

## 코스맥스 (192820)

## 화장품

## 박은정



02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>140,000원 (U)</b>
현재주가 (5/11)	<b>125,500원</b>
상승여력	<b>12%</b>

시가총액	12,612억원
총발행주식수	10,049,509주
60일 평균 거래대금	186억원
60일 평균 거래량	157,446주
52주 고	138,000원
52주 저	83,100원
외인지분율	21.94%
주요주주	코스맥스비티아이 외 8 인 26.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.3	19.0	47.3
상대	0.8	14.9	(11.2)
절대(달러환산)	3.4	17.6	60.6

## 즐거운 중국, 불편한 미국

## 1Q21 Review: 컨센서스를 16% 상회

코스맥스의 1분기 실적은 연결 매출 3,450억원(YoY+5%), 영업이익 233억원(YoY+45%) 기록하며 컨센서스 영업이익 대비 16% 상회했다. 법인별로 아직은 코로나19의 영향이 잔존한 가운데 핵심법인인 중국의 성장세가 우수했고, 한국의 수익성이 견고함에 따라 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 미국은 상반기까지는 부진할 것으로 보인다. 전년동기 국내법인 영업외의 일회성 요소(90억원, 법인세/금융보증비용) 제거로 당기순이익은 98억원(YoY+721%) 기록했다. 지분율 높은 한국, 중국의 호조세 이어지며 지배주주순이익은 161억원(YoY+234%) 달성했다.

▶**국내법인** 매출 1,885억원(YoY-7%), 영업이익 159억원(YoY-3%), 영업이익률 8.4%(+0.3%p) 기록했다. 손세정제 제외 매출은 2% 감소에 그치면서 정상화 수준이다. 수익성이 예상을 상회했는데 믹스 개선 효과이다. 기초 매출은 전년동기비 9% 성장했다. ▶**이스트(중국)** 매출은 1,295억원(YoY+48%), 순이익 96억원(흑전) 달성했다. 중국은 전년동기 코로나19 영향이 극심했던 때로, 절대 매출액 규모가 중요한데 상해가 매출 천억원(996억원, YoY+57%)에 육박했고, 광저우가 339억원(YoY+36%) 기록하며 회복했다. 이익률은 외형 확대에 따라 두자리수 안착했다. 온라인 고객사향 비중은 상해와 광저우 각각 60%, 70%를 넘어섰다. ▶**웨스트(미국)** 매출은 314억원(YoY-4%), 순손실 134억원(적자확대) 기록했다. USA와 누월드 매출은 각각 140억원(YoY-18%), 183억원(YoY-11%)이다. 코로나19 영향 및 손익분기점 이하의 매출로 손익이 여전히 부진했다. USA는 영업손실 69억원(적자확대) 기록했으며, 누월드는 영업손실 53억원(적자확대)이다.

## 즐거운 중국, 불편한 미국

지역별로 상이하나 산업 회복 흐름과 함께 코스맥스의 영업상황도 개선 추세를 보이고 있다. 가장 빠르게 코로나19에서 정상화된 중국이 가장 견고했고, 이익기여도가 높은 한국 또한 예상보다 견고했다. 중국과 한국법인은 지역 내 리오프닝이 확대됨에 따라 향후 전망이 밝다. 특히 당사는 중국의 브랜드사의 오프라인 회복이 가파르게 상승하고 있어 코스맥스이스트의 수주 급증이 기대되는 바이다. 미국만 정상화 된다면 코스맥스의 기업가치는 빠르게 상승할 것이다. 올해까지는 손익분기점 이하 매출이 예상되며, 하반기에 점진적으로 개선 기대된다. 코스맥스의 2분기 실적은 연결 매출 3,973억원(YoY+5%), 영업이익 232억원(YoY-11%) 전망하며, 법인별 성장률은 국내 +3%, 상해 +14%, 광저우 +20%, 웨스트 -4% 반영했다. 투자의견 Hold 유지, 추정치 상향에 따라 목표주가는 14만원으로 상향한다.

