

2022. 5. 17

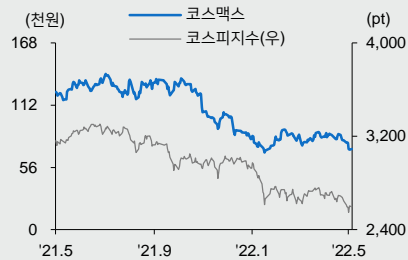


▲ **화장품/섬유이복**
 Analyst **하누리**
 02. 6454-4892
 nuri.ha@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	70,000 원
현재주가 (5.16)	72,500 원
상승여력	-3.4%
KOSPI	2,596.58pt
시가총액	8,228억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.99%
외국인비중	21.99%
52주 최고/최저가	140,000원/69,300원
평균거래대금	103.4억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 12인	26.15
국민연금공단	12.83
베어링자산운용	5.01
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-12.8 -30.6 -39.8
상대주가	-9.4 -19.9 -26.9

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	-258.6	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	-212.2	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022E	1,653.7	78.2	60.0	5,288	4.8	54,195	13.7	1.3	8.6	10.2	192.7
2023E	1,833.7	130.1	97.0	8,545	90.0	62,190	8.5	1.2	5.6	14.7	172.0
2024E	1,948.4	141.9	123.0	10,837	16.4	72,477	6.7	1.0	4.8	16.1	151.8

코스맥스 192820

1Q22 Review: 위기 속에 드러난 민낯

- ✓ 1Q22: 매출액 3,979억원(+15%), 영업이익 137억원(-41%, OPM -3%p)
- ✓ 국내: 색조 확대 & 원가 상승 & 인건비 인상 & 대손충당 반영 → 영업이익 -17%
- ✓ 중국: 상해(+29%) 신규 유치 및 OBM 추가, 광저우(-31%) Yatsen 브랜드력 저하
- ✓ 기타: 미국(+40%) 이연 인식, 인니(+100%) 거래선 호조, 태국(-57%) 수주 감소
- ✓ 한국/중국 현혈로 미국/태국 수혈 & 중국 상장 따른 수급 이탈 → 보수적 접근

1Q22 수익성 훼손

코스맥스는 2022년 1분기 매출액 3,979억원(+15.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 137억원(-41.0%, OPM 3.5%/-3.3%p), 순이익 153억원(-4.9%)을 기록하면서, 시장 기대치를 밑돌았다(컨센서스 대비 영업이익 -45.5%). 원가(원가율 +2.7%p) 부담과 믹스 훼손으로 수익성이 크게 훼손되었다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,051억원(+8.8%), 97억원(-39.3%; 매출채권대손충당금 36억원 제외 시 -16.7%)을 시현했다. 색조 확대(색조 +12% > 기초 +9%), 원부자재 부담(원가율 +1.6%p) 및 인건비 인상(+41.5%, +19억원)으로 마진이 줄었다.

[해외] **상해**(매출 +28.9%; 동인비 제거 시 +20.8%) 성장이 돋보였다. 전략 제품 판매 호조에 온라인 신규 고객사 유치가 계속되는 가운데, 동인비 OBM 매출(80억원) 또한 추가되었다. **광저우**(-31.2%) 성과는 미진했다. Yatsen의 브랜드력 저하 영향이다. **미국**(+39.9%)은 4Q21 미출하분에 대한 이연 인식과 수주 개선에도 불구하고, 적자는 여전했다(순손실: 1Q22 140억원 vs. 1Q21 122억원). **인니**(+100.4%)는 주력 거래선 호조로 약진, **태국**(-57.1%)은 전방 수요 약화 및 수주 감소로 부진했다.

투자 의견 Hold(하향) 및 적정주가 70,000원(하향) 제시

실적 부진에 모멘텀 약화를 감안, 보수적인 접근을 권고한다. 실적: 국내 경성 비용 증가에 중국은 소비 둔화와 도시 봉쇄 속에 있다. 기초 체력이 약한 점이 진짜 문제다. 적자 사업부에 대한 뾰족한 수가 없다. 한국과 중국에서 돈 벌어서, 미국과 태국에 수혈하기 바쁘다(별도 재무제표에의 자회사 대여금 반영 지속). 미국(순자본 -585억원)에 이어 태국(순자본 -144억원)마저 자본잠식 상태로 전환했다. 모멘텀: 중국 법인 상장(4Q22E 예상)에 따른 수급 이탈 우려 또한 상존한다.

