



코스메카코리아 (241710)

다 보여준 것 같지만

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693

Buy (유지)

목표주가(상향): 50,000원

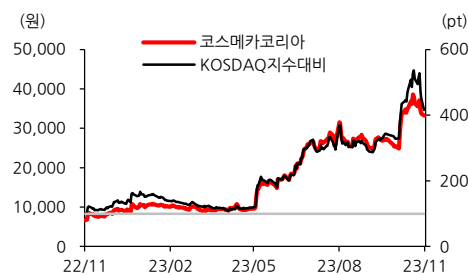
현재 주가(11/6)	33,200원
상승여력	▲50.6%
시가총액	3,546억원
발행주식수	10,680천주
52 주 최고가 / 최저가	38,600 / 6,540원
90 일 일평균 거래대금	81.92억원
외국인 지분율	6.8%
주주 구성	
박은희 (외 4인)	39.0%
국민연금공단 (외 1인)	10.1%
트러스트자산운용 (외 1인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	30.2	19.2	248.7	407.6
상대수익률(KOSDAQ)	27.4	27.8	249.4	386.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	396	399	476	560
영업이익	20	10	48	66
EBITDA	37	27	65	82
지배주주순이익	9	3	24	31
EPS	834	249	2,223	2,891
순차입금	97	94	65	58
PER	15.5	41.2	14.9	11.5
PBR	1.0	0.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.5	7.5	6.5	5.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.5	1.8	15.0	16.6

주가 추이



기대치를 상회한 3분기

2023년 3분기 코스메카코리아의 연결 기준 매출액은 1,164억원 (+12.4% YoY, +0.6% QoQ), 영업이익은 137억원(+366.7% YoY, +22.7% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 87억원, 상향 조정된 컨센서스 영업이익 104억원을 큰 폭으로 상회했다.

1) **[한국]** 저수익 고객사 매출액이 빠른 속도로 축소(-27% QoQ)되었으나 일본 등으로의 수출 호조가 이어지고 있는 인디 브랜드사향 수주 증가(대표적으로는 한국 T사① +54% QoQ) 및 신규 고객사 대량 수주(대표적으로는 한국 T사①≒한국 T사②, [그림2] 참고)로 한국 법인 매출액은 -0.5% QoQ, +16.3% YoY를 기록했다. 계절적 요인에 따른 Product Mix 변화(Sun-care 매출 비중 2Q23 16%→3Q23 9%)로 영업이익률은 전분기 대비로는 2.4% 하락했으나 전년 동기 대비로는 3.9%p 개선되며 큰 폭의 이익 개선세를 이어갔다. 2) **[미국(잉글우드랩)]** 현지 프레스티지, 프리미엄 고객 비중이 높은 EWL(별도)은 현지 중고가 화장품 소비 둔화 영향으로 -7.0% QoQ, -20.0% YoY로 다소 부진하였으나 인디브랜드 그리고 매스 고객 비중이 높은 EWLK 매출액은 +31.3% QoQ, +150.1% YoY 성장하며 미국 연결 실적 성장을 주도했다. 특히 기획 제품 대량 수주로 미국 B사 매출액은 +95% QoQ에 달했던 것으로 추정된다. 기초 비중 확대(기초 매출 비중 2Q23 51%→3Q23 76%) 및 잉글우드랩이 보유 중인 처방 적용 제품 수주 확대로 영업이익률은 전분기 대비로도 4.2%p, 전년 동기 대비로도 8.3%p 개선되었다. 3) **[중국]** 법인 효율화로 중국 법인 매출액은 +13.0% QoQ, +13.6% YoY를 기록하며 흑자 전환에 성공했다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 50,000원으로 상향 조정(+32%)

이익 추정치의 상향 조정으로 목표주가를 종전 38,000원에서 50,000원으로 상향 조정한다. 9월 18일 커버리지 개시 후 한 달만의 목표주가 상향이다. 한국, 미국에서의 고객사 다변화 효과가 실적으로 증명되고 있다. 분기 흑자전환에 성공한 중국 법인은 2024년 2분기 중 19건에 대한 특수화장품 위생허가 취득이 예상됨에 따라 2024년 하반기 이익 기여가 본격화될 전망이다. 쾌속 성장을 이어오며 향후 기저부담이 부각될 수 있겠으나 2023년은 비효율의 개선으로 비정상적 정상화였다면 2024년은 고객사 및 제품 믹스 개선의 효과 본격화 그리고 미국, 중국에서의 특수화장품 시장 성장 수혜 및 MS 확대가 기다리고 있다.

