



코스맥스

| Bloomberg Code (192820 KS) | Reuters Code (192820.KS)

2024년 3월 8일

[화장품]

박현진 연구위원

☎ 02-3772-1563

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

☎ 02-3772-1575

✉ jieun.ju@shinhan.com

지나간 실적 대비 높아진 톤



매수
(유지)



현재주가 (3월 7일)

103,300 원



목표주가

150,000 원 (하향)



상승여력

45.2%

- ◆ 4Q23 국내 기대 이하, 보수적인 회계처리로 해외법인 비용 증가
- ◆ 국내와 중국 1Q24 수주 상황 양호, 미국 영업적자 축소 중
- ◆ 인디뷰티 브랜드 수요 증가 추세에 전반적 ODM사 선호 유지

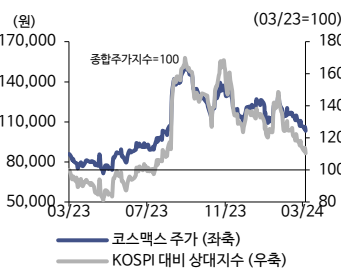


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	1,172.4십억원
발행주식수	11.3백만주
유동주식수	8.2백만주(71.9%)
52주 최고가/최저가	153,500원/71,400원
일평균 거래량 (60일)	84,042주
일평균 거래액 (60일)	9,799백만원
외국인 지분율	28.36%

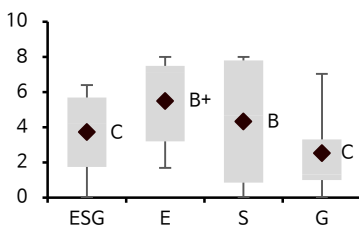
주요주주	
코스맥스비티아이 외 16인	26.26%
국민연금공단	13.35%
절대수익률	
3개월	-14.0%
6개월	-29.1%
12개월	25.8%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-19.0%
6개월	-31.8%
12개월	17.1%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	49,457	12.7	7.3	1.8	16.5	81.1
2022	1,600.1	53.1	20.8	1,837	51,203	40.3	10.1	1.4	3.6	95.1
2023F	1,777.5	115.7	45.3	3,992	55,776	31.7	9.3	2.3	7.5	83.9
2024F	2,049.7	154.1	92.7	8,166	64,324	12.6	6.3	1.6	13.6	66.1
2025F	2,337.6	187.4	112.8	9,942	73,766	10.4	5.2	1.4	14.4	49.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23 한국 기대 이하, 중국 등 해외는 기대 수준

4Q23 연결매출 4,367억원(+9% YoY), 영업이익 225억원(+878% YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스를 하회했다. 예상보다 한국법인 실적이 기대치를 밑돌았고, 중국을 비롯한 해외법인들의 보수적인 회계 처리로 비용이 늘었다. 법인별 매출은 국내 +14% YoY, 중국 +8% YoY, 미국 +3% YoY, 인도네시아 +14% YoY, 태국 +9% YoY 성장했다. 인디부티 브랜드 강세로 국내 매출이 20% YoY 이상 늘 것으로 예상했으나 기대보다 저조했고, 중국과 미국, 인도네시아 등은 예상 수준에 머물렀다. 다만 이익단에서 중국에 대한 보수적인 회계처리로 인해 일회성 매출채권 대손상각비가 85억원 반영됐고, 영업외에서는 이자비용(97억원)과 외화관련 평가손실(37억원)이 예상보다 컸다. 보수적인 회계처리 이유로는 중국의 소비 경기 우려가 유지되면서 중국 법인에 대한 충당금 비율이 상승한 탓이다.

1Q24 가이던스 수준 양호, 우려 키울 필요 낮음

한국은 기초와 색조가 균등하게 내수 및 수출향 오더 위주로 견조하게 증가하는 것으로 파악된다. 특히 일본향 수출 고객사들이 성장을 견인하는 모양세이며, 신규 수출 고객사들도 꾸준히 유입되는 것으로 보인다. 1Q24 국내 실적에 대한 우려는 키울 필요는 없다는 판단이다.

그밖에 중국도 이센그룹 생산물량이 JV법인으로 이관되는 중이지만 다행히 신규 바이어 오더가 붙어 매출을 상쇄하는 중이다. 온라인 채널 기반의 신규 인디 브랜드들에 대한 영업 기반을 견고히 다짐으로써 1Q24에도 상해 20% YoY 이상 성장, 광저우 15% YoY 내외 성장 가이던스를 맞추는데 무리가 없어 보인다. 미국은 인력 조정을 통해 고정비 부담을 완화하고자 노력 중이다. 올해 CapEx 700~800억원 중 절반은 국내 제2팩팅공장 증설에 쓰일 것으로 보이며, 당분간 국내 수출향 오더를 중심으로 한 외형성장은 유지될 것으로 예상된다.

