



코스맥스 (192820)

광저우 사업장 및 공장 탐방기

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 160,000원

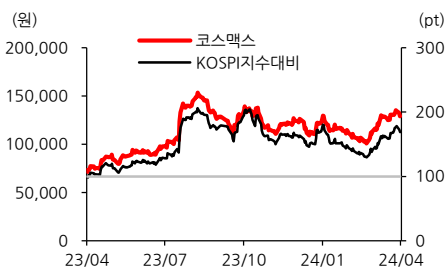
현재 주가(4/23)	129,000원
상승여력	▲24.0%
시가총액	14,641 억원
발행주식수	11,350 천주
52 주 최고가 / 최저가	153,500 / 71,400 원
90 일 일평균 거래대금	125.9 억원
외국인 지분율	27.3%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 17 인)	26.3%
국민연금공단 (외 1 인)	11.6%
코스맥스우리사주 (외 1 인)	1.8%

주가수익률(%)	1 개월	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률	13.7	2.8	-2.6	68.8
상대수익률(KOSPI)	18.2	-3.0	-13.9	65.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,600	1,777	2,066	2,268
영업이익	53	116	183	208
EBITDA	112	175	256	285
지배주주순이익	21	57	134	160
EPS	1,837	5,036	11,843	14,090
순차입금	429	442	466	341
PER	40.3	25.1	10.9	9.2
PBR	1.4	4.0	2.9	2.2
EV/EBITDA	11.3	10.7	7.5	6.3
배당수익률	n/a	0.4	0.5	0.6
ROE	3.6	12.1	31.1	27.6

주가 추이



코스맥스 주관 중국 광저우 탐방

2024년 4월 22일~24일, 코스맥스 광저우 사업장 및 YSG 본사, YSG JV 공장에 방문했다. YSG(Yatsenglobal, NYSE: YSG)은 2016년 8월 설립 법인으로 2017년 현재의 대표 브랜드 퍼펙트다이어리(Perfect Diary) 런칭 이후 Little Ondine, Abby's Choice, Galénic, DR.WU, Eve Lom, Pink Bear, EANTiM 등 총 8개 색조, 기초 브랜드를 보유 중이다.

YSG 창립자이자 현 CEO Jinfeng Huang은 1) 현재 중국 화장품 시장은 소비 둔화로 인한 일시적 저성장 구간이라 판단했다. 일시적 시장 성장 둔화로 경쟁 심화는 불가피하겠지만 제품력이 우수한 브랜드를 찾는 소비자들과 브랜드 이념 및 컨셉에 높은 가치를 두는 소비자들을 신규로 유인하기 위해 제품력 측면에서의 경쟁력 제고 그리고 그 과정에서 코스맥스그룹과의 협력을 재차 강조했다. 2) 해외 진출에 관해서는 전세계적 K-Contents에 대한 인기의 선순환 고리에 들어가 있는 한국 화장품 브랜드사들과 달리 중국 화장품 브랜드사들의 한계를 절감했다고 표현했다. 그럼에도 지난 2023년 일본 등의 국가에서 전략적 접근을 통해 유의미한 판매 성과를 거두었고 혁신적인 제품들과 함께 시장 개척을 지속할 계획이라 밝혔다. 제조사인 코스맥스와의 JV 설립 관련해서는 3) 당장의 원가 개선을 위함이라기보다는 코스맥스의 연구 개발 및 생산 노하우를 접목해 장기 성장을 도모하기 위한 투자였다고 표현했다.

YSG BIOLOGICAL TECHNOLOGY(YATSEN JV) 공장 투어

2023년 8월 완공된 코스맥스 51%, YSG 49% 지분 구조의 산공장으로 기초, 색조 화장품 생산 시설을 모두 갖추고 있으나 현재는 색조 화장품 비중(약 80%)이 높다. 연 4억개의 CAPA를 보유하고 있으나 현재는 생산동 4개층 중 2개층만 가동 중으로 연 CAPA는 2억개이다. 참고로 기존 코스맥스광저우 CAPA는 3억개이다.

