



Buy(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(3/7) 103,300원

시가총액: 1조 1,720억원



화장품/섬유류부 Analyst 조소정
sojcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/7)		2,647.62pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	153,500 원	71,400 원
등락률	-32.7%	44.7%
수익률	절대	상대
1M	-14.2%	-15.4%
6M	-29.1%	-31.8%
1Y	25.8%	17.1%

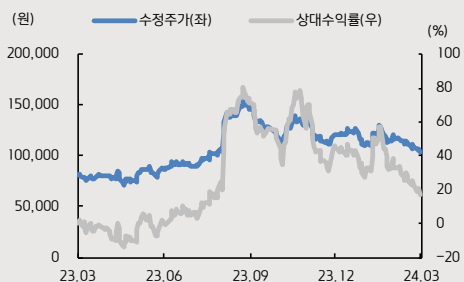
Company Data

발행주식수	11,350천주
일평균 거래량(3M)	84천주
외국인 지분율	28.3%
배당수익률(23E)	0.5%
BPS(23E)	55,886원
주요 주주	코스맥스비티아이 외 16 인
	26.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,777.5	2,217.1
영업이익	122.6	53.1	115.7	180.7
EBITDA	174.4	111.9	172.9	238.0
세전이익	78.3	6.2	86.2	148.0
순이익	34.3	-16.4	38.6	115.4
지배주주지분순이익	74.4	20.8	58.4	92.3
EPS(원)	6,880	1,837	5,148	8,136
증감률(% YoY)	230.5	-73.3	180.3	58.0
PER(배)	12.7	40.3	24.6	12.7
PBR(배)	1.77	1.45	2.26	1.63
EV/EBITDA(배)	7.3	10.1	10.2	6.6
영업이익률(%)	7.7	3.3	6.5	8.2
ROE(%)	16.5	3.6	9.6	13.6
순차입금비율(%)	81.0	95.1	101.1	90.6

Price Trend



코스맥스 (192820)

나무가 아닌, 숲을 보자



코스맥스의 4분기 매출액은 4,367억원 (+9% YoY), 영업이익은 225억원 (+842% YoY, OPM 5.2%), 순손실 -12억원을 기록했다. 영업 흐름은 좋았으나, 비용이 많이 늘어난 점이 아쉽다. 하지만 동사가 글로벌 인디/매스 뷰티 호황기의 수혜주라는 점은 변함없다. 당분간 산업 트렌드가 변할 일은 없을 것으로 예상되기에, 24년에도 계속 주목할 필요가 있다.

>>> 4Q: 영업은 좋았지만, 아쉬웠던 실적

코스맥스의 4분기 연결기준 매출액은 4,367억원 (+9% YoY), 영업이익은 225억원 (+842% YoY, OPM 5.2%), 순손실 -12억원 (적자지속)을 기록, 시장기대치를 하회했다. 수주는 견조했으나, 비용이 크게 늘었다.

- 영업비용: 보수적인 회계 기준 적용으로 인해 비용이 증가했다. (중국 법인에 대한 매출채권 대손상각비 인식 85억, 재고손실 총당금 202억원 등)
- 영업외비용: 비우호적인 외화 흐름, 이자비용 부담 등 영향으로 비용 부담이 증가했다. (외화평가환산손실 37억원, 법인세 112억원 등)

국내: 국내 별도기준 매출액은 2,479억원 (+14% YoY), 영업이익은 175억원 (+499%, OPM 7.1%), 순손실 -199억원 (적자지속)을 기록했다. 고객사들의 MBS 채널향 판매 호조와 비중국향 수출 호조 덕분에 영업 실적의 성장세는 견조했으나, 영업외단 비용이 증가하면서 적자를 기록했다. (외화관련 손실 233억원, 종속회사 관련 비용 90억, 법인세 56억)

중국: 중국 매출액은 1,475억원 (+8% YoY), 순이익은 34억원 (-23% YoY)을 기록했다. 매출 성장세는 견조했으나, 보수적인 회계 기준 적용으로 대손상각비가 늘면서 (85억 반영) 순이익은 감소했다.

- 지역별 매출: 상해는 1,108억원 (+11% YoY), 광저우는 340억원 (+23% YoY)을 기록했다. 상해 법인은 4분기 광군절 오더가 집중되면서 성장세를 보였고, 광저우는 신규 고객사 유입 덕분에 견조한 성장세를 보였다.

