



코스맥스 (192820)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	200,000원 (U)
현재주가 (8/11)	133,500원
상승여력	50%

시가총액	15,152억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	115억원
60일 평균 거래량	88,554주
52주 고	140,000원
52주 저	91,064원
외인지분율	23.86%
주요주주	코스맥스비티아이 외 9 인 26.13%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.1	8.5	46.6
상대	1.1	8.1	10.1
절대(달러환산)	0.5	5.1	50.3

역사상 최대 실적

2Q21 Review: 역사상 최대 실적

코스맥스의 2분기 실적은 연결 매출 4.3천억원(YoY+13%), 영업이익 439억원(YoY+68%) 달성, 역사상 분기 최대 매출, 최대 이익을 기록했다. 미국이 매출과 이익 모두 예상을 하회한 가운데, 국내와 중국이 역사상 최대 매출을 달성함에 따라 최근 빠르게 상향된 이익 추정치를 37% 상회했다. 미국법인(누월드)의 일회성 요소(재고폐기손, 53억원)까지 존재했다.

▶ **국내** 매출 2.3천억원(YoY+10%), 영업이익 204억원(YoY-2%), 영업이익률 9%(-1%p yoy)을 달성했다. 주요 고객사의 대중, 대일 수출 증가가 더해지며, 코스맥스 역사상 최대 매출을 기록했다. 손소독제 제외 시 매출성장률은 19%이며, 시장성장률(15%)를 넘어섰다. 수익성 또한 예상을 상회했는데, 우선적으로 볼륨 확대에 근거하며, 기초(손소독제 제외) 매출이 21% 성장함에 따라 믹스 개선 효과도 더해졌다. 색조는 17% 성장했다. ▶ **이스트(중국)** 매출 1.7천억원(YoY+33%), 순이익 190억원 (YoY+79%)으로 역사적 최대 성과를 달성했다. 선도적 제품 개발 능력, 빠른 납기 대응 등 코스맥스의 경쟁력이 이끈 성과다. 중국 화장품 시장의 이커머스 침투율이 과반(50%)을 넘어섬에 따라 코스맥스의 경쟁력이 강해지고 있는 것으로 판단한다. 매출의 67% 이상이 온라인 고객사향으로 추산된다. 법인별 매출은 상해 1.4천억원(YoY+43%), 광저우 362억원 (YoY+9%) 기록했다. 볼륨 확대 효과에 힘입어 영업이익률은 13% 수준 추정된다. ▶ **웨스트(미국)** 매출 340억원(YoY-12%), 순손실 153억원(YoY+2억원)에 그쳤다. USA와 누월드 매출은 각각 150억원(YoY-21%), 194억원 (YoY-9%)기록했다. 손소독제 기저효과 및 미국정부의 실업급여 지급으로 인한 인력 수급 차질로 매출이 대체로 부진했다. 법인별 순손실은 USA 85억원(적자확대), 누월드 67억원(적자축소)이다.

유일무이(唯一無二)한 경쟁력 입증

코스맥스는 2020년 이후 급변하는 외부충격에 빠르게 대응, 산업을 선도하며 변화해왔다. 그리고 국내와 중국에서의 유일무이(唯一無二)한 경쟁력을 재입증하며 역사상 최대 실적을 기록했다. 특히, 중국 산업이 빠르게 이커머스로 전환되는 지금 코스맥스는 다시 고성장을 보여주기 시작했다. 그리고 코스맥스는 아직 2021년 기준 P/E 밴드 하단인 14x 수준에 있다. 코스맥스의 국내와 중국 추정치를 상향함에 따라 하반기 이익 추정치를 31% 상향했다. 미국은 다소 아쉬웠는데, 리스크 요소를 줄여가며 관리되고 있다. 2022년에는 눈에 띄는 손실 축소를 확인할 것으로 예상된다. 업종 내 최선호주로 제시하며, 투자의견 BUY 유지, 목표주가를 20만원으로 상향한다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,304	13.5	24.8	4,079	5.5
영업이익	440	67.7	88.7	320	37.3
세전계속사업이익	398	83.2	80.5	292	36.3
지배순이익	320	58.0	99.3	239	34.0
영업이익률 (%)	10.2	+3.3 %pt	+3.4 %pt	7.9	+2.3 %pt
지배순이익률 (%)	7.4	+2.1 %pt	+2.7 %pt	5.9	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, 원, %, 배)
결산 (12월)	
매출액	13,307
영업이익	540
지배순이익	318
PER	33.4
PBR	3.1
EV/EBITDA	16.3
ROE	10.5
2019A	13,829
2020A	15,869
2021F	17,362
2022F	

