

## 23F 업사이드는 중국과 미국에서

### Analyst 정혜진

02-3787-2370 heajin.jung@hmsec.com

### RA 김유진

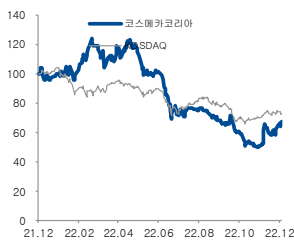
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

현재주가 (12/7)	8,710원
상승여력	49.3%
시가총액	93십억원
발행주식수	10,680천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	16,200원/6,500원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	2.02%
주요주주	박은희 외 3 인 38.95%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	30.8 0.6 -33.0
상대주가(%p)	27.6 7.6 -18.5

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	360	884	7,500
After	427	846	13,000
Consensus	375	843	7,500
Cons. 차이	13.9%	0.4%	73.3%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	339	10	3	27	245	-46.1	49.7	1.0	10.0	2.0	0.0
2021	396	20	9	37	834	239.6	15.5	1.0	7.9	6.5	0.0
2022F	393	10	5	27	427	-48.8	20.4	0.6	8.7	3.1	0.0
2023F	417	21	9	37	846	97.9	10.3	0.6	5.9	5.7	0.0
2024F	440	26	12	41	1,082	28.0	8.0	0.5	5.1	6.8	0.0

\* K-IFRS 연결 기준

### 투자포인트 및 결론

- 중국 법인 스क्र랩 등 비용 효율화로 BEP 수준까지 중국 적자 폭 축소해가고 있는 동사, 현지 방역 완화에 따른 업황 회복, 화장품 수주 증가로 23F Top-line 예상보다 빠른 회복 가능할 것으로 기대. 전사 수익성 개선 시점 예상보다 빨라질 것으로 전망
- 동사 안정적인 실적 기반 되어주던 미국 법인, 올해 수주 성장 둔화 요소였던 전방 주요 고객사 높은 재고 수준이 예상보다 빠르게 완화되고 있는 것으로 파악. 4Q22부터 잉글우드랩 매출 성장세 점차 회복될 것으로 전망
- 23F 이익 전망치 상향 조정 및 Target P/E multiple 상향 적용함에 따라 목표주가 13,000원으로 상향, 주가 상승여력 확대에 따라 투자의견 BUY로 상향

### 주요이슈 및 실적전망

- 22년 4분기 실적, 연결 매출액 1,004억원(+7.1%YoY, -3.1%QoQ), 연결 영업이익 35억원(+149.5%YoY, +18.0%QoQ) 전망. 4분기 연결 매출액 추정치 상향 조정, 미국법인 주요 고객사 재고 수준 예상보다 빠르게 안정화되며 수주 회복되고 있는 것으로 파악되는 데에 기인
- 미국(잉글우드랩), 매출액 414억원(+24.3%YoY, -3.6%QoQ), 전망. 동사 미국 법인 수주 성장 둔화 야기시켰던 고객사 재고 수준, 기대보다 빠르게 완화되고 있는 것으로 파악. 안정적 실적 확보 가능할 것으로 전망
- 중국, 매출액 139억원(-21.0%YoY, +25.7%QoQ) 전망. 불산과 소주 법인 효율화로 최신 설비 갖춘 평호 법인으로 일원화, 비용 효율성 크게 개선된 가운데 중국 제로코로나 완화 기조에 따른 현지 고객사 수주 증가로 빠른 Top-line 회복 가능할 것으로 전망, 23F 내 BEP 도달 가능할 것
- 국내, 매출액 519억원(+6.9%YoY, -9.0%QoQ) 전망. 한국 법인, 상승한 원가 부담 영향은 미국과 중국 법인 수익성 개선되며 연결 실적 관점에서 상쇄될 것으로 예상

### 주가전망 및 Valuation

- 미국 법인 수주 둔화 및 중국 법인 BEP 시점 지연 우려가 주가의 하방 압력으로 작용해왔으나, 전사 수익성 개선 예상보다 빠르게 가능할 것으로 전망. 이익 변동성 크게 줄어들며 안정적 ODM 증익 구간 진입 전망됨에 따라 Target P/E multiple, 당사 화장품 ODM(코스맥스, 한국콜마) Target P/E multiple 15x로 상향 적용, 목표주가 13,000원으로 상향, 투자의견 BUY로 상향

