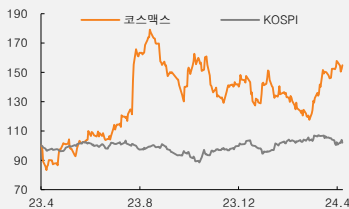


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 170,000원
현재주가(24/4/25)	132,700원
상승여력	28.1%

영업이익(24F, 십억원)	178
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	176
EPS 성장률(24F, %)	105.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	67.5
P/E(24F, x)	12.8
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,628.62
시가총액(십억원)	1,506
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	71.9
외국인 보유비중(%)	27.8
베타(12M) 일간수익률	-0.30
52주 최저가(원)	71,400
52주 최고가(원)	153,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	13.9	-4.8	85.9
상대주가	18.6	-14.4	76.0



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

192820 · 화장품

코스맥스

광저우 법인 및 Yatsen JV 공장 탐방기

광저우 법인 탐방기: 중국에 대한 강한 자신감

코스맥스의 중국 사업은 2005년 코스맥스차이나(상해)를 시작으로 지난 19년간 연평균 50% 성장, 2023년 상해와 광저우 양 법인 합산 매출 5,500억원 규모까지 도달하였다.

코스맥스는 이러한 고성장 기조가 이어질 것으로 기대하며 2024F 중국 목표 매출을 6,800억원(YoY +24%)으로 제시하였으며, 중장기적으로도 2028F 중국 매출 1.5조원의 계획을 공유하였다. 중국 소비 시장의 불확실성을 감안하면 강한 자신감이 느껴진다. 중국 온라인 브랜드에 대한 적극적인 영업과 이들이 필요로 하는 경쟁점을 강화하여 성장의 기회를 발굴한다는 계획이다.

Yatsen 및 JV 공장 탐방기: 코스맥스와 전략적 협업 관계 확인

Yatsen Holding은 나스닥 상장 중국 화장품 브랜드 기업으로 2017년 퍼펙트다이어리를 시작으로 현재 8개 브랜드를 전개하고 있다. Yatsen은 어려운 중국 시장 환경 속에서 제품 혁신과 기술 경쟁력을 강조하고 있다. 이에 브랜드 초기부터 거래 관계를 이어온 코스맥스와 JV 공장을 설립하여 연구개발과 제조에서 상호 시너지를 창출하고 있다. 해당 공장은 부지 약 2만평, 연간 최대 Capa 4만개 규모로 아시아 최대 화장품 제조시설이다. 코스맥스는 온기 가동 첫 해인 2024년 연간 매출액 500억원을 목표하고 있다.

1Q24 Preview: 전 사업 지역 예상 대비 높은 성장

1Q24 실적은 매출액 4,935억원(YoY +22%), 영업이익 369억원(YoY +167%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 모든 사업 지역의 성장이 우수하다. 중국(특히 광저우), 미국, 동남아, 국내 모두 가이던스 성장률을 상회할 전망이다(국내 YoY +24% vs 가이던스 +20%, 중국 YoY +17% vs 가이던스 +20% 내외, 미국 YoY +44% vs 가이던스 +40%, 인니 YoY +20%, 태국 YoY +58%).

실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 14만원에서 17만원으로 올린다. 당초 비경상 비용에 대한 우려로 수익성 높음을 하향 조정하였으나, 성장성이 이러한 불확실성을 상쇄할만큼 높다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,600	1,777	2,114	2,313	2,463
영업이익 (십억원)	53	116	178	198	218
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.4	8.6	8.9
순이익 (십억원)	21	57	118	122	133
EPS (원)	1,837	5,034	10,356	10,773	11,684
ROE (%)	3.6	9.5	17.2	15.3	14.4
P/E (배)	40.3	25.1	12.8	12.3	11.4
P/B (배)	1.4	2.3	2.0	1.8	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

I. 광저우 법인 탐방기: 중국에 대한 강한 자신감

코스맥스는 지난 4/22~24 애널리스트 대상 광저우 법인 및 Yatsen JV 공장 탐방을 진행했다. 금번 행사를 통해 코스맥스의 중국 사업에 대한 강한 자신감과 Yatsen과의 긴밀한 전략적 협업 관계를 확인하였다.

중국 매출 2024F 6,800억원(YoY +24%), 2028F 1.5조원(CAGR +23%) 목표

코스맥스의 중국 사업은 2005년 코스맥스차이나(상해)를 시작으로 지난 19년간 연평균 50% 성장, 2023년 상해와 광저우 양 법인 합산 매출 5,500억원 규모까지 도달하였다. 코스맥스는 이러한 고성장 기조가 이어질 것으로 기대하며 2024F 중국 목표 매출을 6,800억원(YoY +24%)으로 제시하였으며, 중장기적으로도 2028F 중국 매출 1.5조원의 계획을 공유하였다.

