

코스맥스 (192820)

한유정 yujung.han@daijin.com

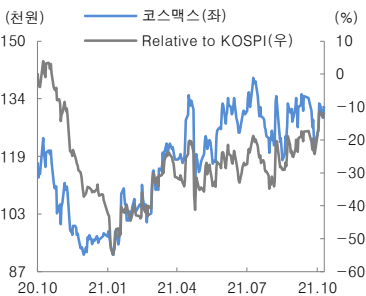
투자이견 BUY
매수, 유지

6개월
목표주가 190,000
유지

현재주가 (21.10.13) 132,000
화장품업종

KOSPI	2944.41
시가총액	1,498십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	140,000원 / 91,652원
120일 평균거래대금	136억원
외국인지분율	24.12%
주요주주	코스맥스비티아이 외 9 인 26.13% 국민연금공단 14.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	-5.7	12.2	10.4
상대수익률	5.8	4.8	20.8	-9.9



승자 독식 구간

투자이견 매수, 목표주가 190,000원 유지

- 최근 중국 소비 지표 약화 및 중국 핵심 고객사의 성장 둔화 우려로 주가 변동성이 확대되어온 바 있으나 시장 성장 이상의 실적 개선 추세 지속 전망. 화장품 업종 최선호주 유지

승자 독식 구간

- 2021년 상반기 중국 화장품 소매 판매액의 전년 동기 대비 증가율이 +20%를 상회했던 반면 7, 8월 증가율은 +1%대에 그치며 중국 화장품 시장 성장 둔화 우려 부각
- 시장 성장을 둔화에도 중국 온라인 신규 고객사의 기여 확대로 시장 성장률을 상회하는 실적 성장 흐름 지속 기대
- 이는 경쟁사 대비 우월한 제품 개발 능력과 짧은 리드타임 등의 경쟁 우위에서 비롯되는 것으로 판단

기대치에 부합할 3분기

- 2021년 3분기 코스맥스의 매출액은 3,506억원(+9% yoy, -19% qoq), 영업이익은 257억원(+85% yoy, -41% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 224억원 상회, 높아진 컨센서스 영업이익 248억원 부합 전망
- 구조적 개선의 과도기에 놓인 미국 법인 실적 부진은 3분기에도 이어지나 한국, 중국 중심의 실적 성장세가 이어진 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	직전추정	당사추정	3Q21(F)			4Q21		
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	321	430	349	351	9.3	-18.5	366	388	9.4	10.6
영업이익	14	44	22	26	85.1	-41.4	25	33	213.9	28.0
순이익	6	32	9	11	92.7	-64.9	16	20	흑전	75.8

자료: 코스맥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,331	1,383	1,514	1,635	1,725
영업이익	54	67	126	142	153
세전순이익	36	0	96	119	135
총당기순이익	18	-29	61	75	85
지배지분순이익	32	21	79	90	94
EPS	3,168	2,128	7,312	7,931	8,285
PER	25.2	46.8	18.1	16.6	15.9
BPS	33,451	33,392	39,204	44,474	51,877
PBR	2.3	2.9	3.4	3.0	2.5
ROE	10.5	6.2	20.6	19.4	17.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

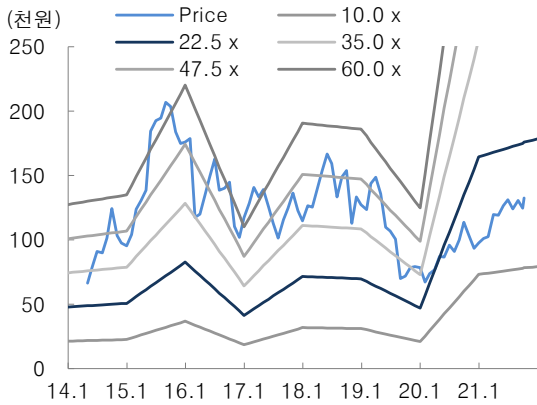
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,514	1,635	1,514	1,635	0.0	0.0
판매비와 관리비	163	176	159	172	-2.5	-2.4
영업이익	122	139	126	142	2.8	2.1
영업이익률	8.1	8.5	8.3	8.7	0.2	0.2
영업외손익	-30	-23	-30	-23	적자유지	적자유지
세전순이익	92	116	96	119	3.7	2.6
지배지분순이익	76	88	79	90	3.7	2.6
순이익률	3.9	4.5	4.0	4.6	0.1	0.1
EPS(지배지분순이익)	7,052	7,734	7,312	7,931	3.7	2.6