현재 기준 연 BEP CAPA는 6,000만개로 2024년 상반기 중 월 BEP, 하반기 중 분기 BEP 달성 가능할 전망이다. 코스맥스로의 연결 편입은 2024년 상반기 중으로 예정되어 있다.

최근 YSG 산하 브랜드의 부진한 성과, 중국 화장품 시장 성장에 대한 불확실성으로 YATSEN JV 공장의 필요성 여부에 대한 의구심이 증폭되었던 바 있으나 코스맥스광저우, 코스맥스광저우 외 ODM/OEM사로부터의 물량 이관만으로 1차 BEP 도달이 근접했다는 점, 단일 브랜드사와 합작해 설립한 생산 시설로 추후 소수의 제품의 대량 생산에 따른 수익성 개선이 예상보다 빠를 수 있다는 점이 긍정적이다.

코스맥스는 공격적 증설과 고객 맞춤 대응을 통해 2024년 중국 매출액 6,770억원, 2028년 1.5조원의 목표치를 제시했다.

[그림1] 광저우 소재 YSG 본사



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] YSG JV 공장 조감도



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] YSG JV 공장 전경



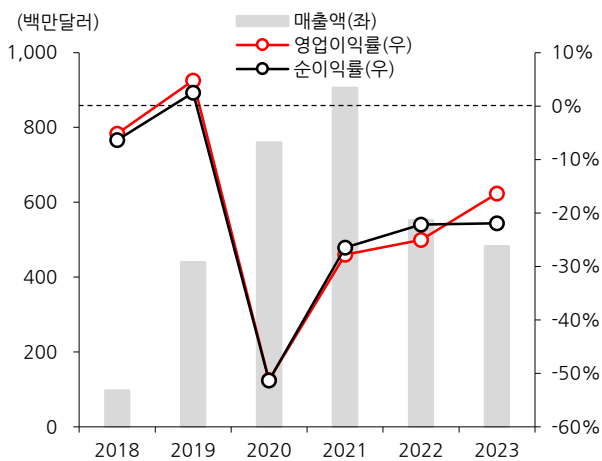
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] YSG 공장 물류동



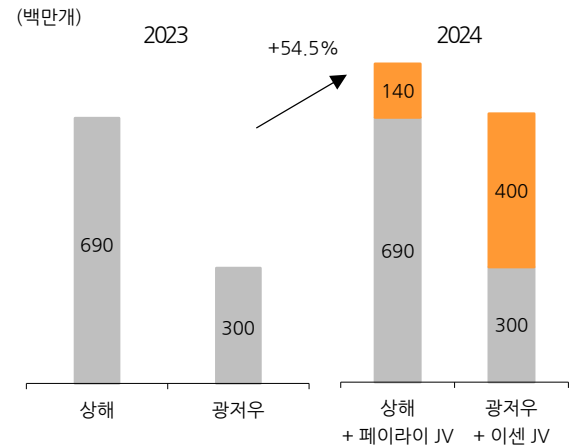
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] YSG 최근 실적



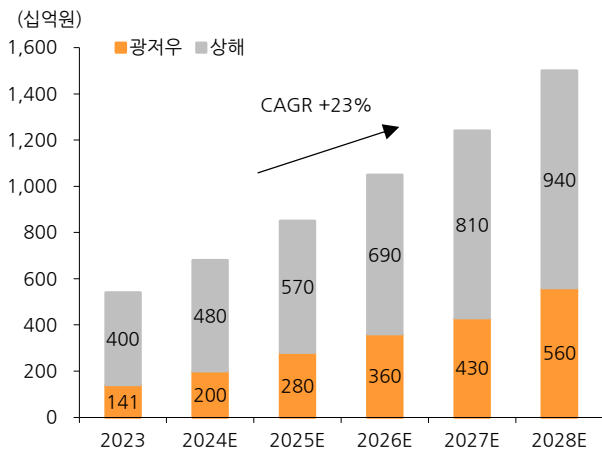
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 코스맥스 중국 CAPA 확충



