

2023. 11. 14



Company Analysis | 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431\_ jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

**Buy** (유지)

목표주가 (상향)	180,000 원
현재주가	126,800 원
상승여력	42.0 %

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

## Stock Data

KOSPI (11/13)	2,403.76 pt
시가총액	14,391 억원
발행주식수	11,350 천주
52 주 최고가/최저가	153,500 / 51,500 원
90 일 일평균거래대금	217.77 억원
외국인 지분율	28.3%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	60,717 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 7.8%
	6 개월 55.9%
	12 개월 138.4%
주주구성	코스맥스비티아이 (외 18 인) 26.3%
	국민연금공단 (외 1 인) 12.6%
	코스맥스우리사주(외 1 인) 1.8%

## Stock Price



## 코스맥스 (192820)

## 3Q23 Review: 계절성이 뭔가요?

## 이제 중국만 회복해준다면

코스맥스의 2023년 3분기 실적은 매출액 4,583억원(+15.5% YoY), 영업이익 333억원(+68.7%, OPM 7.3%)을 달성하면서 시장 기대치에 부합했다(컨센서스 대비 -2.5%). 한국법인(+39.3%)과 인니법인(+25.8%)의 폭발적인 성장이 전체 실적을 견인했다.

**[코스맥스(한국)]** 매출액 2,880억원(+39.3% YoY, +3.5% QoQ), 영업이익 258억원(+121.2%, OPM 9.0%), 순이익 67억원(-69.1%, NPM 2.3%)으로 계절성을 뛰어넘는 실적을 달성했다. 호실적의 주 요인은 1)리오프닝에 따른 내수 시장 호조, 2)일본 시장 K-뷰티 인기 지속으로 일본향 수출 증가, 3)미국 시장 K-색조 인기로 미국향 간접 수출 성장, 4)중국향 수출 비중이 높은 고객사들의 회복, 5)글로벌 인디 브랜드 직수출 증가 등이다. 내수, 직간접수출 모두 +30% 이상의 성장이 지속되며 서프라이즈를 이끌었다.

**[이스트(중국)]** 매출액 1,237억원(-7.5% YoY)과 순이익 46원(-37.8%, NPM 3.7%)을 기록했다. 이익률 하락은 매출 하락에 따른 역레버리지, 비우호적인 환율 영향, 매출채권 충당금 보수적 설정 등에 기인한다. 상하이 매출액 855억원(-17.0%), 순이익 22억원(-72.2%, NPM 2.6%)을 기록했다. 소비 심리 위축으로 주요 고객사들이 광군제 선발주를 지양하면서 매출 하락이 있었다. 광저우는 매출액 369억원(+17.5%), 순이익 41억원(+10.8%, NPM 11.0%)을 달성했다. 잇센 제품 40%를 JV 공장으로 이관하며 우호적인 상황은 아니었으나, 신규 및 기존 고객사의 수주 증가로 견조한 매출 성장이 이어졌다.

**[웨스트(미국)]** 매출액 369억원(-17.6% YoY), 순손실 125억원(적자확대)을 기록했다. 전년 오하이오 청산 전 안전재고 확보를 위한 주문 증가로 베이스가 높았으나, 2분기와 플랫한 수준의 매출액을 달성했다. 보수적 회계처리에 따른 손상차손 10억원, 기초 라인 효율성 저하, 환율 상승 등 부정적 요인에도 1)신규 고객사 ODM 비중 증가(3Q22 40% vs. 3Q23 75%), 2)견조한 오더 흐름, 3)고정비 부담 축소 등으로 방어에 성공했다.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 180,000원으로 상향

코스맥스에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 추정치 상향에 따라 180,000원으로 상향 조정한다(Target P/E 18배 동일). 1)한국의 폭발적인 성장에 더해, 2)미국은 10월 처음으로 월 BEP를 달성하는 등 흑자구조에 가까워지고 있으며, 3)중국 4Q23 광군절 물량 집중으로 두 자릿수 성장률을 회복할 전망이다. 화장품 ODM의 구조적 성장과 함께 내년에도 큰 폭의 이익 성장이 기대된다('24E 영업이익 +36.5% YoY 추정).