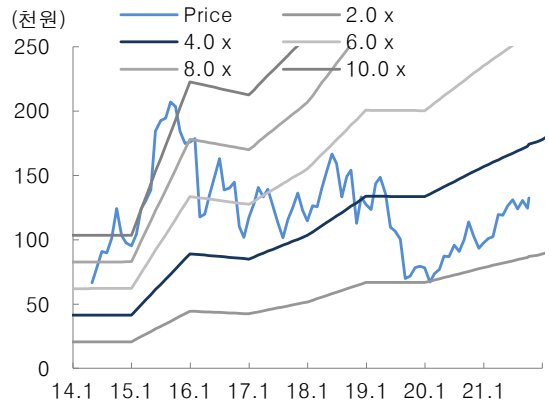
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 1. 코스맥스 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 코스맥스 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 1. 코스맥스 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	328	379	321	354	345	430	351	388	1,260	1,331	1,383	1,514	1,635
국내	223	229	187	200	204	248	211	215	693	788	839	878	915
별도	202	209	172	182	189	230	195	197	679	739	765	810	842
국내연결법인	21	20	15	17	16	18	16	18	14	49	74	68	73
해외	142	187	174	201	179	226	193	236	665	697	704	835	940
중국	88	131	108	140	134	177	139	171	478	482	468	620	703
상해	63	98	81	97	100	140	105	113	411	372	339	459	523
광저우	25	33	28	42	34	36	34	58	67	110	128	162	180
인도네시아	10	11	6	4	7	10	8	7	11	39	31	32	36
태국	5	5	4	6	7	5	5	8	11	18	20	24	27
미국	38	40	56	51	32	34	41	51	165	158	185	159	174
뉴월드	21	21	38	27	18	19	24	26	99	77	106	87	97
코스맥스 USA	17	19	18	24	14	15	17	25	66	81	78	71	77
연결조정	-36	-38	-41	-46	-39	-43	-53	-63	-98	-155	-160	-199	-220
YoY	0.2	14.1	1.0	0.4	5.0	13.5	9.3	9.4	42.5	5.6	3.9	9.5	8.0
국내	14.0	16.3	-1.2	-2.9	-8.4	8.0	12.4	7.6	29.5	13.7	6.5	4.6	4.2
별도	6.2	8.4	0.4	-1.2	-6.7	10.1	13.2	7.9	28.6	8.8	3.6	5.8	3.9
국내연결법인	296.6	364.4	-16.4	-17.5	-24.6	-12.5	4.2	4.4	91.1	259.4	50.8	-8.5	7.9
해외	-10.8	12.5	1.7	0.0	26.7	20.5	11.0	17.8	63.1	4.9	0.9	18.6	12.6
중국	-14.8	11.1	-0.4	-7.6	51.0	34.5	28.5	22.4	32.5	0.9	-2.9	32.6	13.3
상해	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	57.1	43.1	30.7	16.4	25.8	-9.5	-8.8	35.1	14.1
광저우	13.8	13.3	9.0	27.8	35.6	9.0	22.0	36.0	50.1	64.8	16.8	25.9	11.1
인도네시아	26.2	31.8	-51.6	-62.1	-30.1	-8.0	49.3	56.7	17.5	272.5	-21.3	4.2	10.5
태국	31.3	23.8	-8.9	9.3	22.2	1.2	10.7	27.8	-	59.3	12.6	16.7	15.2
미국	-12.3	11.2	20.8	55.9	-14.3	-14.9	-26.6	0.4	334.4	-4.4	16.8	-14.2	10.0
뉴월드	3.1	25.6	58.3	68.8	-11.4	-9.4	-35.7	-4.4	-	-22.6	38.8	-17.8	11.3
코스맥스 USA	-25.7	-1.5	-18.8	43.7	-17.9	-21.1	-8.0	5.7	74.1	22.9	-3.9	-9.2	8.4
영업이익	16	26	14	10	23	44	26	33	52	54	67	126	142
별도	16	21	11	17	16	20	14	17	22	40	66	67	70
국내외연결법인	0	5	2	-7	7	24	12	16	30	14	1	59	72
YoY	18.4	99.2	33.7	-37.9	45.2	67.5	85.1	213.9	48.9	3.2	23.4	88.8	12.7
별도	111.7	95.1	33.1	30.8	-2.9	-1.8	19.4	-3.3	17.8	81.5	63.9	1.2	4.8
국내외연결법인	적전	116.8	36.2	적전	흑전	331.8	387.7	흑전	84.7	-54.3	-94.3	7412	22
영업이익률	4.9	6.9	4.3	3.0	6.8	10.2	7.3	8.5	4.2	4.1	4.8	8.3	8.7
별도	8.1	9.9	6.6	9.5	8.4	8.9	7.0	8.5	3.3	5.4	8.6	8.2	8.3
국내외연결법인	-0.3	3.2	1.7	-4.0	4.7	11.7	7.8	8.5	5.2	2.3	0.1	8.4	9.1

