



BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(11.13) 126,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,403.76
52주 최고/최저(원)	153,500/53,900
시가총액(십억원)	1,439.1
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	11,349.5
60일 평균 거래량(천주)	151.0
60일 평균 거래대금(십억원)	20.4
외국인지분율(%)	28.31
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비타이 외 17 인	26.26
국민연금공단	12.61

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,817.7	2,077.8
영업이익(십억원)	133.0	177.0
순이익(십억원)	68.8	105.0
EPS(원)	7,798	10,356
BPS(원)	59,046	68,698

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,794.9	2,052.5
영업이익	122.6	53.1	121.2	177.0
세전이익	78.3	6.2	92.5	153.8
순이익	74.4	20.8	69.7	125.3
EPS	6,880	1,837	6,144	11,037
증감율	230.45	(73.30)	234.46	79.64
PER	12.70	40.34	20.64	11.49
PBR	1.77	1.45	2.23	1.86
EV/EBITDA	7.30	10.07	6.55	4.58
ROE	16.46	3.65	11.38	17.67
BPS	49,483	51,229	56,827	68,155
DPS	550	0	0	0



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 14일 | 기업분석_Earnings Review

코스맥스 (192820)

구조적 성장 초입, 모멘텀 불변

3Q23 Review: 일회성 비용 감안, 컨센서스 상회

코스맥스의 3분기 실적은 연결 매출 4,583억원(YoY+16%, LFL+23%), 영업이익 333억원(YoY+69%, 영업이익률 7%)으로 상회된 컨센서스(매출 4.6천억원, 영업이익 342억원)를 소폭 하회했다. 국내 호실적에 기인 인센티브 지급, 보수적 회계처리(국내/중국 매출채권 충당금 합산 50억원 반영) 등의 일회성이 존재했다. 이를 감안 시, 컨센서스를 넘어서는 성과로 판단한다. 법인별로 성과가 상이했는데, ‘국내/동남아는 견조, 미국/중국은 아쉬운’으로 요약된다. 국내가 역대 최대 실적 기록하며 업황 호조 환경을 온전히 누렸다.

3분기 국내/중국/미국/동남아 매출 성장률은 전년동기비 각각 +39%/-8%/-18%/+20% 달성했다. 특히 국내가 독보적이었다. ▶**국내(별도)**는 매출 2,880억원(YoY+39%), 영업이익 258억원(YoY+121%, 영업이익률 9%)으로 분기 사상 최대 매출 기록했다. H&B/온라인 시장 기여도 확대로 동사는 ‘고객 다변화 + 내수 점유율 상승’의 구조적 성장 중이며, 브랜드사의 ‘비중국 수출 증가’가 더해지며 해외 확장성(직수출 비중 20% 중반, 수출 증가율 약 70% 기록)이 추가되고 있다. 이에 따라 주요 고객사의 규모가 확대 중이다(Top 20 사 매출 비중 약 70%, 성장률 35% 기록). 매출채권 충당금 일부 반영되었으나, 높은 수준의 가동률(외형 확대), 믹스 개선 등으로 이익률은 9%(+3%p yoy) 시현했다. 다만 순이익은 67억원(YoY-69%)에 그쳤는데, 미국법인 대여금 대손상각비(157억원), 태국법인 손상차손(33억원), 법인세(146억원 인식) 등의 영향이다. ▶**중국(이스트)**은 매출 1.2천억원(YoY-8%) 기록했다. 상해(YoY-17%)는 소비 부진, 광군제 물량이 10월에 집중된 영향이며, 광저우(YoY+18%)는 잇센JV로 물량이 40% 이관되었으나, 신규 고객 확보로 견조한 실적 기록했다. 순이익은 46억원으로 전년동기비 38% 감소했는데, 매출 감소에 따른 수익성 하락/매출채권 충당금 인식, 영업 외에 잇센JV 비용(약 10억원 추정) 등이 반영된 영향이다. ▶**미국(웨스트)**는 매출 369억원(YoY-18%, LFL+80%), 순손실 125억원(적자확대) 기록했다. 인디 고객사의 물량 증가는 고무적이거나, 매각에 따른 컨설팅 비용/이자비용 부담 확대/매각예정 자산 손상차손(10억원, 오하이오법인) 등으로 손실 지속되었다.

