

코스맥스 (192820)

가벼워진 체력으로 시작하는 2024년

국내법인 2024년에도 해외 및 내수고객 양호한 오더 흐름 예상

한국법인은 2024년 1분기 전년 동기 대비 23% 매출 성장이 예상된다. 23년에 이어 1분기에 일본 수출 비중이 높은 기존 고객사들 오더 증가와 신규 수출 고객사들 유입이 지속될 것으로 기대된다. 또한 글로벌 브랜드 고객사 직수출 오더도 견고한 흐름을 보여주고 있어 1분기에도 전년과 같은 성장세가 이어질 것으로 전망된다. 카테고리별로는 기초, 색조 모두 오더 흐름이 모두 양호하지만 립, 파운데이션 등의 색조 오더가 확대될 것으로 보인다. 이와 더불어 2023년도에 발생했던 파우더 설비 부족 현상은 평택 제2공장이 1월 초부터 가동이 본격화되면서 해소되었다.

중국 영업조직 재정비, 1분기 잇센 JV 연결 실적 반영 예상

2023년 중국 상하이 법인 매출액은 중국 소비심리 부진으로 전년 대비 8% 역성장하였다. 동사는 중국 법인 정상화를 위해 4분기 중국 법인 영업조직을 재정비하여 공격적인 영업을 전개하였다. 온라인 인기 브랜드 중에서 거래가 없었던 고객사, 스타트업 고객사 위주로 신규 매출 확보하고 있다. 일부 고객사는 1분기부터 중국 상해 법인의 탑 20위권으로 진입할 것으로 파악된다. 올해부터 중국법인 연결 실적으로 반영되는 잇센 JV 연간 매출액은 500억원 예상된다. 2024년 코스맥스 이스트 법인은 매출액 7,000억원(+29% YoY)이 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 160,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 2023년 4분기 실적을 반영하여 목표주가를 16만원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 16배(화장품 평균)를 적용하였다. 주가는 2023년 10월부터 4분기 실적 부진이 예고되면서 고점 대비 23% 하락하였다. 2023년 4분기 영업이익이 시장기대치(340억원)를 51% 하회하였음에도 불구하고 실적 발표 다음날 주가는 2024년 1분기 실적에 대한 기대감으로 3.3% 상승하였다. 실적 기여도가 높은 국내, 중국 법인 전년 대비 턴어라운드에 힘입어 올해에도 화장품주 중에서 가장 높은 성장이 기대된다. 화장품주 최선호주를 유지한다.



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **160,000원 (D)**

현재주가 (3/8) **106,700원**

상승여력 **50%**

시가총액	12,110억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	100억원
60일 평균 거래량	86,145주
52주 고/저	153,500원 / 71,400원
외인지분율	28.17%
배당수익률	0.00%
주요주주	코스맥스비티아이 외 16인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.8)	(11.8)	31.6
상대	(9.8)	(17.2)	19.4
절대 (달러환산)	(7.2)	(12.7)	31.7

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	15,915	16,001	17,775	22,000
영업이익	1,226	531	1,157	1,700
지배순이익	744	208	571	1,020
PER	17.1	37.2	25.1	11.9
PBR	2.4	1.3	2.2	1.6
EV/EBITDA	8.9	9.5	9.8	6.5
ROE	16.5	3.6	9.4	14.7

자료: 유안타증권

[표 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24E	2Q.24E	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	4,033	4,793	4,583	4,367	17,775	4,940	5,640	5,950	5,470	22,000
코스맥스[별도]	2,434	2,783	2,880	2,479	10,576	3,000	3,300	3,400	3,100	12,800
코스맥스 이스트	1,224	1,538	1,237	1,475	5,474	1,420	1,780	2,000	1,850	7,000
상하이 법인	915	1,119	855	1,108	3,997	1,100	1,350	1,200	1,350	5,000
광저우 법인	297	400	369	340	1,406	320	430	600	700	2,000
광저우	297	400	369	340	1,406	320	430	400	350	1,500
잇센 JV	-	-	-	-	-	-	-	200	300	500
코스맥스 웨스트	271	381	369	378	1,399	380	430	420	400	1,630
코스맥스 인도네시아	192	207	234	225	858	240	260	280	320	1,100
코스맥스 타이랜드	51	68	66	71	256	80	90	100	80	350
연결 매출액 조정	-139	-184	-203	-261	-788	-180	-220	-250	-280	-930
YoY	1	18	15	9	11	23	18	30	25	24
코스맥스[별도]	19	23	39	14	24	23	19	18	25	21
코스맥스 이스트	-18	12	-8	8	-2	16	16	62	25	29
상하이 법인	-29	-2	-20	11	-8	20	21	40	22	25
광저우 법인	27	11	18	23	19	8	8	63	106	46
코스맥스 웨스트	-39	0	-18	3	-15	40	13	14	6	17
코스맥스 인도네시아	34	41	26	14	27	25	26	20	42	28
코스맥스 타이랜드	82	100	-3	9	31	57	32	52	13	37
영업이익	138	460	333	225	1,157	340	540	450	370	1,700
코스맥스[별도]	130	304	258	175	868	255	355	340	250	1,200
해외 자회사	8	157	75	50	289	85	185	110	120	500
영업이익률	3.4	9.6	7.3	5.2	6.5	6.9	9.6	7.6	6.8	7.7
코스맥스[별도]	3.2	6.3	5.6	4.0	4.9	5.2	6.3	5.7	4.6	5.5
해외 자회사	0.2	3.3	1.6	1.1	1.6	1.7	3.3	1.8	2.2	2.3

