2023. 10. 13



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

코스맥스 192820

3Q23E Preview: Super Strong Buy

- ✓ 3Q23E 매출액 4,689억원 (+18%), 영업이익 352억원 (+78%, OPM 8%/+3%p)
- ✓ 국내: 내수 약진, 수출 확대, 판가 인상 → 신기록 (매출 +36%, 영업이익 +119%)
- ✓ 중국: 비우호적 환율 & 시장 동행 (중국 화장품 +5%) → 원화 Flat, 위안화 +7%
- ✓ 기타: 미국 (+81%, 적자 68억 축소) 신규 유치/효율화, 동남아 (+21%) 거래선 호조
- ✓ 글로벌 1등 제조사 & 실적 규모 최대 & 2024E 성장률 또한 최고 → 최선호주 유지

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**200,000 원**
현재주가 (10.12)	**111,500 원**
상승여력	**79.4%**
KOSPI	2,479.82pt
시가총액	12,655억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.88%
외국인비중	32.20%
52주 최고/최저가	153,500원/42,550원
평균거래대금	204.8억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.26
국민연금공단	12.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.4	43.3	156.0
상대주가	-18.5	47.4	127.4

주가그래프



3Q23E 한국 신기록 달성

코스맥스는 2023년 3분기 매출액 4,689억원 (+18.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 352억원 (+78.3%, OPM 7.5%/+2.5%p), 순이익 318억원 (+181.4%)을 기록할 전망이다. 전 지역이 반등, 고성장 가도를 이어가겠다. 2Q23 일회성 이익을 감안하면, 역대 최대 실적이라 봐도 무방하다 (분기 평균 대손상각비 40억원; 2Q22 78억원 반영 & 2Q23 -22억원 환입 vs. 3Q22 -38억원 환입 & 3Q23E 40억원 반영).

[국내] 매출액 2,802억원 (+35.5%), 영업이익 255억원 (+118.6%)을 추정한다. 내수 약진과 수출 확대에 판가 인상이 동반, 역대 최대 실적을 경신하겠다. 더할 나위 없이 좋겠다. **[중국]** 매출액 1,344억원 (Flat, 위안화 기준 +7.4%, 상해 -1.3%, 광저우 +36.1%)을 추정한다. 비우호적 환율 (원/위안 -7.4%)과 시장 추이 (3Q23E 중국 화장품 소매 +5.4%)를 감안했다. 보수적 회계 처리로 이익단은 줄겠다 (매출채권 충당금: 3Q23E 30억원 반영, 4Q23E 환입 예상).

[미국] 매출액 388억원 (+81.1%; 오하이오 제거 -15.2%), 순손실 55억원 (+68억원, 적자 축소)을 예상한다. 신규 고객 유치와 공장 일원화로 수익성이 크게 개선되겠다. **[동남아]** 대형 거래선 호조 기반 강세 기조가 유지될 것으로 본다 (동남아 합산 +21.3%; 인니 매출액 +26.4%/순이익 +1,123.2%, 태국 매출액 +7.4%/순이익 흑전).

투자의견 Buy 및 적정주가 200,000원 제시

절대 강자다. 실적 규모와 성장 동력에도 불구, PER 10배에 거래되고 있다 (2024E 영업이익: 코스맥스 2,025억원/+38.8% ≒ 한국콜마 ODM 1,159억원/+27.2% + 코스메카 560억원/+23.3% + 씨앤씨 445억원/+32.4%). 글로벌 1등 화장품 제조사, 코스맥스에 대한 업종 내 최선호주 의견을 유지하며, 적극 매수 접근을 추천한다.