자료: 유안타증권

코스맥스 연결 실적 추이 및 전망											(단위: 십억원, %)		
		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액		328.5	379.2	320.7	354.5	345.0	430.4	369.7	441.9	1,330.7	1,382.9	1,586.9	1,736.2
코스맥스코리아		202.0	209.0	172.1	182.3	188.5	230.0	194.5	210.0	739.0	765.4	823.0	906.0
코스맥스차이나		63.2	96.1	80.6	97.2	99.6	140.4	120.0	150.0	371.8	337.1	510.0	550.8
코스맥스광저우		25.0	33.2	27.8	42.4	33.9	36.2	32.0	50.0	110.0	128.4	152.1	167.3
코스맥스웨스트		37.7	40.5	56.0	50.5	32.3	34.4	35.0	46.0	159.3	184.7	147.7	162.5
% YoY	연결 매출액	0%	14%	1%	0%	5%	13%	15%	25%	6%	4%	15%	9%
	코스맥스코리아	6%	8%	0%	-1%	-7%	10%	13%	15%	9%	4%	8%	10%
	코스맥스차이나	-23%	8%	-3%	-18%	58%	46%	49%	54%	-10%	-9%	51%	8%
	코스맥스광저우	14%	13%	9%	28%	36%	9%	15%	18%	65%	17%	18%	10%
	코스맥스웨스트	-15%	11%	21%	56%	-14%	-15%	-37%	-9%	-4%	16%	-20%	10%
연결 영업이익		16.0	26.2	13.9	10.5	23.3	43.9	27.8	43.3	54.0	66.6	138.2	169.9
코스맥스코리아		16.4	20.8	11.4	17.3	15.9	20.4	14.6	19.0	40.2	65.9	70.0	81.8
해외 및 조정		-0.3	5.5	2.5	-6.8	7.4	23.5	13.1	24.2	13.8	0.8	68.3	88.1
% YoY	영업이익	18%	99%	34%	-38%	45%	67%	100%	312%	3%	23%	107%	23%
	코스맥스코리아	112%	95%	33%	31%	-3%	-2%	28%	10%	82%	64%	6%	17%
	해외 및 조정	적전	117%	36%	적전	흑전	332%	431%	흑전	-54%	-94%	8640%	29%
연결 순이익		1.2	13.8	0.6	-44.7	9.8	26.1	19.1	31.8	18.3	-29.1	86.8	124.6
코스맥스코리아		10.8	6.9	4.7	-57.0	20.7	17.2	8.7	12.2	92.6	-34.6	58.8	57.4
코스맥스차이나		-3.3	8.3	0.8	5.3	7.3	15.6	9.6	16.8	-1.3	11.1	49.3	55.7
코스맥스광저우		2.8	2.4	2.5	4.9	2.3	3.4	2.9	5.7	11.6	12.6	14.3	16.9
코스맥스웨스트		-7.5	-15.3	-9.8	-26.0	-12.2	-15.2	-8.0	-8.0	-24.4	-58.5	-43.4	-17.0
% YoY	순이익	-82%	135%	-57%	적전	713%	89%	2988%	흑전	-13%	적전	흑전	44%
	코스맥스코리아	33%	5%	-93%	적전	92%	148%	84%	흑전	334%	적전	흑전	-2%
	코스맥스차이나	적전	흑전	흑전	96%	흑전	89%	1148%	215%	적전	흑전	344%	13%
	코스맥스광저우	3%	-40%	-9%	121%	-17%	41%	16%	17%	36%	8%	14%	18%
	코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지								
지배주주순이익		4.8	20.3	5.8	-9.5	16.1	32.0	21.9	33.6	31.8	21.4	103.6	124.7
% Margin	매출총이익률	14%	17%	15%	15%	17%	19%	17%	19%	14%	15%	18%	19%
	영업이익률	5%	7%	4%	3%	7%	10%	8%	10%	4%	5%	9%	10%
	코스맥스코리아	8%	10%	7%	9%	8%	9%	8%	9%	5%	9%	9%	9%
	해외 및 조정	0%	4%	2%	-4%	5%	13%	8%	11%	2%	0%	10%	12%
	순이익률	1%	5%	2%	-3%	5%	7%	6%	8%	2%	2%	7%	7%
	코스맥스코리아	5%	3%	3%	-31%	11%	7%	4%	6%	13%	-5%	7%	6%
	코스맥스차이나	-5%	9%	1%	5%	7%	11%	8%	11%	0%	3%	10%	10%
	코스맥스광저우	11%	7%	9%	12%	7%	9%	9%	11%	11%	10%	9%	10%
	코스맥스웨스트	-20%	-38%	-17%	-51%	-38%	-44%	-23%	-17%	-15%	-32%	-29%	-10%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	13,307	13,829	15,869	17,362	18,540	
매출원가	11,472	11,720	12,983	14,010	14,775	
매출총이익	1,835	2,108	2,886	3,351	3,765	
판관비	1,295	1,442	1,505	1,652	1,818	
영업이익	540	666	1,382	1,699	1,947	
EBITDA	920	1,125	1,804	2,126	2,374	
영업외손익	-181	-665	-93	-59	-30	
외환관련손익	28	-28	27	27	27	
이자손익	-219	-187	-150	-117	-87	
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	
기타	11	-449	31	31	31	
법인세비용차감전순손익	359	1	1,289	1,640	1,917	
법인세비용	176	292	421	394	460	
계속사업순손익	183	-291	868	1,246	1,457	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	183	-291	868	1,246	1,457	
지배지분순이익	318	214	1,036	1,247	1,428	
포괄순이익	166	-356	802	1,180	1,391	
지배지분포괄이익	310	84	957	1,181	1,392	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	746	415	1,349	2,516	2,423	
당기순이익	183	-291	868	1,246	1,457	
감가상각비	363	436	406	413	415	
외환손익	-15	13	-27	-27	-27	
증속, 관계기업관련손익	1	1	1	1	1	
자산부채의 증감	9	-215	-621	163	-141	
기타현금흐름	204	469	722	720	718	
투자활동 현금흐름	-959	-646	-570	-515	-469	
투자자산	-6	-60	-39	-39	-39	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,048	-590	-530	-475	-429	
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	-1,260	-1,172	-1,239	
현금의 증감	414	259	1,191	1,020	905	
기초 현금	352	766	1,025	2,216	3,236	
기말 현금	766	1,025	2,216	3,236	4,142	
NOPLAT	540	666	1,382	1,699	1,947	
FCF	-302	-175	819	2,041	1,994	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