ODM사에 대한 선호 유지, 다만 ODM사 중 후순위 선호

국내를 중심으로 과하게 높였던 실적 눈높이를 조정했다. 회계기준 변경에 따라 아쉬운 실적이 나왔으나, 지나간 실적보다는 앞으로의 실적에 집중할 필요가 크다. 업종 내 ODM사에 대한 긍정적 매수 관점을 유지한다. 다만 ODM사에서 다소 후순위로 투자의견을 유지한다.

코스맥스 4Q23 실적 리뷰

(억원, %)	4Q23	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	4,367	4,005	9.0	4,583	(4.7)	4,701	(7.1)	4,606	(5.2)
영업이익	225	24	878.3	333	(32.4)	375	(40.0)	329	(31.6)
지배주주순이익	47	(172)	흑전	152	(69.1)	75	(37.3)	201	(76.6)

자료: 신한투자증권

코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
연결매출	4,033	4,793	4,583	4,367	4,624	5,394	5,304	5,175	15,916	16,001	17,775	20,497
% YoY	1.4	18.3	15.5	9.0	14.7	12.5	15.7	18.5	15.1	0.5	11.1	15.3
영업이익	138	461	333	225	285	489	402	365	1,226	530	1,157	1,541
% YoY	0.5	167.6	69.0	878.3	106.2	6.2	20.5	62.2	84.0	(56.8)	118.4	33.1
% OPM	3.4	9.6	7.3	5.2	6.2	9.1	7.6	7.1	7.7	3.3	6.5	7.5

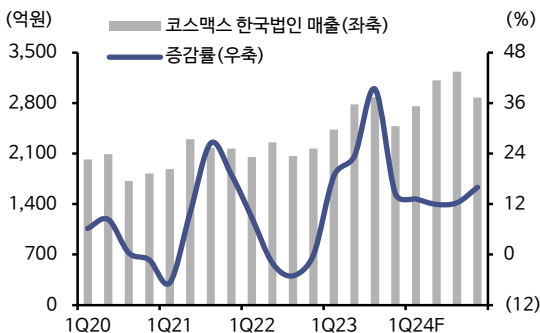
자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스 목표주가 산정

구분	비고
FW12개월 추정 EPS (원)	7,305
Target P/E (배)	20
목표주가 (원)	150,000

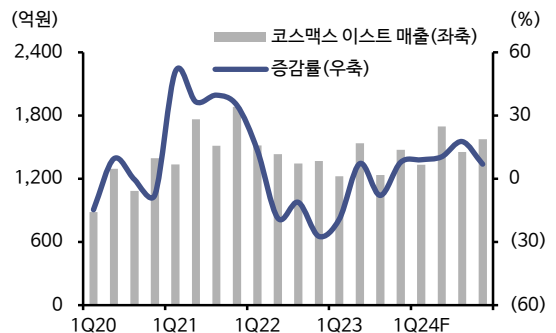
자료: 신한투자증권

국내법인 매출과 성장률 추이



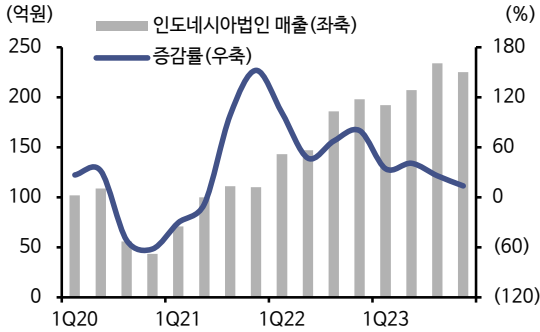
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 상해, 광저우 연결법인 매출과 성장률 추이



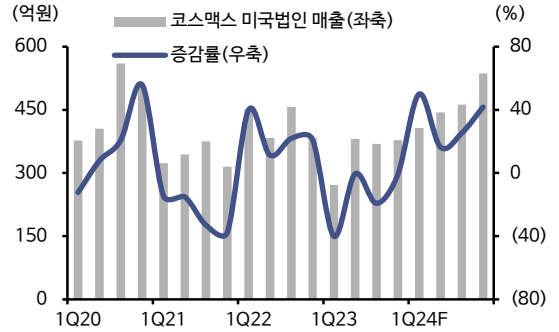
자료: 회사 자료, 신한투자증권

인도네시아법인 매출과 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국법인 매출 추이(2023년부터 오하이오 제외)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스 법인별 매출 예상

