

코스맥스 (192820)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (3/7)	80,800원
상승여력	36%

시가총액	9,170억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	115억원
60일 평균 거래량	134,408주
52주 고	140,000원
52주 저	69,300원
외인지분율	24.49%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12 인 26.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	(23.4)	(29.5)
상대	10.7	(13.6)	(19.6)
절대(달러환산)	5.7	(25.6)	(34.7)

잘했는데, 자회사 상장을 앞두고

4Q21 Review: 국내와 중국은 잘했는데,

코스맥스의 4분기 실적은 연결 매출 4.2천억원(YoY+19%), 영업이익 304억원(YoY+190%) 달성, 컨센서스를 각각 5%, 27% 상회하며 분기 최대 매출, 연간 최대 성과 기록했다. 국내법인의 호조 및 중국(상해)의 고성장에 기인한다. 미국법인은 여전히 부진했다. 견고한 영업이익에도 순이익은 3억원(흑전) 기록했는데, 미국법인의 민사소송 관련 일회성 비용 인식 등에 근거한다. 지배주주순이익은 150억원(YoY+29%) 이다.

▶**국내** 매출 2.2천억원(YoY+19%), 영업이익 206억원(YoY+19%)을 달성했다. 주요 고객사의 히트제품 및 핵심 카테고리 수주 호조세 이어졌으며, 해외 수출 물량 또한 회복세를 띄었다. 색조 비중 증가에도 생산성 개선으로 수익성은 유지되었다. 순손실 59억원 기록했는데, 관계사(미국)의 대여금 대손충당금(220억원)이 설정된 영향이다. (잔여 대여금 장부가액 약 1.5천억원 수준)

▶**이스트(중국)** 매출 1.8천억원 (YoY+38%)으로 분기 최대 매출 기록했다. 영업이익률은 10% 초반 예상한다. 순이익은 200억원(YoY+95%) 기록했는데, 상해 매출 고성장에 따른 견고한 이익 및 중국 고신기술기업 선정으로 약 70억원 법인세 절감 효과에 기인한다. 법인별 매출은 상해 1.5천억원 (YoY+56%), 광저우 369억원(YoY-13%) 기록했다. 상해법인은 신규/온라인 고객사의 수주 확대가 이어졌으며, 새롭게 브랜드 유통 매출(KGC인삼공사 브랜드 동인비, 4Q21 113억원, 연간 233억원)이 더해졌다. 광저우법인의 매출 감소는 주요 고객사의 판매 부진 영향이다.

▶**웨스트(미국)** 매출 308억원(YoY-32%), 순손실 325억원 (YoY+382억원)으로 예상을 크게 하회했다. 손소독제 역기저, 부자재 수급 이슈 등으로 매출이 부진했다. 누월드의 경우 부실 매출채권 대손 인식, 부자재 재고 폐기 등의 일회성 비용 50억원 반영되었으며, 민사소송 관련 일회성 비용 인식(미공개) 등이 존재했다.

자회사 상장을 앞두고

2021년 코스맥스는 국내와 중국에서 사상 최대 매출 기록했다. 2022년에도 지속성장 기대한다. 특히 중국은 견고한 성과를 통해 상장을 앞두고 있다. 2022년은 미국법인의 회복 여부가 기업 가치에 핵심 요소가 될 것이다. 2018년 이후 매출은 정체 및 감소했으며, 사업 시작 이래 전사 손익에 부담만이 이어졌다. 미국의 빠른 회복이 절실한 시점이다. 투자 의견 BUY, 목표주가 11만원 유지한다. (국내+중국 제외 해외 순이익) * (Target P/E 10x) + 중국 2022년 예상 순이익에 30x 적용 후 40% 할인 반영

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,212	18.8	6.7	4,027	4.6
영업이익	304	190.0	21.8	240	26.6
세전계속사업이익	68	흑전	-29.5	143	-52.7
지배순이익	150	흑전	34.0	116	28.9
영업이익률 (%)	7.2	+4.2 %pt	+0.9 %pt	6.0	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.6	흑전	+0.8 %pt	2.9	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021P	2022F
매출액	13,307	13,829	15,915	17,755
영업이익	540	666	1,226	1,374
지배순이익	318	214	742	996
PER	33.4	43.7	12.7	9.2
PBR	3.1	2.7	1.8	1.4
EV/EBITDA	16.3	12.1	7.9	6.4
ROE	10.5	6.2	16.5	16.6

