

유상증자로 주주가치 희석 불가피

1,440억원, 130만주(13%) 유상증자

발행 신주 수는 130만주이며, 예정발행가는 11.1만원이다(6월14일 최종 확정). 1주당 신주 배정 주식 수는 0.10주다. 신주배정기준일은 5월 14일이고, 신주 상장 예정일은 7월 8일이다. 이번 유상증자 자금은 평택 제2공장 및 물류센터 신축(415억원)과 채무상환(200억원) 및 운전자본 확보(430억원) 등에 사용할 계획이다. 색조 생산 Capa 확대를 생산공장을 이원화함으로써 위험을 분산하고, 공장 자동화 및 연구소 설비 도입으로 생산/제품개발 효율성을 제고한다는 방침이다. 대주주 코스맥스BTI 역시 유상증자 참여를 통해 지분율 26%를 유지할 계획이다.

색조 Capa 증설 불가피, 신규 차입 한계

국내 색조 Capa 증설은 불가피했던 것으로 보인다. 3월 기준 가동률 130%로 풀가동 중인데, i) 대일본 색조 수출 수요가 크게 증가하고 있고, ii) 효율화를 위해 자동화 설비가 필요했으며, iii) 기초(평택+화성)에 비해 색조는 화성 단일공장에서의 생산 중이라 화재 등 리스크에 대안도 필요한 상황이었다. 문제는 부채비율이 337%(연결 기준)에 이르고, 유동성 부채가 7,180억원에 달한다는 점이다. 견조한 실적 개선과 글로벌 ODM 1위 업체라는 평판을 감안하면 차환에는 무리가 없지만, 신규 차입 여력에는 한계가 있었던 것으로 보인다. 유상증자 후 부채비율은 216%까지 하락하고, 운전자본에도 숨통이 트일 것으로 예상된다.

재무구조 불확실성 재발+주주가치 희석, 주가 하락 불가피

추가적인 재무구조 우려는 제한적이다. 올해 연간 영업이익은 1,030억원(YoY 54%), EBITDA 1,430억원, 영업활동현금흐름 역시 640억원으로 YoY 50% 이상 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 연간 500억원 내외의 설비 유지비용을 충당하면서 부채를 조금씩 줄여갈 수 있다. 중장기적으로 코스맥스 이스트(지분율 90%, 기업가치 8천억원 이상 추정) 상장으로 추가적인 자금 확보가 가능하다. 다만, 미국 법인(뉴월드+USA)이 자본잠식 상태에 있어 지속적인 현금 소모가 예상된다. 불확실성 해소를 위해서는 미국 사업 정상화가 중요하다. 주가 상승과 EPS 하락에 따라 목표주가를 15만원→14.7만원으로, 투자 의견을 '중립'으로 하향조정한다. 14.7만원은 12MF PER 20배다. 높은 시장점유율과 기술진입장벽, 중국 사업 고신장을 감안하면, 중장기 투자가치는 여전히 높다. 이번 유상증자에 따른 EPS 감소율(13%)을 넘어서는 주가 하락이 나타날 경우 저점 매수 전략도 유효하다.

기업분석(Report)

Neutral(하향)

| TP(12M): 147,000원(하향) | CP(4월26일): 134,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,217.53
52주 최고/최저(원)	138,000/8,310
시가총액(십억원)	1,346.6
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	10,049.5
60일 평균 거래량(천주)	133.9
60일 평균 거래대금(십억원)	15.5
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	24.85
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 8인	26.51
국민연금공단	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.6 18.1 57.5
상대	1.7 (14.0) (7.6)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,530.6	1,676.3
영업이익(십억원)	96.0	115.6
순이익(십억원)	51.8	65.6
EPS(원)	6,414	7,656
BPS(원)	38,033	44,485

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,330.7	1,382.9	1,546.0	1,655.7	1,759.7
영업이익	십억원	54.0	66.6	103.4	124.4	143.6
세전이익	십억원	35.9	0.1	87.1	111.0	132.8
순이익	십억원	31.8	21.4	78.4	93.8	111.6
EPS	원	3,167	2,127	7,799	9,333	11,103
증감율	%	(2.43)	(32.84)	266.67	19.67	18.96
PER	배	25.23	46.78	17.18	14.36	12.07
PBR	배	2.34	2.91	3.19	2.61	2.15
EV/EBITDA	배	13.56	12.76	10.96	10.04	9.70
ROE	%	10.45	6.23	20.51	20.03	19.55
BPS	원	34,201	34,148	41,947	51,280	62,383
DPS	원	900	0	0	0	0



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서연정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