(억원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
연결매출	12,597	13,307	13,829	15,916	16,001	17,775	20,497
코스맥스 한국	6,794	7,390	7,654	8,532	8,540	10,576	11,981
코스맥스 중국(상해, 광주)	4,776	4,818	4,658	6,499	5,663	5,474	6,064
코스맥스 인도네시아	106	394	310	392	674	858	1,127
코스맥스 미국(오하이오)	662	826	782	633	834	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)	991	767	1,065	724	840	1,399	1,848
코스맥스 태국	112	179	201	210	195	256	275
% YoY							
연결매출	42.5	5.6	3.9	15.1	0.5	11.1	15.3
코스맥스 한국	28.6	8.8	3.6	11.5	0.1	23.8	13.3
코스맥스 중국(상해,광주)	28.7	0.9	(3.3)	39.5	(12.9)	(3.3)	10.8
코스맥스 인도네시아	18.3	270.1	(21.3)	26.5	71.9	27.3	31.3
코스맥스 미국(오하이오)	74.0	24.6	(5.2)	(19.1)	31.8	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)		(22.6)	38.8	(32.0)	16.0	66.5	32.1
코스맥스 태국		59.2	12.6	4.3	(7.1)	31.3	7.4

자료: 신한투자증권 추정

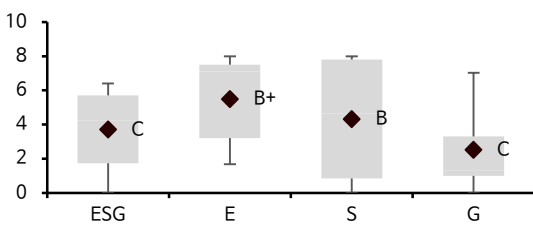
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경 이슈에 대응하고자 코스맥스뿐만 아니라, 국내외 계열사 9개 사업장을 대상으로 온실가스 배출량 엄격히 관리
- ◆ 2022년 12월, 여성가족부의 가족친화 기업인증 획득. 재택근무, 시차출퇴근 등의 유연근무제와 육아휴직제도 활용 중
- ◆ 주주환원을 위한 배당 규모 결정 시, 개별 당기순이익의 30% 내외를 배당하고 있으며 배당 규모 2017년부터 증가세

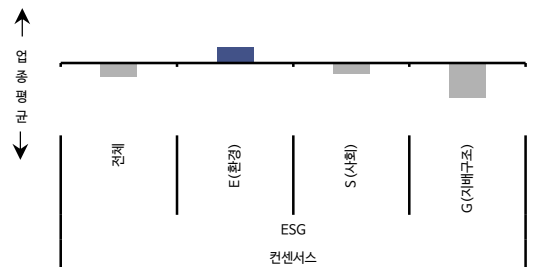
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

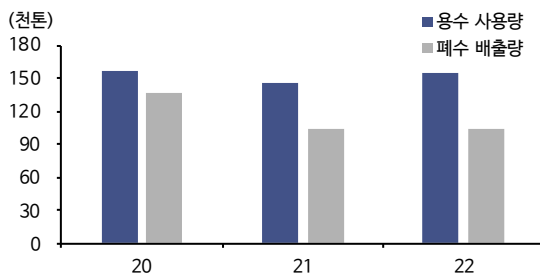
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