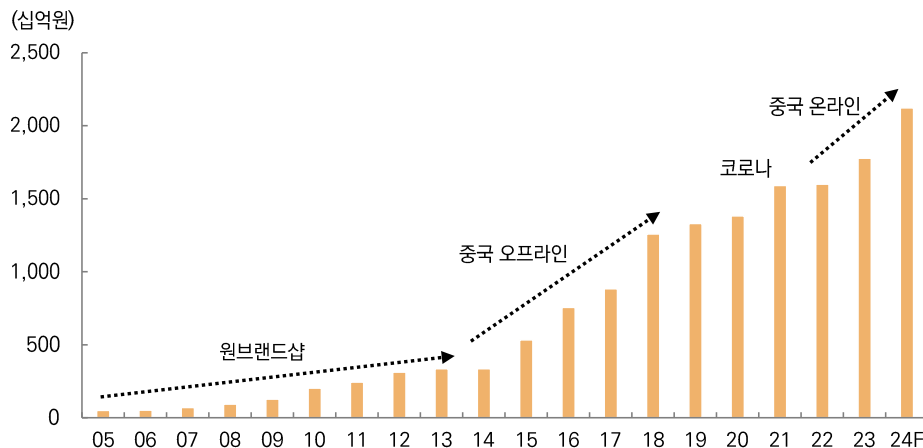
중국 소비 시장의 불확실성을 감안하면 강한 자신감이 느껴진다. 코스맥스는 중국 화장품 시장의 트렌드 변화에서 성장의 기회를 발굴할 것으로 기대하고 있다. 과거 국내 원브랜드 샵(미샤, 네이처리퍼블릭, TFS 등), 중국 오프라인 브랜드(자연당, 바이체링 등)가 시장을 주도했던 구간을 지나, 앞으로는 중국 온라인 브랜드(Yatsen, 페이라이, 화시즈 등)로 성장의 축이 이동할 것으로 전망된다. 코스맥스는 이들에 대한 적극적인 영업과 이들이 필요로 하는 경쟁점을 강화하여 시장 트렌드에 유기적으로 대응할 계획이다.

구체적 전략은 우선 1)R&D 강화가 기대된다. 코스맥스는 현재 중국에 3개 연구소를 운영하고 있으며(상해, 광저우, Yatsen JV), 신규로 상해 도시에 코스맥스차이나 연구소 건설이 예정되어 있다(2024년 착공, 2026년 완공 예정). 위치적 여건을 개선하여 우수 인력 채용을 확대하고, 중국 현지의 독립적인 기술 경쟁력을 강화할 수 있을 전망이다.

고객사와의 협업을 통한 2)생산능력 확충도 기대된다. 제조업 특성상 Capa 증설은 필연적이다. 다만 과거 대비 진화한 점은 주요 고객사와의 협업으로 증설이 이루어지고 있다는 점이다. 상해는 페이라이와의 협업을 통해 연간 1.4억개, 광저우는 Yatsen과의 협업을 통해 연간 4억개의 생산능력을 추가하였다. 이러한 증설 형태를 통해 코스맥스는 자금 부담을 줄이고 메이저 브랜드를 독점 고객으로 확보할 수 있게 되었다.

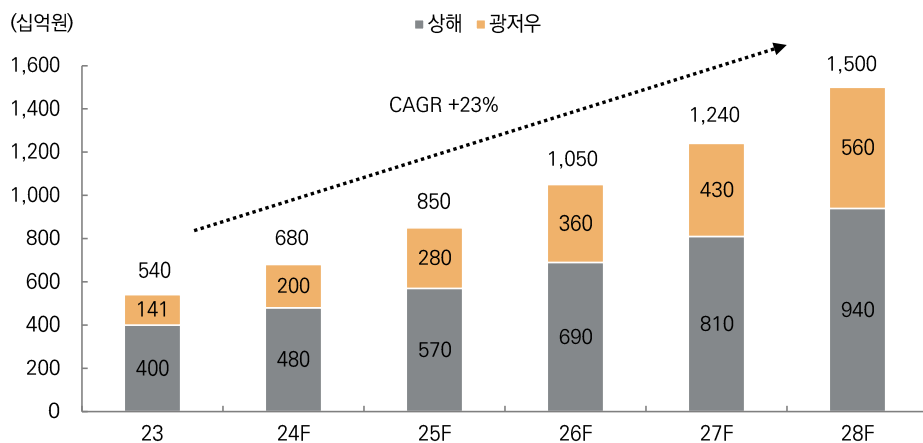
보다 규모가 작은 브랜드 및 시장 전체에 대해서는 3)OBM 매출 확대도 예상된다. 아직 시장이 성장기인 중국과 동남아에서 OBM 수요가 특히 높은 것으로 파악된다. 중국의 OBM 매출은 2023년 200억원 수준을 기록했으며, 2024F 500억원을 목표하고 있다. 브랜드 사업의 전반에 걸쳐 턴키 서비스하는 만큼 수익성도 높다. 이익 측면에서도 긍정적인 효과가 기대된다.

