



코스맥스 (192820)

호실적 지속 전망

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(상향): 200,000원

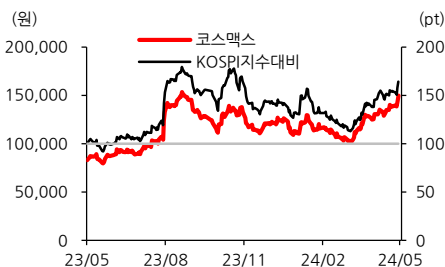
현재 주가(5/10)	149,900원
상승여력	▲33.4%
시가총액	17,013억원
발행주식수	11,350천주
52주 최고가 / 최저가	153,500 / 79,500원
90일 일평균 거래대금	134.53억원
외국인 지분율	27.7%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 13인)	26.2%
국민연금공단 (외 1인)	11.6%
코스맥스우리사주 (외 1인)	1.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.9	29.6	12.9	86.9
상대수익률(KOSPI)	19.1	25.5	-0.3	77.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,600	1,777	2,150	2,368
영업이익	53	116	197	219
EBITDA	112	175	271	301
지배주주순이익	21	57	142	170
EPS	1,837	5,036	12,480	14,955
순차입금	429	442	486	403
PER	40.3	25.1	12.0	10.0
PBR	1.4	4.0	3.3	2.5
EV/EBITDA	11.3	10.7	8.1	7.0
배당수익률	n/a	0.4	0.5	0.6
ROE	3.6	12.1	32.5	28.7

주가 추이



기대치를 상회한 1분기

2024년 1분기 코스맥스의 연결 매출액은 5,268억원(+30.6% YoY, +20.6% QoQ), 영업이익은 454억원(+229.1% YoY, +101.8% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 374억원, 컨센서스 영업이익 386억원을 상회했다. 1) **[한국]** 간접수출 및 직수출 호조, 방한 외국인 수 증가에 따른 내수 판매 호조로 한국 매출액은 전년 동기 대비 30% 성장한 3,154억원을 기록하며 분기 첫 3천억원 매출을 초과 달성했다. 수출 증가에 따른 지급수수료 증가, 임금 인상 시기 변경(7월→1월)에 따른 비용 증가에도 원가를 하락(-3.9%p YoY), 고수익 제품군 비중 증가 및 매출 성장에 따른 레버리지 효과로 영업이익률은 9.5%에 달했다. 2) **[중국]** 상해는 색조 신규 고객사 수주가 크게 늘며 매출액은 +18% YoY, 광저우는 잇센JV 연결 편입 효과와 일부 제품 2분기 물량 선생산 효과로 매출액은 +58% YoY 성장했다. 영업이익률은 4.6%p YoY 개선된 것으로 추정한다. 3) **[미국]** 동부 고객사 매출 증가 및 ODM 물량 증가(ODM 비중 +10%p YoY)로 미국 매출액은 +43% YoY 성장했으며 영업이익은 BEP에 근접했다. 4) **[동남아]** 주요 로컬 고객사 중심으로 고수익 제품군인 쿠션, 크림 매출이 증가되며 인도네시아 매출액은 +26% YoY, 전년도 기저 효과 및 시장 회복으로 태국 매출액은 +88% YoY 성장했다.

영업외에서는 미국 법인의 잡손실 80억원이 반영되었다.

2분기, 하반기도 호실적 지속 전망

2분기 연결 매출액은 5,683억원(+18.6% YoY, +7.9% QoQ), 영업이익은 586억원(+27.3% YoY, +28.9% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 550억원을 소폭 상회할 전망이다. 한국, 태국은 우호적인 시장 환경이, 중국, 미국은 신규 고객사 수주 증가 효과가 연중 지속될 전망이다. 2분기 한국 매출액은 QoQ 성장 가능성이 높아 현재 추정치 이상의 실적 달성도 가능하다. 미국의 흑자전환은 2분기, 잇센 JV 이익기여는 3분기부터 가능할 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 200,000원으로 상향 조정(+25%)

이익 추정치의 상향 조정으로 목표주가를 상향 조정 한다. 화장품 업황 호조가 1위 기업을 빚여가지 않는다. 여전히 매수 접근이 유효하다.

