



# 코스맥스

| Bloomberg Code (192820 KS) | Reuters Code (192820.KS)

2023년 11월 14일

## [화장품]

박현진 연구위원  
☎ 02-3772-1563  
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원  
☎ 02-3772-1575  
✉ jieun.ju@shinhan.com

## 한국에서 쏘아 올린 호실적



**매수**  
(유지)



현재주가 (11월 13일)  
**126,800 원**



목표주가  
**162,000 원 (상향)**



상승여력  
**27.8%**

- ◆ 3Q23 국내법인 어닝 서프라이즈! 해외 생산법인은 저조
- ◆ 중국 상해법인 4Q23 실적 회복 기대, 미국 고정비 축소 노력 중
- ◆ 중저가 브랜드 수요 증가 추세에 전반적 ODM사 선호 유지

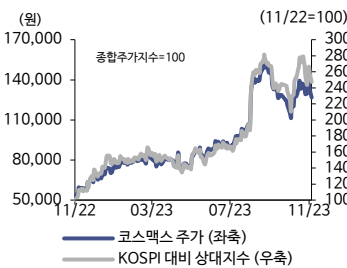


신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	1,439.1 십억원
발행주식수	11.3 백만주
유동주식수	8.2 백만주 (71.9%)
52 주 최고가/최저가	153,500 원/53,900 원
일평균 거래량 (60 일)	150,979 주
일평균 거래액 (60 일)	20,419 백만원
외국인 지분율	28.33%

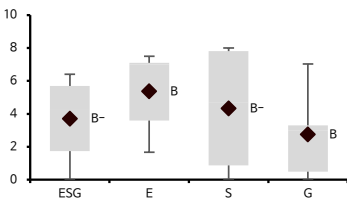
<b>주요주주</b>	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.26%
국민연금공단	12.61%
<b>절대수익률</b>	
3개월	-4.7%
6개월	53.0%
12개월	135.3%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	2.7%
6개월	57.5%
12개월	143.0%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 3Q23 한국 서프라이즈! 해외 생산법인 저조

3Q23 연결매출 4,583억원(+15% YoY), 영업이익 333억원(+69% YoY)으로 당사 추정치보다 상회했고, 컨센서스는 부합했다. 예상보다 한국법인 실적이 강하게 나타나면서 이익 개선 효과가 부각됐다. 다만 중국법인 실적은 예상만큼 부진했다. 법인별 매출은 국내 +39% YoY, 중국 -8% YoY, 미국 -18% YoY, 인도네시아 +26% YoY 성장했다.

연결 영업이익 호조는 국내에서 기인한다. 리오프닝을 맞이해 중소 브랜드사들의 국내 수요 증가 및 해외 직/간접 수출 증가가 원인으로, 기초와 색조 모두 균형있게 성장했다. 일본향 수출 매출은 2021년 대비 2배 늘고 있고, 이에 영업 레버리지 효과도 극대화됐다. 중국법인은 소비 경기 위축 기조로 광군제 수주가 지연되는 영향이 있었다. 중국 매출 성장률이 부진했으나 4Q23에는 밀렸던 광군제 수주가 대응되면서 매출은 회복될 것으로 기대된다. 이밖에 미국은 125억원대 순적자를 냈으나 매출 부진에 따른 영향이며, 적자 규모가 QoQ로 변화되지 않고 있어 새로운 이슈는 아니다. 미국은 2024년 분기 흑자 전환이 가능한지가 더 중요하다.

## 4Q23에도 국내법인 중심 성장 강세 전망

작년 하반기부터 보여온 국내외 수주단가 인상 노력이 2Q23부터 원가 개선에 꾸준히 기여하고 있다. 기초와 색조 생산이 고르게 늘면서 원가율 변동 염려도 크지 않은 상황이다. 중국 상해법인은 4Q23에 광군제 수주 대응으로 매출은 12% YoY 증가할 전망이다. 광저우법인도 이센그룹 생산물량이 JV법인으로 이관되는 중이지만 신규 바이어 오더가 붙어 매출을 상쇄하는 것으로 보인다. 미국은 인력 조정을 통해 고정비 부담을 완화하고자 노력 중이다. 올해 CapEx 700~800억원 중 절반은 국내 제2팩팅공장 증설에 쓰일 것으로 보이며, 당분간 국내를 중심으로 한 외형 성장은 유지될 것으로 예상된다.

