

2023. 7. 4



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) **150,000 원**

현재주가 (7.3) **91,300 원**

상승여력 **64.3%**

KOSPI	2,602.47pt
시가총액	10,362억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.86%
외국인비중	24.22%
52주 최고/최저가	94,200원/42,550원
평균거래대금	91.7억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 17 인	26.27
국민연금공단	12.18
베어링자산운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.2	26.1	60.5
상대주가	8.1	7.5	42.1

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	1,785.2	114.8	85.2	7,507	흑전	61,742	12.2	1.5	7.2	13.3	195.4
2024E	2,011.5	143.4	130.3	11,483	52.4	73,225	8.0	1.2	5.6	17.0	163.1
2025E	2,169.9	157.2	151.4	13,344	12.6	86,568	6.8	1.1	4.6	16.7	140.7

코스맥스 192820

2Q23E: 절대적 (+126% Q/+81% Y)

- ✓ 2Q23E 매출액 4,587억원 (+13%), 영업이익 311억원 (+81%, OPM 7%)
- ✓ 국내: 내수 약진 & 수출 확대 & 평가 인상 → 매출 +19%, 영업이익 +21%
- ✓ 중국: 분기 거듭될수록 개선 (1Q23 -17%, 2Q23E +11%, 3Q23E +18%, 4Q23E +31%)
- ✓ 기타: 미국 (+58%, 적자 129억원 축소) 신규 유치/효율화, 동남아 (+34%) 리오프닝
- ✓ 글로벌 1등 제조사 (인터코스 대비 133%, 씨앤씨 대비 847%), 최선호주 의견 유지

2Q23E 맥스가 돌아왔다

코스맥스는 2023년 2분기 매출액 4,587억원 (+13.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 311억원 (+80.8%, OPM 6.8%), 순이익 256억원 (+122.7%)을 기록할 전망이다. 전 지역이 반등, 고성장 가도에 들어서겠다 (오하이오 철수 영향 제외).

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,681억원 (+18.9%), 225억원 (+20.9%)을 추정한다. 내수 약진, 수출 확대, 평가 인상까지 더할 나위 없이 좋겠다 (1Q23 가격 인상 반영 본격화; 기초 +1.2% 색조 +3.1% QoQ). [중국] 매출액 1,598억원 (+11.3%)을 추정한다. 발주, 생산, 납품 모두 분기가 거듭될수록 개선될 것으로 본다 (1Q23 -16.5% → 2Q23E +11.3% → 3Q23E +18.1% → 4Q23E +31.4%).

[미국] 매출액 315억원 (누월드 +58.2%, 오하이오 합산 -17.8%), 순손실 34억원 (+129억원, 적자 축소)을 예상한다. 신규 고객사 유치와 오하이오 물량 이관에 공장 일원화 효과가 더해지면서, 수익성이 크게 개선되겠다. [동남아] 리오프닝 효과가 두드러지는 모습이다 (동남아 합산 +34.4%). 인도네시아 (+30.0%)는 U사 호조, 태국 (+53.6%)은 스파우트 파우치 강세가 기대된다.

