

2024. 4. 12



▲ 화장품/의류

Analyst 하누리

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 160,000 원**현재주가 (4.11)** 125,300 원**상승여력** 27.7%

KOSPI 2,706.96pt

시가총액 14,221억원

발행주식수 1,135만주

유동주식비율 71.88%

외국인비중 27.89%

52주 최고/최저가 153,500원/71,400원

평균거래대금 122.8억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 16 인 26.26

국민연금공단 11.63

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 20.0 10.9 57.2

상대주가 17.9 0.4 48.0

주가그래프**코스맥스 192820****1Q24E Preview: 기대 상회**

- ✓ 1Q24E 매출액 5,010억원 (+24%), 영업이익 422억원 (+206%, OPM 8%)
- ✓ 국내: 내수 약진 & 수출 확대 → 신기록 (매출 +26%, 영업이익 +139%)
- ✓ 중국: 기저 효과에 영업력 강화 (쉬인 물량 50억원 포함) → 매출 +54%, 순익 +6%
- ✓ 기타: 미국 (+54%, 적지) 신규 유치, 동남아 (+30%, 순익 -55%) 거래선 호조
- ✓ 성장성 강화 vs. 건전성 악화 (손상채권 증가, 해외 자본잠식, 중국 사업 확장)

1Q24E 컨센서스 상회

코스맥스는 2024년 1분기 매출액 5,010억원 (+24.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 422억원 (+205.6%, OPM 8.4%/+5.0%p), 순이익 223억원 (+233.0%)을 기록할 전망이다. 전 지역이 강세, 시장 기대치를 웃돌겠다 (컨센서스 대비 영업이익 +16.7%).

[국내] 매출액 3,076억원 (+26.4%), 영업이익 311억원 (+139.0%)을 추정한다. 내수 약진과 수출 확대가 계속되고 있다. 분기 매출액 3천억원 돌파, 신기록을 경신하겠다. [중국] 매출액 1,459억원 (+20.3%, 상해 +22.4%, 광저우 +14.0%), 순이익 76억원 (+5.5%, 앳센테크 지분법손실 5억원 합산)을 추산한다. 기저 (1Q23 -16.5%) 효과에 영업력 강화 (쉬인 물량 50억원 포함 신규 확대)가 더해지면서 고성장이 예상된다.

[미국] 매출액 418억원 (+54.4%), 순손실 109억원 (적지; 적자 22억원 축소)을 예상한다. 신규 고객 유치로 외형 확대가 두드러지겠다. [동남아] 대형 거래선 호조에 따른 낙수효과가 기대된다 (동남아 합산 매출액 315억원/+30.3%, 순이익 12억원/-54.7%; 루피아 및 바트 절하 따른 외화환산손실 감안).

투자의견 Buy 및 적정주가 160,000원 제시

성장세가 부각된다. 해외 법인의 신규 거래선 유치가 늘어나겠다. 미국 뉴저지와 중국 광저우 JV 앳센테크 (2Q24E 연결 예상) 모두 공격적으로 영업력을 발휘할 것으로 본다 (2024E 미국 +28.1%, 중국 +27.0%). 문제는 건전성이다. 신생 확대에 따른 매출채권 회수 부담 (개별손상채권 장부가 131억원 증가, 자산총계 대비 매출채권 18% vs. 콜마 15%), 해외 자회사 자본잠식으로 (순자산 미국 -1,469억원, 태국 -74억원) 인한 투자자산손실, 중국 사업 확장 관련 투자 (2023년 영업이익 대비 금융비용 38%, 4Q23 이자발생부채 6,562억원)는 EPS 훼손, PER 상승 유인이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,600.1	53.1	20.9	1,837	적전	51,203	40.3	1.4	10.1	3.6	214.3
2023	1,777.5	115.7	57.1	5,034	흑전	31,941	25.1	4.0	10.5	12.1	334.3
2024E	2,183.8	179.2	94.6	8,334	100.2	39,775	15.0	3.2	7.0	23.2	294.3
2025E	2,509.9	212.2	105.8	9,324	23.7	48,599	13.4	2.6	5.9	21.1	257.7
2026E	2,763.1	235.3	111.5	9,823	13.2	57,922	12.8	2.2	5.1	18.4	223.5