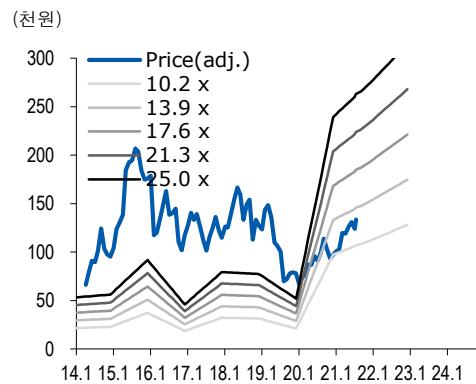
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		6,183	6,226	8,693	10,295	11,660
현금및현금성자산		766	1,025	2,216	3,236	4,142
매출채권 및 기타채권		3,177	3,058	4,049	4,422	4,717
재고자산		2,089	1,933	2,218	2,427	2,592
비유동자산		5,861	5,664	5,809	5,894	5,934
유형자산		4,318	4,371	4,495	4,557	4,572
관계기업등 지분관련자산		14	50	88	125	162
기타투자자산		187	250	250	250	250
자산총계		12,044	11,890	14,503	16,190	17,594
유동부채		7,164	7,181	7,879	8,630	8,954
매입채무 및 기타채무		2,617	2,314	2,784	3,344	3,479
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	9,870	10,620	10,945
지배지분		3,435	3,429	5,842	7,023	8,385
자본금		50	50	57	57	57
자본잉여금		1,820	1,821	3,258	3,258	3,258
이익잉여금		1,615	1,738	2,774	4,021	5,448
비지배지분		-270	-710	-1,209	-1,454	-1,736
자본총계		3,165	2,719	4,633	5,569	6,649
순차입금		4,641	4,960	3,997	3,167	2,452
총차입금		5,435	6,032	6,260	6,450	6,640