그림 1. 코스맥스 연간 매출과 ODM 성장 견인 채널 변화



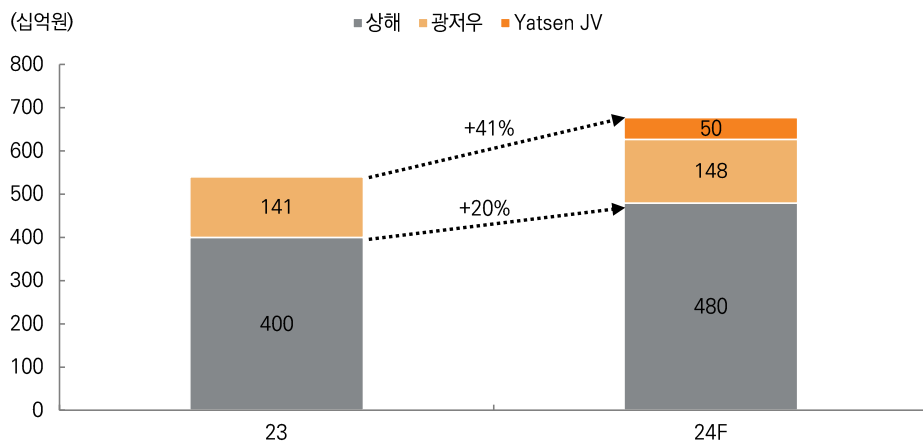
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 코스맥스 중국 중장기 목표



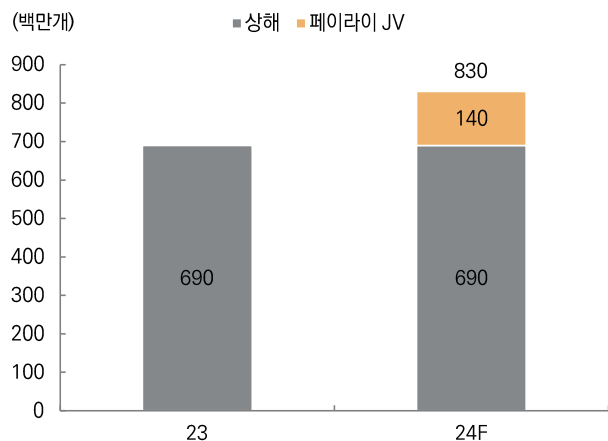
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 코스맥스 중국 2024년 목표



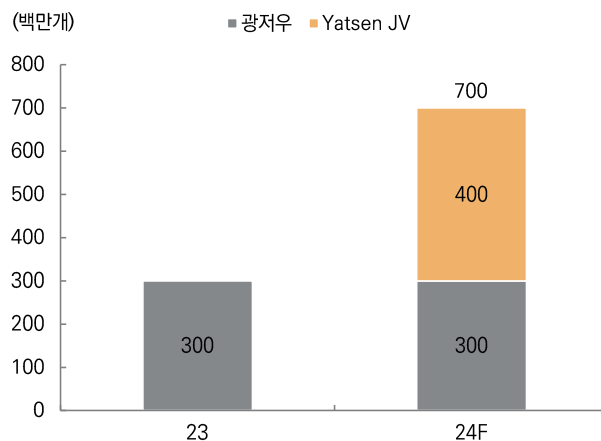
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 코스맥스 상해 Capa 추이



자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 코스맥스 광저우 Capa 추이



자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 코스맥스 상해 Capa 현황

	A공장	B공장	C, D공장
설립	2008년 1월	2022년 5월	2017년 1월
생산품목	스킨케어	스킨케어, 메이크업, 마스크시트	메이크업, 마스크시트
Capa	연간 3.6억개	연간 1.4억개	연간 3.3억개

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 광저우 Capa 현황

	A, B공장	JV공장
설립	2010년(2013년 가동, 2018년 증축)	2023년
생산품목	스킨케어, 메이크업	스킨케어, 메이크업
Capa	연간 3억개	연간 4억개(현재 연간 2억개)
지분구조		코스맥스 51%, Yatsen 49%

