



BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(1.16) 115,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,497.59
52주 최고/최저(원)	153,500/71,400
시가총액(십억원)	1,315.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	11,349.5
60일 평균 거래량(천주)	102.2
60일 평균 거래대금(십억원)	12.6
외국인지분율(%)	29.81
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.26
국민연금공단	13.35

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,815.6	2,065.9
영업이익(십억원)	128.7	174.0
순이익(십억원)	61.2	103.9
EPS(원)	6,764	10,229
BPS(원)	57,085	66,928

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,802.5	2,075.7
영업이익	122.6	53.1	125.3	171.2
세전이익	78.3	6.2	96.6	147.3
순이익	74.4	20.8	68.7	110.1
EPS	6,880	1,837	6,057	9,701
증감율	230.45	(73.30)	229.72	60.16
PER	12.70	40.34	20.87	11.95
PBR	1.77	1.45	2.21	1.70
EV/EBITDA	7.30	10.07	6.38	4.70
ROE	16.46	3.65	11.18	15.51
BPS	49,483	51,229	57,152	68,004
DPS	550	0	0	0



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 01월 17일 | 기업분석_Earnings Preview

코스맥스 (192820)

강한 성장 의지 + 매력적인 주가

4Q23 Preview: 추정치 부합 전망

코스맥스의 4분기 실적은 연결 매출 4.6천억원(YoY+15%, LFL+22%), 영업이익 321억원(YoY+1243%, 영업이익률 7%)을 전망하며, 당사 직전 추정치에 부합할 것으로 기대한다. 법인별로 국내는 여전히 견조하며, 중국은 회복세, 미국은 손실 축소 기대된다. 특히 국내법인의 영업환경은 '내수 호조 + 비중국 직간접 수출 확대 + 고객군 증가' 등으로 우호적 흐름 지속되고 있다.

4분기 법인별 전년동기비 매출성장률은 국내/중국/미국(누월드 기준)/동남아 각각 +20%/+10%/+4%(+120%)/+16% 전망한다. ▶**국내(별도)**는 매출 2.6천억원(YoY+20%), 영업이익 208억원(YoY+612%, 영업이익률 8%)으로 호실적 기대된다. 영업환경 호조/고객군 저변 확대로 가동률 상승/믹스 개선 나타나며 수익성 개선 예상한다. ▶**중국(이스트)**은 매출 1.5천억원(YoY+10%), 순이익 78억원(흑자전환) 전망한다. 광군제 오더 회복 등으로 상해와 광저우 각각 매출 성장률 +18%, +20% 회복세 기대된다. 광저우의 경우 광저우-잇센 JV법인으로 물량 이관됨에도 신규 고객사 증가로 투자릿수 성장하는 것이 특징적이다. 수익성은 개선 추정했다. ▶**미국(웨스트)**는 매출 381억원(YoY+4%, LFL+120%), 순손실 80억원(+351억원) 전망한다. 영업력 확대, 공장 효율화 효과 나타나고 있는 것으로 파악된다. ODM 비중 증가세에 있으며, 추가적으로 기능성 제품군 영업력 확보에 주력하고 있다. ▶**동남아**는 매출 304억원(YoY+16%), 순이익 17억원(YoY+155%) 기대한다. 인도네시아와 태국 각각 +18%, +10% 성장 예상하며, 인도네시아는 히트 품목 중심으로 성장, 태국은 영업지역 확장 중에 있다.

강한 성장 의지 + 매력적인 주가

코스맥스는 지난해 호실적(별도 매출 1조원 돌파)에도 주가는 전일 종가 기준, 고점(9/1) 대비 26% 하락하며 약세 흐름 이어졌다. 호실적이 피크 아웃의 빌미가 되었고, 혹여나 있을 일회성(4Q21, 4Q22 존재)에 대한 우려가 막연히 존재했다. 현재 주가는 우려를 기반영 판단, 오히려 긍정적 요소가 확대 될 2024년을 주목할 필요가 있다고 본다. 회사는 시장 환경을 우호적으로 판단하며, 특히 축적된 R&D/오랜 업력에서 오는 유연성으로 강한 영업력 발휘를 목표로한다. 법인별로 1) 국내는 직간접 수출 증가/글로벌 프로젝트 확대/인디 고객군 확충을 통해 20% 이상 성장 목표하며, 2) 중국은 수주 회복(4Q23)/리스트킹 도래/잇센-JV 연결 반영(1Q24 부터)으로 30% 이상 고성장 기대한다. 3) 미국은 가동률 상승/손실 축소(회사는 상반기 분기 BEP 목표), 재무구조 개선(오하이오 공장 매각 및 매각 자금 유입 임박) 기대한다. 이에 따라 2024년 코스맥스는 '중국 외형 회복/미국 체력 개선'이 더해지며 처음으로 연결 매출 2조원, 영업이익 1.7천억원 돌파할 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 18만원 유지하며 밸류에이션 매력도 감안 ODM사 중 최선호 제시한다.

도표 1. 코스맥스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
연결 매출액	403.3	479.3	458.3	461.7	486.0	535.0	536.6	518.1	1,382.9	1,591.5	1,599.4	1,802.5	2,075.7	2,270.2
코스맥스코리아	243.4	278.3	288.0	260.0	279.9	306.1	316.8	286.0	765.4	853.2	854.0	1,069.7	1,188.8	1,283.9
코스맥스이스트(중국)	122.4	153.8	123.7	150.9	145.0	165.0	153.0	167.2	456.0	631.0	556.8	550.8	630.2	683.9
코스맥스상해	91.5	111.9	85.5	117.8	110.0	120.0	110.0	127.2	337.1	490.8	432.1	406.7	467.2	504.6
코스맥스광저우	29.7	40.0	36.9	33.1	35.0	45.0	43.0	40.0	128.4	140.6	118.3	139.7	163.0	179.3
코스맥스웨스트(미국)	27.1	38.1	36.9	38.1	45.0	45.7	44.3	45.7	166.4	132.0	163.9	140.2	180.7	216.8
코스맥스인도네시아	19.2	20.7	23.4	23.2	23.0	24.8	28.1	27.9	31.0	39.2	66.7	86.5	103.8	114.2
코스맥스태국	5.1	6.8	6.6	7.2	6.1	8.2	7.9	8.6	20.1	19.9	19.4	25.7	30.8	33.9
%YoY 연결 매출액	1%	18%	15%	15%	21%	12%	17%	12%	4%	15%	0%	13%	15%	9%
코스맥스코리아	19%	23%	39%	20%	15%	10%	10%	10%	4%	11%	0%	25%	11%	8%
코스맥스이스트	-18%	12%	-8%	10%	18%	7%	24%	11%	-3%	38%	-12%	-1%	14%	9%
코스맥스상해	-25%	4%	-17%	18%	20%	7%	29%	8%	-9%	46%	-12%	-6%	15%	8%
코스맥스광저우	27%	11%	18%	20%	18%	13%	17%	21%	17%	9%	-16%	18%	17%	10%
코스맥스웨스트	-39%	0%	-18%	4%	66%	20%	20%	20%	4%	-21%	24%	-14%	29%	20%
코스맥스인도네시아	34%	44%	28%	18%	20%	20%	20%	20%	-21%	27%	70%	30%	20%	10%
코스맥스태국	84%	100%	-2%	10%	20%	20%	20%	20%	13%	-1%	-2%	32%	20%	10%
연결 영업이익	13.8	46.1	33.3	32.1	34.9	52.7	44.7	38.9	66.6	122.6	53.1	125.3	171.2	207.6
코스맥스코리아	13.0	30.4	25.8	20.8	17.5	36.2	31.3	25.5	65.9	77.6	42.9	90.1	110.4	123.1
해외 및 조정	0.8	15.7	7.5	11.3	17.4	16.5	13.5	13.4	0.8	45.0	10.3	35.2	60.8	84.5
%YoY 영업이익	1%	167%	69%	1243%	153%	14%	34%	21%	23%	84%	-57%	136%	37%	21%
코스맥스코리아	35%	63%	121%	612%	34%	19%	21%	22%	64%	18%	-45%	110%	23%	11%
해외 및 조정	-81%	흑전	-8%	흑전	2136%	5%	81%	19%	-94%	5596%	-77%	243%	73%	39%
연결 순이익	0.7	27.4	10.9	17.1	22.0	35.3	30.2	24.5	-29.1	34.3	-16.5	56.0	112.0	138.0
코스맥스코리아	22.7	8.6	6.7	15.6	13.0	27.9	24.0	19.4	-34.6	20.5	-100.6	53.7	84.3	94.5
코스맥스이스트	3.6	10.9	4.6	7.8	6.3	8.1	7.6	10.6	23.7	75.2	-0.4	37.6	40.6	51.3
코스맥스상해	3.4	7.7	2.2	8.5	7.0	8.6	7.0	10.2	11.1	61.3	36.1	21.8	32.8	39.5
코스맥스광저우	3.8	6.6	4.1	1.3	1.2	1.6	2.6	2.4	12.6	13.9	13.5	15.8	7.8	11.8
코스맥스웨스트	-13.2	-10.4	-12.5	-8.0	-6.0	-6.0	-7.0	-6.0	-58.5	-73.3	-86.6	-44.1	-25.0	-3.0
코스맥스인도네시아	3.4	1.3	0.9	1.5	3.6	1.4	1.8	1.8	1.4	1.1	1.4	7.1	8.6	10.4
코스맥스태국	-4.0	-0.5	-0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	-3.1	-4.8	-3.9	-4.7	1.0	1.4
%YoY 순이익	-93%	415%	61%	흑전	3000%	29%	178%	43%	적전	흑전	적전	흑전	100%	23%
코스맥스코리아	119%	-63%	-69%	흑전	-43%	225%	257%	24%	적전	흑전	적전	흑전	57%	12%
코스맥스이스트	-66%	1%	-38%	흑전	74%	-25%	66%	36%	130%	218%	적전	흑전	8%	26%
코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	6.7	30.5	15.2	16.4	21.7	34.8	29.8	23.8	21.4	74.4	20.9	68.7	110.1	131.8
%Margin 영업이익률	3%	10%	7%	7%	7%	10%	8%	7%	5%	8%	3%	7%	8%	9%
코스맥스코리아	5%	11%	9%	8%	6%	12%	10%	9%	9%	9%	5%	8%	9%	10%
해외 및 조정	0%	8%	4%	6%	8%	7%	6%	6%	0%	6%	1%	5%	7%	9%
순이익률	0%	6%	2%	4%	5%	7%	6%	5%	-2%	2%	-1%	3%	5%	6%
코스맥스코리아	9%	3%	2%	6%	5%	9%	8%	7%	-5%	2%	-12%	5%	7%	7%
코스맥스이스트	3%	7%	4%	5%	4%	5%	5%	6%	5%	12%	0%	7%	6%	7%
코스맥스웨스트	-49%	-27%	-34%	-21%	-13%	-13%	-16%	-13%	-35%	-56%	-53%	-31%	-14%	-1%

주: 4Q22 국내 순손실 1.6천억원: 종속회사 대여금 관련 총당금 990억원, 외환평가관련손실 679억원 반영/중국 연간 순손실 4억원(국제무역 관련 법인 116억원 손실 반영)

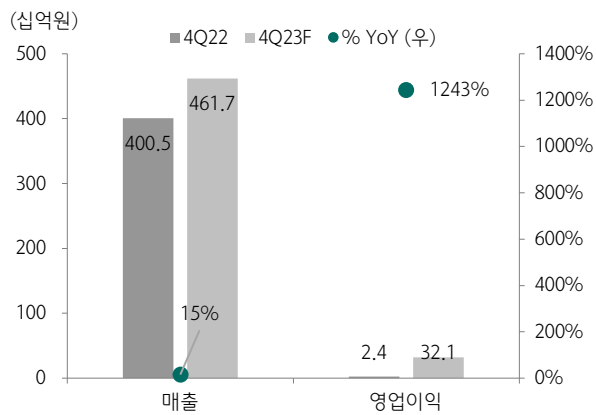
주: 4Q22 코스맥스미국 구조조정 단행. 퇴직급여 총당금 15억원, 공장 폐쇄 재고자산 평가총당금 21억원(영업)/ 매각예정자산 평가총당금 271억원(영업 외) 반영

주: 1Q23 연결 순이익 7억원: 국내법인의 법인세 증가로 전년동기비 순이익 축소/코스맥스코리아 순이익 227억원: 외환평가관련 이익 142억원 인식

주: 2Q23 별도 순이익 86억원: 미국법인 대여금 대손상각/손상차손 등으로 195억원 인식, 외환관련 이익 30억원(환산이익 19억원, 외환차익 11억원), 법인세 비용 77억원

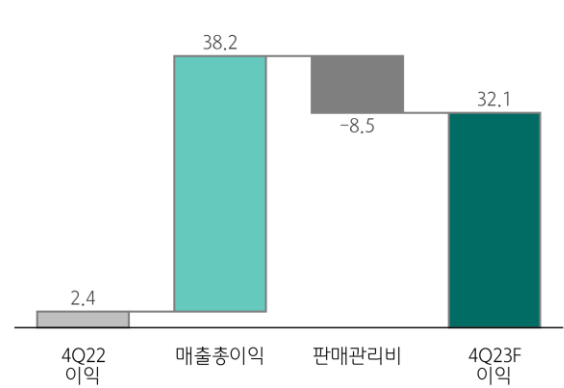
주: 2Q23 미국 일회성 재고폐기 비용 5억원 발생. 자료: 하나증권

도표 2. 코스맥스의 4Q23F 연결 실적 전망



자료: 하나증권

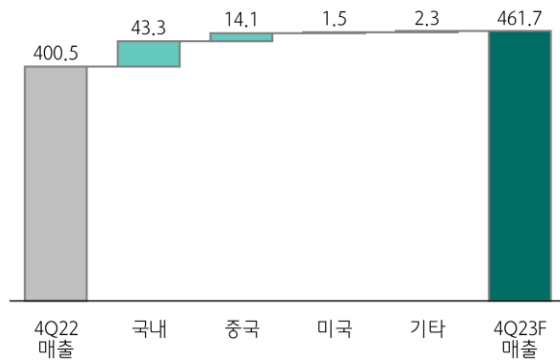
도표 3. 코스맥스의 4Q23F 손익 변동 (YoY)



주: (단위) 십억원

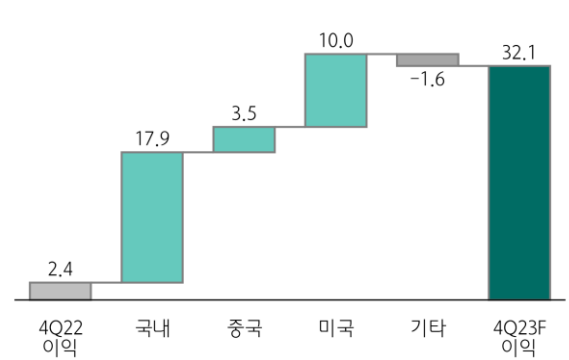
주: 판매관리비 4Q22 360억원 → 4Q23F 445억원 (+85억원)

자료: 하나증권

도표 4. 코스맥스의 4Q23F 연결 매출 변동 (YoY)
: 국내 +433억원, 중국 +141억원, 미국 +15억원 등

주: (단위) 십억원, 기타(동남아, 연결조정 등)

자료: 하나증권

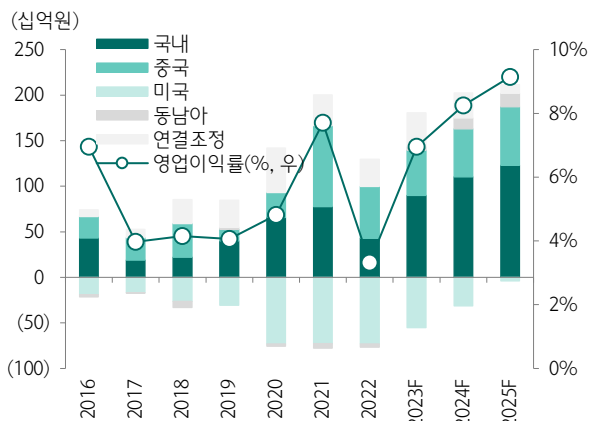
도표 5. 코스맥스의 4Q23F 연결 영업이익 변동(YoY)
: 국내 +179억원, 중국 +35억원, 미국 +100억원 추정

주: (단위) 십억원, 기타(동남아, 연결조정 등)

주: 4Q22 일회성 1) 국내: 클레임 총당부채 100억원(지정감사/FY22연간 총액 반영)
2) 미국: 구조조정 비용 반영 → 퇴직급여 총당금 15억원, 오하이오 공장 폐쇄에 따른 재고자산 평가 총당금 21억원 반영

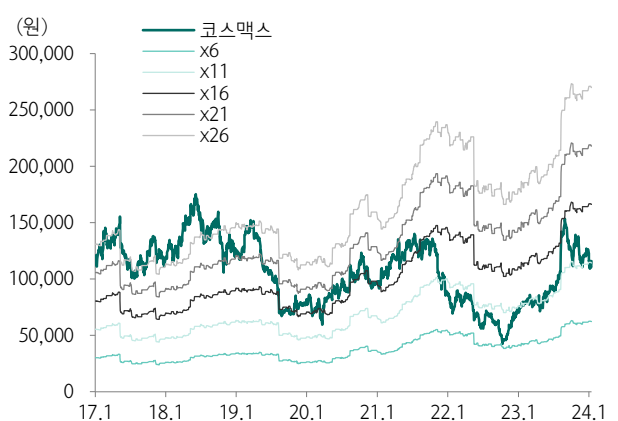
자료: 하나증권

도표 6. 코스맥스의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 7. 코스맥스의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,802.5	2,075.7	2,270.2
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,509.2	1,718.8	1,868.5
매출총이익	277.5	205.2	293.3	356.9	401.7
판매비	154.9	152.2	168.0	185.7	194.1
영업이익	122.6	53.1	125.3	171.2	207.6
금융손익	(8.5)	(17.9)	(18.6)	(21.2)	(23.3)
종속/관계기업손익	(0.0)	0.0	(1.4)	0.1	0.0
기타영업외손익	(35.8)	(29.0)	(8.7)	(2.8)	(2.8)
세전이익	78.3	6.2	96.6	147.3	181.6
법인세	43.9	22.6	40.6	35.4	43.6
계속사업이익	34.3	(16.4)	56.1	112.0	138.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	(16.4)	56.0	112.0	138.0
비배주주지분 순이익	(40.1)	(37.3)	(11.2)	(11.2)	(13.8)
지배주주순이익	74.4	20.8	68.7	110.1	131.8
지배주주지분포괄이익	107.4	31.8	(119.3)	(238.5)	(294.0)
NOPAT	53.8	(141.6)	72.7	130.1	157.8
EBITDA	174.4	111.9	175.1	213.2	242.8
성장성(%)					
매출액증가율	15.08	0.54	12.65	15.16	9.37
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	78.95	21.29
EBITDA증가율	55.02	(35.84)	56.48	21.76	13.88
영업이익증가율	84.08	(56.69)	135.97	36.63	21.26
(지배주주)순이익증가율	247.66	(72.04)	230.29	60.26	19.71
EPS증가율	230.45	(73.30)	229.72	60.16	19.72
수익성(%)					
매출총이익률	17.44	12.82	16.27	17.19	17.69
EBITDA이익률	10.96	6.99	9.71	10.27	10.70
영업이익률	7.70	3.32	6.95	8.25	9.14
계속사업이익률	2.16	(1.02)	3.11	5.40	6.08

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,880	1,837	6,057	9,701	11,614
BPS	49,483	51,229	57,152	68,004	81,379
CFPS	17,492	11,791	14,582	18,312	20,723
EBITDAPS	16,120	9,860	15,429	18,787	21,396
SPS	147,101	140,986	158,820	182,890	200,028
DPS	550	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	12.70	40.34	20.87	11.95	9.98
PBR	1.77	1.45	2.21	1.70	1.42
PCFR	5.00	6.28	8.67	6.33	5.59
EV/EBITDA	7.30	10.07	6.38	4.70	4.10
PSR	0.59	0.53	0.80	0.63	0.58
재무비율(%)					
ROE	16.46	3.65	11.18	15.51	15.55
ROA	5.72	1.48	4.68	6.65	6.95
ROIC	8.53	(21.31)	10.94	19.91	23.74
부채비율	203.39	214.34	208.62	188.57	170.23
순부채비율	81.12	95.14	71.61	41.75	35.01
이자보상배율(배)	7.00	2.53	5.66	7.47	8.75

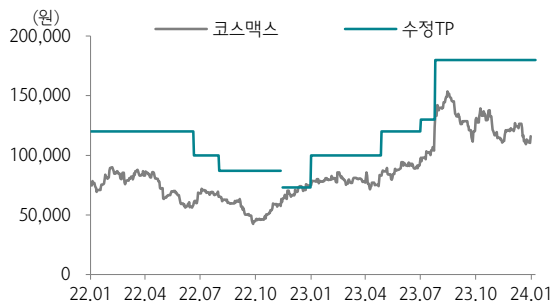
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	792.2	737.2	936.8	1,201.2	1,499.6
금융자산	186.0	185.2	271.3	396.1	410.7
현금성자산	99.8	169.1	253.9	377.1	390.5
매출채권	350.0	302.8	357.3	421.6	611.3
재고자산	223.6	202.3	252.8	316.1	395.1
기타유동자산	32.6	46.9	55.4	67.4	82.5
비유동자산	619.7	659.3	607.2	565.6	527.7
투자자산	53.2	69.7	77.4	87.7	95.1
금융자산	33.0	31.4	34.3	38.1	40.9
유형자산	471.2	490.6	433.8	384.3	341.0
무형자산	50.3	49.6	46.5	44.1	42.1
기타비유동자산	45.0	49.4	49.5	49.5	49.5
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,543.9	1,766.7	2,027.4
유동부채	787.7	812.0	897.2	999.6	1,116.2
금융부채	448.5	517.0	538.6	560.9	582.5
매입채무	186.7	175.8	219.8	274.7	343.4
기타유동부채	152.5	119.2	138.8	164.0	190.3
비유동부채	158.9	140.2	146.5	154.9	160.9
금융부채	115.1	90.9	90.9	90.9	90.9
기타비유동부채	43.8	49.3	55.6	64.0	70.0
부채총계	946.5	952.2	1,043.7	1,154.5	1,277.1
지배주주지분	561.3	581.1	648.4	771.5	923.3
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	286.8	286.8	286.8
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	21.4	21.4	21.4
이익잉여금	248.1	267.5	334.8	457.9	609.7
비지배주주지분	(95.9)	(136.9)	(148.1)	(159.3)	(173.1)
자본총계	465.4	444.2	500.3	612.2	750.2
순금융부채	377.5	422.6	358.2	255.6	262.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	100.0	102.5	72.6	112.3	111.4
당기순이익	34.3	(16.4)	56.0	112.0	138.0
조정	106.5	90.7	49.8	41.9	35.3
감가상각비	51.8	58.8	49.8	42.0	35.2
외환거래손익	(1.1)	5.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	55.8	26.7	0.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(40.8)	28.2	(33.2)	(41.6)	(61.9)
투자활동 현금흐름	(143.7)	(31.3)	1.1	(2.0)	1.4
투자자산감소(증가)	(23.1)	(16.4)	(7.7)	(10.4)	(7.4)
자본증가(감소)	(39.1)	(82.6)	10.0	10.0	10.0
기타	(81.5)	67.7	(1.2)	(1.6)	(1.2)
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	21.7	22.2	21.6
금융부채증가(감소)	(49.3)	44.3	21.7	22.2	21.6
자본증가(감소)	111.0	(5.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(29.2)	(28.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(6.2)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.1)	74.8	86.2	123.2	13.4
Unlevered CFO	189.2	133.8	165.5	207.8	235.2
Free Cash Flow	59.3	18.4	72.6	112.3	111.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.11	BUY	180,000		
23.7.18	BUY	130,000	-21.21%	-4.77%
23.5.14	BUY	120,000	-25.90%	-20.00%
23.1.17	BUY	100,000	-20.95%	-14.20%
22.12.1	BUY	73,000	-4.22%	3.84%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.8.18	BUY	87,000	-36.96%	-25.29%
22.7.7	BUY	100,000	-32.44%	-28.00%
22.1.5	BUY	120,000	-36.64%	-25.00%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 1월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 1월 17일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 코스맥스 은/는 B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우임

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.44%	5.09%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 17일