[표1] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	403	479	458	437	527	568	537	518	1,777	2,150	2,368
국내	243	278	288	248	315	319	323	284	1,058	1,242	1,353
해외	174	219	191	215	230	270	236	261	799	997	1,119
이스트	122	154	124	148	157	190	154	180	547	682	760
상해	92	112	86	111	108	133	102	133	400	475	532
광저우	30	40	37	34	47	55	50	44	141	196	217
웨스트	27	38	37	38	39	47	45	45	140	177	201
동남아	24	28	30	30	34	33	36	35	111	138	158
인도네시아	19	21	23	22	24	25	28	26	86	103	118
태국	5	7	7	7	10	8	8	9	26	35	39
연결조정	-14	-18	-20	-26	-19	-21	-22	-27	-79	-89	-104
YoY	1.4%	18.3%	15.5%	9.0%	30.6%	18.6%	17.1%	18.6%	11.1%	20.9%	10.2%
국내	18.7%	23.4%	39.3%	14.4%	29.6%	14.8%	12.2%	14.7%	23.8%	17.5%	8.9%
해외	-17.4%	13.4%	-6.6%	7.6%	32.2%	23.2%	23.6%	21.4%	-1.1%	24.8%	12.3%
이스트	-17.8%	12.0%	-7.5%	7.8%	28.6%	23.5%	24.7%	22.2%	-1.7%	24.6%	11.5%
상해	-24.9%	4.0%	-17.0%	11.0%	17.6%	18.7%	19.0%	20.2%	-7.5%	18.9%	12.0%
광저우	27.5%	11.0%	17.5%	23.2%	57.6%	37.3%	34.9%	30.6%	18.8%	39.3%	11.0%
웨스트	-39.1%	0.2%	-17.6%	3.3%	43.2%	24.0%	23.0%	20.0%	-14.7%	26.4%	13.8%
동남아	42.1%	52.0%	18.1%	12.4%	38.3%	20.2%	20.0%	19.3%	28.2%	23.9%	14.2%
인도네시아	34.3%	40.7%	25.8%	13.4%	25.5%	21.2%	20.0%	15.0%	27.2%	20.2%	14.5%
태국	82.1%	100.9%	-2.9%	9.4%	86.3%	17.2%	20.0%	32.9%	31.5%	36.0%	13.2%
매출액 비중											
국내	60.4%	58.1%	62.8%	56.8%	59.9%	56.2%	60.2%	54.9%	59.5%	57.8%	57.2%
해외	43.1%	45.8%	41.6%	49.2%	43.6%	47.6%	43.9%	50.4%	44.9%	46.4%	47.2%
이스트	30.4%	32.1%	27.0%	33.8%	29.9%	33.4%	28.7%	34.8%	30.8%	31.7%	32.1%
상해	22.7%	23.3%	18.7%	25.4%	20.4%	23.4%	19.0%	25.7%	22.5%	22.1%	22.5%
광저우	7.4%	8.3%	8.1%	7.8%	8.9%	9.7%	9.3%	8.6%	7.9%	9.1%	9.2%
웨스트	6.7%	7.9%	8.1%	8.7%	7.4%	8.3%	8.5%	8.8%	7.9%	8.2%	8.5%
동남아	6.0%	5.7%	6.5%	6.8%	6.4%	5.8%	6.7%	6.8%	6.3%	6.4%	6.7%
인도네시아	4.8%	4.3%	5.1%	5.1%	4.6%	4.4%	5.2%	5.0%	4.8%	4.8%	5.0%
태국	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.4%	1.5%	1.8%	1.4%	1.6%	1.7%
연결조정	-3.5%	-3.8%	-4.4%	-6.0%	-3.5%	-3.8%	-4.1%	-5.2%	-4.4%	-4.2%	-4.4%
영업이익	14	46	33	23	45	59	50	43	116	197	219
별도	13	30	26	18	30	32	31	26	87	118	125
국내외연결법인	1	16	8	5	15	27	19	18	29	79	94
YoY	0.5%	167.3%	68.7%	842.0%	229.1%	27.3%	48.9%	92.5%	117.9%	70.3%	11.1%
별도	35.0%	63.3%	121.2%	503.4%	131.0%	4.0%	19.0%	46.2%	102.5%	36.1%	5.5%
국내외연결법인	-80.9%	흑전	-7.1%	흑전	1,863.9%	72.4%	151.6%	253.6%	182.0%	172.8%	19.4%
영업이익률	3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	8.6%	10.3%	9.2%	8.4%	6.5%	9.2%	9.2%
별도	5.4%	10.9%	9.0%	7.1%	9.5%	9.9%	9.5%	9.0%	8.2%	9.5%	9.2%
국내외연결법인	0.5%	7.8%	4.4%	2.7%	7.3%	10.8%	8.9%	7.6%	4.0%	8.7%	9.3%
영업이익 비중											
별도	94.3%	66.0%	77.5%	77.7%	66.2%	54.0%	61.9%	59.0%	75.0%	59.9%	56.9%
국내외연결법인	5.7%	34.0%	22.5%	22.3%	33.8%	46.0%	38.1%	41.0%	25.0%	40.1%	43.1%

