

2023. 1. 11

금융/소비재팀

박은경  
수석연구위원  
eunkyung44.park@samsung.com

## 코스맥스 (192820)

### 설레이는 2023년

- 4Q22E 매출액 4,236억원 (+1% y-y; 이하 y-y), 영업이익 143억원 (-53%) 기록하며, 영업이익 기준 컨센서스를 36% 하회할 전망.
- 중국의 코로나19 대유행에 수요와 생산이 모두 영향권. 한편 미국법인에서 구조조정 관련 비용도 발생할 예정. 이 두가지 악재는 1Q23 실적에까지 영향을 미칠 전망.
- 단기적인 실적 부진보다 2Q23부터의 실적 개선 주목. 중국 리오프닝 가시성 확보 고려, 목표배수 상향으로 목표주가 10만원으로 54% 상향 조정 (2023E P/E 15배 기준).

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	100,000원	33.5%
현재주가	74,900원	
시가총액	8,500.8억원	
Shares (float)	11,349,509주 (71.9%)	
52주 최저/최고	42,550원/90,000원	
60일-평균거래대금	55.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코스맥스 (%)	6.5	21.4	-8.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	8.3	21.4	14.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	65,000	53.8%
2022E EPS	4,495	3,487	28.9%
2023E EPS	6,610	6,358	4.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	68,545
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

중국 리오프닝 최대 수혜주: 동사 주가는 2022년말 중국 소비관련주 내에서도 돋보이는 상승세를 자랑하였는데 이는 그만큼 동사가 가장 확실한 중국 리오프닝 수혜주이기 때문. ① 중국법인 생산 및 물류 정상화의 효과 기대; ② 중국 고객사의 보복 발주 가능성을 배제할 수 없음; ③ 중국인 인바운드 증가하며, 특히 사실상 2017년부터 중단되었던 단체관광까지 재개되며, 한국 중 소형 브랜드사들로부터의 발주 증가 기대.

목표주가 10만원으로 상향 조정: 목표주가를 기존 6.5만원에서 10만원으로 54% 상향 조정. 당사는 2023년 중엔 중국도 '위드 코로나' 체제로 전환할 수밖에 없을 것이라 전망해 동사의 2023년 실적 전망에 중국 리오프닝 영향을 기 반영해 놓은 상황. 이에 이익전망을 상향 조정하진 않음. 하지만 2023년 실적 가시성이 확보되고, 덕분에 재무 리스크까지 동반 개선된 지금, P/E 10배 미만으로 과도하게 하락하였던 밸류에이션이 정상화될 필요 있다 판단. 이에 목표배수를 기존 2023E 10배에서 P/E 15배로 상향 조정. 이는 글로벌 화장품업종 평균 2023E P/E 31배의 50% 수준. 제조업체로서 브랜드업체 대비 구조적으로 수익성 변동성 높은 점을 감안하면 글로벌 화장품업종 평균 대비 할인 거래되는 것은 불가피. 하지만 미국사업 대규모 손실 지속으로 추가 할인 거래되고 있는 것도 사실. 미국법인 턴어라운드 가능성이 엿보일 경우 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능할 것으로 생각.

(뒤 페이지 계속)

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	1,591	1,623	1,719	1,899
영업이익 (십억원)	123	65	119	152
순이익 (십억원)	34	20	60	81
EPS (adj) (원)	7,734	4,495	6,610	8,014
EPS (adj) growth (%)	81.6	(41.9)	47.0	21.2
EBITDA margin (%)	11.0	7.4	10.2	11.0
ROE (%)	9.3	4.2	11.7	14.2
P/E (adj) (배)	11.3	16.7	11.3	9.3
P/B (배)	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	9.4	9.1	6.2	5.1
Dividend yield (%)	0.6	0.4	1.2	1.6

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

**중국 리오프닝 스케줄 가시성 확보로 2Q23 이후 실적 큰 폭 개선 기대:** 2023년 매출액 6% 성장한 1.72조원, 영업이익 84% 성장한 1,193억원 (이익률 8.0%, +1.1%pts y-y) 전망. 중국 리오프닝에 따른 수혜 기대감을 고려하면 매출 성장률이 낮아 보일 수 있음. 이는 구조조정 영향으로 미국법인 매출액이 크게 감소할 것으로 예상되기 때문. 하지만 덕분에 미국법인 영업손실 크게 축소되며 전체 영업이익이 크게 성장하는데 기여할 전망.