(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	1,861.2	145.9	105.3	9,279	흑전	62,268	12.0	1.8	7.1	16.4	189.9
2024E	2,124.2	202.5	122.8	10,818	59.7	73,085	10.3	1.5	5.1	16.0	147.9
2025E	2,310.3	232.5	140.1	12,344	17.2	85,429	9.0	1.3	4.2	15.6	119.8

표1 코스맥스 3Q23E 실적 Preview

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**468.9**	396.8	**18.2**	479.3	-2.2	456.9	2.6
영업이익	**35.2**	19.7	**78.3**	46.0	-23.6	36.0	-2.1
순이익	**31.8**	11.3	**181.4**	30.4	4.6	20.6	54.4
영업이익률(%)	**7.5**	5.0	**2.5**	9.6	-2.1	7.9	-0.4

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	**1,861.2**	**2,124.1**	1,843.5	2,132.1	**1.0**	**-0.4**	1,812.7	2,065.3
영업이익	**145.9**	**202.5**	150.2	202.8	**-2.9**	**-0.1**	134.7	174.5
순이익	**105.3**	**122.8**	91.0	164.0	**15.7**	**-25.2**	90.5	124.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

(십억원, %, 주, 배)	순이익	지분율	Target PER	적정가치	비고
순이익				131	- 12개월 선행 연결 지배순이익
Target PER				18	- 글로벌 화장품 OEM Peer 평균 적용
적정 시가총액				**2,315**	
주식 수				11,350	
적정주가 (원)				**200,000**	
현재주가 (원)				111,500	
상승여력 (%)				**79.4**	

자료: 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	**1,266**	**1,861**	**2,124**	**146**	**203**	**105**	**123**	**12.0**	**10.3**	**1.8**	**1.5**	**16.4**	**16.0**	**7.1**	**5.1**
한국콜마	1,111	2,179	2,471	161	214	74	94	15.0	11.8	1.5	1.4	10.7	12.3	10.8	8.8
씨앤씨인터내셔널	549	220	277	34	45	32	41	17.4	13.4	3.3	2.7	21.0	22.0	12.9	9.5
Intercos	1,730	1,376	1,484	131	149	89	103	19.6	16.9	2.6	2.4	13.8	14.5	9.6	8.6
Fujian Green Pine	489	402	448	15	40	13	34	38.5	14.2	1.8	1.7	7.3	12.3	11.8	7.2
평균 (국내사 제외)								**25.3**	**16.1**	**2.2**	**2.0**	**10.5**	**13.4**	**10.7**	**7.9**