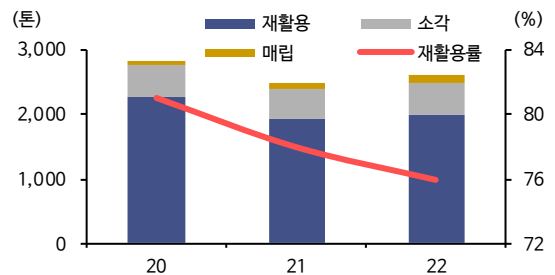
Key Chart

수질오염물질: 배출허용 기준보다 강화된 기준으로 관리



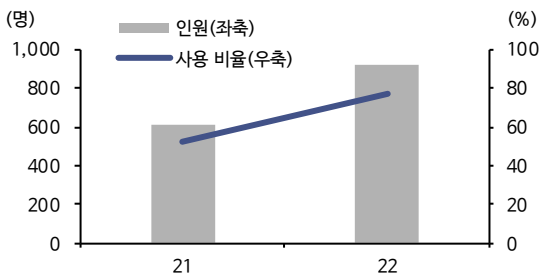
자료: 코스맥스, 신한투자증권

폐기물: 매립, 소각 처리되는 폐기물 최소화할 방침



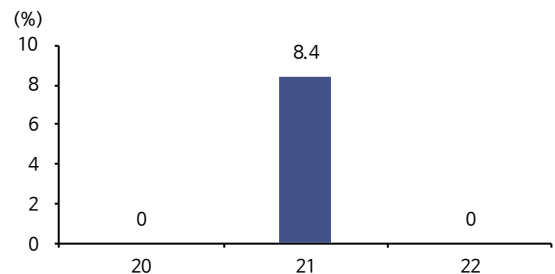
자료: 코스맥스, 신한투자증권

일과 삶의 균형: 유연근무제 활용 현황



자료: 코스맥스, 신한투자증권

배당성향: 개별 당기순이익 30% 내외 배당 목표



자료: 코스맥스, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,474.9	1,623.3	1,786.0
유동자산	792.2	737.2	807.2	942.2	1,094.9
현금및현금성자산	99.8	169.1	176.9	216.3	268.0
매출채권	350.0	302.8	336.3	387.8	442.3
재고자산	223.6	202.3	224.7	259.1	295.5
비유동자산	619.7	659.3	667.2	680.6	690.1
유형자산	471.2	490.6	495.2	500.9	501.5
무형자산	50.3	49.6	46.2	43.6	41.5
투자자산	53.2	69.7	76.4	86.7	97.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.5	0.5	1.0
부채총계	946.5	952.2	986.3	1,053.1	1,119.0
유동부채	787.7	812.0	840.6	899.1	956.0
단기차입금	363.6	434.0	429.0	435.5	438.0
매입채무	186.7	175.8	195.3	225.2	256.9
유동성장기부채	71.9	69.8	69.3	68.8	67.8
비유동부채	158.9	140.2	145.7	154.1	163.0
사채	51.4	36.5	36.5	36.5	36.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	63.7	54.4	54.4	54.4	54.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	465.4	444.2	488.6	570.2	667.1
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	286.8	286.8	286.8
기타자본	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	31.4	41.4	41.4
이익잉여금	248.1	267.5	309.4	396.5	503.6
지배주주지분	561.3	581.1	633.0	730.1	837.2
비지배주주지분	(95.9)	(136.9)	(144.4)	(159.9)	(170.1)
*충차입금	563.5	607.9	603.8	612.1	615.9
*순차입금(순현금)	377.5	422.6	409.8	376.9	327.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	100.0	102.5	66.4	95.4	118.0
당기순이익	34.3	(16.4)	37.8	77.2	102.6
유형자산상각비	48.5	54.9	63.4	64.3	64.4
무형자산상각비	3.3	3.9	3.4	2.6	2.0
외환환산손실(이익)	(1.1)	5.2	(5.6)	(2.5)	(5.0)
자산처분손실(이익)	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.0)	(5.0)	(7.5)	(7.5)
운전자본변동	(40.8)	28.2	(26.4)	(37.6)	(37.3)
(법인세납부)	(32.4)	(44.6)	(46.3)	(45.4)	(60.2)
기타	85.5	70.8	44.6	43.8	58.5
투자활동으로인한현금흐름	(143.7)	(31.3)	(59.1)	(67.9)	(71.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(40.8)	(84.2)	(58.0)	(60.0)	(65.0)
유형자산의감소	1.7	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(98.6)	57.6	(6.7)	(10.3)	(10.9)
기타	(4.6)	(6.2)	5.6	2.4	4.3
FCF	47.9	(160.9)	31.8	59.6	72.5
재무활동으로인한현금흐름	32.5	3.5	(4.0)	4.8	(1.8)
차입금의증가(감소)	(86.4)	26.1	(4.0)	8.2	3.9
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(6.3)	0.0	(3.4)	(5.7)
기타	118.9	(16.3)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	7.3	11.5	12.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	8.5	(5.2)	(3.0)	(4.5)	(5.0)
현금의증가(감소)	(2.7)	69.6	7.5	39.4	51.7
기초현금	102.5	99.8	169.4	176.9	216.3
기말현금	99.8	169.4	176.9	216.3	268.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,777.5	2,049.7	2,337.6
증감률 (%)	15.1	0.5	11.1	15.3	14.0
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,483.9	1,711.5	1,940.2
매출총이익	277.5	205.3	293.7	338.2	397.4
매출총이익률 (%)	17.4	12.8	16.5	16.5	17.0
판매관리비	154.9	152.2	177.9	184.1	210.0
영업이익	122.6	53.1	115.7	154.1	187.4
증감률 (%)	84.0	(56.7)	118.0	33.1	21.6
영업이익률 (%)	7.7	3.3	6.5	7.5	8.0
영업외손익	(44.3)	(46.9)	(31.7)	(31.5)	(24.6)
금융손익	(8.5)	(17.9)	(9.2)	(12.5)	(9.6)
기타영업외손익	(35.8)	(29.0)	(22.5)	(19.0)	(15.0)
중속 및 관계기업관련손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	78.3	6.2	84.1	122.6	162.8
법인세비용	43.9	22.6	46.3	45.4	60.2
계속사업이익	34.3	(16.4)	37.8	77.2	102.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	(16.4)	37.8	77.2	102.6
증감률 (%)	흑전	적전	흑전	104.6	32.8
순이익률 (%)	2.2	(1.0)	2.1	3.8	4.4
(지배주주)당기순이익	74.4	20.8	45.3	92.7	112.8
(비지배주주)당기순이익	(40.1)	(37.3)	(7.6)	(15.4)	(10.3)
총포괄이익	61.3	(14.9)	47.8	87.2	102.6
(지배주주)총포괄이익	107.4	31.8	(101.7)	(185.8)	(218.5)
(비지배주주)총포괄이익	(46.1)	(46.7)	149.5	273.1	321.1
EBITDA	174.4	111.9	182.5	221.0	253.8
증감률 (%)	55.1	(35.8)	63.1	21.1	14.9
EBITDA 이익률 (%)	11.0	7.0	10.3	10.8	10.9

