

# 코스맥스 (192820)

## 3Q23 Review: 국내법인 주도 성장 지속

### 3Q23 Review: 시장기대치에 부합하는 실적

3분기 매출액은 4,583억원(+15.5% YoY), 영업이익 333억원(+69% YoY)을 기록하며 시장 기대치에 부합하였다. 한국 법인이 비수기 시즌임에도 매출 고성장을 달성, 전사 매출 성장 견인하였다. 영업이익 고성장은 한국 법인 매출증가, 미국 법인 적자 축소, 동남아 법인 이익 확대에 기인한다.

### 4Q23 Preview: 국내 법인 매출 고성장 지속 전망

동사 실적에서 여전히 주목해야 될 부분은 국내 법인 실적이다. 중저가 브랜드 시장의 호조와 일본/중국/미국향 간접 수출 매출의 견고한 성장 지속, 신규 인디브랜드 주문 증가에 힘입어 해외 직수출 매출 고성장이 예상된다. 고수익 신제품 생산 확대되면서 수익성 역시 개선될 것으로 전망된다.

중국 법인은 소비 심리 위축이 지속되며 주요 고객사의 자금 유동성 관리 강화로 광군절 관련 매출이 4분기로 이연될 것으로 예상된다.

인도네시아 법인은 기존 및 신규 고객사 주문 증가로 견고한 매출 성장, 현지 고객사 확대로 고객 포트폴리오 다변화, 선제품 및 베이비라인 오더 증가로 기초 카테고리 비중이 확대되어 고성장 지속될 것으로 전망된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 175,000원으로 유지

코스맥스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가는 175,000원을 유지한다. 동사 주가는 호실적을 달성했음에도 불구하고 매출의 27%를 차지하는 중국법인의 매출 감소로 실적발표 익일 주가가 4% 하락하는 모습을 보여주었다. 그러나 미국 법인 턴어라운드, 인도네시아 법인 고성장, 국내 법인에서 중국, 일본, 미국 간접수출과 해외 직수출이 증가하는 점을 감안하였을 때, 주가는 중국뿐만 아니라 글로벌 전체 성장률로 방향성을 결정지을 것으로 예상된다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,591	1,600	1,818	2,092
영업이익	123	53	122	159
지배순이익	74	21	78	103
PER	17.1	37.2	17.0	12.8
PBR	2.4	1.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	8.9	9.5	8.7	7.0
ROE	16.5	3.6	12.6	14.6

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

**BUY (M)**
**목표주가 175,000원 (M)**
**현재주가 (11/17) 116,900원**
**상승여력 50%**

시가총액	13,268억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	180억원
60일 평균 거래량	134,934주
52주 고/저	153,500원 / 57,000원
외인지분율	28.52%
배당수익률	0.00%
주요주주	코스맥스비티아이 외 16인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.9)	(15.2)	99.1
상대	(10.3)	(13.5)	97.0
절대 (달러환산)	(6.0)	(12.3)	105.6

