

# 코스맥스 (192820)

화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	<b>HOLD (D)</b>
목표주가	<b>135,000원 (M)</b>
현재주가 (4/26)	<b>134,000원</b>
상승여력	<b>1%</b>

시가총액	13,466억원
총발행주식수	10,049,509주
60일 평균 거래대금	155억원
60일 평균 거래량	133,860주
52주 고	138,000원
52주 저	83,100원
외인지분율	24.85%
주요주주	코스맥스비티아이 외 8 인 26.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.6	22.4	57.5
상대	1.7	19.4	(7.6)
절대(달러환산)	9.2	21.6	74.8

## 유상증자 발표

### 유상증자 1,443억원: 국내 증설 + 유동성 확보 + 재무구조 개선

코스맥스는 전일 장 종료 이후 1,443억원의 유상증자를 발표했다. 신규 발행 주식은 130만주(기존 주식수 1,005만주의 13%)이며, 예정 발행가는 11.1만원(4월 26일 종가 13.4만원 대비 17% 할인, 기준가 대비 15% 할인)이다. 주주배정 후 실권주 일반공모 방식으로 신주 상장 예정일은 7월 8일이다. 대주주 코스맥스비티아이(지분율 26%)도 금번 유상증자 참여하여 지분율을 유지할 것으로 파악된다. 유상증자의 목적은 유동성 확보(428억원), 평택2공장 및 물류센터 신축(415억원), 공장 자동화 및 연구소, 디지털 관련 투자(400억원), 차입금 상환(200억원) 등이다.

### 수요는 보이고, 재무구조는 아쉽고

눈에 띄는 부분은 국내 증설이다(평택2공장, 물류센터/415억원). 색조 수주가 증가 추세로 화성공장(기존)의 가동률이 130%까지 상승한 것으로 파악된다. 수주 확대 상황은 보이고, 외형 확대를 위해. 지금의 증설 결정은 불가피했던 것으로 보인다. 부지는 이미 확보된 상황으로 9월 착공하여 2022년 말 가동이 목표다. 색조 생산능력은 기존대비 90%이상 상승 기대된다. 그 외 자동화 설비, 연구소, 고객사+소비자 온라인 플랫폼 구축을 위한 투자가 추가적으로 400억원 집행됨에 따라, 총 815억원의 자금이 시설투자에 지정될 전망이다. 코스맥스는 2020년 말 기준 별도 기준 현금 175억원, 연결 기준으로 1천억원 보유하고 있다. 운전자본 감안 시 넉넉하지는 않다. 부채비율 또한 2020년 기준 337%에 육박하며, 3.8천억원의 단기차입금도 부담도 존재한다. 증설이 시급하다면, 유상증자가 유일한 대안이었던 것으로 보인다. 대주주인 코스맥스비티아이는 2020년 기준 270억원의 현금을 보유하고 있다.

### 산업의 수요는 회복 중. 단기 매력도는 제한적

투자의견 Hold로 하향조정 한다. 유상증자로 인한 지분가치 희석으로 단기 투자 매력도는 제한적일 것으로 보인다. 특히 여유롭지 못한 현금, 낮은 대주주 지분율, 자본잠식으로 전환된 미국법인 상황이 금번 유상증자로 다시금 불거졌다. 다만, 희석 지분율(13%) 이상의 추가 조정 또한 제한적일 것으로 예상된다. 산업의 수요가 강하게 회복 중이며, 국내외 핵심 브랜드를 고객사로 둔 코스맥스는 올해 강한 외형 성장이 기대되기 때문이다. 추후 중국법인(코스맥스이스트)의 상장으로 재무구조 여력도 빠르게 개선될 수 있는 점은 히든 카드가 될 수 있다. 목표주가는 13.5만원 유지한다. 지분율 희석이 존재하나, 업종 회복 흐름이 나타남에 따라 종전 추정치를 상향하여 목표주가 조정이 의미가 없어졌기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,599	9.6	1.5	3,563	1.0
영업이익	206	28.4	96.4	193	6.7
세전계속사업이익	185	27.3	흑전	161	15.5
지배순이익	145	202.0	흑전	136	6.9
영업이익률 (%)	5.7	+0.8 %pt	+2.7 %pt	5.4	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	4.0	+2.5 %pt	흑전	3.8	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	13,307	13,829	15,303	16,661
영업이익	540	666	931	1,078
지배순이익	318	214	653	819
PER	33.3	43.6	21.9	18.6
PBR	3.1	2.7	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.3	12.1	12.1	10.5
ROE	10.5	6.2	14.7	14.0