주: 3Q19 쓰리애플즈코스메틱스 연결 자회사 편입

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

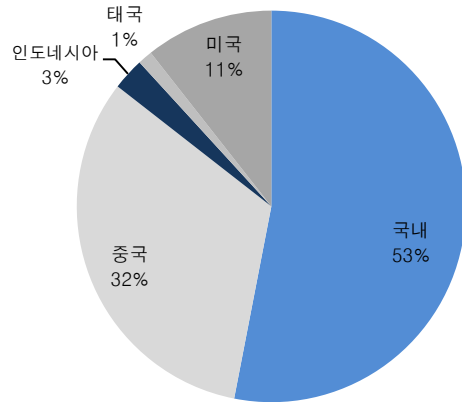
- 화장품 연구개발 생산 전문기업으로 ODM 사업을 영위하며 국내외 600여개 브랜드에 화장품 공급
- 자산 1조 3,867억원, 부채 9,379억원, 자본 4,487억원
- 발행주식 수: 10,049,509주 / 자기주식수: 3,847주

주가 변동요인

- 위안화 변동성
- 중국인 입국자수/화장품 수출/면세점 동향
- 화장품 매출 확대 속도

주: 주식의 수는 보통주, 2021년 6월 기준
 자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

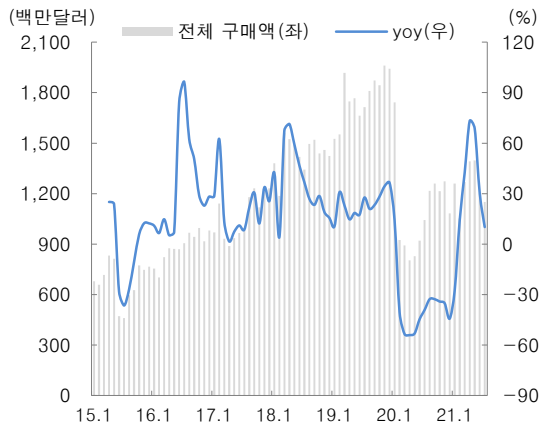
국가별 매출 비중



주: 2020년 매출액 기준, 연결 조정 제외
 자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

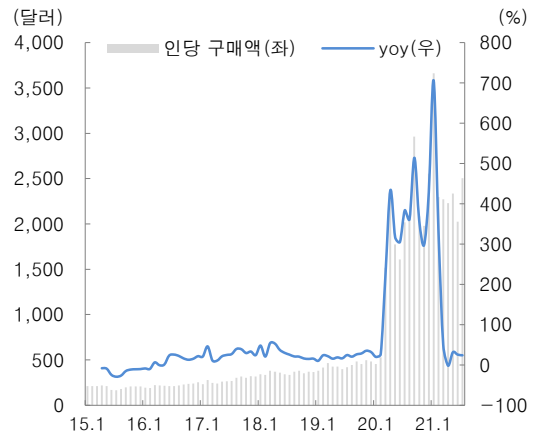
2. Earnings Driver

내외국인 합산 면세점 구매액 추이



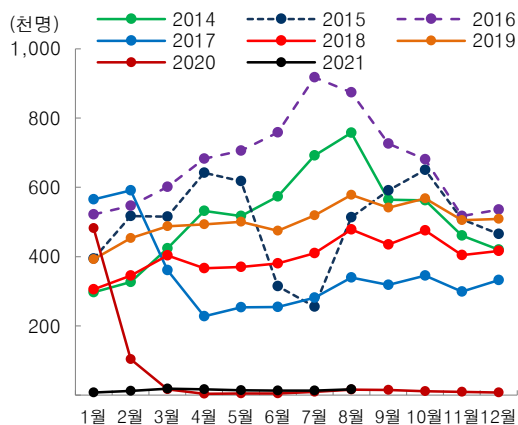
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

내외국인 평균 인당 구매액 추이



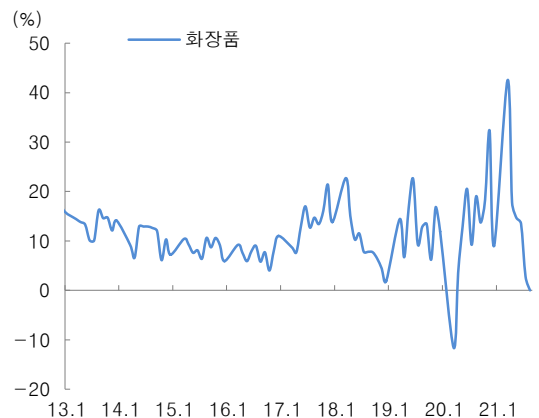
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

