

# 코스맥스 (192820)

## 빛과 그림자가 공존하는 실적

### 2Q24 Review: 법인별 온도차가 다른 실적

24년 2분기 실적은 매출액 5,515억원, 영업이익 467억원으로 영업이익 시장기대치 579억원을 하회하였다. 2분기 실적에서는 지역별로 차이가 있었다. 중국과 미국 시장에서의 부진이 전체 성장을 제한했다. 한국, 인도네시아, 태국 등 다른 지역에서는 고성장을 기록했다.

① 별도 법인: 국내외 수요 증가에 힘입어 매출액 3,482억원(+25% YoY), 영업이익 345억원(+14% YoY)을 기록했다. 특히 직수출 부분이 전년대비 40% 증가하였고, 리오더 비율이 75%까지 상승한 것으로 파악된다. 아쉬운 점은 매출에서 고수익성 썬 제품의 매출 감소와 대손상각비 증가로 인해 수익성 개선이 제한적이었다는 것이다.

② 중국 법인: 매출액 1,476억원(-4% YoY), 순손실 11억원(적자전환), 상해법인 매출액 975억원(-14% YoY), 광저우 법인 매출액 495억원(+24% YoY)을 기록했다. 상해 법인은 법인 경기 회복이 더디고, 온라인 채널이 위축되면서 주요 고객사의 매출이 10% 전후로 감소했다. 1분기에 매출 성장에 기여했던 메이크업 인디 브랜드도 2분기에는 성장 모멘텀을 잃었다. 매출 감소로 인한 가동률 저하가 수익성에 악영향을 미쳤다.

③ 미국 법인: 매출액 360억원(-6% YoY), 순손실 96억원을 기록하였다. 미국 시장에서는 전년도의 높은 기저 효과가 상실되면서 매출이 소폭 감소했다. 특히, 2분기 매출의 일부가 1분기에 선생산(30억원 추정)되었으며, 이로 인해 분기 매출이 감소하였다.

④ 대손상각비: 한국과 미국 법인은 주로 특정 거래처의 채권 회수 지연 문제로 대손상각비가 증가했으며, 중국 법인은 보수적인 회계 처리 기준 변경과 일부 과거 회계 처리 정정의 영향을 받았다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 168,000원으로 하향

코스맥스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 2분기 실적을 반영하여 168,000원으로 하향한다. 3분기 실적은 지역별 차별화가 더욱 심화될 것으로 예상된다. 국내(+16% YoY 전망) 및 동남아 시장의 성장세를 기반으로 중국과 미국 시장의 어려움을 극복하고, 수익성 개선을 위한 노력이 필요한 상황이다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,001	17,775	20,863	23,800
영업이익	531	1,157	1,592	2,000
지배순이익	208	571	750	1,049
PER	37.2	20.1	19.3	13.8
PBR	1.3	3.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	9.5	8.9	7.9	6.0
ROE	3.6	12.1	19.1	22.4

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

## BUY (M)

목표주가 168,000원 (D)

현재주가 (8/19) 127,800원

상승여력 31%

시가총액 14,505억원

총발행주식수 11,349,509주

60일 평균 거래대금 272억원

60일 평균 거래량 173,095주

52주 고/저 197,800원 / 100,800원

외인지분율 30.47%

배당수익률 0.40%

주요주주 코스맥스비티아이 외 12인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (13.5) (20.3) (8.7)

상대 (9.6) (18.8) (14.5)

절대 (달러환산) (10.1) (19.1) (8.4)

[Fig. 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	4,033	4,793	4,583	4,367	17,775	5,268	5,515	5,180	4,900	20,863
코스맥스[별도]	2,434	2,783	2,880	2,479	10,576	3,154	3,482	3,350	2,950	12,936
코스맥스 이스트	1,224	1,538	1,237	1,475	5,474	1,692	1,476	1,350	1,550	6,068
상하이 법인	915	1,119	855	1,108	3,997	1,076	975	920	1,150	4,121
광저우 법인	297	400	369	340	1,406	496	495	460	433	1,884
광저우	297	400	369	340	1,406	375	328	320	310	1,334
잇센 JV	-	-	-	-	-	120	167	140	123	550
코스맥스 웨스트	271	381	369	378	1,399	388	360	370	380	1,498
코스맥스 인도네시아	192	207	234	225	858	239	254	280	260	1,023
코스맥스 태일란드	51	68	66	71	256	95	103	110	120	428
연결 매출액 조정	-139	-184	-203	-261	-788	-299	-160	-280	-360	-1,090
YoY	1	18	15	9	11	31	15	13	12	17
코스맥스[별도]	19	23	39	14	24	30	25	16	19	22
코스맥스 이스트	-18	12	-8	8	-2	38	-4	9	5	11
상하이 법인	-29	-2	-20	11	-11	18	-13	8	4	3
광저우 법인	27	11	18	23	19	67	24	25	27	34
코스맥스 웨스트	-39	0	-18	3	-15	43	-6	0	1	7
코스맥스 인도네시아	34	41	26	14	27	25	23	20	16	19
코스맥스 태일란드	82	100	-3	9	31	86	51	67	69	67
영업이익	138	460	333	225	1,157	455	467	370	300	1,592
코스맥스[별도]	130	304	258	175	868	301	345	300	250	1,196
해외 및 기타	8	156	75	50	289	154	122	70	50	396
영업이익률	3	10	7	5	7	9	8	7	6	8
코스맥스[별도]	5	11	9	7	8	10	10	9	8	9