자료: 유안타증권

코스맥스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021P	2022F
연결 매출액	345.0	430.4	395.0	421.2	399.8	472.8	439.2	463.7	1,330.7	1,382.9	1,591.5	1,775.5
코스맥스코리아	188.5	230.0	217.7	217.0	226.2	253.0	239.4	238.7	739.0	765.4	853.1	957.3
코스맥스차이나	99.6	140.4	117.8	151.5	112.6	161.6	137.2	173.6	371.8	337.1	509.3	585.1
코스맥스광저우	33.9	36.2	33.6	36.9	30.5	32.6	37.0	40.6	110.0	128.4	140.6	140.6
코스맥스웨스트	31.4	34.0	35.8	30.8	33.9	37.8	41.3	34.7	159.3	166.4	132.0	147.7
% YoY 연결 매출액	5%	13%	23%	19%	16%	10%	11%	10%	6%	4%	15%	12%
코스맥스코리아	-7%	10%	26%	19%	20%	10%	10%	10%	9%	4%	11%	12%
코스맥스차이나	58%	46%	46%	56%	13%	15%	16%	15%	-10%	-9%	51%	15%
코스맥스광저우	36%	9%	21%	-13%	-10%	-10%	10%	10%	65%	17%	9%	0%
코스맥스웨스트	-4%	-12%	-28%	-32%	8%	11%	15%	13%	-4%	4%	-21%	12%
연결 영업이익	23.3	43.9	25.0	30.4	28.7	38.0	35.1	35.7	54.0	66.6	122.6	137.4
코스맥스코리아	15.9	20.5	20.6	20.6	19.1	22.5	21.0	22.4	40.2	65.9	77.6	84.9
해외 및 조정	7.4	23.5	4.3	9.8	9.6	15.5	14.1	13.3	13.8	0.8	45.0	52.5
% YoY 연결 영업이익	45%	68%	80%	190%	23%	-14%	41%	17%	3%	23%	84%	12%
코스맥스코리아	-3%	-2%	81%	19%	20%	10%	2%	9%	82%	64%	18%	9%
해외 및 조정	흑전	331%	75%	흑전	30%	-34%	225%	36%	-54%	-94%	5659%	17%
연결 순이익	9.8	26.1	-1.8	0.3	18.2	22.4	23.6	18.0	18.3	-29.1	34.4	82.1
코스맥스코리아	20.7	17.2	-11.5	-5.9	13.3	16.0	14.8	15.9	92.6	-34.6	20.5	59.9
코스맥스차이나	7.3	15.6	12.3	14.8	8.5	17.8	12.1	20.8	-1.3	11.1	50.0	59.2
코스맥스광저우	2.3	3.4	2.7	5.5	2.4	3.1	3.6	5.0	11.6	12.6	13.9	14.1
코스맥스웨스트	-13.4	-15.3	-28.1	-32.5	-9.0	-8.0	-5.0	-4.0	-24.4	-58.5	-73.3	-26.0
% YoY 순이익	718%	89%	적전	흑전	85%	-14%	흑전	5891%	-13%	적전	흑전	138%
코스맥스코리아	92%	148%	적전	적지	-36%	-7%	흑전	흑전	334%	적전	흑전	192%
코스맥스차이나	흑전	89%	1499%	177%	16%	14%	-2%	41%	적전	흑전	350%	18%
코스맥스광저우	-17%	41%	9%	12%	6%	-10%	34%	-10%	36%	8%	11%	1%
코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	16.1	32.0	11.2	15.0	21.3	27.5	25.1	25.7	31.8	21.4	74.3	99.6
% Margin 매출총이익률	17%	19%	17%	16%	17%	17%	18%	17%	14%	15%	17%	17%
영업이익률	7%	10%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	4%	5%	8%	8%
코스맥스코리아	8%	9%	9%	9%	8%	9%	9%	9%	5%	9%	9%	9%
해외 및 조정	5%	13%	3%	5%	6%	8%	8%	6%	2%	0%	7%	7%
순이익률	5%	7%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	2%	2%	5%	6%
코스맥스코리아	11%	7%	-5%	-3%	6%	6%	6%	7%	13%	-5%	2%	6%
코스맥스차이나	7%	11%	10%	10%	8%	11%	9%	12%	0%	3%	10%	10%
코스맥스광저우	7%	9%	8%	15%	8%	9%	10%	12%	11%	10%	10%	10%
코스맥스웨스트	-43%	-45%	-78%	-106%	-27%	-21%	-12%	-12%	-15%	-35%	-56%	-18%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	13,307	13,829	15,915	17,755	18,988	
매출원가	11,472	11,720	13,140	14,665	15,493	
매출충이익	1,835	2,108	2,775	3,091	3,495	
판매비	1,295	1,442	1,549	1,717	1,865	
영업이익	540	666	1,226	1,374	1,630	
EBITDA	920	1,125	1,648	1,801	2,057	
영업외손익	-181	-665	-444	-294	-226	
외환관련손익	28	-28	27	27	27	
이자손익	-219	-187	-151	-118	-89	
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	
기타	11	-449	-318	-202	-163	
법인세비용차감전순손익	359	1	782	1,080	1,404	
법인세비용	176	292	438	259	337	
계속사업순손익	183	-291	344	821	1,067	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	183	-291	344	821	1,067	
지배지분순이익	318	214	742	996	1,183	
포괄순이익	166	-356	278	755	1,001	
지배지분포괄이익	310	84	600	916	1,214	

