

2022. 11. 15



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 70,000 원

현재주가 (11.14) 55,500 원

상승여력 26.1%

KOSPI 2,474.65pt

시가총액 6,299억원

발행주식수 1,135만주

유동주식비율 71.88%

외국인비중 22.53%

52주 최고/최저가 106,500원/42,550원

평균거래대금 42.4억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 16 인 26.26

국민연금공단 12.80

베어링자산운용 5.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 24.2 -22.8 -47.6

상대주가 11.0 -18.8 -37.2

주가그래프



코스맥스 192820

3Q22 Review: 나아질 미래

- ✓ 3Q22 매출액 3,968억원(Flat), 영업이익 197억원(-21%, OPM 5%)
- ✓ 국내: 믹스 훼손(색조 +9%p), 수주 감소(-5%), 원가 증가(+2%p) → 영업이익 -44%
- ✓ 중국: 수요 약화 및 재고 부담 → 상해(-10%) 및 광저우(-7%) 모두 부진
- ✓ 기타: 미국(+22%) 수주 회복, 인니(+67%) 거래선 호조, 태국(+49%) 리오프닝
- ✓ 국내 판가 인상/중국 업황 회복/미국 적자 축소 및 중국주 모멘텀 강화

3Q22 한·중 부진

코스맥스는 2022년 3분기 매출액 3,968억원(Flat YoY; 이하 YoY), 영업이익 197억원(-20.9%, OPM 5.0%), 순이익 113억원(+1.3%)으로, 시장 기대치에 부합했다(컨센서스 대비 매출 +1.0%, 영업이익 +6.2%). 수익성 훼손은 주력 법인(한국 및 중국) 부진에 기인한다(OPM: 연결 -1.3%p, 개별 -3.8%p, 중국 -5.3%p).

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,067억원(-5.0%), 117억원(-43.5%)을 시현했다. 믹스 훼손(색조 비중 +9%p)에, 수주 감소(수출 -5.9%, 내수 +0.9%)와 원가 증가(원가율 +2.3%p)이 더해지면서 역레버리지가 발생했다.

[해외] 상해(매출 -9.8%, 순이익 -66.5%)와 광저우(매출 -6.7%, 순이익 +34.3%) 모두 부진했다. 소비자 수요 약화와 공급자 재고 부담이 계속되는 양상이다. 미국(매출 +21.9%, 순이익 -7억원 축소) 수주 회복에 달려 강세(원/달러 평균 +15.7%)가 더해졌다. 인니(매출 +66.7%, 순이익 Flat; 대손충당금 7억원 제거)는 주력 거래선 호조, 태국(매출 +49.2%, 순이익 -3억원 축소)은 리오프닝 수혜로 약진했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

속도는 더디지만, 방향은 맞다. 국내는 판가 인상을 통한 마진 확장(1Q23E 반영 시작, 개별 영업이익 +49.7%로 성장 전환), 중국은 업황 회복에 따른 가동 정상화(4Q22E 매출 +31.6%, 순이익 +76.3% QoQ), 미국은 오하이오 법인 철수로써 적자 제거(12월 완전 철수, 영업이익 효과: 2Q23~4Q23E +180억원, 1Q24E +70억원) 등 법인별 영업 전략 모두 내실 강화에 기반한다(2023E 연결 영업이익 +37.1%). 중국 방역 정책 완화에 따른 투자 모멘텀 강화 또한 단기 주가를 지지해줄 전망이다.