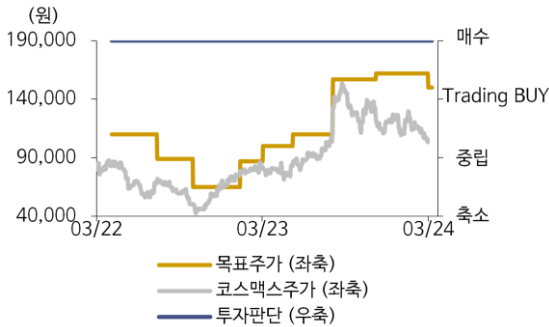
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	3,174	(1,449)	3,327	6,805	9,039
EPS (지배순이익, 원)	6,880	1,837	3,992	8,166	9,942
BPS (자본총계, 원)	41,005	39,142	43,050	50,237	58,776
BPS (지배지분, 원)	49,457	51,203	55,776	64,324	73,766
DPS (원)	550	0	300	500	500
PER (당기순이익, 배)	27.5	(51.1)	38.0	15.2	11.4
PER (지배순이익, 배)	12.7	40.3	31.7	12.6	10.4
PBR (자본총계, 배)	2.1	1.9	2.9	2.1	1.8
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.4	2.3	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	7.3	10.1	9.3	6.3	5.2
배당성향 (%)	8.4	0.0	7.5	6.1	5.0
배당수익률 (%)	0.6	0.0	0.2	0.5	0.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.0	7.0	10.3	10.8	10.9
영업이익률 (%)	7.7	3.3	6.5	7.5	8.0
순이익률 (%)	2.2	(1.0)	2.1	3.8	4.4
ROA (%)	2.6	(1.2)	2.6	5.0	6.0
ROE (지배순이익, %)	16.5	3.6	7.5	13.6	14.4
ROIC (%)	6.2	(18.5)	6.4	11.4	13.1
안정성					
부채비율 (%)	203.4	214.3	201.9	184.7	167.7
순차입금비율 (%)	81.1	95.1	83.9	66.1	49.1
현금비율 (%)	12.7	20.8	21.0	24.1	28.0
이자보상배율 (배)	7.0	2.5	5.3	7.1	8.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.2	6.1	6.5	6.6	6.5
재고자산회수기간 (일)	47.8	48.6	43.8	43.1	43.3
매출채권회수기간 (일)	74.3	74.4	65.6	64.5	64.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

코스맥스(192820)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 01일		커버리지제외	-	-
2022년 04월 11일	매수	110,000	(36.8)	(21.1)
2022년 07월 20일	매수	89,000	(29.6)	(20.3)
2022년 10월 07일	매수	65,000	(7.2)	17.2
2023년 01월 19일	매수	87,000	(8.1)	(1.4)
2023년 03월 10일	매수	100,000	(21.6)	(14.3)
2023년 05월 15일	매수	110,000	(15.6)	12.5
2023년 08월 11일	매수	157,000	(14.1)	(2.2)
2023년 11월 14일	매수	162,000	(27.9)	(19.9)
2024년 03월 08일	매수	150,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 코스맥스를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 06일 기준)

매수 (매수)	92.37%	Trading BUY (중립)	5.93%	중립 (중립)	1.69%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------