

코스맥스 (192820)

Corporate Day 후기: 성장세 피크 없다

4분기에 이어 2025년에도 국내 & 동남아 법인 긍정적인 업황 지속

한국 법인은 1 분기, 2 분기, 3 분기와 유사한 수주 상태를 유지하고 있으며, 고객사의 주문이 슬로우 다운되는 모습이 전혀 보이지 않고 있다. 작년 4 분기의 낮은 기준을 고려할 때, 이번 4 분기에는 전년 대비 약 30% 이상의 성장을 달성할 것으로 예상된다. 2025 년에는 수주 현황을 바탕으로 높은 성장 기조를 유지할 것으로 예상된다. 회사 내부적으로는 약 15-20%의 성장률을 목표로 설정하고 있다.

상해 법인은 온라인 고객사들의 광군절 판매 성과에 따라 영향을 받겠지만, 연말까지는 보수적인 전망이 유지될 것으로 보인다. 4 분기에는 약 15-20% 정도 매출 역성장이 예상된다. 광저우 법인은 4 분기에 역성장폭이 둔화될 것으로 예상된다. 2025 년은 중국 시장의 상황에 따라 유동적이지만, 비용 절감과 구조조정의 효과로 인해 일부 회복 가능성이 있을 것으로 예상된다.

미국 법인은 4 분기에도 역성장을 이어갈 것으로 예상된다. 현재 수주 상황을 고려했을 때, 내년 하반기에 수주가 매출로 가시화될 가능성이 있으며, 리드 타임이 약 10~12 개월 정도 소요되기 때문에 2025 년 상반기에는 큰 변화가 없을 것으로 보인다. 2025 년 하반기부터는 수주가 매출로 이어지면서 성장세가 회복될 가능성이 있다.

동남아시아 지역은 2년 이상 고성장세를 이어가고 있으며, 4분기에도 강한 성장세를 지속할 것으로 보인다. 특히 인도네시아와 태국은 높은 마진을 달성하고 있어 수익성 측면에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 타라인 기준으로 인도네시아는 25% 이상, 태국은 40% 이상의 성장을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 2025 년 동남아시아 시장은 성장 기조를 유지할 것으로 예상되며, 특히 수익성 측면에서 중요한 기여를 지속할 것으로 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800
영업이익	531	1,157	1,722	2,000
지배순이익	208	571	869	1,180
PER	37.2	20.1	17.4	12.8
PBR	1.3	3.2	3.5	2.8
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.1	6.8
ROE	3.6	12.1	21.8	24.2

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 185,000원 (M)

현재주가 (11/29) 133,000원

상승여력 39%

시가총액	15,095억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	213억원
60일 평균 거래량	156,464주
52주 고/저	197,800원 / 100,800원
외인지분율	32.50%
배당수익률	0.40%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.6)	9.5	18.2
상대	2.7	18.7	21.3
절대 (달러환산)	(4.2)	4.6	9.3

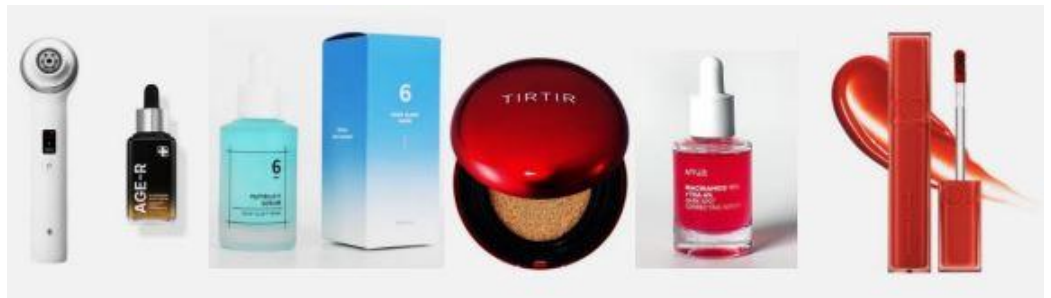
[Fig. 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24E	2024E
매출액	4,033	4,793	4,583	4,367	17,775	5,268	5,515	5,298	4,602	20,683
코스맥스[별도]	2,434	2,783	2,880	2,479	10,576	3,154	3,482	3,478	3,322	13,436
코스맥스 이스트	1,224	1,538	1,237	1,475	5,474	1,692	1,476	1,144	1,188	5,500
상하이 법인	915	1,119	855	1,108	3,997	1,076	975	720	890	3,661
광저우 법인	297	400	369	340	1,406	496	495	397	350	1,738
코스맥스 웨스트	271	381	369	378	1,399	388	360	325	330	1,403
코스맥스 인도네시아	192	207	234	225	858	239	254	323	287	1,103
코스맥스 타일랜드	51	68	66	71	256	95	103	111	109	418
YoY	1	18	15	9	11	31	15	16	5	16
코스맥스[별도]	19	23	39	14	24	30	25	21	34	27
코스맥스 이스트	-18	12	-8	8	-2	38	-4	-8	-19	0
상하이 법인	-29	-2	-20	11	-11	18	-13	-16	-20	-8
광저우 법인	27	11	18	23	19	67	24	8	3	24
코스맥스 웨스트	-39	0	-18	3	-15	43	-6	-12	-13	0
코스맥스 인도네시아	34	41	26	14	27	25	23	38	27	29
코스맥스 타일랜드	82	100	-3	9	31	86	51	70	54	63
영업이익	138	460	333	225	1,157	455	467	434	366	1,722
코스맥스[별도]	130	304	258	175	868	301	345	395	245	1,286
해외 및 기타	8	156	75	50	289	154	122	39	74	386
영업이익률	3	10	7	5	7	9	8	8	8	8
코스맥스[별도]	5	11	9	7	8	10	10	11	7	10

