

2023. 4. 13



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) **100,000 원**

현재주가 (4.12) **77,800 원**

상승여력 **28.5%**

KOSPI	2,550.64pt
시가총액	8,830억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.86%
외국인비중	25.04%
52주 최고/최저가	86,800원/42,550원
평균거래대금	74.1억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 17 인	26.27
국민연금공단	12.18
베어링자산운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	78.6	-6.9
상대주가	-9.2	54.3	-2.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	흑전	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022	1,600.1	53.1	20.9	1,837	적전	51,203	40.3	1.4	10.1	3.6	214.3
2023E	1,720.8	92.8	64.9	5,716	흑전	56,919	13.6	1.4	7.7	10.6	205.9
2024E	1,853.8	104.4	74.9	6,601	33.8	63,519	11.8	1.2	6.7	11.0	185.0
2025E	1,937.3	110.3	80.9	7,127	11.6	70,646	10.9	1.1	6.0	10.6	169.8

코스맥스 192820

1Q23E Preview: 9부 능선

- ✓ 1Q23E 매출액 3,802억원(-4%), 영업이익 105억원(-23%, OPM 3%)
- ✓ 국내: 제품 믹스 훼손 및 판가 인상 지연 → 매출 +12%, OPM Flat
- ✓ 중국: 생산 차질(1~2월 부진) > 3월 호조 → 매출 -24%, 순이익 -50%
- ✓ 기타: 미국(매출 -34%, 적자 61억원 축소) 오하이오 철수, 동남아(+34%) 리오프닝
- ✓ 중국 정상화 & 미국 효율화 & 국내 안정화 기반 수익성 개선 부각, 매수 접근 추천

1Q23E 마지막 고비

코스맥스는 2023년 1분기 매출액 3,802억원(-4.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 105억원(-23.3%, OPM 2.8%), 순이익 111억원(-27.2%)을 기록할 전망이다. 미국(-33.9%) 오하이오 철수(잔여 폐점 비용 18억원 추산)와 중국(-23.7%) 가동 저하(2월 누적 가동률 10% 미만, 3월 정상 가동)를 감안, 수익성 훼손이 불가피하다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,293억원(+11.8%), 109억원(+13.4%, 1Q22 매출 채권충당금 36억원 제외 시 -17.4%, OPM 4.8%)을 추정한다. 제품 믹스 훼손(색조 증가)과 판가 인상 지연을 감안했다. [중국] 매출액 1,107억원(-23.7%), 순이익 76억원(-50.0%)을 추정한다. 생산 차질로 감익이 불가피하다. 절대 매출 규모를 감안, 3월 호조만은 1~2월 부진을 상쇄하기 어렵다(월평균 매출: 맥스 상해 400억원 vs. 콜마 무석 100억원 수준).

[미국] 매출액 299억원(-33.9%), 순손실 79억원(+61억원, 적자 축소)을 예상한다. 오하이오 폐점 영향으로 매출액 -128억원(누월도 70억원 이관) 감소, 순손실 58억원(철수 비용 18억원) 축소를 반영했다. [동남아] 인도네시아(+30.0%)는 온라인 호조, 태국(+51.4%)은 리오프닝 수혜가 기대된다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 100,000원 제시

9부 능선 넘었다. 중국 정상화와 미국 효율화를 통한 수익성 향상이 본격화된다. 국내는 판가 상승에 색조 강세가 동반, 레버리지 효과를 창출하겠다(순이익: 1Q23E -27.2% → 2Q23E +91.2% → 3Q23E +73.4% → 4Q23E 흑전). 주력 고객사의 해외 사업 확장(클리오 미국/동남아, 롬인 일본 등), 중국 마스크 착용 해제(공공장소 마스크 착용 권고로 하향) 등 추가 성장 동력도 충분하다. 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	380.2	397.9	-4.4	400.5	-5.1	386.6	-1.7
영업이익	10.5	13.7	-23.3	2.4	341.1	14.1	-25.0
순이익	11.1	15.3	-27.2	-17.2	흑전	10.1	10.2
영업이익률(%)	2.8	3.5	-0.7	0.6	2.2	3.6	-0.9

