

2021. 8. 12



▲ 화장품/섬유의복

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

Buy

적정주가 (12개월) 190,000 원

현재주가 (8.11) 133,500 원

상승여력 42.3%

KOSPI 3,220.62pt

시가총액 15,152억원

발행주식수 1,135만주

유동주식비율 72.00%

외국인비중 23.86%

52주 최고/최저가 140,000원/91,064원

평균거래대금 114.6억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 9 인 26.13

국민연금공단 14.35

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.1 29.1 46.6

상대주가 1.1 24.3 10.1

주가그래프



코스맥스 192820

2Q21 Review: 유일한 희망

- ✓ 2Q21: 매출 4,304억원(+14%), 영업이익 439억원(+68%), 순이익 320억원(+58%)
- ✓ ① 국내: 색조 수출 증가 → 매출 +10%, OPM -1%p
- ✓ ② 중국: 상해(+43%; OPM 15%) 온라인 고객사 확대, 광저우(+9%) 퍼펙트 부진
- ✓ ③ 미국: 소독제 제거 & 하드캐디 계약 변경 → 매출 -15%, 손실 축소
- ✓ 실적 · 모멘텀 · Valuation 모두 상대 우위 → 최선호주 의견 유지

2Q21 기 · 승 · 전 · '중국'

코스맥스는 2021년 2분기 매출액 4,304억원(+13.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 439억원(+67.5%), 순이익 320억원(+58.0%)을 기록하면서, 시장 기대치를 상회했다. 중국 수익성 향상이 두드러졌다. 제품(고마진 섹제품 증가) 및 채널(온라인 고객사 확대) 모두 믹스가 개선된 결과이다.

[국내] 개별 매출액과 영업이익으로 각각 2,300억원(+10.1%; 소독제 제거 +19.1%), 204억원(-1.8%)을 실현했다. 세정/소독제 특수(2Q20 136억원)는 제거되었으나, 주력 제품 수주가 원활했다. 특히, 일본/중국향 수출 증가로 색조(+17%)가 크게 늘었다. 믹스 변화에 따라(세정제 축소 및 색조 확대) 마진(OPM -1.0%p)은 축소되었다.

[해외] 상해(매출 +43.2%, OPM 15%) 성장이 돋보였다. 기존 거래선 계약 변경(턴키 → 논턴키 → 용기 매출 제거 → 2H20 매출 역신장)에, 신규 온라인 고객사 추가도 더해졌다. 온라인 비중이 65%로(+15.0%p) 확대되며, 역대 최고 수익성을 견인했다. 퍼펙트 다이어리가 비교적 미진함에 따라, 광저우(매출 +8.9%; OPM 11%) 성장률은 한 자리 수에 그쳤다. 미국(매출 -15.0%, 손실 축소)의 경우 소독제(2Q20 70억원) 제거로 매출은 줄었으나, 하드캐디 계약 변경에 따른 수익성 개선은 나타났다. 재고 관련 일회성 비용(53억원)이 원가에 반영되기도 했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 190,000원(상향) 제시

코스맥스에 대한 적정주가를 190,000원으로 +6% 상향한다(EPS 변동률: 2021E -19%, 2022E +29%; 잔여 영업권 손상 정도 및 시점 변경). 실적(수익성 향상)과 모멘텀(중국 법인 상장), Valuation(12개월 선행 PER 15배) 모두 상대 우위를 나타내는 바, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

(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	3,099	-13.0	33,451	25.3	2.3	13.6	10.5	280.6
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,082	-258.6	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021E	1,512.6	119.8	68.5	6,328	-260.8	37,111	21.1	3.6	11.0	17.9	276.2
2022E	1,660.2	142.5	125.8	11,085	32.2	48,196	12.0	2.8	9.1	26.0	228.5
2023E	1,788.2	149.6	140.0	12,337	13.5	60,533	10.8	2.2	8.1	22.7	191.4

표1 코스맥스 2Q21P 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	430.4	379.2	13.5	345.0	24.8	407.9	5.5	414.8	3.8
영업이익	43.9	26.2	67.5	23.3	88.6	32.0	37.2	30.7	43.1
순이익	32.0	20.3	58.0	16.1	99.3	23.9	33.9	28.0	14.3
영업이익률(%)	10.2	6.9	3.3	6.8	3.5	7.8	2.4	7.4	2.8

