

2021. 1. 18



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

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

Buy

적정주가 (12개월) **130,000 원**

현재주가 (1.15) **99,700 원**

상승여력 **30.4%**

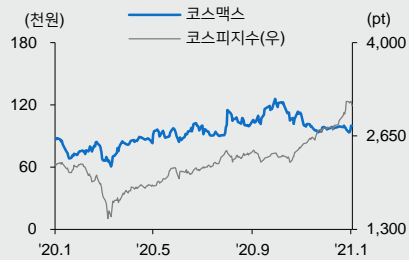
KOSPI	3,085.90pt
시가총액	10,019억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.32%
외국인비중	24.25%
52주 최고/최저가	126,000원/60,700원
평균거래대금	120.9억원

주요주주(%)

코스맥스비티아미 외 11 인	26.57
국민연금공단	12.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	8.6	13.3
상대주가	-7.6	-22.5	-18.1

주가그래프



코스맥스 192820

4Q20 Preview: 대세에 지장 없다

- ✓ 4Q20E: 매출액 3,618억원(+3%), 영업이익 188억원(+11%), 순이익 123억원(+27%)
- ✓ ① 국내: 매출 미진(+1%, 세정제 -30억원 QoQ) vs. 공정 효율화(OPM +1.0%p)
- ✓ ② 중국: 광저우(+10%) 고객사 추가 vs. 상해(-3%) 논터키 확대
- ✓ ③ 기타: 미국(누월드 +40%) 소독제 효과 vs. 동남아(인니 -30%) 코로나 영향
- ✓ 실적 눈높이 조정 상당 완료, 해외 사업에의 성장성 여전히 유효, 매수 접근 추천

4Q20E 생산량 확대 + 가동률 상승 = 영업 레버리지 확대

코스맥스는 2020년 4분기 매출액 3,618억원(+2.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 188억원(+11.0%), 순이익 123억원(+27.1%)을 기록할 것으로 예상된다. 물량 증가에 가동 개선이 동반되면서, 영업 레버리지 효과가 나타날 전망이다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,077억원(+1.2%), 154억원(+16.6%)을 추정한다. 세정 제품 감소(-30억원 QoQ)로 매출 성장은 미진하겠으나, 공정 효율화에 따른 마진 향상 기조는 유지될 전망이다(개별 OPM +1.0%p).

[중국] 상해(-3%)는 소폭 줄겠다. 논터키 비중 확대에 의한 ASP 감소를 감안했다. 광저우(+10%)의 경우 두 자릿수 성장세를 이어갈 것으로 본다. 중국 화장품 소매 판매 회복 및 온라인 고객사 추가를 반영했다.

[기타] 미국(누월드 +40%, 오하이오 +5%)은 세정/소독제 추가 효과가 특출하겠다. 원재료 조달 관련 원가 부담 또한 완화될 것으로 예상된다(누월드 NPM: 4Q19 -43% → 4Q20E -12%). 동남아(인도네시아 -30%, 태국 -10%)는 코로나 영향으로 인한 영업 차질을 감안, 보수적으로 접근했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 130,000원(하향)

코스맥스에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 130,000원으로 하향한다(2021E EPS 변동률 -12.1%). 실적 추정치에 대한 눈높이 조정은 상당 완료되었다. 해외 사업에의 성장성은 유효한 바, 매수 접근을 추천한다. ① 중국: 고품질화(P↑), 거래선 확대(Q↑) 및 턴키 축소(C↓)로써, 양질의 성장을 도모한다. ② 북미: 소독제 추가가 매출과 이익 모두를 견인할 전망이다.

(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	1,390.2	74.9	43.2	4,301	30.1	36,824	23.1	2.7	12.3	12.1	293.7
2021E	1,502.7	82.4	56.8	5,650	91.5	41,575	17.6	2.4	11.4	14.4	262.1
2022E	1,586.2	92.4	63.3	6,300	16.8	46,975	15.8	2.1	10.2	14.2	231.4