구조적 성장 초입, 모멘텀 불변

코스맥스를 대표로 국내 ODM사의 호실적은 ‘고객군 확대+내수 점유율 상승+비중국 확장’에서 비롯되었다. 특히 국내 ODM사의 제품 개발 및 생산 기술은 ‘글로벌 1위’이다. 미국/일본 등에서 Made in Korea를 주목하고 있으며, 구조적 확장 기대된다. 한편 당사는 2023년 200만 명, 2024년 600만 명 유입을 예상하는데, 2024년은 관광객 증가에 따른 수주 증가가 거셀 것으로 판단한다. ‘해외 확장+인바운드 유입’ 등으로 ODM사의 구조적 성장 초입 환경으로 판단하며, ODM 최선후주 코스맥스 유지, 목표주가 18만원 유지한다.

도표 1. 코스맥스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
연결 매출액	397.9	405.0	396.8	400.5	403.3	479.3	458.3	454.1	1,382.9	1,591.5	1,599.4	1,794.9	2,052.5
코스맥스코리아	205.1	225.5	206.7	216.7	243.4	278.3	288.0	260.0	765.4	853.2	854.0	1,069.6	1,200.9
코스맥스이스트(중국)	148.9	137.3	133.8	136.8	122.4	153.8	123.7	141.5	456.0	631.0	556.8	541.4	587.9
코스맥스상해	121.8	107.5	103.0	99.8	91.5	111.9	85.5	109.8	337.1	490.8	432.1	398.7	440.9
코스맥스광저우	23.3	36.0	31.4	27.6	29.7	40.0	36.9	31.7	128.4	140.6	118.3	138.3	147.0
코스맥스웨스트(미국)	45.2	38.0	44.8	36.6	27.1	38.1	36.9	38.0	166.4	132.0	163.9	140.1	180.6
코스맥스인도네시아	14.3	14.4	18.3	19.7	19.2	20.7	23.4	23.6	31.0	39.2	66.7	86.9	104.3
코스맥스태국	2.8	3.4	6.8	6.5	5.1	6.8	6.6	7.2	20.1	19.9	19.4	25.7	30.8
%YoY 연결 매출액	15%	-6%	0%	-5%	1%	18%	16%	13%	4%	15%	0%	12%	14%
코스맥스코리아	9%	-2%	-5%	0%	19%	23%	39%	20%	4%	11%	0%	25%	12%
코스맥스이스트	15%	-20%	-9%	-25%	-18%	12%	-8%	3%	-3%	38%	-12%	-3%	9%
코스맥스상해	23%	-21%	-11%	-29%	-25%	4%	-17%	10%	-9%	46%	-12%	-8%	11%
코스맥스광저우	-31%	-1%	-7%	-25%	27%	11%	18%	15%	17%	9%	-16%	17%	6%
코스맥스웨스트	44%	12%	25%	19%	-39%	0%	-18%	4%	4%	-21%	24%	-15%	29%
코스맥스인도네시아	101%	44%	65%	79%	34%	44%	28%	20%	-21%	27%	70%	30%	20%
코스맥스태국	-57%	-26%	50%	51%	84%	100%	-2%	10%	13%	-1%	-2%	32%	20%
연결 영업이익	13.7	17.2	19.7	2.4	13.8	46.1	33.3	28.1	66.6	122.6	53.1	121.2	177.0