<표1> 코스메카코리아 4분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q21	3Q22	4Q22F	%YoY	%QoQ	4Q22F	대비
매출액	94	104	100	7.1%	-3.1%	94	6.4%
영업이익	1	3	3	149.5%	18.0%	3	1.9%
세전순이익		4	3	N/A	-41.4%	2	27.5%
순이익	3	3	3	-26.7%	-24.3%	1	153.0%

자료 : 코스메카코리아, Fnguide, 현대차증권  
 주 : K-IFRS 연결 기준

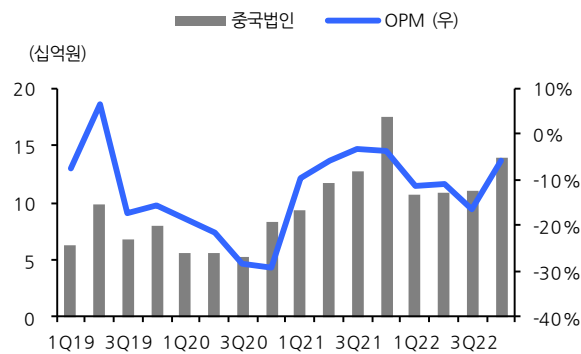
<표2> 코스메카코리아 상세 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
<b>연결 매출액</b>	<b>93.5</b>	<b>112.0</b>	<b>97.3</b>	<b>93.7</b>	<b>89.0</b>	<b>100.4</b>	<b>103.8</b>	<b>100.4</b>	<b>396.5</b>	<b>393.6</b>	<b>417.1</b>
한국법인	55.7	63.7	49.4	48.6	50.8	60.2	57.1	51.9	217.3	220.0	227.7
중국법인	9.3	11.7	12.8	17.5	10.7	10.9	11.0	13.9	51.3	46.6	50.3
잉글우드랩	33.8	48.9	44.5	33.3	31.4	36.2	43.0	41.4	160.5	151.9	163.1
<b>%YoY</b>											
매출액	4.6%	23.2%	25.5%	15.3%	-4.8%	-10.3%	6.7%	7.1%	16.9%	-0.7%	6.0%
한국법인	0.3%	9.7%	13.3%	21.7%	-8.7%	-5.5%	15.5%	6.9%	10.3%	1.2%	3.5%
중국법인	64.9%	106.8%	146.3%	111.6%	15.9%	-6.3%	-13.9%	-21.0%	107.2%	-9.2%	7.9%
잉글우드랩	8.9%	58.2%	23.6%	-14.1%	-7.1%	-26.1%	-3.4%	24.3%	17.4%	-5.3%	7.4%
<b>연결 영업이익</b>	<b>3.4</b>	<b>8.8</b>	<b>6.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>20.1</b>	<b>10.0</b>	<b>20.7</b>
%YoY	-2.1%	300.1%	245.3%	-40.4%	-81.8%	-65.2%	-55.2%	149.5%	104.0%	-50.3%	106.3%
OPM(%)	3.6%	7.9%	6.7%	1.5%	0.6%	3.0%	2.8%	3.5%	5.1%	2.5%	5.0%

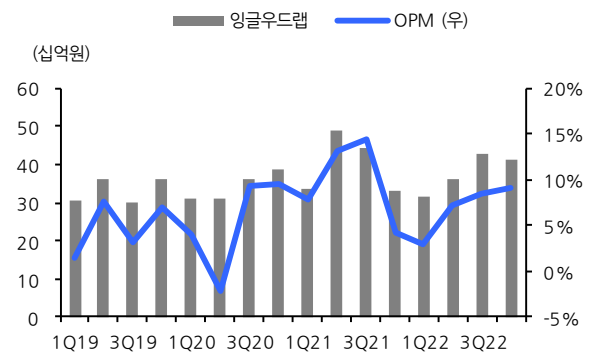
자료 : 코스메카코리아, 현대차증권 추정치  
 주 : K-IFRS 연결 기준