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,720.8	1,853.8	1,723.2	1,848.0	-0.1	0.3	1,746.0	1,914.5
영업이익	92.8	104.4	97.4	108.9	-4.7	-4.1	105.8	132.3
순이익	64.9	74.9	65.1	80.3	-0.4	-6.7	73.9	96.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	5,939	지배순이익 기준
Target PER	18	글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 30% 할인 적용
적정가치 (원)	100,000	
현재주가 (원)	77,800	
상승여력 (%)	28.5	

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	883	1,721	1,854	93	104	65	75	13.6	11.8	1.4	1.2	10.6	11.0	7.7	6.7
한국콜마	971	2,150	2,296	144	169	69	90	14.0	10.8	1.3	1.2	10.0	11.8	11.3	10.0
L'Oreal	311,909	60,656	63,823	12,125	13,046	9,652	10,343	32.0	30.0	6.9	6.1	22.1	21.5	21.6	20.1
Estee Lauder	114,792	24,687	26,945	4,720	5,440	3,436	3,999	33.6	28.5	13.4	12.9	42.9	46.9	20.4	17.9
Shiseido	24,280	10,803	11,467	1,011	1,250	684	847	35.9	29.0	3.8	3.5	11.2	12.9	15.9	14.2
Yatsen	1,079	853	943	-34	0	17	36	-	15.9	1.2	1.0	0.3	6.5	12.4	8.8
Shanghai Jahwa	3,866	1,616	1,803	165	199	145	174	26.5	22.0	2.5	2.3	9.8	10.8	18.1	15.3
Fujian Green Pine	653	509	545	33	50	31	44	22.2	14.2	1.8	1.6	8.6	11.6	11.5	10.2
평균(국내사 제외)								26.1	22.1	4.7	4.3	16.7	18.2	14.9	13.3