[그림1] 코스메카코리아 연간 한국 법인 상위 5개 고객사 매출 비중

	2019 년		2020 년		2021 년		2022 년	
	고객사	비중	고객사	비중	고객사	비중	고객사	비중
1	한국 G	17.2%	한국 V	12.5%	한국 G	17.2%	한국 G	15.1%
2	한국 V	11.1%	한국 G	12.2%	한국 C②	5.9%	한국 T①	8.3%
3	한국 T	7.1%	한국 T	5.5%	한국 V	5.4%	한국 V	5.4%
4	한국 A	6.0%	한국 C①	4.3%	한국 C	4.3%	미국 E	2.5%
5	영국 U	4.8%	한국 S	3.8%	한국 T	3.9%	스위스 G	4.9%

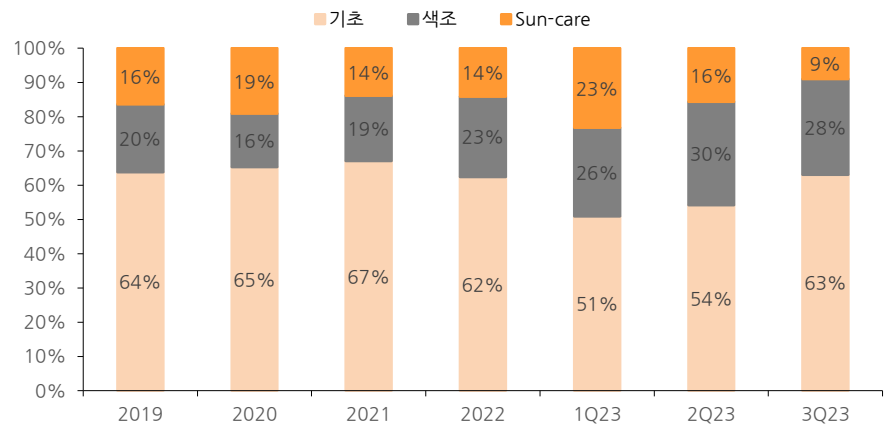
자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코스메카코리아 분기별 한국 법인 상위 5개 고객사 매출 비중

	2023 년 1 분기		2023 년 2 분기		2023 년 3 분기	
	고객사	비중	고객사	비중	고객사	비중
1	한국 G	15.9%	스위스 G	7.7%	한국 T①	7.6%
2	미국 E	10.0%	한국 G	5.1%	한국 T②	7.0%
3	스위스 G	9.7%	한국 T①	4.9%	스위스 G	5.5%
4	한국 V	3.1%	미국 E	3.8%	한국 G	3.7%
5	한국 T①	3.0%	독일 B	3.7%	한국 A	3.2%

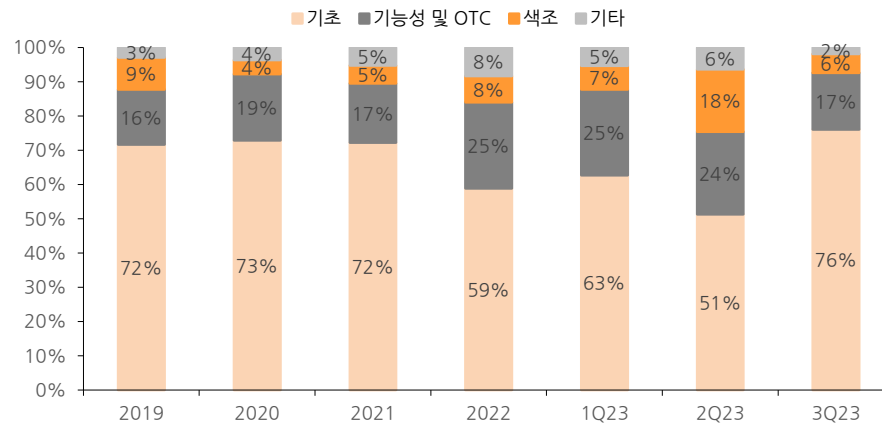
자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국 제품별 매출 비중 추이



