2020. 7. 13

▲ 화장품/섬유의복
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

코스맥스 192820

2Q20 Preview: 나홀로 성장

- ✓ 2Q20P 매출액 3,739억원(+12.5% YoY), 영업이익 185억원(+40.9% YoY) 예상
- ✓ ① 국내: 수주 확대 → 가동 개선 → 마진 향상 = 개별 OPM +2.0%p YoY
- ✓ ② 중국: 온라인 고객사 추가 및 618 효과 = 상해 +11.0%, 광저우 +15.0% YoY
- ✓ ③ 기타: 세정/소독제 생산 본격화 = 미국 +6.3%, 동남아 +26.9% YoY
- ✓ 중국 Re-rating 필요 판단(∵ 상해 성장 재개 + 광저우 성장 지속), 매수 접근 추천

Buy

적정주가 (12 개월)	120,000 원
현재주가 (7.10)	95,500 원
상승여력	25.7%
KOSPI	2,150.25pt
시가총액	9,597억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.32%
외국인비중	18.54%
52주 최고/최저가	105,000원/60,700원
평균거래대금	121.2억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 11 인	26.57
국민연금공단	14.20

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	15.6	-5.4
상대주가	1.9	18.6	-9.5

주가그래프

2Q20P 업종 내 유일한 성장주

코스맥스는 2020년 2분기 매출액 3,739억원(+12.5% YoY), 영업이익 185억원(+40.9% YoY), 순이익 132억원(+41.9% YoY)을 기록할 전망이다. 업종 내 유일하게 시장 기대치를 충족할 것으로 보인다. 물량 증가(Q↑)에 가동 개선(C↓)이 동반되면서, 영업 레버리지 효과가 두드러질 것으로 예상한다.

[국내] 예상 매출액은 2,230억원(+13.1% YoY)이다. 기존 고객사향 안정적 공급에 세정/소독 관련 물량이 더해지겠다. '수주 확대 → 공정 효율화 → 마진 향상'에의 선순환이 기대된다(개별 OPM +2.0%p YoY). **[중국]** 상해는 +11.0%, 광저우는 +15.0% 늘어날 것으로 추정한다(매출액 YoY). 온라인 고객사 추가와 618 행사 특수를 감안했다. **[기타]** 미국과 동남아 매출액은 각각 387억원(+6.3% YoY), 152억원(+26.9% YoY)에 달할 전망이다. 세정/소독제 생산 효과가 두드러진 것으로 파악된다.

투자의견 Buy, 적정주가 120,000원으로 상향 조정

코스맥스에 대한 투자의견(Hold → Buy)과 적정주가(100,000원 → 120,000원)를 상향한다. 실적 예상치 조정에 기인한다(EPS 변동률: 2020E +18.0%, 2021E +16.5%). 코로나 특수(세정/소독제)가 줄어들 가능성은 있다. 단, 주가 핵심 변수인 '중국'에 대한 Re-rating이 필요하다는 판단이다. ① 상해 법인의 성장 재개가 예상된다(매출액 YoY: 1Q20 -22.4% → 2Q20E +11.0%). 기저 영향에 불과하더라도, 의미 있다. ② 광저우 또한 기대할 것이 많다. 주력 고객사와의 관계 강화 및 온라인 고객사 다변화를 통해 지속가능한 성장을 도모할 전망이다(1Q20 퍼펙트다이어리 모회사 이센과 'Yatsen Biotechnology' 공동 설립; 지분율 51.0%).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,259.7	52.3	32.6	3,246	35.7	26,411	40.0	4.9	22.6	13.5	338.9
2019	1,330.7	54.0	31.8	3,167	-13.0	34,178	25.2	2.3	13.6	10.5	280.6
2020E	1,464.4	73.7	45.6	4,533	78.1	37,730	21.1	2.5	12.0	12.6	261.6
2021E	1,587.1	90.8	62.4	6,211	67.1	43,041	15.4	2.2	10.0	15.4	222.5
2022E	1,705.7	103.7	67.9	6,752	16.3	48,893	14.1	2.0	8.7	14.7	184.3