<그림1> 중국 법인 매출 및 OPM 추이



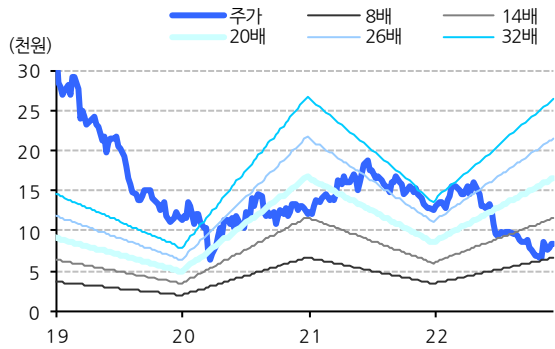
자료 : 코스메카코리아, 현대차증권 추정치

<그림2> 잉글우드랩 매출 및 OPM 추이



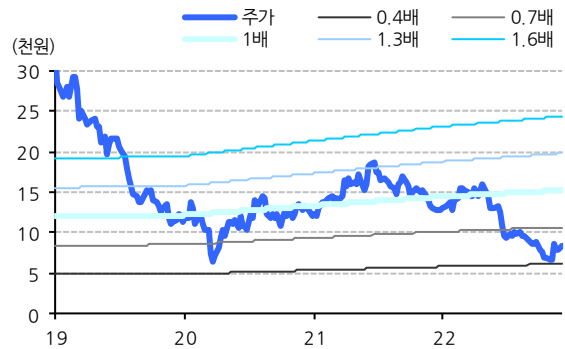
자료 : 코스메카코리아, 현대차증권 추정치

<그림3> P/E band chart



자료: DataGuide, 현대차증권 추정치

<그림4> P/B band chart



자료: DataGuide, 현대차증권 추정치

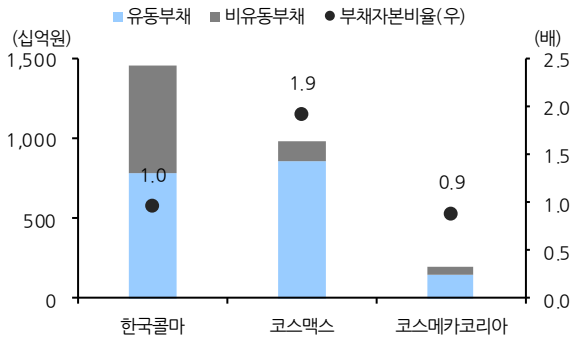
<표3> Valuation table

(단위: 십억원)

구분	Value	Note
23F NI	9.0	23F 지배주주귀속순이익
Target P/E(x)	15.0	당사 화장품 ODM Target multiple 15x 적용
Fair value	135.46	
가중평균유통주식수(주)	10,680,000	
목표주가(원)	13,000	
현재주가(원)	8,710	
Upside(%)	49.3%	