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	1,512.6	1,660.2	1,511.5	1,656.1	0.1	0.2	1,529.7	1,685.4
영업이익	119.8	142.5	108.4	133.6	10.5	6.7	108.2	130.1
순이익	68.5	125.8	84.5	97.6	-18.9	28.9	73.8	89.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치 비교
순이익	101.9 12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	21.3 글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 40% 할인 적용
적정주가 (원)	190,000 반내림
현재주가 (원)	133,500
상승여력 (%)	42.3%

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	1,515	1,513	1,660	120	143	69	126	21.1	12.0	3.6	2.8	17.9	26.0	11.0	9.1
LG생활건강	22,131	8,352	8,849	1,309	1,410	860	937	30.4	27.9	5.5	4.8	17.2	16.7	17.2	15.8
아모레퍼시픽	13,066	4,939	5,358	414	457	291	336	49.9	43.2	3.5	3.3	6.4	7.0	15.8	16.6
신세계인터네셔널	1,342	1,427	1,523	86	118	89	113	15.1	11.9	1.9	1.6	13.1	14.8	11.1	8.9
한국콜마	1,176	1,610	1,772	137	157	67	89	17.5	13.3	1.7	1.6	10.4	12.4	12.4	10.6
클리오	377	236	271	15	22	15	22	24.8	17.0	2.2	2.0	9.4	12.5	13.3	10.6
푸젠 그린파인	1,482	813	952	119	140	98	115	15.1	12.8	2.3	2.0	15.4	15.7	11.0	9.4
L'Oreal	301,394	41,916	45,224	7,992	8,755	6,406	6,963	47.2	43.0	7.3	6.9	15.4	16.1	28.7	26.5
Estee Lauder	136,190	18,380	21,007	3,416	4,050	2,609	3,003	52.7	45.7	22.3	18.6	47.9	48.8	32.4	27.6
Shiseido	31,790	10,908	11,468	419	934	415	622	81.0	51.9	6.0	5.6	7.7	11.7	28.0	19.5
Kao	33,336	15,040	15,664	1,869	2,073	1,342	1,474	25.0	22.6	3.4	3.2	13.7	14.6	12.4	11.6
상하이자화	6,088	1,470	1,662	113	174	93	141	65.1	43.3	4.9	4.5	7.5	10.7	41.0	29.5
평균(국내사 제외)								44.3	34.6	7.7	6.6	17.9	19.9	25.6	20.5

