이익	48.9	3.2	23.4	40.1	25.1
EBITDA	40.2	18.5	27.5	23.7	16.5
순이익	35.7	-13.0	적전	흑전	32.1
이익률(%)					
매출총이익률	12.3	13.8	15.2	15.7	16.2
영업이익률	4.2	4.1	4.8	6.3	7.1
EBITDA 이익률	6.2	6.9	8.5	9.8	10.3
세전이익률	2.9	2.7	0.0	4.9	5.9
순이익률	1.7	1.4	-2.1	3.2	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-55	75	28	127	121
당기순이익	21	18	-29	47	63
자산상각비	25	38	51	52	52
운전자본증감	-114	1	-20	9	-8
매출채권 감소(증가)	-78	2	-49	-13	-14
재고자산 감소(증가)	-25	6	1	-26	-30
매입채무 증가(감소)	-27	-11	6	47	33
투자현금흐름	-57	-96	-73	-71	-76
유형자산처분(취득)	-48	-103	-52	-59	-64
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-7	9	-5	-5	-5
재무현금흐름	107	63	15	-46	-28
차입금의 증가(감소)	111	-14	34	-39	-20
자본의 증가(감소)	-3	77	-8	-7	-8
배당금의 지급	-3	-6	-9	-7	-8
총현금흐름	88	122	116	117	129
(-)운전자본증가(감소)	93	-38	40	-9	8
(-)설비투자	49	105	53	59	64
(+)자산매각	-1	1	0	-4	-4
Free Cash Flow	-56	56	23	63	53
(-)기타투자	21	38	-6	3	3
잉여현금	-76	17	29	61	50
NOPLAT	30	28	-12,046	61	76
(+) Dep	25	38	51	52	52
(-)운전자본투자	93	-38	40	-9	8
(-)Capex	49	105	53	59	64
OpFCF	-86	-1	-12,088	62	56

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	596	618	618	672	739
현금성자산	47	79	64	78	100
매출채권	322	318	325	338	352
재고자산	209	209	211	237	267
비유동자산	466	586	606	620	639
투자자산	37	51	64	66	69
유형자산	333	432	437	447	461
무형자산	96	103	104	106	108
자산총계	1,062	1,204	1,223	1,292	1,377
유동부채	650	716	725	760	781
매입채무	231	225	218	265	299
유동성이자부채	371	409	443	428	413
비유동부채	169	171	182	160	156
비유동이자부채	145	141	147	123	118
부채총계	820	888	907	919	937
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	129	182	182	182	182
이익잉여금	135	162	175	233	300
자본조정	-3	-5	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	242	316	316	373	440

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	3,246	3,167	2,128	6,393	7,506
BPS	26,411	34,178	35,562	41,255	47,962
DPS	600	900	700	800	900
CFPS	8,709	12,101	11,563	11,683	12,843
ROA(%)	3.3	2.8	1.8	5.1	5.7
ROE(%)	13.5	10.5	6.1	16.6	16.8
ROIC(%)	4.8	3.7	-1,499.2	7.3	9.0
Multiples(x, %)					
PER	40.0	25.2	46.8	20.5	17.5
PBR	4.9	2.3	2.8	3.2	2.7
PSR	1.0	0.6	0.7	0.9	0.8
PCR	14.9	6.6	8.6	11.2	10.2
EV/EBITDA	22.9	13.9	13.0	12.3	10.3
배당수익률	0.5	1.1	0.7	0.6	0.7
안정성(%)					
부채비율	338.9	280.6	287.4	246.6	212.8
Net debt/Equity	194.3	148.9	166.8	126.8	97.9
Net debt/EBITDA	605.3	512.4	448.9	326.0	255.2
유동비율	91.6	86.3	85.2	88.5	94.6
이자보상배율(배)	2.8	2.4	3.1	4.4	5.5
자산구조(%)					
투하자본	89.3	85.6	86.7	85.2	83.5
현금+투자자산	10.7	14.4	13.3	14.8	16.5
자본구조(%)					
차입금	68.1	63.5	65.2	59.6	54.7
자기자본	31.9	36.5	34.8	40.4	45.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 4월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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	2020.05.15	2020.06.02	2020.07.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	132,000	132,000	132,000
일 시	2020.08.14	2021.03.15	2021.03.23	2021.04.19		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	147,000	154,000	154,000	170,000		

[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	-28.85	-18.91
2020.05.14	Buy	132,000	-29.28	-22.35
2020.08.14	Buy	147,000	-28.17	-14.29
2021.03.15	Buy	154,000	-21.04	-14.94
2021.04.19	Buy	170,000		

[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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

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: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%