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

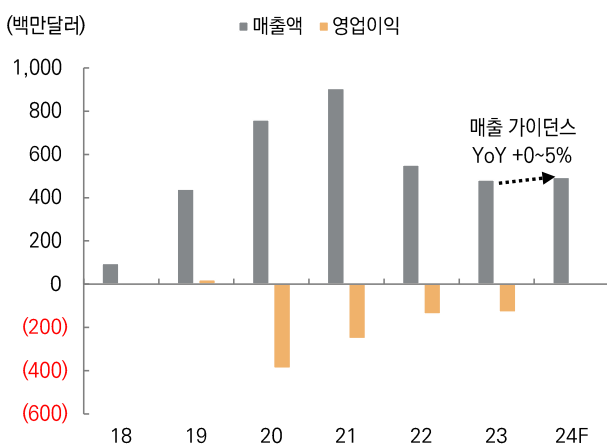
II. Yatsen 및 JV 공장 탐방기: 코스맥스와 전략적 협업 관계 확인

Yatsen, 제품 혁신 및 기술 경쟁력 강조

Yatsen Holding은 나스닥 상장 중국 화장품 브랜드 기업으로 2017년 퍼펙트다이어리의 히트를 시작으로 Little Ondine, PinkBear, DR.WU, Galenic, Eve Lom 등 8개 브랜드를 전개하고 있다. 퍼펙트다이어리 사업 초기부터 코스맥스와 거래 관계를 이어왔으며, 2023년 8월 JV 공장 가동을 시작하였다. Yatsen Holdings 창업자 Jinfeng Huang과의 간담회를 통해 Yatsen이 육성하고자 하는 경쟁력과 코스맥스와의 시너지를 확인하는 시간을 가졌다.

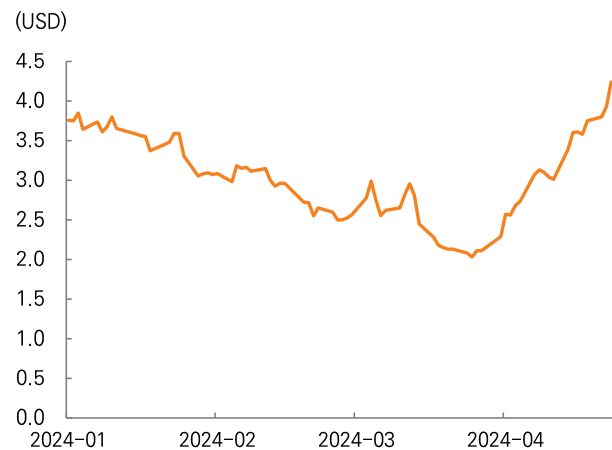
Yatsen 측은 당분간 중국 화장품 시장의 저성장과 경쟁 심화 기조를 예상하고 있다. 글로벌 브랜드 대비 브랜드력이 낮은 로컬 브랜드의 경우, 소비자의 선택을 받기 위해 혁신적인 제품으로 승부를 보는 전략이 유효하다. 이에 Yatsen은 기술 경쟁력을 강화하기 위해 자체적으로는 연구개발에 꾸준히 투자하고 있으며(매출 대비 연구개발비 비중 3% 이상 vs 화장품 브랜드 평균 2% 내외), 연구 및 제조 측면에서는 코스맥스와 전략적으로 협업하고 있다. 제품 혁신 및 코스맥스와의 협업 사례로 코스맥스와 공동 개발 및 제조한 퍼펙트다이어리의 바이오립 에센스 립스틱을 언급하였는데, 해당 제품은 2023년 출시 3개월만에 100만개, 현재까지 누적 200만개 판매된 히트 제품이다. Yatsen은 입술 주름이 즉각 커버되는 혁신적인 텍스처를 성공의 요인으로 판단하고 있다. Yatsen의 전략과 코스맥스와의 시너지 방향성이 일치하고, 협업 성과가 예상보다 가시적으로 확인되고 있다고 판단한다.

그림 6. Yatsen Holding 실적 추이



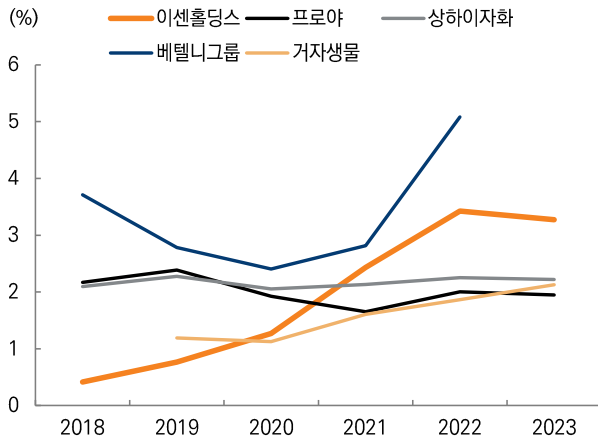
자료: YSG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. Yatsen Holding 주가 추이



