

# 코스맥스 (192820)

## NDR 후기: 중국 트라우마 재발 안되길

### 1분기 호실적 예상 불구하고 대손충당금 증가 우려로 주가 하락

당사는 지난 3월 12일부터 13일까지 동사 NDR을 진행하였다. 지난주 화장품 섹터 주가가 전반적으로 부진하였지만 화장품 ODM 1위 동사 주가는 지난 1주간 5.5% 하락하였다. 동사 1분기 예상 실적은 동사가 연초 제시한 법인별 매출액 가이드를 모두 달성할 것으로 예상된다. 주가 하락은 2023년 4분기 대손충당금(한국 39억원, 중국 85억원) 증가에 기인한다. 규모의 경제 성장에 따른 영업이익 증가 효과가 크게 나타나지 않는다는 점이다. 화장품 ODM사는 매출액이 증가할수록 매출 채권 역시 증가한다. 매출채권이 증가할수록 대손충당금도 증가한다. 2023년 이스트 법인은 역성장했다. 그럼에도 이스트법인 2023년 대손충당금 증가는 일반적인 대손 발생 조건 중 하나인 매출채권 회수 부진이 아니라, 한국 및 중국 대손충당금 요율 변경 때문이다. 3개월 미만 채권에 대해서 기존 반영 요율보다 조금 높게 반영하자는 감사인의 요구가 있었다. 한국은 2023년 100억원 정도 대손충당금 반영되었으나 예상 수준이었다.

요율 변경 영향은 중국 법인이 가장 컸다. 이 점이 투자자들이 우려하는 부분이다. 중국 법인은 과거 2015년부터 바이체링 등 주요 고객사 거래에서 발생한 매출채권 적체 부작용으로 현금흐름이 악화되었다. 부채비율은 2015년 355%, 2020년 337%까지 상승했다. 이는 2016년, 2021년 갑작스러운 동사 유상증자 원인이 되었다. 2022년 부채비율은 214%, 2023년 부채비율은 334%로 유상증자 직전과 비슷한 수준이 되었다.

2023년 부채비율 상승은 지난 10월 코스맥스 이스트가 SV인베스트먼트 측에 지급해야 할 상환자금을 조달하는 과정에서 발행한 상환전환우선주(RCPS) 1,143억원에 기인한다. RCPS는 부채로 인식하기 때문에 부채비율은 상승한다. 2024년 중국 법인 성장률은 전년 대비 28% 성장이 예상된다. 2024년 매출채권의 금액은 매출액 증가율 + 변경된 요율 반영으로 증가가 예상되고, 그에 따른 대손 상각비 반영금액도 커질 것이다. 그러나 현재 동사 ① 고객사 결제 조건(신규 고객 경우 한국은 30% 내외 현금 또는 담보, 중국은 50% 선금 지급조건)과 과거와 같이 ② 특정 고객사 의존도가 낮은 점을 감안하였을 때, 제품 판매 대금 미회수로 인한 현금 흐름 악영향 우려는 지속적인 모니터링이 필요한 시점이다.

#### 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	11.2
PBR	2.4	1.3	2.2	1.5
EV/EBITDA	8.9	9.5	9.8	6.2
ROE	16.5	3.6	9.4	14.7

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 160,000원 (M)

현재주가 (3/15) 100,800원

상승여력 59%

시가총액	11,440억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	104억원
60일 평균 거래량	90,350주
52주 고/저	153,500원 / 71,400원
외인지분율	27.55%
배당수익률	0.00%
주요주주	코스맥스비티아이 외 16인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.5)	(17.0)	29.2
상대	(15.2)	(20.2)	15.3
절대 (달러환산)	(13.2)	(19.2)	26.6

## [코스맥스 NDR 주요 내용]

### I. 주요 법인 4Q23 실적 Review 및 2024년 전략

#### 1. 한국 시장

- 2023년 4분기 매출 성장률 +14% YoY
- 2023년 1~3분기 대비 성장률 둔화 원인
  - 성수기 2분기, 4분기는 비수기
  - 광균제 효과 감소
  - 일부 고객사 재고 조정
- 2024년 전망
  - 1분기 예상 성장률: 10~15% YoY
  - 성장 동력
    - 신규 고객 확보, 기존 고객 프로젝트 확대
    - 신제품 출시

