

코스맥스(192820)

4Q24 Review: 양호한 주가 흐름을 예상

영업이익이 시장 기대치를 3.9% 상회

2024년 4분기 코스맥스의 연결기준 매출은 5,580억원(+27.8% YoY), 영업이익은 398억원(+76.8% YoY, OPM +7.1%)을 기록하여 매출과 영업이익이 시장 기대치를 각각 8.0%, 3.9% 상회했다. 국내법인의 실적이 예상(매출 +39.7% vs. 당사 추정 +25.5% YoY)보다 양호했고, 인도네시아(매출 +39.7% YoY)와 태국은(매출 +77.6% YoY) 3분기에 이어 역시나 좋았다. 이번 분기에 중국법인의 매출이 예상과 다르게 소폭 증가한 점은 인상적이다(+5.1% YoY vs. 추정 -4.3%). 연결기준으로 대손상각비 20억 환입(국내법인 5억 발생, 중국법인 8억 환입)이 발생했음에도, 연결 OPM(실제 +7.1% vs. 컨센서스 +7.4%)은 시장 기대에 미치지 못했다. 이는 매출 부진에 따른 미국 법인의 영업 적자 확대(QoQ)와 비주요 연결 자회사의 실적 부진 등이 겹쳤기 때문이다.

이제는 미국법인의 부진을 동남아가 상쇄하고도 남아

2024년 4분기 미국법인 매출은 전년동기대비 21% 감소하며 2024년에 2~3분기에 이어 QoQ 매출 감소 트렌드를 이어갔다. 기존 고객의 수주가 감소하면서 매출 회복이 이루어지지 못하고 있는데, 다행히 2024년 3분기부터 동남아법인(인도네시아, 태국)의 매출과 수익성이 미국 법인의 부진을 상쇄하기 시작했다. 양 국가 모두 소매 산업 성장이 양호한 국가라는 점과 상대적으로 인도네시아와 태국에서의 OEM/ODM 산업의 경쟁이 치열하지 않은 점 등을 고려 시 2025년에는 미국 법인의 부진을 상쇄한 후에도 전사 이익에 기여할 걸로 판단한다.

목표주가를 15% 상향

12MF 시점 변경으로 코스맥스의 목표주가를 기존 200,000원에서 230,000원으로 15% 상향한다(표1). 코스맥스 한국법인은 OEM/ODM사 중 가장 많은 고객사를 보유하고 있으며, 덕분에 특정 브랜드에 대한 의존도가 높지 않아 실적 안정성이 높다. 작년 상반기와 달리 화장품 섹터의 투자심리가 위축된 점은 아쉽지만, 코스맥스의 주가는 안정적인 실적 증가로 회복세를 보일 것이다. 회사는 올해부터 중국법인 체질개선을 위해 중국향 수출 비중이 높은 브랜드 중 일부를 한국법인이 아닌 중국공장에서 생산할 계획이다. 다음 달 양회 등이 이루어지면서 중국 내수 회복에 대한 기대감이 생긴다면, 코스맥스의 밸류에이션 또한 회복될 수 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	1,600	53	21	1,838	(73.5)	112	40.3	10.1	1.4	3.6	0.0
2023A	1,777	116	57	5,036	174.0	175	25.1	10.5	4.0	12.1	0.4
2024F	2,166	175	81	7,164	42.2	242	20.8	8.3	3.9	20.5	0.3
2025F	2,492	222	148	13,028	81.9	291	11.8	6.7	3.1	29.8	0.3
2026F	2,913	261	189	16,638	27.7	330	9.2	5.4	2.4	29.1	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 230,000원(상향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
49	64	60	29

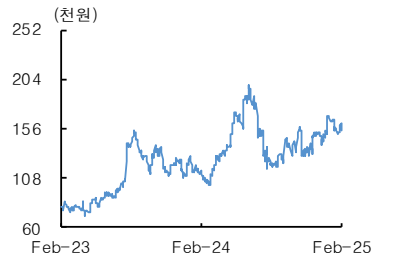
Stock Data

KOSPI(2/24)	2,645
주가(2/24)	153,700
시가총액(십억원)	1,744
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	197,800/100,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,641
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.6/31.7
주요주주(%)	코스맥스비티아이 외 12인 27.5
	국민연금공단 13.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.2)	26.6	37.5
KOSPI 대비(%p)	(10.4)	28.7	38.3