미국: 미국 매출액은 378억원 (+3% YoY), 순손실 -139억원 (적자지속)을 기록했다. 높았던 기저 부담에도 불구하고, 인디브랜드 고객사 유입 지속 덕분에 성장을 기록했다. 다만 보수적인 회계 기준에 따른 재고손실 총당금 41억원, 이자비용 54억원이 반영되면서 순적자를 기록했다.

>>> 당분간 변치 않은 산업 트렌드, 수혜는 분명하다

투자 의견 BUY, 목표주가 180,000원을 유지한다.

4Q 실적은 아쉬웠지만, 글로벌 인디/매스 뷰티 호황기의 수혜주라는 점은 변함 없다. 국내뿐 아니라 미국 등 지역 내 인디 뷰티의 강세 트렌드는 올해 내내 지속될 것으로 예상되며, 동사는 해당 브랜드사들을 고객사로 두고 있다. 특히 동사의 국내와 미국 법인 내 미국 신흥 브랜드향 수주가 늘고 있는 점은

분명 긍정적인 시그널이다. 향후 레퍼런스 확대를 통해 신규 대형 업체의 오더도 늘어날 가능성이 있기에, 24년에도 성장 흐름은 지속될 수 밖에 없다.

코스맥스 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
매출	(연결)	403.3	479.3	458.3	436.7	501.8	569.8	564.5	581.1	1,600.1	1,777.5	2,217.1
	코스맥스 코리아 (별도)	243.4	278.3	288.0	247.9	304.6	330.0	317.3	317.3	863.9	1,057.6	1,269.1
	코스맥스 이스트	122.4	153.8	123.7	147.5	148.8	183.6	183.7	195.8	556.8	547.4	712.0
	상하이	91.5	111.9	85.5	110.8	111.5	133.4	114.0	126.1	432.1	399.7	485.0
	광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	34.6	47.6	67.0	67.0	118.3	140.6	216.3
	코스맥스 웨스트	27.1	38.1	36.9	37.8	40.4	44.4	48.9	53.8	163.9	139.9	187.4
매출	YoY	+1%	+18%	+15%	+9%	+24%	+19%	+23%	+33%	+1%	+11%	+25%
	코스맥스 코리아 (별도)	+19%	+23%	+33%	+14%	+25%	+19%	+10%	+28%	+1%	+22%	+20%
	코스맥스 이스트	-18%	+12%	-8%	+8%	+22%	+19%	+49%	+33%	-12%	-2%	+30%
	상하이	-25%	+4%	-17%	+11%	+22%	+19%	+33%	+14%	-12%	-7%	+21%
	광저우	+27%	+11%	+18%	+23%	+17%	+19%	+82%	+97%	-16%	+19%	+54%
	코스맥스 웨스트	-39%	+0%	-18%	+3%	+49%	+17%	+32%	+42%	+24%	-15%	+34%
영업이익	(연결)	13.8	46.1	33.3	22.5	35.5	57.5	44.7	43.0	53.1	115.7	180.7
	코스맥스 코리아 (별도)	13.0	30.4	25.8	17.5	26.3	36.0	26.0	27.4	42.9	86.8	115.7
YoY		+1%	+167%	+69%	+841%	+157%	+25%	+34%	+91%	-57%	+118%	+56%
	코스맥스 코리아 (별도)	+35%	+63%	+121%	+499%	+102%	+18%	+1%	+56%	-45%	+102%	+33%
OPM		3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	7.1%	10.1%	7.9%	7.4%	3.3%	6.5%	8.2%
	코스맥스 코리아 (별도)	5.4%	10.9%	9.0%	7.1%	8.6%	10.9%	8.2%	8.6%	5.0%	8.2%	9.1%
당기순이익	(연결)	0.7	27.4	10.9	-1.2	21.4	38.9	29.8	25.3	-16.5	37.8	115.4
	코스맥스 코리아 (별도)	22.7	8.6	6.7	-19.9	32.4	39.9	32.4	29.6	-100.6	18.2	134.2
	코스맥스 이스트	13.8	14.8	4.6	3.4	16.8	17.7	6.8	4.5	46.1	36.6	45.8
	코스맥스 웨스트	-13.2	-10.5	-12.5	-13.9	0.0	0.0	1.0	1.1	-82.8	-50.1	2.1
	YoY	-93%	+415%	+61%	적자	+2914%	+42%	+174%	흑전	적전	흑전	+206%
NPM	코스맥스 코리아 (별도)	+119%	-63%	-69%	적자	+42%	+365%	+381%	흑전	적전	흑전	+639%
	코스맥스 이스트	+29%	+37%	-61%	-73%	+22%	+19%	+49%	+33%	-27%	-21%	+25%
	코스맥스 웨스트	적자	적자	적자	적자	흑전	흑전	흑전	흑전	적자	적자	흑전
		0%	6%	2%	0%	4%	7%	5%	4%	-1%	2%	5%
코스맥스 코리아 (별도)		9%	3%	2%	-8%	11%	12%	10%	9%	-12%	2%	11%
	코스맥스 이스트	11%	10%	4%	2%	11%	10%	4%	2%	8%	7%	6%
	코스맥스 웨스트	-49%	-28%	-34%	-37%	0%	0%	2%	2%	-51%	-36%	1%

