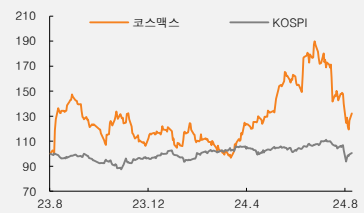


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 180,000원
현재주가(24/8/12)	137,800원
상승여력	30.6%

영업이익(24F, 십억원)	176
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	197
EPS 성장률(24F, %)	69.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.2
P/E(24F, x)	16.1
MKT P/E(24F, x)	10.1
KOSPI	2,618.30
시가총액(십억원)	1,564
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	72.0
외국인 보유비중(%)	33.1
베타(12M) 일간수익률	0.15
52주 최저가(원)	100,800
52주 최고가(원)	197,800
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-23.5 19.1 3.5
상대주가	-16.6 19.2 2.5



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

192820 · 화장품

## 코스맥스

## 또 비용 노이즈

## 2Q24 Review: 대손, 인건비 증가

코스맥스의 2Q24 실적은 매출액 5,515억원(YoY +15%), 영업이익 467억원(YoY +2%)로 시장 기대치를 하회했다. 국내 매출 호조에도 불구하고 중국 부진 및 비용 증가로 인해 이익이 거의 증가하지 못했다. 국내 영업이익률이 9.9% 그친 점이 특히 아쉽다.

국내에는 매출이 YoY +25% 고성장이며 업황 호조와 궤를 같이 하였다. 다만 매출 증가에도 불구하고 영업이익률이 9.9%로 전년비 -1%p 하락했다. 대손상각비 97억 원 반영된 영향이다. 일부 고객사 채권 회수가 지연되면서 경상적 수준보다 비용 인식이 컸다(전년 동기 대손 환입 22억원→금번 분기 경상 대손 77억원, 비경상 대손 20억원).

중국은 YoY -4% 매출 하락한 영향으로 두 자릿수 감익한 것으로 추정된다. 대손상각비 12억원 인식하였고, 영업 인력 확충으로 인해 인건비도 15억원 확대되었다.

미국은 고베이스 영향으로 매출 YoY -6% 하락했으나 적자는 꾸준히 축소 중이다. 동남아도 양 법인 모두 매출 고성장과 수익성 개선 흐름이 지속되었다.

## 물 들어오는데 노를 못 젓네

동사는 경쟁사 대비 규모 있는 실적 체력과 높은 성장률이 주요 투자포인트로 소구되어 왔다. 성장 과정에서 대손, 운전자본 이슈 등이 대두되기도 했으나, 1위 사업자라는 경쟁력을 근거로 실적 노이즈를 방어해왔다. 하지만 최근 업황 강세가 이어지면서 경쟁사들의 추격이 무섭다. 주요 경쟁사인 한국콜마가 금번 분기 국내 영업이익을 추월했고(코스맥스 345억원 vs 한국콜마 404억원), 후발주자 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널이 폭발적인 외형 성장에 힘입어 이익 체력을 가파르게 개선시키고 있다(코스맥스/코스메카/씨앤씨 2024F 매출 성장률: 18% vs 20% vs 51%, 2024F OPM: 8.4% vs 12.7% vs 15.1%).

금번 분기 가장 부담이 컸던 대손 관련하여 사측은 향후 손실 비율에 대해 전망하기 어렵다는 입장이다. 비용 리스크를 감내하기에는 대안이 많아졌다. 비용 발생 가능성을 감안해 경쟁사들 대비 완만한 영업 레버리지를 가정, 추정치와 목표주가를 하향한다(24만원→18만원). 업종 내 투자 매력도도 후순위로 제시한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,600	1,777	2,095	2,322	2,532
영업이익 (십억원)	53	116	176	203	227
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.4	8.7	9.0
순이익 (십억원)	21	57	97	111	124
EPS (원)	1,837	5,034	8,554	9,745	10,921
ROE (%)	3.6	12.1	23.6	21.6	19.8
P/E (배)	40.3	25.1	16.1	14.1	12.6
P/B (배)	1.4	4.0	3.4	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 코스맥스 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,591	1,600	1,777	2,095	2,322	2,532
국내	853	854	1,058	1,314	1,488	1,638
중국	631	557	547	573	604	642
상해	491	432	400	397	397	407
광저우	141	118	141	187	220	248
미국	133	164	140	150	157	166
동남아	59	87	111	143	171	199
영업이익	123	53	116	176	203	227
국내	78	43	95	130	148	164
중국	88	57	39	37	42	45
미국	(47)	(43)	(32)	(7)	(5)	(4)
동남아	2	(1)	8	16	19	22
세전이익	78	6	84	140	166	189
당기순이익	34	(16)	38	91	108	123
지배주주순이익	74	21	57	97	110	124
영업이익률(%)	7.7	3.3	6.5	8.4	8.8	9.0
국내	9.1	5.0	9.0	9.9	9.9	10.0
중국	13.9	10.2	7.1	6.5	6.9	7.1
미국	(35.4)	(26.3)	(23.0)	(4.5)	(3.5)	(2.5)
동남아	4.1	(1.3)	7.4	11.2	11.2	11.2
매출액 (YoY %)	15.1	0.5	11.1	17.8	10.8	9.1
국내	11.5	0.1	23.8	24.2	13.2	10.1
중국	38.4	(11.8)	(1.7)	4.6	5.5	6.2
상해	44.6	(12.0)	(7.5)	(0.6)	(0.0)	2.4
광저우	9.5	(15.8)	18.8	33.2	17.3	12.9
미국	(20.1)	23.6	(14.8)	7.0	4.9	6.0
동남아	15.6	46.5	28.7	28.8	19.1	16.3
영업이익 (YoY %)	84.0	(56.7)	117.9	51.9	15.7	11.4
국내	17.7	(44.6)	121.4	36.9	13.8	10.7
중국	143.1	(35.0)	(32.3)	(3.1)	10.9	9.0
미국	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
동남아	(58.6)	적자전환	흑자전환	94.1	19.6	16.1
순이익 (YoY %)	흑자전환	적자전환	흑자전환	140.9	18.3	13.8

