

2023. 3. 10



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 98,000 원

현재주가 (3.9) 82,100 원

상승여력 19.4%

KOSPI	2,419.09pt
시가총액	9,318억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.88%
외국인비중	24.34%
52주 최고/최저가	87,800원/42,550원
평균거래대금	77.9억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 16 인	26.26
국민연금공단	11.49
베어링자산운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	37.8	2.6
상대주가	5.9	35.8	11.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,082	적전	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	흑전	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022P	1,600.1	53.1	24.1	2,124	-47.9	56,123	34.9	1.3	10.6	4.0	192.2
2023E	1,723.2	97.4	65.1	5,738	46.4	61,311	14.3	1.3	7.4	9.8	187.7
2024E	1,848.0	108.9	80.3	7,077	34.0	67,838	11.6	1.2	6.7	11.0	177.5

코스맥스 192820

4Q22 Review: Big Bath

- ✓ 4Q22 매출액 4,005억원(-5%), 영업이익 23억원(-92%, OPM 1%)
- ✓ 국내: 원가 증가(원가율 +3%p), 믹스 훼손(색조 비중 +5%p) → 영업이익 -86%
- ✓ 중국: 수요 약화 및 재고 부담 → 매출 -28%, 순이익 -67%
- ✓ 기타: 미국(+21%) 오하이오 철수, 동남아(인니 +80%, 태국 +51%) 리오프닝
- ✓ 국내 평가 인상, 중국 업황 회복, 미국 적자 축소 통한 내실 강화 기대 유효

4Q22 기대치 하회

코스맥스는 2022년 4분기 매출액 4,005억원(-4.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 23억원(-92.3%, OPM 0.6%), 순손실 -140억원(적전)으로, 시장 기대치를 밑돌았다(컨센서스 대비 영업이익 -73.0%). 일회성 비용이 대거 반영된 영향이다(영업단: 국내 총당부채 소급 적용 100억원 및 미국 구조조정 관련 36억원, 영업외단: 미국 매각 예정 유형자산 평가 총당금 271억원; 개별 대여금 총당금 990억원 및 외화평가손 679억원은 연결 조정 후 제거).

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,167억원(Flat), 29억원(-85.9%, 일회성 제거 시 -37.4%)을 시현했다. 원가 증가(원가율 +3%p 추정)에 믹스 훼손(색조 비중 +5%p)이 수익성을 끌어내렸다.

[해외] 중국(매출 -28.1%, 순이익 -66.7%)은 코로나 재확산과 전방 재고 부담으로 부진했다. 미국의 경우 오하이오 공장 폐쇄 영향이 컸다. 안전 재고 확보 수요로 매출(+21.3%)은 늘었으나, 유형자산 평가 총당금 선반영이 적자 폭을 키웠다(순손실: 4Q22 -437억원 vs. 4Q21 -329억원). 인니(매출 +80.0%, 적지)와 태국(매출 +51.2%, 흑전)은 리오프닝 수혜로 약진했다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 98,000원 제시

내실 강화는 유효하다. 국내는 평가 인상을 통한 마진 확장(1Q23E 반영 시작), 중국은 업황 회복에 기반한 가동 정상화(2023E 매출 +15.6%, 순이익 +20.8%), 미국은 오하이오 법인 철수에 따른 적자 제거(1월 완전 철수, 2023E 순적자 +350억원 축소)를 말한다(2023E 연결 영업이익 +83.6%, 순이익 +170.1%). 중국 경제 활동 재개 또한 단기 주가를 지지해줄 전망이다.