한국 방문 중국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광통계, 대신증권 Research Center

중국 화장품 소매판매액 전년 동기 대비 증감율



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,331	1,383	1,514	1,635	1,725
매출원가	1,147	1,172	1,229	1,321	1,390
매출총이익	183	211	285	314	334
판매비와관리비	129	144	159	172	181
영업이익	54	67	126	142	153
영업이익률	4.1	4.8	8.3	8.7	8.9
EBITDA	92	112	167	183	193
영업외손익	-18	-67	-30	-23	-18
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	10	6	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-27	-33	-29	-27	-26
외환관련손실	5	11	6	3	2
기타	1	-43	-8	-2	4
법인세비용차감전순이익	36	0	96	119	135
법인세비용	-18	-29	-35	-44	-50
계속사업순이익	18	-29	61	75	85
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	-29	61	75	85
당기순이익률	1.4	-2.1	4.0	4.6	5.0
비지배지분순이익	-14	-50	-18	-15	-9
지배지분순이익	32	21	79	90	94
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
포괄순이익	17	-36	61	75	86
비지배지분포괄이익	-14	-44	-18	-15	-9
지배지분포괄이익	31	8	79	90	94

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,168	2,128	7,312	7,931	8,285
PER	25.2	46.8	18.1	16.6	15.9
BPS	33,451	33,392	39,204	44,474	51,877
PBR	2.3	2.9	3.4	3.0	2.5
EBITDAPS	8,959	10,953	15,438	16,083	17,041
EV/EBITDA	136	128	11.3	10.0	9.1
SPS	129,592	134,679	139,920	144,026	151,947
PSR	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
CFPS	11,844	13,327	21,109	22,000	23,449
DPS	881	0	900	950	950

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	5.6	3.9	9.5	8.0	5.5
영업이익 증가율	3.2	23.4	88.8	12.7	7.9
순이익 증가율	-13.0	적전	흑전	23.3	14.0
수익성					
ROIC	3.5	-2,064.4	9.5	10.3	10.9
ROA	4.8	5.6	9.8	9.7	9.5
ROE	10.5	6.2	20.6	19.4	17.2
안정성					
부채비율	280.6	337.3	241.2	221.2	196.2
순차입금비율	148.9	186.0	101.3	74.6	53.0
이자보상배율	2.4	3.3	5.9	6.6	7.0

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	618	623	806	971	1,086
현금및현금성자산	77	103	239	359	441
매출채권 및 기타채권	318	306	334	359	378
재고자산	209	193	212	229	241
기타유동자산	15	21	23	24	27
비유동자산	586	566	572	573	574
유형자산	432	437	440	438	437
관계기업투자금	1	5	9	13	16
기타비유동자산	153	124	123	122	122
자산총계	1,204	1,189	1,378	1,544	1,661
유동부채	716	718	783	875	904
매입채무 및 기타채무	262	231	243	255	263
차입금	356	380	432	510	530
유동성채무	46	64	60	57	52
기타유동부채	52	44	48	53	60
비유동부채	171	199	191	188	196
차입금	132	151	141	136	141
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	39	48	50	52	55
부채총계	888	917	974	1,064	1,100
자배지분	343	343	424	505	589
자본금	5	5	6	6	6
자본잉여금	182	182	182	182	182
이익잉여금	162	174	253	333	416
기타자본변동	-5	-18	-17	-16	-15
비지배지분	-27	-71	-20	-24	-28
자본총계	316	272	404	481	561
순차입금	471	506	409	359	297

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	75	41	159	174	192
당기순이익	18	-29	61	75	85
비현금항목의 가감	103	166	168	175	181
감가상각비	38	46	41	41	40
외환손익	-1	1	1	0	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	67	119	125	134	141
자산부채의 증감	1	-21	-14	-12	-4
기타현금흐름	-48	-74	-55	-64	-70
투자활동 현금흐름	-96	-65	-48	-43	-44
투자자산	9	-5	-5	-5	-5
유형자산	-103	-54	-42	-38	-38
기타	-2	-5	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	63	51	41	59	9
단기차입금	34	27	53	78	20
사채	0	35	0	0	10
장기차입금	44	59	-10	-5	-5
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-6	-9	0	-10	-11
기타	-8	-62	-3	-3	-6
현금의 증감	41	26	136	121	81
기초 현금	35	77	103	239	359
기말 현금	77	103	239	359	441
NOPLAT	28	-17,082	80	90	97
FCF	-40	-17,096	74	88	95