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 코스맥스 목표주가 산정 PER Multiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	750	1,050	
주식수 (만주)	1,135	1,135	
EPS (원)	6,608	9,252	
적정 PER (배)	20	20	화장품 ODM 업종 평균 PER
적정주가 (원)	132,164	185,030	<b>적정주가 168,000원</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 코스맥스 법인별 대손상각비 및 효율

	2023.2Q	2024.2Q	비고
한국		97 억원(효율 18%)	예상보다 큰 금액 발생, 일부 거래처 자금 문제로 채권 회수 지연
미국		30 억원 증가	매출 채권 회수 부진, 운영 자금 부족으로 대여금 발생
중국 상하이	13 억원 환입	3 억원	보수적인 대손 설정률 적용
중국 광저우		40 억원	추가 손실 발생

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	16,001	17,775	20,863	23,800	25,720	
매출원가	13,949	14,838	16,800	19,050	20,500	
매출총이익	2,053	2,936	4,063	4,750	5,220	
판매비	1,522	1,780	2,471	2,750	2,920	
영업이익	531	1,157	1,592	2,000	2,300	
EBITDA	1,119	1,751	2,186	2,594	2,894	
영업외손익	-469	-315	-392	-400	-410	
외환관련손익	-9	-11	0	0	0	
이자손익	-185	-256	-248	-205	-151	
관계기업관련손익	0	-19	19	19	19	
기타	-275	-29	-163	-214	-278	
법인세비용차감전순이익	62	842	1,200	1,600	1,890	
법인세비용	226	464	400	480	559	
계속사업순이익	-164	378	800	1,120	1,330	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-164	378	800	1,120	1,330	
지배지분순이익	208	571	750	1,049	1,240	
포괄순이익	-149	292	714	1,034	1,244	
지배지분포괄이익	318	514	1,259	1,822	2,193	

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	1,462	1,803	2,156	
당기순이익	-164	378	800	1,120	1,330	
감가상각비	549	557	557	557	557	
외환손익	52	18	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	19	-19	-19	-19	
자산부채의 증감	282	788	-181	-160	-17	
기타현금흐름	307	551	304	304	304	
투자활동 현금흐름	-313	-1,045	229	-65	-33	
투자자산	576	-203	175	-76	-50	
유형자산 증가 (CAPEX)	-842	-863	0	0	0	
유형자산 감소	16	49	0	0	0	
기타현금흐름	-63	-28	53	12	17	
재무활동 현금흐름	35	-1,824	-317	-318	-328	
단기차입금	706	-281	28	27	18	
사채 및 장기차입금	-263	1,328	0	0	0	
자본	-57	-2,582	0	0	0	
현금배당	-63	0	-57	-57	-57	
기타현금흐름	-289	-289	-289	-289	-289	
연결범위변동 등 기타	-52	0	1,617	480	342	
현금의 증감	696	-559	2,990	1,899	2,138	
기초 현금	998	1,694	1,135	4,126	6,025	
기말 현금	1,694	1,135	4,126	6,025	8,163	
NOPLAT	531	1,157	1,592	2,000	2,300	
FCF	184	1,447	1,462	1,803	2,156	