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 코스맥스 2024년 3분기 주요 제품



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 Corporate Day 주요 내용 정리

1. 4분기 영업 현황 및 전망

- 한국: 30% 이상 성장 예상 (건조한 수주 지속)
- 중국:
 - 상해: 15~20% 역성장 예상 (보수적 전망)
 - 광저우: 역성장폭이 둔화될 것으로 예상
- 미국: 역성장 지속 예상 (신규 고객사 유치 지연)
- 동남아: 고성장세 지속 예상 (인도네시아 25% 이상, 태국 40% 이상)

2. 2025년 사업 계획

- 한국: 15~20% 성장 목표 (높은 기저에도 불구하고 성장세 유지)
- 법인별 가이드선은 2025년 초 사업 계획 확정 후 공유 예정
- 미국 시장 성장은 2025년 하반기부터 가시화 예상

〈 Q&A 〉

Q: 인디 브랜드의 성장 가능성에 대해 어떻게 보시나요?

A: 인디 브랜드의 성장 가능성은 여전히 높다고 보고 있습니다. 인디 브랜드들은 ODM 업체들에 대한 의존도가 높고, 요구하는 서비스의 폭도 넓기 때문에 저희가 가격 협상에서 우위를 차지할 수 있습니다. 이러한 이유로 인디 고객사들의 마진이 기존 고객사들보다 더 높은 경향이 있습니다.

Q: 국내 법인의 가동률이 높은 이유는 무엇인가요?

A: 국내 법인은 인디 브랜드의 성장 지원을 위한 차별화된 내부 프로세스 개선을 통해 높은 가동률을 유지하고 있습니다. MQ 조정, 다품종 소량 생산 스피드 증대, 마케팅 전담 조직 운영 등으로 가동률을 75% 이상 유지하고 있으며, 일부 카테고리에는 100%에 육박하는 가동률을 보이고 있습니다.

Q: 증설 계획에 대해 설명해 주시겠어요?

A: 현재 한국 법인의 증설이 가장 시급합니다. 한국 법인은 가동률이 약 75%에 달하고 있어 추가적인 증설이 필요합니다. 올해 초 약 20% 정도의 생산 능력을 확장했음에도 불구하고 가동률이 계속 상승하고 있어 내년 초까지 약 20% 추가 증설을 계획하고 있습니다. 이 외에도 인도네시아와 태국 법인에서 신공장 설립을 위한 부지 확보와 투자가 진행 중입니다. 태국은 3분기부터 신공장에 대한 투자가 시작되었으며, 인도네시아는 내년부터 공장 투자를 시작할 예정입니다.

Q: 내년 국내 법인의 매출 성장 전망은 어떻게 되나요?

A: 내년 국내 법인의 매출 성장 전망은 15~20% 정도로 보고 있습니다. 이는 구체적으로 인디 브랜드와 기타 브랜드로 나누어 설명하기 어려운 상황이지만, 인디 브랜드사의 성장 기여가 큰 역할을 할 것으로 예상됩니다. 또한 가동률이 높은 일부 카테고리에서 추가 투자를 통해 증설을 진행할 계획입니다.

Q: 내년 마진 개선 가능성은 어떻게 보시나요?