## 이익 추정치 소폭 상향, 목표주가 상향

한국법인 실적이 내수와 수출 호조로 강한 성장 흐름을 지속할 것으로 보이며, 이에 따른 국내 이익 추정치 상향이 필요하다. 소폭의 추정치 상향으로 목표주가 상향하며, 업종 내 ODM사에 대한 긍정적 매수 관점을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	49,457	12.7	7.3	1.8	16.5	81.1
2022	1,600.1	53.1	20.8	1,837	51,203	40.3	10.1	1.4	3.6	95.1
2023F	1,810.9	130.7	90.2	7,944	59,727	16.0	8.4	2.1	14.3	71.9
2024F	2,135.2	160.5	106.0	9,342	69,451	13.6	7.1	1.8	14.5	55.4
2025F	2,466.8	197.8	132.5	11,674	80,625	10.9	5.8	1.6	15.6	38.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 3Q23 실적 리뷰

(억원, %)	3Q23	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	4,583	3,968	15.5	4,793	(4.4)	4,294	6.7	4,602	(0.4)
영업이익	333	197	69.0	461	(27.7)	281	18.5	342	(2.6)
지배주주순이익	152	113	34.3	304	(50.1)	170	(10.6)	233	(34.8)

자료: 신한투자증권

## 코스맥스 실적 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	18,109	21,352	17,626	20,732	2.7	3.0	18,177	20,778
영업이익	1,307	1,605	1,272	1,558	2.8	3.0	1,330	1,770
지배주주순이익	902	1,060	876	1,026	2.9	3.3	885	1,175

자료: 신한투자증권

## 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
연결매출	3,979	4,050	3,968	4,005	4,033	4,793	4,583	4,701	15,916	16,001	18,109	21,352
% YoY	15.3	(5.9)	0.5	(4.9)	1.4	18.3	15.5	17.4	15.1	0.5	13.2	17.9
영업이익	137	172	197	23	138	461	333	375	1,226	530	1,307	1,605
% YoY	(41.1)	(60.8)	(20.6)	(92.4)	0.5	167.6	69.0	1,528.7	84.0	(56.8)	146.7	22.8
% OPM	3.5	4.3	5.0	0.6	3.4	9.6	7.3	8.0	7.7	3.3	7.2	7.5

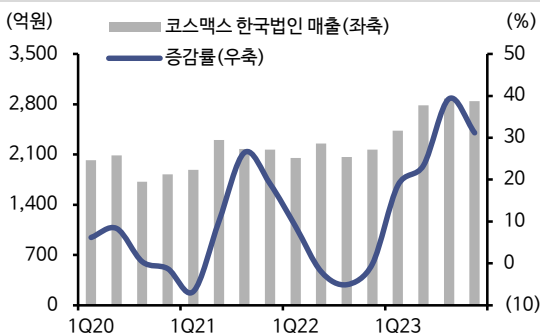
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 목표주가 산정