주가추이



자료: FnGuide

김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전유나

jeonyunki@koreainvestment.com

〈표 1〉 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원, %)

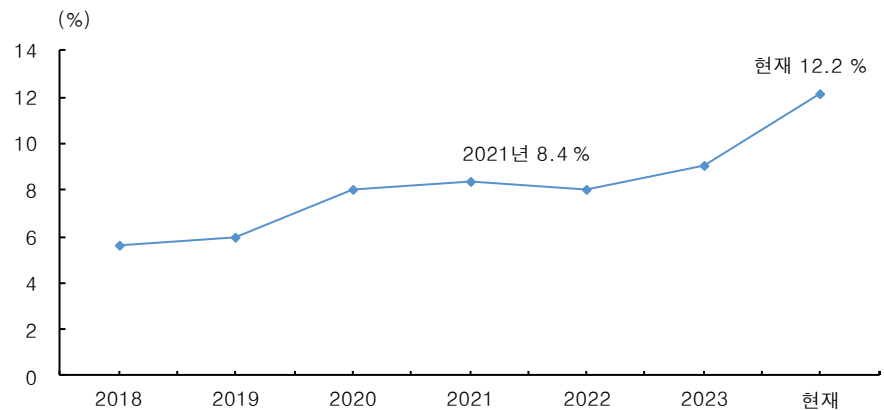
		비교
25F 지배주주 순이익	148	배수는 기존과 동일한 17.8배를 적용
목표 PER	17.8	중국과 홍콩을 제외한 글로벌에서(미국을 포함한 16개국)에서 한국 화장품의 인기가 높아지고 있음을 반영. 글로벌이 수입한 화장품 중 한국으로부터 수입하는 화장품의 M/S는 21년에 8.4%였으나, 현재는 12.2%로 높아짐(그림1). 이를 반영하여 21년 배수 12.6배에 42% 할증한 17.8배를 적용
적정시가총액	2,624	
발행주식수(천주)	11,350	
목표주가 (원)	230,000	
현재주가 (원)	153,700	
상승여력	49.6	

주1: 2025년 2월 24일 종가 기준

주2: 2024년 실적에서 일회성 비용(환 손실 등도 포함) 등을 제외한 PER은 17배 내외

자료: 한국투자증권

〈그림 1〉 글로벌 주요 16개국(중국과 홍콩을 제외)에서 수입하는 화장품 중 한국의 점유율. 비중국 지역에서 한국 화장품의 인기는 꾸준히 높아지는 중



주1: HS Code 3304 기준

주2: 글로벌 주요 16개 국가는 대륙 내 대표 국가임. 일본, 미국, 캐나다, 프랑스 등을 포함

주3: 각 국가의 점유율을 단순 가중 평균함

자료: ITC, 한국투자증권

〈표 2〉 코스맥스 2024년 4분기 실적

(단위:십억원,%,%p)

	4Q24실제	기존추정	차이	컨센서스	차이	3Q24	증감율	4Q23	증감율
매출	558	518	7.8	516	8.0	530	5.3	437	27.8
한국	346	310	11.8			348	(0.4)	248	39.7
중국	155	141				114	35.5	148	5.1
기타	57	67	(15.2)			68	(16.2)	41	37.3
영업이익	40	37	8.4	38	3.9	43	(8.3)	23	76.8
영업이익률(%)	7.1	7.1	0.0	7.4	(0.3)	8.2	(1.1)	5.2	2.0
지배주주순이익	7	21	(65.5)	15	(51.1)	21	(65.4)	5	53.8

주: 4분기에는 당사 미국 법인의 노후 자산 폐기 손실 30억원이 반영됨

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 코스맥스 연간 실적 변경 추이

(단위:십억원,%,%p)

	변경후			변경전			증감율		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
매출액	2,166	2,492	2,913	2,126	2,507	2,981	1.9	(0.6)	(2.3)
영업이익	175	222	261	171	214	256	2.4	4.0	2.0
영업이익률	8.1	8.9	9.0	8.1	8.5	8.6	0.0	0.4	0.4
지배주주순이익	81	148	189	95	152	186	(14.6)	(2.6)	1.3
EPS	7,164	13,028	16,638	8,385	13,375	16,423	(14.6)	(2.6)	1.3
BPS	37,930	49,516	64,676	39,127	51,079	66,111	(3.1)	(3.1)	(2.2)
ROE(%)	20.5	29.8	29.1	23.6	29.7	28.0	(3.1)	0.1	1.1