투자의견 Buy 및 적정주가 150,000원 제시

절대적이다. 특유의 기술력과 자체 IP 확대 및 공정 자동화를 기반으로 글로벌 1등 화장품 제조사의 위치를 더욱 공고히 하고 있다 (코스맥스 매출액, 2위 인터코스 대비 133%, 3위 한국콜마 대비 159%, 코스메카 대비 405%, 씨앤씨 대비 847%). 미국 사업이 리스크 요인에서 투자 포인트로 재탄생하면서 펀더멘털 강화를 이끌고 있기도 하다 (미국 2H23E 분기 BEP 도달, 2024E OPM 4.5%로 흑전 추산). 업종 내 최선호주 의견을 유지하며, 적극 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	458.7	405.0	13.2	403.3	13.7	463.4	-1.0
영업이익	31.1	17.2	80.8	13.8	125.5	31.3	-0.4
순이익	26.2	11.5	127.9	6.7	290.7	25.7	1.9
영업이익률(%)	6.8	4.3	2.5	3.4	3.4	6.8	0.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,785.2	2,011.5	1,766.9	1,970.7	1.0	2.1	1,748.1	1,921.0
영업이익	114.8	143.4	109.2	135.0	5.2	6.2	105.8	132.5
순이익	85.2	130.3	77.7	105.8	9.7	23.2	75.3	94.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, 주, 배)	순이익	지분율	Target PER	적정가치	비고
[중국 법인 지분 축소 가정]					
① 한국·미국·동남아 법인	57	100	19	1,098	- 순이익: 연결 지배순익에서 중국 순이익 차감 - Target PER: 글로벌 화장품 OEM Peer 평균 적용
② 중국 법인	67	51	19	660	- 순이익: 중국 당기순이익에 지분율 51% 적용 (연결 편입 최소 수준) - Target PER: 글로벌 화장품 OEM Peer 평균 적용
적정 시가총액					1,757
주식 수					11,350
적정주가 (원)					150,000
현재주가 (원)					91,300
상승여력 (%)					64.3
[중국 법인 지분 유지 가정]					
순이익					115
Target PER					19
적정 시가총액					2,232
주식 수					11,350
적정주가 (원)					200,000
현재주가 (원)					91,300
상승여력 (%)					119.1

자료: 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	1,036	1,785	2,012	115	143	85	130	12.2	8.0	1.5	1.2	13.3	17.0	7.2	5.6
한국콜마	977	2,202	2,434	155	208	65	96	15.0	10.1	1.4	1.2	9.5	12.9	10.5	8.5
씨앤씨인터내셔널	502	211	262	34	43	30	36	16.9	13.9	3.1	2.5	19.9	19.8	11.5	8.9
Intercos	2,094	1,348	1,451	131	149	89	103	23.4	20.2	3.2	2.9	13.9	14.6	11.0	9.9
Fujian Green Pine	532	429	485	29	48	28	41	22.2	13.5	1.8	1.6	8.1	12.3	10.2	8.2
평균 (국내사 제외)								22.8	16.9	2.5	2.3	11.0	13.4	10.6	9.0