(십억원)	1Q22	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	397.9	345.0	15.3	421.2	-5.5	389.0	2.3	391.5	1.6
영업이익	13.7	23.3	-41.0	30.4	-54.8	25.2	-45.5	25.7	-46.4
순이익	15.3	16.1	-4.9	15.2	0.6	18.3	-16.5	18.1	-15.5
영업이익률(%)	3.5	6.8	-3.3	7.2	-3.8	6.5	-3.0	6.6	-3.1

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,653.7	1,833.7	1,742.1	1,949.0	-5.1	-5.9	1,793.5	1,998.8
영업이익	78.2	130.1	120.7	143.3	-35.2	-9.2	133.9	162.2
순이익	60.0	97.0	88.3	109.5	-32.0	-11.4	90.0	111.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 천주)	순이익	Target PER	적정가치	비고
(A) 영업가치				
한국, 미국, 동남아 법인	26	13.2	344	- 순이익: 연결 지배순이익에서 중국 순이익 차감 - Target PER: 한/미 고객사 평균 값에 50% 할인 적용
(B) 지분가치				
중국 법인	53	15.5	414	- 순이익: 중국 연결 순이익 - Target PER: 중국 화장품 고객사 평균 값에 30% 할인 적용 - 적정가치: 중국 법인 상장 후 보유 지분율 51% 가정
적정 시가총액			758	(A) + (B)
주식 수			11,350	
적정주가 (원)			70,000	
현재주가 (원)			72,500	
상승여력 (%)			-3.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
코스맥스	823	1,654	1,834	78	130	60	97	13.7	8.5	1.3	1.2	10.2	14.7	8.6	5.6
LG생활건강	10,808	7,097	7,668	825	1,044	511	668	21.8	16.7	2.2	2.0	9.2	11.2	10.5	8.3
아모레퍼시픽	9,476	5,080	5,721	394	476	278	349	36.0	28.7	2.3	2.1	5.7	6.9	12.5	11.2
L'Oreal	226,421	49,029	52,226	9,383	10,189	7,444	8,071	30.5	28.2	6.5	5.9	22.1	22.6	19.6	18.2
Estee Lauder	104,531	22,569	24,585	4,459	5,002	3,349	3,755	31.7	27.8	13.4	11.5	42.2	44.7	19.9	17.8
Shanghai Jahwa	4,070	1,631	1,850	174	225	152	195	27.6	21.5	2.8	2.5	10.3	12.0	19.2	15.5
Yatsen	440	858	911	-173	-100	-176	-106	n/a	n/a	0.4	0.3	-16.3	-10.6	n/a	n/a
Proya	7,597	1,111	1,386	169	213	141	179	53.9	42.5	11.6	9.5	22.1	23.1	38.5	31.1
Fujian Green Pine	584	743	840	52	73	59	66	12.3	8.9	1.1	1.0	8.2	10.6	8.1	6.4
평균(국내사 제외)								31.2	25.8	6.0	5.1	14.8	17.1	21.1	17.8

