



코스맥스 (192820)

왕관의 무게를 견뎌내는 중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 160,000원

현재 주가(3/7)	103,300 원
상승여력	▲54.9%
시가총액	11,724 억원
발행주식수	11,350 천주
52 주 최고가 / 최저가	153,500 / 71,400 원
90 일 일평균 거래대금	97.87 억원
외국인 지분율	28.3%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 17 인)	26.3%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
코스맥스우리스주 (외 1 인)	1.8%

주가수익률(%)	1 개월	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률	-14.2	-14.0	-29.1	25.8
상대수익률(KOSPI)	-15.7	-20.2	-33.0	18.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,600	1,777	2,062	2,264
영업이익	53	116	180	208
EBITDA	112	179	245	275
지배주주순이익	21	57	138	163
EPS	1,837	5,017	12,165	14,386
순차입금	429	467	394	284
PER	40.3	15.9	8.5	7.2
PBR	1.4	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.3	7.7	6.4	5.3
배당수익률	n/a	0.6	0.7	0.8
ROE	3.6	9.3	19.5	19.1

주가 추이



기대치를 하회한 4분기

2023년 4분기 코스맥스의 연결 매출액은 4,367억원(+9.0% YoY, -4.7% QoQ), 영업이익은 225억원(+842.0% YoY, -32.4% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 324억원, 컨센서스 영업이익 329억원을 하회했다.

중국 소비의 더딘 회복에도 국내 고객사의 일본향 수출 증가 추세 지속, 방한 여행객 유입에 따른 내수 판매 호조, 미국/동남아에서의 연말 쇼핑 시즌 효과로 전 법인 매출액은 전년 동기 대비 성장했다. 하지만 1) **[한국]** 일부 색조 라인 초과 가동에 따른 생산성 저하로 영업이익률은 전분기 대비 1.9%p 하락한 7.1%에 그쳤고, 2) **[이스트]** 매출채권 대손충당금 및 잇센JV 지분법 손실, 3) **[웨스트]** 재고 손실 충당금 반영으로 해외 법인들의 합산 영업이익은 50억원에 그쳤다.

반복되는 일회성 비용 반영은 아쉽지만

2024년 1분기 코스맥스의 연결 매출액은 5,010억원(+24.2% YoY, +14.7% QoQ)으로 창사 이래 처음으로 분기 매출액이 5천억원을 초과 달성할 전망이다. 1) **[한국]** 일본향 수출 증가가 성장을 견인할 것으로 기대한다. 평택 2공장 준공으로 2023년 이관된 물량 생산과 순수 증설효과가 두드러질 전망이다. 2) **[이스트]** 잇센JV로의 물량 이관이 1Q24 완료될 것으로 예상됨에 따라 성장에 대한 부담이 존재하나 신규 고객사 오더 확대 및 전년도 기저효과를 기대해 볼 수 있겠다. 잇센JV 연결 편입은 2024년 상반기, 흑자전환 시기는 2024년 하반기를 목표로 하고 있다. 3) **[웨스트]** 고객사는 인디브랜드사, 카테고리로는 OTC 중심으로 전년 동기 대비 40% 매출 성장이 예상되며 외형 성장에 따른 레버리지 효과로 1Q24 흑자전환이 기대된다. 참고로 오하이오 공장 매각은 2023년 말 완료되었다.

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

글로벌 화장품 ODM/OEM 상위 사업자로서 성장의 한계에 부딪힐 수밖에 없겠지만 한국, 중국, 미국, 일본에서의 인디브랜드 열풍이 지속되며 ODM/OEM의 구조적 호황이 이어질 가능성이 높다는 점, 오랜 기간 적자에 시달려온 미국 법인의 이익 기여가 임박한 점을 감안하면 현재 수준의 주가 레벨은 저평가 상태라 판단한다.