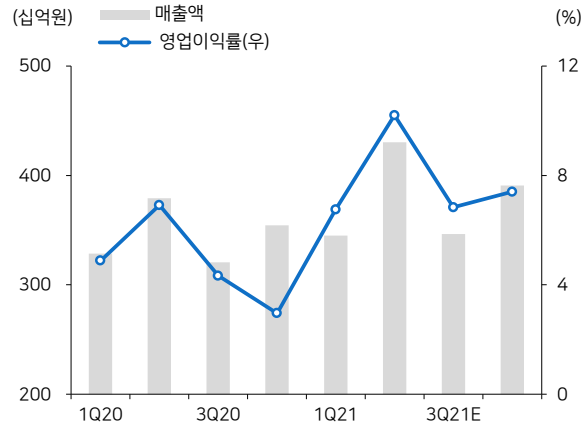
주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	345.0	430.4	346.5	390.8	1,382.9	1,512.6	1,660.2
국내	202.0	209.0	172.1	182.3	188.5	230.0	189.8	198.3	765.4	806.6	874.9
중국	88.4	131.3	108.4	139.6	133.5	176.6	130.7	176.6	467.7	617.5	689.6
상해	63.4	98.1	80.6	97.2	99.6	140.4	100.7	131.2	339.3	472.0	531.2
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	33.9	36.2	30.0	45.4	128.4	145.5	158.5
미국	37.7	40.5	56.0	50.5	32.3	34.4	42.9	36.4	184.7	146.0	157.6
오하이오	17.1	19.0	18.3	23.8	14.0	15.0	16.5	19.1	78.2	64.6	69.7
뉴월드	20.6	21.5	37.6	26.7	18.3	19.4	26.4	17.3	106.5	81.4	87.9
기타	15.5	15.5	9.7	10.4	13.6	14.6	10.3	10.8	51.1	49.3	54.8
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	7.1	10.0	5.3	4.1	31.0	26.5	29.9
태국	5.3	4.6	4.1	6.1	6.5	4.6	5.0	6.7	20.1	22.8	24.9
매출총이익	46.0	63.8	49.3	51.7	59.8	82.6	58.5	64.8	210.8	265.6	301.1
매출총이익률	14.0	16.8	15.4	14.6	17.3	19.2	16.9	16.6	15.2	17.6	18.1
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	23.3	43.9	23.7	28.9	66.6	119.8	142.5
국내	16.4	20.8	11.4	17.3	15.9	20.4	13.9	20.4	65.9	70.7	80.3
해외(연결-개별)	-0.3	5.4	2.5	-6.8	7.4	23.5	9.8	8.5	0.8	49.2	62.2
영업이익률	4.9	6.9	4.3	3.0	6.8	10.2	6.8	7.4	4.8	7.9	8.6
국내	8.1	9.9	6.6	9.5	8.4	8.9	7.3	10.3	8.6	8.8	9.2
해외	-0.3	3.2	1.7	-4.0	4.7	11.7	6.2	4.4	0.1	7.0	7.9
순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	16.1	32.0	14.3	6.1	21.4	68.5	125.8
순이익률	1.5	5.3	1.8	-2.7	4.7	7.4	4.1	1.6	1.5	4.5	7.6
국내	5.3	3.3	2.8	-31.3	11.0	7.5	6.8	-10.3	-4.5	3.8	7.8
중국	-0.6	8.8	3.0	7.3	7.2	10.8	9.2	8.3	5.2	8.9	9.5
상해	-5.1	9.3	1.0	5.5	7.3	11.1	9.1	7.2	3.5	8.8	9.5
광저우	11.1	7.2	8.9	11.5	6.8	9.4	9.4	11.5	9.8	9.5	9.6
미국	-19.9	-37.7	-17.5	-51.4	-37.8	-44.2	-27.7	-37.4	-31.7	-36.2	-19.0
오하이오	-18.8	-26.6	-26.9	-33.3	-49.3	-56.7	-40.0	-35.0	-27.0	-44.4	-18.1
뉴월드	-20.8	-47.5	-12.9	-67.7	-29.0	-34.5	-20.0	-40.0	-35.2	-29.7	-19.7
동남아	-18.1	21.4	-25.2	2.9	-4.4	2.1	-0.7	-3.1	-3.2	-1.4	0.7
인도네시아	-16.9	37.0	-19.7	4.9	-5.6	8.0	8.0	4.9	4.6	3.9	7.9
태국	-20.3	-15.6	-32.6	1.5	-3.1	-10.9	-10.0	-8.0	-15.2	-7.6	-7.9
(% YoY)											
매출액	0.2	14.1	1.0	0.4	5.0	13.5	8.0	10.2	3.9	9.4	9.8
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	-6.7	10.1	10.3	8.8	3.6	5.4	8.5
상해	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	57.1	43.2	25.0	35.0	-8.8	39.1	12.5
광저우	13.8	13.3	9.0	27.8	35.6	8.9	8.0	7.0	16.8	13.3	8.9
오하이오	-29.2	-1.5	-18.8	43.7	-17.9	-21.1	-10.0	-20.0	-5.2	-17.5	8.0
뉴월드	3.1	25.6	58.3	68.8	-11.4	-9.7	-30.0	-35.0	38.8	-23.5	8.0
인도네시아	26.2	31.8	-50.4	-63.0	-30.1	-8.2	-5.0	-5.0	-21.3	-14.3	12.7
태국	31.3	23.8	-8.9	9.3	22.2	0.3	20.0	10.0	12.6	13.1	9.4
영업이익	18.4	99.2	33.7	-37.9	45.2	67.5	70.4	175.9	23.4	79.8	18.9
개별	111.7	95.1	33.1	30.8	-2.9	-1.8	21.9	18.2	63.9	7.3	13.7
자회사(연결-개별)	적전	116.8	36.2	적전	흑전	331.7	293.8	흑전	-94.3	6,141.6	26.5
영업이익률	0.8	3.0	1.1	-1.8	1.9	3.3	2.5	4.4	0.8	3.1	0.7
순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	234.5	58.0	145.0	흑전	-32.8	220.4	83.7

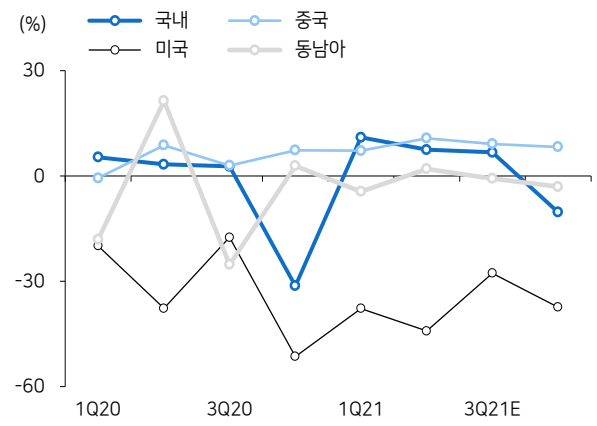
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코스맥스 매출액 및 영업이익률