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	403	479	458	437	1,777	527	552	516	501	2,095
국내	243	278	288	248	1,058	315	348	333	317	1,314
중국	122	154	124	148	547	157	148	129	139	573
상해	92	112	86	111	400	108	98	86	106	397
광저우	30	40	37	34	141	47	50	45	46	187
미국	27	38	37	38	140	39	36	37	38	150
동남아	24	28	30	30	111	34	36	37	37	143
영업이익	14	46	33	23	116	45	47	45	39	176
국내	13	30	26	26	95	30	35	32	34	130
중국	9	18	8	4	39	13	8	9	7	37
미국	(9)	(7)	(8)	(8)	(32)	(1)	(2)	(2)	(2)	(7)
동남아	3	2	1	2	8	4	4	4	4	16
세전이익	10	37	27	10	84	34	52	36	18	140
당기순이익	1	27	11	(1)	38	20	35	25	12	91
지배주주순이익	7	30	15	5	57	19	34	30	15	97
영업이익률(%)	3.4	9.6	7.3	5.2	6.5	8.6	8.5	8.7	7.7	8.4
국내	5.3	10.9	9.0	10.4	9.0	9.5	9.9	9.5	10.7	9.9
중국	7.0	11.7	6.6	2.6	7.1	8.4	5.7	7.2	4.8	6.5
미국	(35.0)	(19.0)	(21.5)	(19.9)	(23.0)	(3.0)	(4.5)	(5.2)	(5.4)	(4.5)
동남아	13.7	6.8	4.0	6.2	7.4	12.0	11.5	10.6	10.5	11.2
매출액 (YoY %)	1.4	18.3	15.5	9.0	11.1	30.6	15.1	12.5	14.7	17.8
국내	18.6	23.4	39.3	14.4	23.8	29.6	25.1	15.5	28.1	24.2
중국	(17.8)	12.0	(7.5)	7.8	(1.7)	28.6	(4.0)	4.1	(5.8)	4.6
상해	(24.9)	4.1	(17.0)	11.0	(7.5)	17.6	(12.9)	1.0	(4.6)	(0.6)
광저우	27.5	11.0	17.5	23.2	18.8	57.6	23.8	22.0	35.2	33.2
미국	(39.1)	(0.6)	(17.6)	3.3	(14.8)	43.2	(5.5)	0.5	0.0	7.0
동남아	78.7	88.4	92.3	93.5	88.5	38.3	29.8	23.3	25.5	28.8
영업이익 (YoY %)	0.5	167.3	68.7	842.0	117.9	229.1	1.4	35.1	71.5	51.9
국내	34.0	63.4	120.5	789.7	121.4	131.2	13.5	22.5	31.4	36.9
중국	(49.3)	12.3	(38.3)	(64.3)	(32.3)	53.6	(53.5)	13.6	70.7	(3.1)
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
동남아	313.2	흑전	276.3	흑전	흑전	21.1	120.3	225.4	114.2	94.1
순이익 (YoY %)	(93.0)	414.4	60.8	적전	흑전	2654.3	28.9	126.9	흑전	140.9