(십억원)	4Q22	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	400.5	421.2	-4.9	396.8	0.9	397.4	0.8
영업이익	2.3	30.4	-92.3	19.7	-88.1	8.7	-73.0
순이익	-14.0	15.2	적전	11.3	적전	4.6	적전
영업이익률(%)	0.6	7.2	-6.6	5.0	-4.4	2.2	-1.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,723.2	1,848.0	1,752.0	1,879.5	-1.6	-1.7	1,745.1	1,936.4
영업이익	97.4	108.9	100.7	112.8	-3.2	-3.5	108.7	139.7
순이익	65.1	80.3	65.0	84.9	0.2	-5.4	77.9	104.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	5,963	지배순이익 기준
Target PER	17	글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 40% 할인 적용
적정가치 (원)	98,000	
현재주가 (원)	82,100	
상승여력 (%)	19.4	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
코스맥스	932	1,723	1,848	97	109	65	80	14.3	11.6	1.3	1.2	9.8	11.0	7.4	6.7
한국콜마	929	2,096	2,214	137	160	69	87	13.6	10.8	1.3	1.2	10.1	11.6	10.2	9.2
L'Oreal	271,580	53,747	57,472	10,598	11,525	8,406	9,144	32.5	29.9	7.0	6.4	23.4	23.3	21.3	19.8
Estee Lauder	119,086	22,911	25,021	4,350	4,956	3,188	3,659	37.6	32.4	15.0	13.8	40.5	47.5	23.0	20.1
Shiseido	25,393	10,208	10,894	808	1,080	544	749	47.1	34.2	4.6	4.3	10.2	13.1	19.0	16.4
Yatsen	1,041	731	869	-111	-82	-53	-45	-	-	1.5	1.7	-10.2	-9.8	-	-
Shanghai Jahwa	3,870	1,568	1,765	164	198	142	171	27.0	22.5	2.6	2.4	10.0	10.9	18.5	15.8
Fujian Green Pine	720	584	633	32	50	30	43	26.2	17.0	1.9	1.7	7.8	10.5	14.6	12.8
평균(국내사 제외)								30.0	24.9	5.1	4.7	16.2	18.2	16.5	14.7