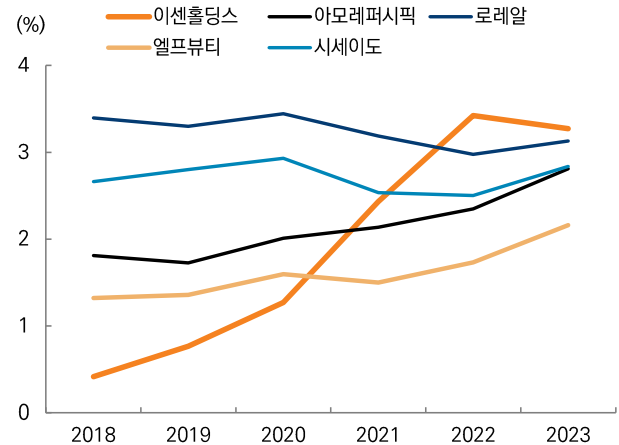
자료: YSG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. Yatsen vs 중국 화장품 브랜드 매출 대비 연구개발비



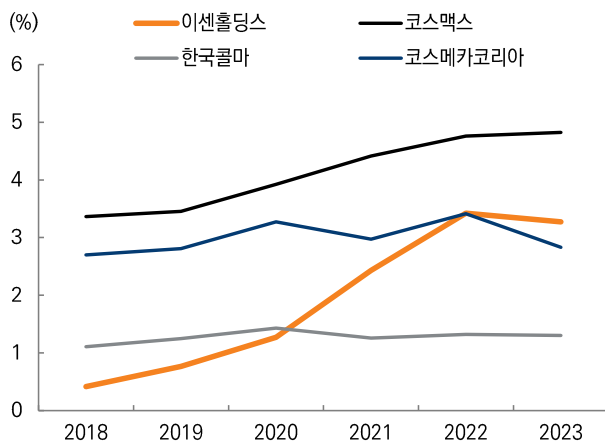
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Yatsen vs 글로벌 화장품 브랜드 매출 대비 연구개발비



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. Yatsen vs ODM 매출 대비 연구개발비



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Yatsen Open Lab(R&D 파트너 시스템, 코스맥스 포함)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Yatsen R&D 마일스톤



자료: YSG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 퍼펙트다이러리 코스맥스 공동개발 제품



자료: YSG, 미래에셋증권 리서치센터

JV 공장 현황

코스맥스-Yatsen JV 공장은 부지 약 2만평, 연간 최대 Capa 4만개 규모로 아시아 최대 화장품 제조시설이다. 현재 연구소 일부와 공장 4층 중 2개 층을 가동 중이다. 2023년 8월 가동 이후로 Yatsen 물량을 이관 생산하고 있으며, 현재 기존 광저우 공장에서 생산하던 물량의 8~90%가 이관 완료되었다. Yatsen 기준으로도 타 공장에서 JV로의 이관이 상당 부분 진행된 것으로 파악된다.

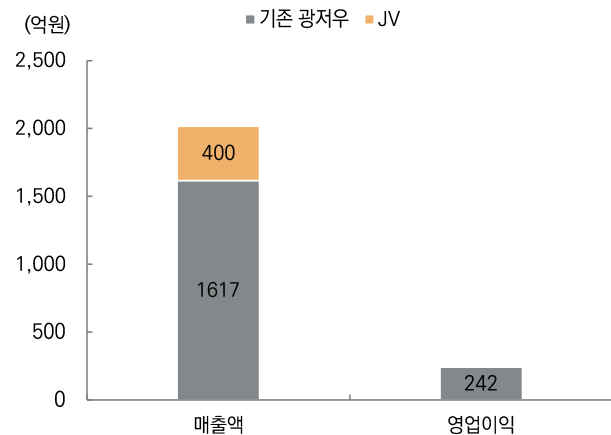
대규모 시설 투자에도 불구하고 가동 초기 재무적 부담은 크지 않은 상황이다. 가동 직후 2H23 분기별 10억원 미만의 손실에 그쳤으며, 1Q24 중 월 실적 기준 흑자를 시현하기도 했다. 오더 추이에 따라 유동적으로 기계설비를 투입하고 있으며, 효율 개선을 위해 자동화 등에 투자한 효과이다. 광저우 법인 연결 편입 후에도 연결 손익 부담 가능성은 제한적으로 보인다. 2024F 광저우 법인 실적은 매출액 2,017억원(기존 광저우 YoY +15%, JV 400억원, 2Q24 연결 편입 가정), 영업이익 242억원(기존 광저우 OPM 15%, JV BEP 가정)으로 추정한다.

