

그림 2021. 11. 11



▲ 화장품/섬유이복

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

Buy

적정주가 (12개월) **170,000 원**

현재주가 (11.10) **110,000 원**

상승여력 **54.5%**

KOSPI	2,930.17pt
시가총액	12,484억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	72.00%
외국인비중	23.86%
52주 최고/최저가	140,000원/91,652원
평균거래대금	117.8억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 9 인	26.13
국민연금공단	14.25

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.0	-7.6	0.6
상대주가	-16.2	2.4	-15.8

주가그래프



(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	1,585.3	121.3	61.3	5,661	-177.8	46,611	19.4	2.4	8.8	14.1	201.5
2022E	1,733.9	130.8	110.9	9,773	148.3	56,384	11.3	2.0	7.7	19.0	176.9
2023E	1,869.2	141.9	136.3	12,013	14.7	68,397	9.2	1.6	6.6	19.3	155.3

코스맥스 192820

3Q21 Review: 실망하기 이르다

- ✓ 3Q21: 매출액 3,950억원(+23%), 영업이익 250억원(+80%, OPM +2%p)
- ✓ ① 국내: 색조 수출 증가 & 기초 수주 확대 → 매출 +27%, 영업이익 +81%
- ✓ ② 중국: 상해(+46%) 온라인 고객사 확대, 광저우(+21%) Yatsen 광군제용 물량
- ✓ ③ 미국: 믹스 훼손 & 소독제 제거 & 비용 증가 & 영업권 상각 → 영업적자 120억
- ✓ 한/중 색조 성장 여력 • 미국 빅배스 완료 • Valuation 매력 → 매수 접근 추천

3Q21 미국이 문제

코스맥스는 2021년 3분기 매출액 3,950억원(+23.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 250억원(+79.7%, OPM 6.3%), 순이익 112억원(+91.6%)을 기록했다. 시장 기대치에 부합했음에도 불구하고, 주가는 급락했다. 미국 법인의 영업손실(120억 추정) 및 영업외 비용(영업권 손상차손 157억원)이 한·중 고성장을 희석시킨 까닭이다.

[국내] 개별 매출액과 영업이익으로 각각 2,177억원(+26.5%), 206억원(+80.8%)을 실현했다. 일본/중국향 색조(3CE, 클리오 등) 수출 증가에 기초(KAHI) 수주 확대가 더해지면서, 영업 레버리지 효과가 뚜렷했다.

[해외] 상해(매출 +46.2%, OPM 13%) 성장이 돋보였다. 신규 고객사 추가에 기존 거래선 호조가 계속되는 모습이다. 협상력 증대에 따라 유리한 조건의 계약 구조를 제시, 매출 증가와 수익성 향상이 동반되는 점 또한 긍정적이다. Yatsen의 광군제 물량 선집행으로 광저우(매출 +20.9%; OPM 11%)도 고성장했다. 미국(매출 -27.5%, 영업손실 120억원 추정)이 부진했다. 저가 제품 기여 증가(P↓), 소독제 역기저 영향(Q↓), 고정비 부담 가중(C↑)에 기인한다. 누월도 영업권 상각으로 157억원을 반영(잔여 영업권 300억원), 순손실을 기록하기도 했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 170,000원(하향) 제시

4Q21E 실적 또한 유사할 전망이다(한·중 고성장 vs. 미국 부진 및 영업권 상각). 화장품 업종 전반에의 모멘텀 약화에서 자유롭기도 어렵다. 단, ① 중국의 구조적 성장(현지 색조 브랜드 출범 증가 → ODM 업체 수혜), ② 국내 색조 판매 회복, ③ 미국 빅배스 완료(4Q21E 잔여 영업권 손상 가정 → 2022E 연결 EPS +81%)에, ④ Valuation 매력(2022E PER 11.3배)까지, 편안한 투자처임에는 분명하다.