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,450	5.0	-2.7	3,558	-3.0
영업이익	233	45.2	122.2	201	15.7
세전계속사업이익	221	51.8	흑전	169	30.5
지배순이익	161	234.5	흑전	142	13.3
영업이익률 (%)	6.8	+1.9 %pt	+3.8 %pt	5.7	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.7	+3.2 %pt	흑전	4.0	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	13,307	13,829	15,155	16,647
영업이익	540	666	958	1,231
지배순이익	318	214	663	920
PER	33.3	43.6	20.2	15.5
PBR	3.1	2.7	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.3	12.1	11.2	8.9
ROE	10.5	6.2	14.9	15.6

자료: 유안타증권

[표 2] 코스맥스 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	345.0	397.3	364.0	409.1	1,330.7	1,382.9	1,515.5	1,664.7
코스맥스코리아	202.0	209.0	172.1	182.3	188.5	215.2	194.5	204.2	739.0	765.4	802.4	884.6
코스맥스차이나	63.2	96.1	80.6	97.2	99.6	110.0	93.0	110.0	371.8	337.1	412.6	445.6
코스맥스광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	33.9	40.0	40.0	50.0	110.0	128.4	163.9	180.3
코스맥스웨스트	37.7	40.5	56.0	50.5	32.3	39.0	45.0	53.0	159.3	184.7	169.3	186.2
% YoY 연결 매출액	0%	14%	1%	0%	5%	5%	14%	15%	6%	4%	10%	10%
코스맥스코리아	6%	8%	0%	-1%	-7%	3%	13%	12%	9%	4%	5%	10%
코스맥스차이나	-23%	8%	-3%	-18%	58%	14%	15%	13%	-10%	-9%	22%	8%
코스맥스광저우	14%	13%	9%	28%	36%	20%	44%	18%	65%	17%	28%	10%
코스맥스웨스트	-15%	11%	21%	56%	-14%	-4%	-20%	5%	-4%	16%	-8%	10%
연결 영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	23.3	23.2	20.5	28.8	54.0	66.6	95.8	123.1
코스맥스코리아	16.4	20.8	11.4	17.3	15.9	14.2	15.6	20.5	40.2	65.9	66.2	77.9
해외 및 조정	-0.3	5.5	2.5	-6.8	7.4	9.0	4.9	8.3	13.8	0.8	29.5	45.1
% YoY 영업이익	18%	99%	34%	-38%	45%	-11%	47%	174%	3%	23%	44%	29%
코스맥스코리아	112%	95%	33%	31%	-3%	-31%	36%	19%	82%	64%	1%	18%
해외 및 조정	적전	117%	36%	적전	흑전	65%	98%	흑전	-54%	-94%	3681%	53%
연결 순이익	1.2	13.8	0.6	-44.7	9.8	14.9	13.6	20.4	18.3	-29.1	58.7	89.0
코스맥스코리아	10.8	6.9	4.7	-57.0	20.7	10.4	7.5	11.4	92.6	-34.6	50.0	46.4
코스맥스차이나	-3.3	8.3	0.8	5.3	7.3	9.7	6.0	9.7	-1.3	11.1	32.6	37.8
코스맥스광저우	2.8	2.4	2.5	4.9	2.3	4.5	4.2	7.2	11.6	12.6	18.1	21.6
코스맥스웨스트	-7.5	-15.3	-9.8	-26.0	-12.2	-12.3	-4.0	-3.0	-24.4	-58.5	-31.5	5.1
% YoY 순이익	-82%	135%	-57%	적전	717%	8%	2094%	흑전	-13%	적전	흑전	52%
코스맥스코리아	33%	5%	-93%	적전	92%	50%	57%	흑전	334%	적전	흑전	-7%
코스맥스차이나	적전	흑전	흑전	96%	흑전	17%	674%	81%	적전	흑전	194%	16%
코스맥스광저우	3%	-40%	-9%	121%	-17%	85%	67%	47%	36%	8%	44%	19%
코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	16.1	19.6	14.6	20.2	31.8	21.4	70.4	92.0
% Margin 매출총이익률	14%	17%	15%	15%	17%	15%	16%	16%	14%	15%	16%	16%
영업이익률	5%	7%	4%	3%	7%	6%	6%	7%	4%	5%	6%	7%
코스맥스코리아	8%	10%	7%	9%	8%	7%	8%	10%	5%	9%	8%	9%
해외 및 조정	0%	4%	2%	-4%	5%	6%	3%	4%	2%	0%	5%	6%
순이익률	1%	5%	2%	-3%	5%	5%	4%	5%	2%	2%	5%	6%
코스맥스코리아	5%	3%	3%	-31%	11%	5%	4%	6%	13%	-5%	6%	5%
코스맥스차이나	-5%	9%	1%	5%	7%	9%	6%	9%	0%	3%	8%	8%
코스맥스광저우	11%	7%	9%	12%	7%	11%	10%	14%	11%	10%	11%	12%
코스맥스웨스트	-20%	-38%	-17%	-51%	-38%	-32%	-9%	-6%	-15%	-32%	-19%	3%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	13,307	13,829	15,155	16,647	17,737
매출원가	11,472	11,720	12,740	13,906	14,728
매출총이익	1,835	2,108	2,415	2,741	3,009
판매비	1,295	1,442	1,456	1,510	1,661
영업이익	540	666	958	1,231	1,348
EBITDA	920	1,125	1,381	1,639	1,719
영업외손익	-181	-665	-93	-59	-30
외환관련손익	28	-28	27	27	27
이자손익	-219	-187	-151	-117	-88
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	11	-449	31	31	31
법인세비용차감전순손익	359	1	865	1,171	1,318
법인세비용	176	292	278	281	316
계속사업순손익	183	-291	588	890	1,001
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	-291	588	890	1,001
지배지분순이익	318	214	663	920	1,023
포괄순이익	166	-356	522	824	935
지배지분포괄이익	310	84	589	852	967