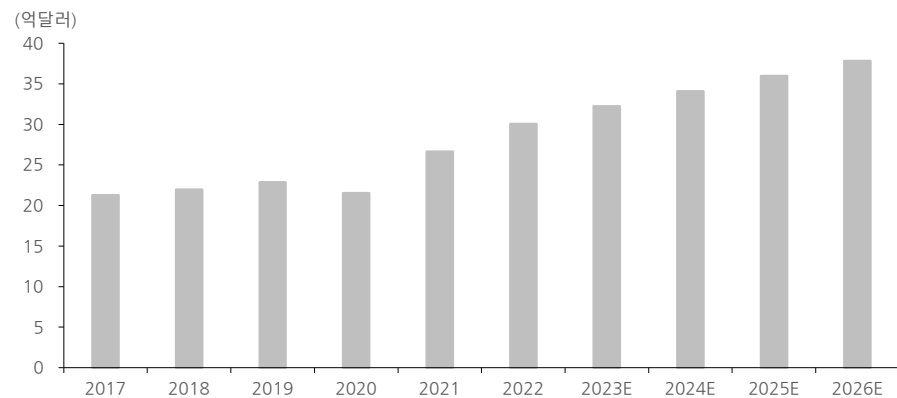
자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국 제품별 매출 비중 추이



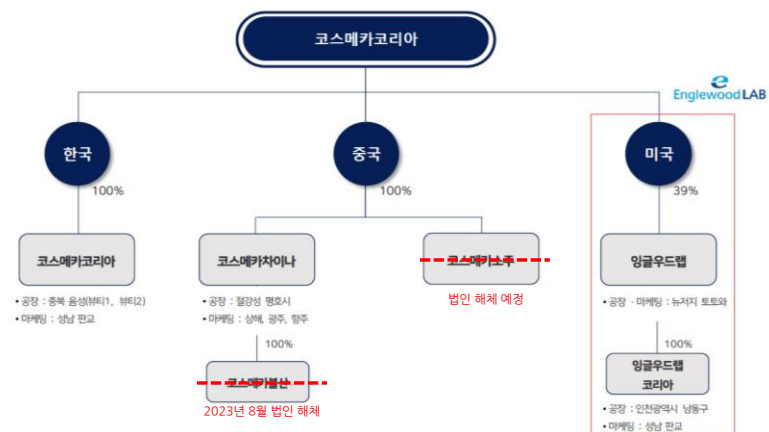
자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 Sun care 시장 규모



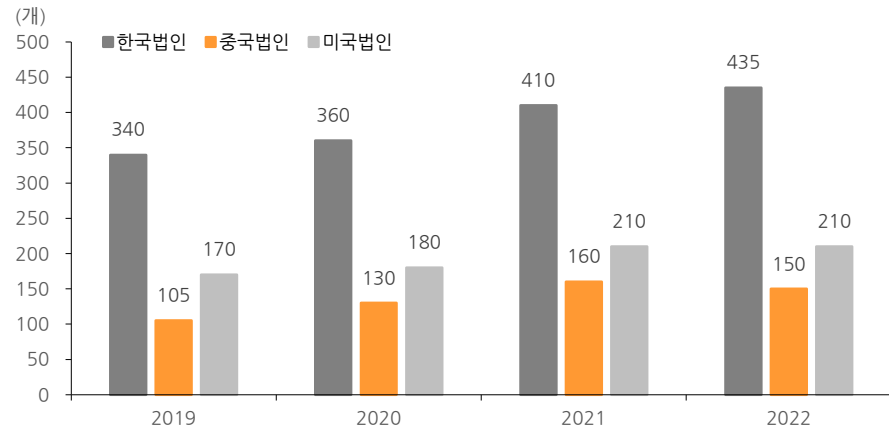
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 코스메카코리아 지분 구조



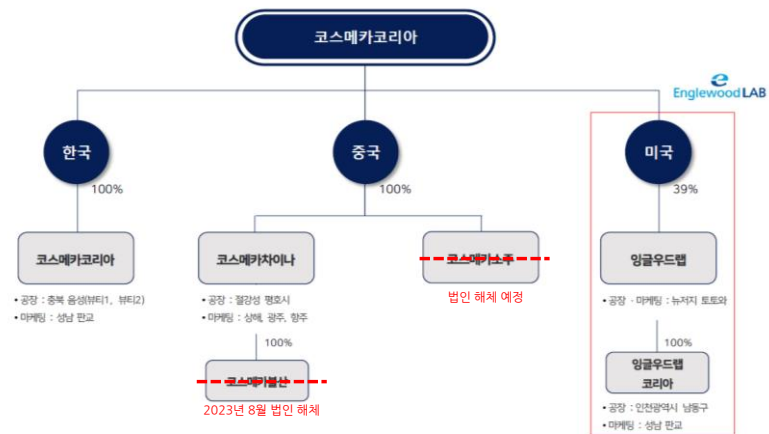
자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 코스메카코리아 고객사(브랜드)수