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,591	1,600	1,777	2,150	2,368
매출총이익	278	205	294	390	468
영업이익	123	53	116	197	219
EBITDA	174	112	175	271	301
순이자손익	-14	-18	-26	-30	-26
외화관련손익	4	-1	-1	-1	-1
지분법손익	0	0	-2	0	0
세전계속사업손익	78	6	84	158	189
당기순이익	34	-16	38	119	142
지배주주순이익	74	21	57	142	170
증가율(%)					
매출액	15.1	0.5	11.1	20.9	10.2
영업이익	84.0	-56.7	117.9	70.3	11.1
EBITDA	55.1	-35.8	56.5	54.9	10.9
순이익	흑전	적전	흑전	214.2	19.1
이익률(%)					
매출총이익률	17.4	12.8	16.5	18.1	19.8
영업이익률	7.7	3.3	6.5	9.2	9.2
EBITDA 이익률	11.0	7.0	9.9	12.6	12.7
세전이익률	4.9	0.4	4.7	7.3	8.0
순이익률	2.2	-1.0	2.1	5.5	6.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	100	103	231	114	232
당기순이익	34	-16	38	119	142
자산상각비	52	59	59	74	82
운전자본증감	-41	28	79	-110	-22
매출채권 감소(증가)	-53	40	8	-109	-35
재고자산 감소(증가)	-16	23	-15	-35	-23
매입채무 증가(감소)	30	-11	60	33	36
투자현금흐름	-144	-31	-104	-159	-144
유형자산처분(취득)	-39	-83	-81	-150	-135
무형자산 감소(증가)	-1	0	-4	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-84	78	-22	-1	-1
재무현금흐름	33	3	-39	-62	-71
차입금의 증가(감소)	-100	10	-39	-62	-65
자본의 증가(감소)	132	-6	-115	0	-6
배당금의 지급	0	-6	0	0	-6
총현금흐름	189	134	199	224	254
(-)운전자본증가(감소)	99	-85	-133	110	22
(-)설비투자	41	84	86	150	135
(+)자산매각	0	2	1	-5	-5
Free Cash Flow	50	137	247	-41	92
(-)기타투자	-39	83	51	4	4
잉여현금	89	53	196	-44	88
NOPLAT	54	-142	52	149	164
(+) Dep	52	59	59	74	82
(-)운전자본투자	99	-85	-133	110	22
(-)Capex	41	84	86	150	135
OpFCF	-34	-81	158	-37	90