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	397.9	405.0	396.8	400.5	388.3	438.8	435.1	460.9	1,600.1	1,723.2	1,848.0
국내	205.1	225.5	206.7	216.7	229.3	246.5	223.2	231.9	854.0	930.9	975.2
중국	145.1	143.6	134.3	127.4	124.4	168.3	164.7	178.9	550.4	636.3	703.2
상해	121.8	107.5	103.0	99.8	97.4	128.7	128.7	145.8	432.1	500.6	555.0
광저우	23.3	36.0	31.4	27.6	26.9	39.6	36.0	33.1	118.3	135.7	148.2
미국	45.2	38.3	45.8	38.2	22.8	24.5	36.8	32.7	167.5	116.8	129.6
오하이오	19.8	18.4	24.3	20.9	-	-	-	-	83.5	-	-
뉴월드	25.4	19.9	21.4	17.3	22.8	24.5	36.8	32.7	84.0	116.8	129.6
기타	16.8	18.1	25.1	26.3	24.6	22.6	28.3	28.8	86.2	104.4	113.5
인도네시아	14.0	14.7	18.3	19.8	18.2	17.6	21.1	21.8	66.8	78.7	86.6
태국	2.8	3.4	6.8	6.5	6.4	5.0	7.3	7.0	19.4	25.7	27.0
영업이익	13.7	17.2	19.7	2.3	16.1	25.5	28.7	27.1	53.1	97.4	108.9
<i>영업이익률</i>	<i>3.5</i>	<i>4.3</i>	<i>5.0</i>	<i>0.6</i>	<i>4.2</i>	<i>5.8</i>	<i>6.6</i>	<i>5.9</i>	<i>3.3</i>	<i>5.7</i>	<i>5.9</i>
국내	9.7	18.6	11.7	2.9	14.6	18.5	16.7	15.5	42.8	65.3	79.1
해외(연결-개별)	4.1	-1.4	8.1	-0.6	1.6	7.0	12.0	11.6	10.2	32.1	29.8
순이익	15.3	11.5	11.3	-14.0	13.0	20.4	20.8	10.9	24.1	65.1	80.3
<i>순이익률</i>	<i>3.8</i>	<i>2.8</i>	<i>2.9</i>	<i>-3.5</i>	<i>3.3</i>	<i>4.7</i>	<i>4.8</i>	<i>2.4</i>	<i>1.5</i>	<i>3.8</i>	<i>4.3</i>
국내	10.4	23.2	21.7	-120.7	11.7	14.8	13.4	6.2	-65.4	46.1	55.3
중국	15.1	14.5	11.6	8.6	10.0	17.7	16.1	17.2	49.7	61.0	71.0
상해	12.2	9.4	7.9	6.6	7.8	13.5	12.8	14.5	36.1	48.7	57.7
광저우	2.9	5.1	3.7	1.9	2.2	4.2	3.3	2.7	13.6	12.4	13.3
미국	-14.0	-16.3	-12.3	-43.7	-14.4	-12.0	-12.6	-12.0	-86.3	-50.9	-45.2
오하이오	-7.6	-5.0	-2.8	-28.7	-2.9	0.0	0.0	0.0	-44.1	-2.9	0.0
뉴월드	-6.4	-11.3	-9.5	-15.0	-11.5	-12.0	-12.6	-12.0	-42.2	-48.0	-45.2
동남아	0.0	-2.0	-1.1	0.6	0.1	-0.2	1.5	1.4	-2.5	2.8	5.9
인도네시아	1.4	0.2	0.3	-0.5	-0.6	-0.7	0.8	0.6	1.4	0.2	3.1
태국	-1.3	-2.2	-1.4	1.1	0.7	0.5	0.7	0.8	-3.8	2.6	2.8
(% YoY)											
매출액	15.3	-5.9	0.5	-4.9	-2.4	8.4	9.7	15.1	0.5	7.7	7.2
국내	8.8	-2.0	-5.0	-0.2	11.8	9.3	8.0	7.0	0.1	9.0	4.7
상해	22.9	-21.0	-10.9	-28.8	-20.0	19.7	25.0	46.1	-12.0	15.9	10.8
광저우	-31.2	-0.5	-6.7	-25.2	15.6	10.0	14.7	20.0	-15.9	14.7	9.2
오하이오	41.3	22.8	20.6	48.2	0.0	0.0	0.0	0.0	31.8	-	-
뉴월드	38.8	2.4	23.5	-0.6	-10.0	22.8	71.5	89.0	15.9	39.0	11.0
인도네시아	100.4	44.9	66.7	80.0	30.0	20.0	15.0	10.0	70.8	17.8	10.0
태국	-57.1	-26.8	49.2	51.2	131.4	48.3	7.4	7.7	-2.6	32.3	5.0
영업이익	-41.0	-60.8	-20.9	-92.3	17.4	48.1	45.4	1,055.2	-56.7	83.6	11.8
<i>영업이익률</i>	<i>-3.3</i>	<i>-6.0</i>	<i>-1.3</i>	<i>-6.6</i>	<i>0.7</i>	<i>1.6</i>	<i>1.6</i>	<i>5.3</i>	<i>-4.4</i>	<i>2.3</i>	<i>0.2</i>
개별	-39.3	-9.0	-43.5	-85.9	51.0	-0.5	43.5	433.3	-44.8	52.5	21.1
자회사(연결-개별)	-44.6	적전	86.5	적전	-61.9	흑전	48.3	흑전	-77.3	214.2	-7.3
순이익	0.0	-0.6	0.0	적전	-15.2	78.0	84.0	흑전	-67.6	170.1	23.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,382.9	1,591.5	1,600.1	1,723.2	1,848.0
매출액증가율 (%)	3.9	15.1	0.5	7.7	7.2
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,393.8	1,462.8	1,565.3
매출총이익	210.8	277.5	206.3	260.3	282.7
판매관리비	144.2	154.9	153.3	162.9	173.8
영업이익	66.6	122.6	53.1	97.4	108.9
영업이익률	4.8	7.7	3.3	5.7	5.9
금융손익	-23.2	-8.5	0.8	-19.4	-20.3
중속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-43.2	-35.8	-47.7	-27.2	-20.6
세전계속사업이익	0.1	78.3	6.1	50.7	68.0
법인세비용	29.2	43.9	-12.6	23.3	31.2