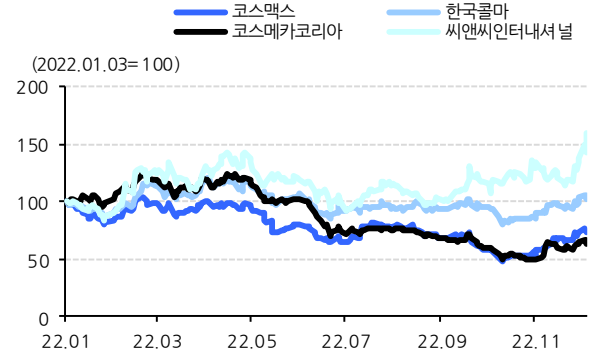
자료 : 코스메카코리아, Quantwise, 현대차증권 추정치

<그림5> ODM 3사 부채비율



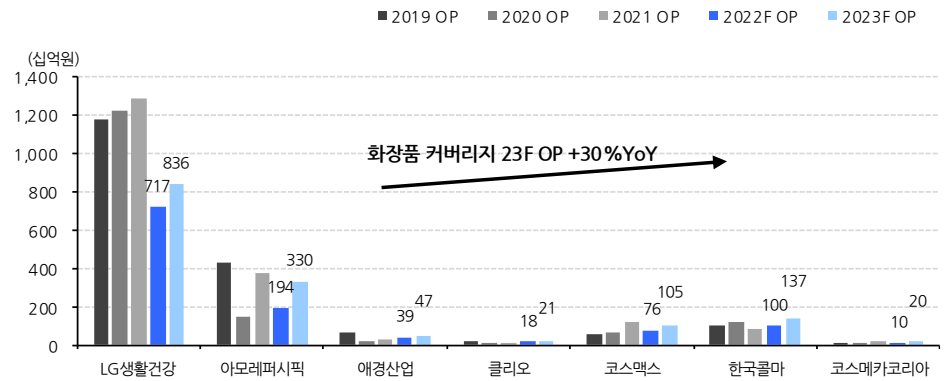
자료 : Dart, 현대차증권

<그림6> 주요 화장품 ODM 업체 주가 추이



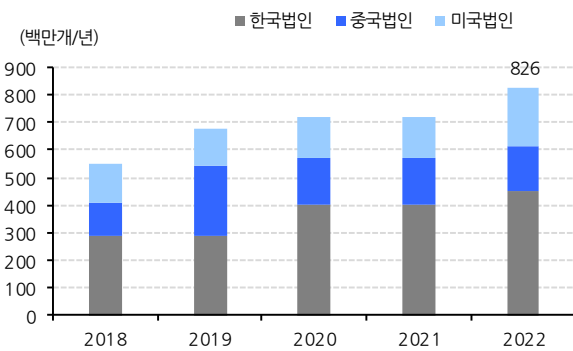
자료 : Quantwise, 현대차증권

<그림7> 화장품 커버리지 23F 영업이익 전망



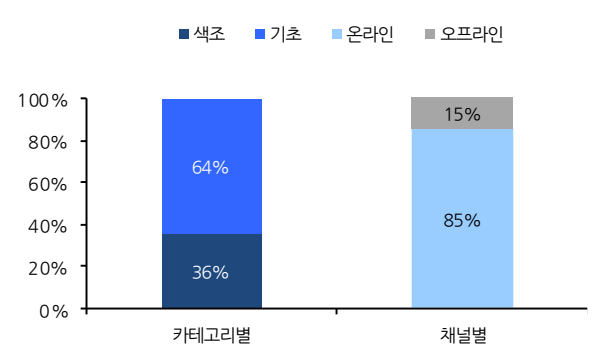
자료 : 각 사, 현대차증권 추정치

<그림8> 코스메카코리아 생산능력 추이



자료 : 코스메카코리아, 현대차증권

<그림9> 중국법인 카테고리별, 채널별 매출 비중



자료 : 코스메카코리아, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	339	396	393	417	440
증가율 (%)	-2.3	16.8	-0.8	6.1	5.5
매출원가	278	324	327	342	359
매출원가율 (%)	82.0	81.8	83.2	82.0	81.6
매출총이익	61	73	66	75	81
매출이익률 (%)	18.0	18.4	16.8	18.0	18.4
증가율 (%)	-4.7	19.7	-9.6	13.6	8.0
판매관리비	51	53	56	55	55
판매비율 (%)	15.0	13.4	14.2	13.2	12.5
EBITDA	27	37	27	37	41
EBITDA 이익률 (%)	8.0	9.3	6.9	8.9	9.3
증가율 (%)	3.8	37.0	-27.0	37.0	10.8
영업이익	10	20	10	21	26
영업이익률 (%)	2.9	5.1	2.5	5.0	5.9
증가율 (%)	25.0	100.0	-50.0	110.0	23.8
영업외손익	-5	-3	2	1	2
금융수익	2	6	10	8	10
금융비용	6	6	7	6	7
기타영업외손익	-1	-3	-1	-1	-1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	18	11	22	28
세전계속사업이익률	1.2	4.5	2.8	5.3	6.4
증가율 (%)	-33.3	350.0	-38.9	100.0	27.3
법인세비용	1	1	2	5	6
계속사업이익	3	17	9	17	22
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	17	9	17	22
당기순이익률 (%)	0.9	4.3	2.3	4.1	5.0
증가율 (%)	-25.0	466.7	-47.1	88.9	29.4
지배주주지분 순이익	3	9	5	9	12
비지배주주지분 순이익	1	8	4	8	10
기타포괄이익	-3	8	16	0	0
총포괄이익	0	25	25	17	22