표1 코스맥스 1Q24E 실적 Preview

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	501.0	403.3	24.2	436.7	14.7	493.5	1.5
영업이익	42.2	13.8	205.6	22.5	87.4	36.2	16.7
순이익	22.3	6.7	233.0	4.7	370.2	26.0	-14.1
영업이익률(%)	8.4	3.4	5.0	5.2	3.3	7.3	1.1

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표2 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,183.7	2,509.9	2,127.3	2,356.3	2.7	6.5	2,108.6	2,337.7
영업이익	179.1	212.1	174.7	204.0	2.5	4.0	172.0	203.0
순이익	94.6	105.8	98.7	108.6	-4.2	-2.6	109.3	130.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 적정주가 산정

(십억원, %, 주, 배)	순이익	지분율	Target PER	적정가치	비고
순이익				97	- 12개월 선행 연결 지배순이익
Target PER				18	- Intercos 평균 적용
적정 시가총액				1,766	
주식 수				11,350	
적정주가 (원)				160,000	
현재주가 (원)				125,300	
상승여력 (%)				27.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
코스맥스	1,422	2,184	2,510	179	212	95	106	15.0	13.4	3.2	2.6	23.2	21.1	7.0	5.9
한국콜마	1,148	2,476	2,730	196	225	87	115	13.5	10.2	1.6	1.4	12.7	14.9	10.1	8.8
씨앤씨인터내셔널	779	315	398	51	65	46	60	17.4	13.5	3.7	2.9	23.7	24.1	12.5	9.6
코스메카코리아	381	524	624	66	88	36	50	10.9	7.8	1.9	1.5	19.3	21.8	6.3	4.5
Intercos	1,878	1,523	1,629	144	166	98	115	18.8	16.1	2.6	2.3	14.6	15.5	9.2	8.2
Fujian Green Pine	386	386	411	-10	35	-9	29	18.4	12.3	2.1	1.9	2.4	11.4	44.1	7.8
평균 (국내사 제외)								18.7	14.9	2.3	2.1	8.5	13.4	26.7	8.0

