

2021. 4. 12



▲ 화장품/섬유의복

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (4.9) 121,500 원

상승여력 31.7%

KOSPI	3,131.88pt
시가총액	12,210억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.39%
외국인비중	23.61%
52주 최고/최저가	126,000원/81,500원
평균거래대금	169.5억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 8 인	26.51
국민연금공단	13.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	4.7	46.4
상대주가	2.6	-20.0	-14.2

주가그래프



코스맥스 192820

1Q21 Preview: 중국 보고 가자

- ✓ 1Q21E: 매출액 3,495억원(+6%), 영업이익 150억원(-7%), 순이익 160억원(+234%)
- ✓ ① 국내: 전년동기 세정/소독제 역기저 부담 불가피(-2%)
- ✓ ② 중국: 광저우(+25%) 고객사 출점 효과, 상해(+20%) 논턴키 전환 마무리
- ✓ ③ 기타: 미국(오하이오 +40%) 소독제 효과 vs. 동남아(인니 -15%) 코로나 영향
- ✓ 해외 사업에의 성장성 뚜렷, 매수 접근 추천

1Q21E 해외 수주 회복 vs. 국내 역기저 부담

코스맥스는 2021년 1분기 매출액 3,495억원(+6.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 150억원(-6.7%), 순이익 160억원(+234.1%)을 기록할 것으로 예상된다. 매출은 해외 수주 회복을, 이익은 국내 세정/소독제 감소를 반영했다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,180억원(-2.1%), 111억원(-32.2%)을 추정한다. 역기저 부담이 크다(세정/소독제 매출: 1Q20 150억원 → 1Q21E 20억원). 1H20 코로나 발생 초기로써, 관련 제품들의 가격 협상력이 높았고(P↑), 대형사에 물량이 집중됨에 따라(Q↑) 채산성 또한 개선됐었다(C↓). 1H21E 감익의 이유이다(개별 OPM: 1Q21E -2.5%p, 2Q21E -3.3%p).

[해외] 상해(+20%)와 광저우(+25%) 모두 고성장할 전망이다. 중국 화장품 소매판 매(2월 누적 +41%) 회복이 두드러지는 가운데, 상해는 논턴키 계약 전환 완료가 광저우는 주력 거래선 출점 효과가 낙수효과를 안기겠다. 미국(뉴월드 +15%, 오하이오 +40%)은 소독제 추가가, 태국(+10%)은 기존 고객사향 수주 회복이 예상된다. 인도네시아(-15%)의 경우 코로나로 인한 영업 차질을 감안, 보수적으로 접근했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 160,000원(상향)

코스맥스에 대한 적정주가를 160,000원으로 +23% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +8%, 2022E +4%). 해외 사업 성장성이 뚜렷한 바, 매수 접근을 추천한다.

- ① 중국: 양질의 성장을 도모한다. 상해의 수익성 개선(2021E OPM +4.1%p)과, 광저우 물량 확대(2021E Yatsen 매출액 가이드선 +70%)에 기인한다.
- ② 북미: 수익성 개선이 기대된다. 오하이오 주력 거래선 계약 변경(OBM → ODM), 뉴월드 구조조정 효과 및 일회성 비용 제거에 따른다(4Q20 연결 무형자산손상 412억원).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,330.7	54.0	31.8	3,167	-13.0	34,178	25.2	2.3	13.6	10.5	280.6
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,127	-258.6	34,119	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021E	1,525.8	91.6	70.1	6,979	-282.3	41,097	17.4	3.0	11.8	18.6	284.5
2022E	1,630.5	112.6	83.2	8,280	31.4	49,377	14.7	2.5	9.8	18.3	232.7
2023E	1,709.4	121.6	95.4	9,497	10.8	58,874	12.8	2.1	8.7	17.5	197.5