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	380.2	448.7	435.6	456.3	1,600.1	1,720.8	1,853.8
국내	205.1	225.5	206.7	216.7	229.3	249.8	227.5	236.1	854.0	942.7	997.5
중국	145.1	143.6	134.3	127.4	110.7	175.9	160.9	173.2	550.4	620.7	684.9
상해	121.8	107.5	103.0	99.8	85.3	136.3	125.3	140.1	432.1	486.9	538.8
광저우	23.3	36.0	31.4	27.6	25.5	39.6	35.6	33.1	118.3	133.8	146.1
미국	45.2	38.3	45.8	40.6	29.9	24.5	36.8	32.2	169.8	123.3	137.5
오하이오	19.8	18.4	24.3	22.0	-	-	-	-	84.6	-	-
뉴월드	25.4	19.9	21.4	18.5	29.9	24.5	36.8	32.2	85.3	123.3	137.5
기타	16.8	18.1	25.1	26.2	22.4	22.6	28.3	28.6	86.1	102.0	111.0
인도네시아	14.0	14.7	18.3	19.7	18.2	17.6	21.1	21.6	66.7	78.6	86.4
태국	2.8	3.4	6.8	6.5	4.2	5.0	7.3	7.0	19.4	23.5	24.6
영업이익	13.7	17.2	19.7	2.4	10.5	26.1	28.7	27.5	53.1	92.8	104.4
<i>영업이익률</i>	<i>3.5</i>	<i>4.3</i>	<i>5.0</i>	<i>0.6</i>	<i>2.8</i>	<i>5.8</i>	<i>6.6</i>	<i>6.0</i>	<i>3.3</i>	<i>5.4</i>	<i>5.6</i>
국내	9.7	18.6	11.7	2.9	10.9	22.0	17.1	16.1	42.9	66.1	78.1
해외(연결-개별)	4.1	-1.4	8.1	-0.5	-0.4	4.1	11.7	11.4	10.2	26.7	26.3
순이익	15.3	11.5	11.3	-17.2	11.1	22.0	19.6	12.1	20.8	64.9	74.9
<i>순이익률</i>	<i>3.8</i>	<i>2.8</i>	<i>2.9</i>	<i>-4.3</i>	<i>2.9</i>	<i>4.9</i>	<i>4.5</i>	<i>2.7</i>	<i>1.3</i>	<i>3.8</i>	<i>4.0</i>
국내	10.4	23.2	21.7	-155.9	8.8	17.6	13.6	6.4	-100.6	46.5	54.1
중국	15.1	14.5	11.6	8.5	7.6	18.5	15.7	16.7	49.7	58.5	67.5
상해	12.2	9.4	7.9	6.6	6.0	14.3	12.5	13.9	36.1	46.7	54.9
광저우	2.9	5.1	3.7	1.9	1.6	4.2	3.2	2.7	13.6	11.8	12.6
미국	-14.0	-16.3	-12.3	-44.1	-7.9	-9.0	-7.8	-7.9	-86.7	-32.5	-25.0
오하이오	-7.6	-5.0	-2.8	-35.9	-1.8	0.0	0.0	0.0	-51.2	-1.8	0.0
뉴월드	-6.4	-11.3	-9.5	-8.2	-6.1	-9.0	-7.8	-7.9	-35.5	-30.7	-25.0
동남아	0.0	-2.0	-1.1	0.6	0.6	0.3	0.3	0.6	-2.4	1.8	2.8
인도네시아	1.4	0.2	0.3	-0.4	1.1	0.9	1.1	1.1	1.4	4.2	5.1
태국	-1.3	-2.2	-1.4	1.1	-0.5	-0.6	-0.8	-0.5	-3.9	-2.4	-2.3
(% YoY)											
매출액	15.3	-5.9	0.5	-4.9	-4.4	10.8	9.8	13.9	0.5	7.5	7.7
국내	8.8	-2.0	-5.0	-0.2	11.8	10.8	10.1	9.0	0.1	10.4	5.8
상해	22.9	-21.0	-10.9	-28.8	-30.0	26.7	21.7	40.3	-12.0	12.7	10.7
광저우	-31.2	-0.5	-6.7	-25.2	9.4	10.0	13.4	20.0	-15.9	13.1	9.2
오하이오	41.3	22.8	20.6	56.0	0.0	0.0	0.0	0.0	33.6	-	-
뉴월드	38.8	2.4	23.5	6.6	17.6	22.8	71.5	73.6	17.7	44.5	11.5
인도네시아	100.4	44.9	66.7	78.9	30.0	20.0	15.0	10.0	70.5	17.8	10.0
태국	-57.1	-26.8	49.2	50.7	51.4	48.3	7.4	7.6	-2.6	20.9	5.0
영업이익	-41.0	-60.8	-20.9	-92.1	-23.3	51.5	45.6	1,048.6	-56.7	75.0	12.5
<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>5.4</i>	<i>-4.4</i>	<i>2.1</i>	<i>0.2</i>
개별	-39.3	-9.0	-43.5	-85.8	13.4	18.3	46.2	450.9	-44.8	54.3	18.2
자회사(연결-개별)	-44.6	적전	86.5	적전	적전	흑전	44.7	흑전	-77.2	160.8	-1.6
순이익	0.0	-0.6	0.0	적전	-27.2	91.2	73.4	흑전	-72.0	211.2	15.5