표1 코스맥스 4Q20 실적 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	361.8	353.1	2.5	320.7	12.8	385.8	-6.2
영업이익	18.8	16.9	11.0	13.9	35.3	18.9	-0.4
지배순이익	12.3	9.7	27.1	5.8	111.0	11.4	7.7
영업이익률(%)	5.2	4.8	0.4	4.3	0.9	4.9	0.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	1,390.2	1,502.7	1,393.6	1,547.5	-0.2	-2.9	1,418.1	1,580.4
영업이익	74.9	82.4	76.9	93.7	-2.6	-12.1	75.4	93.4
순이익	43.2	56.8	47.2	59.0	-8.5	-3.7	42.6	62.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치 비교
순이익	56.8 12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	22.2 글로벌 화장품 Peer 평균값에 40% 할인 적용
적정주가 (원)	130,000 반올림 적용
현재주가 (원)	99,700
상승여력 (%)	30.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
코스맥스	1,002	1,503	1,586	82	92	57	63	17.6	15.8	2.4	2.1	14.4	14.2	11.4	10.2
한국콜마	1,224	1,378	1,458	117	133	64	79	19.1	15.6	2.2	1.9	12.1	13.2	15.3	13.3
LG생활건강	24,364	8,475	9,210	1,321	1,472	913	1,024	27.5	24.6	5.2	4.5	18.3	17.9	16.1	14.4
아모레퍼시픽	11,867	4,761	5,213	358	433	251	310	49.6	39.8	3.1	2.9	5.6	6.6	17.0	15.8
신세계인터네셔널	1,200	1,389	1,467	57	80	54	73	22.1	16.5	1.8	1.6	8.4	10.4	14.0	11.6
클리오	364	238	264	13	19	14	19	25.8	19.7	2.2	2.1	9.0	11.0	12.8	10.2
푸젠 그린파인	1768	738	904	127	146	106	121	16.9	14.8	2.5	2.2	14.9	14.8	12.4	11.2
L'Oreal	229,439	40,661	43,367	7,628	8,323	6,022	6,547	38.0	35.1	5.3	5.0	14.0	14.4	23.2	22.0
Estee Lauder	103,151	18,705	19,929	3,472	3,878	2,543	2,841	41.0	36.1	16.1	17.2	45.4	46.4	24.5	22.0
Kao	39,778	15,339	15,864	2,142	2,329	1,526	1,653	26.0	23.9	4.0	3.7	15.5	16.0	13.3	12.5
Shiseido	28,289	10,926	11,750	597	989	390	669	-	43.5	5.6	5.1	8.3	12.3	23.3	17.8
상하이자화	4,278	1,388	1,567	100	152	83	121	49.3	35.4	3.6	3.4	7.0	9.5	32.0	24.7
평균(국내사 제외)								38.6	34.8	4.6	4.3	11.2	13.1	23.3	19.8

