

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

192820 · 화장품

# 코스맥스

## 대장의 자신감

(유지)

매수

목표주가

180,000원 ▲

상승여력

47.5%

현재주가(24/1/17)

122,000원

KOSPI	2,435.90	시가총액(십억원)	1,385	발행주식수(백만주)	11	외국인 보유비중(%)	29.9
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Preview: 우려를 지우고 양호한 실적 예상

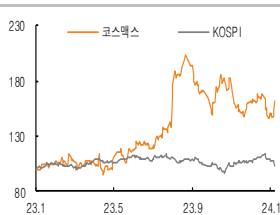
코스맥스의 4Q23 실적은 매출액 4,705억원(YoY +18%), 영업이익 333억원(YoY +1,293%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. JV 공장으로의 물량 이관으로 인해 실적 우려가 있었던 중국이 목표 수준의 실적을 달성할 것으로 기대된다(중국 YoY +12%). 그 외에 구조적인 성장 모멘텀은 이번 없이 유효하다(국내 +18%, OPM HSD% / 미국 +7%, 적자축소 예상).

#### 1위 사업자의 자신감

최근 주가는 4분기 실적 우려로 조정 받았다. 분기 실적 노이즈 해소만으로도 매수가 유효하나, 더 고무적인 부분은 2024년 전망이다. 코스맥스는 2024년 +20% 이상 성장을 목표하고 있다(국내 +20%, 중국 +30%, 미국 +20%). 동사는 ODM 1위 사업자로서 시장 확장에 대한 수혜를 온전히 받고 있다. 공격적인 목표치지만 달성 가능성이 충분하다고 본다. 추정치 상향을 반영해 목표주가를 상향, 매수를 추천한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.4	27.1	63.1
상대주가	5.7	36.6	59.3

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,591	1,600	1,811	2,174	2,391
영업이익 (십억원)	123	53	126	178	210
영업이익률 (%)	7.7	3.3	7.0	8.2	8.8
순이익 (십억원)	74	21	60	107	126
EPS (원)	6,880	1,837	5,296	9,447	11,082
ROE (%)	16.5	3.6	9.9	15.7	15.7
P/E (배)	12.7	40.3	23.9	12.9	11.0
P/B (배)	1.8	1.4	2.3	1.9	1.6
배당수익률 (%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

## 4Q23 Preview

코스맥스의 4Q23 실적은 매출액 4,705억원(YoY +18%), 영업이익 333억원(YoY +1,293%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다.

JV 공장으로서의 물량 이관으로 인해 실적 우려가 있었던 중국이 목표 수준의 실적을 달성할 것으로 기대된다(중국 YoY +12%). 그 외에 구조적인 성장 모멘텀은 이번 없이 유효하다.

### [국내]

매출액 2,546억원(YoY +18%), 영업이익 218억원(YoY +651%) 추정한다.

연중 인디 브랜드 향 오더 호조에 비롯해 꾸준히 두 자릿수 매출 성장을 시현하고 있다. 영업이익률도 HSD% 수준을 유지할 전망이다.

### [중국]

매출액 1,533억원(YoY +12%), 영업이익 130억원(YoY +20%)으로 예상한다.

2023년 유일하게 부진한 사업 지역이었는데, 금번 분기 상해와 광저우 모두 두 자릿수 신장하며 추세 반전에 성공할 전망이다. 두 법인 모두 신규 인디 브랜드향 영업이 성과로 반영되고 있기 때문이다. 특히 광저우는 기존 매출의 40% 물량이 이관 대상임에도 불구하고 고성장 추세를 유지하고 있다. 이관 이슈가 없었다면 금번 분기 50% 이상 성장했을 것으로 추정된다. JV는 1Q24부터 연결 편입될 예정이다. 이 효과로 2024년 온기 큰 폭의 성장이 예상된다.

### [미국]

매출액 391억원(YoY +7%), 영업적자 50억원(적축) 예상한다.

전년 동기 고객사들의 안전재고 발주로 인해 베이스 부담이 높았지만 매출 성장이 가능할 전망이다. ODM 오더 비중도 70% 이상까지 확대되어 양적, 질적 성장이 동시에 나타나겠다. 매출 트렌드에 비추어 BEP 시현 시점이 머지 않아 보인다.

## 투자 판단

코스맥스 주가는 4분기 실적 우려로 최근 조정 받았으나 우려 대비 양호한 실적이 예상된다. 분기 실적 노이즈 해소만으로도 매수가 유효하나, 더 고무적인 부분은 2024년 전망이다. 코스맥스는 2024년 주요 사업지역 전체적으로 +20% 이상 성장을 목표하고 있다(국내 +20%, 중국 +30%, 미국 +20%).

코스맥스는 화장품 ODM 1위 사업자로서 시장 확장에 대한 수혜를 온전히 받고 있다. 공격적인 목표치를 제시했으나, 구조적 성장에 대한 방증으로 판단하여 달성 가시성이 충분하다고 본다. 실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 상향한다. 밸류에이션 리레이팅 가능성까지 감안하면 추가적인 업사이드도 충분하다. 매수를 추천한다.