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591	1,600	1,847	2,119	2,316
영업이익	123	53	137	187	215
순이익	34	-16	59	95	116
EPS (원)	6,561	1,838	8,464	10,022	12,241
증감률 (%)	215.0	-72.0	360.7	18.4	22.1
PER (x)	13.3	40.3	15.0	12.7	10.4
PBR (x)	1.8	1.4	2.1	1.8	1.5
영업이익률 (%)	7.7	3.3	7.4	8.8	9.3
EBITDA 마진 (%)	11.0	7.0	10.8	12.2	12.5
ROE (%)	16.5	3.6	15.1	15.2	15.9

주: IFRS 연결 기준

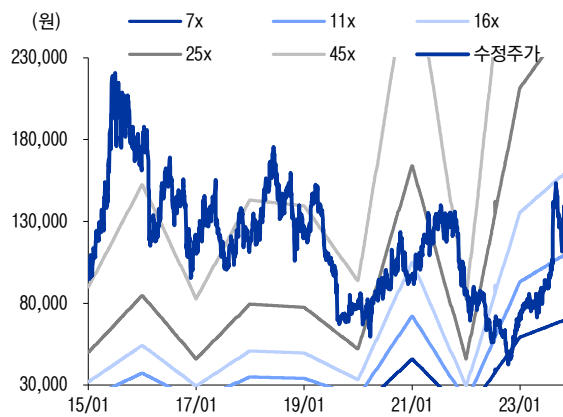
자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 코스맥스 3Q23 Review

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)	컨센서스	컨센 대비(%)
매출액	458.3	396.8	15.5	479.3	-4.4	460.2	-0.4
영업이익	33.3	19.7	68.7	46.0	-27.7	34.2	-2.5
지배주주순이익	15.2	11.3	34.6	30.4	-50.0	23.3	-34.7
OPM(%)	7.3	5.0	2.3	9.6	-2.3	7.4	-0.2

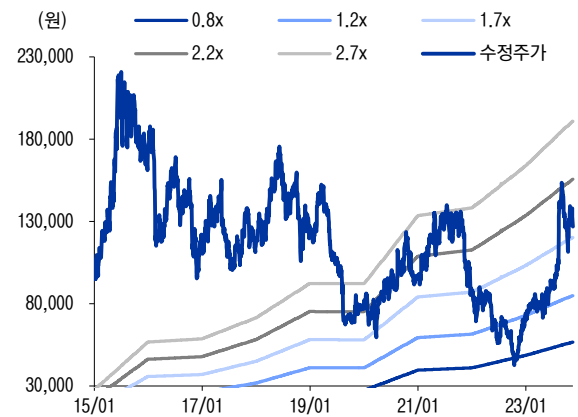
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 코스맥스 PER 밴드 차트



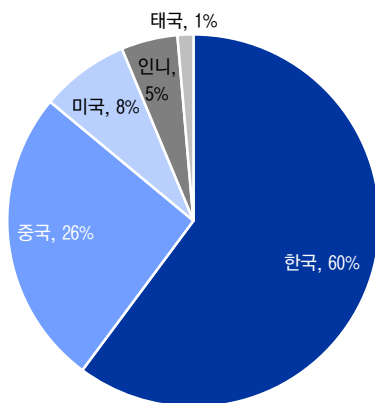
자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 코스맥스 PBR 밴드 차트



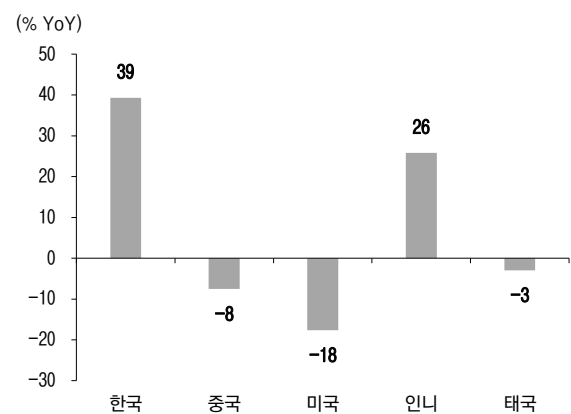
자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 3Q23 코스맥스 법인별 매출액 비중