자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 코스메카코리아 지분 구조



자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 코스메카코리아 CAPA



자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 코스메카코리아의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	89	100	104	106	116	116	116	128	399	476	560
한국	51	60	57	59	66	67	66	67	227	266	286
국내	45	53	46	51	53	51	55	56	196	216	225
해외(직수출)	6	7	11	8	13	16	11	11	32	51	61
미국	31	36	43	41	46	49	54	59	152	209	273
EWL	24	28	31	26	31	27	25	28	110	110	125
EWLK	7	8	12	15	16	22	30	31	42	99	148
연결조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	11	11	11	15	13	11	13	17	47	53	61
연결조정	-4	-7	-8	-9	-9	-11	-17	-15	-27	-52	-60
YoY	-4.8%	-10.3%	6.4%	13.6%	30.3%	15.2%	12.4%	20.0%	0.7%	19.1%	17.8%
한국	-8.7%	-5.5%	15.5%	22.1%	29.6%	10.8%	16.3%	13.6%	4.6%	17.1%	7.4%
국내	-4.5%	11.9%	-12.7%	20.6%	17.2%	-4.4%	19.2%	10.9%	2.9%	10.1%	4.5%
해외(직수출)	-32.6%	-56.7%	-378.9%	32.3%	129.0%	127.1%	3.7%	30.0%	17.0%	60.3%	20.0%
미국	-7.1%	-26.1%	-3.4%	24.2%	46.7%	36.3%	26.7%	42.3%	-5.4%	37.4%	31.0%
EWL	-12.5%	-12.8%	15.0%	13.0%	26.8%	-5.8%	-20.0%	5.6%	-0.5%	0.0%	13.9%
EWLK	17.0%	-52.1%	-32.9%	48.2%	110.5%	185.8%	150.1%	105.5%	-16.5%	133.8%	50.0%
중국	15.9%	-6.3%	-13.9%	-16.9%	19.1%	1.4%	13.6%	15.6%	-7.8%	12.7%	14.5%
매출액 비중											
한국	57.1%	59.9%	55.1%	55.7%	56.8%	57.7%	57.0%	52.8%	56.9%	56.0%	51.1%
국내	50.8%	53.0%	44.9%	47.8%	45.7%	44.0%	47.6%	44.2%	86.1%	45.3%	40.2%
해외(직수출)	6.4%	7.0%	10.2%	7.9%	11.2%	13.7%	9.5%	8.5%	13.9%	10.7%	10.9%
미국	35.3%	36.0%	41.5%	38.8%	39.7%	42.6%	46.8%	46.1%	37.9%	43.8%	48.8%
EWL	27.1%	28.4%	30.2%	24.6%	26.3%	23.2%	21.5%	21.7%	72.7%	23.1%	22.4%
EWLK	8.3%	7.8%	11.4%	14.3%	13.4%	19.4%	25.3%	24.4%	27.6%	20.7%	26.4%
중국	12.1%	10.9%	10.6%	13.7%	11.0%	9.6%	10.8%	13.2%	11.8%	11.2%	10.9%
영업이익	1	3	3	4	9	11	14	14	10	48	66
한국	2	2	2	2	5	6	5	5	8	21	25
미국	1	3	4	3	6	6	9	9	10	30	41
중국	-1	-1	-2	0	0	-1	0	1	-5	0	3
연결조정	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-3	-3	-4
YoY	-81.8%	-65.2%	-55.2%	169.9%	1,410.9%	264.7%	366.7%	273.0%	-48.4%	364.3%	36.2%
한국	-34.1%	-35.5%	47.1%	74.5%	199.8%	166.5%	157.5%	178.1%	-8.1%	173.9%	19.7%
미국	-65.5%	-59.5%	-42.8%	99.5%	508.7%	140.5%	150.2%	205.0%	-40.6%	196.0%	37.8%
중국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	1,208.7%
영업이익률	0.7%	3.0%	2.8%	3.5%	8.0%	9.7%	11.8%	11.0%	2.6%	10.1%	11.7%
한국	3.0%	3.9%	3.2%	3.3%	7.0%	9.5%	7.1%	8.0%	3.4%	7.9%	8.8%
미국	2.9%	7.2%	8.5%	6.9%	12.1%	12.6%	16.8%	14.8%	6.6%	14.2%	14.9%
중국	-11.3%	-10.8%	-16.6%	-2.5%	-2.6%	-5.0%	3.8%	3.9%	-9.7%	0.5%	5.4%