- **중국법인:** 2023년 매출액 13% 성장하고 (6,500억원), 순이익 46% 성장할 (487억원) 것으로 전망. 기대 순이익률은 9.0% (+2.0%pts y-y). 1Q23말부터 중국 내 화장품 소비가 회복하고, 생산도 정상화될 수 있을 것으로 가정. 이에 1Q23까지는 실적이 부진하나 2Q23부터는 매출액 20~30%대로 크게 성장할 수 있을 것으로 전망. 중국 화장품 소매판매액이 15~20% 가량 성장할 때 동사는 매출액은 점유율 확대 효과로 초과 성장할 수 있을 것으로 본 것이며, 특히 브랜드업체의 재고 축적 수위로 리오프닝 초반부터 매출액 빠르게 증가할 수 있을 것으로 예상. 생산 정상화와 매출 증가 효과로 수익성도 개선될 수 있을 것으로 전망.
- **한국법인:** 2023년 매출액 5% 성장하고 (9,000억원), 영업이익 48% 성장할 (774억원) 것으로 전망. 기대 영업이익률은 8.6% (+2.5%pts y-y). 매출액 성장률이 4Q23에 높은 한자릿수 수준에 이르기까지 점진적으로 높아질 것으로 전망. 한국인 소비는 부진할 것으로 전망됨에도 불구하고, 중국인 인바운드가 3Q23부터 본격적으로 증가하며 동사 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상하기 때문. 당사는 2019년에는 거의 없었던 중국인 단체관광객이 2023년에 크게 증가할 것으로 전망하는데, 이는 과거 대형 브랜드로 집중되었던 중국 수요가 중소형 브랜드로 확산될 가능성이 높아졌음을 의미. 한편, 2023년 수익성이 예년 수준을 회복할 수 있을 것으로 전망하는데, 회사의 수익성 개선 의지가 높고, 2H22에 원가 상승을 반영해 수주 가격 합리화 작업을 해 놓았기 때문.
- **미국법인:** 2023년 매출액 24% 감소하고 (1,235억원), 순손실은 288억원 y-y 축소될 (-309억원) 수 있을 것으로 전망. 2022년말에 두 개 공장 중 한 개 공장을 폐쇄하며 수익성 낮은 고객사와 결별. 남은 한 개 공장에서도 인력 등을 구조조정 중. 이에 매출액은 감소하나 순손실액 크게 축소될 수 있을 것으로 전망.

**4Q22 preview- 영업이익 컨센서스 36% 하회 전망:** 4Q22E 매출액 4,236억원 (+1% y-y; 이하 y-y), 영업이익 143억원 (-53%), 영업이익률 3.4% (-3.8%pts y-y) 전망. 중국의 코로나19 대유행에 수요가 감소하고 생산에도 차질 발생하며 부진한 실적을 기록한 것으로 보임. 한편 12월 미국법인 공장 두개 중 한 개를 매각하는 구조조정을 단행. 이로 인해 매출이 감소하고 구조조정 관련 비용도 발생할 예정. 현 시점에서 구조조정 관련 비용을 예측하기 어려운 만큼 4Q22 실적은 보수적으로 접근할 필요가 있어 보임. 중국과 미국 이 두가지 악재는 1Q23 실적에까지 영향을 미칠 전망.

4Q22E 실적 preview

(십억원)	4Q22E 삼성증권	(% y-y)	(% q-q)	4Q22E 컨센서스	차이 (%)	2022E 삼성증권	2023E 삼성증권	(% y-y)	2023E 컨센서스	차이 (%)
매출액	424	0.6	6.8	438	(3.3)	1,623	1,719	5.9	1,742	(1.3)
영업이익	14	(53.1)	(27.8)	22	(36.0)	65	119	83.6	107	11.8
세전이익	(1)	nm	nm	12	nm	56	99	77.6	93	6.7
순이익	(2)	nm	nm	7	nm	20	60	199.5	61	(2.7)
영업이익률 (%)	3.4			5.1		4.0	6.9		6.1	
세전이익률 (%)	(0.1)			2.6		3.4	5.8		5.3	
순이익률 (%)	(0.6)			1.5		1.2	3.5		3.5	