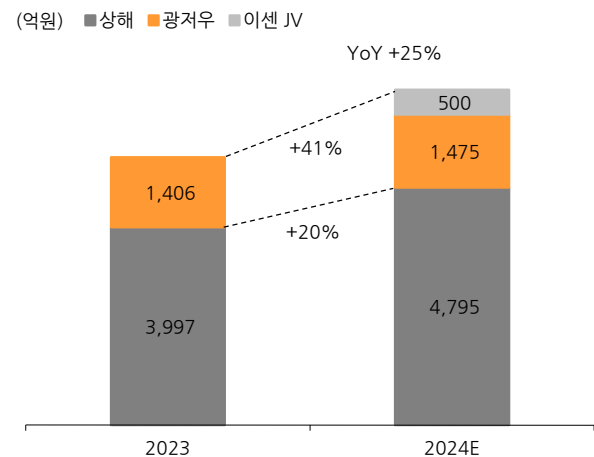
자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 코스맥스 중국 매출 목표



자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 코스맥스 2024년 매출 목표



자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	403	479	458	437	505	545	516	499	1,777	2,066	2,268
국내	243	278	288	248	306	317	320	282	1,058	1,225	1,334
해외	174	219	191	215	220	249	218	244	799	930	1,035
이스트	122	154	124	148	148	173	140	167	547	627	690
인도네시아	19	21	23	22	24	25	28	26	86	103	118
태국	5	7	7	7	8	8	8	9	26	34	38
웨스트	27	38	37	38	40	43	42	42	140	166	189
연결조정	-14	-18	-20	-26	-21	-21	-21	-26	-79	-89	-101
YoY	1.4%	18.3%	15.5%	9.0%	25.2%	13.8%	12.7%	14.4%	11.1%	16.2%	9.8%
국내	18.7%	23.4%	39.3%	14.4%	25.6%	13.8%	11.2%	13.7%	23.8%	15.8%	8.9%
해외	-17.4%	13.4%	-6.6%	7.6%	26.5%	13.6%	14.2%	13.4%	-1.1%	16.5%	11.3%
이스트	-17.8%	12.0%	-7.5%	7.8%	20.7%	12.4%	13.1%	13.1%	-1.7%	14.6%	10.0%
인도네시아	34.3%	40.7%	25.8%	13.4%	25.1%	21.2%	20.0%	15.0%	27.2%	20.1%	14.5%
태국	82.1%	100.9%	-2.9%	9.4%	66.2%	17.2%	20.0%	32.9%	31.5%	32.0%	13.3%
웨스트	-39.1%	0.2%	-17.6%	3.3%	46.1%	14.0%	13.0%	10.0%	-14.7%	18.9%	13.8%
매출액 비중											
국내	60.4%	58.1%	62.8%	56.8%	60.6%	58.1%	62.0%	56.4%	59.5%	59.3%	58.8%
해외	43.1%	45.8%	41.6%	49.2%	43.6%	45.7%	42.1%	48.8%	44.9%	45.0%	45.6%
이스트	30.4%	32.1%	27.0%	33.8%	29.3%	31.7%	27.1%	33.4%	30.8%	30.4%	30.4%
인도네시아	4.8%	4.3%	5.1%	5.1%	4.8%	4.6%	5.4%	5.2%	4.8%	5.0%	5.2%
태국	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.9%	1.4%	1.6%	1.7%
웨스트	6.7%	7.9%	8.1%	8.7%	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%	7.9%	8.0%	8.3%
연결조정	-3.5%	-3.8%	-4.4%	-6.0%	-4.1%	-3.8%	-4.1%	-5.2%	-4.4%	-4.3%	-4.5%
영업이익	14	46	33	23	37	56	48	42	116	183	208
별도	13	30	26	18	27	31	30	25	87	114	123
국내외연결법인	1	16	8	5	10	25	17	16	29	69	86
YoY	0.5%	167.3%	68.7%	842.0%	170.7%	22.5%	43.1%	85.3%	117.9%	58.3%	13.8%
별도	35.0%	63.3%	121.2%	503.4%	106.5%	3.1%	17.9%	45.0%	102.5%	31.5%	7.7%
국내외연결법인	-80.9%	흑전	-7.1%	흑전	1241.8%	60.1%	129.7%	225.7%	182.0%	138.8%	23.8%
영업이익률	3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	7.4%	10.3%	9.2%	8.4%	6.5%	8.9%	9.2%
별도	5.4%	10.9%	9.0%	7.1%	8.8%	9.9%	9.5%	9.0%	8.2%	9.3%	9.2%
국내외연결법인	0.5%	7.8%	4.4%	2.7%	5.3%	10.9%	8.8%	7.5%	4.0%	8.2%	9.2%
영업이익 비중											
별도	94.3%	66.0%	77.5%	77.7%	71.9%	55.6%	63.8%	60.8%	75.0%	62.3%	58.9%
국내외연결법인	5.7%	34.0%	22.5%	22.3%	28.1%	44.4%	36.2%	39.2%	25.0%	37.7%	41.1%