표1 코스맥스 1Q21 실적 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	349.5	328.5	6.4	354.5	-1.4	356.5	-2.0
영업이익	15.0	16.0	-6.7	10.5	42.9	18.4	-18.7
지배순이익	16.0	4.8	220.3	-9.5	흑전	12.0	33.1
영업이익률(%)	4.3	4.9	-0.6	3.0	1.3	5.2	-0.9

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,525.8	1,630.5	1,526.3	1,631.1	0.0	0.0	1,530.0	1,674.3
영업이익	91.6	112.6	84.9	97.9	7.8	15.0	93.8	112.5
순이익	70.1	83.2	65.1	79.8	7.7	4.3	62.1	73.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치 비교
순이익	58.1 12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	25.7 글로벌 화장품 Peer 평균값에 30% 할인 적용
적정주가 (원)	160,000 반올림 적용
현재주가 (원)	120,500
상승여력 (%)	31.7

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	1,221	1,526	1,631	92	113	70	83	17.4	14.7	3.0	2.5	18.6	18.3	11.8	9.8
한국콜마	1,281	1,437	1,540	143	159	77	92	16.7	14.0	1.9	1.7	11.7	12.5	12.2	10.8
LG생활건강	24,458	8,500	9,150	1,336	1,466	902	1,001	27.7	24.9	5.0	4.4	17.7	17.2	15.8	14.3
아모레퍼시픽	14,761	4,942	5,451	415	520	305	403	51.0	38.4	3.8	3.5	6.7	8.3	17.0	16.2
신세계인터내셔널	1,489	1,401	1,496	71	101	64	88	23.8	17.3	2.2	2.0	9.5	11.9	13.7	11.1
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	1,768	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