(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
2022E	1,623.1	71.7	40.7	3,582	-44.9	54,809	15.5	1.0	7.5	6.9	190.5
2023E	1,675.1	98.3	69.8	6,145	132.5	60,404	9.0	0.9	5.8	10.7	175.6
2024E	1,766.1	110.3	86.6	7,630	31.8	67,484	7.3	0.8	5.0	11.9	159.0

표1 코스맥스 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	396.8	395.0	0.5	405.0	-2.0	392.9	1.0
영업이익	19.7	25.0	-20.9	17.2	14.6	18.6	6.2
순이익	11.3	11.2	1.3	11.5	-1.5	14.4	-21.4
영업이익률(%)	5.0	6.3	-1.3	4.3	0.7	4.7	0.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,623.1	1,675.1	1,627.7	1,752.8	-0.3	-4.4	1,645.9	1,784.3
영업이익	71.7	98.3	74.0	101.0	-3.1	-2.7	74.4	112.2
순이익	40.6	69.7	57.7	80.2	-29.6	-13.1	50.7	76.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

(십억원, %, 주, 배)	순이익	Target PER	적정가치	비고
영업가치				
한국, 미국, 동남아 법인	9	15	127	- 순이익: 연결 지배순익에서 중국 순이익 차감 - Target PER: 한/미 고객사 평균에 40% 할인 적용
지분가치				
중국 법인	59	21	636	- 순이익: 중국 연결 순이익 - Target PER: 중국 화장품 고객사 평균에 40% 할인 적용 - 적정가치: 중국 법인 상장 후 보유 지분을 51% 가정
적정 시가총액			763	
주식 수			11,350	
적정주가 (원)			70,000	반올림
현재주가 (원)			55,500	
상승여력 (%)			26.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	630	1,623	1,675	72	98	41	70	15.5	9.0	1.0	0.9	6.9	10.7	7.5	5.8
한국콜마	895	1,890	2,158	97	162	50	83	18.0	10.8	1.2	1.1	7.1	11.0	13.2	9.1
L'Oreal	252,883	53,240	56,944	10,364	11,238	8,273	8,844	31.5	30.2	7.1	6.4	23.3	23.4	20.8	19.3
Estee Lauder	107,128	23,865	26,042	4,052	4,927	3,050	3,650	39.2	31.3	14.3	13.3	39.1	48.3	22.8	19.4
Proya	9,040	1,129	1,417	171	216	143	183	65.0	50.3	13.6	10.9	22.1	23.3	45.1	36.6
Shanghai Jahwa	3,681	1,409	1,607	118	166	106	145	34.9	25.1	2.7	2.5	7.7	10.0	21.7	17.1
Fujian Green Pine	654	632	714	-28	43	-14	36.4	72.7	18.0	1.7	1.6	-9.4	8.8	380.2	12.3
평균(국내사 제외)								32.1	25.0	6.2	5.7	18.6	21.9	15.0	13.7