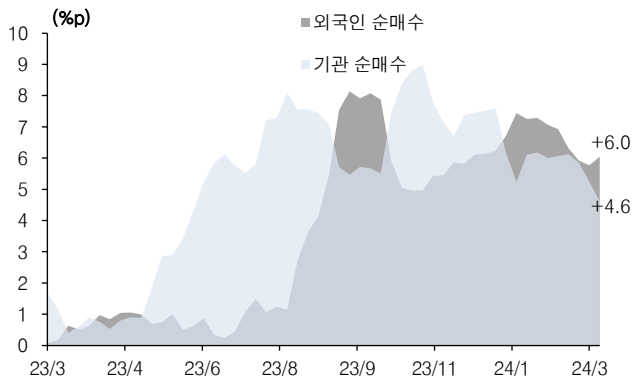
자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 코스맥스 목표주가 산정 PER Mutiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,020	1,290	
주식수 (만주)	1,135	1,135	
EPS (원)	8,987	11,366	
적정 PER (배)	16	16	화장품 업종 평균 PER
적정주가 (원)	143,795	181,858	상승여력 50%

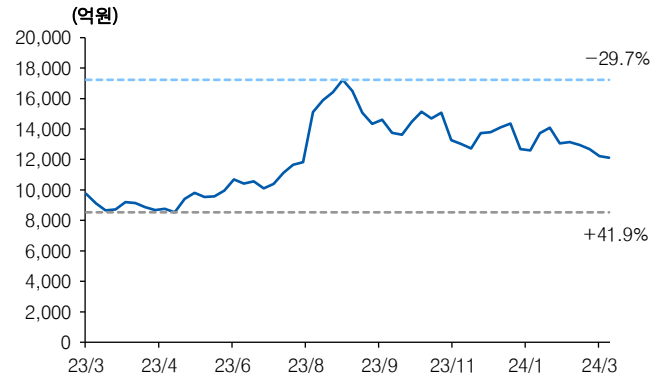
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