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591.5	1,600.1	1,720.8	1,853.8	1,937.3
매출액증가율 (%)	15.1	0.5	7.5	7.7	4.5
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,465.5	1,575.6	1,646.9
매출총이익	277.5	205.3	255.3	278.2	290.3
판매관리비	154.9	152.2	162.4	173.8	180.1
영업이익	122.6	53.1	92.8	104.4	110.3
영업이익률	7.7	3.3	5.4	5.6	5.7
금융손익	-8.5	-17.9	-37.0	-38.5	-39.7
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-35.8	-29.1	-18.9	-16.6	-15.5
세전계속사업이익	78.3	6.2	36.9	49.4	55.1
법인세비용	43.9	22.6	16.9	22.7	25.3
당기순이익	34.3	-16.5	20.0	26.7	29.8
지배주주지분 손이익	74.4	20.9	64.9	74.9	80.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792.2	737.2	745.4	733.2	747.0
현금및현금성자산	99.8	169.1	143.2	99.5	85.7
매출채권	350.0	302.8	314.9	327.5	341.9
재고자산	223.6	202.3	216.4	231.6	241.8
비유동자산	619.7	659.3	674.7	666.2	658.2
유형자산	471.2	490.6	498.5	486.9	476.7
무형자산	50.3	49.6	48.5	47.6	46.7
투자자산	53.2	69.7	78.2	82.2	85.4
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,420.1	1,399.4	1,405.3
유동부채	787.7	812.0	814.0	766.4	749.4
매입채무	186.7	175.8	179.3	182.9	191.0
단기차입금	363.6	434.0	414.0	354.0	322.0
유동성장기부채	71.9	69.8	69.8	69.8	69.8
비유동부채	158.9	140.2	141.9	142.0	135.0
사채	51.4	36.5	36.5	36.5	28.5
장기차입금	44.8	20.8	15.6	12.4	10.8
부채총계	946.5	952.2	955.9	908.4	884.5
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	286.8	286.8	286.8
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	21.4	21.4	21.4
이익잉여금	248.1	267.5	332.4	407.3	488.2
비지배주주지분	-95.9	-136.9	-181.8	-230.0	-281.0
자본총계	465.4	444.3	464.2	491.0	520.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	100.1	102.5	68.3	64.1	71.6
당기순이익(손실)	34.3	-16.5	20.0	26.7	29.8
유형자산상각비	48.5	54.9	53.0	52.4	50.9
무형자산상각비	3.3	3.9	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-40.8	28.2	-5.8	-16.0	-10.1
투자활동 현금흐름	-143.7	-31.3	-70.8	-45.5	-44.4
유형자산의증가(CAPEX)	-40.8	-84.2	-61.0	-40.8	-40.7
투자자산의감소(증가)	-23.2	-16.4	-8.5	-4.1	-3.2
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	-23.4	-62.3	-40.9
차입금의 증감	-49.3	44.3	-23.4	-62.3	-40.9
자본의 증가	111.0	-5.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.7	69.6	-25.9	-43.7	-13.7
기초현금	102.5	99.8	169.4	143.5	99.8
기말현금	99.8	169.4	143.5	99.8	86.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	147,101	140,986	151,619	163,341	170,691
EPS(지배주주)	6,880	1,837	5,716	6,601	7,127
CFPS	17,492	11,791	10,411	11,265	11,423
EBITDAPS	16,120	9,860	12,946	13,906	14,283
BPS	49,457	51,203	56,919	63,519	70,646
DPS	550	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	40.3	13.6	11.8	10.9
PCR	5.0	6.3	7.5	6.9	6.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.8	1.4	1.4	1.2	1.1
EBITDA	174.4	111.9	146.9	157.8	162.1
EV/EBITDA	7.3	10.1	7.7	6.7	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	3.6	10.6	11.0	10.6
EBITDA 이익률	11.0	7.0	8.5	8.5	8.4
부채비율	203.4	214.3	205.9	185.0	169.8
금융비용부담률	1.1	1.3	1.5	1.3	1.1
이자보상배율(x)	7.0	2.5	3.5	4.3	5.0
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	5.6	5.8	5.8
재고자산회전율(x)	7.6	7.5	8.2	8.3	8.2

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 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)	
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	-19.2	-17.1	
2023.04.13	기업브리프	Buy	100,000	하누리	-	-	