표 1. 코스맥스 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,383	1,591	1,600	1,811	2,174	2,391
국내	765	853	854	1,064	1,253	1,393
중국	456	631	557	553	692	743
미국	166	133	164	141	164	182
동남아	51	59	87	113	130	147
영업이익	67	123	53	126	178	210
국내	66	78	43	91	115	128
중국	36	88	57	48	60	67
미국	(45)	(47)	(43)	(30)	(4)	5
동남아	6	2	(1)	9	12	15
세전이익	0	78	6	91	139	171
당기순이익	(29)	34	(16)	55	100	123
지배주주순이익	21	74	21	60	107	126
영업이익률(%)	4.8	7.7	3.3	7.0	8.2	8.8
국내	8.6	9.1	5.0	8.6	9.2	9.2
중국	7.9	13.9	10.2	8.6	8.6	9.0
미국	(27.2)	(35.4)	(26.3)	(21.0)	(2.4)	2.5
동남아	11.5	4.1	(1.3)	8.2	9.1	10.1
매출액 (YoY %)	3.9	15.1	0.5	13.2	20.0	10.0
국내	3.6	11.5	0.1	24.6	17.7	11.2
중국	(3.2)	38.4	(11.8)	(0.7)	25.1	7.4
미국	5.7	(20.1)	23.6	(14.1)	16.0	11.2
동남아	(10.7)	15.6	46.5	30.1	15.4	13.0
영업이익 (YoY %)	23.4	84.0	(56.7)	138.2	41.0	17.6
국내	63.9	17.7	(44.6)	112.1	26.5	11.1
중국	64.0	143.1	(35.0)	(16.2)	24.9	12.6
미국	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
동남아	(6.9)	(58.6)	적자전환	흑자전환	28.5	25.8
순이익 (YoY %)	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	83.4	23.1

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	403	479	458	471	1,811	497	573	547	557	2,174
국내	243	278	288	255	1,064	290	333	328	303	1,253
중국	122	154	124	153	553	159	188	159	187	692
미국	27	38	37	39	141	34	39	42	49	164
동남아	24	28	30	31	113	29	31	35	35	130
영업이익	14	46	33	33	126	36	55	42	46	178
국내	13	30	26	22	91	23	36	29	26	115
중국	9	18	8	13	48	11	19	12	17	60
미국	(9)	(7)	(8)	(5)	(30)	(2)	(2)	(0)	0	(4)
동남아	3	2	1	3	9	4	2	2	4	12
세전이익	10	37	27	17	91	28	47	34	30	139
당기순이익	1	27	11	16	55	20	34	25	21	100
지배주주순이익	7	30	15	8	60	22	36	26	23	107
영업이익률(%)	3.4	9.6	7.3	7.1	7.0	7.3	9.5	7.7	8.2	8.2
국내	5.3	10.9	9.0	8.6	8.6	8.0	10.9	9.0	8.7	9.2
중국	7.0	11.7	6.6	8.5	8.6	7.2	9.9	7.9	9.1	8.6
미국	(35.0)	(19.0)	(21.5)	(12.8)	(21.0)	(6.0)	(4.0)	(1.0)	0.2	(2.4)
동남아	13.7	6.8	4.0	9.0	8.2	15.4	7.3	4.3	10.3	9.1
매출액 (YoY %)	1.4	18.3	15.5	17.5	13.2	23.1	19.6	19.5	18.3	20.0
국내	18.6	23.4	39.3	17.5	24.6	19.0	19.6	13.8	18.9	17.7
중국	(17.8)	12.0	(7.5)	12.0	(0.7)	29.6	22.3	28.2	21.7	25.1
미국	(39.1)	(0.6)	(17.6)	6.7	(14.1)	25.0	2.0	15.0	24.4	16.0
동남아	78.7	88.4	92.3	101.5	90.6	17.7	14.1	17.7	12.7	15.4
영업이익 (YoY %)	0.5	167.3	68.7	1294.0	138.2	160.8	18.5	25.9	37.5	41.0
국내	34.0	63.4	120.5	651.5	112.1	78.2	19.3	14.3	20.2	26.5
중국	(49.3)	12.3	(38.3)	20.0	(16.2)	33.6	3.7	52.8	31.1	24.9
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지
동남아	313.2	흑전	276.3	흑전	흑전	32.3	23.2	24.7	29.1	28.5
순이익 (YoY %)	(93.0)	414.4	60.8	흑전	흑전	2766.1	23.3	127.4	36.0	83.4