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	345.0	430.4	395.0	421.2	397.9	392.9	388.5	474.5	1,591.5	1,653.7	1,833.7
국내	188.5	230.0	217.7	217.0	205.1	238.8	231.7	234.4	853.1	910.0	964.3
중국	133.4	176.6	151.4	188.4	151.6	115.6	121.2	222.0	649.9	610.4	733.0
상해	99.6	140.4	117.8	151.5	128.3	84.2	94.3	181.8	509.3	488.6	594.5
광저우	33.9	36.2	33.6	36.9	23.3	31.4	26.9	40.2	140.6	121.8	138.5
미국	32.3	34.4	37.5	31.5	45.2	41.1	43.8	37.4	135.8	167.5	179.6
오하이오	14.0	15.0	20.2	14.1	19.8	18.5	21.8	17.0	63.3	77.1	82.4
뉴월드	18.3	19.4	17.3	17.4	25.4	22.6	22.0	20.4	72.5	90.4	97.3
기타	13.5	14.8	15.5	15.3	16.8	17.0	17.6	17.2	59.0	68.5	76.3
인도네시아	7.0	10.1	11.0	11.0	14.0	14.2	14.3	13.8	39.1	56.2	61.9
태국	6.5	4.6	4.5	4.3	2.8	2.8	3.3	3.5	19.9	12.3	14.4
매출총이익	59.8	82.5	67.7	67.5	58.2	53.7	61.5	73.7	277.5	247.2	309.8
<i>매출총이익률</i>	<i>17.3</i>	<i>19.2</i>	<i>17.1</i>	<i>16.0</i>	<i>14.6</i>	<i>13.7</i>	<i>15.8</i>	<i>15.5</i>	<i>17.4</i>	<i>14.9</i>	<i>16.9</i>
영업이익	23.3	43.9	25.0	30.4	13.7	16.5	19.5	28.4	122.6	78.2	130.1
국내	15.9	20.4	20.6	20.6	9.7	16.0	17.4	19.9	77.6	63.0	80.9
해외(연결-개별)	7.4	23.5	4.3	9.8	4.1	0.5	2.1	8.5	45.0	15.2	49.2
<i>영업이익률</i>	<i>6.8</i>	<i>10.2</i>	<i>6.3</i>	<i>7.2</i>	<i>3.5</i>	<i>4.2</i>	<i>5.0</i>	<i>6.0</i>	<i>7.7</i>	<i>4.7</i>	<i>7.1</i>
국내	8.4	8.9	9.5	9.5	4.7	6.7	7.5	8.5	9.1	6.9	8.4
해외	4.7	11.7	2.4	4.8	2.1	0.3	1.3	3.5	6.1	2.0	5.7
순이익	16.1	32.0	11.2	15.2	15.3	12.8	1.6	30.3	74.4	60.0	97.0
<i>순이익률</i>	<i>4.7</i>	<i>7.4</i>	<i>2.8</i>	<i>3.6</i>	<i>3.8</i>	<i>3.3</i>	<i>0.4</i>	<i>6.4</i>	<i>4.7</i>	<i>3.6</i>	<i>5.3</i>
국내	20.7	17.2	-11.5	-5.9	10.4	11.8	8.7	8.0	20.5	38.9	56.5
중국	9.6	19.0	15.0	20.3	10.8	3.8	6.2	21.5	63.9	42.4	62.6
상해	7.3	15.6	12.3	14.8	8.0	1.8	4.2	15.9	50.0	29.9	49.8
광저우	2.3	3.4	2.7	5.5	2.9	2.0	2.0	5.6	13.9	12.5	12.8
미국	-12.2	-15.2	-13.0	-32.9	-14.0	-14.4	-11.4	-12.9	-73.3	-52.7	-43.6
오하이오	-6.9	-8.5	-6.1	-6.0	-7.6	-7.3	-6.0	-5.9	-27.5	-26.7	-20.8
뉴월드	-5.3	-6.7	-6.9	-26.9	-6.4	-7.1	-5.5	-7.1	-45.8	-26.1	-22.8
동남아	-0.5	0.3	-0.6	-2.7	0.0	0.1	0.4	0.4	-3.5	0.9	3.2
인도네시아	-0.3	0.8	1.1	-0.3	1.4	1.2	1.4	1.2	1.3	5.2	5.7
태국	-0.2	-0.5	-1.7	-2.4	-1.3	-1.1	-1.0	-0.9	-4.8	-4.3	-2.5
(% YoY)											
매출액	5.0	13.5	23.2	18.8	15.3	-8.7	-1.6	12.6	15.1	3.9	10.9
국내	-6.7	10.1	26.5	19.0	8.8	3.8	6.5	8.0	11.5	6.7	6.0
상해	57.0	43.1	46.2	55.8	28.9	-40.0	-20.0	20.0	50.1	-4.1	21.7
광저우	35.5	9.0	20.9	-13.0	-31.2	-13.4	-19.9	9.0	9.5	-13.4	13.7
오하이오	-17.8	-21.1	10.1	-40.8	41.3	23.2	8.0	20.4	-19.1	21.7	6.9
뉴월드	-11.4	-9.4	-53.9	-34.8	38.8	16.0	27.0	17.4	-31.9	24.7	7.6
인도네시아	-31.1	-7.1	97.0	152.4	100.4	40.0	30.0	25.0	26.2	43.8	10.0
태국	21.5	1.2	9.1	-29.2	-57.1	-40.0	-28.0	-19.6	-1.0	-38.4	17.5
영업이익	45.2	67.5	79.7	190.1	-41.0	-62.4	-21.9	-6.6	84.0	-36.2	66.3
개별	-2.9	-1.5	80.7	19.2	-39.3	-21.7	-15.5	-3.4	17.8	-18.8	28.4
자회사(연결-개별)	흑전	330.9	74.8	흑전	-44.6	-97.8	-51.9	-13.2	5,613.6	-66.2	223.7
<i>영업이익률</i>	<i>1.9</i>	<i>3.3</i>	<i>2.0</i>	<i>4.3</i>	<i>-3.3</i>	<i>-6.0</i>	<i>-1.3</i>	<i>-1.2</i>	<i>2.9</i>	<i>-3.0</i>	<i>2.4</i>
순이익	234.5	58.0	91.6	흑전	-4.9	-59.9	-86.0	99.8	248.2	-19.4	61.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,382.9	1,591.5	1,653.7	1,833.7	1,948.4