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	792	737	822	861	939
현금성자산	104	179	271	164	182
매출채권	364	318	283	392	427
재고자산	224	202	218	253	276
비유동자산	620	659	735	819	881
투자자산	98	119	134	138	142
유형자산	471	491	547	627	684
무형자산	50	50	54	55	55
자산총계	1,412	1,396	1,557	1,680	1,820
유동부채	788	812	874	848	823
매입채무	289	257	365	398	433
유동성이자부채	448	517	454	393	329
비유동부채	159	140	325	326	327
비유동이자부채	115	91	259	258	257
부채총계	947	952	1,199	1,174	1,150
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	292	287	29	29	29
이익잉여금	248	268	313	455	619
자본조정	15	21	15	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	465	444	359	506	670

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,558	1,837	5,036	12,480	14,955
BPS	49,457	51,203	31,941	44,936	59,385
DPS	550	0	500	700	900
CFPS	16,674	11,791	17,550	19,734	22,354
ROA(%)	5.7	1.5	3.9	8.7	9.7
ROE(%)	16.5	3.6	12.1	32.5	28.7
ROIC(%)	6.5	-16.5	6.6	17.5	16.6
Multiples(x, %)					
PER	13.3	40.3	25.1	12.0	10.0
PBR	1.8	1.4	4.0	3.3	2.5
PSR	0.6	0.5	0.8	0.8	0.7
PCR	5.2	6.3	7.2	7.6	6.7
EV/EBITDA	8.3	11.3	10.7	8.1	7.0
배당수익률	0.6	n/a	0.4	0.5	0.6
안정성(%)					
부채비율	203.4	214.3	334.3	232.0	171.6
Net debt/Equity	98.7	96.6	123.2	96.1	60.2
Net debt/EBITDA	263.3	383.3	252.3	179.2	134.1
유동비율	100.6	90.8	94.0	101.5	114.1
이자보상배율(배)	7.0	2.5	3.6	6.0	7.3
자산구조(%)					
투자자본	81.5	73.5	65.1	75.8	76.0
현금+투자자산	18.5	26.5	34.9	24.2	24.0
자본구조(%)					
차입금	54.8	57.8	66.5	56.2	46.6
자기자본	45.2	42.2	33.5	43.8	53.4

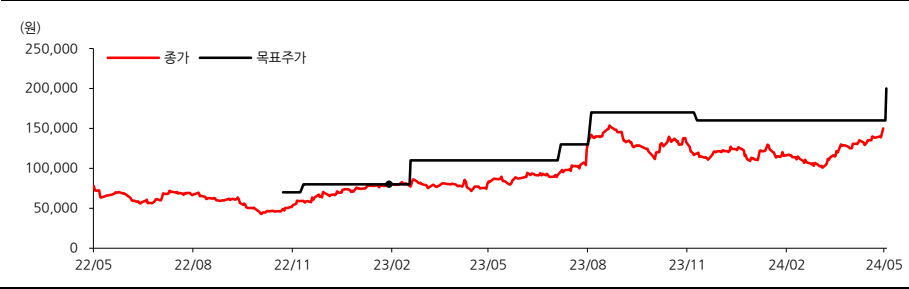
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 05월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.11.02	2022.11.02	2022.11.21	2023.02.28	2023.03.10	2023.04.18
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	70,000	80,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2023.05.12	2023.07.17	2023.08.14	2023.10.31	2023.11.20	2024.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	130,000	170,000	170,000	160,000	160,000
일 시	2024.03.08	2024.03.29	2024.04.24	2024.05.13		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	160,000	160,000	160,000	200,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	70,000	-23.37	-15.00
2022.11.21	Buy	80,000	-9.65	3.50
2023.02.28	Buy	110,000	-24.12	-14.36
2023.07.17	Buy	130,000	-20.45	2.38
2023.08.14	Buy	170,000	-21.21	-9.71
2023.11.20	Buy	160,000	-25.24	-6.31
2024.05.13	Buy	200,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%