자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 3Q23 코스맥스 법인별 매출액 증감률



자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 코스맥스 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>397.9</b>	<b>405.0</b>	<b>396.8</b>	<b>400.5</b>	<b>403.3</b>	<b>479.3</b>	<b>458.3</b>	<b>506.3</b>	<b>1,600.1</b>	<b>1,847.0</b>	<b>2,118.9</b>
한국	205.1	225.5	206.7	216.7	243.4	278.3	288.0	288.9	854.0	1,098.6	1,263.3
중국(이스트)	148.9	137.3	133.8	136.8	122.4	153.8	123.7	165.2	556.8	565.1	633.9
- 상하이	121.8	107.5	103.0	99.8	91.5	111.9	85.5	120.5	432.1	409.4	465.2
- 광저우	23.3	36.0	31.4	27.6	29.7	40.0	36.9	37.1	118.3	143.7	159.6
미국(웨스트)	44.5	38.0	44.8	36.6	27.1	38.1	36.9	35.4	163.9	137.5	156.7
- 오하이오	19.8	18.4	24.3	20.9	-	-	-	-	83.4	-	-
- 뉴저지	25.4	19.9	21.4	17.3	27.1	38.1	36.9	35.4	84.0	137.5	156.7
동남아시아	17.1	18.1	25.4	26.3	24.3	27.5	30.0	30.7	86.9	112.5	125.3
- 인도네시아	14.3	14.7	18.6	19.8	19.2	20.7	23.4	23.8	67.4	87.1	97.8
- 태국	2.8	3.4	6.8	6.5	5.1	6.8	6.6	6.9	19.5	25.4	27.5
<b>매출액 YoY (%)</b>	<b>15.3</b>	<b>-5.9</b>	<b>0.5</b>	<b>-4.9</b>	<b>1.4</b>	<b>18.3</b>	<b>15.5</b>	<b>26.4</b>	<b>0.5</b>	<b>15.4</b>	<b>14.7</b>
한국	8.8	-2.0	-5.0	-0.1	18.7	23.4	39.3	33.3	0.1	28.6	15.0
중국(이스트)	15.0	-19.9	-9.2	-25.2	-17.8	12.0	-7.5	20.7	-11.8	1.5	12.2
- 상하이	23.0	-21.0	-10.8	-28.8	-24.9	4.1	-17.0	20.7	-12.0	-5.3	13.6
- 광저우	-31.3	-0.6	-6.5	-25.2	27.5	11.1	17.5	34.6	-15.9	21.5	11.0
미국(웨스트)	41.7	11.8	25.1	18.8	-39.1	0.3	-17.6	-3.2	24.2	-16.1	13.9
- 오하이오	41.4	22.7	20.3	48.2	-	-	-	-	31.8	-	-
- 뉴저지	38.8	2.6	23.7	-0.6	6.7	91.5	72.4	104.7	16.0	63.7	13.9
동남아시아	25.7	24.0	62.8	71.9	42.1	51.9	18.1	16.8	47.0	29.5	11.3
- 인도네시아	101.4	47.0	67.6	80.0	34.3	40.8	25.8	20.2	71.9	29.2	12.3
- 태국	-56.9	-26.1	51.1	51.2	82.1	100.0	-2.9	6.5	-2.0	30.4	8.0
<b>영업이익</b>	<b>13.7</b>	<b>17.2</b>	<b>19.7</b>	<b>2.4</b>	<b>13.8</b>	<b>46.0</b>	<b>33.3</b>	<b>44.2</b>	<b>53.1</b>	<b>137.3</b>	<b>187.5</b>
한국	9.7	18.6	11.7	2.9	13.0	30.4	25.8	32.4	42.8	101.6	134.0
해외 및 기타	4.1	-1.4	8.0	-0.5	0.8	15.6	7.5	14.5	10.2	38.4	60.9
<b>영업이익 YoY (%)</b>	<b>-41.0</b>	<b>-60.8</b>	<b>-20.9</b>	<b>-92.1</b>	<b>0.5</b>	<b>167.3</b>	<b>68.7</b>	<b>1,747.1</b>	<b>-56.7</b>	<b>158.6</b>	<b>36.5</b>
한국	-39.3	-8.8	-43.4	-85.9	34.7	63.3	121.2	1,015.6	-44.7	137.1	32.0
해외 및 기타	-44.1	적전	82.7	적전	-80.7	흑전	-6.3	흑전	-77.3	275.6	58.3
<b>OPM (%)</b>	<b>3.5</b>	<b>4.3</b>	<b>5.0</b>	<b>0.6</b>	<b>3.4</b>	<b>9.6</b>	<b>7.3</b>	<b>8.7</b>	<b>3.3</b>	<b>7.4</b>	<b>8.8</b>
한국	4.7	8.3	5.6	1.3	5.3	10.9	9.0	11.2	5.0	9.2	10.6
해외 및 기타	2.0	-0.7	3.9	-0.3	0.5	7.2	4.0	6.5	1.3	4.8	6.7