자료: 코스맥스, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,777.5	2,217.1	2,532.0
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,483.8	1,842.5	2,104.3
매출총이익	277.5	205.3	293.7	374.6	427.7
판관비	154.9	152.2	178.0	193.9	203.6
영업이익	122.6	53.1	115.7	180.7	224.1
EBITDA	174.4	111.9	172.9	238.0	282.9
영업외손익	-44.3	-46.9	-29.5	-32.7	-32.7
이자수익	4.0	2.4	1.6	1.0	2.3
이자비용	17.5	21.0	21.0	21.0	21.0
외환관련이익	10.1	13.2	8.8	8.8	8.8
외환관련손실	5.7	14.1	4.5	4.5	4.5
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-1.2	0.4	0.4
기타	-35.2	-27.4	-13.2	-17.4	-18.7
법인세차감전이익	78.3	6.2	86.2	148.0	191.4
법인세비용	43.9	22.6	47.6	32.6	42.1
계속사업순이익	34.3	-16.4	38.6	115.4	149.3
당기순이익	34.3	-16.4	38.6	115.4	149.3
지배주주순이익	74.4	20.8	58.4	92.3	119.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	15.1	0.5	11.1	24.7	14.2
영업이익 증감율	84.0	-56.7	117.9	56.2	24.0
EBITDA 증감율	55.1	-35.8	54.5	37.7	18.9
지배주주순이익 증감율	248.0	-72.0	180.8	58.0	29.4
EPS 증감율	230.5	-73.3	180.3	58.0	29.3
매출총이익율(%)	17.4	12.8	16.5	16.9	16.9
영업이익율(%)	7.7	3.3	6.5	8.2	8.9
EBITDA Margin(%)	11.0	7.0	9.7	10.7	11.2
지배주주순이익율(%)	4.7	1.3	3.3	4.2	4.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	100.0	102.5	71.7	100.9	164.1
당기순이익	34.3	-16.4	38.6	115.4	149.3
비현금항목의 가감	154.9	150.3	164.3	150.1	159.9
유형자산감가상각비	48.5	54.9	53.8	54.6	56.8
무형자산감가상각비	3.3	3.9	3.4	2.6	2.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	103.1	91.5	107.1	92.9	101.1
영업활동자산부채증감	-40.8	28.2	-64.4	-112.1	-84.3
매출채권및기타채권의감소	-53.1	39.6	-35.2	-87.3	-62.5
재고자산의감소	-15.6	23.2	-22.4	-55.6	-39.8
매입채무및기타채무의증가	29.9	-11.4	3.2	35.3	24.2
기타	-2.0	-23.2	-10.0	-4.5	-6.2
기타현금흐름	-48.4	-59.6	-66.8	-52.5	-60.8
투자활동 현금흐름	-143.7	-31.3	-97.7	-108.9	-25.2
유형자산의 취득	-40.8	-84.2	-73.0	-84.0	0.0
유형자산의 처분	1.7	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-23.2	-15.9	-20.0	-20.0	-20.0
단기금융자산의감소(증가)	-81.5	70.1	-1.9	-2.2	-2.4
기타	1.5	-2.8	-2.8	-2.7	-2.8
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	-16.4	-23.2	-24.2
차입금의 증가(감소)	-86.4	26.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	132.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-6.3	0.0	-6.8	-7.9
기타	-13.3	-16.3	-16.4	-16.4	-16.3