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	403.3	479.3	458.3	436.7	501.0	581.5	554.3	546.9	1,777.5	2,183.7	2,509.9
국내	243.4	278.3	288.0	247.9	307.6	337.7	339.8	293.2	1,057.5	1,278.3	1,454.3
중국	121.2	151.9	122.4	144.8	145.9	194.3	162.2	184.0	540.3	686.3	819.3
상해	91.5	111.9	85.5	110.8	112.0	134.2	106.8	133.0	399.7	486.1	559.0
광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	33.9	60.0	55.4	51.0	140.6	200.2	260.3
미국	27.1	38.1	36.9	37.8	41.8	44.9	45.7	46.8	139.9	179.2	199.9
동남아	24.2	27.4	29.8	29.3	31.5	33.2	36.9	38.1	110.8	139.8	163.3
인도네시아	19.1	20.6	23.3	22.3	23.9	24.3	28.4	28.9	85.3	105.5	121.4
태국	5.1	6.8	6.6	7.1	7.7	8.8	8.5	9.2	25.5	34.2	41.9
영업이익	13.8	46.0	33.3	22.5	42.2	46.6	45.8	44.5	115.7	179.1	212.1
국내	13.0	30.4	25.8	17.5	31.1	36.7	33.9	28.0	86.8	129.7	149.5
해외(연결-개별)	0.8	15.7	7.5	5.0	11.1	9.9	11.9	16.5	28.9	49.4	62.7
영업이익률	3.4	9.6	7.3	5.2	8.4	8.0	8.3	8.1	6.5	8.2	8.5
국내	5.4	10.9	9.0	7.1	10.1	10.9	10.0	9.6	8.2	10.1	10.3
해외	0.5	7.8	4.4	2.7	5.7	4.1	5.6	6.5	4.0	5.5	5.9
순이익	6.7	30.4	15.2	4.7	22.3	23.0	21.7	27.5	57.1	94.6	105.8
순이익률	1.7	6.4	3.3	1.1	4.5	4.0	3.9	5.0	3.2	4.3	4.2
국내	22.7	8.6	6.7	-19.9	21.8	25.7	23.7	-11.8	18.2	59.4	73.3
중국	7.2	14.4	6.3	6.0	7.6	12.2	8.3	7.7	33.8	35.9	43.9
상해	3.4	7.7	2.2	5.4	6.3	9.2	6.0	6.9	18.7	28.4	33.2
광저우	3.8	6.7	4.1	0.6	1.3	3.0	2.3	0.9	15.1	7.5	10.7
미국	-13.2	-10.5	-12.5	-13.6	-10.9	-9.9	-10.4	-11.2	-49.7	-42.4	-32.8
동남아	2.7	0.8	-0.2	-1.3	1.2	0.3	0.4	0.6	1.9	2.5	3.7
인도네시아	3.4	1.4	0.9	0.0	1.8	0.9	1.0	1.1	5.6	4.9	5.8
태국	-0.7	-0.6	-1.1	-1.3	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-3.6	-2.4	-2.1
(% YoY)											
매출액	1.4	18.3	15.5	9.0	24.2	21.3	21.0	25.2	11.1	22.9	14.9
국내	18.6	23.4	39.3	14.4	26.4	21.3	18.0	18.3	23.8	20.9	13.8
중국	-16.5	5.8	-8.9	13.7	20.3	27.9	32.5	27.0	-1.8	27.0	19.4
미국	-40.1	0.1	-19.4	-6.7	54.4	17.7	24.0	23.7	-17.5	28.1	11.5
동남아	44.2	51.7	18.9	12.2	30.3	21.0	23.8	30.0	28.7	26.1	16.8
영업이익	0.5	167.3	68.7	842.0	205.6	1.1	37.6	97.8	118.1	54.9	18.4
개별	35.0	63.3	121.5	499.2	139.0	20.6	31.2	59.9	102.5	49.5	15.3
자회사(연결-개별)	-81.0	흑전	-7.6	흑전	1,322.2	-36.8	59.9	230.0	182.1	71.0	26.7
영업이익률	0.0	5.4	2.3	4.6	5.0	-1.6	1.0	3.0	3.2	1.7	0.2
순이익	-56.1	165.0	34.7	흑전	233.0	-24.4	42.6	479.4	174.1	65.5	11.9
국내	119.2	-63.0	-69.0	적지	-4.1	198.8	252.3	적지	흑전	226.7	23.4
중국	-52.4	-1.1	-45.5	-30.2	5.5	-14.9	32.1	29.6	-32.0	6.0	22.4
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
동남아	9,787.9	흑전	적지	적전	-54.7	-65.0	흑전	흑전	흑전	27.0	49.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600.1	1,777.5	2,183.8	2,509.9	2,763.1
매출액증가율(%)	0.5	11.1	22.9	14.9	10.1
매출원가	1,394.9	1,483.9	1,800.8	2,067.8	2,276.4
매출총이익	205.3	293.7	383.0	442.1	486.7
판매관리비	152.2	178.0	203.8	230.0	251.4
영업이익	53.1	115.7	179.2	212.2	235.3
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.2	8.5	8.5
금융손익	-17.9	-23.4	-26.5	-27.3	-27.4