A: 내년에는 고객사들의 믹스 변화가 마진 개선을 이끌 것으로 기대하고 있습니다. 인디 고객사들은 ODM 업체에 대한 의존도가 높아 가격 협상에서 저희가 우위를 가질 수 있으며, 실제로 인디 고객사의 마진이 기존 고객사들보다 높습니다. 이를 통해 내년도 마진 개선이 가능할 것으로 보고 있습니다.

Q: 3분기 대손상각비에 대해 자세히 설명해 주실 수 있나요?

A: 3분기 대손상각비는 총 5억원 발생했습니다. 한국 법인에서 2억원, 중국 법인에서 14억원이 반영되었습니다. 상반기 동안 쌓였던 충당금 중 일부가 환입되면서 총 대손상각비 규모가 다소 감소했습니다. 앞으로도 매출 채권 회수 노력을 통해 대손상각비 관리에 주력할 계획입니다.

Q: 최근 중국 시장에서의 실적 악화 원인은 무엇인가요?

A: 중국에서는 주요 온라인 고객사의 실적 부진이 큰 영향을 미쳤습니다. 주요 고객사들이 역성장을 기록했고, 온라인 시장에 대한 의존도가 높아 실적에 악영향을 미쳤습니다. 경쟁 심화와 소비 침체도 주요 요인으로 분석하고 있습니다.

Q: 중국의 신규 고객사 확보와 리드 타임에 대해 설명해 주시겠어요?

A: 중국에서는 평균적으로 약 6개월 정도의 리드 타임이 소요됩니다. 이는 한국보다 길고, 미국보다는 짧은 편입니다. 현재 진행 중인 오프라인 고객사 및 수출 고객사 다각화 전략을 통해 빠르면 내년 상반기에는 중국 사업의 개선을 기대하고 있습니다.

Q: 중국에서 신규 고객사 확보를 위해 어떤 전략을 사용하고 있나요?

A: 중국에서는 온라인 고객사 의존도를 줄이기 위해 오프라인 고객사와의 신규 프로모션을 진행 중이며, 동남아 시장을 타겟으로 하는 로컬 고객사를 유입하려는 전략을 사용하고 있습니다. 리드 타임은 평균적으로 6개월 정도 소요됩니다.

Q: 중국의 ODM 기업들에 대해 어떻게 평가하시나요?

A: 중국 내 작은 ODM 업체들이 계속해서 생겨나고 있지만, 기술력 측면에서 저희와 비교하기에는 아직 이른 시점이라고 판단하고 있습니다. 소비자 상황이 좋지 않아 가격을 통한 경쟁력이 중요한 역할을 하고 있으며, 저희는 이를 대응하기 위해 온라인 고객사 의존도를 줄이고 오프라인 고객사 다각화를 추진 중입니다. 또한, 동남아 지역을 타겟으로 한 신규 고객사 유입 전략을 진행하고 있습니다.

Q: 내년 동남아 법인의 성장 전망은 어떻게 되나요?

A: 동남아 법인은 지속적인 성장세를 유지할 것으로 예상되며, 특히 수익성 면에서 높은 마진을 기록할 것으로 보입니다. 인도네시아는 약 25%, 태국은 약 40%의 매출 성장을 기대하고 있습니다.

Q: 동남아 지역의 고객층과 시장 상황에 대해 설명해 주실 수 있나요?

A: 동남아 지역의 고객층은 주로 젊고, 시장의 선구자로서 저희가 경쟁 우위를 점하고 있는 상황입니다. 인도네시아와 태국의 주요 고객사들이 좋은 퍼포먼스를 보이며 신규 인디 고객사들이 강하게 유입되고 있습니다. 특히 인도네시아는 현지에서의 경쟁이 치열하지 않아 높은 수익성을 기록하고 있습니다.

Q: 동남아 법인의 영업이익률은 어느 정도인가요?

A: 동남아 법인 중 인도네시아 법인의 영업이익률은 약 10% 후반대, 태국 법인은 10% 초반대입니다. 이러한 수익성은 동남아 시장에서의 기술력 우위와 원부자재 현지 구매 전략 덕분입니다.

Q: 동남아 법인의 수익성이 높은 이유는 무엇인가요?

A: 동남아 법인의 높은 수익성은 크게 두 가지 이유가 있습니다. 첫째, 저희가 현지에서 기술력과 빠른 리드 타임을 통해 경쟁 우위를 확보하고 있기 때문입니다. 둘째, 원부자재를 현지에서 구매하는 다변화 전략을 통해 물류비 절감 및 현지 소비자들에게 더 선호되는 제품을 생산하고 있어 수익성을 높이고 있습니다.