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	746	415	1,312	2,159	1,956
당기순이익	183	-291	588	890	1,001
감가상각비	363	436	406	394	359
외환손익	-15	13	-27	-27	-27
중속,관계기업관련손익	1	1	1	1	1
자산부채의 증감	9	-215	-378	181	-96
기타현금흐름	204	469	722	720	718
투자활동 현금흐름	-959	-646	-570	-330	-85
투자자산	-6	-60	-39	-39	-39
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,048	-590	-530	-290	-45
유형자산 감소	18	48	0	0	0
기타현금흐름	76	-45	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	629	507	1,672	191	191
단기차입금	337	274	228	190	190
사채 및 장기차입금	-479	324	0	0	0
자본	0	0	1,443	0	0
현금배당	-60	-90	0	0	0
기타현금흐름	831	0	1	1	1
연결범위변동 등 기타	-3	-16	-1,275	-1,075	-1,105
현금의 증감	414	259	1,138	945	958
기초 현금	352	766	1,025	2,163	3,108
기말 현금	766	1,025	2,163	3,108	4,066
NOPLAT	540	666	959	1,231	1,348
FCF	-302	-175	782	1,869	1,911

자료: 유안타증권

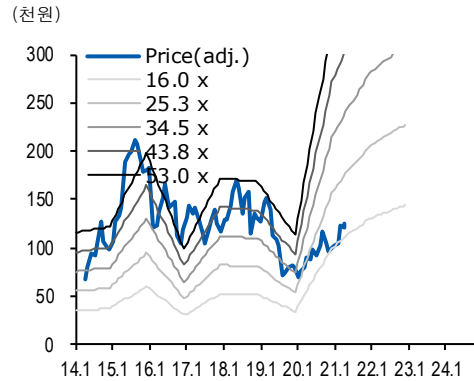
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	6,183	6,226	8,362	9,888	11,271	
현금및현금성자산	766	1,025	2,163	3,108	4,066	
매출채권 및 기타채권	3,177	3,058	3,871	4,244	4,516	
재고자산	2,089	1,933	2,119	2,327	2,480	
비유동자산	5,861	5,664	5,809	5,728	5,439	
유형자산	4,318	4,371	4,495	4,391	4,076	
관계기업등 자본관련자산	14	50	88	125	162	
기타투자자산	187	250	250	250	250	
자산총계	12,044	11,890	14,171	15,616	16,710	
유동부채	7,164	7,181	7,844	8,611	8,946	
매입채무 및 기타채무	2,617	2,314	2,749	3,326	3,470	
단기차입금	3,563	3,795	4,023	4,213	4,403	
유동성장기부채	459	636	636	636	636	
비유동부채	1,715	1,991	1,991	1,991	1,991	
장기차입금	1,150	1,164	1,164	1,164	1,164	
사채	174	350	350	350	350	
부채총계	8,879	9,171	9,834	10,602	10,937	
지배지분	3,435	3,429	5,469	6,323	7,280	
자본금	50	50	57	57	57	
자본잉여금	1,820	1,821	3,258	3,258	3,258	
이익잉여금	1,615	1,738	2,401	3,321	4,344	
비지배지분	-270	-710	-1,132	-1,309	-1,507	
자본총계	3,165	2,719	4,337	5,014	5,773	
순차입금	4,641	4,960	4,050	3,295	2,528	
총차입금	5,435	6,032	6,260	6,450	6,640	

