

2023. 11. 14



▲ 화장품/의류

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **200,000 원**

현재주가 (11.13) **126,800 원**

상승여력 **57.7%**

KOSPI	2,403.76pt
시가총액	14,391억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.88%
외국인비중	28.31%
52주 최고/최저가	153,500원/53,900원
평균거래대금	204.2억원

주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.26
국민연금공단	12.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	53.0	135.3
상대주가	8.0	57.5	143.0

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	1,823.4	134.0	83.0	7,310	흑전	60,299	17.3	2.1	8.6	13.1	193.6
2024E	2,099.4	192.0	145.3	12,805	103.7	73,103	9.9	1.7	6.1	19.2	148.9
2025E	2,283.3	221.6	162.5	14,320	16.4	87,423	8.9	1.5	4.9	17.8	119.7

코스맥스 192820

3Q23 Review: 더할 나위 없이 좋다

- ✓ 3Q23 매출액 4,583억원 (+16%), 영업이익 333억원 (+69%, OPM 7%)
- ✓ 국내: 내수 (+38%) & 수출 (+70%) 수주 폭증 및 단가 인상 → 신기록 경신
- ✓ 해외: 미국 (+72%) ODM 확대, 중국 (-9%) De-stocking, 동남아 (+19%) 리오프닝
- ✓ 신생 브랜드 증가 & 국산 점유율 상승 & 글로벌사 아시아 확장 기반 구조적 성장
- ✓ 글로벌 1위 ODM사 코스맥스 연간 영업이익의 2천억원 목전, 최선호주 의견 유지

3Q23 SAP 도입 영향

코스맥스는 2023년 3분기 매출액 4,583억원 (+15.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 333억원 (+68.7%, OPM 7.3%), 순이익 152억원 (+34.6%, 종속회사 대손충당금 150억원 제거 +62.4%)으로 시장 기대치에 부합했다 (컨센서스 대비 영업이익 -2.5%).

[국내] 매출액 2,880억원 (+39.3%), 영업이익 258억원 (+121.2%, OPM 9.0%)으로 역대 최고치를 경신했다. 내수 (+38.0%)와 수출 (+70.0%) 물량 모두 크게 증가하며, 레버리지 효과가 뚜렷했다 (OPM 9.0%, +3.4%p). 탄탄해진 고객사 구성과 단단해진 협상력 (평가 인상)에 기반한다. 보수적 회계 처리로 매출채권대손충당금이 발생, 판관비 부담이 상존했다 (2Q23 38억원 환입 vs. 3Q23 50억원 반영, -83억원 영향).

[해외] **미국:** 매출액 369억원 (-19.3%; 오하이오 제외 +72.4%), 순손실 125억원 (적지; 영업손실 20억원 추산)을 실현했다. 오하이오 철수로 CAPA -40% 축소 불구, 영업력 확충과 ODM 확대 (2022년 60%, 1Q23 70%, 2Q23 75%, 2H23E 80%)가 빛을 발했다. 영업손실은 크게 축소되었으나, 본사향 금융비용 증가로 순손실은 계속되었다 (본사 대여금 관련 미국 금융비용, 국내 금융이익 인식, 연결 조정 상쇄).

중국: 매출액 1,224억원 (-8.9%; 상해 -17.0%, 광저우 +17.7%), 순이익 63억원 (-45.5%)을 실현했다. 고객사 De-stocking 영향으로 상해 법인이 미진했다. 광공제 물량을 감안, 4Q23E +23.3% 성장 전환 기대된다. **동남아:** 리오프닝 수혜로 약진했다 (매출액 +19.4%, 순이익 흑전).

