

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

192820 · 화장품

코스맥스**성장은 믿지만 비용 불확실성 아쉬움**

(유지)

매수

목표주가

140,000원 ▼

상승여력

35.5%

현재주가(24/3/7)

103,300원

KOSPI

2,647.62

시가총액(십억원)

1,172

발행주식수(백만주)

11

외국인 보유비중(%)

28.4

Report summary

4Q23 Review: 일회성 총당금 135억원 인식

4Q23 실적은 매출액 4,367억원(YoY +9%), 영업이익 225억원(YoY +841%)으로 기대치를 하회했다. 매출보다 이익의 괴리가 큰데, 일회성 총당금을 135억원 인식했기 때문이다(중국 채권총당 85억원, 미국 채고총당 41억원, 태국 채고총당 8억원). 이 영향을 제외하면 영업이익은 시장 기대치를 상회하는 수준이다.

매출 성장은 목표대로 시현 가능. 비경상적 비용 불확실성이 아쉽다

코스맥스는 1Q24 사업지역 전반 강한 매출 성장을 목표하고 있다. ODM 업황에 비추어 달성 가능하다고 판단한다(1Q24F 매출 성장률 YoY +22%). 아쉬운 점은 비경상 비용이다. 비용 규모가 크고 발생 빈도가 잦다(중국 채권총당 3Q23 50억원, 4Q23 85억원, 국내 채권총당 1Q23 34억원). 매출 전망은 유지하지만 비용 우려를 감안해 수익성 눈높이는 조정하였다. 이익 전망 하향에 따라 목표주가를 조정한다. 밸류에이션 매력과 ODM의 구조적 성장은 여전히 유효하나, 주가 반등은 불확실성이 완화되는 구간으로 기대한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.2	-29.1	25.8
상대주가	-15.4	-31.8	17.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,591	1,600	1,777	2,098	2,314
영업이익 (십억원)	123	53	116	151	180
영업이익률 (%)	7.7	3.3	6.5	7.2	7.8
순이익 (십억원)	74	21	57	100	120
EPS (원)	6,880	1,837	5,030	8,852	10,536
ROE (%)	16.5	3.6	9.4	14.8	15.2
P/E (배)	12.7	40.3	25.1	11.7	9.8
P/B (배)	1.8	1.4	2.3	1.6	1.4
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 Review

코스맥스의 4Q23 실적은 매출액 4,367억원(YoY +9%), 영업이익 225억원(YoY +841%)으로 시장 기대치를 큰 폭으로 하회했다. 영업이익의 괴리가 큰데, 일회성 총당금을 135억원 큰 규모로 인식했기 때문이다(중국 매출채권대손충당 85억원, 미국 재고충당 41억원, 태국 재고충당 9억원).

국내

매출액 2,479억원(YoY +14%), 영업이익 175억원(YoY +503%), OPM 7.1%를 시현했다. 직간접 수출 고객사 오더가 추세적으로 고성장하고 있다. 파우더 생산 설비 부족으로 인해 수익성이 일시적으로 영향 받았으나, 여전히 HS 수준을 유지했고 현재 제2 공장 가동을 통해 해소된 상황이다.

중국

매출액 1,475억원(YoY +8%), 영업이익 39억원(YoY -64%, 추정)을 기록했다. 상해(+11%), 광저우(+23%) 양 법인 모두 시장 성장률을 크게 상회했다. 기존 고객사의 신제품 오더가 증가했고, 하반기부터 강화한 신규 인디 브랜드향 영업이 점진적으로 성과를 내고 있는 것으로 파악된다. 매출 성장에도 불구하고 이익이 축소되었는데, 보수적인 회계 처리로 인해 매출채권충당금을 85억원 인식했기 때문이다.

미국

매출액 378억원(YoY +3%), 영업적자 75억원(적자축소, 추정)을 기록했다. 구조조정 이후 첫 매출 성장을 시현한 점이 고무적이다. 전년 동기 고 베이스에도 불구하고 인디 브랜드 오더 호조가 주효했다. 이에 따라 적자도 축소되는 추세이나 일회성 비용이 반영되어 속도가 더뎠다는 점은 아쉽다. 재고 관련 총당금 41억원이 발생하였다.