[표1] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	403	479	458	437	501	545	516	499	1,777	2,062	2,264
국내	243	278	288	248	306	317	320	282	1,058	1,225	1,334
해외	174	219	191	215	216	249	218	244	799	927	1,031
이스트	122	154	124	148	146	173	140	167	547	626	688
인도네시아	19	21	23	22	24	25	28	26	86	103	118
태국	5	7	7	7	8	8	8	9	26	33	37
웨스트	27	38	37	38	38	43	42	42	140	165	187
연결조정	-14	-18	-20	-26	-21	-21	-21	-26	-79	-89	-101
YoY	1.4%	18.3%	15.5%	9.0%	24.2%	13.8%	12.7%	14.4%	11.1%	16.0%	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%	24.3%	13.6%	14.2%	13.4%	-1.1%	16.0%	11.3%
이스트	-17.8%	12.0%	-7.5%	7.8%	19.6%	12.4%	13.1%	13.1%	-1.7%	14.3%	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%	50.2%	17.2%	20.0%	32.9%	31.5%	28.8%	13.3%
웨스트	-39.1%	0.2%	-17.6%	3.3%	40.1%	14.0%	13.0%	10.0%	-14.7%	17.7%	13.8%
매출액 비중											
국내	60.4%	58.1%	62.8%	56.8%	61.0%	58.1%	62.0%	56.4%	59.5%	59.4%	58.9%
해외	43.1%	45.8%	41.6%	49.2%	43.1%	45.7%	42.1%	48.8%	44.9%	44.9%	45.5%
이스트	30.4%	32.1%	27.0%	33.8%	29.2%	31.7%	27.1%	33.4%	30.8%	30.3%	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%	1.5%	1.5%	1.5%	1.9%	1.4%	1.6%	1.7%
웨스트	6.7%	7.9%	8.1%	8.7%	7.6%	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	34	56	48	42	116	180	208
별도	13	30	26	18	24	31	30	25	87	111	123
국내외연결법인	1	16	8	5	10	25	17	16	29	69	85
YoY	0.5%	167.3%	68.7%	842.0%	148.2%	22.5%	43.1%	85.3%	117.9%	55.7%	15.5%
별도	35.0%	63.3%	121.2%	503.4%	83.0%	3.1%	17.9%	45.0%	102.5%	28.0%	10.7%
국내외연결법인	-80.9%	흑전	-7.1%	흑전	1235.0%	60.1%	129.7%	225.7%	182.0%	138.6%	23.3%
영업이익률	3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	6.8%	10.3%	9.2%	8.4%	6.5%	8.7%	9.2%
별도	5.4%	10.9%	9.0%	7.1%	7.8%	9.9%	9.5%	9.0%	8.2%	9.1%	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%	69.6%	55.6%	63.8%	60.8%	75.0%	61.6%	59.0%
국내외연결법인	5.7%	34.0%	22.5%	22.3%	30.4%	44.4%	36.2%	39.2%	25.0%	38.4%	41.0%

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,591	1,600	1,777	2,062	2,264
매출총이익	278	205	244	300	330
영업이익	123	53	116	180	208
EBITDA	174	112	179	245	275
순이자손익	-14	-18	-18	-16	-13
외화관련손익	4	-1	2	0	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	6	84	161	192
당기순이익	34	-16	38	114	136
지배주주순이익	74	21	57	138	163
증가율(%)					
매출액	15.1	0.5	11.1	16.0	9.8
영업이익	84.0	-56.7	117.9	55.7	15.5
EBITDA	55.1	-35.8	59.7	37.2	12.1
순이익	흑전	적전	흑전	201.7	19.4
이익률(%)					
매출총이익률	17.4	12.8	13.7	14.6	14.6
영업이익률	7.7	3.3	6.5	8.7	9.2
EBITDA 이익률	11.0	7.0	10.1	11.9	12.1
세전이익률	4.9	0.4	4.7	7.8	8.5
순이익률	2.2	-1.0	2.1	5.5	6.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	100	103	46	156	199
당기순이익	34	-16	38	114	136
자산상각비	52	59	63	65	67
운전자본증감	-41	28	-76	-49	-33
매출채권 감소(증가)	-53	40	-61	-54	-37
재고자산 감소(증가)	-16	23	-36	-34	-23
매입채무 증가(감소)	30	-11	20	40	27
투자현금흐름	-144	-31	-84	-84	-84
유형자산처분(취득)	-39	-83	-80	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-84	78	0	0	0
재무현금흐름	33	3	-68	-65	-74
차입금의 증가(감소)	-100	10	-68	-65	-68
자본의 증가(감소)	132	-6	0	0	-6
배당금의 지급	0	-6	0	0	-6
총현금흐름	189	134	122	205	232
(-)운전자본증가(감소)	99	-85	76	49	33
(-)설비투자	41	84	80	80	80
(+)자산매각	0	2	0	0	0
Free Cash Flow	50	137	-35	76	119
(-)기타투자	-39	83	3	3	3
잉여현금	89	53	-38	73	115
NOPLAT	54	-142	52	128	148
(+) Dep	52	59	63	65	67
(-)운전자본투자	99	-85	76	49	33
(-)Capex	41	84	80	80	80
OpFCF	-34	-81	-41	64	101