(단위:십억원)					
현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	12	8	32	29	31
당기순이익	3	17	9	17	22
유형자산 상각비	14	14	14	14	13
무형자산 상각비	3	3	3	3	2
외환손익	0	-1	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-11	-22	6	-4	-6
기타	3	-3	2	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-5	-9	-9	-8	-8
투자자산의 감소(증가)	-0	-0	-0	-0	-0
유형자산의 감소	1	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-9	-9	-8	-8
기타	8	0	-1	0	0
재무활동으로인한현금흐름	10	-2	2	-13	0
차입금의 증가(감소)	-9	15	-2	0	0
사채의 증가(감소)	1	-16	0	0	0
자본의 증가	1	-12	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	17	11	4	-13	0
기타현금흐름	-1	1	2	0	0
현금의증가(감소)	16	-1	26	8	23
기초현금	16	31	30	56	65
기말현금	31	30	56	65	88

\* K/FRS 연결 기준

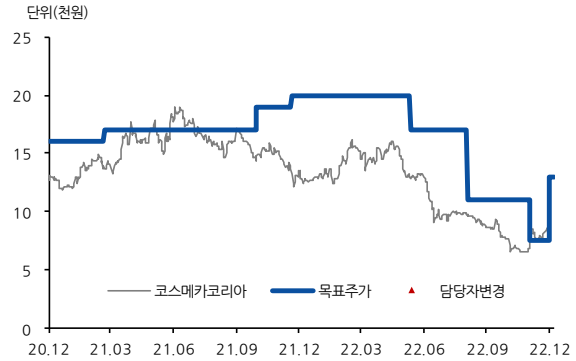
(단위:십억원)					
재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	150	184	221	237	270
현금성자산	31	30	56	65	88
단기투자자산	1	1	1	1	1
매출채권	49	75	81	84	89
채고자산	60	67	72	75	79
기타유동자산	8	11	12	12	13
비유동자산	209	208	208	199	192
유형자산	147	147	149	143	138
무형자산	45	42	41	38	37
투자자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	15	17	16	16	15
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	359	392	429	436	462
유동부채	141	135	149	139	143
단기차입금	42	61	67	56	56
매입채무	30	30	33	34	36
유동성장기부채	28	14	17	15	15
기타유동부채	41	30	32	34	36
비유동부채	45	60	58	59	59
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	48	46	46	46
장기금융부채	4	3	3	3	3
기타비유동부채	10	9	9	10	10
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	186	195	207	198	202
자배주주지분	130	142	155	164	175
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	70	58	58	58	58
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-1	3	11	11	11
이익잉여금	55	75	80	89	100
비지배주주지분	43	54	67	75	85
자본총계	173	196	222	239	260

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	320	1,589	822	1,584	2,028
EPS(지배순이익 기준)	245	834	427	846	1,082
BPS(자본총계 기준)	16,157	18,384	20,750	22,334	24,362
BPS(지배지분 기준)	12,150	13,319	14,435	15,280	16,363
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	38.1	8.2	10.6	5.5	4.3
P/E(지배순이익 기준)	49.7	15.5	20.4	10.3	8.0
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	1.0	1.0	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	10.0	7.9	8.7	5.9	5.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-15.3	396.6	-48.3	92.7	28.0
EPS(지배순이익 기준)	-46.1	239.6	-48.8	97.9	28.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.0	9.2	4.2	7.4	8.7
ROE(지배순이익 기준)	2.0	6.5	3.1	5.7	6.8
ROA	1.0	4.5	2.1	3.9	4.8
안정성 (%)					
부채비율	108.0	99.4	93.5	82.8	77.7
순차입금비율	54.1	49.5	35.2	23.9	13.0
이자보상배율	3.0	6.8	2.4	4.0	5.3

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.11.20	BUY	16,000	-17.56	-6.56
2021.02.26	BUY	17,000	-3.78	11.76
2021.08.26	AFTER 6M	17,000	-6.21	1.18
2021.10.07	BUY	19,000	-22.04	-16.05
2021.11.26	BUY	20,000	-29.84	-19.00
2022.05.19	BUY	17,000	-37.06	-21.76
2022.08.10	M.PERFORM	11,000	-26.91	-11.64
2022.11.10	M.PERFORM	7,500	7.58	0.80
2022.12.08	BUY	13,000		

▶ 최근 2년간 코스메카코리아 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2021.10.01~2022.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	168건	90.8%
보유	17건	9.2%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.