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

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**397.9**	**405.0**	**396.8**	**400.5**	**403.3**	**479.3**	**468.9**	**509.8**	**1,600.1**	**1,861.2**	**2,124.1**
국내	**205.1**	**225.5**	**206.7**	**216.7**	**243.4**	**278.3**	**280.2**	**297.3**	**854.0**	**1,099.2**	**1,286.1**
중국	**145.1**	**143.6**	**134.3**	**127.4**	**121.2**	**151.9**	**134.4**	**160.6**	**550.4**	**568.1**	**610.1**
상해	121.8	107.5	103.0	99.8	91.5	111.9	94.0	115.6	432.1	413.0	440.5
광저우	23.3	36.0	31.4	27.6	29.7	40.0	40.4	45.0	118.3	155.1	169.6
미국	**45.2**	**38.1**	**45.8**	**40.6**	**27.1**	**38.1**	**38.8**	**37.8**	**169.6**	**141.8**	**177.3**
오하이오	19.8	18.4	24.3	22.0	-	-	-	-	84.6	-	-
누월드	25.4	19.9	21.4	18.5	27.1	38.1	38.8	37.8	85.3	141.8	177.3
동남아	**16.8**	**18.1**	**25.1**	**26.2**	**24.2**	**27.4**	**30.4**	**31.3**	**86.1**	**113.3**	**130.3**
인도네시아	14.0	14.7	18.3	19.7	19.1	20.6	23.2	23.8	66.7	86.7	99.7
태국	2.8	3.4	6.8	6.5	5.1	6.8	7.3	7.5	19.4	26.6	30.5
영업이익	**13.7**	**17.2**	**19.7**	**2.4**	**13.8**	**46.0**	**35.2**	**50.8**	**53.1**	**145.9**	**202.5**
국내	9.7	18.6	11.7	2.9	13.0	30.4	25.5	32.7	42.9	101.6	130.8
해외(연결-개별)	4.1	-1.4	8.1	-0.5	0.8	15.6	9.7	18.1	10.2	44.2	71.7
영업이익률	*3.5*	*4.3*	*5.0*	*0.6*	*3.4*	*9.6*	*7.5*	*10.0*	*3.3*	*7.8*	*9.5*
국내	*4.7*	*8.3*	*5.6*	*1.3*	*5.4*	*10.9*	*9.1*	*11.0*	*5.0*	*9.2*	*10.2*
해외	*2.1*	*-0.8*	*4.2*	*-0.3*	*0.5*	*7.8*	*5.1*	*8.5*	*1.4*	*5.8*	*8.6*
순이익	**15.3**	**11.5**	**11.3**	**-17.2**	**6.7**	**30.4**	**31.8**	**36.3**	**20.8**	**105.3**	**122.8**
순이익률	3.8	2.8	2.9	-4.3	1.7	6.4	6.8	7.1	1.3	5.7	5.8
국내	**10.4**	**23.2**	**21.7**	**-155.9**	**22.7**	**8.6**	**22.9**	**26.2**	**-100.6**	**80.4**	**91.6**
중국	**15.1**	**14.5**	**11.6**	**8.5**	**7.2**	**14.4**	**8.5**	**15.5**	**49.7**	**45.6**	**52.7**
상해	12.2	9.4	7.9	6.6	3.4	7.7	2.9	9.2	36.2	23.2	29.9
광저우	2.9	5.1	3.7	1.9	3.8	6.7	5.6	6.3	13.6	22.4	22.9
미국	**-14.0**	**-16.3**	**-12.3**	**-44.1**	**-13.2**	**-10.5**	**-5.5**	**-2.4**	**-86.7**	**-31.6**	**2.1**
오하이오	-7.6	-5.0	-2.8	-35.9	-0.1	-	-	-	-51.2	-0.3	-
누월드	-6.4	-11.3	-9.5	-8.2	-13.0	-10.3	-5.5	-2.4	-35.5	-31.3	2.1
동남아	**0.0**	**-2.0**	**-1.1**	**0.6**	**2.7**	**0.8**	**3.4**	**4.2**	**-2.4**	**11.0**	**16.6**
인도네시아	1.4	0.2	0.3	-0.4	3.4	1.4	3.4	3.9	1.4	12.1	15.8
태국	-1.3	-2.2	-1.4	1.1	-0.7	-0.6	0.0	0.2	-3.9	-1.0	0.8
(% YoY)											
매출액	**15.3**	**-5.9**	**0.5**	**-4.9**	**1.4**	**18.3**	**18.2**	**27.3**	**0.5**	**16.3**	**14.1**
국내	8.8	-2.0	-5.0	-0.2	18.6	23.4	35.5	37.2	0.1	28.7	17.0
중국	9.2	-16.7	-9.9	-28.1	-16.5	5.8	0.0	26.1	-12.8	3.2	7.4
미국	39.9	10.5	21.9	28.7	-40.1	0.1	-15.2	-6.8	24.9	-16.4	25.0
동남아	24.7	22.4	61.6	71.0	44.2	51.7	21.3	19.6	45.8	31.6	14.9
영업이익	**-41.0**	**-60.8**	**-20.9**	**-92.1**	**0.5**	**167.3**	**78.3**	**2,025.3**	**-56.7**	**175.0**	**38.8**
개별	-39.3	-9.0	-43.5	-85.8	35.0	63.3	118.6	1,019.4	-44.8	137.2	28.7
자회사(연결-개별)	-44.6	적전	86.5	적전	-81.0	흑전	20.2	흑전	-77.2	331.7	62.1
영업이익률	*-3.3*	*-6.0*	*-1.3*	*-6.6*	*0.0*	*5.4*	*2.5*	*9.4*	*-4.4*	*4.5*	*1.7*
순이익	**-4.9**	**-64.1**	**1.3**	**적전**	**-56.1**	**165.0**	**181.4**	**흑전**	**-72.0**	**405.1**	**16.6**
국내	-50.0	35.3	흑전	적지	119.2	-63.0	5.5	흑전	적전	흑전	13.8
중국	34.1	-36.6	-24.6	-66.8	-52.4	-1.1	-26.2	81.2	-33.8	-8.4	15.7
미국	-14.7	-7.5	5.8	-34.1	6.0	35.8	55.2	94.5	-18.3	적지	흑전