그림 14. 코스맥스-Yatsen JV 공장 전경



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 코스맥스 광저우 2024년 실적 추정



Note: 2Q24 JV 연결 편입 가정

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

III. 1Q24 Preview

1Q24 Preview

코스맥스의 1Q24 실적은 매출액 4,935억원(YoY +22%), 영업이익 369억원(YoY +167%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 중국을 포함하여 전 사업 지역에서 예상 대비 높은 성장이 기대된다.

[국내]

매출액 3,018억원(YoY +24%), 영업이익 241억원(YoY +86%), OPM 8% 예상한다. 내수, 수출 고객사 전반 강한 수요로 인해 사측 목표치인 20% 성장을 상회할 전망이다.

중소 인디 브랜드 및 직간접 수출 브랜드가 꾸준히 매출 상위를 차지하고 있는 것으로 파악되며, 강한 외형 성장에 비롯해 높은 한자릿수 영업이익률을 안정적으로 유지할 수 있을 전망이다(OPM 1Q23 5.3%, 2Q23 10.9%, 3Q23 9.0%, 4Q23 10.4% 1Q24F 8.0%).

[중국]

매출액 1,436억원(YoY +17%), 영업이익 127억원(YoY +48%), OPM 9% 추정한다. 상해, 광저우 매출 각각 YoY +18%, +30% 성장하여 합산 기준으로도 사측 목표치인 20% 내외 성장에 부합하겠다.

광저우 성장이 고무적이다. JV 물량 이관에도 불구하고 고성장을 이어가는 중이다(이관 작업 중 매출 성장률 2H23 YoY +20%, 1Q24F YoY +30%). 상반기 중 연결 실적에 편입되는 만큼 향후 성장률은 더 확대될 전망이다. 상해는 기저효과와 더불어 쉬인PB 초도 물량 생산하는 등 색조를 중심으로 회복세 예상된다.

[미국]

매출액 391억원(YoY +44%), 영업적자 23억원(YoY, QoQ 적자축소) 예상한다. 매출과 이익 모두 사측 목표(매출 YoY +40%, 적자 축소)에 부합하는 수준이다.

월 실적 기준으로 2월 흑자 시현한 것으로 파악된다. 지난 해 구조조정 및 믹스 개선 등의 노력을 통해 매출 하락에도 불구하고 적자는 유의미하게 축소된 바 있다(2023년 매출 YoY -15%, 영업적자 YoY +110억원). 금번 분기부터 매출 성장도 강하게 나타나면서 적자 축소 기조가 더욱 가속화될 것으로 전망한다.

[동남아]

인도네시아 매출액 240억원(YoY +20%), 태국 매출액 81억원(YoY +58%) 예상한다.

양 국가 전반 강한 매출 성장이 기대되는 가운데, 특히 인도네시아는 두 자릿수 영업이익률 시현이 예상된다. 색조 히트제품 공급에 비롯해 영업 레버리지 효과가 기대된다.

투자 판단

모든 사업 지역의 성장이 우수하다. 중국(특히 광저우), 미국, 동남아, 국내 모두 가이던스 성장률을 상회할 전망이다. 이미 조 단위 매출 규모를 확보한 만큼 당초 사측의 높은 가이던스가 시장에 공격적으로 받아들여지기도 했으나, 우려가 무색해지는 성장성이다.

실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 14만원에서 17만원으로 조정한다. 당초 채권 총당, 영업외 비용 등 비경상 비용에 대한 우려로 수익성 눈높이를 하향 조정하였으나, 성장성이 이러한 불확실성을 상쇄할만큼 높다. 매수 유효하다.

표 3. 코스맥스 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,591	1,600	1,777	2,114	2,313	2,463
국내	853	854	1,058	1,249	1,372	1,474
중국	631	557	547	661	711	737
상해	491	432	400	473	495	508
광저우	141	118	141	202	231	244
미국	133	164	140	165	186	195
동남아	59	87	111	137	155	174
영업이익	123	53	116	178	198	218
국내	78	43	95	120	132	142
중국	88	57	39	48	53	55
미국	(47)	(43)	(32)	(4)	(2)	2
동남아	2	(1)	8	12	14	17
세전이익	78	6	84	147	166	188
당기순이익	34	(16)	38	94	116	131
지배주주순이익	74	21	57	118	122	133
영업이익률(%)	7.7	3.3	6.5	8.4	8.5	8.9
국내	9.1	5.0	9.0	9.6	9.6	9.6
중국	13.9	10.2	7.1	7.3	7.5	7.5
미국	(35.4)	(26.3)	(23.0)	(2.5)	(1.0)	1.0
동남아	4.1	(1.3)	7.4	8.8	9.1	9.5
매출액 (YoY %)	15.1	0.5	11.1	18.9	9.4	6.5
국내	11.5	0.1	23.8	18.1	9.8	7.4
중국	38.4	(11.8)	(1.7)	20.8	7.5	3.6
상해	44.6	(12.0)	(7.5)	18.4	4.5	2.7
광저우	9.5	(15.8)	18.8	43.5	14.4	5.6
미국	(20.1)	23.6	(14.8)	18.0	12.6	5.0
동남아	15.6	46.5	28.7	23.3	12.9	12.4
영업이익 (YoY %)	84.0	(56.7)	117.9	53.7	11.1	10.4
국내	17.7	(44.6)	121.4	26.6	9.7	7.3
중국	143.1	(35.0)	(32.3)	24.8	10.1	4.4
미국	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
동남아	(58.6)	적자전환	흑자전환	46.0	17.1	17.2
순이익 (YoY %)	흑자전환	적자전환	흑자전환	148.7	23.8	12.8