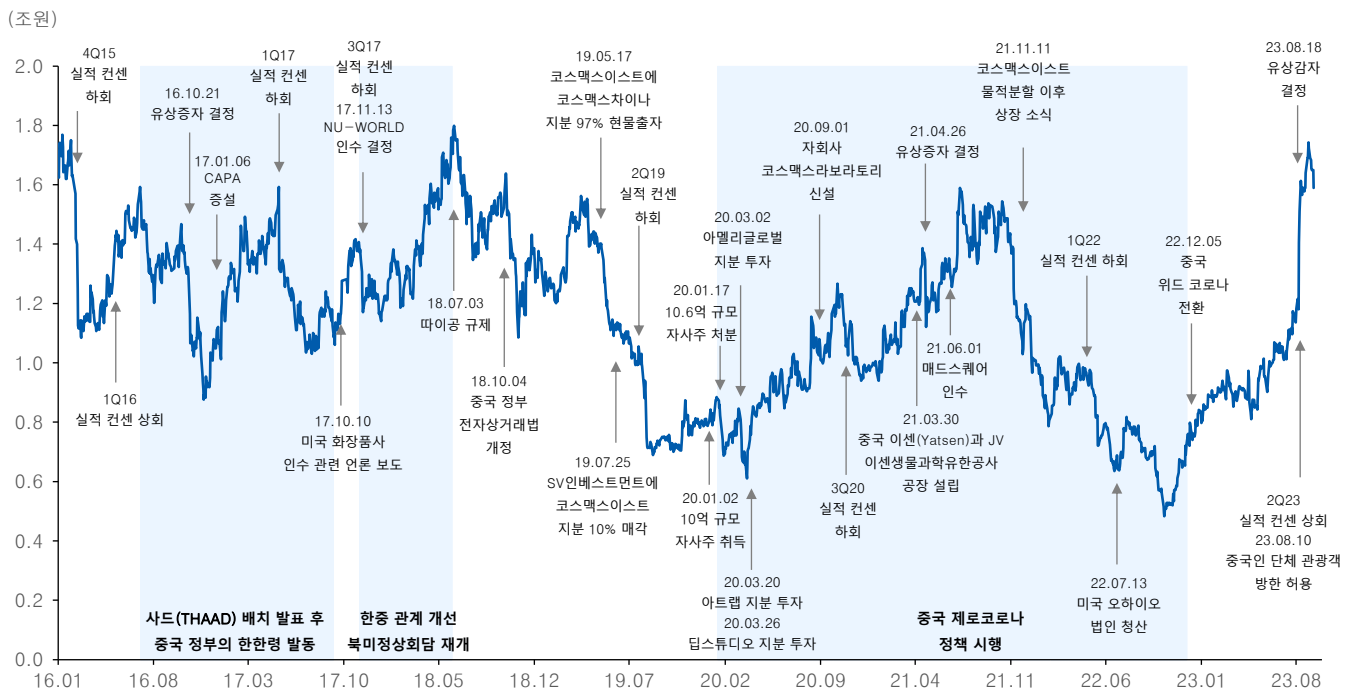
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 시가총액과 최고/최저가 대비 현재가 괴리율



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 코스맥스 주요 이벤트



자료: Quantiwise, 언론사, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	15,915	16,001	17,775	22,000	24,350
매출원가	13,140	13,949	14,839	18,100	19,900
매출총이익	2,775	2,053	2,936	3,900	4,450
판매비	1,549	1,522	1,780	2,200	2,350
영업이익	1,226	531	1,157	1,700	2,100
EBITDA	1,744	1,119	1,745	2,288	2,688
영업외손익	-443	-469	-314	-351	-360
외환관련손익	43	-9	0	0	0
이자손익	-136	-185	-194	-195	-180
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-351	-275	-121	-156	-181
법인세비용차감전순이익	783	62	842	1,349	1,740
법인세비용	439	226	465	440	480
계속사업순이익	343	-164	378	910	1,260
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	343	-164	378	910	1,260
지배지분순이익	744	208	571	1,020	1,290
포괄순이익	613	-149	393	925	1,275
지배지분포괄이익	1,074	318	-837	-1,970	-2,716

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,000	1,025	820	448	1,441
당기순이익	343	-164	378	910	1,260
감가상각비	485	549	549	549	549
외환손익	-11	52	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-408	282	-597	-1,502	-859
기타현금흐름	591	307	491	491	491
투자활동 현금흐름	-1,437	-313	-825	-776	-532
투자자산	-987	576	-67	-160	-89
유형자산 증가 (CAPEX)	-408	-842	-700	-550	-400
유형자산 감소	17	16	15	22	33
기타현금흐름	-59	-63	-73	-87	-76
재무활동 현금흐름	325	35	-274	-254	-1,269
단기차입금	-126	706	15	35	-981
사채 및 장기차입금	-367	-263	0	0	0
자본	1,110	-57	0	0	0
현금배당	0	-63	0	0	0
기타현금흐름	-292	-289	-289	-289	-289
연결범위변동 등 기타	85	-52	278	467	184
현금의 증감	-27	696	-1	-115	-177
기초 현금	1,025	998	1,694	1,693	1,578
기말 현금	998	1,694	1,693	1,578	1,401
NOPLAT	1,226	531	1,157	1,700	2,100
FCF	593	184	120	-102	1,041