2024년 추정 EPS	7,785원
Target P/E (화장품 ODM/OEM사 동일 가정)	20배
목표주가	162,000원

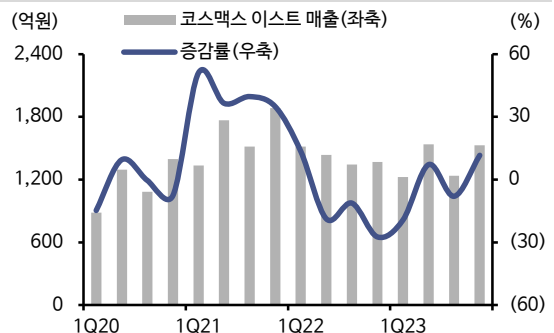
자료: 신한투자증권

## 국내법인 매출과 성장률 추이



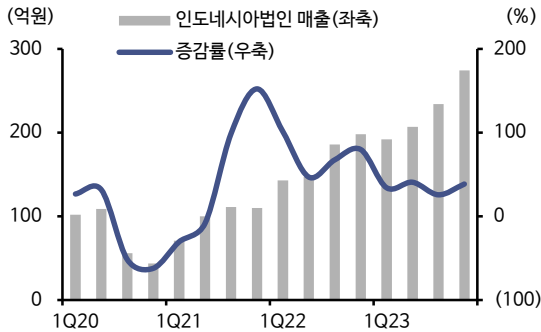
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국 상해, 광저우 연결법인 매출과 성장률 추이



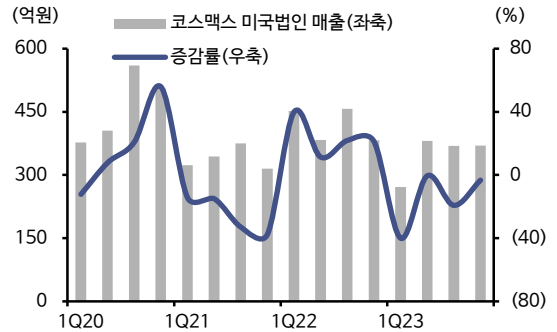
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 인도네시아법인 매출과 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 미국법인 매출 추이(2023년부터 오하이오 제외)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 법인별 매출 예상

(억원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
연결매출	12,597	13,307	13,829	15,916	16,001	18,109	21,352
코스맥스 한국	6,794	7,390	7,654	8,532	8,594	10,940	12,518
코스맥스 중국(상해, 광주)	4,776	4,818	4,658	6,499	6,164	5,644	6,461
코스맥스 인도네시아	106	394	310	392	674	908	1,127
코스맥스 미국(오하이오)	662	826	782	633	834	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)	991	767	1,065	724	840	1,390	2,022
코스맥스 태국	112	179	201	210	195	260	275
% YoY							
연결매출	42.5	5.6	3.9	15.1	0.5	13.2	17.9
코스맥스 한국	28.6	8.8	3.6	11.5	0.7	27.3	14.4
코스맥스 중국(상해,광주)	28.7	0.9	(3.3)	39.5	(5.2)	(8.4)	14.5
코스맥스 인도네시아	18.3	270.1	(21.3)	26.5	71.9	34.7	24.1
코스맥스 미국(오하이오)	74.0	24.6	(5.2)	(19.1)	31.8	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)		(22.6)	38.8	(32.0)	16.0	65.5	45.4
코스맥스 태국		59.2	12.6	4.3	(7.1)	33.3	5.8

자료: 신한투자증권

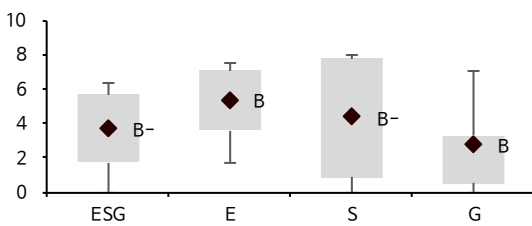
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 환경 이슈에 대응하고자 코스맥스뿐만 아니라, 국내외 계열사 9개 사업장을 대상으로 온실가스 배출량 엄격히 관리
- ◆ 2022년 12월, 여성가족부의 가족친화 기업인증 획득. 재택근무, 시차출퇴근 등의 유연근무제와 육아휴직제도 활용 중
- ◆ 주주환원을 위한 배당 규모 결정 시, 개별 당기순이익의 30% 내외를 배당하고 있으며 배당 규모 2017년부터 증가세