표 1. 코스맥스 향후 2개년 투자 계획

(단위: 십억원)

구분	내역	금액	시기
Capex 투자	평택 제 2공장 및 물류센터 구축	42	1단계: 330억원, 2021년 5월~2022년 7월 2단계: 85억원, 2022년 8월~2023년 3월
	공장 자동화 확대 및 연구소 설비 도입	24	2021년~2022년
	Digital Transformation 관련 투자	16	2021년~2022년
차입상환	채무 상환	20	2021년 7월~2022년 4월
운전자금	현금 유동성 확보 (원료 및 부재료 구입 등)	43	2021년 7월~2022년 3월
계		144	

자료: 코스맥스, 하나금융투자

표 2. 코스맥스 재무구조 현황 및 유상증자 후 전망

(단위: 십억원)

항목	본사	연결	연결(증자 후)	상해	광저우	뉴월드	USA
자산	740	1,189	1,313	314	128	96	107
유동자산	296	623	666				
현금성자산	18	103	146				
매출채권	186	298	298				
단기금융자산	36	13	13				
재고자산	55	193	193				
기타	2	16	16				
비유동자산	444	566	648				
부채	486	917	897	207	75	179	205
유동부채	360	718	698				
매입채무	99	143	143				
단기금융부채	251	531	511				
기타	10	44	44				
비유동부채	127	199	199				
자본	253	272	416	107	53	-83	-97
운전자본	-64	-95	-32				
부채비율	192%	337%	216%	195%	143%	-216%	-210%
순부채비율	185%	300%	181%				

주: 연결 증자 후는 추정치

자료: 코스맥스, 하나금융투자

표 3. 유상증자 결정 주요 내용

항목	내용			
신주의 종류와 수	보통주식(주)		1,300,000	
증자전 발생주식총수 (주)	보통주식(주)		10,049,509	
신주 발행가액	보통주식(원)	111,000	확정 예정일	2021년 6월 14일
신주배정기준일	2021년 5월 14일			
1주당 신주배정주식수 (주)	0.1035272737			
신주의 상장예정일	2021년 7월 8일			

자료: 코스맥스, 하나금융투자

표 4. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출 전년동기대비
14% 증가한 3,732억원, 영업이익
30% 증가한 209억원 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	328	379	321	354	1,383	373	405	376	399	1,553
국내	202	209	172	182	765	197	207	191	203	799
중국	87	129	107	133	456	125	145	119	142	532
미국	33	39	49	45	166	40	41	56	39	177
영업이익	16	26	14	10	67	21	29	22	31	103
국내	16	21	11	17	66	14	18	13	19	64
중국	0	13	9	17	40	13	15	10	13	51
미국	-4	-7	-5	-25	-41	-6	-4	-2	-2	-15
세전이익	15	22	5	-41	0	17	25	18	27	86
당기순이익	1	14	1	-45	-29	10	15	11	16	52
지배주주순이익	5	20	6	-10	21	15	22	16	24	78
영업이익률(%)	4.9	6.9	4.3	3.0	4.8	5.6	7.2	5.9	7.7	6.6
국내	8.1	9.9	6.6	9.5	8.6	7.0	8.5	7.0	9.4	8.0
중국	0.5	10.5	8.5	13.1	8.9	10.3	10.4	8.5	9.1	9.6
미국	-13.4	-19.2	-9.8	-54.0	-24.7	-15.0	-10.0	-3.5	-6.4	-8.3
세전이익률(%)	4.4	5.7	1.5	-11.5	0.0	4.5	6.2	4.8	6.6	5.6
순이익률(%)	1.5	5.3	1.8	-2.7	1.5	4.1	5.5	4.3	6.0	5.0
매출(YoY,%)	0.2	14.1	1.0	0.4	3.9	13.6	6.7	17.2	12.6	12.3
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	3.6	-2.5	-0.8	11.2	11.6	4.4
중국	-14.5	10.8	0.3	-9.4	-3.3	43.3	12.5	11.7	7.2	16.7
미국	-25.6	6.6	12.7	116.3	14.5	23.3	6.5	13.0	-13.5	6.3
영업이익(YoY,%)	18.4	99.2	33.7	-37.9	23.4	30.3	10.6	59.8	191.8	54.1
국내	111.7	95.1	33.1	30.8	63.9	-15.8	-15.1	17.3	10.6	-2.9
중국	적전	79.7	624.7	100.6	61.7	2,623.3	11.5	11.0	-25.6	26.0
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	39.2	119.2	-47.3	적전	-99.7	15.6	14.6	282.9	흑전	흑전
당기순이익	-82.0	134.9	-57.0	적전	적전	744.5	8.5	1,640.2	흑전	흑전
지배주주당기순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	적전	215.4	10.7	179.7	흑전	흑전