투자의견 Buy 및 적정주가 200,000원 제시

전방 파편화 (생산시설 미비 신생 브랜드 증가), 한국산 인기 (일본/미국/동남아 내 한국 화장품 점유율 상승), 아시아 확장 (글로벌사 아시아 거점 확대) 모두 구조적 성장 동력이다. 글로벌 1등 ODM사 코스맥스, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

(십억원)	3Q23	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	458.3	396.8	15.5	479.3	-4.4	460.2	-0.4	468.9	-2.3
영업이익	33.3	19.7	68.7	46.0	-27.7	34.2	-2.5	35.2	-5.4
순이익	15.2	11.3	34.6	30.4	-50.0	23.3	-34.7	31.8	-52.1
영업이익률(%)	7.3	5.0	2.3	9.6	-2.3	7.4	-0.2	7.5	-0.2

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,823.4	2,099.4	1,861.2	2,124.1	-2.0	-1.2	1,818.2	2,067.0
영업이익	134.0	192.0	145.9	202.5	-8.1	-5.2	133.1	174.1
순이익	83.0	145.3	105.3	122.8	-21.2	18.4	88.3	117.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, 주, 배)	순이익	지분율	Target PER	적정가치	비고
순이익				117	- 12개월 선행 연결 지배순이익
Target PER				17	- 글로벌 화장품 OEM Peer 평균 적용
적정 시가총액				1,975	
주식 수				11,350	
적정주가 (원)				200,000	
현재주가 (원)				126,800	
상승여력 (%)				57.7	

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	1,266	1,823	2,099	134	192	83	145	17.3	9.9	2.1	1.7	13.1	19.2	8.6	6.1
한국콜마	1,111	2,152	2,443	144	199	76	107	14.8	10.5	1.6	1.4	11.0	13.8	11.7	9.3
씨앤씨인터네셔널	549	217	263	33	45	32	42	18.0	13.7	3.5	2.8	21.3	22.5	13.6	9.9
Intercos	1,730	1,373	1,481	131	149	89	103	19.2	16.5	2.6	2.3	13.9	14.6	9.5	8.4
Fujian Green Pine	489	402	448	15	40	13	34	21.8	12.8	1.8	1.7	7.3	12.3	11.6	7.1
평균 (국내사 제외)								20.0	15.4	2.2	2.0	10.6	13.5	10.5	7.8