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

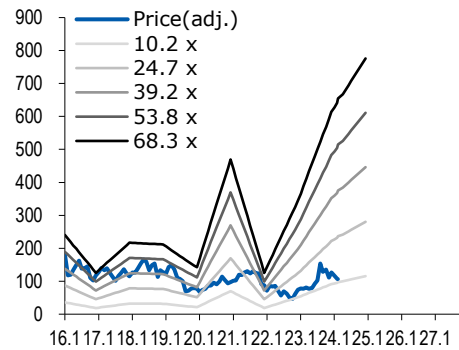
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,922	7,372	7,996	9,364	10,012
현금및현금성자산	998	1,691	1,693	1,578	1,401
매출채권 및 기타채권	3,638	3,178	3,530	4,369	4,836
재고자산	2,236	2,023	2,247	2,781	3,078
비유동자산	6,197	6,593	6,757	6,858	6,726
유형자산	4,712	4,906	5,041	5,020	4,838
관계기업 등 지분관련자산	202	382	425	526	582
기타투자자산	330	314	339	399	432
자산총계	14,119	13,965	14,754	16,222	16,738
유동부채	7,877	8,120	8,461	8,875	8,043
매입채무 및 기타채무	2,886	2,574	2,859	3,138	3,232
단기차입금	3,636	4,340	4,340	4,340	3,340
유동성장기부채	719	698	698	698	698
비유동부채	1,589	1,402	1,457	1,587	1,660
장기차입금	448	208	208	208	208
사채	514	365	365	365	365
부채총계	9,465	9,522	9,918	10,462	9,703
지배지분	5,613	5,811	6,397	7,432	8,738
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	2,925	2,868	2,868	2,868	2,868
이익잉여금	2,481	2,675	3,246	4,266	5,556
비지배지분	-959	-1,369	-1,562	-1,672	-1,702
자본총계	4,654	4,442	4,835	5,760	7,035
순차입금	3,775	4,226	4,228	4,352	3,534
총차입금	5,635	6,079	6,093	6,128	5,147

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	6,880	1,837	5,030	8,984	11,365
BPS	49,474	51,220	56,387	65,509	77,012
EBITDAPS	16,120	9,860	15,371	20,160	23,685
SPS	147,101	140,986	156,615	193,841	214,547
DPS	550	0	0	0	0
PER	17.1	37.2	25.1	11.9	9.4
PBR	2.4	1.3	2.2	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.9	9.5	9.8	6.5	5.2
PSR	0.8	0.5	0.8	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	15.1	0.5	11.1	23.8	10.7
영업이익 증가율 (%)	84.0	-56.7	117.8	47.0	23.5
지배순이익 증가율 (%)	248.2	-72.0	173.8	78.6	26.5
매출총이익률 (%)	17.4	12.8	16.5	17.7	18.3
영업이익률 (%)	7.7	3.3	6.5	7.7	8.6
지배순이익률 (%)	4.7	1.3	3.2	4.6	5.3
EBITDA 마진 (%)	11.0	7.0	9.8	10.4	11.0
ROIC	7.0	-17.9	6.4	12.9	15.9
ROA	5.7	1.5	4.0	6.6	7.8
ROE	16.5	3.6	9.4	14.7	16.0
부채비율 (%)	203.4	214.3	205.1	181.6	137.9
순차입금/자기자본 (%)	67.3	72.7	66.1	58.6	40.4
영업이익/금융비용 (배)	7.0	2.5	5.3	7.8	10.4

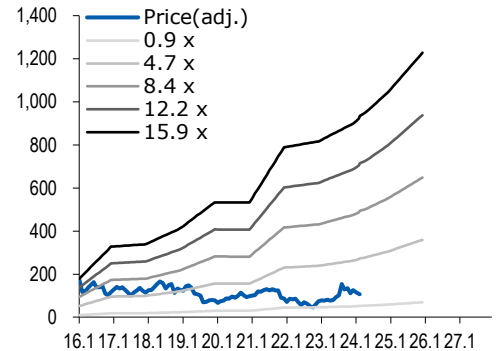
P/E band chart

(천원)



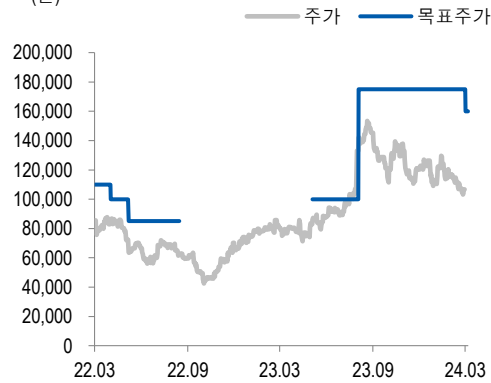
P/B band chart

(천원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-11	BUY	160,000	1년		
2023-08-14	BUY	175,000	1년	-28.85	-12.29
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

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)	86.3
Hold(중립)	13.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-11

※ 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.