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	792	737	729	827	931
현금성자산	104	179	73	81	122
매출채권	364	318	379	433	470
재고자산	224	202	238	272	295
비유동자산	620	659	680	698	715
투자자산	98	119	122	125	128
유형자산	471	491	511	530	546
무형자산	50	50	46	43	40
자산총계	1,412	1,396	1,409	1,525	1,645
유동부채	788	812	770	751	715
매입채무	289	257	278	318	345
유동성이자부채	448	517	453	392	328
비유동부채	159	140	138	135	133
비유동이자부채	115	91	87	82	78
부채총계	947	952	908	886	848
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	292	287	287	287	287
이익잉여금	248	268	324	462	620
자본조정	15	21	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	465	444	501	639	797

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,558	1,837	5,017	12,165	14,386
BPS	49,457	51,203	56,218	68,379	82,260
DPS	550	0	500	700	800
CFPS	16,674	11,791	10,726	18,055	20,439
ROA(%)	5.7	1.5	4.1	9.4	10.3
ROE(%)	16.5	3.6	9.3	19.5	19.1
ROIC(%)	6.5	-16.5	5.9	13.4	14.6
Multiples(x, %)					
PER	13.3	40.3	15.9	8.5	7.2
PBR	1.8	1.4	1.4	1.5	1.3
PSR	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
PCR	5.2	6.3	7.4	5.7	5.1
EV/EBITDA	8.3	11.3	7.7	6.4	5.3
배당수익률	0.6	n/a	0.6	0.7	0.8
안정성(%)					
부채비율	203.4	214.3	181.1	138.6	106.5
Net debt/Equity	98.7	96.6	93.1	61.6	35.6
Net debt/EBITDA	263.3	383.3	261.1	160.7	103.3
유동비율	100.6	90.8	94.7	110.2	130.1
이자보상배율(배)	7.0	2.5	5.5	9.7	12.9
자산구조(%)					
투하자본	81.5	73.5	82.5	82.7	80.5
현금+투자자산	18.5	26.5	17.5	17.3	19.5
자본구조(%)					
차입금	54.8	57.8	51.8	42.6	33.8
자기자본	45.2	42.2	48.2	57.4	66.2

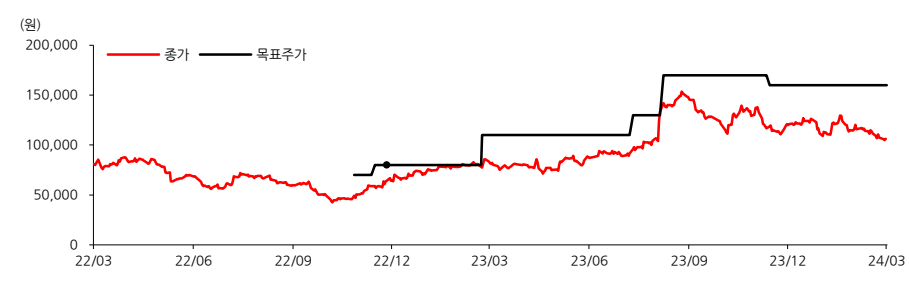
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 3월 8일)

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.

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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	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
일시	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
일시	2024.03.08					
투자의견	Buy					
목표가격	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 추정에 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%