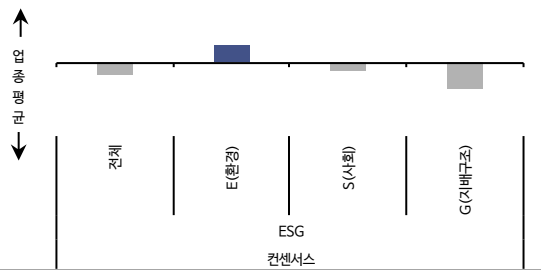
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

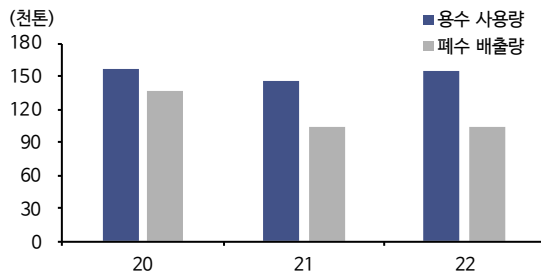
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

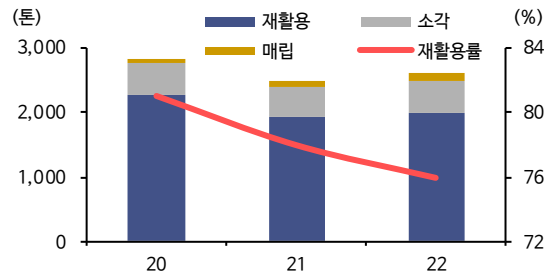
### Key Chart

#### 수질오염물질: 배출허용 기준보다 강화된 기준으로 관리



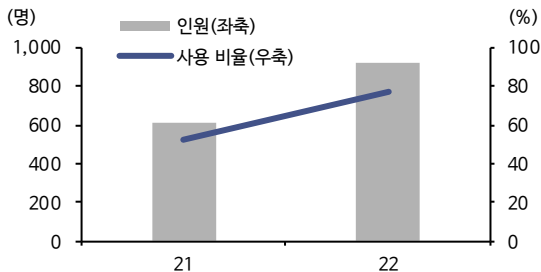
자료: 코스맥스, 신한투자증권

#### 폐기물: 매립, 소각 처리되는 폐기물 최소화할 방침



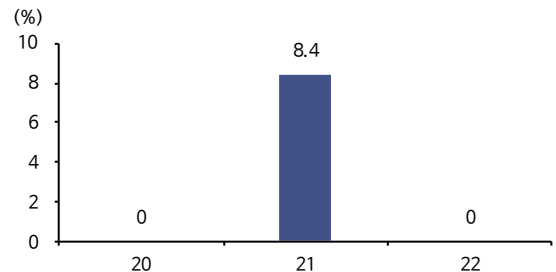
자료: 코스맥스, 신한투자증권

#### 일과 삶의 균형: 유연근무제 활용 현황



자료: 코스맥스, 신한투자증권

#### 배당성향: 개별 당기순이익 30% 내외 배당 목표



자료: 코스맥스, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,396.5</b>	<b>1,519.8</b>	<b>1,690.9</b>	<b>1,881.3</b>
유동자산	792.2	737.2	850.8	1,006.5	1,185.2
현금및현금성자산	99.8	169.1	208.7	250.6	312.9
매출채권	350.0	302.8	342.6	404.0	466.7
재고자산	223.6	202.3	228.9	269.9	311.8
비유동자산	619.7	659.3	668.5	683.9	695.1
유형자산	471.2	490.6	495.2	500.9	501.5
무형자산	50.3	49.6	46.2	43.6	41.5
투자자산	53.2	69.7	77.7	90.0	102.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.5	0.5	1.0
<b>부채총계</b>	<b>946.5</b>	<b>952.2</b>	<b>993.8</b>	<b>1,072.2</b>	<b>1,147.8</b>
유동부채	787.7	812.0	847.1	915.5	980.9
단기차입금	363.6	434.0	429.0	435.5	438.0
매입채무	186.7	175.8	199.0	234.6	271.1
유동성장기부채	71.9	69.8	69.3	68.8	67.8
비유동부채	158.9	140.2	146.7	156.7	167.0
사채	51.4	36.5	36.5	36.5	36.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	63.7	54.4	54.4	54.4	54.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>465.4</b>	<b>444.2</b>	<b>526.0</b>	<b>618.7</b>	<b>733.4</b>
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	286.8	286.8	286.8
기타자본	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	31.4	41.4	41.4
이익잉여금	248.1	267.5	354.3	454.6	581.5
<b>지배주주지분</b>	<b>561.3</b>	<b>581.1</b>	<b>677.9</b>	<b>788.3</b>	<b>915.0</b>
비지배주주지분	(95.9)	(136.9)	(151.9)	(169.6)	(181.6)
*총차입금	563.5	607.9	604.1	612.8	617.0
*순차입금(순현금)	377.5	422.6	378.0	342.7	282.6