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	395.0	320.7	23.2	430.4	-8.2	367.3	7.5	369.3	6.9
영업이익	25.0	13.9	79.7	43.9	-43.2	25.5	-2.2	25.2	-1.1
순이익	11.2	5.8	91.6	32.0	-65.1	16.0	-30.3	13.2	-15.6
영업이익률(%)	6.3	4.3	2.0	10.2	-3.9	6.9	-0.6	6.8	-0.5

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,585.3	1,733.8	1,545.7	1,711.2	2.6	1.3	1,557.9	1,725.8
영업이익	121.3	130.8	118.8	135.2	2.2	-3.3	124.7	143.9
순이익	61.3	110.9	71.2	112.4	-13.9	-1.3	80.8	101.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

구분	적정 가치 비교
순이익	102.6 12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	20.1 글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 60% 할인 적용
적정주가 (원)	170,000 반내림
현재주가 (원)	110,000
상승여력 (%)	54.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

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	1,248	1,585	1,734	121	131	61	111	19.4	11.3	2.4	2.0	14.1	19.0	8.8	7.7
LG생활건강	18,601	8,225	8,538	1,314	1,377	858	904	22.3	21.2	3.9	3.4	16.8	15.6	12.3	11.5
아모레퍼시픽	10,529	4,754	5,051	381	422	263	306	42.1	36.2	2.7	2.5	5.7	6.4	12.2	12.9
신세계인테리어	1,103	1,430	1,537	88	114	86	109	12.9	10.1	1.5	1.3	12.6	14.2	9.2	7.6
클리오	364	238	273	13	21	16	22	22.5	16.6	2.1	1.9	9.9	12.0	16.5	11.7
푸젠 그린파인	958	772	899	111	131	93	112	10.3	9.0	1.5	1.3	14.1	14.5	10.6	8.2
L'Oreal	313,974	43,450	47,272	8,298	9,181	6,570	7,250	47.3	43.0	7.5	7.0	15.7	16.5	29.0	26.7
Estee Lauder	148,114	22,226	24,200	4,391	4,959	3,239	3,661	46.8	41.1	18.4	15.9	42.1	43.7	28.9	25.8
Shiseido	32,174	10,933	11,200	456	962	573	652	63.2	50.6	5.8	5.4	11.0	12.2	27.7	19.5
Proya	7,410	874	1,081	132	165	110	138	67.8	54.1	14.0	11.6	21.1	21.9	49.7	40.1
Shanghai Jahwa	5,307	1,493	1,698	120	178	99	147	53.9	36.1	4.1	3.8	7.7	10.6	34.4	24.7
평균(국내사 제외)								55.8	45.0	10.0	8.7	19.5	21.0	33.9	27.4