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 코스맥스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

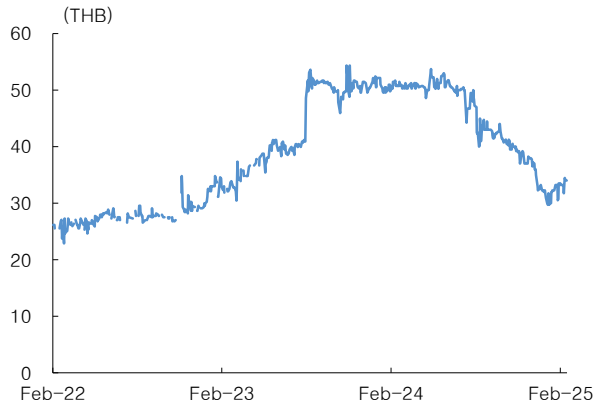
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	403	479	458	437	527	551	530	558	596	644	608	644	1,600	1,777	2,166	2,492	2,913
한국	243	278	288	248	315	348	348	346	375	417	412	410	854	1,058	1,358	1,614	1,870
중국	122	154	124	148	157	148	114	155	161	164	119	156	557	547	574	601	691
기타	37	47	47	41	54	56	68	57	59	63	77	78	189	172	234	278	351
매출총이익	56	83	78	77	101	112	98	108	114	131	112	125	205	294	418	481	563
영업이익	14	46	33	23	45	47	43	40	50	55	61	56	53	116	175	222	261
국내	13	30	26	18	30	35	40	35	36	41	47	41	43	87	139	165	191
중국	4	12	5	8	11	3	(4)	3	5	5	4	6	37	32	11	21	25
기타	(3)	4	2	(3)	5	9	8	3	8	9	10	10	(26)	(3)	25	37	44
세전이익	10	37	27	10	34	52	23	29	42	47	50	44	6	84	138	183	227
순이익	7	30	15	5	19	34	21	7	29	37	42	40	21	57	81	148	189
YoY 증가율																	
매출액	1.4	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	15.6	27.8	13.1	16.7	14.8	15.5	0.5	11.1	21.9	15.1	16.9
매출총이익	(4.6)	43.2	54.0	100.5	81.2	35.0	24.9	40.2	13.1	16.7	14.8	15.5	(26.0)	43.1	42.4	15.1	16.9
영업이익	0.5	167.3	68.7	842.0	229.1	1.4	30.4	76.7	9.0	18.5	40.5	41.7	(56.7)	117.9	51.6	26.7	17.3
순이익	(56.1)	165.0	34.7	NM	187.0	10.5	38.5	53.8	49.6	8.9	101.3	446.7	(72.0)	174.1	42.2	81.9	27.7

주1: 순이익은 지배주주순이익임

주2: 코스맥스가 보유하고 있는 코스맥스 웨스트 지분율이 23년 3분기 기준 50%에서 23년 4분기 96.67%로 높아짐

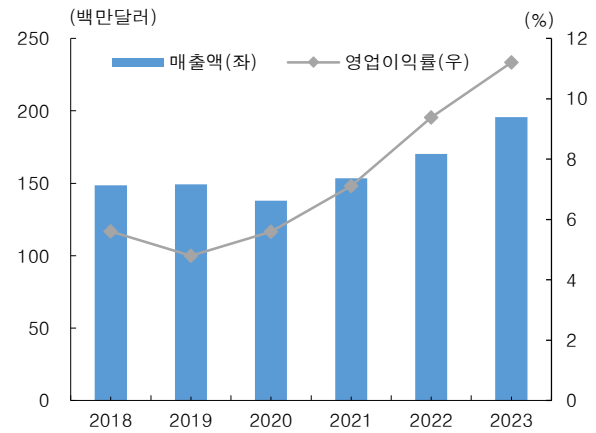
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 2] 태국 주식시장에 상장된 OEM 기업인 S&J International Enterprises의 주가 추이



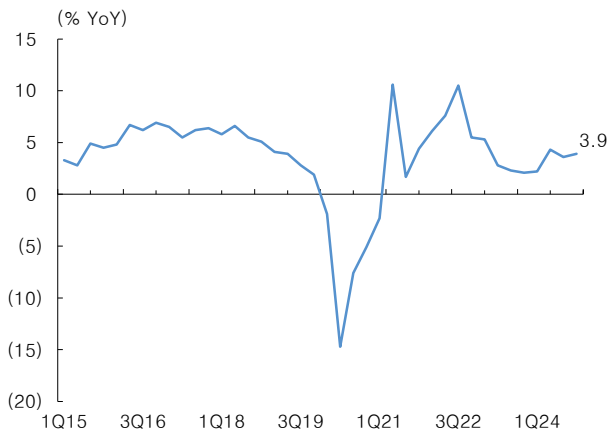
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] S&J의 매출과 영업이익이 꾸준히 증가 중