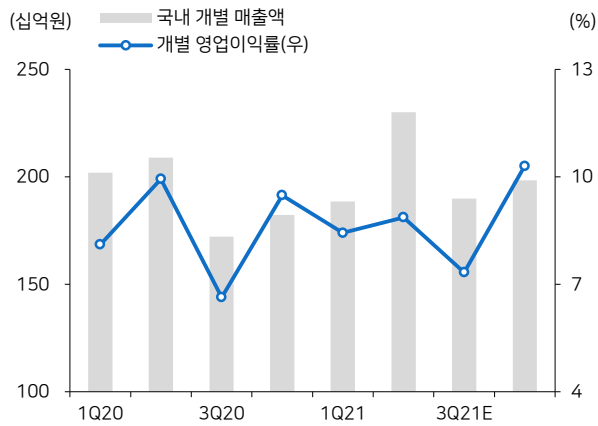
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스맥스 부문별 순이익률



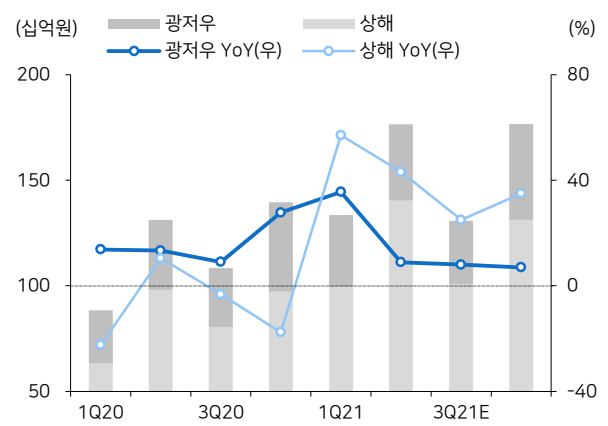
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스맥스 국내 법인 매출액 및 영업이익률



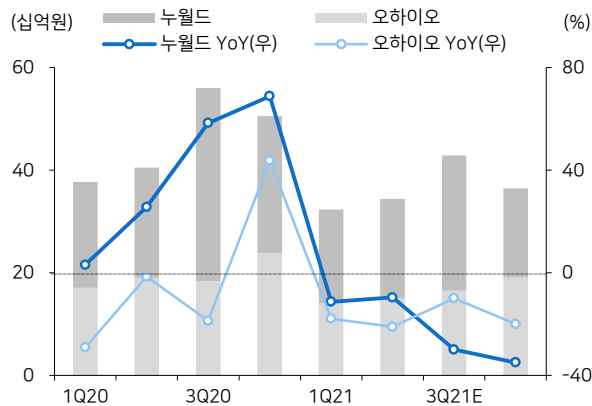
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스맥스 중국 법인 매출액



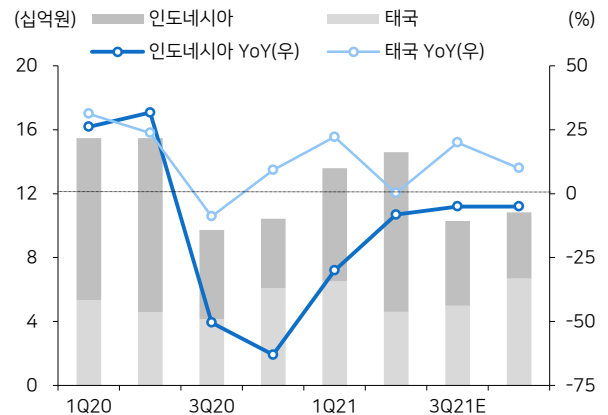
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 코스맥스 미국 법인 매출액