자료: 유안타증권

[표 1] 코스맥스 유상증자 개요

유상증자 개요		비고	
신주	1,300,000 주	증자비율 13%	
발행주식수	10,049,509 주		
증자 후 발행주식수	11,349,509 주		
주당 액면가	500 원		
예정 신주발행가액	111,000 원	할인을 15%, 확정예정일: 2021년 6월 14일	
예정 조달금액	144.3 십억원		
<b>자금사용계획</b>			
합계	144.3 십억원		
CAPEX 투자	41.5 십억원	평택 2공장 및 물류센터 신축	
	24.0 십억원	공장 자동화 확대 및 연구소 설비 도입	
	16.0 십억원	디지털 관련 투자	
차입상환	20.0 십억원	채무상환	
운전자금	42.8 십억원	현금 유동성 확보	
<b>증자방식</b>			
주주배정 후 실권주 일반공모		우리사주조합·구주주 우선 배정 , 실권주 존재 시 일반 공모	
<b>유상증자 일정</b>			
신주 배정 기준일	2021년 05월 14일		
청약 예정일	2021년 06월 17일	우리사주조합	
	2021년 06월 17-18일	구주주	
납입일	2021년 06월 25일		
신주 상장 예정일	2021년 07월 08일		

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 코스맥스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
<b>연결 매출액</b>	328.5	379.2	320.7	354.5	359.9	397.3	364.0	409.1	1,330.7	1,382.9	1,530.3	1,666.1
코스맥스코리아	202.0	209.0	172.1	182.3	199.7	215.2	194.5	204.2	739.0	765.4	813.6	884.6
코스맥스차이나	63.2	96.1	80.6	97.2	85.0	110.0	93.0	110.0	371.8	337.1	398.0	429.8
코스맥스광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	40.0	40.0	40.0	50.0	110.0	128.4	170.0	187.0
코스맥스웨스트	37.7	40.5	56.0	50.5	36.0	39.0	45.0	53.0	159.3	184.7	173.0	190.3
% YoY 연결 매출액	0%	14%	1%	0%	10%	5%	14%	15%	6%	4%	11%	9%
코스맥스코리아	6%	8%	0%	-1%	-1%	3%	13%	12%	9%	4%	6%	9%
코스맥스차이나	-23%	8%	-3%	-18%	35%	14%	15%	13%	-10%	-9%	18%	8%
코스맥스광저우	14%	13%	9%	28%	60%	20%	44%	18%	65%	17%	32%	10%
코스맥스웨스트	-15%	11%	21%	56%	-5%	-4%	-20%	5%	-4%	16%	-6%	10%
<b>연결 영업이익</b>	16.0	26.2	13.9	10.5	20.6	23.2	20.5	28.8	54.0	66.6	93.1	107.8
코스맥스코리아	16.4	20.8	11.4	17.3	14.2	14.2	15.6	20.5	40.2	65.9	64.5	74.7
해외 및 조정	-0.3	5.5	2.5	-6.8	6.4	9.0	4.9	8.3	13.8	0.8	28.6	33.1
% YoY 영업이익	18%	99%	34%	-38%	28%	-11%	47%	174%	3%	23%	40%	16%
코스맥스코리아	112%	95%	33%	31%	-14%	-31%	36%	19%	82%	64%	-2%	16%
해외 및 조정	적전	117%	36%	적전	흑전	65%	98%	흑전	-54%	-94%	3557%	16%
<b>연결 순이익</b>	1.2	13.8	0.6	-44.7	14.1	14.9	13.6	21.1	18.3	-29.1	63.6	77.4
코스맥스코리아	10.8	6.9	4.7	-57.0	6.3	6.4	7.5	11.4	92.6	-34.6	31.6	43.7
코스맥스차이나	-3.3	8.3	0.8	5.3	5.4	9.7	6.0	9.7	-1.3	11.1	30.8	36.7
코스맥스광저우	2.8	2.4	2.5	4.9	4.5	4.5	4.2	7.2	11.6	12.6	20.3	22.1
코스맥스웨스트	-7.5	-15.3	-9.8	-26.0	-2.9	-3.9	-4.0	-3.0	-24.4	-58.5	-13.8	5.2
% YoY 순이익	-82%	135%	-57%	적전	1075%	8%	2094%	흑전	-13%	적전	흑전	22%
코스맥스코리아	33%	5%	-93%	적전	-41%	-8%	57%	흑전	334%	적전	흑전	38%
코스맥스차이나	적전	흑전	흑전	96%	흑전	17%	674%	81%	적전	흑전	177%	19%
코스맥스광저우	3%	-40%	-9%	121%	62%	85%	67%	47%	36%	8%	62%	9%
코스맥스웨스트	적지	적지	적지	흑전								
<b>지배주주순이익</b>	4.8	20.3	5.8	-9.5	14.5	15.4	14.6	20.8	31.8	21.4	65.3	81.9
% Margin 매출총이익률	14%	17%	15%	15%	14%	15%	16%	16%	14%	15%	15%	16%
영업이익률	5%	7%	4%	3%	6%	6%	6%	7%	4%	5%	6%	6%
코스맥스코리아	8%	10%	7%	9%	7%	7%	8%	10%	5%	9%	8%	8%
해외 및 조정	0%	4%	2%	-4%	5%	6%	3%	4%	2%	0%	5%	5%
순이익률	1%	5%	2%	-3%	4%	4%	4%	5%	2%	2%	4%	5%
코스맥스코리아	5%	3%	3%	-31%	3%	3%	4%	6%	13%	-5%	4%	5%
코스맥스차이나	-5%	9%	1%	5%	6%	9%	6%	9%	0%	3%	8%	9%
코스맥스광저우	11%	7%	9%	12%	11%	11%	10%	14%	11%	10%	12%	12%
코스맥스웨스트	-20%	-38%	-17%	-51%	-8%	-10%	-9%	-6%	-15%	-32%	-8%	3%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	13,307	13,829	15,303	16,661	17,745
매출원가	11,472	11,720	12,993	14,067	14,892
매출총이익	1,835	2,108	2,310	2,595	2,853
판매비	1,295	1,442	1,379	1,517	1,669
영업이익	540	666	931	1,078	1,185
EBITDA	920	1,125	1,353	1,487	1,556
영업외손익	-181	-665	-93	-60	-31
외환관련손익	28	-28	27	27	27
이자손익	-219	-187	-151	-117	-88
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	11	-449	31	31	31
법인세비용차감전순손익	359	1	837	1,018	1,154
법인세비용	176	292	201	244	277
계속사업순손익	183	-291	636	774	877
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	-291	636	774	877
지배지분순이익	318	214	653	819	915
포괄순이익	166	-356	571	708	811
지배지분포괄이익	310	84	585	749	859

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	746	415	1,340	2,086	1,835
당기순이익	183	-291	636	774	877
감가상각비	363	436	406	394	359
외환손익	-15	13	-27	-27	-27
중속, 관계기업관련손익	1	1	1	1	1
자산부채의 증감	9	-215	-399	224	-93
기타현금흐름	204	469	722	720	718
투자활동 현금흐름	-959	-646	-570	-330	-85
투자자산	-6	-60	-39	-39	-39
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,048	-590	-530	-290	-45
유형자산 감소	18	48	0	0	0
기타현금흐름	76	-45	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	629	507	1,672	191	191
단기차입금	337	274	228	190	190
사채 및 장기차입금	-479	324	0	0	0
자본	0	0	1,443	0	0
현금배당	-60	-90	0	0	0
기타현금흐름	831	0	1	1	1
연결범위변동 등 기타	-3	-16	-1,332	-1,039	-1,066
현금의 증감	414	259	1,110	907	876
기초 현금	352	766	1,025	2,135	3,042
기말 현금	766	1,025	2,135	3,042	3,918
NOPLAT	540	666	931	1,078	1,185
FCF	-302	-175	810	1,796	1,790

자료: 유안타증권

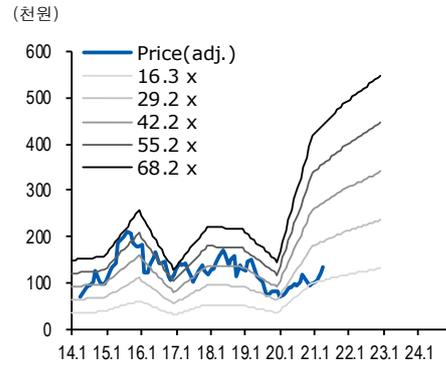
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,183	6,226	8,391	9,828	11,126
현금및현금성자산	766	1,025	2,135	3,043	3,918
매출채권 및 기타채권	3,177	3,058	3,908	4,247	4,518
재고자산	2,089	1,933	2,139	2,329	2,481
비유동자산	5,861	5,664	5,809	5,728	5,439
유형자산	4,318	4,371	4,495	4,391	4,076
관계기업 등 지분관련자산	14	50	88	125	162
기타투자자산	187	250	250	250	250
자산총계	12,044	11,890	14,200	15,556	16,565
유동부채	7,164	7,181	7,881	8,640	8,975
매입채무 및 기타채무	2,617	2,314	2,786	3,354	3,499
단기차입금	3,563	3,795	4,023	4,213	4,403
유동성장기부채	459	636	636	636	636
비유동부채	1,715	1,991	1,991	1,991	1,991
장기차입금	1,150	1,164	1,164	1,164	1,164
사채	174	350	350	350	350
부채총계	8,879	9,171	9,872	10,630	10,965
지배지분	3,435	3,429	5,459	6,212	7,061
자본금	50	50	57	57	57
자본잉여금	1,820	1,821	3,258	3,258	3,258
이익잉여금	1,615	1,738	2,391	3,210	4,125
비지배지분	-270	-710	-1,130	-1,286	-1,462
자본총계	3,165	2,719	4,329	4,926	5,600
순차입금	4,641	4,960	4,079	3,361	2,676
총차입금	5,435	6,032	6,260	6,450	6,640

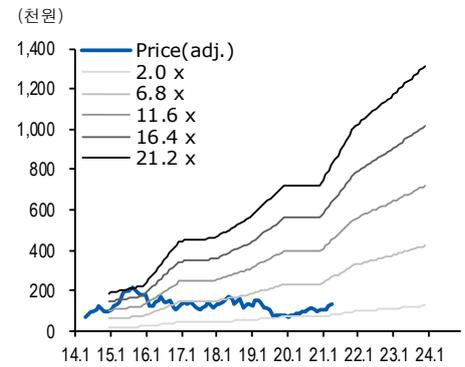
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,167	2,127	6,117	7,216	8,061
BPS	34,190	34,132	48,115	54,753	62,237
EBITDAPS	9,153	11,191	12,674	13,098	13,713
SPS	132,410	137,607	143,335	146,803	156,352
DPS	900	0	0	0	0
PER	33.3	43.6	21.9	18.6	16.6
PBR	3.1	2.7	2.8	2.4	2.2
EV/EBITDA	16.3	12.1	12.1	10.5	9.4
PSR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.6	3.9	10.7	8.9	6.5
영업이익 증가율 (%)	3.2	23.4	39.6	15.8	9.9
지배순이익 증가율 (%)	-2.4	-32.8	205.5	25.4	11.7
매출총이익률 (%)	13.8	15.2	15.1	15.6	16.1
영업이익률 (%)	4.1	4.8	6.1	6.5	6.7
지배순이익률 (%)	2.4	1.5	4.3	4.9	5.2
EBITDA 마진 (%)	6.9	8.1	8.8	8.9	8.8
ROIC	3.8	-2,261.5	9.1	10.2	11.3
ROA	2.8	1.8	5.0	5.5	5.7
ROE	10.5	6.2	14.7	14.0	13.8
부채비율 (%)	280.6	337.3	228.0	215.8	195.8
순차입금/자기자본 (%)	135.1	144.7	74.7	54.1	37.9
영업이익/금융비용 (배)	2.4	3.3	5.8	8.5	11.8

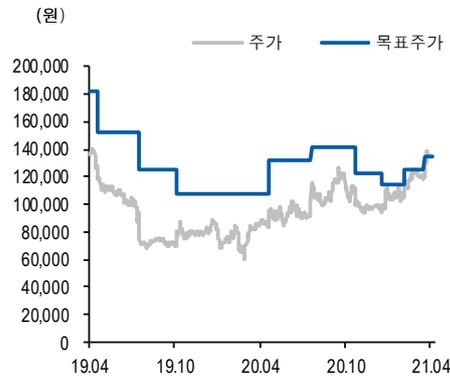
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-27	HOLD	135,000	1년		
2021-04-14	BUY	135,000	1년		
2021-03-03	BUY	125,000	1년	-4.41	-0.40
2021-01-12	BUY	114,000	1년	-7.91	-0.88
2020-11-16	BUY	122,000	1년	-19.86	-16.80
2020-08-14	BUY	141,000	1년	-22.15	-10.64
2020-05-15	BUY	132,000	1년	-29.27	-22.35
2019-10-29	BUY	108,000	1년	-26.86	-15.74
2019-08-12	BUY	125,000	1년	-42.26	-39.76
2019-05-14	BUY	152,000	1년	-30.20	-20.72

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.