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	345.0	430.4	395.0	421.2	397.9	405.0	396.8	423.5	1,591.5	1,623.1	1,675.1
국내	188.5	230.0	217.7	217.0	205.1	225.5	206.7	214.6	853.1	852.0	885.5
중국	133.4	176.6	151.4	188.4	151.6	150.1	137.7	181.2	649.9	620.6	656.9
상해	99.6	140.4	117.8	151.5	128.3	114.0	106.3	145.4	509.3	494.0	524.4
광저우	33.9	36.2	33.6	36.9	23.3	36.0	31.4	35.8	140.6	126.5	132.5
미국	32.3	34.4	37.5	31.5	45.2	38.3	45.8	37.3	135.8	166.6	140.1
오하이오	14.0	15.0	20.2	14.1	19.8	18.4	24.3	16.9	63.3	79.5	0.0
뉴월드	18.3	19.4	17.3	17.4	25.4	19.9	21.4	20.4	72.5	87.2	140.1
기타	13.5	14.8	15.5	15.3	16.8	18.1	25.1	21.1	59.0	81.1	93.2
인도네시아	7.0	10.1	11.0	11.0	14.0	14.7	18.3	14.3	39.1	61.3	67.5
태국	6.5	4.6	4.5	4.3	2.8	3.4	6.8	6.8	19.9	19.8	25.8
영업이익	23.3	43.9	25.0	30.4	13.7	17.2	19.7	21.0	122.6	71.7	98.3
영업이익률	6.8	10.2	6.3	7.2	3.5	4.3	5.0	5.0	7.7	4.4	5.9
국내	15.9	20.4	20.6	20.6	9.7	18.6	11.7	12.8	77.6	52.7	63.5
해외(연결-개별)	7.4	23.5	4.3	9.8	4.1	-1.4	8.1	8.2	45.0	19.0	34.8
순이익	16.1	32.0	11.2	15.2	15.3	11.5	11.3	2.6	74.4	40.6	69.7
순이익률	4.7	7.4	2.8	3.6	3.8	2.8	2.9	0.6	4.7	2.5	4.2
국내	20.7	17.2	-11.5	-5.9	10.4	23.2	21.7	5.1	20.5	60.4	42.0
중국	9.6	19.0	15.0	20.3	10.8	11.4	7.8	13.7	63.9	43.8	60.0
상해	7.3	15.6	12.3	14.8	8.0	6.3	4.1	8.4	50.0	26.8	44.3
광저우	2.3	3.4	2.7	5.5	2.9	5.1	3.7	5.3	13.9	17.0	15.6
미국	-12.2	-15.2	-13.0	-32.9	-14.0	-16.3	-12.3	-19.2	-73.3	-61.8	-34.5
오하이오	-6.9	-8.5	-6.1	-6.0	-7.6	-5.0	-2.8	-8.0	-27.5	-23.4	0.0
뉴월드	-5.3	-6.7	-6.9	-26.9	-6.4	-11.3	-9.5	-11.2	-45.8	-38.4	-34.5
동남아	-0.5	0.3	-0.6	-2.7	0.0	-2.0	-1.1	-0.9	-3.5	-4.0	2.1
인도네시아	-0.3	0.8	1.1	-0.3	1.4	0.2	0.3	0.3	1.3	2.2	3.9
태국	-0.2	-0.5	-1.7	-2.4	-1.3	-2.2	-1.4	-1.2	-4.8	-6.2	-1.8
(% YoY)											
매출액	5.0	13.5	23.2	18.8	15.3	-5.9	0.5	0.5	15.1	2.0	3.2
국내	-6.7	10.1	26.5	19.0	8.8	-2.0	-5.0	-1.1	11.5	-0.1	3.9
상해	57.0	43.1	46.2	55.8	28.9	-18.8	-9.8	-4.0	50.1	-3.0	6.1
광저우	35.5	9.0	20.9	-13.0	-31.2	-0.5	-6.7	-3.0	9.5	-10.0	4.7
오하이오	-17.8	-21.1	10.1	-40.8	41.3	22.8	20.6	20.0	-19.1	25.6	-100.0
뉴월드	-11.4	-9.4	-53.9	-34.8	38.8	2.4	23.5	17.4	-31.9	20.3	60.7
인도네시아	-31.1	-7.1	97.0	152.4	100.4	44.9	66.7	30.0	26.2	56.8	10.0
태국	21.5	1.2	9.1	-29.2	-57.1	-26.8	49.2	59.1	-1.0	-0.8	30.4
영업이익	45.2	67.5	79.7	190.1	-41.0	-60.8	-20.9	-30.9	84.0	-41.5	37.1
영업이익률	1.9	3.3	2.0	4.3	-3.3	-6.0	-1.3	-2.3	2.9	-3.3	1.5
개별	-2.9	-1.5	80.7	19.2	-39.3	-9.0	-43.5	-37.9	17.8	-32.0	20.5
자회사(연결-개별)	흑전	330.9	74.8	흑전	-44.6	적전	86.5	-16.3	5,613.6	-57.8	
순이익	234.5	58.0	91.6	흑전	0.0	-64.1	1.3	-83.1	248.2	-45.4	71.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,382.9	1,591.5	1,623.1	1,675.1	1,766.1
매출액증가율 (%)	3.9	15.1	2.0	3.2	5.4
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,396.8	1,414.8	1,483.9
매출총이익	210.8	277.5	226.3	260.4	282.3
판매관리비	144.2	154.9	154.6	162.0	172.0
영업이익	66.6	122.6	71.7	98.3	110.3
영업이익률	4.8	7.7	4.4	5.9	6.2