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	9,447	
Target PER(배)	19	업종 평균
적정 주가	179,485	
목표 주가	180,000	
현재 주가	122,000	
상승 여력(%)	47.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,600	1,811	2,174	2,391
매출원가	1,395	1,539	1,831	2,010
매출총이익	205	272	343	381
판매비와관리비	152	145	164	171
조정영업이익	53	126	178	210
영업이익	53	126	178	210
비영업손익	-47	-35	-39	-39
금융손익	-19	-28	-28	-26
관계기업등 투자손익	0	-3	0	0
세전계속사업손익	6	91	139	171
계속사업법인세비용	23	36	39	48
계속사업이익	-16	55	100	123
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-16	55	100	123
지배주주	21	60	107	126
비지배주주	-37	-5	-7	-2
총포괄이익	-15	55	100	123
지배주주	32	53	97	119
비지배주주	-47	2	3	4
EBITDA	112	192	244	277
FCF	18	4	-29	83
EBITDA 마진율 (%)	7.0	10.6	11.2	11.6
영업이익률 (%)	3.3	7.0	8.2	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	3.3	4.9	5.3

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	737	815	890	970
현금 및 현금성자산	169	148	103	107
매출채권 및 기타채권	317	372	440	482
재고자산	202	238	281	309
기타유동자산	49	57	66	72
비유동자산	659	689	790	813
관계기업투자등	38	45	53	58
유형자산	491	509	596	611
무형자산	50	46	44	41
자산총계	1,396	1,503	1,680	1,783
유동부채	812	866	932	905
매입채무 및 기타채무	226	265	314	345
단기금융부채	517	519	522	454
기타유동부채	69	82	96	106
비유동부채	140	149	159	166
장기금융부채	91	91	91	91
기타비유동부채	49	58	68	75
부채총계	952	1,015	1,092	1,071
지배주주지분	581	631	738	864
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	287	287	287	287
이익잉여금	268	328	435	561
비지배주주지분	-137	-142	-149	-152
자본총계	444	489	589	712

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	103	84	121	163
당기순이익	-16	55	100	123
비현금수익비용가감	150	129	132	141
유형자산감가상각비	55	62	63	65
무형자산상각비	4	3	3	2
기타	91	64	66	74
영업활동으로인한자산및부채의변동	28	-36	-45	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-53	-65	-42
재고자산 감소(증가)	23	-35	-44	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	31	38	24
법인세납부	-45	-36	-39	-48
투자활동으로 인한 현금흐름	-31	-90	-161	-86
유형자산처분(취득)	-83	-80	-150	-80
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-6	-6	-7	-4
기타투자활동	58	-4	-4	-2
재무활동으로 인한 현금흐름	3	2	3	-68
장단기금융부채의 증가(감소)	44	2	3	-68
자본의 증가(감소)	-6	0	0	0
배당금의 지급	-6	0	0	0
기타재무활동	-29	0	0	0
현금의 증가	70	-21	-46	4
기초현금	100	169	148	103
기말현금	169	148	103	107

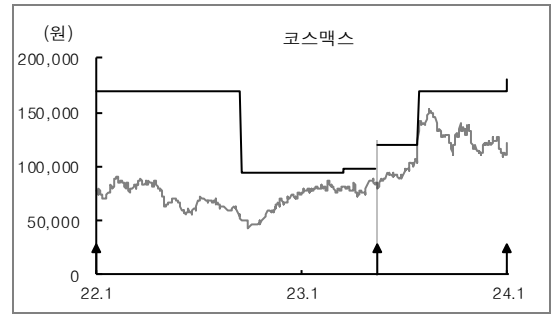
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	40.3	23.9	12.9	11.0
P/CF (x)	6.3	7.8	6.0	5.2
P/B (x)	1.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	10.1	9.0	7.1	6.0
EPS (원)	1,837	5,296	9,447	11,082
CFPS (원)	11,791	16,224	20,500	23,308
BPS (원)	51,229	55,612	65,041	76,123
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	0.5	13.2	20.0	10.0
EBITDA증가율 (%)	-35.8	71.5	27.1	13.4
조정영업이익증가율 (%)	-56.7	138.2	41.0	17.6
EPS증가율 (%)	-73.3	188.3	78.4	17.3
매출채권 회전율 (회)	4.9	5.5	5.6	5.4
재고자산 회전율 (회)	7.5	8.2	8.4	8.1
매입채무 회전율 (회)	7.7	8.1	8.1	7.8
ROA (%)	-1.2	3.8	6.3	7.1
ROE (%)	3.6	9.9	15.7	15.7
ROIC (%)	-17.7	8.7	13.4	14.6
부채비율 (%)	214.3	207.7	185.5	150.5
유동비율 (%)	90.8	94.1	95.5	107.2
순차입금/자기자본 (%)	96.6	90.9	83.3	58.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.5	4.7	6.6	8.2

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2024.01.18	매수	180,000	-	-
2023.08.11	매수	170,000	-24.83	-9.71
2023.05.30	매수	120,000	-21.41	3.17
2023.05.29	분석 대상 제외		-	-
2023.03.31	매수	98,000	-18.03	-8.78
2022.09.30	매수	94,000	-28.20	-8.72
2021.11.29	매수	170,000	-55.90	-37.94



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.