자료: Dart, Wisefn, 삼성증권 추정

부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	398	405	397	424	379	453	410	477	1,383	1,591	1,623	1,719
한국	205	225	207	220	222	230	213	236	765	853	857	900
중국	153	137	134	155	118	180	154	201	456	631	575	650
아세안	18	20	25	26	26	27	28	29	51	59	86	110
미국	45	38	45	36	30	32	31	30	166	132	163	123
기타	(23)	(16)	(14)	(14)	(16)	(16)	(16)	(18)	(55)	(84)	(59)	(64)
영업이익	14	17	20	14	15	36	31	37	67	123	65	119
세전이익	13	17	26	(1)	10	31	26	32	0	78	56	99
순이익	10	5	7	(2)	5	19	10	25	(29)	34	20	60
한국	10	23	22	3	12	12	11	13	(35)	21	58	49
중국	12	11	7	10	8	18	11	22	25	63	40	59
아세안	0	(2)	(1)	2	1	1	1	1	(2)	(4)	(1)	2
미국	(13)	(15)	(11)	(20)	(10)	(8)	(8)	(5)	(104)	(74)	(60)	(31)
기타	1	(11)	(10)	3	(5)	(5)	(5)	(5)	86	28	(18)	(19)
이익률 (%)												
영업이익	3.5	4.3	5.0	3.4	4.0	7.9	7.6	7.7	4.8	7.7	4.0	6.9
세전이익	3.3	4.3	6.5	(0.1)	2.7	6.8	6.4	6.7	0.0	4.9	3.4	5.8
순이익	2.6	1.3	1.7	(0.6)	1.4	4.1	2.6	5.3	(2.1)	2.2	1.2	3.5
한국	5.1	10.3	10.5	1.3	5.4	5.4	5.4	5.5	(4.5)	2.4	6.8	5.4
중국	7.7	8.0	5.5	6.6	6.4	10.2	7.1	10.8	5.4	10.1	7.0	9.0
아세안	0.0	(10.4)	(3.5)	5.9	2.2	2.3	2.3	2.3	(3.1)	(6.0)	(1.5)	2.3
미국	(29.0)	(40.0)	(25.2)	(55.9)	(33.0)	(25.0)	(25.0)	(16.9)	(62.3)	(55.8)	(36.6)	(25.0)
성장률 (전년대비, %)												
매출액	15.3	(5.9)	0.5	0.6	(4.7)	11.9	3.3	12.6	3.9	15.1	2.0	5.9
한국	8.8	(2.0)	(5.0)	1.4	8.0	2.0	3.0	7.2	3.6	11.5	0.5	5.0
중국	17.8	(19.9)	(9.2)	(15.2)	(21.1)	31.1	15.1	29.3	(3.3)	38.4	(8.9)	13.0
아세안	29.5	32.1	64.1	73.1	54.0	51.3	11.0	9.5	(11.7)	16.9	46.4	27.3
미국	43.9	12.8	25.1	15.6	(31.5)	(16.1)	(30.7)	(15.5)	14.5	(20.7)	23.4	(24.2)
영업이익	(41.0)	(60.8)	(20.9)	(53.1)	10.5	108.1	58.4	159.1	23.4	84.0	(47.0)	83.6
세전이익	(39.7)	(56.2)	168.0	nm	(23.4)	77.0	2.0	nm	(99.7)	68,954.8	(28.6)	77.6
순이익	3.7	(79.6)	nm	nm	(48.9)	250.4	55.1	nm	nm	nm	(42.1)	199.5
한국	(50.0)	35.3	nm	nm	15.4	(46.5)	(47.1)	347.3	nm	nm	183.5	(16.3)
중국	22.9	(42.2)	(50.6)	(49.0)	(30.2)	68.0	49.0	112.1	142.3	158.5	(36.6)	45.5
아세안	nm	nm	nm	nm	8,736.6	nm	nm	(56.9)	nm	nm	nm	nm
미국	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm

참고: 연결조정 전 실적 기준

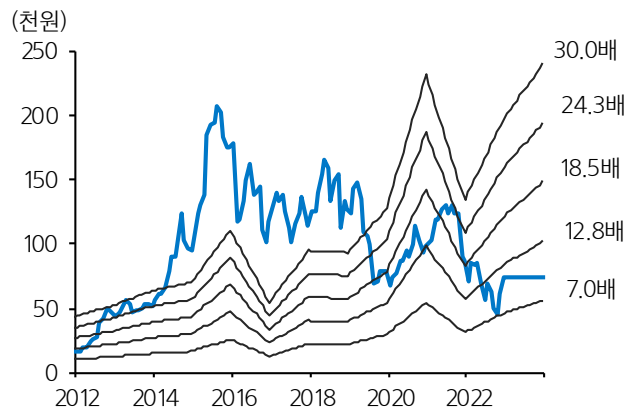
자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치

(십억원)	2021	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,591	1,623	1,719	1,626	1,723	(0.2)	(0.2)
영업이익	123	65	119	65	120	(0.1)	(0.8)
경상이익	78	56	99	53	99	4.6	0.8
순이익	34	20	60	8	59	135.2	0.8
EBITDA	174	121	175	121	176	(0.1)	(0.5)
EPS (원)	7,734	4,495	6,610	3,487	6,358	28.9	4.0