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 코스맥스 동남아 법인 매출액



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,330.7	1,382.9	1,512.6	1,660.2	1,788.2
매출액증가율 (%)	5.6	3.9	9.4	9.8	7.7
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,247.0	1,359.1	1,470.6
매출총이익	183.5	210.8	265.6	301.1	317.6
판매관리비	129.5	144.2	145.8	158.6	168.1
영업이익	54.0	66.6	119.8	142.5	149.6
영업이익률	4.1	4.8	7.9	8.6	8.4
금융손익	-18.5	-23.2	-18.0	-16.3	-14.6
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-43.2	-19.6	-16.0	-9.8
세전계속사업이익	35.9	0.1	82.1	110.1	125.0
법인세비용	17.6	29.2	32.8	41.9	47.5
당기순이익	18.3	-29.1	49.3	68.3	77.5
지배주주지분 손이익	31.8	21.4	68.5	125.8	140.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	74.6	41.5	112.9	119.6	121.0
당기순이익(손실)	18.3	-29.1	49.3	68.3	77.5
유형자산상각비	36.3	43.6	52.1	54.3	54.7
무형자산상각비	1.7	2.2	1.2	0.7	0.6
운전자본의 증감	0.9	-21.5	-4.1	-3.6	-11.8
투자활동 현금흐름	-95.9	-64.6	-76.2	-62.5	-52.4
유형자산의증가(CAPEX)	-104.8	-59.0	-76.1	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-10.1	-2.4	-2.1	-2.0
재무활동 현금흐름	62.9	50.7	-49.6	-22.1	-16.1
차입금의 증감	34.2	62.2	-34.6	-22.1	-16.1
자본의 증가	53.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.4	26.0	-10.2	35.0	52.5
기초현금	35.2	76.6	102.5	92.3	127.3
기말현금	76.6	102.5	92.3	127.3	179.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	618.3	622.6	626.6	686.9	769.3
현금및현금성자산	76.6	102.5	92.3	127.3	179.8
매출채권	299.7	297.7	303.6	315.7	328.4
재고자산	208.9	193.3	201.1	213.1	228.0
비유동자산	586.1	566.4	607.8	615.0	611.7
유형자산	431.8	437.1	467.4	473.1	468.4
무형자산	102.9	56.8	61.2	60.5	59.9
투자자산	20.1	30.1	32.3	34.5	36.5
자산총계	1,204.4	1,189.0	1,234.4	1,302.0	1,381.0
유동부채	716.4	718.1	715.9	724.5	722.5
매입채무	179.7	142.9	150.0	156.0	159.2
단기차입금	356.3	379.5	359.6	349.6	332.6
유동성장기부채	45.9	63.6	60.7	60.7	60.7
비유동부채	171.5	199.1	190.3	181.0	184.6
사채	17.4	35.0	35.0	30.0	30.0
장기차입금	115.0	116.4	102.3	94.3	94.3
부채총계	887.9	917.1	906.3	905.6	907.1
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	-7.9	-7.9	-7.9
이익잉여금	161.5	173.8	242.2	368.1	508.1
비지배주주지분	-27.0	-71.0	-93.1	-150.6	-213.1
자본총계	316.5	271.9	328.1	396.4	473.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	129,592	134,679	139,713	146,278	157,557
EPS(지배주주)	3,099	2,082	6,328	11,085	12,337
CFPS	11,844	13,327	14,327	15,537	16,712
EBITDAPS	8,959	10,953	15,990	17,396	18,052
BPS	33,451	33,393	37,111	48,196	60,533
DPS	881	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	46.8	21.1	12.0	10.8
PCR	6.6	7.3	9.3	8.6	8.0
PSR	0.6	0.7	1.0	0.9	0.8
PBR	2.3	2.9	3.6	2.8	2.2
EBITDA	92.0	112.5	173.1	197.4	204.9
EV/EBITDA	13.6	12.8	11.0	9.1	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	6.2	17.9	26.0	22.7
EBITDA 이익률	6.9	8.1	11.4	11.9	11.5
부채비율	280.6	337.3	276.2	228.5	191.4
금융비용부담률	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.4	3.3	6.6	8.3	9.0
매출채권회전율(x)	4.4	4.6	5.0	5.4	5.6
재고자산회전율(x)	6.4	6.9	7.7	8.0	8.1

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.12	기업브리프	Buy	117,628	양지혜	-39.6	-37.2	
2019.10.16	산업분석	Hold	78,419	양지혜	-2.8	8.8	
2019.12.31				Univ Out.	-3.3	-	
2020.04.22	산업분석	Hold	91,162	하누리	-6.7	-2.2	
2020.05.15	기업브리프	Hold	98,024	하누리	-6.6	2.5	
2020.07.13	기업브리프	Buy	117,628	하누리	-22.2	-15.8	
2020.08.14	기업브리프	Buy	147,036	하누리	-30.0	-16.0	
2021.01.18	기업브리프	Buy	127,431	하누리	-13.6	-4.2	
2021.04.12	기업브리프	Buy	156,838	하누리	-19.8	-13.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	180,000	하누리	-28.0	-22.2	
2021.08.12	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-	-	