주: 영업이익 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	831	2,047	2,022	
당기순이익	183	-291	344	821	1,067	
감가상각비	363	436	406	413	415	
외환손익	-15	13	-27	-27	-27	
중속, 관계기업관련손익	1	1	1	1	1	
자산부채의 증감	9	-215	-616	119	-151	
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	-969	-946	-1,043	
현금의 증감	414	259	964	777	701	
기초 현금	352	766	1,025	1,989	2,766	
기말 현금	766	1,025	1,989	2,766	3,467	
NOPLAT	540	666	1,226	1,374	1,630	
FCF	-302	-175	301	1,572	1,593	

자료: 유안타증권

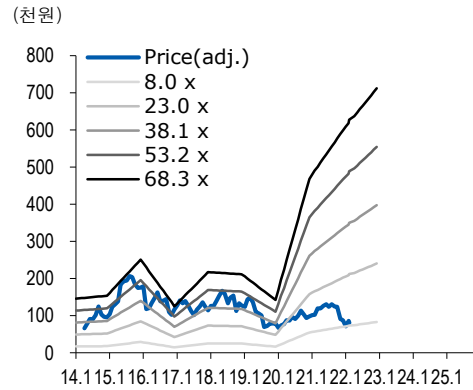
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	6,183	6,226	8,484	9,978	11,160	
현금및현금성자산	766	1,025	1,989	2,766	3,467	
매출채권 및 기타채권	3,177	3,058	4,061	4,521	4,829	
재고자산	2,089	1,933	2,225	2,482	2,654	
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	14,293	15,873	17,094	
유동부채	7,164	7,181	7,902	8,745	9,080	
매입채무 및 기타채무	2,617	2,314	2,807	3,459	3,605	
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	9,893	10,735	11,071	
지배지분	3,435	3,429	5,548	6,479	7,596	
자본금	50	50	57	57	57	
자본잉여금	1,820	1,821	3,258	3,258	3,258	
이익잉여금	1,615	1,738	2,480	3,476	4,659	
비지배지분	-270	-710	-1,148	-1,341	-1,572	
자본총계	3,165	2,719	4,400	5,137	6,023	
순차입금	4,641	4,960	4,224	3,637	3,127	
총차입금	5,435	6,032	6,260	6,450	6,640	

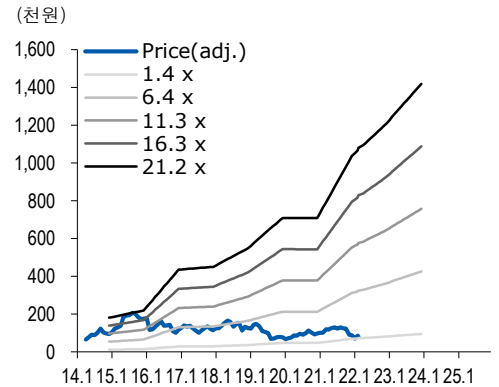
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	3,099	2,082	6,861	8,777	10,423	
BPS	33,462	33,405	48,901	57,101	66,947	
EBITDAPS	9,153	11,191	15,236	15,869	18,121	
SPS	129,592	134,679	147,102	156,441	167,302	
DPS	881	0	0	0	0	
PER	33.4	43.7	12.7	9.2	7.8	
PBR	3.1	2.7	1.8	1.4	1.2	
EV/EBITDA	16.3	12.1	7.9	6.4	5.2	
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	5.6	3.9	15.1	11.6	6.9	
영업이익 증가율 (%)	3.2	23.4	84.0	12.1	18.6	
지배순이익 증가율 (%)	-2.4	-32.8	247.2	34.2	18.7	
매출총이익률 (%)	13.8	15.2	17.4	17.4	18.4	
영업이익률 (%)	4.1	4.8	7.7	7.7	8.6	
지배순이익률 (%)	2.4	1.5	4.7	5.6	6.2	
EBITDA 마진 (%)	6.9	8.1	10.4	10.1	10.8	
ROIC	3.8	-2,261.5	6.8	12.4	14.4	
ROA	2.8	1.8	5.7	6.6	7.2	
ROE	10.5	6.2	16.5	16.6	16.8	
부채비율 (%)	280.6	337.3	224.9	209.0	183.8	
순차입금/자기자본 (%)	135.1	144.7	76.1	56.1	41.2	
영업이익/금융비용 (배)	2.4	3.3	7.7	10.8	16.2	

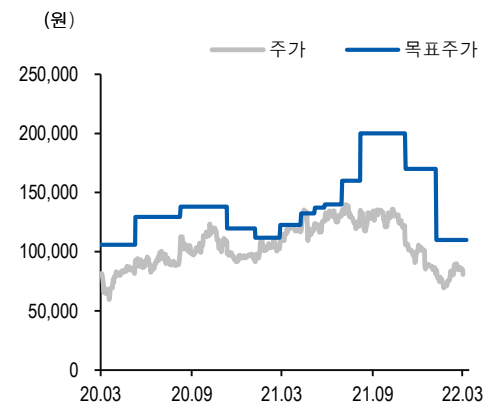
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-08	BUY	110,000	1년		
2022-01-12	BUY	110,000	1년		
2021-11-11	BUY	170,000	1년	-43.83	-37.35
2021-08-12	BUY	200,000	1년	-35.91	-32.00
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

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)	92.7
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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 투자의사결정은 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.