코스맥스코리아	9.7	18.6	11.7	2.9	13.0	30.4	25.8	20.8	65.9	77.6	42.9	90.0	122.1
해외 및 조정	4.1	-1.4	8.1	-0.5	0.8	15.7	7.5	7.3	0.8	45.0	10.3	31.2	54.9
%YoY 영업이익	-41%	-61%	-21%	-92%	1%	167%	69%	1074%	23%	84%	-57%	128%	46%
코스맥스코리아	-39%	-9%	-43%	-86%	35%	63%	121%	612%	64%	18%	-45%	110%	36%
해외 및 조정	-45%	적전	86%	적전	-81%	흑전	-7%	흑전	-94%	5596%	-77%	204%	76%
연결 순이익	10.2	5.3	6.8	-38.7	0.7	27.4	10.9	14.0	-29.1	34.3	-16.5	52.9	116.9
코스맥스코리아	10.4	23.2	21.8	-155.9	22.7	8.6	6.7	15.6	-34.6	20.5	-100.6	53.7	93.7
코스맥스이스트	10.7	10.8	7.4	-28.9	3.6	10.9	4.6	7.2	23.7	75.2	-0.4	37.0	38.1
코스맥스상해	12.2	9.4	7.9	6.6	3.4	7.7	2.2	7.9	11.1	61.3	36.1	21.2	31.0
코스맥스광저우	2.9	5.1	3.7	1.9	3.8	6.6	4.1	1.3	12.6	13.9	13.5	15.8	7.1
코스맥스웨스트	-14.0	-15.3	-11.3	-43.1	-13.2	-10.4	-12.5	-8.0	-58.5	-73.3	-86.6	-44.1	-20.0
코스맥스인도네시아	1.4	0.2	0.3	-0.4	3.4	1.3	0.9	1.5	1.4	1.1	1.4	7.1	8.7
코스맥스태국	-1.3	-2.2	-1.4	1.1	-4.0	-0.5	-0.4	0.2	-3.1	-4.8	-3.9	-4.7	1.0
%YoY 순이익	4%	-80%	흑전	적전	-93%	415%	61%	흑전	적전	흑전	적전	흑전	121%
코스맥스코리아	-50%	35%	흑전	적지	119%	-63%	-69%	흑전	적전	흑전	적전	흑전	75%
코스맥스이스트	11%	-43%	-50%	적전	-66%	1%	-38%	흑전	130%	218%	적전	흑전	3%
코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	15.3	11.5	11.3	-17.2	6.7	30.5	15.2	17.3	21.4	74.4	20.9	69.7	125.3
%Margin 영업이익률	3%	4%	5%	1%	3%	10%	7%	6%	5%	8%	3%	7%	9%
코스맥스코리아	5%	8%	6%	1%	5%	11%	9%	8%	9%	9%	5%	8%	10%
해외 및 조정	2%	-1%	4%	0%	0%	8%	4%	4%	0%	6%	1%	4%	6%
순이익률	3%	1%	2%	-10%	0%	6%	2%	3%	-2%	2%	-1%	3%	6%
코스맥스코리아	5%	10%	11%	-72%	9%	3%	2%	6%	-5%	2%	-12%	5%	8%
코스맥스이스트	7%	8%	6%	-21%	3%	7%	4%	5%	5%	12%	0%	7%	6%
코스맥스웨스트	-31%	-40%	-25%	-118%	-49%	-27%	-34%	-21%	-35%	-56%	-53%	-31%	-11%