자료: 유안타증권

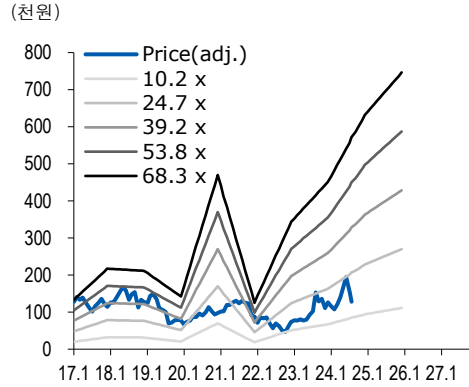
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
유동자산	7,372	8,216	10,516	13,298	16,012	
현금및현금성자산	1,691	2,569	4,126	6,025	8,163	
매출채권 및 기타채권	3,178	2,827	3,318	3,785	4,090	
재고자산	2,023	2,184	2,563	2,924	3,160	
비유동자산	6,593	7,354	6,585	6,067	5,523	
유형자산	4,906	5,468	4,911	4,354	3,798	
관계기업 등 지분관련 자산	382	362	425	485	524	
기타투자자산	314	455	217	233	244	
자산총계	13,965	15,571	17,101	19,364	21,535	
유동부채	8,120	8,738	9,496	10,674	11,586	
매입채무 및 기타채무	2,574	3,646	4,279	4,881	5,275	
단기차입금	4,340	4,027	4,027	4,027	4,027	
유동성장기부채	698	347	347	347	347	
비유동부채	1,402	3,247	3,361	3,470	3,541	
장기차입금	208	585	585	585	585	
사채	365	475	475	475	475	
부채총계	9,522	11,985	12,858	14,145	15,127	
지배지분	5,811	3,625	4,232	5,138	6,235	
자본금	57	57	57	57	57	
자본잉여금	2,868	285	285	285	285	
이익잉여금	2,675	3,131	3,824	4,817	6,000	
비지배지분	-1,369	-40	11	81	172	
자본총계	4,442	3,586	4,243	5,220	6,407	
순차입금	4,226	4,152	2,792	903	-1,227	
총차입금	6,079	7,126	7,154	7,181	7,199	

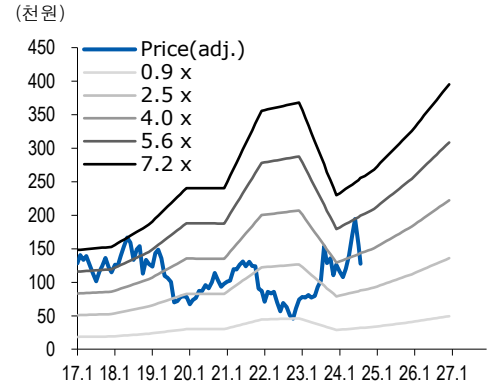
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
EPS	1,837	5,034	6,607	9,247	10,925	
BPS	51,220	31,952	37,300	45,289	54,957	
EBITDAPS	9,860	15,430	19,264	22,859	25,502	
SPS	140,986	156,614	183,823	209,701	226,618	
DPS	0	500	500	500	500	
PER	37.2	20.1	19.3	13.8	11.7	
PBR	1.3	3.2	3.4	2.8	2.3	
EV/EBITDA	9.5	8.9	7.9	6.0	4.6	
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	17.4	14.1	8.1	
영업이익 증가율 (%)	-56.7	117.9	37.6	25.6	15.0	
지배순이익 증가율 (%)	-72.0	174.1	31.2	40.0	18.2	
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	19.5	20.0	20.3	
영업이익률 (%)	3.3	6.5	7.6	8.4	8.9	
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	3.6	4.4	4.8	
EBITDA 마진 (%)	7.0	9.9	10.5	10.9	11.3	
ROIC	-17.9	6.9	15.5	22.6	30.6	
ROA	1.5	3.9	4.6	5.8	6.1	
ROE	3.6	12.1	19.1	22.4	21.8	
부채비율 (%)	214.3	334.3	303.1	271.0	236.1	
순차입금/자기자본 (%)	72.7	114.5	66.0	17.6	-19.7	
영업이익/금융비용 (배)	2.5	3.6	4.6	5.7	6.6	

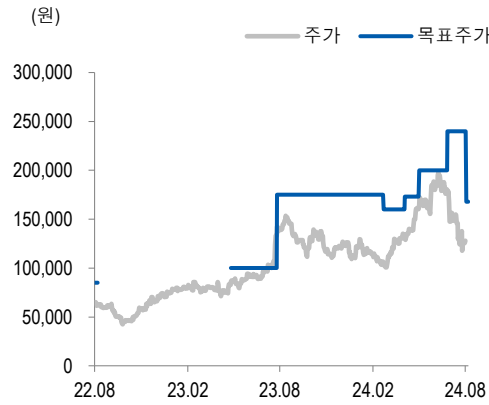
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-20	BUY	168,000	1년		
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
2022-05-17	BUY	85,000	1년	-23.89	-15.29

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자등급 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-19

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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 대상법인의 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 투자의사결정은 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.