#### 2. 중국 시장

- 2023년 4분기부터 플러스 성장으로 전환
- 2024년 연간 가이드런스:
  - 코스맥스 상하이: +20% 이상 YoY
  - 코스맥스 광저우: +55% YoY(JV 포함, JV 제외 +5% YoY 전망)
- 2024년 성장 전략
  - 신규 고객 확보 전략(3~4개 고객사가 큰 기여를 하면서 탑10중 5개사가 최근 1~2년 사이에 신규로 진입함), 코로나19 정책 정상화
- 중국 시장 신규 고객 확보 전략
  - 신규 고객 전담 영업팀 운영
- 2024년 광저우 공장 성장률
  - JV 공장 물량 이동 완료 후 매출액 감소 예상
  - 1분기 성장률 10~15% YoY 전망
- 광저우 잇센 JV
  - 1~2분기 내 연결 실적 반영 예정.
  - 2024년 매출액 500억 전망, 상반기 영업이익 손실 예상, 하반기 BEP 목표.
  - 광저우 영업이익 회식 예상.

### 3. 미국 시장

- 2023년 4분기 매출 성장률 +3% YoY
- 성장률 둔화 원인:
  - 오하이오 공장 폐쇄
  - OEM 비중 축소
- 2024년 연간 가이드런스: +15~20% YoY, 1분기 + 40% YoY 전망
- 성장 요인:
  - 미국 성수기 진입
  - 인디 브랜드 고객 확보 전략
  - 경쟁사 공급망 불안
- 2024년 전망
  - 미국 시장 회복 기대
  - 고부가가치 제품 및 ODM 비중 확대 계획 추진
- 미국 공장 폐쇄 효과:
  - 생산 효율성 향상
  - 고정비 감소
  - ODM 비중 확대
  - 미국 내 생산 시스템 재구축 계획 추진
- 미국 인디 브랜드 고객 확보 전략
  - 서부 지역 영업사무소 오픈
  - 고객 맞춤형 제안 및 관리
  - 미국 인디 브랜드 트렌드 분석 및 맞춤형 제품 개발
- 미국 시장 경쟁 우위 확보 전략
  - 경쟁사 생산 시설 가동률 감소로 인한 공급망 불안
  - 경쟁 우위 확보를 위한 생산 효율성 향상 및 고품질 제품 생산 노력 지속

### 4. 향후 전망

- 2024년 전체 법인 두 자릿수 성장 목표
- 주요 성장 동력:
  - 중국 법인 신규 고객 확보
  - 미국 법인 정상화
  - ODM 비중 확대

## II. 대손충당금 이슈

### 1. 대손충당금 증가

- 3분기 및 4분기 대손충당금 증가는 회수 부진이 아닌, 한국 및 중국 대손충당금 요율 변경 때문.
- 한국은 작년 환입이 있었고, 중국은 감사인의 요구에 따라 요율을 높게 적용함.

### 2. 대손충당금 설정 방식 및 회계 처리

- 매출 채권별 연령 분석 기반 설정
- 연체 기간별 요율 차등 적용 (짧은 기간일수록 높은 요율)
- 감사인 의견 반영 (시장 상황, 회수율 등 고려)
- 중국 클라이언트 보수적 감사 기준 적용

### 3. 대손 발생 조건 및 고객 신용평가

- 회사 부도, 도산 등 시장 상황 악화
- 고객사 현금 흐름 악화로 인한 지급 불능
- 신규 고객은 30~50% 선금 납입 필수, 신용 평가 의뢰
- 현금 흐름 문제 고객은 거래 포기 가능성 있음.

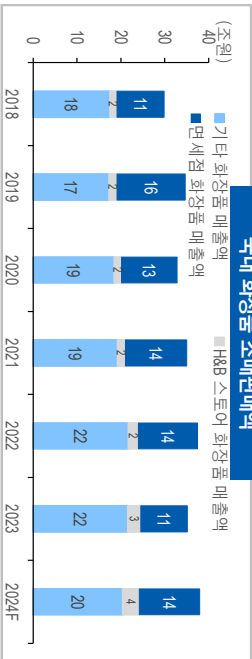
### 4. 2024년 예상 대손 상각비

- 2023년 하반기 설정액 반영하여 분기 평균 25억 원 예상.
- 중국은 1분기 예상 성장률 20% 이상, 매출 채권 규모 증가 가능성 있음.
- 보수적인 요율 반영으로 추가적인 대손상각비 발생 가능성 있음.