주: 2Q22 코스맥스코리아 순이익 232억원: 외화관련이익 +320억원, 태국법인 지분 손상차손 -37억원 반영됨

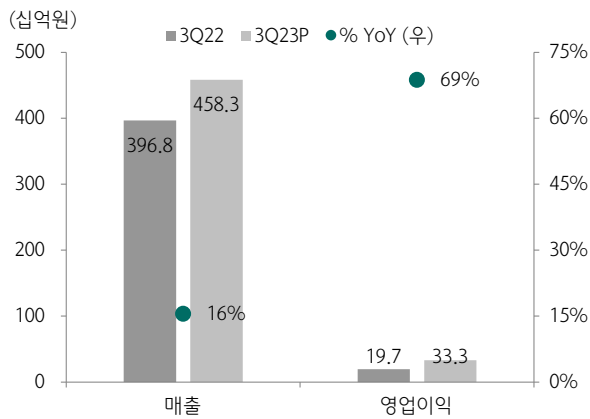
주: 4Q22 코스맥스코리아 순손실 1.2천억원: 종속회사 대여금 관련 총당금 990억원, 외환평가 관련 손실 679억원 반영

주: 1Q23 연결 순이익 7억원: 국내법인의 법인세 증가로 전년동기비 순이익 축소/코스맥스코리아 순이익 227억원: 외환평가관련 이익 142억원 인식

주: 2Q23 별도 순이익 86억원: 미국법인 대여금 대손상각/손상차손 등으로 195억원 인식, 외화관련 이익 30억원(환산이익 19억원, 외환차익 11억원), 법인세 비용 77억원

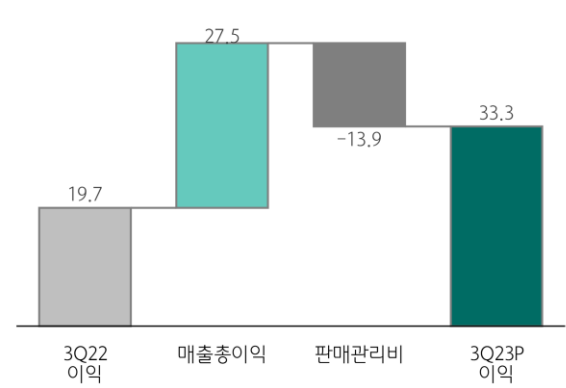
주: 2Q23 미국 일회성 재고폐기 비용 5억원 발생. 자료: 하나증권

도표 2. 코스맥스의 3Q23P 연결 실적 전망



자료: 하나증권

도표 3. 코스맥스의 3Q23P 손익 변동 (YoY)



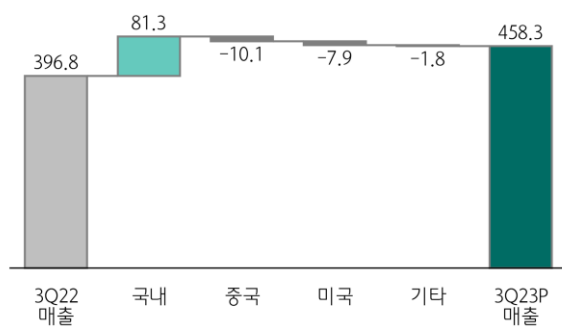
주: (단위) 십억원

주: 판매관리비 3Q22 310억원 → 449억원 (+139억, 한국/중국 매출채권 대손 충당)

자료: 하나증권

도표 4. 코스맥스의 3Q23P 연결 매출 변동 (YoY)

: 국내 +813억원, 중국 -101억원, 미국 -79억원 등

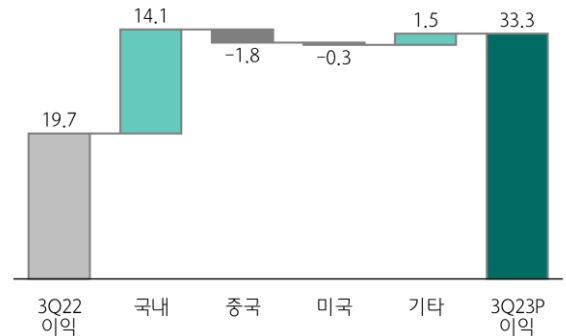


주: (단위) 십억원, 기타(동남아, 연결조정 등)

자료: 하나증권

도표 5. 코스맥스의 3Q23P 연결 영업이익 변동(YoY)

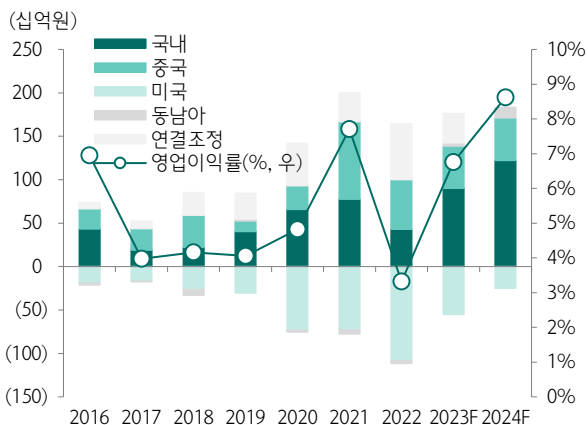
: 국내 +141억원, 중국 -18억원, 미국 -3억원 추정



주: (단위) 십억원, 기타(동남아, 연결조정 등)