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

표4 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	403.3	479.3	458.3	482.6	488.1	545.2	521.7	544.5	1,600.1	1,823.4	2,099.4
국내	243.4	278.3	288.0	274.9	298.9	330.2	334.4	321.4	854.0	1,084.6	1,284.9
중국	121.2	151.9	122.4	157.1	138.6	160.7	132.2	166.2	550.4	552.7	597.7
상해	91.5	111.9	85.5	115.6	102.9	117.5	92.3	121.4	432.1	404.5	434.1
광저우	29.7	40.0	36.9	41.5	35.6	43.2	39.9	44.8	118.3	148.2	163.6
미국	27.1	38.1	36.9	35.0	41.0	44.9	44.9	41.0	169.6	137.2	171.8
오하이오	-	-	-	-	-	-	-	-	84.6	-	-
뉴월드	27.1	38.1	36.9	35.0	41.0	44.9	44.9	41.0	85.3	137.2	171.8
동남아	24.2	27.4	30.0	30.8	28.6	31.1	34.0	35.0	86.1	112.4	128.6
인도네시아	19.1	20.6	23.4	24.0	22.0	23.7	26.9	27.6	66.7	87.1	100.2
태국	5.1	6.8	6.6	6.8	6.6	7.3	7.1	7.4	19.4	25.3	28.4
영업이익	13.8	46.0	33.3	40.8	42.1	52.4	45.7	51.8	53.1	134.0	192.0
국내	13.0	30.4	25.8	27.5	27.3	35.2	30.3	32.5	42.9	96.7	125.3
해외(연결-개별)	0.8	15.7	7.5	13.4	14.8	17.2	15.4	19.3	10.2	37.3	66.7
영업이익률	3.4	9.6	7.3	8.5	8.6	9.6	8.8	9.5	3.3	7.3	9.1
국내	5.4	10.9	9.0	10.0	9.1	10.7	9.1	10.1	5.0	8.9	9.8
해외	0.5	7.8	4.4	6.4	7.8	8.0	8.2	8.7	1.4	5.0	8.2
순이익	6.7	30.4	15.2	30.6	31.2	39.6	40.3	34.2	20.8	83.0	145.3
순이익률	1.7	6.4	3.3	6.3	6.4	7.3	7.7	6.3	1.3	4.5	6.9
국내	22.7	8.6	6.7	22.0	19.1	24.6	21.2	22.8	-100.6	60.0	87.7
중국	7.2	14.4	6.3	12.8	10.5	14.6	9.1	13.4	49.7	40.6	47.7
상해	3.4	7.7	2.2	8.4	5.8	8.1	5.1	9.2	36.2	21.7	28.2
광저우	3.8	6.7	4.1	4.3	4.7	6.5	4.0	4.2	13.6	18.9	19.4
미국	-13.2	-10.5	-12.5	-8.6	-7.4	-7.6	-8.5	-5.1	-86.7	-44.7	-28.6
오하이오	-0.1	-	-	-	0.0	-	-	-	-51.2	-0.3	-
뉴월드	-13.0	-10.3	-12.5	-8.6	-7.4	-7.6	-8.5	-5.1	-35.5	-44.4	-28.6
동남아	2.7	0.8	0.5	1.6	3.4	2.8	1.2	2.0	-2.4	5.6	9.4
인도네시아	3.4	1.4	0.9	1.4	3.2	2.7	1.2	1.8	1.4	7.0	8.9
태국	-0.7	-0.6	-0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	-3.9	-1.5	0.5
(% YoY)											
매출액	1.4	18.3	15.5	20.5	21.0	13.7	13.8	12.8	0.5	14.0	15.1
국내	18.6	23.4	39.3	26.9	22.8	18.7	16.1	16.9	0.1	27.0	18.5
중국	-16.5	5.8	-8.9	23.3	14.3	5.8	8.0	5.8	-12.8	0.4	8.1
미국	-40.1	0.1	-19.3	-13.6	51.3	17.7	21.6	17.1	24.9	-19.1	25.3
동남아	44.2	51.7	19.4	17.8	18.2	13.3	13.5	13.5	45.8	30.5	14.4
영업이익	0.5	167.3	68.7	1,608.5	204.8	13.7	37.3	26.8	-56.7	152.6	43.3
개별	35.0	63.3	121.2	840.9	109.3	15.8	17.5	18.2	-44.8	125.7	29.6
자회사(연결-개별)	-81.0	흑전	-7.1	흑전	1,806.2	9.8	105.4	44.5	-77.2	263.9	78.9
영업이익률	0.0	5.4	2.3	7.9	5.2	0.0	1.5	1.1	-4.4	4.0	1.8
순이익	-56.1	165.0	34.6	흑전	365.9	29.9	164.5	12.0	-72.0	297.9	75.2
국내	119.2	-63.0	-69.2	흑전	-16.0	186.8	216.8	3.5	적전	흑전	46.2
중국	-52.4	-1.1	-45.5	49.6	46.4	1.4	44.9	5.2	-33.8	-18.3	17.3
미국	6.0	35.8	-2.0	80.6	43.6	27.0	32.3	40.3	-18.3	적지	35.9
동남아	9,787.9	흑전	흑전	147.8	23.7	275.0	146.7	25.0	31.0	흑전	69.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591.5	1,600.1	1,823.4	2,099.4	2,283.3
매출액증가율(%)	15.1	0.5	14.0	15.1	8.8
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,523.2	1,727.0	1,870.6
매출총이익	277.5	205.3	300.3	372.5	412.7
판매관리비	154.9	152.2	166.3	180.5	191.2
영업이익	122.6	53.1	134.0	192.0	221.6
영업이익률(%)	7.7	3.3	7.3	9.1	9.7