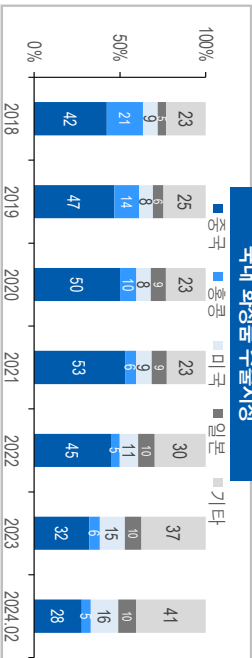
### 5. 고객사 결제 조건 및 현금 흐름 영향

- 신규 고객: 한국 30% 내외 현금 또는 담보, 중국 50% 선금
- 기존 고객: 제품 출고 후 100% 대금 수령(한국, 중국 동일)
- 제품 판매 대금 미회수로 인한 현금 흐름 악영향 없음.
- 매출 채권 증가: 매출 증가와 연관

국내 화장품 소매판매액



국내 화장품 수출시장



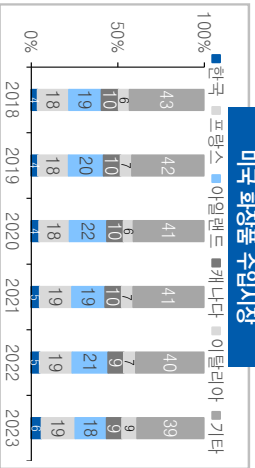
2024년 예상

업종	관련주	성장률(%)	매출액 (억원)	비중 (%)
대형사	아모레퍼시픽(국내)	-3	21,540	51
	CosRx(전지력)	28	6,000	14
	LG생활건강	6	50,454	73
중소형사	클리오	19	2,200	56
	토니모리	18	890	47

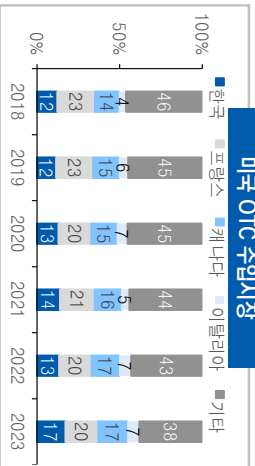
2024년 예상

업종	관련주	성장률(%)	매출액 (억원)	비중 (%)
ODM	코스맥스	18	12,800	58
	한국콜마	14	9,800	40
	코스메카코리아	12	3,000	55
	씨엔씨인터내셔널	26	1,380	49
	메가코스	41	600	31

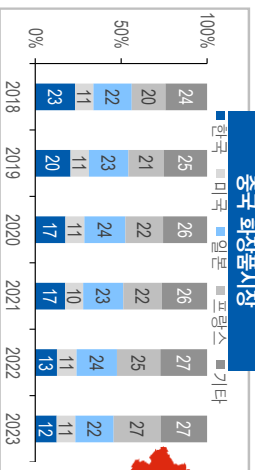
미국 화장품 수입시장



미국 OTC 수입시장



중국 화장품시장



ODM(미국법인)

업종	관련주	성장률 (%)	매출액 (억원)	비중 (%)
대형사	아모레퍼시픽(북미)	116	6,200	15
	LG생활건강	9	6,520	9
	코스메카코리아	21	2,500	46
	코스맥스	17	1,630	7
	씨엔씨인터내셔널	26	840	30
	한국콜마	20	450	2

ODM(중국법인)

업종	관련주	성장률 (%)	매출액 (억원)	비중 (%)
대형사	아모레퍼시픽	10	5,820	14
	LG생활건강	-24	5,650	8
	코스맥스	28	7,000	32
	한국콜마	21	1,910	8
	코스메카코리아	19	600	11