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	403	479	458	437	1,777	494	566	532	522	2,114
국내	243	278	288	248	1,058	302	333	328	287	1,249
중국	122	154	124	148	547	144	186	151	181	661
상해	92	112	86	111	400	108	134	103	128	473
광저우	30	40	37	34	141	39	55	52	56	202
미국	27	38	37	38	140	39	42	42	42	165
동남아	24	28	30	30	111	32	34	36	36	137
영업이익	14	46	33	23	116	37	57	43	41	178
국내	13	30	26	26	95	24	36	30	30	120
중국	9	18	8	4	39	13	18	10	8	48
미국	(9)	(7)	(8)	(8)	(32)	(2)	(2)	(1)	1	(4)
동남아	3	2	1	2	8	5	3	2	2	12
세전이익	10	37	27	10	84	29	50	35	33	147
당기순이익	1	27	11	(1)	38	18	32	23	21	94
지배주주순이익	7	30	15	5	57	23	40	28	27	118
영업이익률(%)	3.4	9.6	7.3	5.2	6.5	7.5	10.1	8.0	7.8	8.4
국내	5.3	10.9	9.0	10.4	9.0	8.0	10.9	9.2	10.4	9.6
중국	7.0	11.7	6.6	2.6	7.1	8.8	9.7	6.3	4.5	7.3
미국	(35.0)	(19.0)	(21.5)	(19.9)	(23.0)	(6.0)	(4.0)	(2.0)	1.8	(2.5)
동남아	13.7	6.8	4.0	6.2	7.4	15.5	8.2	5.3	6.8	8.8
매출액 (YoY %)	1.4	18.3	15.5	9.0	11.1	22.4	18.1	16.1	19.6	18.9
국내	18.6	23.4	39.3	14.4	23.8	24.0	19.6	13.8	15.8	18.1
중국	(17.8)	12.0	(7.5)	7.8	(1.7)	17.4	20.7	22.2	22.6	20.8
상해	(24.9)	4.1	(17.0)	11.0	(7.5)	18.0	20.0	20.0	15.7	18.4
광저우	27.5	11.0	17.5	23.2	18.8	30.0	38.0	40.0	65.5	43.5
미국	(39.1)	(0.6)	(17.6)	3.3	(14.8)	44.1	10.0	15.0	10.3	18.0
동남아	78.7	88.4	92.3	93.5	88.5	31.9	22.5	19.9	20.4	23.3
영업이익 (YoY %)	0.5	167.3	68.7	842.0	117.9	167.0	24.4	28.4	81.5	53.7
국내	34.0	63.4	120.5	789.7	121.4	85.7	19.3	16.8	15.3	26.6
중국	(49.3)	12.3	(38.3)	(64.3)	(32.3)	47.8	(0.5)	17.0	107.9	24.8
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지
동남아	313.2	흑전	276.3	흑전	흑전	48.5	46.9	57.5	32.8	46.0
순이익 (YoY %)	(93.0)	414.4	60.8	적전	흑전	2486.3	16.1	107.4	흑전	148.7