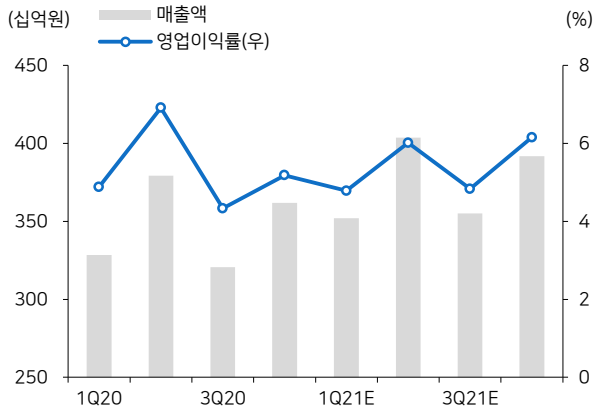
주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	361.8	351.9	403.8	355.2	391.8	1,390.2	1,502.7	1,586.2
국내	222.6	229.7	187.5	207.7	226.2	237.3	197.4	214.8	847.4	875.7	908.6
개별	202.0	209.0	172.1	188.9	206.6	217.2	181.3	194.6	772.0	799.7	828.9
자회사	20.6	20.7	15.4	18.8	19.6	20.1	16.1	20.3	75.4	76.0	79.7
중국	88.4	131.3	108.4	150.9	98.5	139.2	119.0	165.6	479.0	522.3	555.5
상해	63.4	98.1	80.6	114.4	69.8	101.0	87.0	123.6	356.5	381.4	400.4
광저우	25.0	33.2	27.8	36.5	28.7	38.2	32.0	42.0	122.5	140.9	155.0
미국	37.7	40.5	56.0	39.6	52.3	53.8	71.9	49.7	173.7	227.7	246.0
오하이오	17.1	19.0	18.3	17.4	21.3	23.8	22.9	20.9	71.8	88.9	93.4
뉴월드	20.6	21.5	37.6	22.1	31.0	30.1	48.9	28.8	101.9	138.7	152.6
기타	15.5	15.5	9.7	13.3	13.2	13.6	12.2	15.4	53.9	54.4	63.4
인도네시아	10.2	10.9	5.6	8.2	8.1	9.3	7.8	9.9	34.9	35.1	41.2
태국	5.3	4.6	4.1	5.0	5.1	4.4	4.4	5.5	19.1	19.3	22.2
영업이익	16.0	26.2	13.9	18.8	16.8	24.3	17.2	24.1	74.9	82.4	92.4
영업이익률	4.9	6.9	4.3	5.2	4.8	6.0	4.8	6.2	5.4	5.5	5.8
개별	16.4	20.8	11.4	15.4	12.2	15.5	12.6	16.9	64.0	57.1	61.7
자회사(연결-개별)	-0.3	5.4	2.5	3.3	4.6	8.8	4.6	7.3	10.9	25.3	30.7
순이익	4.8	20.3	5.8	12.3	9.7	19.1	9.3	18.6	43.2	56.8	63.3
순이익률	1.5	5.3	1.8	3.4	2.8	4.7	2.6	4.8	3.1	3.8	4.0
국내	5.3	3.3	2.8	3.5	5.3	3.8	2.8	3.7	3.8	3.9	4.0
상해	-5.1	9.3	1.0	2.0	3.4	8.1	3.1	4.2	2.5	4.8	5.3
광저우	11.1	7.2	8.9	9.1	11.1	9.2	9.4	9.3	8.9	9.7	9.8
오하이오	-18.8	-26.6	-26.9	-25.0	-15.0	-15.0	-15.0	-10.0	-24.4	-13.8	-10.0
뉴월드	-20.8	-47.5	-12.9	-12.0	-12.0	-10.0	-8.0	-8.0	-21.6	-9.3	-5.7
인도네시아	-16.9	37.0	-19.7	-15.0	-8.0	13.4	0.0	5.0	-0.1	3.1	7.8
태국	-20.3	-15.6	-32.6	-25.0	-15.0	-10.0	-10.0	-10.0	-23.1	-11.3	-7.0
(% YoY)											
매출액	0.2	14.1	1.0	2.5	7.1	6.5	10.7	8.3	4.5	8.1	5.6
국내	13.9	16.5	-1.1	1.2	1.6	3.3	5.3	3.5	7.6	3.3	3.8
상해	-22.4	10.4	-3.3	-3.0	10.0	3.0	8.0	8.0	-4.1	7.0	5.0
광저우	13.8	13.3	9.0	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	11.4	15.0	10.0
오하이오	-29.2	-1.5	-18.8	5.0	25.0	25.0	25.0	20.0	-13.0	23.8	5.0
뉴월드	3.1	25.6	58.3	40.0	50.0	40.0	30.0	30.0	32.8	36.2	10.0
인도네시아	26.2	31.8	-50.4	-30.0	-20.0	-15.0	40.0	20.0	-11.4	0.6	17.5
태국	31.3	23.8	-8.9	-10.0	-5.0	-5.0	5.0	10.0	6.6	1.1	15.0
영업이익	18.4	99.2	33.7	11.0	4.9	-7.4	23.5	28.6	38.7	10.0	12.2
영업이익률	0.8	3.0	1.1	0.4	-0.1	-0.9	0.5	1.0	1.3	0.1	0.3
개별	111.7	95.1	33.1	16.6	-25.5	-25.3	10.1	9.3	59.2	-10.7	8.0
자회사(연결-개별)	적전	116.8	36.2	-9.2	흑전	61.1	85.5	117.6	-20.9	131.2	21.6
순이익	-46.7	117.1	53.9	27.1	102.6	-5.7	59.6	51.1	35.8	31.4	11.5

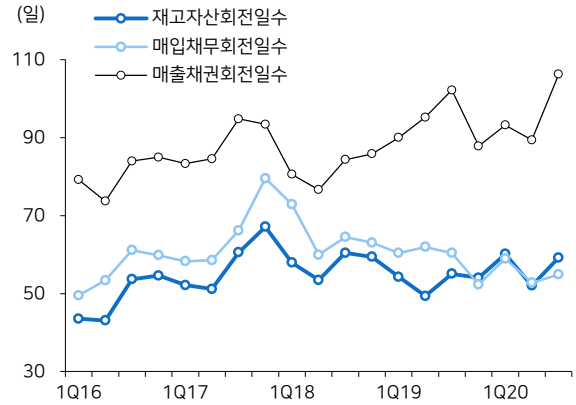
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코스맥스 매출액 및 OPM



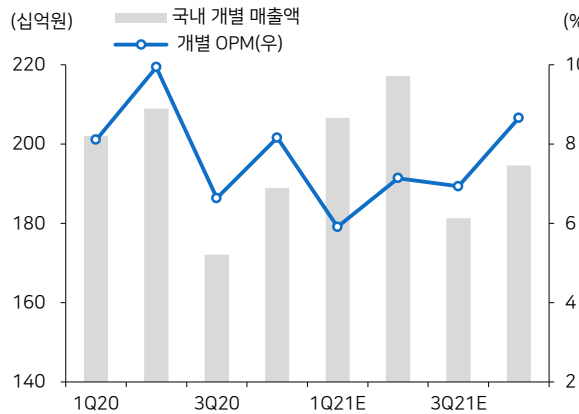
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스맥스 동남아 법인 매출 추이



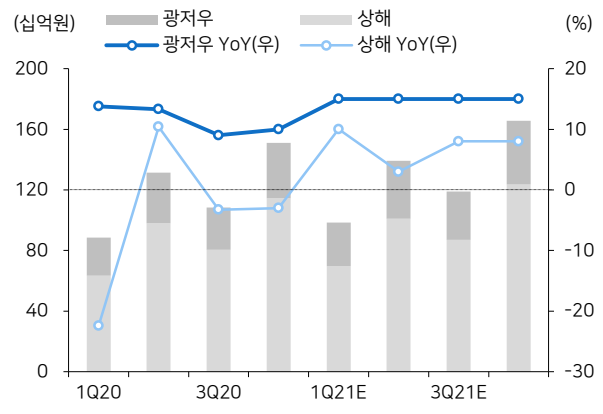
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스맥스 국내 법인 실적 추이



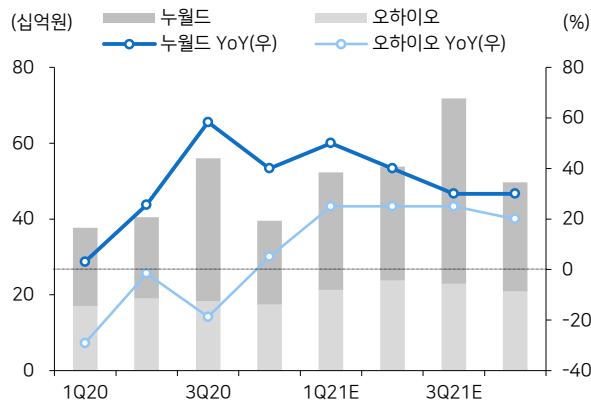
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스맥스 중국 법인 매출 추이



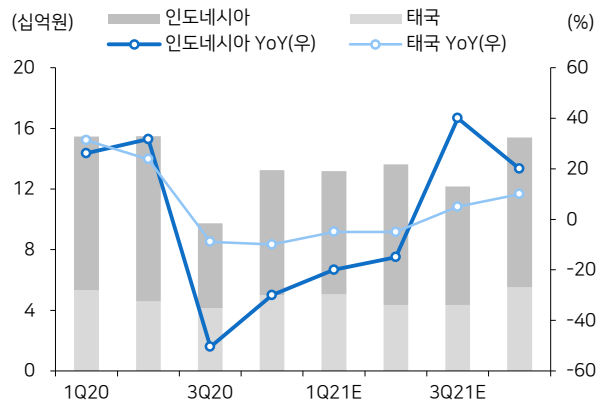
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 코스맥스 미국 법인 매출 추이