기타현금흐름	8.5	-5.2	-19.9	-19.6	-19.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-2.7	69.6	-62.3	-50.9	95.0
기초현금 및 현금성자산	102.5	99.8	169.4	107.1	56.2
기말현금 및 현금성자산	99.8	169.4	107.1	56.2	151.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	792.2	737.2	737.9	835.6	1,039.2
현금 및 현금성자산	99.8	169.1	107.1	56.2	151.2
단기금융자산	86.2	16.1	18.0	20.2	22.6
매출채권 및 기타채권	363.8	317.8	353.0	440.3	502.8
재고자산	223.6	202.3	224.7	280.3	320.1
기타유동자산	18.8	31.9	35.1	38.6	42.5
비유동자산	619.7	659.3	695.1	741.9	703.0
투자자산	53.2	69.1	89.1	109.1	129.1
유형자산	471.2	490.6	509.8	539.2	482.4
무형자산	50.3	49.6	46.2	43.6	41.5
기타비유동자산	45.0	50.0	50.0	50.0	50.0
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,433.0	1,577.4	1,742.3
유동부채	787.7	812.0	815.2	850.5	874.7
매입채무 및 기타채무	288.6	257.4	260.6	295.9	320.1
단기금융부채	448.5	517.0	517.0	517.0	517.0
기타유동부채	50.6	37.6	37.6	37.6	37.6
비유동부채	158.9	140.2	140.2	140.2	140.2
장기금융부채	114.8	90.9	90.9	90.9	90.9
기타비유동부채	44.1	49.3	49.3	49.3	49.3
부채총계	946.5	952.2	955.4	990.7	1,014.9
자본지분	561.3	581.1	634.3	720.3	831.1
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
기타포괄손익누계액	15.4	21.4	23.0	24.5	26.0
이익잉여금	248.1	267.5	319.2	403.7	512.9
비지배지분	-95.9	-136.9	-156.7	-133.6	-103.7
자본총계	465.4	444.2	477.6	586.7	727.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,880	1,837	5,148	8,136	10,522
BPS	49,457	51,203	55,886	63,465	73,227
CFPS	17,492	11,791	17,884	23,392	27,240
DPS	550	0	600	693	896
주당배수(배)					
PER	12.7	40.3	24.6	12.7	9.8
PER(최고)	20.6	49.8	30.5		
PER(최저)	12.3	23.0	13.5		
PBR	1.77	1.45	2.26	1.63	1.41
PBR(최고)	2.87	1.79	2.81		
PBR(최저)	1.71	0.82	1.25		
PSR	0.59	0.53	0.81	0.53	0.46
PCFR	5.0	6.3	7.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	7.3	10.1	10.2	6.6	5.3
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	18.2	0.0	17.6	6.8	6.8
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.6	0.0	0.5	0.7	0.9
ROA	2.6	-1.2	2.7	7.7	9.0
ROE	16.5	3.6	9.6	13.6	15.4
ROIC	6.1	-18.5	6.2	15.0	17.1
매출채권회전율	4.8	4.7	5.3	5.6	5.4
재고자산회전율	7.6	7.5	8.3	8.8	8.4
부채비율	203.4	214.3	200.0	168.9	139.5
순차입금비율	81.0	95.1	101.1	90.6	59.7
이자보상배율	7.0	2.5	5.5	8.6	10.7
총차입금	563.3	607.9	607.9	607.9	607.9
순차입금	377.2	422.6	482.7	531.4	434.0
NOPLAT	174.4	111.9	172.9	238.0	282.9
FCF	17.7	-142.9	-28.4	2.1	149.3