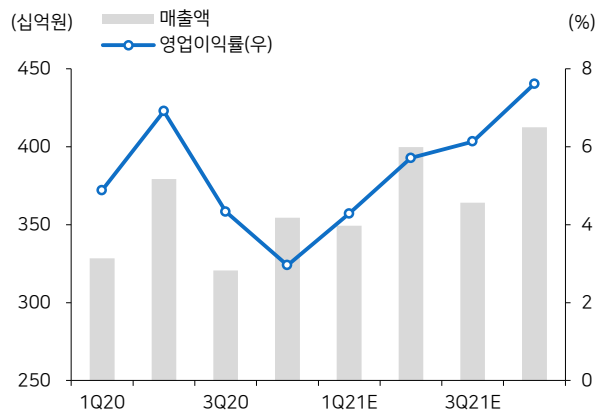
주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	349.5	399.8	364.1	412.4	1,382.9	1,525.8	1,630.5
국내	222.6	229.7	187.5	199.7	218.0	225.8	207.5	225.7	839.5	877.0	921.5
개별	202.0	209.0	172.1	182.3	198.0	204.1	189.8	204.8	765.4	796.7	836.6
자회사	20.6	20.7	15.4	17.4	20.0	21.7	17.7	20.9	74.1	80.3	84.9
중국	88.4	131.3	108.4	139.6	107.4	150.7	126.0	172.4	467.7	556.5	604.1
상해	63.4	98.1	80.6	97.2	76.1	110.8	92.7	121.5	339.3	401.1	433.2
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	31.2	39.9	33.4	50.9	128.4	155.4	170.9
미국	37.7	40.5	56.0	50.5	47.6	46.0	63.6	53.8	184.7	211.0	227.8
오하이오	17.1	19.0	18.3	23.8	23.9	22.8	22.9	25.7	78.2	95.4	103.0
뉴월드	20.6	21.5	37.6	26.7	23.7	23.2	40.7	28.0	106.5	115.6	124.9
기타	15.5	15.5	9.7	10.4	14.5	17.0	13.4	13.9	51.1	58.8	66.8
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	8.6	12.0	8.7	7.2	31.0	36.5	42.2
태국	5.3	4.6	4.1	6.1	5.9	5.0	4.8	6.7	20.1	22.4	24.6
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	15.0	22.8	22.3	31.4	66.6	91.5	112.6
영업이익률	4.9	6.9	4.3	3.0	4.3	5.7	6.1	7.6	4.8	6.0	6.9
개별	16.4	20.8	11.4	17.3	11.1	13.5	13.2	20.0	65.9	57.9	63.3
자회사(연결-개별)	-0.3	5.4	2.5	-6.8	3.9	9.3	9.2	11.4	0.8	33.7	49.3
순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	16.0	18.3	12.4	23.4	21.4	70.1	83.2
순이익률	1.5	5.3	1.8	-2.7	4.6	4.6	3.4	5.7	1.5	4.6	5.1
국내	5.3	3.3	2.8	-31.3	4.8	3.3	3.3	3.3	-4.5	3.7	3.8
상해	-5.1	9.3	1.0	5.5	5.4	9.1	4.1	6.2	3.5	6.4	7.1
광저우	11.1	7.2	8.9	11.5	12.1	8.7	9.7	12.0	9.8	10.7	10.8
오하이오	-18.8	-26.6	-26.9	-33.3	-15.0	-15.0	-10.0	-10.0	-27.0	-12.4	-8.0
뉴월드	-20.8	-47.5	-12.9	-67.7	-15.0	-15.0	-10.0	-10.0	-35.2	-12.0	-8.0
인도네시아	-16.9	37.0	-19.7	4.9	5.8	8.4	9.6	13.2	4.6	9.0	11.4
태국	-20.3	-15.6	-32.6	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	-15.2	1.0	2.5
(% YoY)											
매출액	0.2	14.1	1.0	0.4	6.4	5.4	13.5	16.4	3.9	10.3	6.9
국내	13.9	16.5	-1.1	-2.7	-2.1	-1.7	10.7	13.0	6.6	4.5	5.1
상해	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	20.0	13.0	15.0	25.0	-8.8	18.2	8.0
광저우	13.8	13.3	9.0	27.8	25.0	20.0	20.0	20.0	16.8	21.0	10.0
오하이오	-29.2	-1.5	-18.8	43.7	40.0	20.0	25.0	8.0	-5.2	21.9	8.0
뉴월드	3.1	25.6	58.3	68.8	15.0	8.0	8.0	5.0	38.8	8.6	8.0
인도네시아	26.2	31.8	-50.4	-63.0	-15.0	10.0	55.0	65.0	-21.3	17.7	15.7
태국	31.3	23.8	-8.9	9.3	10.0	10.0	15.0	10.0	12.6	11.0	10.0
영업이익	18.4	99.2	33.7	-37.9	-6.7	-12.9	60.7	199.5	23.4	37.4	23.0
영업이익률	0.8	3.0	1.1	-1.8	-0.6	-1.2	1.8	4.7	0.8	1.2	0.9
개별	111.7	95.1	33.1	30.8	-32.2	-34.8	15.3	15.9	63.9	-12.1	9.3
자회사(연결-개별)	적전	116.8	36.2	적전	흑전	70.6	270.1	흑전	-94.3	4,178.1	46.4
순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	234.1	-9.6	112.4	흑전	-32.8	228.1	18.6

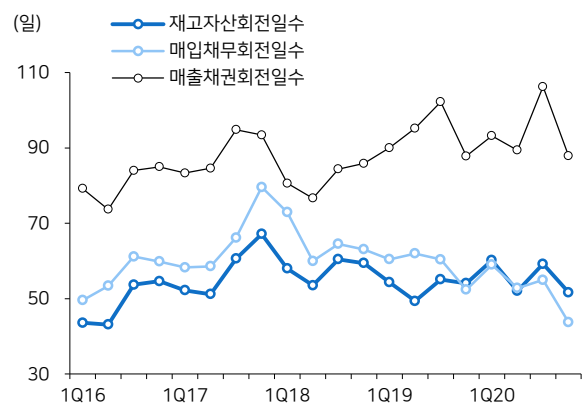
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코스맥스 매출액 및 OPM