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>100.0</b>	<b>102.5</b>	<b>99.4</b>	<b>99.8</b>	<b>130.2</b>
당기순이익	34.3	(16.4)	75.1	88.4	120.4
유형자산상각비	48.5	54.9	63.4	64.3	64.4
무형자산상각비	3.3	3.9	3.4	2.6	2.0
외환환산손실(이익)	(1.1)	5.2	(5.6)	(2.5)	(5.0)
자산처분손실(이익)	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.0)	(5.0)	(7.5)	(7.5)
운전자본변동	(40.8)	28.2	(30.8)	(44.3)	(43.0)
(법인세납부)	(32.4)	(44.6)	(44.1)	(51.9)	(70.7)
기타	85.5	70.8	42.5	50.2	69.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(143.7)</b>	<b>(31.3)</b>	<b>(60.6)</b>	<b>(70.2)</b>	<b>(73.5)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(40.8)	(84.2)	(58.0)	(60.0)	(65.0)
유형자산의감소	1.7	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(98.6)	57.6	(8.0)	(12.3)	(12.6)
기타	(4.6)	(6.2)	5.4	2.1	4.1
<b>FCF</b>	<b>47.9</b>	<b>(160.9)</b>	<b>56.7</b>	<b>55.2</b>	<b>71.9</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>32.5</b>	<b>3.5</b>	<b>(3.8)</b>	<b>5.3</b>	<b>(1.4)</b>
차입금의 증가(감소)	(86.4)	26.1	(3.8)	8.7	4.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(6.3)	0.0	(3.4)	(5.7)
기타	118.9	(16.3)	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	7.3	11.5	12.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	8.5	(5.2)	(3.0)	(4.5)	(5.0)
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(2.7)</b>	<b>69.6</b>	<b>39.3</b>	<b>41.9</b>	<b>62.3</b>
기초현금	102.5	99.8	169.4	208.7	250.6
기말현금	99.8	169.4	208.7	250.6	312.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,591.5</b>	<b>1,600.1</b>	<b>1,810.9</b>	<b>2,135.2</b>	<b>2,466.8</b>
증감률 (%)	15.1	0.5	13.2	17.9	15.5
<b>매출원가</b>	<b>1,314.0</b>	<b>1,394.9</b>	<b>1,517.6</b>	<b>1,782.9</b>	<b>2,047.4</b>
<b>매출총이익</b>	<b>277.5</b>	<b>205.3</b>	<b>293.4</b>	<b>352.3</b>	<b>419.4</b>
매출총이익률 (%)	17.4	12.8	16.2	16.5	17.0
<b>판매관리비</b>	<b>154.9</b>	<b>152.2</b>	<b>162.7</b>	<b>191.8</b>	<b>221.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>122.6</b>	<b>53.1</b>	<b>130.7</b>	<b>160.5</b>	<b>197.8</b>
증감률 (%)	84.0	(56.7)	146.1	22.8	23.2
영업이익률 (%)	7.7	3.3	7.2	7.5	8.0
영업외손익	(44.3)	(46.9)	(11.4)	(20.3)	(6.6)
금융손익	(8.5)	(17.9)	(9.0)	(12.1)	(9.1)
기타영업외손익	(35.8)	(29.0)	(2.5)	(8.2)	2.5
중개 및 관계기업관련손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>78.3</b>	<b>6.2</b>	<b>119.3</b>	<b>140.2</b>	<b>191.2</b>
법인세비용	43.9	22.6	44.1	51.9	70.7
계속사업이익	34.3	(16.4)	75.1	88.4	120.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>34.3</b>	<b>(16.4)</b>	<b>75.1</b>	<b>88.4</b>	<b>120.4</b>
증감률 (%)	흑전	적전	흑전	17.6	36.3
순이익률 (%)	2.2	(1.0)	4.1	4.1	4.9
(지배주주)당기순이익	74.4	20.8	90.2	106.0	132.5
(비지배주주)당기순이익	(40.1)	(37.3)	(15.0)	(17.7)	(12.0)
총포괄이익	61.3	(14.9)	85.1	98.4	120.4
(지배주주)총포괄이익	107.4	31.8	(181.4)	(209.5)	(256.6)
(비지배주주)총포괄이익	(46.1)	(46.7)	266.5	307.9	377.0
<b>EBITDA</b>	<b>174.4</b>	<b>111.9</b>	<b>197.5</b>	<b>227.4</b>	<b>264.2</b>
증감률 (%)	55.1	(35.8)	76.5	15.2	16.2
EBITDA 이익률 (%)	11.0	7.0	10.9	10.7	10.7