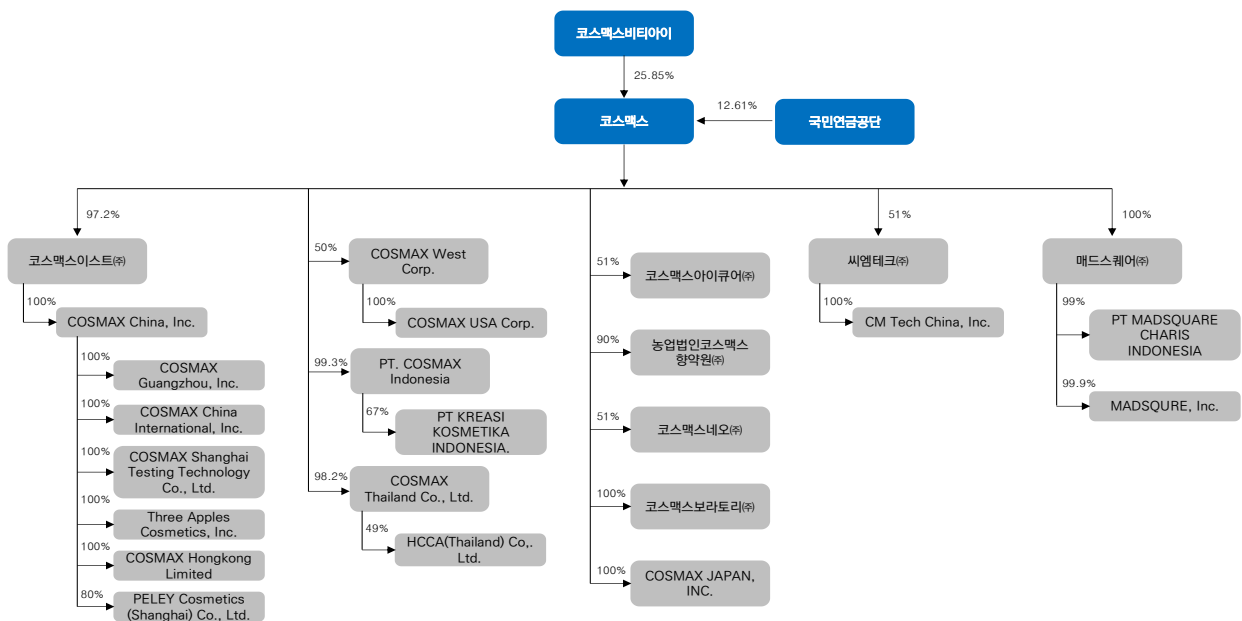
[표 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23	3Q.23P	4Q.23E	2022	2023E
매출액	3,979	4,050	3,968	4,005	4,033	4,793	4,583	4,771	16,001	18,179
YoY	15.3	-5.9	0.5	-4.9	1.4	18.3	15.5	19.1	0.5	13.6
국내	2,051	2,255	2,067	2,167	2,434	2,783	2,880	2,777	8,540	10,874
차이나(상하이)	1,283	1,140	1,067	998	915	1,119	855	1,173	4,488	4,062
광저우	233	360	314	276	297	400	369	311	1,183	1,377
웨스트	445	380	448	366	271	381	369	371	1,639	1,392
인도네시아	143	147	186	198	192	207	234	269	674	902
타일랜드	28	34	68	65	51	68	66	72	195	257
영업이익	137	172	197	24	138	460	333	292	531	1,224
YoY	-41.0	-60.8	-20.9	-92.1	0.4	167.0	68.7	1121.3	-56.7	130.4
영업이익률	3.5	4.3	5.0	0.6	3.4	9.6	7.3	6.1	6.9	6.7

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 코스맥스 지배구조



자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,591	1,600	1,818	2,092	2,333
매출원가	1,314	1,395	1,518	1,744	1,940
매출총이익	278	205	300	348	393
판매비	155	152	178	189	198
영업이익	123	53	122	159	196
EBITDA	174	112	182	218	252
영업외손익	-44	-47	-23	-35	-38
외환관련 손익	4	-1	-5	-5	-4
이자손익	-14	-19	-19	-19	-19
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-35	-27	1	-12	-15
법인세비용차감전순손익	78	6	99	123	157
법인세비용	44	23	42	31	40
계속사업순손익	34	-16	58	92	117
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	-16	58	92	117
지배지분순이익	74	21	78	103	128
포괄순이익	61	-15	59	93	119
지배지분포괄이익	107	32	-127	-199	-253

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	100	103	100	121	150
당기순이익	34	-16	58	92	117
감가상각비	49	55	57	56	54
외환손익	-1	5	5	5	4
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-41	28	-68	-80	-73
기타현금흐름	59	31	48	48	47
투자활동 현금흐름	-144	-31	-84	-72	-58
투자자산	-99	58	-8	-10	-9
유형자산 증가 (CAPEX)	-41	-84	-70	-56	-43
유형자산 감소	2	2	2	2	2
기타현금흐름	-6	-6	-7	-8	-8
재무활동 현금흐름	33	3	-15	-22	-22
단기차입금	-13	71	2	2	2
사채 및 장기차입금	-37	-26	12	11	11
자본	111	-6	0	0	0
현금배당	0	-6	0	-7	-7
기타현금흐름	-29	-29	-29	-29	-29
연결범위변동 등 기타	8	-5	27	31	29
현금의 증감	-3	70	27	58	98
기초 현금	103	100	169	196	254
기말 현금	100	169	196	254	352
NOPLAT	123	53	122	159	196
FCF	59	18	29	65	107