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

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	397.9	405.0	396.8	400.5	403.3	458.7	450.0	473.3	1,600.1	1,785.2	2,011.5
국내	205.1	225.5	206.7	216.7	243.4	268.1	244.7	256.8	854.0	1,013.0	1,133.1
중국	145.1	143.6	134.3	127.4	121.2	159.8	158.7	167.4	550.4	607.1	693.0
상해	121.8	107.5	103.0	99.8	91.5	120.9	123.1	134.3	432.1	469.8	535.1
광저우	23.3	36.0	31.4	27.6	29.7	38.9	35.6	33.1	118.3	137.3	157.9
미국	45.2	38.3	45.8	40.6	27.1	31.5	38.2	35.3	169.8	132.1	160.0
오하이오	19.8	18.4	24.3	22.0	-	-	-	-	84.6	-	-
뉴월드	25.4	19.9	21.4	18.5	27.1	31.5	38.2	35.3	85.3	132.1	160.0
동남아	16.8	18.1	25.1	26.2	24.3	24.3	27.6	28.8	86.1	105.0	114.0
인도네시아	14.0	14.7	18.3	19.7	19.2	19.1	20.2	21.6	66.7	80.1	87.3
태국	2.8	3.4	6.8	6.5	5.1	5.2	7.4	7.1	19.4	24.9	26.7
영업이익	13.7	17.2	19.7	2.4	13.8	31.1	34.1	35.7	53.1	114.8	143.4
국내	9.7	18.6	11.7	2.9	13.0	22.5	19.8	21.4	42.9	76.7	92.0
해외(연결-개별)	4.1	-1.4	8.1	-0.5	0.8	8.6	14.4	14.3	10.2	38.1	51.4
영업이익률	3.5	4.3	5.0	0.6	3.4	6.8	7.6	7.5	3.3	6.4	7.1
국내	4.7	8.3	5.6	1.3	5.4	8.4	8.1	8.3	5.0	7.6	8.1
해외	2.1	-0.8	4.2	-0.3	0.5	4.5	7.0	6.6	1.4	4.9	5.9
순이익	15.3	11.5	11.3	-17.2	6.7	26.2	26.4	25.9	20.8	85.2	130.3
순이익률	3.8	2.8	2.9	-4.3	1.7	5.7	5.9	5.5	1.3	4.8	6.5
국내	10.4	23.2	21.7	-155.9	22.7	18.0	15.8	15.0	-100.6	71.6	71.2
중국	15.1	14.5	11.6	8.5	7.2	15.5	15.9	17.7	49.7	56.3	71.0
상해	12.2	9.4	7.9	6.6	3.4	10.0	11.3	14.3	36.2	39.0	55.4
광저우	2.9	5.1	3.7	1.9	3.8	5.5	4.6	3.5	13.6	17.3	15.6
미국	-14.0	-16.3	-12.3	-44.1	-13.2	-3.4	-2.7	-3.3	-86.7	-22.7	5.8
오하이오	-7.6	-5.0	-2.8	-35.9	-0.1	-	-	-	-51.2	-0.1	-
뉴월드	-6.4	-11.3	-9.5	-8.2	-13.0	-3.4	-2.7	-3.3	-35.5	-22.5	5.8
동남아	0.0	-2.0	-1.1	0.6	2.7	2.3	3.3	3.5	-2.4	11.8	15.1
인도네시아	1.4	0.2	0.3	-0.4	3.4	3.0	3.1	3.4	1.4	12.9	14.5
태국	-1.3	-2.2	-1.4	1.1	-0.7	-0.7	0.1	0.1	-3.9	-1.1	0.6
(% YoY)											
매출액	15.3	-5.9	0.5	-4.9	1.4	13.2	13.4	18.2	0.5	11.6	12.7
국내	8.8	-2.0	-5.0	-0.2	18.6	18.9	18.4	18.5	0.1	18.6	11.9
중국	9.2	-16.7	-9.9	-28.1	-16.5	11.3	18.1	31.4	-12.8	10.3	14.1
미국	39.9	11.3	21.9	28.7	-40.1	-17.8	-16.5	-13.0	25.1	-22.2	21.1
동남아	24.7	22.3	61.6	71.0	44.8	34.4	10.0	10.0	45.8	21.9	8.6
영업이익	-41.0	-60.8	-20.9	-92.1	0.5	80.8	73.0	1,393.9	-56.7	116.4	24.9
개별	-39.3	-9.0	-43.5	-85.8	35.0	20.9	69.6	633.5	-44.8	79.1	19.9
자회사(연결-개별)	-44.6	적전	86.5	적전	-81.0	흑전	77.8	흑전	-77.2	271.4	35.0
영업이익률	-3.3	-6.0	-1.3	-6.6	0.0	2.5	2.6	6.9	-4.4	3.1	0.7
순이익	-4.9	-64.1	1.3	적전	-0.6	127.9	133.3	흑전	-72.0	308.7	53.0
국내	-50.0	35.3	흑전	적지	119.2	-22.5	-27.2	흑전	적전	흑전	-0.5
중국	34.1	-36.6	-24.6	-66.8	-52.4	6.7	37.5	107.4	-33.8	13.2	26.1
미국	-14.7	-7.5	5.8	-34.1	6.0	79.0	77.7	92.4	-18.3	적지	흑전
동남아	흑전	적전	-68.3	흑전	9,787.9	흑전	흑전	439.1	31.0	흑전	28.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591.5	1,600.1	1,785.2	2,011.5	2,169.9
매출액증가율 (%)	15.1	0.5	11.6	12.7	7.9
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,509.3	1,689.0	1,822.0
매출총이익	277.5	205.3	276.0	322.5	347.9
판매관리비	154.9	152.2	161.2	179.1	190.7
영업이익	122.6	53.1	114.8	143.4	157.2
영업이익률	7.7	3.3	6.4	7.1	7.2