금융손익	-8.5	-17.9	2.8	5.6	4.4
종속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-35.8	-29.1	-29.1	-17.2	-15.9
세전계속사업이익	78.3	6.2	107.8	180.4	210.0
법인세비용	43.9	22.6	43.1	48.7	56.7
당기순이익	34.3	-16.5	64.7	131.7	153.3
지배주주지분 순이익	74.4	20.9	83.0	145.3	162.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792.2	737.2	789.4	898.2	1,056.1
현금및현금성자산	99.8	169.1	173.5	245.8	348.0
매출채권	350.0	302.8	314.9	327.5	356.1
재고자산	223.6	202.3	216.4	231.6	251.9
비유동자산	619.7	659.3	708.2	699.5	691.0
유형자산	471.2	490.6	517.8	500.9	486.2
무형자산	50.3	49.6	51.7	50.6	49.5
투자자산	53.2	69.7	82.5	91.9	99.1
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,497.6	1,597.7	1,747.1
유동부채	787.7	812.0	791.8	755.9	755.6
매입채무	186.7	175.8	179.3	182.9	198.9
단기차입금	363.6	434.0	422.8	362.8	330.8
유동성장기부채	71.9	69.8	30.2	30.2	30.2
비유동부채	158.9	140.2	195.6	200.0	196.3
사채	51.4	36.5	57.4	57.4	49.4
장기차입금	44.8	20.8	38.8	35.6	34.0
부채총계	946.5	952.2	987.4	955.9	951.9
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	298.8	298.8	298.8
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	29.8	29.8	29.8
이익잉여금	248.1	267.5	350.4	495.7	658.2
비지배주주지분	-95.9	-136.9	-174.2	-187.9	-197.1
자본총계	465.4	444.3	510.1	641.8	795.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	100.1	102.5	126.3	185.2	191.3
당기순이익(손실)	34.3	-16.5	64.7	131.7	153.3
유형자산상각비	48.5	54.9	57.3	57.7	55.4
무형자산상각비	3.3	3.9	2.5	1.2	1.1
운전자본의 증감	-40.8	28.2	-9.5	-5.4	-18.5
투자활동 현금흐름	-143.7	-31.3	-95.9	-51.7	-49.1
유형자산의증가(CAPEX)	-40.8	-84.2	-67.2	-40.8	-40.7
투자자산의감소(증가)	-23.2	-16.4	-13.4	-9.4	-7.2
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	-28.1	-61.2	-40.0
차입금의 증감	-49.3	44.3	-2.9	-61.2	-40.0
자본의 증가	111.0	-5.7	12.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.7	69.6	4.6	72.4	102.2
기초현금	102.5	99.8	169.4	174.0	246.3
기말현금	99.8	169.4	174.0	246.3	348.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	147,101	140,986	160,661	184,980	201,182
EPS(지배주주)	6,880	1,837	7,310	12,805	14,320
CFPS	17,492	11,791	17,121	22,907	24,799
EBITDAPS	16,120	9,860	17,079	22,107	24,497
BPS	49,457	51,203	60,299	73,103	87,423
DPS	550	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	40.3	17.3	9.9	8.9
PCR	5.0	6.3	7.4	5.5	5.1
PSR	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6
PBR	1.8	1.4	2.1	1.7	1.5
EBITDA(십억원)	174.4	111.9	193.8	250.9	278.0
EV/EBITDA	7.3	10.1	8.6	6.1	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	3.6	13.1	19.2	17.8
EBITDA 이익률	11.0	7.0	10.6	12.0	12.2
부채비율	203.4	214.3	193.6	148.9	119.7
금융비용부담률	1.1	1.3	1.6	1.3	1.1
이자보상배율(x)	7.0	2.5	4.5	6.8	8.7
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	5.9	6.5	6.7
재고자산회전율(x)	7.6	7.5	8.7	9.4	9.4

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 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 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 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)	
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	-34.5	-17.5	
2023.08.11	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-	-	