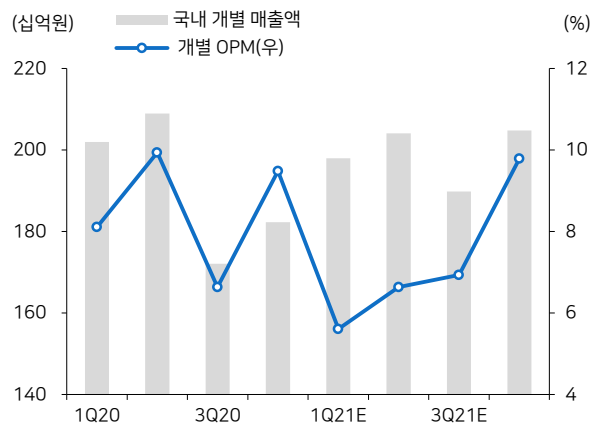
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스맥스 재고자산회전일수 추이



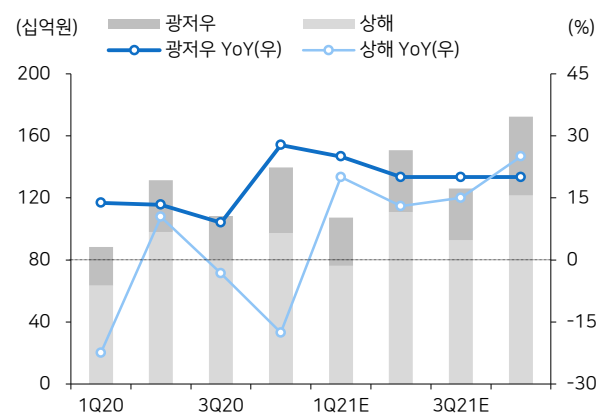
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스맥스 국내 법인 실적 추이



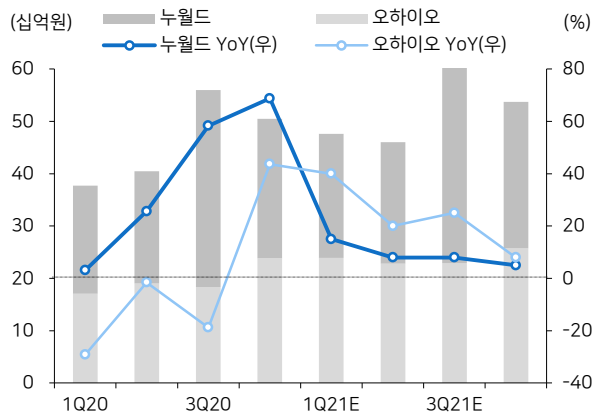
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스맥스 중국 법인 매출 추이