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

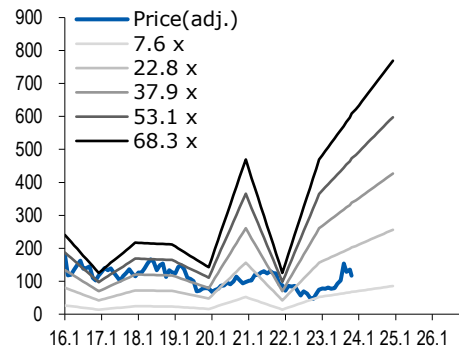
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	792	737	840	994	1,177
현금및현금성자산	100	169	196	254	352
매출채권 및 기타채권	364	318	360	415	462
재고자산	224	202	230	264	295
비유동자산	620	659	676	682	676
유형자산	471	491	503	500	487
관계기업등 지분관련자산	20	38	43	50	56
기타투자자산	33	31	35	38	42
자산총계	1,412	1,396	1,517	1,676	1,853
유동부채	788	812	854	907	953
매입채무 및 기타채무	289	257	292	337	375
단기차입금	364	434	434	434	434
유동성장기부채	72	70	70	70	70
비유동부채	159	140	159	179	198
장기차입금	45	21	18	16	15
사채	51	36	51	65	77
부채총계	947	952	1,013	1,086	1,151
지배지분	561	581	661	759	881
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	292	287	287	287	287
이익잉여금	248	268	346	442	563
비지배지분	-96	-137	-157	-168	-179
자본총계	465	444	504	590	702
순차입금	378	423	408	362	276
총차입금	564	608	622	636	649

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	6,880	1,837	6,873	9,098	11,256	
BPS	49,474	51,220	58,230	66,867	77,661	
EBITDAPS	16,120	9,860	16,047	19,166	22,189	
SPS	147,101	140,986	160,174	184,334	205,586	
DPS	550	0	600	600	650	
PER	17.1	37.2	17.0	12.8	10.4	
PBR	2.4	1.3	2.0	1.7	1.5	
EV/EBITDA	8.9	9.5	8.7	7.0	5.7	
PSR	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	15.1	0.5	13.6	15.1	11.5	
영업이익 증가율 (%)	84.0	-56.7	130.5	29.7	23.1	
지배순이익 증가율 (%)	248.2	-72.0	274.2	32.4	23.7	
매출총이익률 (%)	17.4	12.8	16.5	16.6	16.9	
영업이익률 (%)	7.7	3.3	6.7	7.6	8.4	
지배순이익률 (%)	4.7	1.3	4.3	4.9	5.5	
EBITDA 마진 (%)	11.0	7.0	10.0	10.4	10.8	
ROIC	7.0	-17.9	8.7	13.8	16.3	
ROA	5.7	1.5	5.4	6.5	7.2	
ROE	16.5	3.6	12.6	14.6	15.6	
부채비율 (%)	203.4	214.3	201.1	183.9	163.9	
순차입금/자기자본 (%)	67.3	72.7	61.7	47.8	31.3	
영업이익/금융비용 (배)	7.0	2.5	5.6	7.1	8.5	

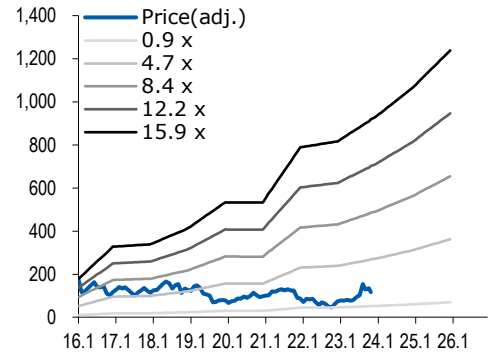
P/E band chart

(천원)



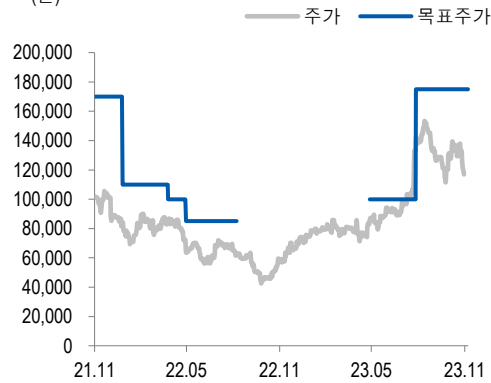
P/B band chart

(천원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	175,000	1년		
2023-08-14	BUY	175,000	1년		
2023-05-15	BUY	100,000	1년	-6.47	33.10
	담당자변경				
2022-05-17	BUY	85,000	1년	-23.89	-15.29
2022-04-12	BUY	100,000	1년	-18.39	-13.20
2022-01-12	BUY	110,000	1년	-26.26	-18.18
2021-11-11	BUY	170,000	1년	-43.83	-37.35

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 **자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상** 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 **자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한** 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.