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 코스맥스 동남아 법인 매출 추이



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,259.7	1,330.7	1,390.2	1,502.7	1,586.2
매출액증가율 (%)	42.5	5.6	4.5	8.1	5.6
매출원가	1,105.0	1,147.2	1,180.9	1,277.5	1,345.4
매출총이익	154.7	183.5	209.3	225.1	240.8
판매관리비	102.4	129.5	134.4	142.7	148.4
영업이익	52.3	54.0	74.9	82.4	92.4
영업이익률	4.2	4.1	5.4	5.5	5.8
금융손익	-18.3	-18.5	-21.7	-18.4	-18.0
중속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	0.5	-0.2	0.7	1.2
세전계속사업이익	36.2	35.9	53.0	64.7	75.6
법인세비용	15.2	17.6	29.1	19.1	22.3
당기순이익	21.1	18.3	23.8	45.6	53.3
지배주주지분 순이익	32.6	31.8	43.2	56.8	63.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	595.8	618.3	653.0	677.1	701.3
현금및현금성자산	35.2	76.6	78.9	88.9	97.6
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	623.7	629.5	641.3
유형자산	332.6	431.8	459.7	464.8	476.2
무형자산	96.0	102.9	104.9	104.6	104.4
투자자산	18.5	20.1	18.1	19.0	19.7
자산총계	1,061.5	1,204.4	1,276.6	1,306.6	1,342.6
유동부채	650.5	716.4	749.4	755.2	758.1
매입채무	181.3	179.7	185.0	192.4	200.1
단기차입금	314.1	356.3	360.0	355.0	350.0
유동성장기부채	57.1	45.9	66.5	58.5	50.5
비유동부채	169.3	171.5	203.0	190.5	179.4
사채	16.8	17.4	35.0	35.0	30.0
장기차입금	128.1	115.0	128.4	113.4	105.4
부채총계	819.7	887.9	952.4	945.8	937.4
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	-5.0	-5.0	-5.0
이익잉여금	134.8	161.5	188.2	235.9	290.2
비지배주주지분	-23.6	-27.0	-45.8	-57.0	-67.0
자본총계	241.9	316.5	324.3	360.9	405.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-54.6	74.6	43.3	95.3	99.2
당기순이익(손실)	21.1	18.3	23.8	45.6	53.3
유형자산상각비	24.1	36.3	43.4	42.9	43.6
무형자산상각비	1.2	1.7	1.7	0.2	0.2
운전자본의 증감	-114.4	0.9	-16.6	6.5	2.0
투자활동 현금흐름	-56.7	-95.9	-71.7	-48.9	-55.8
유형자산의증가(CAPEX)	-49.0	-104.8	-70.2	-48.0	-55.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-1.7	1.9	-0.9	-0.7
재무활동 현금흐름	107.5	62.9	30.9	-36.4	-34.6
차입금의 증감	111.2	34.2	55.2	-27.4	-25.6
자본의 증가	-22.1	53.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.9	41.4	2.4	9.9	8.8
기초현금	39.1	35.2	76.6	78.9	88.9
기말현금	35.2	76.6	78.9	88.9	97.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	125,351	132,410	138,336	149,526	157,837
EPS(지배주주)	3,246	3,167	4,301	5,650	6,300
CFPS	8,709	12,101	13,543	12,442	13,476
EBITDAPS	7,724	9,154	11,942	12,489	13,561
BPS	26,411	34,178	36,824	41,575	46,975
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	0.5	1.1	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	40.0	25.2	23.1	17.6	15.8
PCR	14.9	6.6	7.3	8.0	7.4
PSR	1.0	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	4.9	2.3	2.7	2.4	2.1
EBITDA	77.6	92.0	120.0	125.5	136.3
EV/EBITDA	22.6	13.6	12.3	11.4	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	10.5	12.1	14.4	14.2
EBITDA 이익률	6.2	6.9	8.6	8.4	8.6
부채비율	338.9	280.6	293.7	262.1	231.4
금융비용부담률	1.5	1.7	1.5	1.3	1.2
이자보상배율(x)	2.8	2.4	3.6	4.3	5.0
매출채권회전율(x)	4.6	4.4	4.5	4.8	4.9
재고자산회전율(x)	6.4	6.4	6.4	6.5	6.7

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.19	산업분석	Buy	184,000	양지혜	-30.0	-22.6	
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				커버리지 제외			
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	-22.2	-15.8	
2020.08.14	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-30.0	-16.0	
2021.01.18	기업브리프	Buy	130,000	하누리	-	-	