종속/관계기업손익	0.0	-1.9	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.1	-6.2	-6.4	-4.9	-4.1
세전계속사업이익	6.2	84.2	145.5	180.0	203.8
법인세비용	22.6	46.4	69.9	86.4	97.8
당기순이익	-16.5	37.8	75.7	93.6	106.0
지배주주지분 순이익	20.9	57.1	94.6	105.8	111.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	102.5	231.0	177.9	165.4	178.9
당기순이익(손실)	-16.5	37.8	75.7	93.6	106.0
유형자산상각비	54.9	55.7	69.1	71.5	72.6
무형자산상각비	3.9	3.8	1.3	1.2	1.1
운전자본의 증감	28.2	78.8	31.9	-1.0	-0.7
투자활동 현금흐름	-31.3	-104.5	-113.7	-99.8	-88.3
유형자산의증가(CAPEX)	-84.2	-86.3	-92.0	-84.0	-76.0
투자자산의감소(증가)	-16.4	-13.9	-18.1	-13.3	-10.3
재무활동 현금흐름	3.5	-39.2	-9.5	-17.4	-21.3
차입금의 증감	44.3	104.7	-3.9	-11.8	-15.6
자본의 증가	-5.7	-258.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	69.6	87.7	54.7	48.1	69.3
기초현금	99.8	169.4	257.1	311.8	359.9
기말현금	169.4	257.1	311.8	359.9	429.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737.2	821.6	914.7	1,047.8	1,183.1
현금및현금성자산	169.1	256.9	311.6	359.7	429.0
매출채권	302.8	271.5	282.4	324.0	356.3
재고자산	202.3	218.4	233.7	268.2	294.9
비유동자산	659.3	735.5	775.2	799.8	812.4
유형자산	490.6	546.8	569.7	582.2	585.6
무형자산	49.6	54.3	53.1	51.9	50.8
투자자산	69.7	81.7	99.8	113.1	123.4
자산총계	1,396.5	1,557.1	1,689.9	1,847.6	1,995.5
유동부채	812.0	873.8	916.0	972.4	1,010.5
매입채무	175.8	240.8	245.6	281.9	310.0
단기차입금	434.0	402.7	390.7	374.7	356.7
유동성장기부채	69.8	34.7	34.7	34.7	34.7
비유동부채	140.2	324.7	345.3	358.7	368.2
사채	36.5	47.5	47.5	47.5	47.5
장기차입금	20.8	58.5	62.5	63.7	63.8
부채총계	952.2	1,198.5	1,261.3	1,331.1	1,378.7
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	286.8	28.5	28.5	28.5	28.5
기타포괄이익누계액	21.4	15.6	15.6	15.6	15.6
이익잉여금	267.5	313.1	402.0	502.1	607.9
비지배주주지분	-136.9	-4.0	-22.9	-35.1	-40.6
자본총계	444.3	358.6	428.6	516.5	616.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	140,986	156,614	192,409	221,149	243,456
EPS(지배주주)	1,837	5,034	8,334	9,324	9,823
CFPS	11,791	17,550	21,902	25,012	27,013
EBITDAPS	9,860	15,430	21,983	25,100	27,225
BPS	51,203	31,941	39,775	48,599	57,922
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	40.3	25.1	15.0	13.4	12.8
PCR	6.3	7.2	5.7	5.0	4.6
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	1.4	4.0	3.2	2.6	2.2
EBITDA(십억원)	111.9	175.1	249.5	284.9	309.0
EV/EBITDA	10.1	10.5	7.0	5.9	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.6	12.1	23.2	21.1	18.4
EBITDA 이익률	7.0	9.9	11.4	11.3	11.2
부채비율	214.3	334.3	294.3	257.7	223.5
금융비용부담률	1.3	1.8	1.7	1.5	1.3
이자보상배율(x)	2.5	3.6	4.7	5.7	6.4
매출채권회전율(x)	4.9	6.2	7.9	8.3	8.1
재고자산회전율(x)	7.5	8.5	9.7	10.0	9.8

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
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	Indepth	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	Indepth	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	-37.6 -23.3	
2024.03.08	기업브리프	Buy	165,000	하누리	-29.9 -21.2	
2024.04.12	기업브리프	Buy	160,000	하누리	- -	