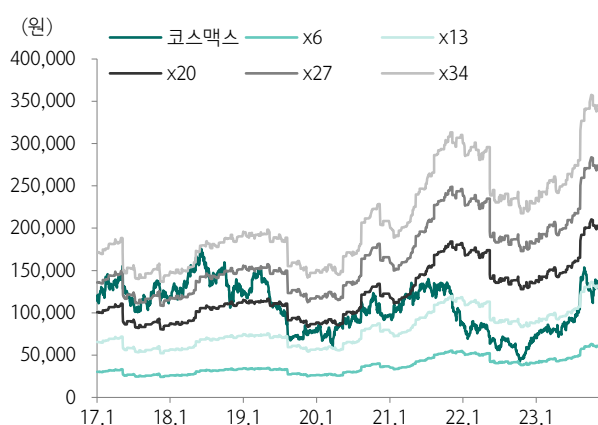
자료: 하나증권

도표 6. 코스맥스의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 7. 코스맥스의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,794.9	2,052.5	2,244.9
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,511.9	1,720.0	1,870.0
매출총이익	277.5	205.2	283.0	332.5	374.9
판매비	154.9	152.2	161.7	155.6	163.2
영업이익	122.6	53.1	121.2	177.0	211.8
금융손익	(8.5)	(17.9)	(17.4)	(20.4)	(22.5)
종속/관계기업손익	(0.0)	0.0	(0.7)	0.1	0.0
기타영업외손익	(35.8)	(29.0)	(10.6)	(2.8)	(2.8)
세전이익	78.3	6.2	92.5	153.8	186.5
법인세	43.9	22.6	39.6	36.9	44.8
계속사업이익	34.3	(16.4)	52.9	116.9	141.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	(16.4)	52.9	116.9	141.8
비지배주주지분 손이익	(40.1)	(37.3)	(10.6)	(11.7)	(14.2)
지배주주순이익	74.4	20.8	69.7	125.3	133.9
지배주주지분포괄이익	107.4	31.8	(112.8)	(249.0)	(302.0)
NOPAT	53.8	(141.6)	69.4	134.5	160.9
EBITDA	174.4	111.9	171.0	219.0	247.0
성장성(%)					
매출액증가율	15.08	0.54	12.17	14.35	9.37
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	93.80	19.63
EBITDA증가율	55.02	(35.84)	52.82	28.07	12.79
영업이익증가율	84.08	(56.69)	128.25	46.04	19.66
(지배주주)순이익증가율	247.66	(72.04)	235.10	79.77	6.86
EPS증가율	230.45	(73.30)	234.46	79.64	6.90
수익성(%)					
매출총이익률	17.44	12.82	15.77	16.20	16.70
EBITDA이익률	10.96	6.99	9.53	10.67	11.00
영업이익률	7.70	3.32	6.75	8.62	9.43
계속사업이익률	2.16	(1.02)	2.95	5.70	6.31

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,880	1,837	6,144	11,037	11,799
BPS	49,483	51,229	56,827	68,155	81,895
CFPS	17,492	11,791	14,224	18,882	21,155
EBITDAPS	16,120	9,860	15,068	19,292	21,762
SPS	147,101	140,986	158,148	180,846	197,797
DPS	550	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	12.70	40.34	20.64	11.49	10.75
PBR	1.77	1.45	2.23	1.86	1.55
PCFR	5.00	6.28	8.91	6.72	5.99
EV/EBITDA	7.30	10.07	6.55	4.58	4.01
PSR	0.59	0.53	0.80	0.70	0.64
재무비율(%)					
ROE	16.46	3.65	11.38	17.67	15.73
ROA	5.72	1.48	4.75	7.58	7.05
ROIC	8.53	(21.31)	10.44	20.56	24.19
부채비율	203.39	214.34	209.80	187.73	168.72
순부채비율	81.12	95.14	72.70	41.39	34.07
이자보상배율(배)	7.00	2.53	5.47	7.72	8.93