표1 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	327.8	332.3	317.5	353.1	328.5	373.9	358.2	403.8	1,330.7	1,464.4	1,587.1
국내	195.4	197.1	189.6	205.2	222.6	223.0	200.4	218.6	787.4	864.5	913.3
개별	190.2	192.8	171.4	184.6	202.0	203.3	180.6	196.3	739.0	782.2	826.8
자회사	5.2	4.3	18.3	20.6	20.6	19.7	19.8	22.3	48.4	82.4	86.5
중국	103.7	118.1	108.8	151.2	88.4	132.3	127.7	172.9	481.8	521.3	580.5
상해	81.8	88.8	83.3	118.0	63.4	98.6	95.8	129.8	371.8	387.5	417.1
광저우	22.0	29.3	25.5	33.2	25.0	33.7	31.9	43.1	110.0	133.7	163.4
미국	44.1	36.4	46.3	32.4	37.7	38.7	49.9	35.1	159.3	161.4	176.3
오하이오	24.1	19.3	22.6	16.6	17.1	19.9	23.7	17.7	82.6	78.4	85.0
누월드	20.0	17.1	23.8	15.8	20.6	18.8	26.2	17.4	76.7	83.0	91.3
기타	12.1	12.0	15.8	17.3	15.5	15.2	20.1	22.0	57.2	72.8	85.7
인도네시아	8.0	8.3	11.3	11.8	10.2	10.8	14.6	15.3	39.4	50.9	60.5
태국	4.1	3.7	4.6	5.6	5.3	4.4	5.5	6.7	17.9	21.9	25.2
영업이익	13.5	13.2	10.4	16.9	16.0	18.5	17.1	22.0	54.0	73.7	90.8
영업이익률	*4.1*	*4.0*	*3.3*	*4.8*	*4.9*	*5.0*	*4.8*	*5.4*	*4.1*	*5.0*	*5.7*
순이익	9.0	9.3	3.8	9.7	4.8	13.2	10.2	17.3	31.8	45.6	62.4
순이익률	2.7	2.8	1.2	2.7	1.5	3.5	2.9	4.3	2.4	3.1	3.9
국내 개별	8.1	6.6	72.8	5.1	10.8	9.0	5.4	7.9	92.6	33.1	33.8
상해	3.0	-0.8	-6.3	2.8	-3.3	0.5	2.5	3.8	-1.3	3.5	10.3
광저우	2.7	5.3	1.5	2.2	2.8	2.7	2.2	2.8	11.6	10.5	14.5
오하이오	-2.2	-2.9	-3.5	-4.1	-3.2	-2.0	-1.9	-1.1	-12.6	-8.2	-6.2
누월드	-2.4	-3.3	0.6	-6.8	-4.3	-2.8	0.8	-1.4	-11.8	-7.7	-2.9
인도네시아	0.9	1.1	1.5	2.6	-1.6	-1.1	-0.7	0.8	6.1	-2.6	6.6
태국	-1.6	-0.5	-1.1	-0.6	-1.1	-0.4	-0.8	-0.5	-3.8	-2.9	-1.0
(% YoY)											
매출액	13.5	1.5	0.9	7.4	0.2	12.5	12.8	14.4	5.6	10.0	8.4
국내 개별	24.8	1.4	2.5	8.9	6.2	5.4	5.4	6.3	8.8	5.8	5.7
상해	1.7	-16.6	-20.7	-0.9	-22.4	11.0	15.0	10.0	-9.5	4.2	7.6
광저우	17.1	94.2	67.7	88.3	13.8	15.0	25.0	30.0	64.9	21.6	22.2
오하이오	54.9	33.7	24.3	-8.4	-29.2	3.0	5.0	7.0	24.6	-5.0	8.4
누월드	-26.5	-29.5	-15.2	-19.2	3.1	10.0	10.0	10.0	-22.6	8.2	10.0
인도네시아	364.5	239.3	351.2	196.7	26.2	30.0	30.0	30.0	270.1	29.2	18.9
태국	455.1	540.6	-7.7	11.5	31.3	20.0	20.0	20.0	59.2	22.6	15.0
영업이익	30.2	-29.2	-21.5	67.2	18.4	40.9	64.5	30.1	3.2	36.4	23.3
영업이익률	*0.5*	*-1.7*	*-0.9*	*1.7*	*0.8*	*1.0*	*1.5*	*0.7*	*-0.1*	*1.0*	*0.7*
순이익	-3.4	-21.4	-28.0	57.3	-46.7	41.9	170.3	78.0	-2.4	43.1	37.0
국내 개별	114.8	-32.7	3,890.8	-13.4	32.9	36.2	-92.6	52.6	333.6	-64.3	2.2
상해	19.2	적전	적전	-62.9	적전	흑전	흑전	36.8	적전	흑전	191.8
광저우	-40.9	흑전	0.1	-24.9	3.0	-48.9	46.4	30.0	36.1	-9.9	38.2
오하이오	40.2	25.6	3.6	8.5	-48.0	30.6	45.8	73.9	19.0	35.3	23.9
누월드	-1,343.8	적전	-65.9	13.7	-78.7	14.3	28.9	79.4	-113.5	34.8	62.3
인도네시아	흑전	흑전	흑전	761.2	적전	적전	적전	-70.7	흑전	적전	흑전
태국	-1,080.2	52.4	-2,278.6	67.0	33.6	12.3	24.0	7.5	-26.5	24.1	65.2

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	5,512	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	22.6	글로벌 화장품 브랜드 평균 12개월 선행 PER에 30% 할인
적정주가 (원)	**120,000**	반내림 적용
현재주가 (원)	95,500	
상승여력 (%)	**25.7**	

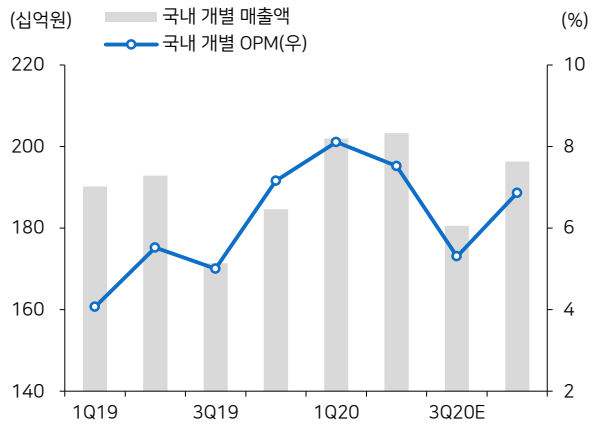
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 자회사 공동설립 내용

회사명	Yatsen Biotechnology
소재지	광저우
주요 사업	화장품제조판매
자본금(십억원)	7.2
지분율(%)	51.0

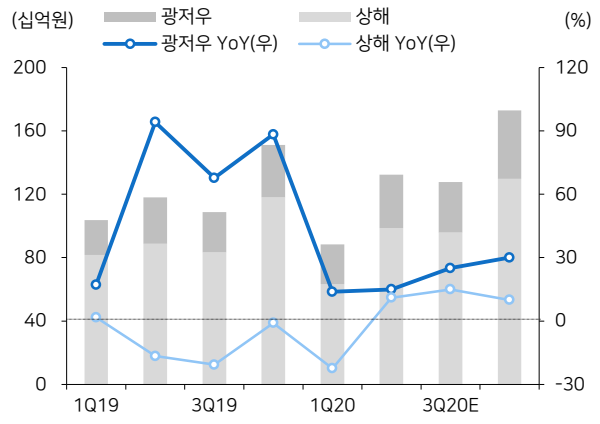
주: 2019년 7월 29일 설립, 2020년 1분기 중 연결 편입. 자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코스맥스 국내 개별 실적



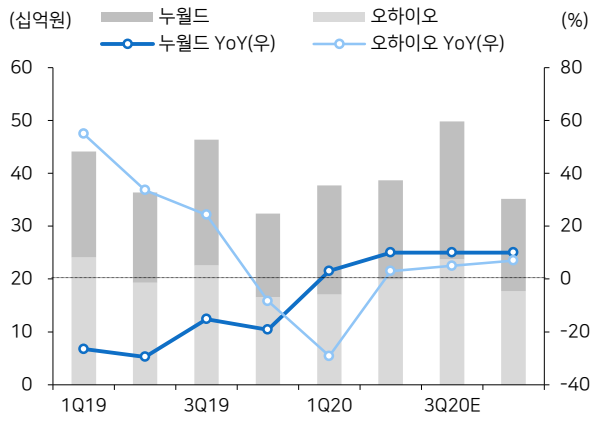
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스맥스 중국 법인별 매출액



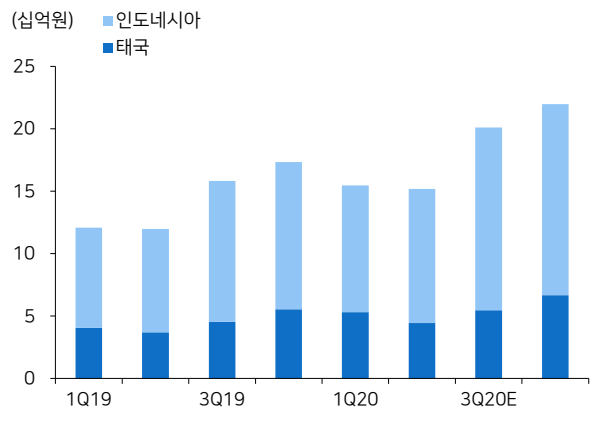
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스맥스 미국 법인별 매출액



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스맥스 동남아 법인별 매출액



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,259.7**	**1,330.7**	**1,464.4**	**1,587.1**	**1,705.7**
매출액증가율 (%)	42.5	5.6	10.0	8.4	7.5
매출원가	1,105.0	1,147.2	1,248.0	1,347.0	1,442.4
매출총이익	154.7	183.5	216.4	240.1	263.3
판매관리비	102.4	129.5	142.7	149.3	159.6
영업이익	**52.3**	**54.0**	**73.7**	**90.8**	**103.7**
영업이익률	4.2	4.1	5.0	5.7	6.1
금융손익	-18.3	-18.5	-17.0	-17.5	-18.4
종속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	0.5	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	36.2	35.9	57.0	73.7	85.7
법인세비용	15.2	17.6	24.4	19.2	22.3
당기순이익	**21.1**	**18.3**	**32.6**	**54.5**	**63.4**
지배주주지분 순이익	32.6	31.8	45.6	62.4	67.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-54.6**	**74.6**	**60.9**	**102.5**	**109.2**
당기순이익(손실)	21.1	18.3	32.6	54.5	63.4
유형자산상각비	24.1	36.3	41.1	40.0	38.4
무형자산상각비	1.2	1.7	0.7	0.2	0.2
운전자본의 증감	-114.4	0.9	-10.3	7.8	7.3
투자활동 현금흐름	**-56.7**	**-95.9**	**-34.6**	**-26.0**	**-26.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-49.0	-104.8	-39.9	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-1.7	-2.1	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	**107.5**	**62.9**	**-43.1**	**-63.4**	**-79.4**
차입금의 증감	111.2	34.2	-22.5	-54.3	-70.3
자본의 증가	-22.1	53.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.9	41.4	-16.0	13.2	3.7
기초현금	39.1	35.2	76.6	60.6	73.8
기말현금	35.2	76.6	60.6	73.8	77.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	595.8	618.3	634.9	662.4	681.6
현금및현금성자산	35.2	76.6	60.6	73.8	77.5
매출채권	307.1	299.7	311.7	321.0	330.7
재고자산	209.4	208.9	228.6	233.1	237.8
비유동자산	465.8	586.1	600.0	585.8	573.2
유형자산	332.6	431.8	430.9	415.8	402.5
무형자산	96.0	102.9	107.8	107.6	107.4
투자자산	18.5	20.1	22.3	23.3	24.3
자산총계	**1,061.5**	**1,204.4**	**1,235.0**	**1,248.2**	**1,254.8**
유동부채	650.5	716.4	729.3	706.3	673.6
매입채무	181.3	179.7	185.0	192.4	200.1
단기차입금	314.1	356.3	348.1	313.1	268.1
유동성장기부채	57.1	45.9	42.4	34.4	26.4
비유동부채	169.3	171.5	164.1	154.9	139.7
사채	16.8	17.4	18.3	16.3	12.3
장기차입금	128.1	115.0	101.7	91.7	77.7
부채총계	**819.7**	**887.9**	**893.4**	**861.2**	**813.4**
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	128.9	182.0	182.1	182.1	182.1
기타포괄이익누계액	-3.1	-4.9	1.7	1.7	1.7
이익잉여금	134.8	161.5	190.6	244.0	302.8
비지배주주지분	-23.6	-27.0	-37.6	-45.5	-50.0
자본총계	**241.9**	**316.5**	**341.5**	**387.0**	**441.4**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	125,351	132,410	145,715	157,931	169,728
EPS(지배주주)	3,246	3,167	4,533	6,211	6,752
CFPS	8,709	12,101	12,034	13,201	13,975
EBITDAPS	7,724	9,154	11,493	13,043	14,159
BPS	26,411	34,178	37,730	43,041	48,893
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	0.5	1.1	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	40.0	25.2	21.1	15.4	14.1
PCR	14.9	6.6	7.9	7.2	6.8
PSR	1.0	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	4.9	2.3	2.5	2.2	2.0
EBITDA	77.6	92.0	115.5	131.1	142.3
EV/EBITDA	22.6	13.6	12.0	10.0	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	10.5	12.6	15.4	14.7
EBITDA 이익률	6.2	6.9	7.9	8.3	8.3
부채비율	338.9	280.6	261.6	222.5	184.3
금융비용부담률	1.5	1.7	1.5	1.3	1.0
이자보상배율(x)	2.8	2.4	3.3	4.5	5.8
매출채권회전율(x)	4.6	4.4	4.8	5.0	5.2
재고자산회전율(x)	6.4	6.4	6.7	6.9	7.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

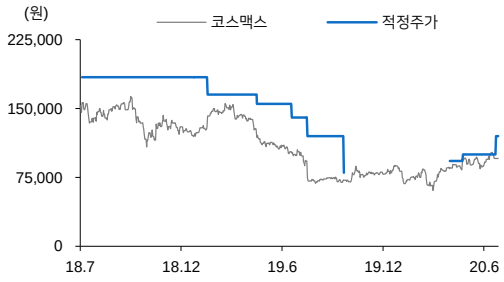
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020 년 6 월 30 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.02.15	기업브리프	Buy	165,000	양지혜	-12.8	-5.8
2019.05.14	기업브리프	Buy	155,000	양지혜	-29.0	-22.3
2019.07.15	기업브리프	Buy	140,000	양지혜	-29.9	-25.0
2019.08.12	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-39.6	-37.3
2019.10.16	산업분석	Hold	80,000	양지혜	-2.8	8.8
2019.12.31				담당자 변경		
2020.04.22	산업분석	Hold	93,000	하누리	-6.7	-2.2
2020.05.15	기업브리프	Hold	100,000	하누리	-6.6	2.5
2020.07.13	기업브리프	Buy	120,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이