Compliance Notice

- 당사는 3월 7일 현재 '코스맥스(192820)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

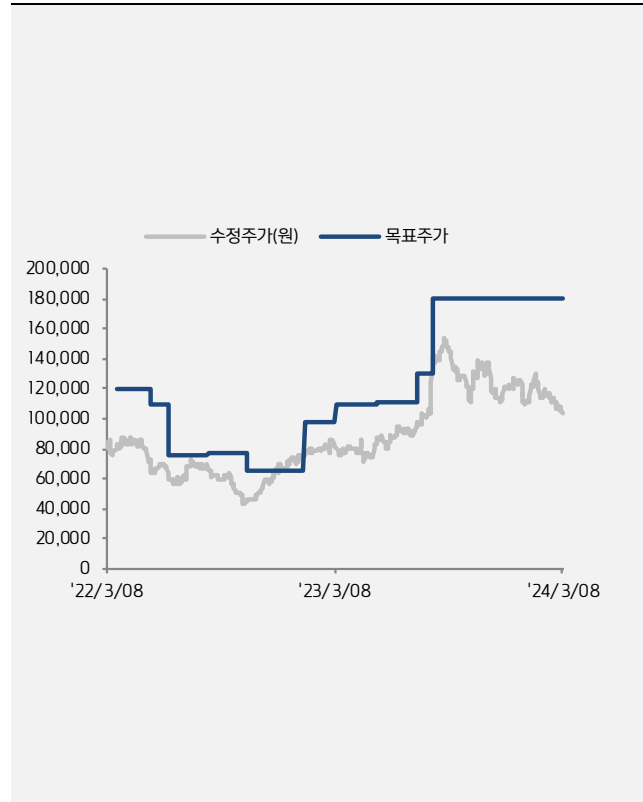
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
코스맥스 (192820)	2022-03-24	Buy (Initiate)	120,000원	6개월	-29.76	-26.83
	2022-04-22	Buy (Maintain)	120,000원	6개월	-31.34	-26.83
	2022-05-17	Buy (Maintain)	110,000원	6개월	-39.09	-36.18
	2022-06-14	Outperform (Downgrade)	76,000원	6개월	-20.45	-9.61
	2022-07-20	Outperform (Maintain)	76,000원	6개월	-15.58	-5.26
	2022-08-17	Outperform (Maintain)	77,000원	6개월	-26.00	-14.68
	2022-10-18	Buy(Upgrade)	65,000원	6개월	-5.20	16.62
	2023-01-18	Buy(Maintain)	98,000원	6개월	-18.48	-12.45
	2023-03-10	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.92	-26.91
	2023-03-21	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.09	-26.18
	2023-04-13	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.73	-22.09
	2023-05-15	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-23.24	-19.46
	2023-06-08	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-19.92	-13.51
	2023-07-18	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-18.85	2.38
	2023-08-14	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-19.80	-14.72
	2023-09-05	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-25.12	-14.72
	2023-10-17	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-25.48	-14.72
	2023-11-14	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-26.01	-14.72
	2023-11-20	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.12	-14.72
	2024-01-17	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.80	-14.72
2024-03-08	Buy(Maintain)	180,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

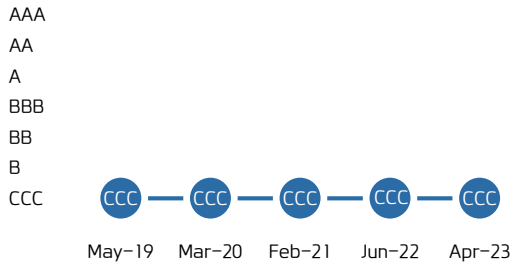
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

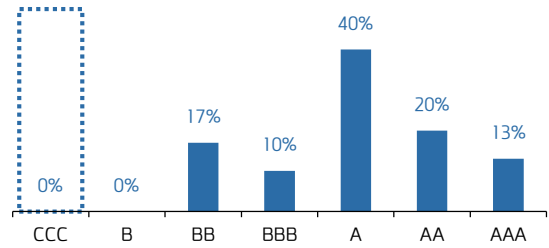
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1: MSCI Index 내 생활용품 기업 30개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	1.7	4.8		
환경	3.6	4.6	42.0%	▲1.4
포장소재 & 폐기물	2.1	2.7	18.0%	▲1.1
제품 탄소 발자국	7.1	7.5	12.0%	▲2.4
원재료 출처	2.3	4.5	12.0%	▲0.9
사회		3.8	17.0%	
화학적 안전성		3.4	17.0%	
지배구조	0.5	5.5	41.0%	▼2.2
기업 지배구조	0.6	6.1		▼2.2
기업 행동	4.3	6.3		▼1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (생활용품)	포장소재 & 폐기물	원재료 출처	제품 탄소 안전성	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 행동	ESG등급	등급 추이
아모레퍼시픽그룹	●●●●	●●	●●●●	●●●●	●	●●●●	A	▼
아모레퍼시픽	●●●●	●●●	●●●●	●●●●	●	●●●●	A	◀▶
얏센 홀딩스	●●●●	●	●●●●	●●●	●●	●●●●	A	▲▲
코스맥스	●●	●	●●	●	●	●	CCC	◀▶
한국콜마	●	●●	●●	●	●	●●●●	CCC	◀▶
현대바이오사이언스	●	●●	●	●	●	●	CCC	◀▶

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ●●●●●
 등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치