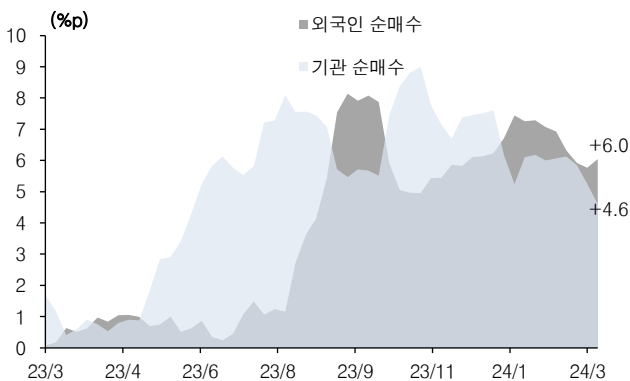
[표 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(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 타일랜드	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 타일랜드	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

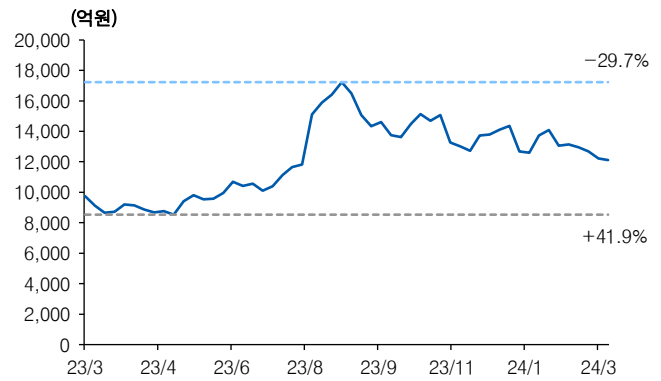
자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 시가총액과 최고/최저가 대비 현재가 괴리율



자료: Quantwise, 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

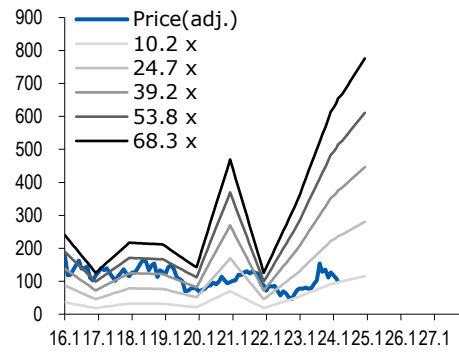
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,922	7,372	7,996	9,364	10,012
현금및현금성자산	998	1,691	1,693	1,578	1,401
매출채권 및 기타채권	3,638	3,178	3,530	4,369	4,836
재고자산	2,236	2,023	2,247	2,781	3,078
비유동자산	6,197	6,593	6,757	6,858	6,726
유형자산	4,712	4,906	5,041	5,020	4,838
관계기업 등 지분관련자산	202	382	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	11.2	8.9
PBR	2.4	1.3	2.2	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.9	9.5	9.8	6.2	4.9
PSR	0.8	0.5	0.8	0.5	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

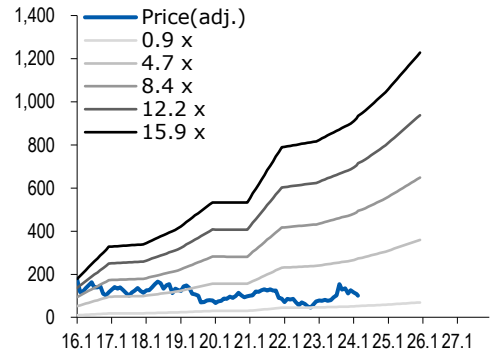
P/E band chart

(천원)



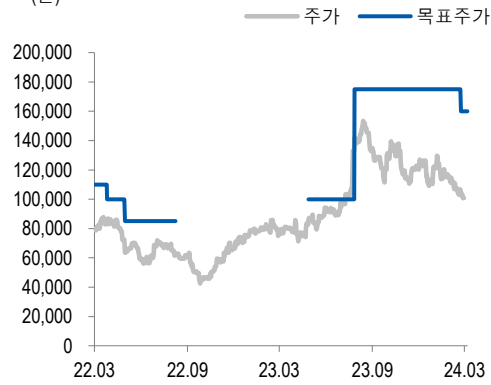
P/B band chart

(천원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-18	BUY	160,000	1년		
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 2024-03-18

※ 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.