Q: 미국의 인디 브랜드들이 성장 중인데, 이에 따른 매출 기대는 어떤가요?

A: 미국 인디 브랜드는 주로 저희 법인을 통해 대응하고 있으며, 현재 서부 지역의 인디 브랜드들과 신규 프로젝트를 다수 진행 중입니다. 미국의 리드 타임은 다른 지역에 비해 길어 내년 하반기부터 매출에 반영될 것으로 예상하고 있습니다.

Q: 미국 법인의 영업 개선을 위해 어떤 노력을 하고 있나요?

A: 미국 법인은 10월에 서부 지역에 신규 오피스를 설립하고 주요 영업 인력을 파견했습니다. 서부에 위치한 인디 브랜드와의 접근성을 높이기 위한 조치이며, 현재 10개 이상의 신규 고객사 유입으로 프로젝트가 진행 중입니다.

Q: 미국 법인의 리드 타임이 긴 이유는 무엇인가요?

A: 미국 법인의 리드 타임은 약 10~12개월로 긴 편입니다. 이는 주로 인디 브랜드들과의 신규 프로젝트 진행에서 비롯되며, 미국 시장의 특성상 리드 타임이 길어지고 있습니다. 신규 고객사 유입 후 매출로 이어지기까지 시간이 필요합니다.

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800	26,000
매출원가	13,949	14,838	16,570	19,010	20,500
매출총이익	2,053	2,936	4,113	4,790	5,500
판매비	1,522	1,780	2,391	2,790	3,200
영업이익	531	1,157	1,722	2,000	2,300
EBITDA	1,119	1,751	2,248	2,465	2,712
영업외손익	-469	-315	-512	-410	-400
외환관련손익	-9	-11	0	0	0
이자손익	-185	-256	-253	-224	-188
관계기업관련손익	0	-19	19	19	19
기타	-275	-29	-278	-205	-231
법인세비용차감전순이익	62	842	1,210	1,590	1,900
법인세비용	226	464	400	480	561
계속사업순이익	-164	378	809	1,110	1,340
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-164	378	809	1,110	1,340
지배지분순이익	208	571	869	1,180	1,400
포괄순이익	-149	292	723	1,024	1,253
지배지분포괄이익	318	514	1,275	1,805	2,210

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,025	2,310	1,428	1,639	1,943
당기순이익	-164	378	809	1,110	1,340
감가상각비	549	557	494	439	390
외환손익	52	18	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	19	-19	-19	-19
자산부채의 증감	282	788	-155	-185	-56
기타현금흐름	307	551	298	293	289
투자활동 현금흐름	-313	-1,045	-112	-123	-78
투자자산	576	-203	-117	-126	-89
유형자산 증가 (CAPEX)	-842	-863	0	0	0
유형자산 감소	16	49	0	0	0
기타현금흐름	-63	-28	5	3	11
재무활동 현금흐름	35	-392	1,113	1,115	1,106
단기차입금	706	-281	27	29	20
사채 및 장기차입금	-263	1,328	0	0	0
자본	-57	-2,582	0	0	0
현금배당	-63	0	-57	-57	-57
기타현금흐름	-289	1,143	1,143	1,143	1,143
연결범위변동 등 기타	-52	4	-1,437	-1,391	-1,499
현금의 증감	696	877	992	1,240	1,473
기초 현금	998	1,694	2,571	3,563	4,803
기말 현금	1,694	2,571	3,563	4,803	6,276
NOPLAT	531	1,157	1,722	2,000	2,300
FCF	184	1,447	1,428	1,639	1,943