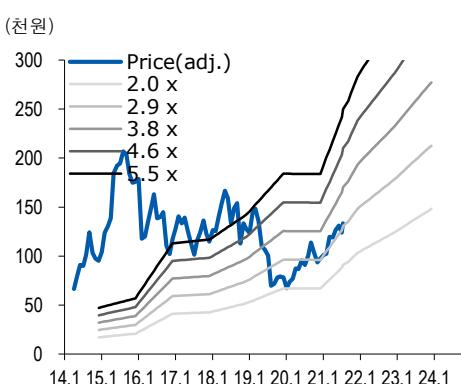
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		3,099	2,082	9,576	10,988	12,579
BPS		33,462	33,405	51,490	61,902	73,904
EBITDAPS		9,153	11,191	16,677	18,732	20,916
SPS		129,592	134,679	146,680	152,974	163,358
DPS		881	0	0	0	0
PER		33.4	43.7	13.9	12.1	10.6
PBR		3.1	2.7	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA		16.3	12.1	9.9	7.9	6.7
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	14.8	9.4	6.8
영업이익 증가율 (%)		3.2	23.4	107.3	23.0	14.6
지배순이익 증가율 (%)		-2.4	-32.8	384.6	20.4	14.5
매출총이익률 (%)		13.8	15.2	18.2	19.3	20.3
영업이익률 (%)		4.1	4.8	8.7	9.8	10.5
지배순이익률 (%)		2.4	1.5	6.5	7.2	7.7
EBITDA 마진 (%)		6.9	8.1	11.4	12.2	12.8
ROIC		3.8	-2,261.5	11.8	15.4	17.2
ROA		2.8	1.8	7.9	8.1	8.5
ROE		10.5	6.2	22.4	19.4	18.5
부채비율 (%)		280.6	337.3	213.1	190.7	164.6
순차입금/자기자본 (%)		135.1	144.7	68.4	45.1	29.2
영업이익/금융비용 (배)		2.4	3.3	8.6	13.4	19.4

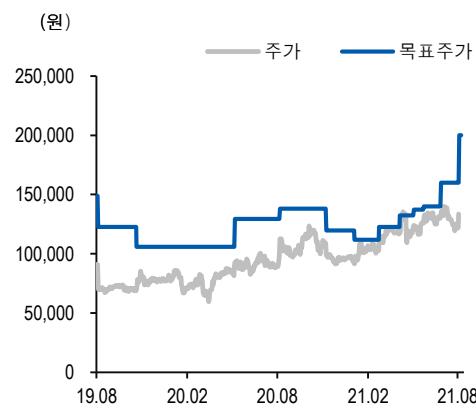
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스(192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-12	BUY	200,000	1년	-	-
2021-07-06	BUY	160,000	1년	-18.76	-12.50
2021-05-12	HOLD	137,233	1년	-7.16	-
2021-04-27	HOLD	132,332	1년	-7.22	-
2021-04-14	BUY	132,332	1년	-1.34	2.22
2021-03-03	BUY	122,530	1년	-4.41	-0.40
2021-01-12	BUY	111,747	1년	-7.91	-0.88
2020-11-16	BUY	119,589	1년	-19.86	-16.80
2020-08-14	BUY	138,213	1년	-22.15	-10.64
2020-05-15	BUY	129,391	1년	-29.27	-22.35

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (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 2021-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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 투자 의사결정은 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.