동남아

인니 매출액 225억원(YoY +13%), 태국 매출액 71억원(YoY +9%)을 시현하였다. 주요 고객사 전반 견고한 오더 성장이 이어지고 있다. 매출 성장에도 불구하고 태국에서도 보수적인 회계를 적용한 바, 재고충당 9억원을 인식하였다.

투자 판단

국내와 중국 매출 성장률이 당초 예상보다는 낮았지만 방향성 측면에서 큰 우려는 되지 않는다. 국내는 제조업 특성상 ODM 업체 전반적으로 분기 변동성은 존재한다. 코스맥스 국내는 직전 분기 40% 가까운 큰 성장을 시현했기 때문에 금번 분기 14% 성장률에 실망할 필요는 없을 것이다. 중국도 인디 브랜드 영업 효과가 나타나면서 점진적으로 성장률이 개선되고 있다. 사측은 1Q24 주요 사업 지역에서 강한 매출 성장을 기대하고 있다. 목표대로 시현할 것으로 기대한다(1Q24F 매출 성장률 YoY: 국내 +25%, 중국 +13%, 미국 +42%).

아쉬운 부분은 비경상적인 비용 불확실성이다. 금번 분기 일회성 총당 비용을 제거하면 시장 기대치를 상회하는 실적이었겠으나, 비용 규모가 다소 크고 발생하는 빈도가 잦다. 특히 금번 분기 부담이 컸던 중국 채권 총당은 직전 분기에도 50억원 수준 반영되었고(23년 연간 135억원), 국내도 1Q23 34억원 가량을 인식했다. 향후 환입 가능성도 물론 존재하지만 이를 예측하기는 쉽지 않고, 대손 인식이 잦다면 일회성으로만 여기기도 어렵다.

매출 추정치는 유지하지만 비용 불확실성을 감안하여 수익성 눈높이는 조정하였다. 밸류에이션이 부담스럽지 않고 ODM의 구조적인 성장 방향성은 유효하기 때문에 실적 및 주가 방향성은 상승하겠으나, 본격적인 주가 반등은 비용 불확실성 완화 시점으로 예상하는 것이 합리적이다. 이익 전망 하향에 따라 목표주가를 조정한다.

표 1. 코스맥스 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,383	1,591	1,600	1,777	2,098	2,314
국내	765	853	854	1,058	1,239	1,376
중국	456	631	557	547	659	713
미국	166	133	164	140	165	186
동남아	51	59	87	111	133	150
영업이익	67	123	53	116	151	180
국내	66	78	43	87	112	124
중국	36	88	57	39	36	42
미국	(45)	(47)	(43)	(32)	(12)	(5)
동남아	6	2	(1)	8	11	14
세전이익	0	78	6	84	121	151
당기순이익	(29)	34	(16)	38	77	109
지배주주순이익	21	74	21	57	100	120
영업이익률(%)	4.8	7.7	3.3	6.5	7.2	7.8
국내	8.6	9.1	5.0	8.2	9.0	9.0
중국	7.9	13.9	10.2	7.1	5.5	5.9
미국	(27.2)	(35.4)	(26.3)	(23.0)	(7.5)	(2.5)
동남아	11.5	4.1	(1.3)	7.4	8.1	9.2
매출액 (YoY %)	3.9	15.1	0.5	11.1	18.0	10.3
국내	3.6	11.5	0.1	23.8	17.2	11.1
중국	(3.2)	38.4	(11.8)	(1.7)	20.3	8.2
미국	5.7	(20.1)	23.6	(14.8)	18.0	12.6
동남아	(10.7)	15.6	46.5	28.7	19.1	13.0
영업이익 (YoY %)	23.4	84.0	(56.7)	117.8	30.6	19.3
국내	63.9	17.7	(44.6)	102.1	28.9	11.0
중국	64.0	143.1	(35.0)	(32.3)	(6.1)	15.5
미국	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
동남아	(6.9)	(58.6)	적자전환	흑자전환	30.5	28.0
순이익 (YoY %)	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	104.4	40.7

