Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

코스맥스 (192820KQ | Buy 유지 | TP 100,000원 유지)

4Q19 Review: 타이밍이 아쉬운 실적 서프라이즈

코스맥스의 4Q19 실적은 예상치를 크게 상회하였습니다. 미국을 제외한 전 지역에서 실적 호조를 기록한 가운데, 특히 우려를 자아냈던 중국 법인이 qoq 턴어라운드에 성공하였습니다. 한편, 실적 서프라이즈에도 최근 발생한 외부 리스크 요인(코로나19)에 따라 단기적으로 센티먼트 악화는 불가피하나, 이슈 해소 시 실적 성장에 대한 기대감과 낮은 주가가 부각될 전망입니다.

4Q19P 매출액 yoy +7.4%, 영업이익 yoy +67.2% 시현

- 4Q19 연결 매출액 3,531억원, 영업이익 169억원으로 당사 추정치 및 컨센서스를 상회
- 국내 매출액 yoy +8.9%, 영업이익 yoy +145.2% 기록. 광군제 등 시즌 물량 증가 및 글로벌 브랜드 제품 리뉴얼 공급에 따라 매출 성장 폭 qoq 확대. OPM 7.2%로 사드 이전 피크 수준에 근접했는데, 이는 1) 자동화 통한 생산성 향상, 2)고수익성 제품 비중 확대, 3)성수기 효과에 따른 물량 증가 효과 등에 기인
- 중국 법인은 상해 yoy -0.9%, 광저우 yoy +88.3%로 중국 합계 매출은 yoy +10.6% 시현해 직전 2개 분기 동안의 역성장 우려 해소되었는데, 이는 온라인 채널 위주의 신규 고객사 증가한 효과. 영업이익의 경우 상해는 qoq로 회복되고, 광저우는 완제품 매출 비중이 80% 이상으로 압도적으로 높아짐에 따라 10% 초반대까지 하락한 것으로 추정
- 미국은 코스맥스 USA와 누월드의 매출이 각각 yoy -8.3%, yoy -19.2% 하락하였는데, 연말 예정되었던 프로젝트가 연기되었기 때문. 전분기대비 효율성 낮은 제품 mix로 수익성도 훼손되어 미국 전체의 순이익은 -108억원 기록
- 이밖에 인도네시아와 태국 법인도 주요 고객사 및 신규 고객사향 제품 공급 증가해 꾸준한 성장세 시현 중

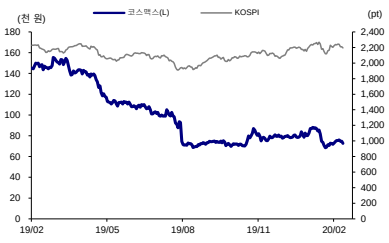
코로나19 리스크 해소 시 분위기 반전 가능할 전망

- 지난 19년 우려 요인이었던 중국에서의 역성장은 4Q19 실적을 통해 다소 진정된 모습. 그러나, 예상밖의 코로나 19로 올해 방향성을 예측하기 힘든 상황. 다만, 동사가 꾸준히 노력해 온 온라인 매출처 확대가 빠르게 가시화되고 있어 외부 리스크 해소 시 실적 성장 기대감 고조될 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 100,000원 유지

- 실적전망치 수정 폭 미미해 기존의 투자의견 Buy 및 목표주가 10만원 유지
- 현재 주가는 올해 예상 PER 18배 수준에 불과. 기존에 낮은 밸류에이션이 부각되기 위한 전제조건으로 제시한 중국 실적의 정상화에 따라 향후 주가 상승 가능할 것으로 예상

Stock Data



주가(2/20)	72,700원
액면가	500원
시가총액	731십억원
52주 최고/최저가	155,500원/ 68,400원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-16.2	-3.6	-0.4
상대주가(%)	-13.7	-6.7	-11.1

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	884	1,260	1,331	1,402	1,535
영업이익	(십억원)	35	52	54	69	88
영업이익률	(%)	4.0	4.2	4.1	4.9	5.7
지배주주순이익	(십억원)	19	33	32	40	56
EPS	(원)	1,876	3,246	3,167	3,949	5,601
증감률	(%)	-50.0	73.0	-2.4	24.7	41.8
PER	(배)	62.4	40.0	25.2	20.2	14.3
PBR	(배)	5.4	4.9	2.8	2.5	2.2
ROE	(%)	7.1	9.0	7.4	10.5	13.6
EV/EBITDA	(배)	28.0	22.6	14.8	12.8	10.6
순차입금	(십억원)	362	470	494	503	508
부채비율	(%)	309.0	338.9	334.4	332.9	317.2