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,591	1,600	1,777	2,066	2,268
매출총이익	278	205	294	301	330
영업이익	123	53	116	183	208
EBITDA	174	112	175	256	285
순이자손익	-14	-18	-26	-30	-26
외화관련손익	4	-1	-1	-1	-1
지분법손익	0	0	-2	0	0
세전계속사업손익	78	6	84	156	188
당기순이익	34	-16	38	111	133
지배주주순이익	74	21	57	134	160
증가율(%)					
매출액	15.1	0.5	11.1	16.2	9.8
영업이익	84.0	-56.7	117.9	58.3	13.8
EBITDA	55.1	-35.8	56.5	46.4	11.1
순이익	흑전	적전	흑전	193.9	20.0
이익률(%)					
매출총이익률	17.4	12.8	16.5	14.6	14.6
영업이익률	7.7	3.3	6.5	8.9	9.2
EBITDA 이익률	11.0	7.0	9.9	12.4	12.6
세전이익률	4.9	0.4	4.7	7.6	8.3
순이익률	2.2	-1.0	2.1	5.4	5.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	100	103	231	114	219
당기순이익	34	-16	38	111	133
자산상각비	52	59	59	73	76
운전자본증감	-41	28	79	-102	-20
매출채권 감소(증가)	-53	40	8	-95	-32
재고자산 감소(증가)	-16	23	-15	-26	-21
매입채무 증가(감소)	30	-11	60	19	33
투자현금흐름	-144	-31	-104	-139	-89
유형자산처분(취득)	-39	-83	-81	-130	-80
무형자산 감소(증가)	-1	0	-4	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-84	78	-22	-1	-1
재무현금흐름	33	3	-39	-62	-71
차입금의 증가(감소)	-100	10	-39	-62	-65
자본의 증가(감소)	132	-6	-115	0	-6
배당금의 지급	0	-6	0	0	-6
총현금흐름	189	134	199	216	239
(-)운전자본증감(감소)	99	-85	-133	102	20
(-)설비투자	41	84	86	130	80
(+)자산매각	0	2	1	-5	-5
Free Cash Flow	50	137	247	-20	134
(-)기타투자	-39	83	51	4	4
잉여현금	89	53	196	-24	130
NOPLAT	54	-142	52	130	148
(+) Dep	52	59	59	73	76
(-)운전자본투자	99	-85	-133	102	20
(-)Capex	41	84	86	130	80
OpFCF	-34	-81	158	-28	124