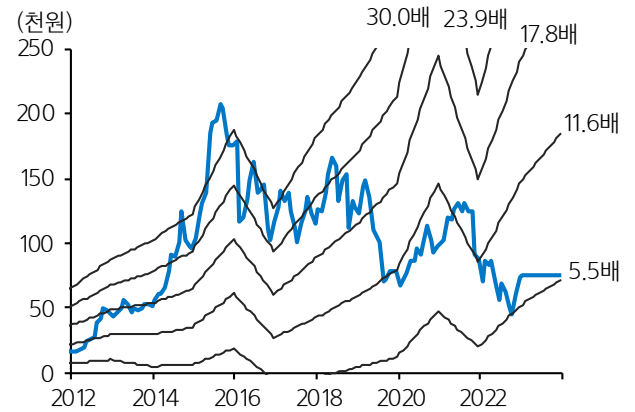
자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

Forward P/E band



자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA band



자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2019	1,331	54	36	18	3,114	(1.8)	25.2	3.3	6.6	13.1	464
2020	1,383	67	0	(29)	4,259	36.8	22.9	3.5	(9.9)	21.6	496
2021	1,591	123	78	34	7,734	81.6	11.3	1.9	9.3	9.4	446
2022E	1,623	65	56	20	4,495	(41.9)	16.7	1.6	4.2	9.1	436
2023E	1,719	119	99	60	6,610	47.0	11.3	1.5	11.7	6.2	378
2024E	1,899	152	135	81	8,014	21.2	9.3	1.3	14.2	5.1	343

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,383	1,591	1,623	1,719	1,899
매출원가	1,172	1,314	1,402	1,435	1,565
매출총이익	211	278	221	285	334
(매출총이익률, %)	15.2	17.4	13.6	16.6	17.6
판매 및 일반관리비	144	155	156	165	182
영업이익	67	123	65	119	152
(영업이익률, %)	4.8	7.7	4.0	6.9	8.0
영업외손익	(67)	(44)	(9)	(20)	(17)
금융수익	10	15	26	14	14
금융비용	33	24	35	39	36
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(43)	(36)	(0)	5	5
세전이익	0	78	56	99	135
법인세	29	44	36	40	54
(법인세율, %)	25,732.6	56.1	64.4	40.0	40.0
계속사업이익	(29)	34	20	60	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(29)	34	20	60	81
(순이익률, %)	(2.1)	2.2	1.2	3.5	4.3
지배주주순이익	21	74	51	75	91
비지배주주순이익	(50)	(40)	(31)	(15)	(10)
EBITDA	112	174	121	175	209
(EBITDA 이익률, %)	8.1	11.0	7.4	10.2	11.0
EPS (지배주주)	2,082	6,880	4,495	6,610	8,014
EPS (연결기준)	(2,830)	3,174	1,753	5,249	7,116
수정 EPS (원)*	4,259	7,734	4,495	6,610	8,014

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	41	100	97	121	125
당기순이익	(29)	34	20	60	81
현금유출이없는 비용 및 수익	80	110	85	85	90
유형자산 감가상각비	44	49	52	52	54
무형자산 상각비	2	3	3	3	3
기타	34	58	29	30	32
영업활동 자산부채 변동	(9)	(44)	(8)	(24)	(45)
투자활동에서의 현금흐름	(65)	(144)	(80)	(60)	(80)
유형자산 증감	(54)	(39)	(60)	(60)	(80)
장단기금융자산의 증감	(20)	(21)	0	0	0
기타	10	(84)	(20)	0	0
재무활동에서의 현금흐름	51	33	(17)	(61)	(45)
차입금의 증가(감소)	60	(53)	(10)	(57)	(35)
자본금의 증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금	(9)	0	(6)	(3)	(10)
기타	(0)	85	(0)	(0)	(0)
현금증감	26	(3)	0	0	0
기초현금	77	103	100	100	100
기말현금	103	100	100	100	100
Gross cash flow	51	144	105	145	170
Free cash flow	(13)	13	13	46	26

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	623	792	798	809	851
현금 및 현금등가물	103	100	100	100	100
매출채권	306	364	371	393	434
재고자산	193	224	228	242	267
기타	21	105	99	75	50
비유동자산	566	620	621	623	643
투자자산	39	62	62	62	62
유형자산	437	471	479	487	513
무형자산	57	50	50	50	50
기타	34	36	30	24	18
자산총계	1,189	1,412	1,420	1,432	1,494
유동부채	718	788	781	735	721
매입채무	143	187	190	202	223
단기차입금	380	364	425	368	333
기타 유동부채	196	237	166	166	166
비유동부채	199	159	160	162	167
사채 및 장기차입금	151	96	96	96	96
기타 비유동부채	48	63	64	66	71
부채총계	917	947	941	897	888
지배주주지분	343	561	575	631	702
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	182	292	292	292	292
이익잉여금	174	248	262	318	388
기타	(18)	15	15	15	15
비지배주주지분	(71)	(96)	(96)	(96)	(96)
자본총계	272	465	479	535	606
순부채	496	446	436	378	343