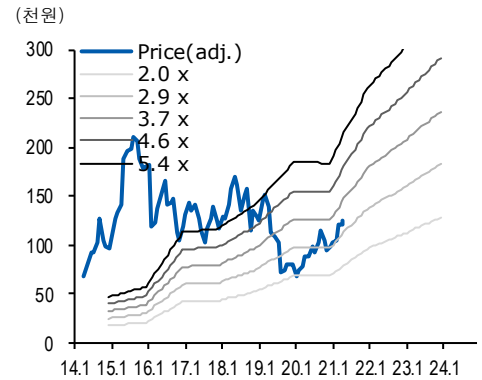
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,167	2,127	6,210	8,108	9,014
BPS	34,190	34,132	48,202	55,732	64,169
EBITDAPS	9,153	11,191	12,936	14,443	15,149
SPS	132,410	137,607	141,948	146,672	156,281
DPS	900	0	0	0	0
PER	33.3	43.6	20.2	15.5	13.9
PBR	3.1	2.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.3	12.1	11.2	8.9	7.9
PSR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	5.6	3.9	9.6	9.8	6.6	
영업이익 증가율 (%)	3.2	23.4	43.8	28.4	9.5	
지배순이익 증가율 (%)	-2.4	-32.8	210.1	38.8	11.2	
매출총이익률 (%)	13.8	15.2	15.9	16.5	17.0	
영업이익률 (%)	4.1	4.8	6.3	7.4	7.6	
지배순이익률 (%)	2.4	1.5	4.4	5.5	5.8	
EBITDA 마진 (%)	6.9	8.1	9.1	9.8	9.7	
ROIC	3.8	-2,261.5	8.4	11.6	12.8	
ROA	2.8	1.8	5.1	6.2	6.3	
ROE	10.5	6.2	14.9	15.6	15.0	
부채비율 (%)	280.6	337.3	226.8	211.4	189.4	
순차입금/자기자본 (%)	135.1	144.7	74.1	52.1	34.7	
영업이익/금융비용 (배)	2.4	3.3	6.0	9.7	13.4	

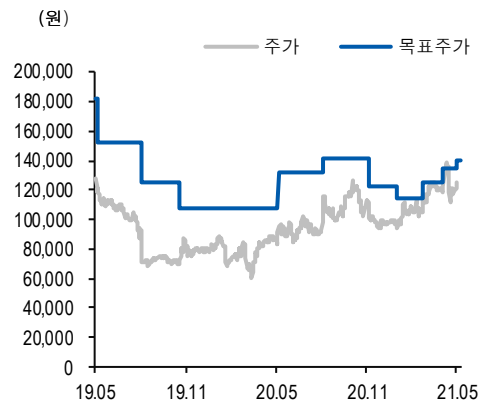
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-12	HOLD	140,000	1년		
2021-04-27	HOLD	135,000	1년	-7.22	-
2021-04-14	BUY	135,000	1년	-1.34	2.22
2021-03-03	BUY	125,000	1년	-4.41	-0.40
2021-01-12	BUY	114,000	1년	-7.91	-0.88
2020-11-16	BUY	122,000	1년	-19.86	-16.80
2020-08-14	BUY	141,000	1년	-22.15	-10.64
2020-05-15	BUY	132,000	1년	-29.27	-22.35
2019-10-29	BUY	108,000	1년	-26.86	-15.74
2019-08-12	BUY	125,000	1년	-42.26	-39.76

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.