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	3,174	(1,449)	6,620	7,785	10,613
EPS (지배순이익, 원)	6,880	1,837	7,944	9,342	11,674
BPS (자본총계, 원)	41,005	39,142	46,343	54,509	64,622
BPS (지배지분, 원)	49,457	51,203	59,727	69,451	80,625
DPS (원)	550	0	300	500	500
PER (당기순이익, 배)	27.5	(51.1)	19.2	16.3	11.9
PER (지배순이익, 배)	12.7	40.3	16.0	13.6	10.9
PBR (자본총계, 배)	2.1	1.9	2.7	2.3	2.0
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA (배)	7.3	10.1	8.4	7.1	5.8
배당성향 (%)	8.4	0.0	3.8	5.4	4.3
배당수익률 (%)	0.6	0.0	0.2	0.4	0.4
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	11.0	7.0	10.9	10.7	10.7
영업이익률 (%)	7.7	3.3	7.2	7.5	8.0
순이익률 (%)	2.2	(1.0)	4.1	4.1	4.9
ROA (%)	2.6	(1.2)	5.2	5.5	6.7
ROE (지배순이익, %)	16.5	3.6	14.3	14.5	15.6
ROIC (%)	6.2	(18.5)	10.1	11.7	13.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	203.4	214.3	188.9	173.3	156.5
순차입금비율 (%)	81.1	95.1	71.9	55.4	38.5
현금비율 (%)	12.7	20.8	24.6	27.4	31.9
이자보상배율 (배)	7.0	2.5	6.0	7.4	9.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	6.2	6.1	6.5	6.6	6.6
재고자산회수기간 (일)	47.8	48.6	43.5	42.6	43.0
매출채권회수기간 (일)	74.3	74.4	65.0	63.8	64.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 코스맥스(192820)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 01일		커버리지제외	-	-
2022년 04월 11일	매수	110,000	(36.8)	(21.1)
2022년 07월 20일	매수	89,000	(29.6)	(20.3)
2022년 10월 07일	매수	65,000	(7.2)	17.2
2023년 01월 19일	매수	87,000	(8.1)	(1.4)
2023년 03월 10일	매수	100,000	(21.6)	(14.3)
2023년 05월 15일	매수	110,000	(15.6)	12.5
2023년 08월 11일	매수	157,000	(14.1)	(2.2)
2023년 11월 14일	매수	162,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 10일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------