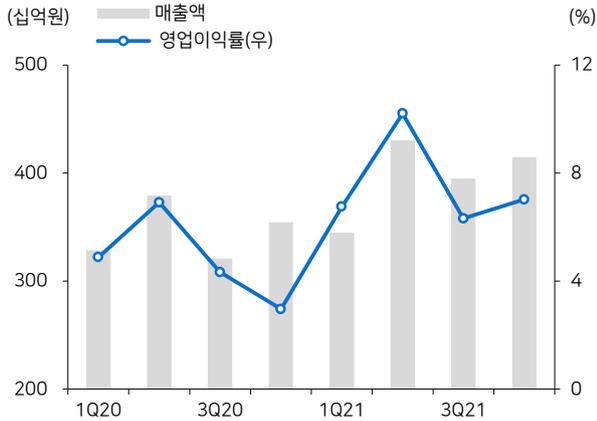
주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	345.0	430.4	395.0	415.0	1,382.9	1,585.3	1,733.8
국내	202.0	209.0	172.1	182.3	188.5	230.0	217.7	221.8	765.4	858.0	930.9
중국	88.4	131.3	108.4	139.6	133.5	176.6	151.4	181.5	467.7	643.0	717.0
상해	63.4	98.1	80.6	97.2	99.6	140.4	117.8	136.1	339.3	493.9	556.0
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	33.9	36.2	33.6	45.4	128.4	149.1	161.0
미국	37.7	40.5	56.0	50.5	32.3	34.4	37.5	33.9	184.7	138.1	142.4
오하이오	17.1	19.0	18.3	23.8	14.0	15.0	20.2	17.9	78.2	67.1	71.6
뉴월드	20.6	21.5	37.6	26.7	18.3	19.4	17.3	16.0	106.5	71.0	70.8
기타	15.5	15.5	9.7	10.4	13.6	14.6	15.6	13.2	51.1	57.0	66.5
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	7.1	10.0	11.1	7.0	31.0	35.2	43.5
태국	5.3	4.6	4.1	6.1	6.5	4.6	4.5	6.3	20.1	21.9	23.0
매출총이익	46.0	63.8	49.3	51.7	59.8	82.5	67.7	64.7	210.8	274.6	295.6
<i>매출총이익률</i>	<i>14.0</i>	<i>16.8</i>	<i>15.4</i>	<i>14.6</i>	<i>17.3</i>	<i>19.2</i>	<i>17.1</i>	<i>15.6</i>	<i>15.2</i>	<i>17.3</i>	<i>17.0</i>
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	23.3	43.9	25.0	29.1	66.6	121.3	130.8
국내	16.4	20.8	11.4	17.3	15.9	20.4	20.6	21.1	65.9	78.1	84.2
해외(연결-개별)	-0.3	5.4	2.5	-6.8	7.4	23.5	4.3	8.0	0.8	43.3	46.6
<i>영업이익률</i>	<i>4.9</i>	<i>6.9</i>	<i>4.3</i>	<i>3.0</i>	<i>6.8</i>	<i>10.2</i>	<i>6.3</i>	<i>7.0</i>	<i>4.8</i>	<i>7.7</i>	<i>7.5</i>
국내	8.1	9.9	6.6	9.5	8.4	8.9	9.5	9.5	8.6	9.1	9.0
해외	-0.3	3.2	1.7	-4.0	4.7	11.7	2.4	4.2	0.1	5.9	5.8
순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	16.1	32.0	11.2	2.0	21.4	61.3	110.9
<i>순이익률</i>	<i>1.5</i>	<i>5.3</i>	<i>1.8</i>	<i>-2.7</i>	<i>4.7</i>	<i>7.4</i>	<i>2.8</i>	<i>0.5</i>	<i>1.5</i>	<i>3.9</i>	<i>6.4</i>
국내	10.8	6.9	4.7	-57.0	20.7	17.2	-11.5	-23.2	-34.6	3.2	58.6
중국	-0.5	11.6	3.3	10.2	9.6	19.0	15.0	18.2	24.5	61.8	70.1
상해	-3.3	9.2	0.8	5.3	7.3	15.6	12.3	13.8	12.0	49.0	56.2
광저우	2.8	2.4	2.5	4.9	2.3	3.4	2.7	4.3	12.5	12.7	13.9
미국	-7.5	-15.3	-9.8	-26.0	-12.2	-15.2	-13.0	-32.7	-58.5	-73.1	-42.9
오하이오	-3.2	-5.1	-4.9	-7.9	-6.9	-8.5	-6.1	-6.3	-21.1	-27.8	-16.4
뉴월드	-4.3	-10.2	-4.9	-18.1	-5.3	-6.7	-6.9	-26.4	-37.4	-45.3	-26.5
동남아	-2.8	3.3	-2.5	0.3	-0.6	0.3	-0.7	-0.3	-1.6	-1.3	-0.7
인도네시아	-1.7	4.0	-1.1	0.2	-0.4	0.8	1.0	0.6	1.4	2.0	3.4
태국	-1.1	-0.7	-1.4	0.1	-0.2	-0.5	-1.7	-0.9	-3.1	-3.3	-4.1
(% YoY)											
매출액	0.2	14.1	1.0	0.4	5.0	13.5	23.2	17.1	3.9	14.6	9.4
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	-6.7	10.1	26.5	21.7	3.6	12.1	8.5
상해	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	57.1	43.2	46.2	40.0	-8.8	45.6	12.6
광저우	13.8	13.3	9.0	27.8	35.6	8.9	20.9	7.0	16.8	16.1	8.0
오하이오	-29.2	-1.5	-18.8	43.7	-17.9	-21.1	10.2	-25.0	-5.2	-14.3	6.7
뉴월드	3.1	25.6	58.3	68.8	-11.4	-9.7	-54.0	-40.0	38.8	-33.3	-0.3
인도네시아	26.2	31.8	-50.4	-63.0	-30.1	-8.2	98.8	60.0	-21.3	13.5	23.8
태국	31.3	23.8	-8.9	9.3	22.2	0.3	8.4	3.0	12.6	8.6	5.0
영업이익	18.4	99.2	33.7	-37.9	45.2	67.5	79.7	177.9	23.4	82.1	7.8
개별	111.7	95.1	33.1	30.8	-2.9	-1.8	80.8	22.2	63.9	18.5	7.9
자회사(연결-개별)	적전	116.8	36.2	적전	흑전	331.7	74.7	흑전	-94.3	5,392.2	7.6
<i>영업이익률</i>	<i>0.8</i>	<i>3.0</i>	<i>1.1</i>	<i>-1.8</i>	<i>1.9</i>	<i>3.3</i>	<i>2.0</i>	<i>4.1</i>	<i>0.8</i>	<i>2.8</i>	<i>-0.1</i>
순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	234.5	58.0	91.6	흑전	-32.8	186.7	81.0