금융손익	-8.5	-17.9	-15.1	-10.9	-8.9
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-35.8	-29.1	-9.1	-3.6	-3.1
세전계속사업이익	78.3	6.2	90.7	129.0	145.2
법인세비용	43.9	22.6	39.9	51.6	58.1
당기순이익	34.3	-16.5	50.8	77.4	87.1
지배주주지분 손이익	74.4	20.9	85.2	130.3	151.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	100.1	102.5	101.3	118.6	118.0
당기순이익(손실)	34.3	-16.5	50.8	77.4	87.1
유형자산상각비	48.5	54.9	56.7	56.1	54.0
무형자산상각비	3.3	3.9	1.8	1.0	1.0
운전자본의 증감	-40.8	28.2	-6.2	-9.9	-17.0
투자활동 현금흐름	-143.7	-31.3	-72.1	-43.1	-40.7
유형자산의증가(CAPEX)	-40.8	-84.2	-66.4	-40.8	-40.7
투자자산의감소(증가)	-23.2	-16.4	-11.8	-7.2	-6.1
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	-5.4	-61.7	-40.3
차입금의 증감	-49.3	44.3	8.7	-61.7	-40.3
자본의 증가	111.0	-5.7	16.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.7	69.6	30.2	13.9	37.0
기초현금	102.5	99.8	169.4	199.7	213.5
기말현금	99.8	169.4	199.7	213.5	250.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792.2	737.2	797.5	845.8	932.0
현금및현금성자산	99.8	169.1	199.3	213.1	250.2
매출채권	350.0	302.8	314.9	327.5	352.9
재고자산	223.6	202.3	216.4	231.6	249.6
비유동자산	619.7	659.3	706.7	697.6	689.4
유형자산	471.2	490.6	517.9	502.6	489.3
무형자산	50.3	49.6	49.5	48.4	47.5
투자자산	53.2	69.7	81.4	88.6	94.7
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,504.3	1,543.4	1,621.5
유동부채	787.7	812.0	832.1	791.3	786.9
매입채무	186.7	175.8	179.3	182.9	197.1
단기차입금	363.6	434.0	427.3	367.3	335.3
유동성장기부채	71.9	69.8	69.1	69.1	69.1
비유동부채	158.9	140.2	162.9	165.5	160.9
사채	51.4	36.5	57.3	57.3	49.3
장기차입금	44.8	20.8	15.6	12.4	10.8
부채총계	946.5	952.2	995.1	956.8	947.8
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	303.0	303.0	303.0
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	39.6	39.6	39.6
이익잉여금	248.1	267.5	352.7	483.0	634.5
비지배주주지분	-95.9	-136.9	-191.5	-244.5	-308.8
자본총계	465.4	444.3	509.2	586.6	673.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	147,101	140,986	157,297	177,235	191,190
EPS(지배주주)	6,880	1,837	7,507	11,483	13,344
CFPS	17,492	11,791	15,383	18,192	19,137
EBITDAPS	16,120	9,860	15,269	17,670	18,692
BPS	49,457	51,203	61,742	73,225	86,568
DPS	550	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	40.3	12.2	8.0	6.8
PCR	5.0	6.3	5.9	5.0	4.8
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	1.8	1.4	1.5	1.2	1.1
EBITDA	174.4	111.9	173.3	200.6	212.2
EV/EBITDA	7.3	10.1	7.2	5.6	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	3.6	13.3	17.0	16.7
EBITDA 이익률	11.0	7.0	9.7	10.0	9.8
부채비율	203.4	214.3	195.4	163.1	140.7
금융비용부담률	1.1	1.3	1.6	1.3	1.1
이자보상배율(x)	7.0	2.5	4.1	5.4	6.5
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	5.8	6.3	6.4
재고자산회전율(x)	7.6	7.5	8.5	9.0	9.0

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 추천 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 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)	
2021.05.28	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	-22.4	-14.3	
2023.05.15	기업브리프	Buy	140,000	하누리	-36.9	-32.7	
2023.07.04	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-	-	