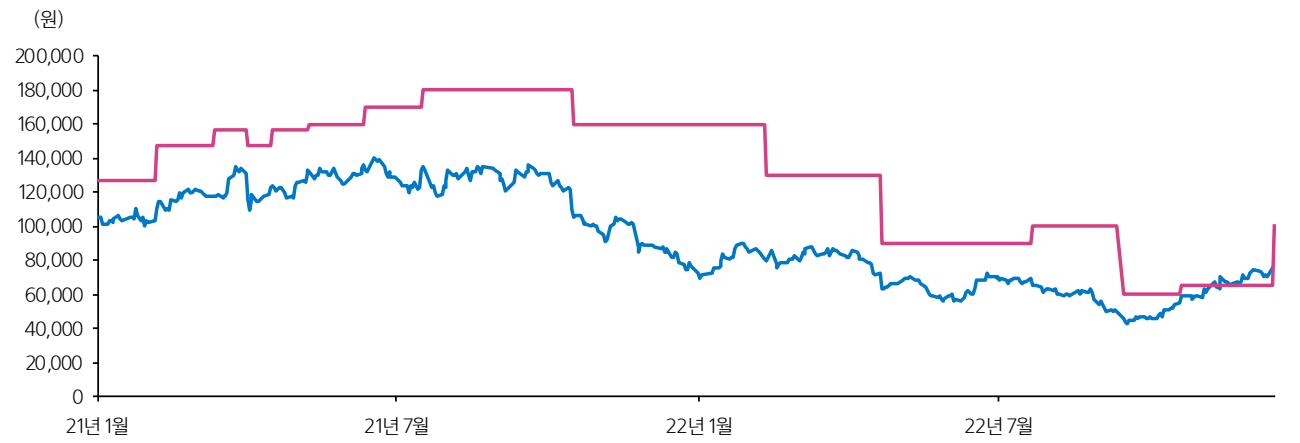
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	3.9	15.1	2.0	5.9	10.5
영업이익	23.4	84.0	(47.0)	83.6	27.4
순이익	nm	nm	(42.1)	199.5	35.6
수정 EPS**	36.8	81.6	(41.9)	47.0	21.2
주당지표					
EPS (지배주주)	2,082	6,880	4,495	6,610	8,014
EPS (연결기준)	(2,830)	3,174	1,753	5,249	7,116
수정 EPS**	4,259	7,734	4,495	6,610	8,014
BPS	27,889	45,050	46,253	51,203	57,419
DPS (보통주)	0	550	300	900	1,200
Valuations (배)					
P/E***	22.9	11.3	16.7	11.3	9.3
P/B***	3.5	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	21.6	9.4	9.1	6.2	5.1
비율					
ROE (%)	(9.9)	9.3	4.2	11.7	14.2
ROA (%)	(2.4)	2.6	1.4	4.2	5.5
ROIC (%)	(638.2)	4.9	2.8	8.1	10.1
배당성향 (%)	0.0	18.2	17.1	17.1	16.9
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.6	0.4	1.2	1.6
순부채비율 (%)	182.4	95.8	90.9	70.6	56.7
이자보상배율 (배)	3.3	7.0	3.3	4.2	5.9

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 1월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 1월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2020/11/16	2021/3/3	4/7	4/27	5/12	7/8	8/12	11/11	2022/3/8	5/17	8/17	10/11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	127,431	147,036	156,838	147,036	156,838	170,000	180,000	160,000	130,000	90,000	100,000	60,000
과리율 (평균)	-22.30	-20.46	-19.88	-20.70	-18.51	-23.76	-28.79	-44.57	-36.97	-28.04	-41.00	-20.37
과리율 (최대or최소)	-13.08	-17.00	-13.75	-16.33	-13.29	-17.65	-24.44	-33.44	-32.46	-20.00	-34.30	-7.50
일 자	11/15	2023/1/11										
투자의견	BUY	BUY										
TP (₩)	65,000	100,000										
과리율 (평균)	1.10											
과리율 (최대or최소)	14.00											

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2022.12.31

매수(80.6%)·중립(19.4%)·매도(0%)

## 삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA