

# 코스맥스 (192820)

## 한국 강세 vs. 중국 약세

2024년 8월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	190,000 원 (하향)
✓ 상승여력	37.9%	✓ 현재주가 (8월 12일)	137,800 원

### 신한생각 한국만 믿고 가기에는 너무 큰 중국 변수

중장기 중국 소비 회복이 부재하면서 중국발 실적 우려 재부각 중. 1Q24 보다 약한 중국과 미국 실적 성장 톤 아쉬움. 3Q24에도 중국과 미국 실적 성장세는 직전 분기와 유사할 것으로 예상. 중국 변수가 너무 커 관련 우려 벌어지기 전까지 약간의 기다림이 필요할 것으로 예상

### 2Q24 Review: 중국 성장 부재, 한국 성장 강세

2Q24 연결매출 5,515억원(+15% YoY), 영업이익 467억원(+1% YoY)으로 컨센서스 영업이익(570억원)과 당사 추정이익(551억원)을 하회. 법인별로는 한국 +25% YoY(이하 동일), 중국 -4%, 미국 -6%, 인도네시아 +23%, 태국 +51%로 중국과 미국이 시장 예상수준을 밑돌음

한국 영업이익은 345억원으로 14% 증가해 매출 성장률에 못미침. 한국과 미국의 매출채권 대손충당금 97억원(미국 30억원) 반영 때문. 회수가 지연된 일부 고객사 채권으로 정상적으로 인식해왔던 충당금 45억원 내외를 제외하면 한국은 10억원 이내 손실 반영한 셈. 이밖에 중국도 회계법인의 보수적 회계 평가로 대손상각비 10억원 추가 인식

작년 하반기부터 소비 경기를 이유로 회계법인의 자의적 판단 하에 매출채권에 대한 대손상각 비율 상승. 이에 해외법인에서 크고 작은 충당금 이슈 발생 빈도가 빈번해짐. 다만 비용에 대한 베이스가 같아진다는 점에서 비용 부담은 점차 감소할 것으로 기대. 아직 3Q24 중으로 중국과 미국 실적 눈높이를 다시 올릴 수 있다고 판단하기에는 이른 감 있음

### Valuation & Risk

순이익 추정치 하향, 중국발 리스크 때문에 타사 대비 멀티플 할증 사유 미약해짐. 목표 밸류에이션 16배(유사기업 동일) 적용해 목표주가 하향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,600.1	53.1	20.8	40.3	3.6	1.4	10.1	-
2023	1,777.5	115.7	57.1	25.1	12.1	4.0	10.5	0.4
2024F	2,180.7	194.4	117.6	13.3	27.8	3.2	6.8	0.4
2025F	2,440.0	239.4	143.3	10.9	26.0	2.5	5.5	0.5
2026F	2,710.5	268.4	158.9	9.8	22.8	2.0	4.7	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [화장품]

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

✉ jieun.ju@shinhan.com

### Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

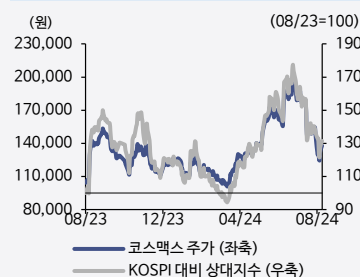
시가총액	1,564.0십억원
발행주식수(유동비율)	11.3백만주(72.0%)
52주 최고가/최저가	197,800 원/100,800 원
일평균 거래액 (60 일)	26,143백만원
외국인 지분율	33.1%

### 주요주주 (%)

코스맥스비티아이 외 12 인	26.1
국민연금공단	12.3

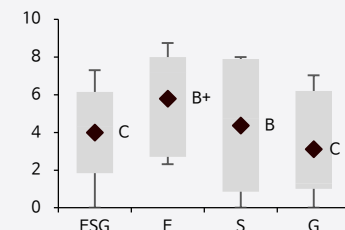
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(23.5)	(8.1)	3.5	12.1
상대	(16.6)	(4.2)	2.5	14.3

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 코스맥스 2Q24 실적 Review

(억원, %)	2Q24	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	5,515	4,793	15.1	5,268	4.7	5,802	(5.0)	5,737	(3.9)
영업이익	467	460	1.4	455	2.8	551	(15.2)	570	(18.0)
지배주주순이익	336	34	875.3	192	74.9	330	1.9	342	(1.6)

자료: 신한투자증권

## 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	4,033	4,793	4,583	4,367	5,268	5,515	5,467	5,557	17,775	21,807	24,400
% YoY	1.4	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	19.3	27.3	11.1	22.7	11.9
영업이익	138	461	333	225	455	467	495	527	1,157	1,944	2,394
% of sales	3.4	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5	9.1	9.5	6.5	8.9	9.8
% YoY	0.5	167.6	69.0	878.3	229.4	1.4	48.5	134.0	118.4	67.9	23.2

자료: 신한투자증권

## 코스맥스 연간 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	21,807	24,400	22,298	24,638	(2.2)	(1.0)	22,003	25,013
영업이익	1,944	2,394	2,021	2,418	(3.8)	(1.0)	1,974	2,337
지배주주순이익	1,176	1,433	1,356	1,585	(13.3)	(9.6)	1,153	1,479

자료: 신한투자증권

## 코스맥스 목표주가 변경

구분	비고
FW12개월 EPS(주당순이익) 추정치(원)	11,494
Target P/E (배)	16 유사 기업 동일 가정
목표주가 (원)	190,000

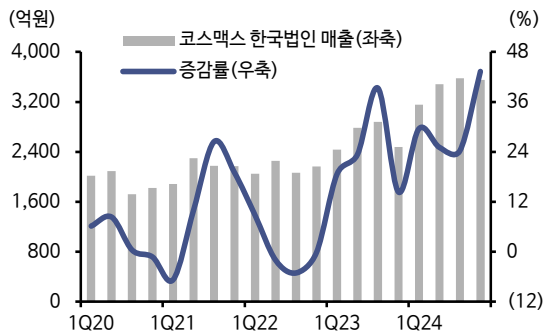
자료: 신한투자증권

## 코스맥스 법인별 매출 예상

(억원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
연결매출	12,597	13,307	13,829	15,916	16,001	17,775	21,807
코스맥스 한국	6,794	7,390	7,654	8,532	8,540	10,576	13,770
코스맥스 중국(상해, 광주)	4,776	4,818	4,658	6,499	5,663	5,474	5,932
코스맥스 인도네시아	106	394	310	392	674	858	1,070
코스맥스 미국(오하이오)	662	826	782	633	834	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)	991	767	1,065	724	840	1,399	1,502
코스맥스 태국	112	179	201	210	195	256	330
% YoY							
연결매출	42.5	5.6	3.9	15.1	0.5	11.1	22.7
코스맥스 한국	28.6	8.8	3.6	11.5	0.1	23.8	30.2
코스맥스 중국(상해, 광주)	28.7	0.9	(3.3)	39.5	(12.9)	(3.3)	8.4
코스맥스 인도네시아	18.3	270.1	(21.3)	26.5	71.9	27.3	24.7
코스맥스 미국(오하이오)	74.0	24.6	(5.2)	(19.1)	31.8	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)	-	(22.6)	38.8	(32.0)	16.0	66.5	7.4
코스맥스 태국	-	59.2	12.6	4.3	(7.1)	31.3	28.9

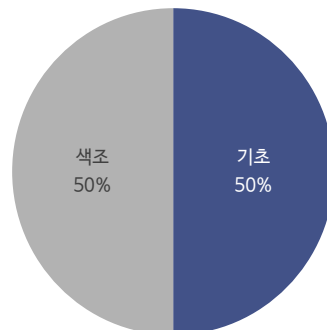
자료: 신한투자증권 추정

## 한국법인 매출액 및 매출성장률 추이



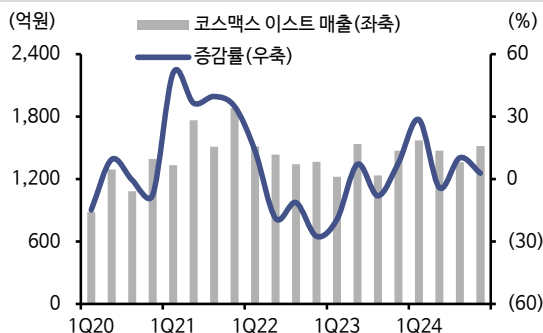
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국법인 기초와 색조 카테고리 매출 비중



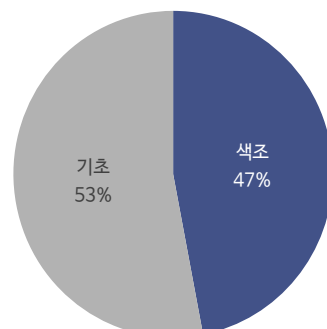
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국 이스트법인 매출액 및 매출성장률 추이



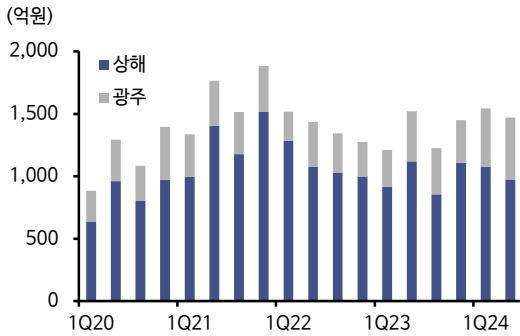
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국 이스트법인 기초와 색조 카테고리 매출 비중



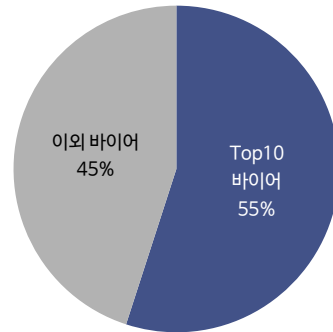
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국 이스트법인 법인별 매출액 추이



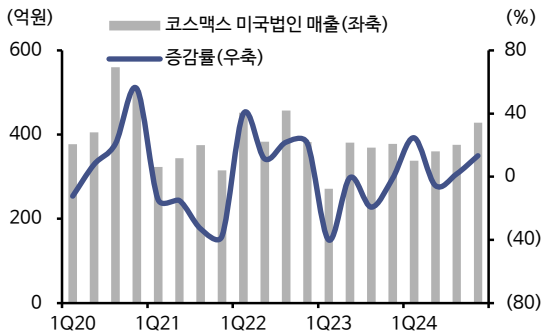
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국 이스트법인 상위 고객사 비중



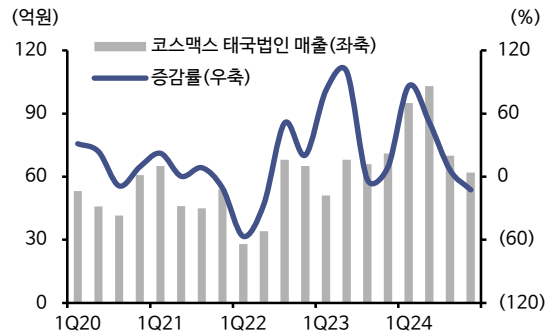
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 미국법인 매출액 추이



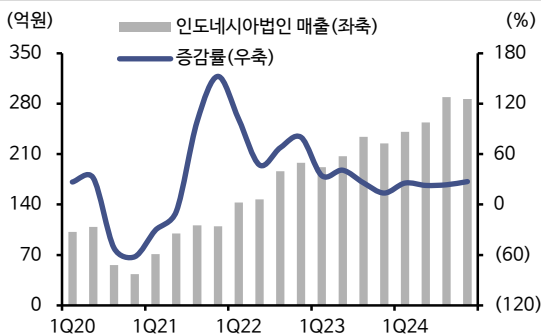
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 태국법인 매출액 추이



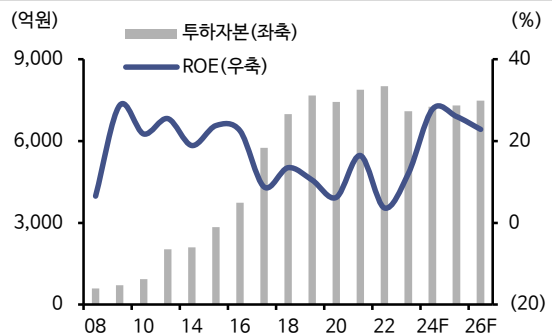
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 인도네시아법인 매출액 추이



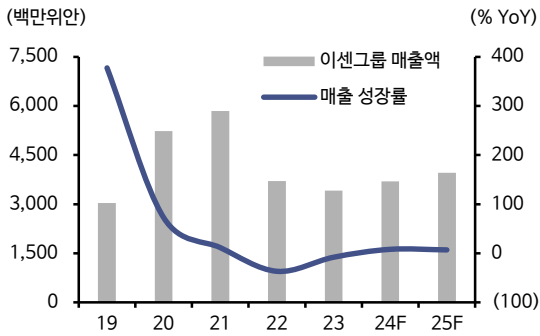
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 코스맥스 ROE 개선 추이



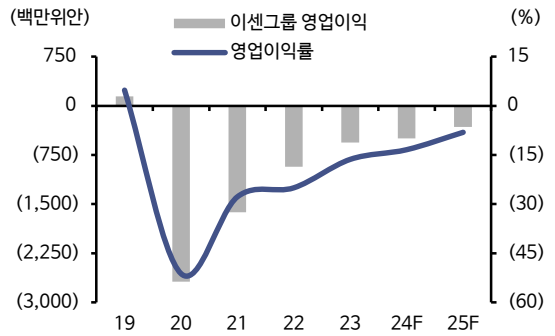
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 이센그룹 매출액 및 매출성장률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 이센그룹 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 이센그룹 브랜드: Perfect Diary



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 이센그룹 브랜드: Little Ondine



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 이센그룹 브랜드: DR.WU



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 이센그룹 브랜드: Pink Bear



자료: 회사 자료, 신한투자증권

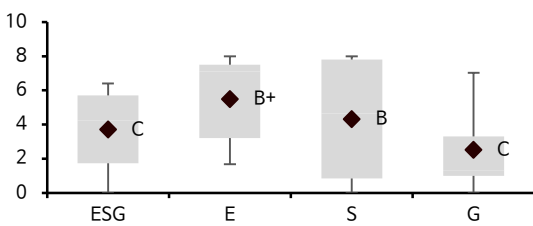
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 환경 이슈에 대응하고자 코스맥스뿐만 아니라, 국내외 계열사 9개 사업장을 대상으로 온실가스 배출량 엄격히 관리
- ◆ 2022년 12월, 여성가족부의 가족친화 기업인증 획득. 재택근무, 시차출퇴근 등의 유연근무제와 육아휴직제도 활용 중
- ◆ 주주환원을 위한 배당 규모 결정 시, 개별 당기순이익의 30% 내외를 배당하고 있으며 배당 규모 2017년부터 증가세

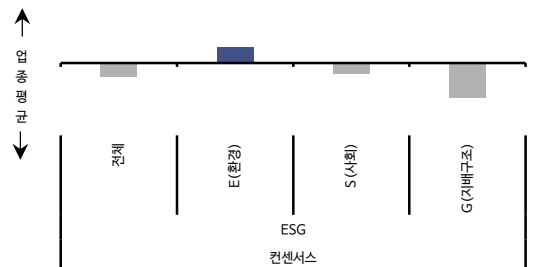
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

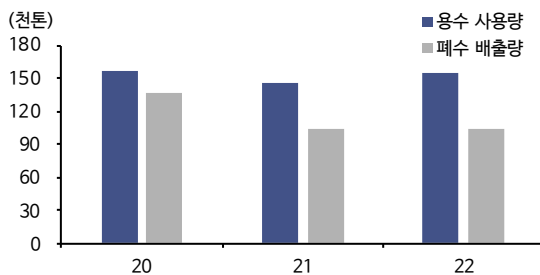
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

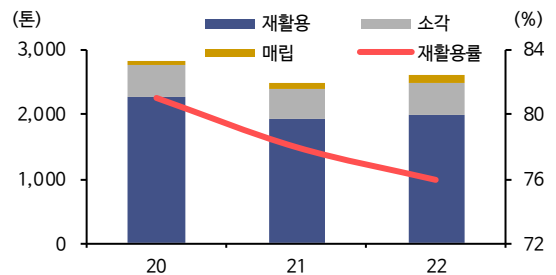
### Key Chart

#### 수질오염물질: 배출허용 기준보다 강화된 기준으로 관리



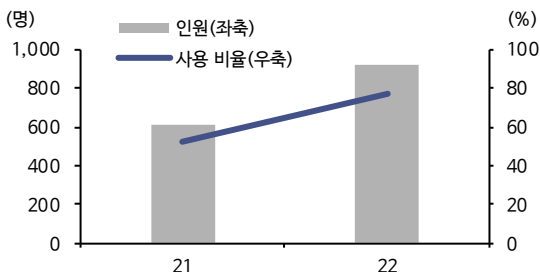
자료: 코스맥스, 신한투자증권

#### 폐기물: 매립, 소각 처리되는 폐기물 최소화할 방침



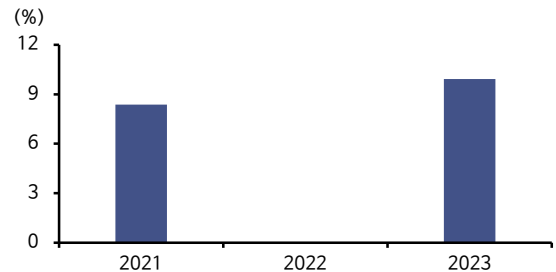
자료: 코스맥스, 신한투자증권

#### 일과 삶의 균형: 유연근무제 활용 현황



자료: 코스맥스, 신한투자증권

#### 배당성향: 개별 당기순이익 30% 내외 배당 목표



자료: 코스맥스, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,396.5</b>	<b>1,557.1</b>	<b>1,791.9</b>	<b>2,005.8</b>	<b>2,235.2</b>
유동자산	737.2	821.6	1,048.1	1,261.5	1,479.0
현금및현금성자산	169.1	256.9	361.3	496.2	631.8
매출채권	302.8	271.5	333.1	372.7	414.0
재고자산	202.3	218.4	267.9	299.8	333.0
비유동자산	659.3	735.4	743.3	743.3	755.2
유형자산	490.6	546.8	543.1	536.3	539.9
무형자산	49.6	54.3	49.5	45.9	43.2
투자자산	69.7	81.7	98.0	108.4	119.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0
<b>부채총계</b>	<b>952.2</b>	<b>1,198.5</b>	<b>1,322.3</b>	<b>1,401.3</b>	<b>1,480.9</b>
유동부채	812.0	873.8	980.3	1,047.5	1,118.9
단기차입금	434.0	402.7	409.2	411.7	417.2
매입채무	175.8	240.8	295.5	330.6	367.2
유동성장기부채	69.8	34.7	35.7	36.7	36.2
비유동부채	140.2	324.7	341.9	353.8	362.0
사채	36.5	47.5	48.3	48.6	48.1
장기차입금(경기금융부채 포함)	54.4	211.3	212.8	214.7	213.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>444.2</b>	<b>358.6</b>	<b>469.6</b>	<b>604.6</b>	<b>754.3</b>
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	286.8	28.5	28.5	28.5	28.5
기타자본	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	21.4	15.6	25.6	26.6	28.1
이익잉여금	267.5	313.1	423.8	559.2	709.0
<b>지배주주지분</b>	<b>581.1</b>	<b>362.6</b>	<b>483.3</b>	<b>619.7</b>	<b>771.0</b>
비지배주주지분	(136.9)	(4.0)	(13.7)	(15.1)	(16.7)
*충차입금	607.9	712.6	726.1	734.2	739.9
*순차입금(순현금)	422.6	415.2	321.2	192.3	60.3

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>102.5</b>	<b>231.0</b>	<b>166.8</b>	<b>196.0</b>	<b>217.4</b>
당기순이익	(16.4)	37.8	107.8	141.9	157.3
유형자산상각비	54.9	55.7	75.1	73.6	73.8
무형자산상각비	3.9	3.8	4.8	3.6	2.7
외화환산손실(이익)	5.2	1.8	0.3	(5.0)	2.0
자산처분손실(이익)	0.5	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	1.9	(9.4)	(9.4)	(9.4)
운전자본변동	28.2	78.8	(9.8)	(6.7)	(7.0)
(법인세납부)	(44.6)	(26.5)	(63.3)	(83.4)	(92.4)
기타	70.8	79.0	62.6	82.7	91.7
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(31.3)</b>	<b>(104.5)</b>	<b>(79.1)</b>	<b>(71.2)</b>	<b>(88.4)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(84.2)	(86.3)	(61.5)	(65.8)	(76.0)
유형자산의감소	1.6	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	57.6	(20.3)	(14.4)	(8.6)	(9.1)
기타	(6.2)	1.0	(3.2)	3.2	(3.3)
<b>FCF</b>	<b>(160.9)</b>	<b>177.7</b>	<b>116.3</b>	<b>146.5</b>	<b>153.1</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>3.5</b>	<b>(39.2)</b>	<b>7.8</b>	<b>1.3</b>	<b>(2.2)</b>
차입금의 증가(감소)	26.1	(23.4)	13.5	8.1	5.7
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.3)	0.0	(5.7)	(6.8)	(7.9)
기타	(16.3)	(15.8)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	13.1	13.8	8.8
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(5.2)	0.4	(4.5)	(5.0)	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>69.6</b>	<b>87.7</b>	<b>104.2</b>	<b>134.9</b>	<b>135.6</b>
기초현금	99.8	169.4	257.1	361.3	496.2
기말현금	169.4	257.1	361.3	496.2	631.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,600.1</b>	<b>1,777.5</b>	<b>2,180.7</b>	<b>2,440.0</b>	<b>2,710.5</b>
증감률 (%)	0.5	11.1	22.7	11.9	11.1
<b>매출원가</b>	<b>1,394.9</b>	<b>1,483.8</b>	<b>1,781.7</b>	<b>1,971.6</b>	<b>2,190.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>205.3</b>	<b>293.6</b>	<b>399.1</b>	<b>468.5</b>	<b>520.4</b>
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	18.3	19.2	19.2
<b>판매관리비</b>	<b>152.2</b>	<b>178.0</b>	<b>204.7</b>	<b>229.0</b>	<b>252.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>53.1</b>	<b>115.7</b>	<b>194.4</b>	<b>239.4</b>	<b>268.4</b>
증감률 (%)	(56.7)	117.9	68.0	23.2	12.1
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.9	9.8	9.9
영업외손익	(46.9)	(31.5)	(23.2)	(14.2)	(18.7)
금융손익	(17.9)	(23.4)	(23.7)	(15.6)	(19.2)
기타영업외손익	(29.0)	(6.2)	2.3	3.3	1.8
중속 및 관계기업관련손익	0.0	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.4)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>6.2</b>	<b>84.2</b>	<b>171.2</b>	<b>225.3</b>	<b>249.7</b>
법인세비용	22.6	46.4	63.3	83.4	92.4
계속사업이익	(16.4)	37.8	107.8	141.9	157.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(16.4)</b>	<b>37.8</b>	<b>107.8</b>	<b>141.9</b>	<b>157.3</b>
증감률 (%)	적전	흑전	185.3	31.6	10.8
순이익률 (%)	(1.0)	2.1	4.9	5.8	5.8
(지배주주)당기순이익	20.8	57.1	117.6	143.3	158.9
(비지배주주)당기순이익	(37.3)	(19.3)	(9.7)	(1.4)	(1.6)
총포괄이익	(14.9)	29.2	117.8	142.9	158.8
(지배주주)총포괄이익	31.8	51.4	207.8	252.0	280.0
(비지배주주)총포괄이익	(46.7)	(22.3)	(89.9)	(109.1)	(121.2)
<b>EBITDA</b>	<b>111.9</b>	<b>175.1</b>	<b>274.3</b>	<b>316.7</b>	<b>344.9</b>
증감률 (%)	(35.8)	56.5	56.7	15.4	8.9
EBITDA 이익률 (%)	7.0	9.9	12.6	13.0	12.7

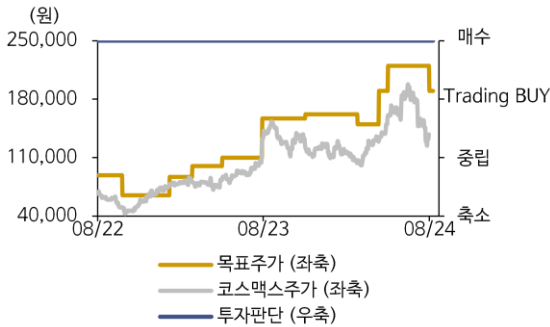
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(1,449)	3,331	9,502	12,505	13,859
EPS (지배순이익, 원)	1,837	5,034	10,358	12,630	13,998
BPS (자본총계, 원)	39,142	31,593	41,376	53,270	66,462
BPS (지배지분, 원)	51,203	31,941	42,580	54,599	67,929
DPS (원)	0	500	600	700	800
PER (당기순이익, 배)	(51.1)	38.0	14.5	11.0	9.9
PER (지배순이익, 배)	40.3	25.1	13.3	10.9	9.8
PBR (자본총계, 배)	1.9	4.0	3.3	2.6	2.1
PBR (지배지분, 배)	1.4	4.0	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA (배)	10.1	10.5	6.8	5.5	4.7
배당성향 (%)	0.0	9.9	5.8	5.5	5.7
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	7.0	9.9	12.6	13.0	12.7
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.9	9.8	9.9
순이익률 (%)	(1.0)	2.1	4.9	5.8	5.8
ROA (%)	(1.2)	2.6	6.4	7.5	7.4
ROE (지배순이익, %)	3.6	12.1	27.8	26.0	22.8
ROIC (%)	(18.5)	7.0	17.1	20.7	22.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	214.3	334.3	281.6	231.8	196.3
순차입금비율 (%)	95.1	115.8	68.4	31.8	8.0
현금비율 (%)	20.8	29.4	36.9	47.4	56.5
이자보상배율 (배)	2.5	3.6	5.6	6.7	7.5
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	6.1	9.6	18.1	17.3	17.3
재고자산회수기간 (일)	48.6	43.2	40.7	42.5	42.6
매출채권회수기간 (일)	74.4	59.0	50.6	52.8	53.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 코스맥스(192820)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 20일	매수	89,000	(29.6)	(20.3)
2022년 10월 07일	매수	65,000	(7.2)	17.2
2023년 01월 19일	매수	87,000	(8.1)	(1.4)
2023년 03월 10일	매수	100,000	(21.6)	(14.3)
2023년 05월 15일	매수	110,000	(15.6)	12.5
2023년 08월 11일	매수	157,000	(14.1)	(2.2)
2023년 11월 14일	매수	162,000	(27.9)	(19.9)
2024년 03월 08일	매수	150,000	(19.9)	(9.8)
2024년 04월 24일	매수	190,000	(25.9)	(17.0)
2024년 05월 14일	매수	220,000	(24.0)	(10.1)
2024년 08월 13일	매수	190,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 코스맥스를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 09일 기준)

매수 (매수)	93.77%	Trading BUY (중립)	4.67%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------