자료: 코스맥스, 하나금융투자

표 5. 코스맥스 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

2021년 매출과 영업이익 각각 YoY
12%, 54% 증가한 1조 5,528억원과
1,027억원 전망

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,331	1,383	1,553	1,656	1,760
국내	739	765	799	831	864
중국	472	456	532	583	641
미국	145	166	177	191	201
영업이익	54	67	103	125	144
국내	40	66	64	67	73
중국	25	40	51	57	65
미국	-13	-35	-15	-4	0
세전이익	36	0	86	111	133
당기순이익	18	-29	52	72	93
지배주주순이익	32	-15	78	94	112
적정시가총액	1,339	1,472	1,620	1,782	1,960
주식수(천주)	11,349	11,349	11,349	11,349	11,349
적정주가(원)	117,945	129,739	142,713	156,984	172,683
적정PER(배)	42.1	-101	20.8	18.9	17.5
EPS(원)	2,804	-1,280	6,851	8,297	9,868
영업이익률(%)	4.1	4.8	6.6	7.5	8.2
국내	5.4	8.6	8.0	8.1	8.4
중국	5.3	8.9	9.6	9.9	10.2
미국	-8.8	-21.3	-8.3	-2.2	0.0
매출액(YoY,%)	5.6	3.9	12.3	6.6	6.3
국내	8.8	3.6	4.4	4.0	3.9
중국	0.8	-3.3	16.7	9.7	9.8
미국	-12.1	14.5	6.3	8.1	5.0
영업이익(YoY,%)	3.2	23.4	54.1	21.5	15.5
국내	81.5	63.9	-2.9	5.3	7.8
중국	-33.1	61.7	26.0	12.7	13.3
미국	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	-100.0
순이익(YoY,%)	-13.0	-258.6	-278.4	39.7	28.8

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,330.7	1,382.9	1,546.0	1,655.7	1,759.7
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,312.6	1,402.4	1,490.5
매출총이익	183.5	210.9	233.4	253.3	269.2
판매비	129.5	144.2	130.1	129.0	125.6
영업이익	54.0	66.6	103.4	124.4	143.6
금융손익	(18.5)	(23.2)	(20.7)	(18.6)	(16.8)
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	0.5	(43.2)	4.5	5.3	6.0
세전이익	35.9	0.1	87.1	111.0	132.8
법인세	17.6	29.2	34.8	38.8	39.9
계속사업이익	18.3	(29.1)	52.2	72.1	93.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.3	(29.1)	52.2	72.1	93.0
비배주주지분 순이익	(13.5)	(50.4)	(26.1)	(21.6)	(18.6)
지배주주순이익	31.8	21.4	78.4	93.8	111.6
지배주주지분포괄이익	31.0	8.4	(12.4)	(17.1)	(22.0)
NOPAT	27.5	(17,082.0)	62.0	80.8	100.5
EBITDA	92.0	112.5	142.9	158.4	172.7
성장성(%)					
매출액증가율	5.64	3.92	11.79	7.10	6.28
NOPAT증가율	(9.54)	적전	흑전	30.32	24.38
EBITDA증가율	18.56	22.28	27.02	10.85	9.03
영업이익증가율	3.25	23.33	55.26	20.31	15.43
(지배주주)순이익증가율	(2.45)	(32.70)	266.36	19.64	18.98
EPS증가율	(2.43)	(32.84)	266.67	19.67	18.96
수익성(%)					
매출총이익률	13.79	15.25	15.10	15.30	15.30
EBITDA이익률	6.91	8.14	9.24	9.57	9.81
영업이익률	4.06	4.82	6.69	7.51	8.16
계속사업이익률	1.38	(2.10)	3.38	4.35	5.28

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,167	2,127	7,799	9,333	11,103
BPS	34,201	34,148	41,947	51,280	62,383
CFPS	12,101	13,617	14,541	16,410	18,241
EBITDAPS	9,153	11,191	14,224	15,761	17,190
SPS	132,410	137,607	153,838	164,756	175,105
DPS	900	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	25.23	46.78	17.18	14.36	12.07
PBR	2.34	2.91	3.19	2.61	2.15
PCR	6.60	7.31	9.22	8.17	7.35
EV/EBITDA	13.56	12.76	10.96	10.04	9.70
PSR	0.60	0.72	0.87	0.81	0.77
재무비율(%)					
ROE	10.45	6.23	20.51	20.03	19.55
ROA	2.81	1.79	6.24	6.69	7.06
ROIC	4.30	(2,637.73)	10.38	13.69	16.68
부채비율	280.56	337.31	307.85	273.99	242.80
순부채비율	148.92	185.97	141.39	127.07	124.24
이자보상배율(배)	2.38	3.32	4.81	5.60	6.27

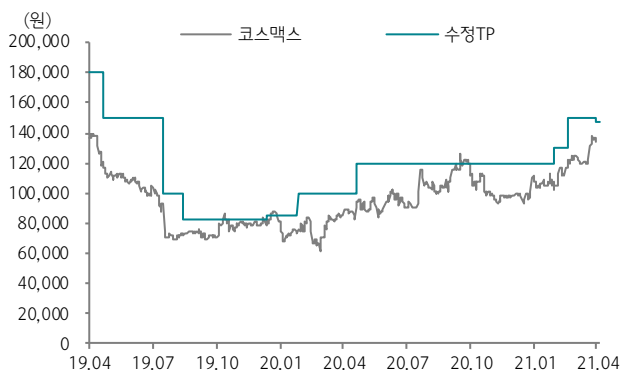
주: 추정재무제표는 유상증자 미반영, 7월 이후 반영할 계획
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	618.3	622.6	802.5	1,004.9	1,237.5
금융자산	79.4	107.2	175.7	151.2	67.6
현금성자산	76.6	102.5	170.4	145.6	61.6
매출채권	299.7	297.6	357.2	517.9	751.0
재고자산	208.9	193.3	241.6	302.1	377.6
기타유동자산	30.3	24.5	28.0	33.7	41.3
비유동자산	586.1	566.4	519.5	477.2	439.8
투자자산	20.1	30.1	32.7	34.5	36.1
금융자산	18.7	25.0	27.1	28.4	29.7
유형자산	431.8	437.1	389.4	346.9	309.1
무형자산	102.9	56.8	55.0	53.4	52.1
기타비유동자산	31.3	42.4	42.4	42.4	42.5
자산총계	1,204.4	1,189.0	1,322.0	1,482.1	1,677.3
유동부채	716.4	718.1	794.2	879.1	978.3
금융부채	409.4	452.8	473.9	494.7	515.4
매입채무	179.7	142.9	178.6	223.3	279.1
기타유동부채	127.3	122.4	141.7	161.1	183.8
비유동부채	171.5	199.1	203.7	206.7	209.7
금융부채	141.3	160.1	160.1	160.1	160.1
기타비유동부채	30.2	39.0	43.6	46.6	49.6
부채총계	887.9	917.1	997.9	1,085.8	1,188.0
지배주주지분	343.5	342.9	421.2	515.0	626.6
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	182.0	182.1	182.1	182.1	182.1
자본조정	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	(4.9)	(17.7)	(17.7)	(17.7)	(17.7)
이익잉여금	161.5	173.8	252.1	345.9	457.5
비지배주주지분	(27.0)	(71.0)	(97.1)	(118.7)	(137.3)
자본총계	316.5	271.9	324.1	396.3	489.3
순금융부채	471.3	505.6	458.3	503.6	607.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	74.6	41.5	63.8	62.6	64.5
당기순이익	18.3	(29.1)	52.2	72.1	93.0
조정	6	9	4	3	3
감가상각비	38.0	45.8	39.6	34.0	29.1
외환거래손익	(1.5)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(30.6)	(38.2)	(35.6)	(31.0)	(26.1)
영업활동 자산부채 변동	0.9	(21.5)	(28.0)	(43.6)	(57.6)
투자활동 현금흐름	(95.9)	(64.6)	6.8	7.9	8.0
투자자산감소(증가)	(1.6)	(9.8)	(2.6)	(1.8)	(1.7)
자본증가(감소)	(103.0)	(54.1)	10.0	10.0	10.0
기타	8.7	(0.7)	(0.6)	(0.3)	(0.3)
재무활동 현금흐름	62.9	50.7	21.1	20.8	20.7
금융부채증가(감소)	34.2	62.2	21.1	20.8	20.7
자본증가(감소)	53.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(18.4)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.0)	(9.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	41.4	27.5	66.4	(24.9)	(84.0)
Unlevered CFO	121.6	136.8	146.1	164.9	183.3
Free Cash Flow	(30.2)	(17.5)	63.8	62.6	64.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.27	Neutral	147,000		
21.3.17	BUY	150,000	-17.02%	-8.00%
21.2.24	BUY	130,000	-13.52%	-8.85%
20.5.15	BUY	120,000	-15.67%	5.00%
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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 4월 27일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 4월 27일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.