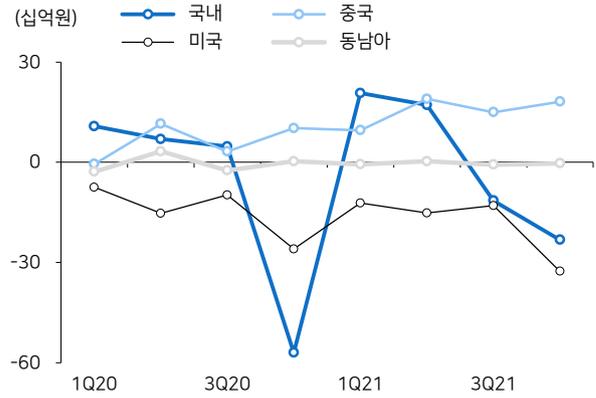
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코스맥스 매출액 및 영업이익률



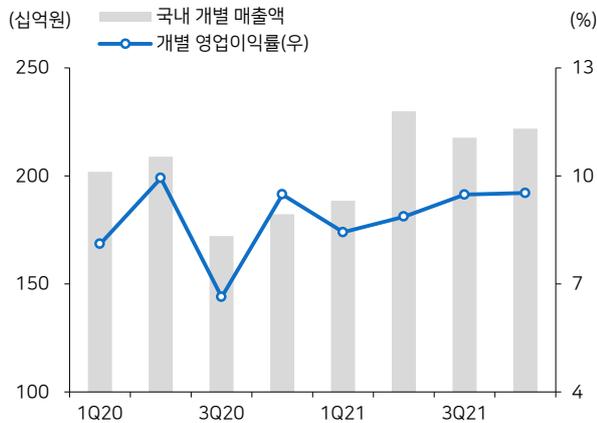
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스맥스 부문별 순이익



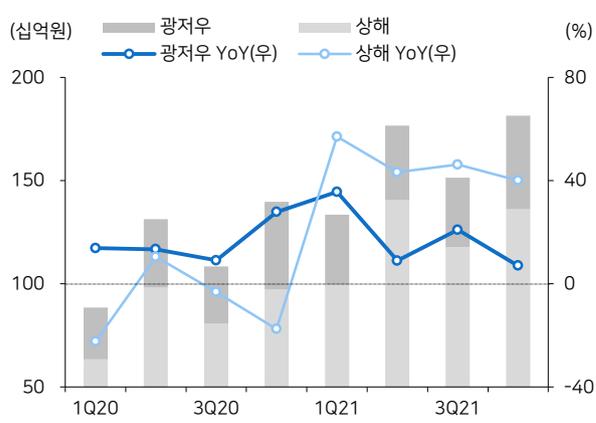
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스맥스 국내 법인 매출액 및 영업이익률



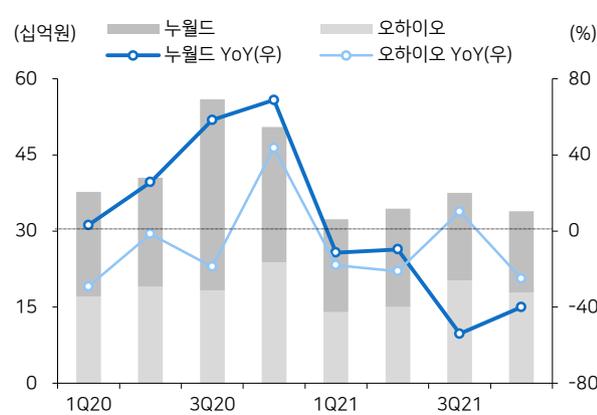
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스맥스 중국 법인 매출액



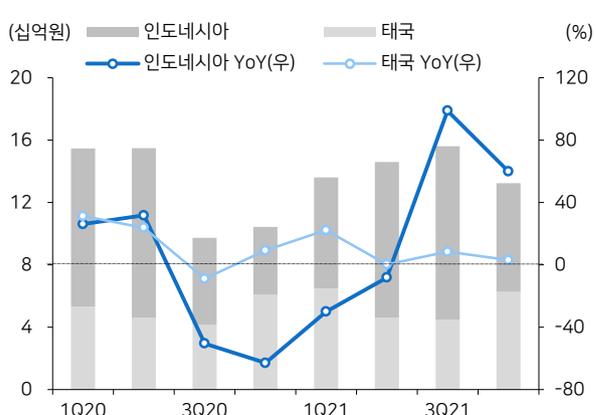
자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