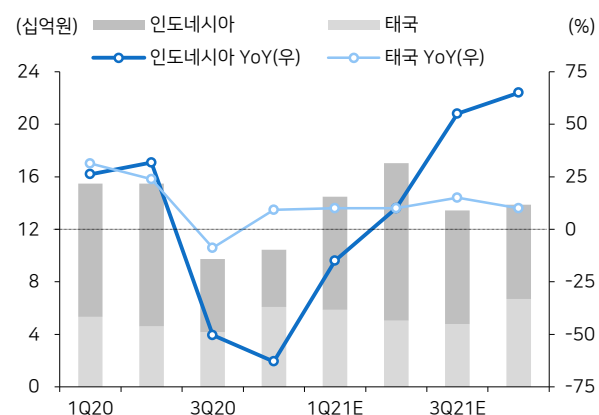
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,330.7	1,382.9	1,525.8	1,630.5	1,709.4
매출액증가율 (%)	5.6	3.9	10.3	6.9	4.8
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,294.0	1,371.4	1,436.1
매출총이익	183.5	210.8	231.8	259.1	273.4
판매관리비	129.5	144.2	140.2	146.5	151.8
영업이익	54.0	66.6	91.6	112.6	121.6
영업이익률	4.1	4.8	6.0	6.9	7.1
금융손익	-18.5	-23.2	-19.6	-18.7	-17.8
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-43.2	-0.2	0.3	0.6
세전계속사업이익	35.9	0.1	71.6	94.1	104.2
법인세비용	17.6	29.2	18.6	24.5	27.1
당기순이익	18.3	-29.1	53.0	69.6	77.1
지배주주지분 순이익	31.8	21.4	70.1	83.2	95.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	74.6	41.5	93.6	106.9	117.8
당기순이익(손실)	18.3	-29.1	53.0	69.6	77.1
유형자산상각비	36.3	43.6	43.4	44.2	45.3
무형자산상각비	1.7	2.2	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	0.9	-21.5	-3.0	-7.2	-4.9
투자활동 현금흐름	-95.9	-64.6	-51.7	-57.1	-51.6
유형자산의증가(CAPEX)	-104.8	-59.0	-48.0	-55.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-10.1	-3.7	-1.8	-1.4
재무활동 현금흐름	62.9	50.7	-26.4	-25.2	0.6
차입금의 증감	34.2	62.2	-26.4	-25.2	0.6
자본의 증가	53.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.4	26.0	15.5	24.5	66.8
기초현금	35.2	76.6	102.5	118.0	142.6
기말현금	76.6	102.5	118.0	142.6	209.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	618.3	622.6	674.7	725.6	810.4
현금및현금성자산	76.6	102.5	118.0	142.6	209.3
매출채권	299.7	297.7	318.5	331.2	341.2
재고자산	208.9	193.3	208.8	221.3	228.0
비유동자산	586.1	566.4	574.4	586.7	592.5
유형자산	431.8	437.1	441.7	452.5	457.1
무형자산	102.9	56.8	56.6	56.3	56.1
투자자산	20.1	30.1	33.7	35.5	36.9
자산총계	1,204.4	1,189.0	1,249.1	1,312.3	1,402.9
유동부채	716.4	718.1	733.8	737.3	748.5
매입채무	179.7	142.9	150.0	156.0	159.2
단기차입금	356.3	379.5	374.5	369.5	369.5
유동성장기부채	45.9	63.6	55.6	47.6	47.6
비유동부채	171.5	199.1	190.4	180.5	182.9
사채	17.4	35.0	35.0	30.0	30.0
장기차입금	115.0	116.4	101.4	93.4	93.4
부채총계	887.9	917.1	924.3	917.8	931.4
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	182.0	182.1	182.1	182.1	182.1
기타포괄이익누계액	-4.9	-17.7	-17.7	-17.7	-17.7
이익잉여금	161.5	173.8	243.9	327.1	422.5
비지배주주지분	-27.0	-71.0	-88.2	-101.8	-120.1
자본총계	316.5	271.9	324.9	394.5	471.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	132,410	137,607	151,829	162,250	170,101
EPS(지배주주)	3,167	2,127	6,979	8,280	9,497
CFPS	12,101	13,617	13,022	15,242	16,286
EBITDAPS	9,154	11,191	13,458	15,627	16,634
BPS	34,178	34,119	41,097	49,377	58,874
DPS	900	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.2	46.8	17.4	14.7	12.8
PCR	6.6	7.3	9.3	8.0	7.5
PSR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
PBR	2.3	2.9	3.0	2.5	2.1
EBITDA	92.0	112.5	135.2	157.1	167.2
EV/EBITDA	13.6	12.8	11.8	9.8	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	6.2	18.6	18.3	17.5
EBITDA 이익률	6.9	8.1	8.9	9.6	9.8
부채비율	280.6	337.3	284.5	232.7	197.5
금융비용부담률	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.4	3.3	5.6	7.2	8.1
매출채권회전율(x)	4.4	4.6	5.0	5.0	5.1
재고자산회전율(x)	6.4	6.9	7.6	7.6	7.6

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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				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	-13.6	-4.2	
2021.04.12	기업브리프	Buy	160,000	하누리	-	-	