표1. 코스맥스 4Q19P 실적 요약

	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A(a)	y-y	q-q	컨센서스	당사추정(b)	차이(a/b)
매출액	329	328	332	317	353	7.4	11.2	338	333	6.0
영업이익	10	14	13	10	17	67.2	62.5	11	10	69.0
순이익	0	7	6	1	4	흑전	199.3	5	4	1.1
영업이익률	4.1	4.0	3.3	4.8	4.8			3.2	3.8	1.0%p
순이률	2.0	1.8	0.5	1.2	1.2			1.5	1.0	0.3%p

자료: 코스맥스, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 코스맥스 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
매출액	1,402	1,535	1,399	1,506	0.2	1.9
영업이익	69	88	67	90	3.0	-1.8
당기순이익	27	39	26	40	4.4	-2.4
EPS(지배주주)	3,949	5,601	3,784	5,542	4.4	1.1
영업이익률 (%)	4.9	5.7	4.8	6.0	0.1%p	-0.2%p
당기순이익률 (%)	1.9	2.5	1.9	2.6	0.1%p	-0.1%p

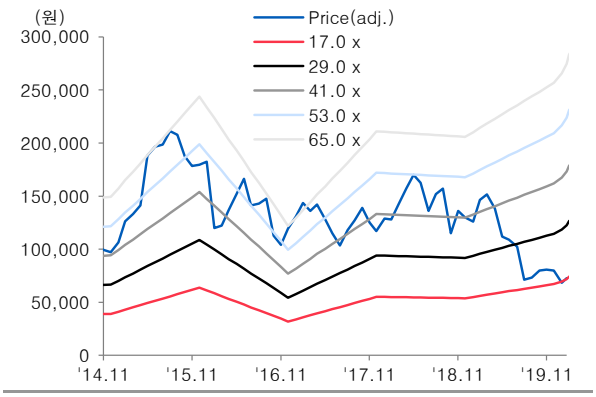
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 코스맥스 법인별 목표

	코스맥스 목표	
	매출	영업이익
국내	yoy 9-10% 성장	OPM 5% 중후반
중국(상해)	yoy 10% 성장	OPM 5% 중후반
중국(광저우)	yoy 15-20% 성장	OPM 10% 중반
미국(USA)	900-1000 억원	미국 전체 기준 영업이익 BEP
미국(누월드)	900 억원	
태국	250-270 억원	영업이익 BEP 이상
인도네시아	yoy 20-30% 성장	2019 년 수준 OPM 유지

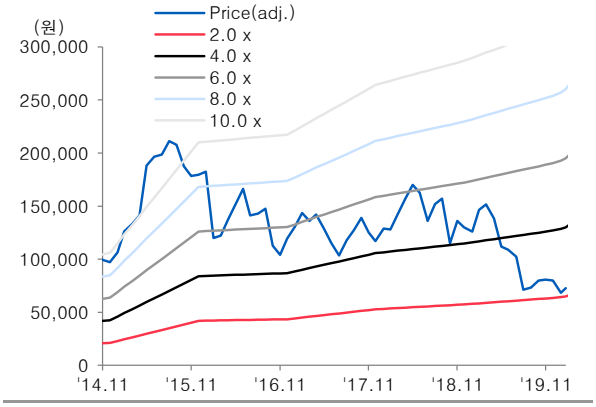
자료: 코스맥스, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 코스맥스 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 코스맥스 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 4. 코스맥스 실적 전망 Table