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	1,585.3	1,733.9	1,869.2
매출액증가율 (%)	5.6	3.9	14.6	9.4	7.8
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,310.7	1,438.3	1,552.3
매출총이익	183.5	210.8	274.6	295.6	316.8
판매관리비	129.5	144.2	153.3	164.8	175.0
영업이익	54.0	66.6	121.3	130.8	141.9
영업이익률	4.1	4.8	7.7	7.5	7.6
금융손익	-18.5	-23.2	-19.0	-19.6	-20.2
중속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-43.2	-34.1	-4.1	1.1
세전계속사업이익	35.9	0.1	68.1	107.0	122.6
법인세비용	17.6	29.2	44.3	44.9	51.5
당기순이익	18.3	-29.1	23.8	62.0	71.1
지배주주지분 순이익	31.8	21.4	61.3	110.9	136.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	618.3	622.6	686.1	743.6	820.9
현금및현금성자산	76.6	102.5	152.0	184.1	231.6
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	630.4	637.6	634.0
유형자산	431.8	437.1	484.3	489.7	484.7
무형자산	102.9	56.8	63.6	62.8	62.0
투자자산	20.1	30.1	34.9	37.4	39.6
자산총계	1,204.4	1,189.0	1,316.5	1,381.1	1,454.9
유동부채	716.4	718.1	694.4	705.6	704.5
매입채무	179.7	142.9	150.0	156.0	159.2
단기차입금	356.3	379.5	336.7	326.7	309.7
유동성장기부채	45.9	63.6	53.1	53.1	53.1
비유동부채	171.5	199.1	185.4	176.9	180.6
사채	17.4	35.0	35.0	30.0	30.0
장기차입금	115.0	116.4	93.4	85.4	85.4
부채총계	887.9	917.1	879.8	882.4	885.1
자본금	5.0	5.0	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.0	182.1	295.1	295.1	295.1
기타포괄이익누계액	-4.9	-17.7	-6.3	-6.3	-6.3
이익잉여금	161.5	173.8	234.8	345.8	482.1
비지배주주지분	-27.0	-71.0	-92.4	-141.2	-206.4
자본총계	316.5	271.9	436.7	498.7	569.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	74.6	41.5	98.5	117.0	116.1
당기순이익(손실)	18.3	-29.1	23.8	62.0	71.1
유형자산상각비	36.3	43.6	51.9	54.6	55.0
무형자산상각비	1.7	2.2	1.8	0.8	0.7
운전자본의 증감	0.9	-21.5	-3.0	-0.4	-10.7
투자활동 현금흐름	-95.9	-64.6	-89.9	-63.0	-52.6
유형자산의증가(CAPEX)	-104.8	-59.0	-86.5	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-10.1	-5.0	-2.6	-2.2
재무활동 현금흐름	62.9	50.7	37.8	-21.9	-16.1
차입금의 증감	34.2	62.2	-72.1	-21.9	-16.1
자본의 증가	53.1	0.1	113.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.4	26.0	49.5	32.1	47.5
기초현금	35.2	76.6	102.5	152.0	184.1
기말현금	76.6	102.5	152.0	184.1	231.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	129,592	134,679	146,431	152,769	164,690
EPS(지배주주)	3,099	2,082	5,661	9,773	12,013
CFPS	11,844	13,327	13,662	15,412	16,708
EBITDAPS	8,959	10,953	16,167	16,403	17,410
BPS	33,451	33,393	46,611	56,384	68,397
DPS	881	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	46.8	19.4	11.3	9.2
PCR	6.6	7.3	8.1	7.1	6.6
PSR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
PBR	2.3	2.9	2.4	2.0	1.6
EBITDA	92.0	112.5	175.0	186.2	197.6
EV/EBITDA	13.6	12.8	8.8	7.7	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	6.2	14.1	19.0	19.3
EBITDA 이익률	6.9	8.1	11.0	10.7	10.6
부채비율	280.6	337.3	201.5	176.9	155.3
금융비용부담률	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.4	3.3	6.7	7.8	8.8
매출채권회전율(x)	4.4	4.6	5.3	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	6.4	6.9	8.0	8.4	8.5

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.16	산업분석	Hold	78,419	양지혜	-2.8	8.8	
2019.12.31				Univ Out			
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	-22.4	-13.7	
2021.05.28	산업분석	Buy	160,000	하누리	-18.6	-15.0	
2021.07.09	산업브리프	Buy	180,000	하누리	-28.0	-22.2	
2021.08.12	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-32.5	-28.4	
2021.11.11	기업브리프	Buy	170,000	하누리	-	-	