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	403	479	458	437	1,777	490	559	532	517	2,098
국내	243	278	288	248	1,058	305	333	328	274	1,239
중국	122	154	124	148	547	138	181	152	187	659
미국	27	38	37	38	140	39	42	42	42	165
동남아	24	28	30	30	111	31	31	35	35	133
영업이익	14	46	33	23	116	32	53	39	28	151
국내	13	30	26	18	87	23	36	30	22	112
중국	9	18	8	4	39	6	15	8	7	36
미국	(9)	(7)	(8)	(8)	(32)	(3)	(2)	(2)	(5)	(12)
동남아	3	2	1	2	8	5	2	2	2	11
세전이익	10	37	27	10	84	24	45	31	20	121
당기순이익	1	27	11	(1)	38	16	29	20	13	77
지배주주순이익	7	30	15	5	57	20	38	26	17	100
영업이익률(%)	3.4	9.6	7.3	5.2	6.5	6.6	9.4	7.3	5.4	7.2
국내	5.3	10.9	9.0	7.1	8.2	7.6	10.9	9.2	8.1	9.0
중국	7.0	11.7	6.6	2.6	7.1	4.4	8.3	5.2	3.9	5.5
미국	(35.0)	(19.0)	(21.5)	(19.9)	(23.0)	(7.0)	(5.0)	(5.0)	(12.9)	(7.5)
동남아	13.7	6.8	4.0	6.2	7.4	14.6	7.3	4.3	7.0	8.1
매출액 (YoY %)	1.4	18.3	15.5	9.0	11.1	21.5	16.6	16.2	18.3	18.0
국내	18.6	23.4	39.3	14.4	23.8	25.2	19.6	13.8	10.6	17.2
중국	(17.8)	12.0	(7.5)	7.8	(1.7)	12.8	17.5	23.2	27.0	20.3
미국	(39.1)	(0.6)	(17.6)	3.3	(14.8)	42.1	10.0	15.0	11.7	18.0
동남아	78.7	88.4	92.3	93.5	88.5	28.1	12.5	17.7	19.4	19.1
영업이익 (YoY %)	0.5	167.3	68.7	841.1	117.8	132.9	14.2	15.9	22.9	30.6
국내	34.0	63.4	120.5	503.4	102.1	78.1	19.3	16.8	26.7	28.9
중국	(49.3)	12.3	(38.3)	(64.3)	(32.3)	(28.9)	(17.3)	(2.9)	89.7	(6.1)
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지
동남아	313.2	흑전	276.3	흑전	흑전	35.8	20.9	24.6	34.6	30.5
순이익 (YoY %)	(93.0)	414.4	60.8	흑전	흑전	2076.8	5.5	83.8	(1221.4)	104.4

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	9,132	
Target PER(배)	15 업종 평균	
적정 주가	141,462	
목표 주가	140,000	
현재 주가	103,300	
상승 여력(%)	35.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,600	1,777	2,098	2,314
매출원가	1,395	1,495	1,748	1,924
매출총이익	205	282	350	390
판매비와관리비	152	167	199	210
조정영업이익	53	116	151	180
영업이익	53	116	151	180
비영업손익	-47	-32	-30	-29
금융손익	-19	-28	-28	-26
관계기업등 투자손익	0	-2	-1	0
세전계속사업손익	6	84	121	151
계속사업법인세비용	23	46	43	42
계속사업이익	-16	38	77	109
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-16	38	77	109
지배주주	21	57	100	120
비지배주주	-37	-19	-23	-11
총포괄이익	-15	38	77	109
지배주주	32	37	75	105
비지배주주	-47	1	3	4
EBITDA	112	181	217	247
FCF	18	4	-48	70
EBITDA 마진율 (%)	7.0	10.2	10.3	10.7
영업이익률 (%)	3.3	6.5	7.2	7.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	3.2	4.8	5.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	737	773	820	884
현금 및 현금성자산	169	154	89	80
매출채권 및 기타채권	317	345	408	449
재고자산	202	221	261	288
기타유동자산	49	53	62	67
비유동자산	659	683	784	807
관계기업투자등	38	42	49	54
유형자산	491	509	596	611
무형자산	50	46	44	41
자산총계	1,396	1,456	1,605	1,691
유동부채	812	840	901	872
매입채무 및 기타채무	226	246	291	321
단기금융부채	517	518	521	453
기타유동부채	69	76	89	98
비유동부채	140	145	155	161
장기금융부채	91	91	91	91
기타비유동부채	49	54	64	70
부채총계	952	985	1,056	1,034
지배주주지분	581	628	728	847
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	287	287	287	287
이익잉여금	268	325	425	545
비지배주주지분	-137	-156	-179	-190
자본총계	444	472	549	657