매출액증가율 (%)	3.9	15.1	3.9	10.9	6.3
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,406.6	1,523.9	1,614.8
매출총이익	210.8	277.5	247.2	309.8	333.6
판매관리비	144.2	154.9	169.0	179.7	191.6
영업이익	66.6	122.6	78.2	130.1	141.9
영업이익률	4.8	7.7	4.7	7.1	7.3
금융손익	-23.2	-8.5	-6.8	-5.9	-5.0
중속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-43.2	-35.8	-10.8	-9.1	-3.1
세전계속사업이익	0.1	78.3	60.5	115.0	133.8
법인세비용	29.2	43.9	22.8	43.2	50.3
당기순이익	-29.1	34.3	37.8	71.7	83.5
지배주주지분 손이익	21.4	74.4	60.0	97.0	123.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	41.5	100.1	86.8	109.1	115.0
당기순이익(손실)	-29.1	34.3	37.8	71.7	83.5
유형자산상각비	43.6	48.5	43.9	45.4	45.9
무형자산상각비	2.2	3.3	1.2	1.1	1.1
운전자본의 증감	-21.5	-40.8	3.9	-9.2	-15.4
투자활동 현금흐름	-64.6	-143.7	-65.9	-55.0	-53.8
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-40.8	-60.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-23.2	-5.3	-4.6	-3.4
재무활동 현금흐름	50.7	32.5	-27.6	-21.8	-22.2
차입금의 증감	62.2	-49.3	-21.4	-15.6	-15.9
자본의 증가	0.1	111.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	-2.7	-6.7	32.2	39.1
기초현금	76.6	102.5	99.8	93.2	125.4
기말현금	102.5	99.8	93.2	125.4	164.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	622.6	792.2	814.5	881.7	956.4
현금및현금성자산	102.5	99.8	93.2	125.4	164.5
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	639.8	647.9	654.3
유형자산	437.1	471.2	487.3	491.9	496.0
무형자산	56.8	50.3	49.1	47.9	46.9
투자자산	30.1	53.2	58.5	63.1	66.5
자산총계	1,189.0	1,411.9	1,454.4	1,529.5	1,610.7
유동부채	718.1	787.7	806.1	810.9	811.3
매입채무	142.9	186.7	194.2	198.1	202.0
단기차입금	379.5	363.6	353.6	336.6	319.6
유동성장기부채	63.6	71.9	71.9	71.9	71.9
비유동부채	199.1	158.9	151.4	156.2	159.7
사채	35.0	51.4	46.4	46.4	46.4
장기차입금	116.4	44.8	36.8	36.8	36.8
부채총계	917.1	946.5	957.5	967.1	971.1
자본금	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.1	292.5	292.5	292.5	292.5
기타포괄이익누계액	-17.7	15.4	15.4	15.4	15.4
이익잉여금	173.8	248.1	301.9	392.6	509.4
비지배주주지분	-71.0	-95.9	-118.2	-143.4	-182.9
자본총계	271.9	465.4	496.9	562.4	639.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	134,679	147,101	145,709	161,565	171,672
EPS(지배주주)	2,082	6,880	5,288	8,545	10,837
CFPS	13,327	17,492	10,088	14,961	16,544
EBITDAPS	10,953	16,120	10,868	15,559	16,642
BPS	33,393	49,457	54,195	62,190	72,477
DPS	0	550	550	550	550
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	12.7	13.7	8.5	6.7
PCR	7.3	5.0	7.2	4.8	4.4
PSR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR	2.9	1.8	1.3	1.2	1.0
EBITDA	112.5	174.4	123.3	176.6	188.9
EV/EBITDA	12.8	7.3	8.6	5.6	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	16.5	10.2	14.7	16.1
EBITDA 이익률	8.1	11.0	7.5	9.6	9.7
부채비율	337.3	203.4	192.7	172.0	151.8
금융비용부담률	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7
이자보상배율(x)	3.3	7.0	5.7	9.8	11.1
매출채권회전율(x)	4.6	4.9	4.6	4.9	5.0
재고자산회전율(x)	6.9	7.6	7.2	7.5	7.4

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 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)	
2019.12.31				Univ Out			
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	-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	-	-	