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	10,425	
Target PER(배)	17	업종 평균
적정 추가	172,019	
목표 추가	170,000	
현재 추가	132,700	
상승 여력(%)	28.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,777	2,114	2,313	2,463
매출원가	1,484	1,747	1,908	2,027
매출총이익	293	367	405	436
판매비와관리비	178	189	208	218
조정영업이익	116	178	198	218
영업이익	116	178	198	218
비영업손익	-32	-31	-32	-30
금융손익	-28	-28	-26	-25
관계기업등 투자손익	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	84	147	166	188
계속사업법인세비용	46	53	50	56
계속사업이익	38	94	116	131
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	38	94	116	131
지배주주	57	118	122	133
비지배주주	-19	-24	-6	-1
총포괄이익	38	94	116	131
지배주주	37	91	113	127
비지배주주	1	3	4	4
EBITDA	181	243	265	286
FCF	4	-35	80	100
EBITDA 마진율 (%)	10.2	11.5	11.5	11.6
영업이익률 (%)	6.5	8.4	8.6	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	5.6	5.3	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	773	836	899	1,039
현금 및 현금성자산	154	97	93	181
매출채권 및 기타채권	345	413	450	479
재고자산	221	264	289	307
기타유동자산	53	62	67	72
비유동자산	683	785	807	825
관계기업투자등	42	50	55	58
유형자산	509	596	611	624
무형자산	46	44	41	40
자산총계	1,456	1,621	1,706	1,864
유동부채	840	906	874	902
매입채무 및 기타채무	246	294	322	343
단기금융부채	518	521	453	454
기타유동부채	76	91	99	105
비유동부채	145	155	161	166
장기금융부채	91	91	91	91
기타비유동부채	54	64	70	75
부채총계	985	1,061	1,035	1,068
지배주주지분	628	740	857	983
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	287	287	287	287
이익잉여금	325	437	553	680
비지배주주지분	-156	-180	-186	-187
자본총계	472	560	671	796

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	84	115	160	180
당기순이익	38	94	116	131
비현금수익비용가감	139	146	143	149
유형자산감가상각비	62	63	65	67
무형자산상각비	3	3	2	2
기타	74	80	76	80
영업활동으로인한자산및부채의변동	-19	-44	-24	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-65	-37	-28
재고자산 감소(증가)	-18	-43	-25	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	38	22	16
법인세납부	-46	-53	-50	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	-87	-161	-85	-84
유형자산처분(취득)	-80	-150	-80	-80
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-7	-4	-3
기타투자활동	-4	-4	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	1	-3	-74	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	1	3	-68	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-6	-6	-6
기타재무활동	0	0	0	1
현금의 증가	-15	-57	-4	88
기초현금	169	154	97	93
기말현금	154	97	93	181

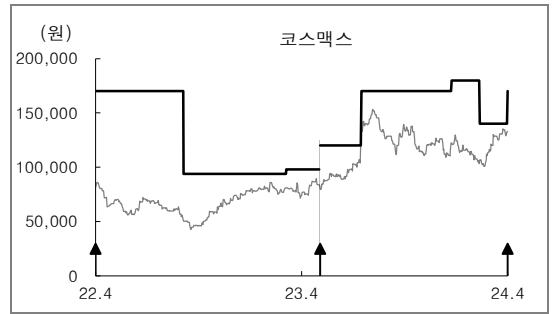
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	25.1	12.8	12.3	11.4
P/CF (x)	8.1	6.3	5.8	5.4
P/B (x)	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	9.5	7.5	6.6	5.8
EPS (원)	5,034	10,356	10,773	11,684
CFPS (원)	15,620	21,172	22,859	24,734
BPS (원)	55,350	65,188	75,462	86,646
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	15.0	6.0	4.9	4.3
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	11.1	18.9	9.4	6.5
EBITDA증가율 (%)	61.9	34.4	8.7	8.2
조정영업이익증가율 (%)	117.9	53.7	11.1	10.4
EPS증가율 (%)	174.1	105.7	4.0	8.5
매출채권 회전율 (회)	5.6	5.8	5.6	5.5
재고자산 회전율 (회)	8.4	8.7	8.4	8.3
매입채무 회전율 (회)	8.1	8.3	7.9	7.8
ROA (%)	2.7	6.1	7.0	7.4
ROE (%)	9.5	17.2	15.3	14.4
ROIC (%)	5.9	12.1	13.7	14.5
부채비율 (%)	208.7	189.5	154.3	134.1
유동비율 (%)	92.0	92.3	102.9	115.1
순차입금/자기자본 (%)	92.9	88.6	64.2	43.1
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	6.6	7.7	9.1

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
코스맥스 (192820)					
2024.04.26	매수	170,000	-	-	
2024.03.08	매수	140,000	-13.66	-3.36	
2024.01.18	매수	180,000	-36.01	-27.94	
2023.08.11	매수	170,000	-24.86	-9.71	
2023.05.30	매수	120,000	-21.41	3.17	
2023.05.29	분석 대상 제외		-	-	
2023.03.31		매수	98,000	-18.03	-8.78
2022.09.30		매수	94,000	-28.20	-8.72
2021.11.29	매수	170,000	-55.90	-37.94	



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사의 애널리스트는 자료 작성일 기준으로 1개월 이내에 코스맥스의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.