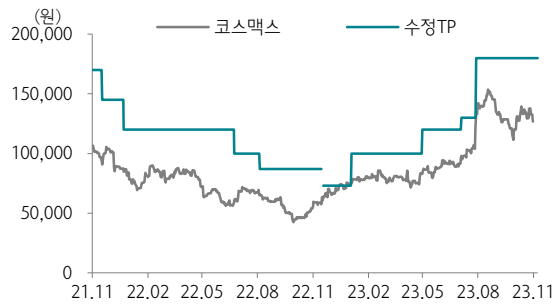
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	792.2	737.2	933.4	1,202.2	1,504.3
금융자산	186.0	185.2	268.0	397.4	415.7
현금성자산	99.8	169.1	250.7	378.5	395.6
매출채권	350.0	302.8	357.3	421.6	611.3
재고자산	223.6	202.3	252.8	316.1	395.1
기타유동자산	32.6	46.9	55.3	67.1	82.2
비유동자산	619.7	659.3	606.9	564.7	526.8
투자자산	53.2	69.7	77.1	86.9	94.2
금융자산	33.0	31.4	34.2	37.8	40.5
유형자산	471.2	490.6	433.8	384.3	341.0
무형자산	50.3	49.6	46.5	44.1	42.1
기타비유동자산	45.0	49.4	49.5	49.4	49.5
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,540.3	1,766.9	2,031.1
유동부채	787.7	812.0	896.9	998.6	1,115.1
금융부채	448.5	517.0	538.6	560.7	582.3
매입채무	186.7	175.8	219.8	274.7	343.4
기타유동부채	152.5	119.2	138.5	163.2	189.4
비유동부채	158.9	140.2	146.2	154.2	160.1
금융부채	115.1	90.9	90.9	90.9	90.9
기타비유동부채	43.8	49.3	55.3	63.3	69.2
부채총계	946.5	952.2	1,043.1	1,152.8	1,275.2
지배주주지분	561.3	581.1	644.7	773.3	929.1
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	286.8	286.8	286.8
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	21.4	21.4	21.4
이익잉여금	248.1	267.5	331.1	459.6	615.6
비지배주주지분	(95.9)	(136.9)	(147.5)	(159.2)	(173.3)
자본총계	465.4	444.2	497.2	614.1	755.8
순금융부채	377.5	422.6	361.4	254.2	257.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	100.0	102.5	69.1	116.4	115.0
당기순이익	34.3	(16.4)	52.9	116.9	141.8
조정	106.5	90.7	49.8	42.0	35.2
감가상각비	51.8	58.8	49.8	42.0	35.2
외환거래손익	(1.1)	5.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	55.8	26.7	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(40.8)	28.2	(33.6)	(42.5)	(62.0)
투자활동 현금흐름	(143.7)	(31.3)	1.4	(1.4)	1.5
투자자산감소(증가)	(23.1)	(16.4)	(7.4)	(9.8)	(7.3)
자본증가(감소)	(39.1)	(82.6)	10.0	10.0	10.0
기타	(81.5)	67.7	(1.2)	(1.6)	(1.2)
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	21.6	22.1	21.6
금융부채증가(감소)	(49.3)	44.3	21.6	22.1	21.6
자본증가(감소)	111.0	(5.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(29.2)	(28.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(6.2)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.1)	74.8	83.0	127.8	17.1
Unlevered CFO	189.2	133.8	161.4	214.3	240.1
Free Cash Flow	59.3	18.4	69.1	116.4	115.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.11	BUY	180,000		
23.7.18	BUY	130,000	-21.21%	-4.77%
23.5.14	BUY	120,000	-25.90%	-20.00%
23.1.17	BUY	100,000	-20.95%	-14.20%
22.12.1	BUY	73,000	-4.22%	3.84%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.8.18	BUY	87,000	-36.96%	-25.29%
22.7.7	BUY	100,000	-32.44%	-28.00%
22.1.5	BUY	120,000	-36.64%	-25.00%
21.11.30	BUY	145,000	-34.36%	-27.24%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 유가 증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 14일