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	9,237	
Target PER(배)	20	
적정 주가	184,750	
목표 주가	180,000	
현재 주가	137,800	
상승 여력(%)	30.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,777	2,095	2,322	2,532
매출원가	1,484	1,704	1,886	2,055
매출총이익	293	391	436	477
판매비와관리비	178	215	232	251
조정영업이익	116	176	203	227
영업이익	116	176	203	227
비영업손익	-32	-36	-37	-38
금융손익	-26	-37	-34	-32
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	84	140	166	189
계속사업법인세비용	46	49	58	66
계속사업이익	38	91	108	123
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	38	91	108	123
지배주주	57	97	111	124
비지배주주	-19	-6	-3	-1
총포괄이익	29	102	108	123
지배주주	51	102	108	122
비지배주주	-22	0	0	0
EBITDA	175	242	273	297
FCF	145	80	80	115
EBITDA 마진율 (%)	9.8	11.6	11.8	11.7
영업이익률 (%)	6.5	8.4	8.7	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	4.6	4.8	4.9

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	822	783	874	1,032
현금 및 현금성자산	257	191	222	323
매출채권 및 기타채권	281	296	327	357
재고자산	218	227	252	275
기타유동자산	66	69	73	77
비유동자산	735	925	964	983
관계기업투자등	36	42	46	50
유형자산	547	718	752	765
무형자산	54	54	50	48
자산총계	1,557	1,707	1,838	2,015
유동부채	874	966	987	1,039
매입채무 및 기타채무	313	376	417	454
단기금융부채	454	468	434	436
기타유동부채	107	122	136	149
비유동부채	325	256	264	272
장기금융부채	259	180	180	180
기타비유동부채	66	76	84	92
부채총계	1,199	1,222	1,251	1,310
지배주주지분	363	460	565	683
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	313	404	509	628
비지배주주지분	-4	25	22	21
자본총계	359	485	587	704

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	231	203	180	195
당기순이익	38	91	108	123
비현금수익비용가감	161	159	161	168
유형자산감가상각비	56	62	66	67
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	101	93	92	98
영업활동으로인한자산및부채의변동	79	22	3	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	8	-16	-31	-29
재고자산 감소(증가)	-15	-1	-25	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	37	31	29
법인세납부	-26	-37	-58	-66
투자활동으로 인한 현금흐름	-104	-118	-106	-87
유형자산처분(취득)	-81	-122	-100	-80
무형자산감소(증가)	-4	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-17	-7	-6	-6
기타투자활동	-2	12	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-39	-110	-39	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	105	-65	-33	2
자본의 증가(감소)	-258	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-6	-6
기타재무활동	114	-45	0	0
현금의 증가	88	-66	31	100
기초현금	169	257	191	222
기말현금	257	191	222	323

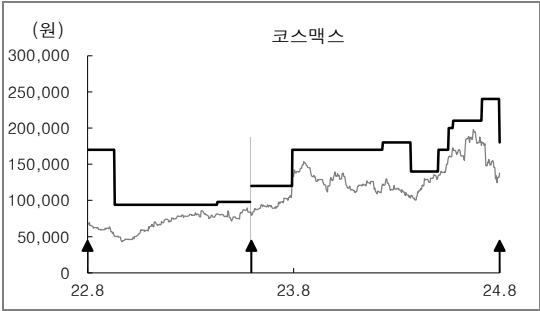
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	25.1	16.1	14.1	12.6
P/CF (x)	7.2	6.3	5.8	5.4
P/B (x)	4.0	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	10.7	8.3	7.1	6.2
EPS (원)	5,034	8,554	9,745	10,921
CFPS (원)	17,550	22,023	23,728	25,617
BPS (원)	31,968	40,615	49,860	60,281
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	15.0	6.2	5.3	4.6
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	11.1	17.8	10.8	9.1
EBITDA증가율 (%)	56.5	38.4	12.5	8.8
조정영업이익증가율 (%)	117.9	51.9	15.7	11.4
EPS증가율 (%)	174.1	69.9	13.9	12.1
매출채권 회전율 (회)	6.2	7.5	7.7	7.7
재고자산 회전율 (회)	8.5	9.4	9.7	9.6
매입채무 회전율 (회)	7.1	6.4	6.2	6.1
ROA (%)	2.6	5.6	6.1	6.4
ROE (%)	12.1	23.6	21.6	19.8
ROIC (%)	6.8	14.4	15.4	16.6
부채비율 (%)	334.3	251.8	212.9	186.0
유동비율 (%)	94.0	81.0	88.6	99.3
순차입금/자기자본 (%)	123.2	85.9	59.8	35.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	4.3	5.4	6.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2024.08.13	매수	180,000	-	-
2024.07.12	매수	240,000	-37.03	-25.63
2024.05.22	매수	210,000	-15.67	-5.81
2024.05.14	매수	200,000	-17.64	-13.80
2024.04.26	매수	170,000	-16.24	-7.24
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

투자의견 분류 및 적용기준

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(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.