동남아	흑전	적전	-68.3	흑전	9,787.9	흑전	흑전	542.7	31.0	흑전	50.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,591.5**	**1,600.1**	**1,861.2**	**2,124.2**	**2,310.3**
매출액증가율(%)	15.1	0.5	16.3	14.1	8.8
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,556.2	1,749.2	1,894.8
매출총이익	277.5	205.3	305.1	374.9	415.5
판매관리비	154.9	152.2	159.2	172.4	183.0
영업이익	**122.6**	**53.1**	**145.9**	**202.5**	**232.5**
영업이익률(%)	7.7	3.3	7.8	9.5	10.1
금융손익	-8.5	-17.9	-19.1	-14.3	-14.6
종속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-35.8	-29.1	-14.1	-10.7	-9.8
세전계속사업이익	78.3	6.2	112.7	177.6	208.2
법인세비용	43.9	22.6	31.6	47.9	56.2
당기순이익	**34.3**	**-16.5**	**81.2**	**129.6**	**152.0**
지배주주지분 순이익	74.4	20.9	105.3	122.8	140.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**100.1**	**102.5**	**151.0**	**184.6**	**190.6**
당기순이익(손실)	34.3	-16.5	81.2	129.6	152.0
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	-1.2	-3.9	-17.8
투자활동 현금흐름	**-143.7**	**-31.3**	**-100.7**	**-52.5**	**-49.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-40.8	-84.2	-67.2	-40.8	-40.7
투자자산의감소(증가)	-23.2	-16.4	-17.5	-10.1	-7.7
재무활동 현금흐름	**32.5**	**3.5**	**-27.2**	**-61.0**	**-39.9**
차입금의 증감	-49.3	44.3	-2.0	-61.0	-39.9
자본의 증가	111.0	-5.7	12.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.7	69.6	25.4	71.0	101.0
기초현금	102.5	99.8	169.4	194.8	265.8
기말현금	99.8	169.4	194.8	265.8	366.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792.2	737.2	814.1	922.3	1,079.9
현금및현금성자산	99.8	169.1	194.3	265.3	366.3
매출채권	350.0	302.8	314.9	327.5	356.4
재고자산	223.6	202.3	216.4	231.6	252.1
비유동자산	619.7	659.3	712.3	704.4	696.3
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	86.6	96.7	104.5
자산총계	**1,411.9**	**1,396.5**	**1,526.4**	**1,626.6**	**1,776.3**
유동부채	787.7	812.0	800.8	766.4	767.5
매입채무	186.7	175.8	179.3	182.9	199.1
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	199.0	204.0	200.7
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**	**999.8**	**970.4**	**968.1**
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	372.7	495.5	635.6
비지배주주지분	-95.9	-136.9	-180.1	-173.3	-161.4
자본총계	**465.4**	**444.3**	**526.6**	**656.2**	**808.2**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	147,101	140,986	163,993	187,158	203,560
EPS(지배주주)	6,880	1,837	9,279	10,818	12,344
CFPS	17,492	11,791	17,546	22,619	24,608
EBITDAPS	16,120	9,860	18,124	23,033	25,456
BPS	49,457	51,203	62,268	73,085	85,429
DPS	550	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	40.3	12.0	10.3	9.0
PCR	5.0	6.3	6.4	4.9	4.5
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
PBR	1.8	1.4	1.8	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	174.4	111.9	205.7	261.4	288.9
EV/EBITDA	7.3	10.1	7.1	5.1	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	3.6	16.4	16.0	15.6
EBITDA 이익률	11.0	7.0	11.1	12.3	12.5
부채비율	203.4	214.3	189.9	147.9	119.8
금융비용부담률	1.1	1.3	1.6	1.3	1.1
이자보상배율(x)	7.0	2.5	4.9	7.2	9.1
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	6.0	6.6	6.8
재고자산회전율(x)	7.6	7.5	8.9	9.5	9.6

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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.10.12	산업브리프	Buy	190,000	하누리	-32.9	-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	-34.5	-17.5
2023.08.11	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