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F
매출액(억원)	TOTAL	3,278	3,323	3,175	3,531	3,126	3,388	3,623	3,880	12,597	13,307	14,017
	국내	1,902	1,928	1,714	1,846	1,764	1,840	1,831	1,923	6,794	7,390	7,358
	중국	1,037	1,181	1,088	1,512	993	1,216	1,329	1,587	4,776	4,818	5,125
	상하이	818	888	833	1,180	767	924	1,022	1,215	4,109	3,718	3,928
	광저우	220	293	255	332	226	292	307	372	667	1,100	1,197
	인도네시아	80	83	115	115	82	86	123	144	106	394	435
	미국	230	204	226	166	232	255	285	295	662	826	1,068
	누월드	200	171	238	158	201	199	236	225	991	767	860
	아이큐어	34	25	22	32	29	29	25	37	83	114	120
	연결조정 및 기타	(21)	(27)	(23)	(30)	(17)	(24)	(21)	(33)	(82)	(114)	(95)
yoy %	*TOTAL*	*13.5*	*1.5*	*0.9*	*7.4*	*(4.6)*	*1.9*	*14.1*	*9.9*	*42.5*	*5.6*	*5.3*
	국내	*24.8*	*1.4*	*2.5*	*8.9*	*(7.2)*	*(4.6)*	*6.9*	*4.1*	*28.6*	*8.8*	*(0.4)*
	중국	*4.6*	*(2.8)*	*(9.5)*	*10.6*	*(4.3)*	*2.9*	*22.1*	*5.0*	*28.7*	*0.9*	*6.4*
	상하이	*1.7*	*(16.6)*	*(20.7)*	*(0.9)*	*(6.2)*	*4.0*	*22.7*	*3.0*	*25.8*	*(9.5)*	*5.6*
	광저우	*17.1*	*94.2*	*67.7*	*88.3*	*2.8*	*(0.4)*	*20.4*	*12.0*	*50.0*	*64.9*	*8.8*
	인도네시아	*364.5*	*239.3*	*362.4*	*189.7*	*2.1*	*3.9*	*6.3*	*25.4*	*18.3*	*270.1*	*10.5*
	미국	*47.7*	*41.5*	*24.3*	*(8.3)*	*0.9*	*25.0*	*26.3*	*78.1*	*74.0*	*24.6*	*29.3*
	누월드	*(26.5)*	*(29.5)*	*(15.2)*	*(19.2)*	*0.3*	*16.3*	*(0.9)*	*42.2*	-	*(22.6)*	*12.1*
	아이큐어	*79.4*	*20.2*	*1.8*	*53.4*	*(15.0)*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*59.2*	*37.5*	*6.0*
	연결조정 및 기타	*121.5*	*(1.6)*	*(3.8)*	*41.1*	*(14.8)*	*(12.0)*	*(9.8)*	*11.1*	*20.4*	*39.5*	*(16.5)*
Sales portion %	*국내*	*58.0*	*58.0*	*54.0*	*52.3*	*56.4*	*54.3*	*50.5*	*49.6*	*53.9*	*55.5*	*52.5*
	중국	*31.6*	*35.5*	*34.3*	*42.8*	*31.8*	*35.9*	*36.7*	*40.9*	*37.9*	*36.2*	*36.6*
	상하이	*24.9*	*26.7*	*26.2*	*33.4*	*24.5*	*27.3*	*28.2*	*31.3*	*32.6*	*27.9*	*28.0*
	광저우	*6.7*	*8.8*	*8.0*	*9.4*	*7.2*	*8.6*	*8.5*	*9.6*	*5.3*	*8.3*	*8.5*
	인도네시아	*2.5*	*2.5*	*3.6*	*3.3*	*2.6*	*2.5*	*3.4*	*3.7*	*0.8*	*3.0*	*3.1*
	미국	*7.0*	*6.2*	*7.1*	*4.7*	*7.4*	*7.5*	*7.9*	*7.6*	*5.3*	*6.2*	*7.6*
	누월드	*6.1*	*5.1*	*7.5*	*4.5*	*6.4*	*5.9*	*6.5*	*5.8*	*7.9*	*5.8*	*6.1*
	아이큐어	*1.0*	*0.8*	*0.7*	*0.9*	*0.9*	*0.9*	*0.7*	*1.0*	*0.7*	*0.9*	*0.9*
	연결조정 및 기타	*(0.6)*	*(0.8)*	*(0.7)*	*(0.8)*	*(0.6)*	*(0.7)*	*(0.6)*	*(0.9)*	*(0.6)*	*(0.9)*	*(0.7)*
영업이익 (억원)	TOTAL	135	132	104	169	119	165	188	213	523	540	685
	국내	77	106	86	132	76	92	95	106	221	402	369
yoy %	*TOTAL*	*30.2*	*(29.2)*	*(21.5)*	*67.2*	*(12.1)*	*25.1*	*81.2*	*26.2*	*48.9*	*3.2*	*26.9*
	국내	*53.9*	*37.8*	*114.9*	*145.2*	*(1.9)*	*(13.6)*	*11.0*	*(20.0)*	*17.8*	*81.5*	*(8.2)*
OPM (%)	TOTAL	4.1	4.0	3.3	4.8	3.8	4.9	5.2	5.5	4.2	4.1	4.9
	국내	4.1	5.5	5.0	7.2	4.3	5.0	5.2	5.5	3.3	5.4	5.0
yoy %p	*TOTAL*	*0.5*	*(1.7)*	*(0.9)*	*1.7*	*(0.3)*	*0.9*	*1.9*	*0.7*	*0.2*	*(0.1)*	*0.8*
	국내	*0.8*	*1.5*	*2.6*	*4.0*	*0.2*	*(0.5)*	*0.2*	*(1.7)*	*(0.3)*	*2.2*	*(0.4)*

자료: 코스맥스, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	596	606	668	740
현금및현금성자산	35	14	44	57
매출채권 및 기타채권	323	341	359	393
재고자산	209	221	233	255
비유동자산	466	485	498	508
투자자산	18	19	19	19
유형자산	333	352	365	374
무형자산	96	96	96	96
자산총계	1,062	1,091	1,166	1,248
유동부채	650	639	675	714
매입채무 및 기타채무	250	264	278	305
단기차입금	314	344	364	374
유동성장기부채	57	0	0	0
비유동부채	169	201	222	235
사채 및 장기차입금	145	175	195	205
부채총계	820	840	897	949
지배기업소유지분	265	288	319	366
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	129	129	129	129
이익잉여금	135	158	188	235
기타자본	-3	-3	-3	-3
비지배지분	-24	-37	-49	-67
자본총계	242	251	269	299
총차입금	516	519	559	579
순차입금	470	494	503	508

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	1,260	1,331	1,402	1,535
증가율(%)	42.5	5.6	5.3	9.5
매출원가	1,105	1,145	1,213	1,318
매출총이익	155	186	189	217
매출총이익률(%)	12.3	13.9	13.5	14.1
판매비와 관리비	102	132	120	129
영업이익	52	54	69	88
영업이익률(%)	4.2	4.1	4.9	5.7
EBITDA	78	85	98	117
EBITDA M%	6.2	6.4	7.0	7.6
영업외손익	-16	-18	-21	-22
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-18	-21	-21	-22
기타영업외손익	2	3	0	0
세전이익	36	36	47	66
법인세비용	15	18	20	27
당기순이익	21	18	27	39
지배주주순이익	33	32	40	56
지배주주순이익률(%)	1.7	1.4	1.9	2.5
비지배주주순이익	-12	-14	-12	-18
기타포괄이익	1	0	0	0
총포괄이익	22	18	27	39
EPS 증가율(%, 지배)	73.0	-2.4	24.7	41.8
이자손익	-18	-21	-21	-22
총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-55	32	43	42
영업에서 창출된 현금흐름	-27	71	85	91
이자의 수취	1	0	0	0
이자의 지급	-19	-21	-22	-23
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-10	-18	-20	-27
투자활동 현금흐름	-57	-51	-44	-40
유동자산의 감소(증가)	-7	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	2	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-48	-50	-43	-38
무형자산 감소(증가)	-7	0	0	0
재무활동 현금흐름	107	-3	31	11
사채및차입금증가(감소)	111	3	40	20
자본금및자본잉여금 증감	-22	0	0	0
배당금 지급	-3	-6	-9	-9
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-4	-22	30	13
기초현금	39	35	14	44
기말현금	35	14	44	57
FCF	-104	-18	0	4

주요지표

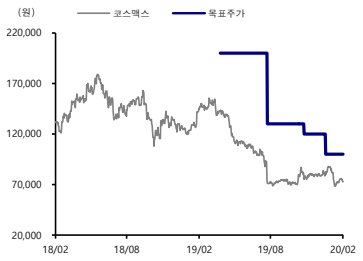
	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	10,050	10,050	10,050	10,050
시가총액(십억원)	1,306	803	731	731
주가(원)	130,000	79,900	72,700	72,700
EPS(원)	3,246	3,167	3,949	5,601
BPS(원)	26,434	28,701	31,750	36,451
DPS(원)	600	900	900	900
PER(X)	40.0	25.2	20.2	14.3
PBR(X)	4.9	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA(X)	22.6	14.8	12.8	10.6
ROE(%)	9.0	7.4	10.5	13.6
ROA(%)	2.1	1.7	2.4	3.2
ROIC(%)	4.8	3.8	5.3	6.7
배당수익률(%)	0.5	1.1	1.2	1.2
부채비율(%)	338.9	334.4	332.9	317.2
순차입금/자기자본(%)	194.3	196.6	186.5	170.0
유동비율(%)	91.6	94.8	99.0	103.6
이자보상배율(X)	2.8	2.6	3.2	3.9
총자산회전율	1.3	1.2	1.2	1.3
매출채권 회전율	4.4	4.0	4.0	4.1
재고자산 회전율	6.4	6.2	6.2	6.3
매입채무 회전율	4.3	4.5	4.5	4.5

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

코스맥스(192820) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-02-14	2019-04-15	2019-05-16	2019-07-09	2019-08-13	2019-10-10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	138,000원	200,000원	200,000원	200,000원	130,000원	130,000원
제시일자	2019-11-14	2020-01-08	2020-02-21			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	120,000원	100,000원	100,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-02-14	Buy	138,000원	3.01	29.71
2019-02-14	1년경과	138,000원	6.25	12.68
2019-04-15	Buy	200,000원	-43.69	-28.25
2019-08-13	Buy	130,000원	-43.25	-33.08
2019-11-14	Buy	120,000원	-34.06	-30.17
2020-01-08	Buy	100,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(94.65%) · 매도(0.00%) · 중립(5.35%)	* 기준일 2019.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.