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

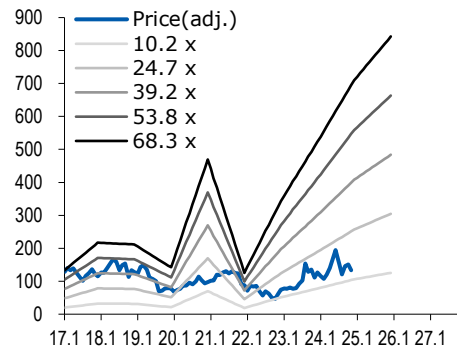
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,372	8,216	10,113	12,300	14,442
현금및현금성자산	1,691	2,569	3,563	4,803	6,276
매출채권 및 기타채권	3,178	2,827	3,312	3,811	4,163
재고자산	2,023	2,184	2,541	2,924	3,195
비유동자산	6,593	7,354	6,946	6,606	6,283
유형자산	4,906	5,468	4,973	4,534	4,144
관계기업 등 자본관련 자산	382	362	421	485	529
기타투자자산	314	455	513	576	620
자산총계	13,965	15,571	17,059	18,907	20,725
유동부채	8,120	8,738	9,452	10,218	10,758
매입채무 및 기타채무	2,574	3,646	4,242	4,881	5,333
단기차입금	4,340	4,027	4,027	4,027	4,027
유동성장기부채	698	347	347	347	347
비유동부채	1,402	3,247	3,355	3,470	3,552
장기차입금	208	585	585	585	585
사채	365	475	475	475	475
부채총계	9,522	11,985	12,807	13,688	14,310
지배지분	5,811	3,625	4,351	5,388	6,645
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	2,868	285	285	285	285
이익잉여금	2,675	3,131	3,943	5,066	6,410
비지배지분	-1,369	-40	-99	-169	-230
자본총계	4,442	3,586	4,252	5,219	6,415
순차입금	4,226	4,152	3,162	1,926	456
총차입금	6,079	7,126	7,153	7,181	7,202

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,837	5,034	7,659	10,396	12,335
BPS	51,220	31,952	38,353	47,491	58,570
EBITDAPS	9,860	15,430	19,806	21,723	23,896
SPS	140,986	156,614	182,237	209,701	229,085
DPS	0	500	500	500	500
PER	37.2	20.1	17.4	12.8	10.8
PBR	1.3	3.2	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.1	6.8	5.6
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	0.5	11.1	16.4	15.1	9.2
영업이익 증가율 (%)	-56.7	117.9	48.9	16.1	15.0
지배순이익 증가율 (%)	-72.0	174.1	52.1	35.7	18.6
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	19.9	20.1	21.2
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.3	8.4	8.8
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	4.2	5.0	5.4
EBITDA 마진 (%)	7.0	9.9	10.9	10.4	10.4
ROIC	-17.9	6.9	16.7	21.2	25.8
ROA	1.5	3.9	5.3	6.6	7.1
ROE	3.6	12.1	21.8	24.2	23.3
부채비율 (%)	214.3	334.3	301.2	262.3	223.0
순차입금/자기자본 (%)	72.7	114.5	72.7	35.8	6.9
영업이익/금융비용 (배)	2.5	3.6	5.0	5.7	6.6

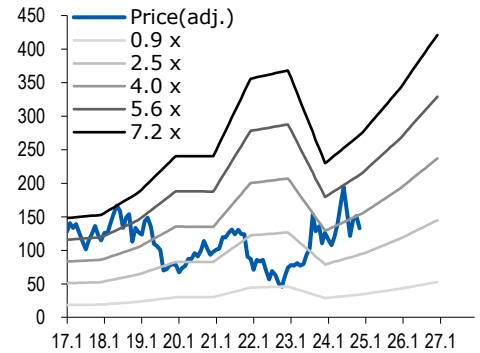
P/E band chart

(천원)



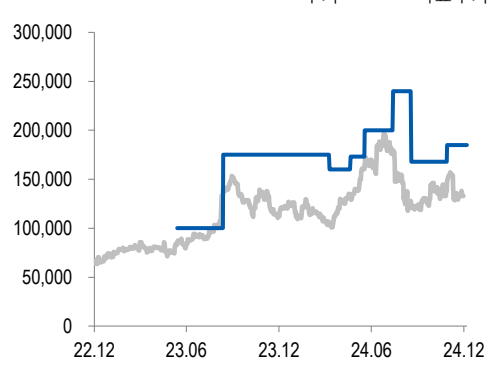
P/B band chart

(천원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-12-02	BUY	185,000	1년		
2024-10-30	BUY	185,000	1년		
2024-08-20	BUY	168,000	1년	-22.00	-12.92
2024-07-15	BUY	240,000	1년	-39.63	-25.63
2024-05-20	BUY	200,000	1년	-11.55	-1.10
2024-04-22	BUY	173,000	1년	-17.23	-6.71
2024-03-11	BUY	160,000	1년	-25.01	-15.44
2023-08-14	BUY	175,000	1년	-28.85	-12.29
2023-05-15	BUY	100,000	1년	-6.47	33.10

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89
Hold(중립)	11
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-12-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 대법인의 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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 투자결정은 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.