자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	339	396	399	476	560
매출총이익	61	73	65	108	133
영업이익	10	20	10	48	66
EBITDA	27	37	27	65	82
순이자손익	-3	-3	-4	-4	-3
외화관련손익	-1	3	0	3	3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	18	6	48	65
당기순이익	3	17	6	38	50
지배주주순이익	3	9	3	24	31
증가율(%)					
매출액	-2.3	16.9	0.7	19.1	17.8
영업이익	19.8	103.0	-48.4	364.3	36.2
EBITDA	4.5	36.5	-25.8	139.8	26.9
순이익	-15.3	396.6	-64.6	526.8	33.4
이익률(%)					
매출총이익률	17.9	18.3	16.3	22.8	23.8
영업이익률	2.9	5.1	2.6	10.1	11.7
EBITDA 이익률	7.9	9.2	6.8	13.7	14.7
세전이익률	1.3	4.4	1.6	10.1	11.6
순이익률	1.0	4.3	1.5	7.9	9.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	12	8	17	41	23
당기순이익	3	17	6	38	50
자산상각비	17	16	17	17	17
운전자본증감	-11	-22	-11	-11	-26
매출채권 감소(증가)	4	-23	-5	-15	-22
재고자산 감소(증가)	-12	-2	-2	-1	-17
매입채무 증가(감소)	-4	3	2	3	13
투자현금흐름	-5	-9	-10	-16	-16
유형자산처분(취득)	-13	-9	-9	-12	-16
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	1	-4	0
재무현금흐름	10	-2	-10	-33	-15
차입금의 증가(감소)	11	-2	-10	-33	-15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	28	37	32	54	49
(-)운전자본증감(감소)	-2	29	6	5	26
(-)설비투자	14	9	12	13	16
(+)자산매각	0	0	2	1	0
Free Cash Flow	15	0	17	37	7
(-)기타투자	3	-6	7	6	1
잉여현금	12	6	10	31	7
NOPLAT	8	19	10	38	50
(+) Dep	17	16	17	17	17
(-)운전자본투자	-2	29	6	5	26
(-)Capex	14	9	12	13	16
OpFCF	12	-2	9	36	26

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	150	184	187	198	229
현금성자산	32	31	27	24	16
매출채권	53	78	83	98	121
재고자산	60	67	71	73	90
비유동자산	209	208	206	202	200
투자자산	17	18	18	16	16
유형자산	147	147	147	148	149
무형자산	45	42	40	37	35
자산총계	359	392	393	399	429
유동부채	141	135	143	127	129
매입채무	42	47	53	57	70
유동성이자부채	90	77	84	60	48
비유동부채	45	60	43	34	31
비유동이자부채	35	51	37	29	26
부채총계	186	195	186	161	160
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	70	58	58	58	58
이익잉여금	55	75	78	102	132
자본조정	-1	3	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	173	196	207	238	269

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	245	834	249	2,223	2,891
BPS	12,150	13,319	13,732	15,953	18,844
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,592	3,509	3,039	5,054	4,553
ROA(%)	0.7	2.4	0.7	6.0	7.5
ROE(%)	2.0	6.5	1.8	15.0	16.6
ROIC(%)	2.9	7.0	3.3	12.5	16.2
Multiples(x, %)					
PER	49.7	15.5	41.2	14.9	11.5
PBR	1.0	1.0	0.7	2.1	1.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.7	0.6
PCR	4.7	3.7	3.4	6.6	7.3
EV/EBITDA	8.4	6.5	7.5	6.5	5.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	108.0	99.4	89.7	67.8	59.4
Net debt/Equity	54.1	49.5	45.4	27.1	21.5
Net debt/EBITDA	348.8	266.4	347.0	99.3	70.1
유동비율	105.9	135.7	130.6	155.3	177.2
이자보상배율(배)	3.0	6.8	2.8	12.3	21.6
자산구조(%)					
투하자본	84.1	85.6	86.8	88.2	90.9
현금+투자자산	15.9	14.4	13.2	11.8	9.1
자본구조(%)					
차입금	42.1	39.5	36.9	27.2	21.5
자기자본	57.9	60.5	63.1	72.8	78.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스메카코리아 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.09.18	2023.09.18	2023.11.07			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	한유정	38,000	50,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.09.18	Buy	38,000	-16.52	1.58
2023.11.07	Buy	50,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%