당기순이익	-29.1	34.3	18.8	27.5	36.8
지배주주지분 손이익	21.4	74.4	24.1	65.1	80.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	41.5	100.1	55.2	92.2	83.9
당기순이익(손실)	-29.1	34.3	18.8	27.5	36.8
유형자산상각비	43.6	48.5	57.9	67.7	65.4
무형자산상각비	2.2	3.3	3.2	1.2	1.1
운전자본의 증감	-21.5	-40.8	-19.8	-4.2	-19.4
투자활동 현금흐름	-64.6	-143.7	-36.9	-56.7	-52.8
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-40.8	-120.9	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-23.2	3.7	-6.0	-2.5
재무활동 현금흐름	50.7	32.5	-30.6	-21.4	-22.5
차입금의 증감	62.2	-49.3	41.5	-15.1	-16.2
자본의 증가	0.1	111.0	-5.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	-2.7	-3.6	14.1	8.6
기초현금	76.6	102.5	99.8	96.3	110.4
기말현금	102.5	99.8	96.3	110.4	119.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	622.6	792.2	742.1	793.1	837.0
현금및현금성자산	102.5	99.8	96.0	110.1	118.8
매출채권	297.7	350.0	364.0	378.5	393.7
재고자산	193.3	223.6	237.0	253.6	271.3
비유동자산	566.4	619.7	756.7	743.8	729.9
유형자산	437.1	471.2	598.7	580.9	565.6
무형자산	56.8	50.3	55.3	54.2	53.1
투자자산	30.1	53.2	49.6	55.6	58.1
자산총계	1,189.0	1,411.9	1,498.7	1,536.9	1,566.9
유동부채	718.1	787.7	887.4	898.1	894.9
매입채무	142.9	186.7	194.2	198.1	202.0
단기차입금	379.5	363.6	415.6	398.6	381.6
유동성장기부채	63.6	71.9	120.3	120.3	120.3
비유동부채	199.1	158.9	98.4	104.7	107.3
사채	35.0	51.4	12.2	12.2	12.2
장기차입금	116.4	44.8	7.3	7.3	7.3
부채총계	917.1	946.5	985.8	1,002.8	1,002.2
자본금	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.1	292.5	286.8	286.8	286.8
기타포괄이익누계액	-17.7	15.4	78.8	78.8	78.8
이익잉여금	173.8	248.1	266.0	324.9	399.0
비지배주주지분	-71.0	-95.9	-124.1	-161.7	-205.3
자본총계	271.9	465.4	512.9	534.1	564.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	134,679	147,101	140,986	151,829	162,824
EPS(지배주주)	2,082	6,880	2,124	5,738	7,077
CFPS	13,327	17,492	7,726	12,169	13,375
EBITDAPS	10,953	16,120	10,055	14,651	15,446
BPS	33,393	49,457	56,123	61,311	67,838
DPS	0	550	550	550	550
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	12.7	34.9	14.3	11.6
PCR	7.3	5.0	9.6	6.7	6.1
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	2.9	1.8	1.3	1.3	1.2
EBITDA	112.5	174.4	114.1	166.3	175.3
EV/EBITDA	12.8	7.3	10.6	7.4	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	16.5	4.0	9.8	11.0
EBITDA 이익률	8.1	11.0	7.1	9.6	9.5
부채비율	337.3	203.4	192.2	187.7	177.5
금융비용부담률	1.4	1.1	1.2	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.3	7.0	2.7	4.4	5.0
매출채권회전율(x)	4.6	4.9	4.5	4.6	4.8
재고자산회전율(x)	6.9	7.6	6.9	7.0	7.0

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 하시기를 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 종가대비 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 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)	
2021.03.03	기업브리프	Buy	127,431	하누리	-8.3	-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	-43.5	-37.4	
2022.01.11	기업브리프	Buy	120,000	하누리	-32.9	-25.0	
2022.03.08	기업브리프	Buy	110,000	하누리	-25.5	-20.2	
2022.04.08	산업브리프	Buy	100,000	하누리	-18.2	-13.2	
2022.05.17	기업브리프	Hold	70,000	하누리	-7.8	-5.9	
2022.05.25	산업분석	Hold	75,000	하누리	-17.3	-6.4	
2022.07.14	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-29.5	-20.0	
2022.10.06	기업브리프	Buy	73,000	하누리	-35.7	-29.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	70,000	하누리	-6.4	8.3	
2023.01.16	기업브리프	Buy	83,000	하누리	-4.2	3.4	
2023.03.10	기업브리프	Buy	98,000	하누리	-	-	