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	792	737	822	858	972
현금성자산	104	179	271	185	244
매출채권	364	318	283	377	410
재고자산	224	202	218	244	265
비유동자산	620	659	735	801	813
투자자산	98	119	134	138	142
유형자산	471	491	547	608	616
무형자산	50	50	54	55	55
자산총계	1,412	1,396	1,557	1,659	1,785
유동부채	788	812	874	834	805
매입채무	289	257	365	383	416
유동성이자부채	448	517	454	393	329
비유동부채	159	140	325	326	327
비유동이자부채	115	91	259	258	257
부채총계	947	952	1,199	1,160	1,132
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	292	287	29	29	29
이익잉여금	248	268	313	447	602
자본조정	15	21	15	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	465	444	359	499	653

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,558	1,837	5,036	11,843	14,090
BPS	49,457	51,203	31,941	44,299	57,884
DPS	550	0	500	700	800
CFPS	16,674	11,791	17,550	19,025	21,048
ROA(%)	5.7	1.5	3.9	8.4	9.3
ROE(%)	16.5	3.6	12.1	31.1	27.6
ROIC(%)	6.5	-16.5	6.6	15.5	15.9
Multiples(x, %)					
PER	13.3	40.3	25.1	10.9	9.2
PBR	1.8	1.4	4.0	2.9	2.2
PSR	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6
PCR	5.2	6.3	7.2	6.8	6.1
EV/EBITDA	8.3	11.3	10.7	7.5	6.3
배당수익률	0.6	n/a	0.4	0.5	0.6
안정성(%)					
부채비율	203.4	214.3	334.3	232.5	173.4
Net debt/Equity	98.7	96.6	123.2	93.4	52.3
Net debt/EBITDA	263.3	383.3	252.3	181.7	119.8
유동비율	100.6	90.8	94.0	102.9	120.8
이자보상배율(배)	7.0	2.5	3.6	5.6	7.0
자산구조(%)					
투하자본	81.5	73.5	65.1	74.0	71.1
현금+투자자산	18.5	26.5	34.9	26.0	28.9
자본구조(%)					
차입금	54.8	57.8	66.5	56.6	47.3
자기자본	45.2	42.2	33.5	43.4	52.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 4월 24일)

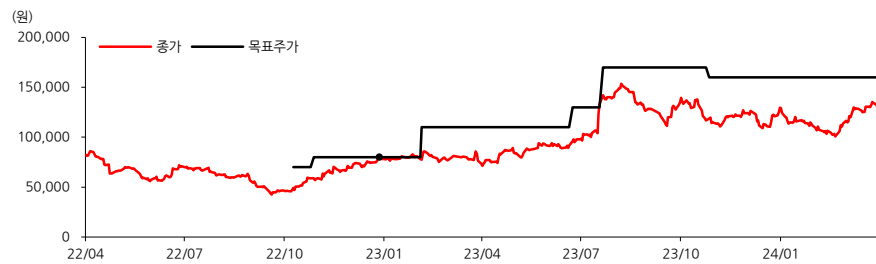
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 애널리스트(한유정)는 2024년 4월 22일~4월 24일 동안 해당 업체의 비용으로 기업 탐방에 참여한 사실이 있습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.11.02	2022.11.02	2022.11.21	2023.02.28	2023.03.10	2023.04.18
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	70,000	80,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2023.05.12	2023.07.17	2023.08.14	2023.10.31	2023.11.20	2024.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	130,000	170,000	170,000	160,000	160,000
일 시	2024.03.08	2024.03.29	2024.04.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	160,000	160,000	160,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	70,000	-23.37	-15.00
2022.11.21	Buy	80,000	-9.65	3.50
2023.02.28	Buy	110,000	-24.12	-14.36
2023.07.17	Buy	130,000	-20.45	2.38
2023.08.14	Buy	170,000	-21.21	-9.71
2023.11.20	Buy	160,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%