2023. 1. 16

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

코스맥스 192820

4Q22E Preview: 감익 불가피

- ✓ 4Q22E 매출액 4,030억원(-4%), 영업이익 86억원(-72%, OPM 2%)
- ✓ 국내: 중국 수출 감소 및 판가 인상 물량 조정 → 매출 -1%, 영업이익 -42%
- ✓ 중국: 기저 부담, 코로나 확산, 광군제 부진 → 상해 -18%, 광저우 -20%
- ✓ 기타: 미국(+25%) 안전 재고 특수, 인니(+50%) 온라인 호조, 태국(+59%) 리오프닝
- ✓ 중국 업황 회복 및 미국 오하이오 철수 기반 실적 개선 유효

Buy

적정주가 (12 개월)	**83,000 원**
현재주가 (1.13)	**74,400 원**
상승여력	**11.6%**
KOSPI	2,386.09pt
시가총액	8,444억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.88%
외국인비중	22.47%
52주 최고/최저가	90,000원/42,550원
평균거래대금	58.4억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.26
국민연금공단	11.49
베어링자산운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.5	18.5	-11.1
상대주가	9.9	15.6	10.3

주가그래프

4Q22E 매출 감소 & 비용 증가

코스맥스는 2022년 4분기 매출액 4,030억원(-4.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 86억원(-71.7%, OPM 2.1%), 순이익 51억원(-66.5%)을 기록할 전망이다. 코로나 영향으로 가동률이 저하된(생산량 -28.6%, 원가율 +4.4%p) 가운데, 일회성 비용(누월드 영업권 상각 -100억원, 오하이오 자산처분손실 -30억원 추정)이 더해지겠다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,146억원(-1.1%), 119억원(-42.3%)을 추정한다. 중국향 직간접 수출 감소에 판가 인상 관련 일시적 물량 감소로 부진하겠다.
[중국] 기저 부담에 코로나 확산으로 영업 환경이 녹록하지 못했다(매출액/순이익: 상해 -17.6%/-84.1%, 광저우 -20.0%/-68.7%). 수요 축소에 공급 위축이 동반, 광군제 효과 또한 미진했던 모습이다. **[기타] 미국**: 오하이오(+45.0%)는 특수(공장 폐쇄 전 안전 재고 확보 수요), 누월드(+8.0%)의 경우 환 효과로 성장하겠다. **동남아**: 인도네시아(+50.0%)는 온라인 호조, 태국(+59.1%)은 리오프닝 수혜가 기대된다.

투자의견 Buy 및 적정주가 83,000원 제시

방향은 맞다. 중국 업황 회복에 따른 외형 확대와 미국 오하이오 철수를 통한 내실 강화 모두 유효하다(2023E 중국 매출액 +17.8%, 미국 순적자 +80억원 축소). 중국 법인 상장 또한 단기간 내 실현 불가, 투자 분산 우려도 낮아졌다.

단, 이자율 상승(지배순이익 대비 금융비용: 2021년 30.4% → 2023E 50.1%, 3Q22 순부채 5,053억원)과 일회성 비용으로 EPS 가시성이 떨어져 있다. 미국 공장 폐쇄 관련 비용 확정 시 Re-rating 가능하겠다(4Q22E~1H23E 영업단 위로금, 영업외단 유형자산처분손실 반영 예정). 오하이오 유형자산은 572억원(4,579만달러, 2015년 최초 인식 대비 55% 증설 가정)으로 추정되며, 자본잠식은 -1,516억원(3Q22)이다

(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	1,602.6	59.3	43.2	3,804	-53.7	57,803	19.5	1.3	9.9	7.1	193.2
2023E	1,752.0	100.7	65.0	5,725	160.3	62,978	13.0	1.2	6.7	9.5	182.6
2024E	1,879.5	112.8	84.9	7,482	17.8	69,910	9.9	1.1	5.9	11.3	168.7

표1 코스맥스 4Q22E 실적 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**403.0**	421.2	**-4.3**	396.8	1.6	437.0	-7.8
영업이익	**8.6**	30.4	**-71.7**	19.7	-56.4	22.0	-60.9
순이익	**5.1**	15.2	**-66.5**	11.3	-55.1	13.5	-62.3
영업이익률(%)	**2.1**	7.2	**-5.1**	5.0	-2.8	5.0	-2.9

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	**1,602.6**	**1,752.0**	1,623.1	1,675.1	**-1.3**	**4.6**	1,633.7	1,742.3
영업이익	**59.3**	**100.7**	71.7	98.3	**-17.3**	**2.4**	71.8	105.3
순이익	**43.2**	**65.0**	40.6	69.7	**6.2**	**-6.8**	48.8	75.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	5,727	지배순이익 기준
Target PER	15	글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 40% 할인 적용
적정가치 (원)	**83,000**	
현재주가 (원)	74,400	
상승여력 (%)	11.6	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	**844**	**1,752**	**1,880**	**101**	**113**	**65**	**85**	**13.0**	**9.9**	**1.2**	**1.1**	**9.5**	**11.3**	**6.7**	**5.9**
아모레퍼시픽	8,160	4,149	4,449	209	353	132	240	64.2	35.4	2.0	1.9	2.8	4.9	9.8	10.8
L'Oreal	246,252	54,805	58,622	10,896	11,798	8,620	9,385	28.5	26.2	6.2	5.7	23.6	23.6	18.9	17.5
Estee Lauder	112,924	24,078	26,281	4,521	5,192	3,334	3,847	35.0	30.0	14.5	13.0	40.0	48.6	21.6	18.8
Shiseido	25,332	10,542	11,231	832	1,128	582	775	43.0	32.2	4.4	4.1	11.1	13.5	18.2	15.8
Yatsen	1,041	731	869	-111	-82	-53	-45	-	-	1.5	1.7	-10.2	-9.8	-	-
Shanghai Jahwa	3,998	1,608	1,791	168	203	143	174	27.4	22.9	2.7	2.5	10.0	10.9	18.9	16.1
Fujian Green Pine	666	591	633	33	50	30	43	23.9	15.5	1.7	1.5	7.8	10.5	13.5	11.9
평균(국내사 제외)								**27.9**	**23.2**	**4.8**	**4.4**	**16.2**	**18.5**	**15.6**	**13.8**

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	**345.0**	**430.4**	**395.0**	**421.2**	**397.9**	**405.0**	**396.8**	**403.0**	**1,591.5**	**1,602.6**	**1,752.0**
국내	**188.5**	**230.0**	**217.7**	**217.0**	**205.1**	**225.5**	**206.7**	**214.6**	**853.1**	**852.0**	**917.5**
중국	**133.4**	**176.6**	**151.4**	**188.4**	**151.6**	**150.1**	**137.7**	**154.3**	**649.9**	**593.7**	**699.3**
상해	99.6	140.4	117.8	151.5	128.3	114.0	106.3	124.8	509.3	473.4	561.4
광저우	33.9	36.2	33.6	36.9	23.3	36.0	31.4	29.5	140.6	120.2	138.0
미국	**32.3**	**34.4**	**37.5**	**31.5**	**45.2**	**38.3**	**45.8**	**39.2**	**135.8**	**168.5**	**144.7**
오하이오	14.0	15.0	20.2	14.1	19.8	18.4	24.3	20.4	63.3	83.0	-
누월드	18.3	19.4	17.3	17.4	25.4	19.9	21.4	18.8	72.5	85.5	144.7
기타	**13.5**	**14.8**	**15.5**	**15.3**	**16.8**	**18.1**	**25.1**	**23.3**	**59.0**	**83.3**	**99.0**
인도네시아	7.0	10.1	11.0	11.0	14.0	14.7	18.3	16.5	39.1	63.5	73.0
태국	6.5	4.6	4.5	4.3	2.8	3.4	6.8	6.8	19.9	19.8	26.0
영업이익	**23.3**	**43.9**	**25.0**	**30.4**	**13.7**	**17.2**	**19.7**	**8.6**	**122.6**	**59.3**	**100.7**
영업이익률	*6.8*	*10.2*	*6.3*	*7.2*	*3.5*	*4.3*	*5.0*	*2.1*	*7.7*	*3.7*	*5.7*
국내	15.9	20.4	20.6	20.6	9.7	18.6	11.7	11.9	77.6	51.8	64.7
해외(연결-개별)	7.4	23.5	4.3	9.8	4.1	-1.4	8.1	-3.3	45.0	7.5	35.9
순이익	**16.1**	**32.0**	**11.2**	**15.2**	**15.3**	**11.5**	**11.3**	**5.1**	**74.4**	**43.2**	**65.0**
순이익률	4.7	7.4	2.8	3.6	3.8	2.8	2.9	1.3	4.7	2.7	3.7
국내	20.7	17.2	-11.5	-5.9	10.4	23.2	21.7	8.3	20.5	63.6	46.2
중국	9.6	19.0	15.0	20.3	10.8	11.4	7.8	4.1	63.9	34.1	53.7
상해	7.3	15.6	12.3	14.8	8.0	6.3	4.1	2.4	50.0	20.7	42.4
광저우	2.3	3.4	2.7	5.5	2.9	5.1	3.7	1.7	13.9	13.4	11.4
미국	-12.2	-15.2	-13.0	-32.9	-14.0	-16.3	-12.3	-30.1	-73.3	-72.6	-64.9
오하이오	-6.9	-8.5	-6.1	-6.0	-7.6	-5.0	-2.8	-13.8	-27.5	-29.2	-13.8
누월드	-5.3	-6.7	-6.9	-26.9	-6.4	-11.3	-9.5	-16.3	-45.8	-43.5	-51.1
동남아	-0.5	0.3	-0.6	-2.7	0.0	-2.0	-1.1	-0.9	-3.5	-4.0	1.1
인도네시아	-0.3	0.8	1.1	-0.3	1.4	0.2	0.3	0.4	1.3	2.2	4.2
태국	-0.2	-0.5	-1.7	-2.4	-1.3	-2.2	-1.4	-1.2	-4.8	-6.2	-3.1
(% YoY)											
매출액	**5.0**	**13.5**	**23.2**	**18.8**	**15.3**	**-5.9**	**0.5**	**-4.3**	**15.1**	**0.7**	**9.3**
국내	-6.7	10.1	26.5	19.0	8.8	-2.0	-5.0	-1.1	11.5	-0.1	7.7
상해	57.0	43.1	46.2	55.8	28.9	-18.8	-9.8	-17.6	50.1	-7.0	18.6
광저우	35.5	9.0	20.9	-13.0	-31.2	-0.5	-6.7	-20.0	9.5	-14.5	14.8
오하이오	-17.8	-21.1	10.1	-40.8	41.3	22.8	20.6	45.0	-19.1	31.1	-
누월드	-11.4	-9.4	-53.9	-34.8	38.8	2.4	23.5	8.0	-31.9	18.0	69.2
인도네시아	-31.1	-7.1	97.0	152.4	100.4	44.9	66.7	50.0	26.2	62.4	15.0
태국	21.5	1.2	9.1	-29.2	-57.1	-26.8	49.2	59.1	-1.0	-0.8	31.5
영업이익	**45.2**	**67.5**	**79.7**	**190.1**	**-41.0**	**-60.8**	**-20.9**	**-71.7**	**84.0**	**-51.6**	**69.7**
영업이익률	*1.9*	*3.3*	*2.0*	*4.3*	*-3.3*	*-6.0*	*-1.3*	*-5.1*	*2.9*	*-4.0*	*2.0*
개별	-2.9	-1.5	80.7	19.2	-39.3	-9.0	-43.5	-42.3	17.8	-33.2	24.9
자회사(연결-개별)	흑전	330.9	74.8	흑전	-44.6	적전	86.5	적전	5,613.6	-83.3	378.8
순이익	**234.5**	**58.0**	**91.6**	**흑전**	**0.0**	**-0.6**	**0.0**	**-66.5**	**248.2**	**-42.0**	**50.5**

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**1,382.9**	**1,591.5**	**1,602.6**	**1,752.0**	**1,879.5**
매출액증가율 (%)	3.9	15.1	0.7	9.3	7.3
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,388.7	1,486.2	1,590.4
매출총이익	210.8	277.5	213.9	265.8	289.1
판매관리비	144.2	154.9	154.6	165.1	176.2
영업이익	**66.6**	**122.6**	**59.3**	**100.7**	**112.8**
영업이익률	4.8	7.7	3.7	5.7	6.0
금융손익	-23.2	-8.5	0.8	-13.5	-14.2
종속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-43.2	-35.8	-10.8	-12.5	-10.7
세전계속사업이익	0.1	78.3	49.2	74.7	88.0
법인세비용	29.2	43.9	32.6	31.3	36.8
당기순이익	**-29.1**	**34.3**	**16.7**	**43.4**	**51.2**
지배주주지분 순이익	21.4	74.4	43.2	65.0	84.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**41.5**	**100.1**	**54.3**	**105.7**	**98.1**
당기순이익(손실)	-29.1	34.3	16.7	43.4	51.2
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	-18.6	-6.6	-19.5
투자활동 현금흐름	**-64.6**	**-143.7**	**-37.2**	**-56.0**	**-52.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-40.8	-120.9	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-23.2	3.5	-5.4	-2.5
재무활동 현금흐름	**50.7**	**32.5**	**-30.5**	**-21.6**	**-22.5**
차입금의 증감	62.2	-49.3	41.6	-15.3	-16.2
자본의 증가	0.1	111.0	-5.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	-2.7	-4.7	28.1	22.9
기초현금	76.6	102.5	99.8	95.1	123.3
기말현금	102.5	99.8	95.1	123.3	146.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	622.6	792.2	741.0	805.4	863.5
현금및현금성자산	102.5	99.8	94.9	123.0	145.9
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	756.9	743.4	729.5
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	49.8	55.2	57.7
자산총계	**1,189.0**	**1,411.9**	**1,497.9**	**1,548.8**	**1,592.9**
유동부채	718.1	787.7	888.4	896.5	893.2
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	98.7	104.3	106.9
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**	**987.1**	**1,000.8**	**1,000.0**
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	285.1	343.8	422.5
비지배주주지분	-71.0	-95.9	-145.2	-166.8	-200.6
자본총계	**271.9**	**465.4**	**510.8**	**548.0**	**592.9**

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	134,679	147,101	141,206	154,369	165,601
EPS(지배주주)	2,082	6,880	3,804	5,725	7,482
CFPS	13,327	17,492	11,524	14,265	15,070
EBITDAPS	10,953	16,120	10,607	14,936	15,794
BPS	33,393	49,457	57,803	62,978	69,910
DPS	0	550	550	550	550
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	12.7	19.5	13.0	9.9
PCR	7.3	5.0	6.4	5.2	4.9
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	2.9	1.8	1.3	1.2	1.1
EBITDA	112.5	174.4	120.4	169.5	179.3
EV/EBITDA	12.8	7.3	9.9	6.7	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	16.5	7.1	9.5	11.3
EBITDA 이익률	8.1	11.0	7.5	9.7	9.5
부채비율	337.3	203.4	193.2	182.6	168.7
금융비용부담률	1.4	1.1	1.2	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.3	7.0	3.0	4.5	5.2
매출채권회전율(x)	4.6	4.9	4.5	4.7	4.9
재고자산회전율(x)	6.9	7.6	7.0	7.1	7.2

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)	

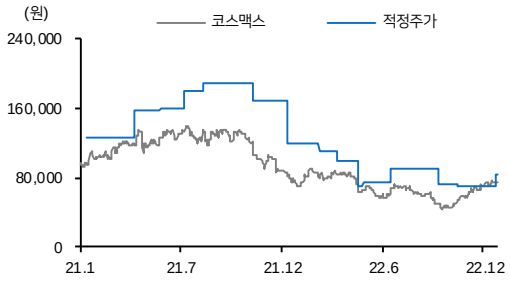
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	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	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-6.4	8.3
2023.01.16	기업브리프	Buy	83,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이