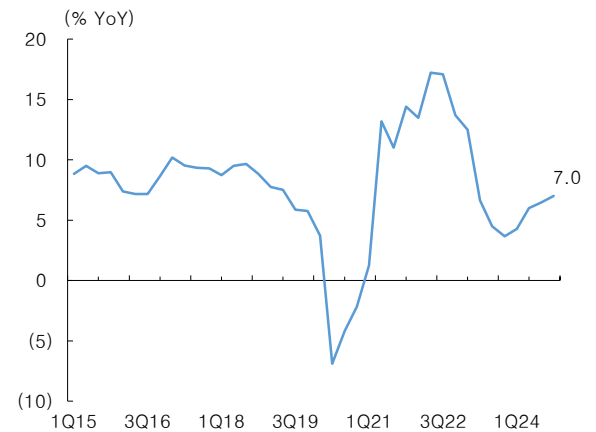
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 코스맥스가 생산 공장을 가지고 있는 태국의 GDP 흐름은 양호



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 인도네시아의 GDP 흐름 또한 양호한 편



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

당사는 2013년 인적분할 형태로 코스맥스비티아이와 분할되어 2014년 설립되었고, 당해 코스피에 상장됨. 화장품 ODM 전문 기업으로 자체 개발한 제품을 고객사에 제안한 후 주문 받아 완제품을 공급함. 전체 매출의 98% 이상이 ODM 제품이며 연구개발능력을 인정받아 국내는 물론 주요 글로벌 화장품 그룹에 제품을 공급하고 있음. 주요 자회사로는 중국 현지 및 다국적 화장품 기업에 제품을 공급하는 코스맥스 차이나와 광저우가 있음

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,166	2,492	2,913
매출원가	1,395	1,484	1,748	2,011	2,350
매출총이익	205	294	418	481	563
판매관리비	152	178	243	259	302
영업이익	53	116	175	222	261
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	8.9	9.0
EBITDA	112	175	242	291	330
EBITDA Margin(%)	7.0	9.9	11.2	11.7	11.3
영업외수익	(47)	(32)	(37)	(39)	(34)
금융수익	19	21	24	18	16
금융비용	36	44	43	41	39
기타영업외손익	(29)	(6)	(19)	(16)	(11)
관계기업관련손익	0	(2)	(0)	0	0
세전계속사업이익	6	84	138	183	227
법인세비용	23	46	49	63	79
연결당기순이익	(16)	38	88	120	148
지배주주지분순이익	21	57	81	148	189
지배주주순이익률(%)	1.3	3.2	3.8	5.9	6.5
성장성(% YoY)					
매출 증가율	0.5	11.1	21.9	15.1	16.9
영업이익 증가율	(56.7)	117.9	51.6	26.7	17.3
지배주주순이익 증가율	(72.0)	174.1	42.2	81.9	27.7
EPS 증가율	(73.5)	174.0	42.2	81.9	27.7
EBITDA 증가율	(35.8)	56.5	38.3	20.3	13.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	103	231	259	148	213
당기순이익	(16)	38	88	120	148
유형자산감가상각비	55	56	62	64	63
무형자산상각비	4	4	5	6	6
자산부채변동	28	79	85	(26)	21
기타	32	54	19	(16)	(25)
투자활동현금흐름	(31)	(104)	(147)	(112)	(122)
유형자산투자	(84)	(86)	(99)	(66)	(65)
유형자산매각	2	5	5	5	5
투자자산순증	53	(35)	(26)	(26)	(30)
무형자산순증	(0)	(4)	(17)	(16)	(19)
기타	(2)	16	(10)	(9)	(13)
재무활동현금흐름	3	(39)	(56)	12	(30)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	10	76	(43)	(11)	(65)
배당금지급	(6)	0	(6)	(6)	(6)
기타	(1)	(115)	(7)	29	41
기타현금흐름	(5)	0	0	0	0
현금의증가	70	88	56	47	61
FCF	(155)	186	164	121	193