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	103	84	102	150
당기순이익	-16	38	77	109
비현금수익비용가감	150	139	137	135
유형자산감가상각비	55	62	63	65
무형자산상각비	4	3	3	2
기타	91	74	71	68
영업활동으로인한자산및부채의변동	28	-19	-41	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-27	-60	-40
재고자산 감소(증가)	23	-18	-40	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	16	35	23
법인세납부	-45	-46	-43	-42
투자활동으로 인한 현금흐름	-31	-87	-161	-85
유형자산처분(취득)	-83	-80	-150	-80
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-6	-3	-6	-4
기타투자활동	58	-4	-5	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	3	1	2	-68
장단기금융부채의 증가(감소)	44	1	3	-68
자본의 증가(감소)	-6	0	0	0
배당금의 지급	-6	0	0	0
기타재무활동	-29	0	-1	0
현금의 증가	70	-15	-65	-9
기초현금	100	169	154	89
기말현금	169	154	89	80

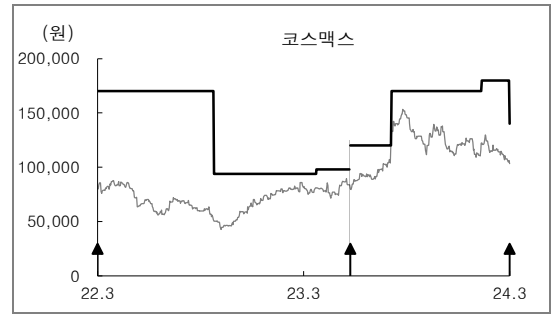
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	40.3	25.1	11.7	9.8
P/CF (x)	6.3	8.1	5.5	4.8
P/B (x)	1.4	2.3	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	10.1	9.5	6.9	5.8
EPS (원)	1,837	5,030	8,852	10,536
CFPS (원)	11,791	15,620	18,867	21,500
BPS (원)	51,229	55,346	64,180	74,716
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	11.1	18.0	10.3
EBITDA증가율 (%)	-35.8	61.8	19.6	14.0
조정영업이익증가율 (%)	-56.7	117.8	30.6	19.3
EPS증가율 (%)	-73.3	173.8	76.0	19.0
매출채권 회전율 (회)	4.9	5.6	5.8	5.6
재고자산 회전율 (회)	7.5	8.4	8.7	8.4
매입채무 회전율 (회)	7.7	8.1	8.4	8.1
ROA (%)	-1.2	2.7	5.0	6.6
ROE (%)	3.6	9.4	14.8	15.2
ROIC (%)	-17.7	5.9	10.2	12.9
부채비율 (%)	214.3	208.7	192.4	157.2
유동비율 (%)	90.8	92.0	91.0	101.4
순차입금/자기자본 (%)	96.6	92.9	91.7	67.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.5	4.3	5.6	7.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2024.03.08	매수	140,000	-	-
2024.01.18	매수	180,000	-35.79	-27.94
2023.08.11	매수	170,000	-24.86	-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.