자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결기준

## 코스맥스 (192820)

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792	737	868	989	1,114
현금 및 현금성자산	100	169	215	246	309
매출채권 및 기타채권	364	318	367	422	459
재고자산	224	202	216	248	270
기타유동자산	105	48	71	74	77
비유동자산	620	659	716	764	816
관계기업투자등	32	47	48	50	52
유형자산	471	491	536	582	632
무형자산	50	50	51	47	44
<b>자산총계</b>	<b>1,412</b>	<b>1,396</b>	<b>1,584</b>	<b>1,753</b>	<b>1,930</b>
유동부채	788	812	871	924	960
매입채무 및 기타채무	289	257	337	388	422
단기금융부채	448	517	479	479	479
기타유동부채	51	38	55	57	59
비유동부채	159	140	189	191	193
장기금융부채	115	91	139	139	139
기타비유동부채	44	49	51	53	55
<b>부채총계</b>	<b>947</b>	<b>952</b>	<b>1,060</b>	<b>1,115</b>	<b>1,153</b>
지배주주지분	561	581	689	803	942
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	292	287	299	299	299
이익잉여금	248	268	363	477	616
비지배주주지분(연결)	-96	-137	-165	-165	-165
<b>자본총계</b>	<b>465</b>	<b>444</b>	<b>524</b>	<b>638</b>	<b>777</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	100	103	167	151	194
당기순이익(손실)	34	-16	59	95	116
비현금수익비용가감	155	150	118	93	103
유형자산감가상각비	49	55	59	66	72
무형자산상각비	3	4	4	4	4
기타현금수익비용	103	91	43	23	27
영업활동 자산부채변동	-41	28	12	-37	-25
매출채권 감소(증가)	-53	40	-48	-55	-37
재고자산 감소(증가)	-16	23	-11	-32	-22
매입채무 증가(감소)	30	-11	52	51	34
기타자산, 부채변동	-2	-23	18	0	0
투자활동 현금	-144	-31	-108	-120	-131
유형자산처분(취득)	-39	-83	-85	-111	-122
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-98	58	-14	-5	-5
기타투자활동	-5	-7	-9	-3	-3
재무활동 현금	33	3	-15	0	0
차입금의 증가(감소)	-100	10	-13	0	0
자본의 증가(감소)	132	-6	0	0	0
배당금의 지급	0	6	0	0	0
기타재무활동	1	0	-2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-3</b>	<b>70</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>63</b>
기초현금	103	100	169	215	246
기말현금	100	169	215	246	309

자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591	1,600	1,847	2,119	2,316
매출원가	1,314	1,395	1,562	1,774	1,930
매출총이익	278	205	285	345	386
판매비 및 관리비	155	152	147	158	171
영업이익	123	53	137	187	215
(EBITDA)	174	112	200	258	291
금융손익	-9	-19	-23	-27	-27
이자비용	18	21	30	30	30
관계기업등 투자손익	0	0	-2	-2	-2
기타영업외손익	-35	-28	-18	-34	-35
세전계속사업이익	78	6	95	124	151
계속사업법인세비용	44	23	36	29	35
계속사업이익	34	-16	59	95	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	-16	59	95	116
지배주주	74	21	96	114	139
총포괄이익	67	-10	59	95	116
매출총이익률 (%)	17.4	12.8	15.4	16.3	16.7
영업이익률 (%)	7.7	3.3	7.4	8.8	9.3
EBITDA 마진률 (%)	11.0	7.0	10.8	12.2	12.5
당기순이익률 (%)	2.2	-1.0	3.2	4.5	5.0
ROA (%)	5.7	1.5	6.4	6.8	7.5
ROE (%)	16.5	3.6	15.1	15.2	15.9
ROIC (%)	6.5	-16.5	10.1	15.8	16.7

## 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	13.3	40.3	15.0	12.7	10.4
P/B	1.8	1.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.3	11.3	9.1	7.0	6.0
P/CF	5.2	6.3	8.1	7.7	6.6
배당수익률 (%)	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	15.1	0.5	15.4	14.7	9.3
영업이익	84.0	-56.7	158.6	36.5	14.7
세전이익	68,954.	-92.1	1,444.9	29.9	22.1
당기순이익	흑전	적전	흑전	60.4	22.1
EPS	215.0	-72.0	360.7	18.4	22.1
안정성 (%)					
부채비율	203.4	214.3	202.3	174.8	148.5
유동비율	100.6	90.8	99.7	107.1	116.1
순차입금/자기자본(x)	98.7	96.6	74.7	56.5	38.2
영업이익/금융비용(x)	7.0	2.5	4.6	6.2	7.1
총차입금 (십억원)	564	608	618	618	618
순차입금 (십억원)	459	429	392	360	297
주당지표 (원)					
EPS	6,561	1,838	8,464	10,022	12,241
BPS	49,457	51,203	60,717	70,735	82,972
CFPS	16,674	11,791	15,569	16,558	19,260
DPS	550	n/a	n/a	n/a	n/a

코스맥스 목표주가 추이

(원)

200,000

150,000

100,000

50,000

0

— 주가

— 목표주가

21/11

22/05

22/11

23/05

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2022.05.17	Buy	100,000	-28.0		-35.8
2022.09.13	Buy	85,000	-10.4		-29.9
2023.01.19	Buy	95,000	-9.7		-16.2
2023.04.10	변경	오지우			
2023.04.10	Buy	100,000	-14.3		-22.2
2023.05.15	Buy	110,000	-14.4		-19.5
2023.07.10	Buy	130,000	-4.8		-23.5
2023.08.11	Buy	160,000	-4.1		-15.7
2023.11.13	Buy	180,000			

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)