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,396	1,557	1,810	1,993	2,230
유동자산	737	822	1,001	1,152	1,346
현금성자산	169	257	313	360	421
매출채권및기타채권	318	283	344	396	463
재고자산	202	218	266	306	358
비유동자산	659	735	809	841	884
투자자산	70	82	100	115	134
유형자산	491	547	579	577	574
무형자산	50	54	66	76	89
부채총계	952	1,199	1,377	1,455	1,558
유동부채	812	874	1,034	1,106	1,277
매입채무및기타채무	257	365	444	511	597
단기차입금및단기사채	434	403	387	379	395
유동성장기부채	70	35	0	0	0
비유동부채	140	325	343	349	281
사채	36	48	48	42	36
장기차입금및금융부채	55	212	215	215	136
자본총계	444	359	433	538	672
지배주주지분	581	363	430	562	734
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	29	29	29
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	268	313	389	531	714
비지배주주지분	(137)	(4)	2	(23)	(62)
순차입금	423	415	307	242	107

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,838	5,036	7,164	13,028	16,638
BPS	51,229	31,968	37,930	49,516	64,676
DPS	0	500	500	500	500
수익성(%)					
ROA	(1.2)	2.6	5.3	6.3	7.0
ROE	3.6	12.1	20.5	29.8	29.1
배당수익률	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
배당성향	0.0	9.9	7.0	3.8	3.0
안정성					
부채비율(x)	214.3	334.3	318.3	270.3	232.0
차입금/자본총계비율(%)	136.8	198.7	154.8	122.4	88.4
이자보상배율(x)	2.5	3.6	5.6	7.8	9.7
순차입금/EBITDA(x)	3.8	2.4	1.3	0.8	0.3
Valuation(x)					
PER	40.3	25.1	20.8	11.8	9.2
최고	49.8	31.2	29.0	13.3	10.5
최저	23.0	13.8	13.9	10.8	8.4
PBR	1.4	4.0	3.9	3.1	2.4
최고	1.8	4.9	5.5	3.5	2.7
최저	0.8	2.2	2.6	2.8	2.2
PSR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.1	10.5	8.3	6.7	5.4

KIS ESG Indicator

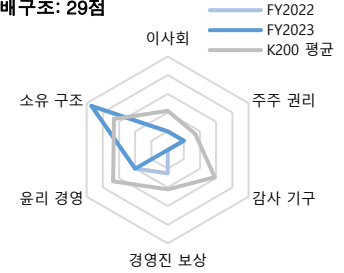
환경: 64점



사회: 60점



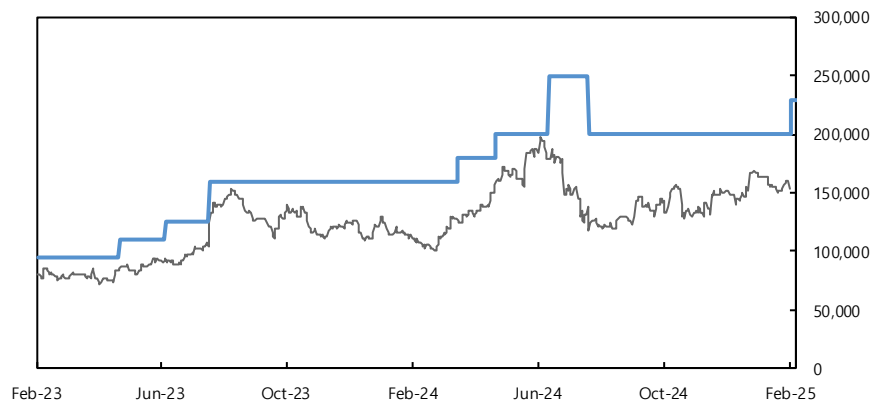
지배구조: 29점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코스맥스 (192820)	2023.01.25	매수	95,000원	-16.7	-9.7
	2023.05.15	매수	110,000원	-20.2	-14.4
	2023.06.28	매수	125,000원	-22.6	-14.4
	2023.08.10	매수	160,000원	-22.9	-4.1
	2024.04.08	매수	180,000원	-24.6	-12.4
	2024.05.14	매수	200,000원	-12.5	-1.1
	2024.07.05	매수	250,000원	-37.4	-24.9
	2024.08.13	매수	200,000원	-29.2	-15.9
	2025.02.25	매수	230,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 2월 25일 현재 코스맥스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.6%	17.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.