금융손익	-23.2	-8.5	-1.2	-18.8	-14.8
종속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-43.2	-35.8	-11.8	-8.5	-1.8
세전계속사업이익	0.1	78.3	58.6	71.1	93.7
법인세비용	29.2	43.9	38.8	24.9	32.8
당기순이익	-29.1	34.3	19.9	46.2	60.9
지배주주지분 순이익	21.4	74.4	40.7	69.8	86.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	41.5	100.1	54.7	82.1	96.1
당기순이익(손실)	-29.1	34.3	19.9	46.2	60.9
유형자산상각비	43.6	48.5	52.6	54.7	54.2
무형자산상각비	2.2	3.3	2.5	1.2	1.1
운전자본의 증감	-21.5	-40.8	-21.9	-19.9	-20.0
투자활동 현금흐름	-64.6	-143.7	-8.7	-52.1	-52.5
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-40.8	-79.2	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-23.2	0.6	-1.9	-2.3
재무활동 현금흐름	50.7	32.5	-58.0	-22.7	-22.5
차입금의 증감	62.2	-49.3	-11.6	-16.4	-16.3
자본의 증가	0.1	111.0	-1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	-2.7	-8.5	7.4	21.0
기초현금	76.6	102.5	99.8	91.3	98.7
기말현금	102.5	99.8	91.3	98.7	119.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	622.6	792.2	743.1	783.4	839.4
현금및현금성자산	102.5	99.8	91.1	98.5	119.5
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	695.6	691.6	688.7
유형자산	437.1	471.2	540.4	535.7	531.6
무형자산	56.8	50.3	51.6	50.4	49.4
투자자산	30.1	53.2	52.7	54.6	56.9
자산총계	1,189.0	1,411.9	1,438.8	1,475.0	1,528.1
유동부채	718.1	787.7	827.5	821.8	817.9
매입채무	142.9	186.7	194.2	198.1	202.0
단기차입금	379.5	363.6	365.8	348.8	331.8
유동성장기부채	63.6	71.9	101.1	101.1	101.1
비유동부채	199.1	158.9	115.9	117.9	120.3
사채	35.0	51.4	26.5	26.5	26.5
장기차입금	116.4	44.8	9.1	9.1	9.1
부채총계	917.1	946.5	943.4	939.7	938.2
자본금	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.1	292.5	290.8	290.8	290.8
기타포괄이익누계액	-17.7	15.4	43.3	43.3	43.3
이익잉여금	173.8	248.1	282.6	346.1	426.5
비지배주주지분	-71.0	-95.9	-126.7	-150.3	-176.0
자본총계	271.9	465.4	495.3	535.3	589.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	134,679	147,101	143,010	147,596	155,614
EPS(지배주주)	2,082	6,880	3,582	6,145	7,630
CFPS	13,327	17,492	12,527	12,477	14,318
EBITDAPS	10,953	16,120	11,172	13,586	14,584
BPS	33,393	49,457	54,809	60,404	67,484
DPS	0	550	550	550	550
배당수익률(%)	0.0	0.6	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	12.7	15.5	9.0	7.3
PCR	7.3	5.0	4.4	4.4	3.9
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	2.9	1.8	1.0	0.9	0.8
EBITDA	112.5	174.4	126.8	154.2	165.5
EV/EBITDA	12.8	7.3	7.5	5.8	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	16.5	6.9	10.7	11.9
EBITDA 이익률	8.1	11.0	7.8	9.2	9.4
부채비율	337.3	203.4	190.5	175.6	159.0
금융비용부담률	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0
이자보상배율(x)	3.3	7.0	4.1	5.6	6.5
매출채권회전율(x)	4.6	4.9	4.5	4.5	4.6
재고자산회전율(x)	6.9	7.6	7.0	6.8	6.7

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 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)	
2020.11.16	기업브리프	Buy	147,036	하누리	-34.8	-32.3	
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	-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	-	-	