

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(192820)

코스맥스

BUY(유지)

그래도 이만한 회사 없습니다

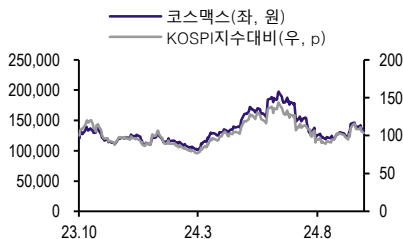
목표주가	185,000원(유지)
현재주가(10/15)	134,200원
상승여력	37.9%
시가총액	1,522십억원
발행주식수	11,350천주
52주 최고가 / 최저가	197,800 / 100,800원
3개월 일평균거래대금	28십억원
외국인 지분율	30.4%
주요주주	
코스맥스비티아이 (외 13인)	27.5%
국민연금공단 (외 1인)	11.1%
코스맥스우리사주 (외 1인)	1.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.8	-25.6	2.7	11.8
상대수익률(KOSPI)	0.9	-17.4	4.9	4.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,600	1,777	2,165	2,611
영업이익	53	116	174	228
EBITDA	112	175	242	298
지배주주순이익	21	57	95	146
EPS	1,837	5,034	8,397	12,886
순차입금	429	442	530	453
PER	40.3	25.1	16.0	10.4
PBR	1.4	4.0	3.4	2.6
EV/EBITDA	11.3	10.7	8.5	6.6
배당수익률	n/a	0.4	0.4	0.4
ROE	3.6	12.1	23.4	28.0
컨센서스 영업이익	53	116	174	209
컨센서스 EPS	1,837	5,034	8,304	10,600

주가추이



3Q24E OP: 453억원(OPM: 8.5%) 컨센서스 부합 전망

코스맥스의 3분기 매출액/영업이익을 5,307억/453억원(OPM: 8.5%)으로 추정하며 이는 컨센서스에 부합하는 수준일 것으로 예상한다. 코스맥스의 3분기 중국법인 실적은 2분기에 이어 시장의 기대치를 하회할 것으로 전망하는데 이는 중국의 소비 경기 불황 지속에 따른 것이다(7~8월 중국 화장품 소매 성장률: -6.1% yoy). 3분기 중국 상하이 공장의 매출은 핵심 고객사들의 실적 부진으로 인해 -25% yoy 역성장한 것으로 예상하며 광저우 공장의 경우 Itsen JV의 건조한 주문으로 인해 10% yoy 초반의 성장세를 보였을 것으로 전망한다. 따라서 중국 전체 법인(코스맥스이스트)의 3분기 매출액은 1,053억원(-14.9% yoy)으로 추정한다. 중국 실적 악화에도 불구하고 국내 법인의 경우 비중국 향 고객사들의 화장품 수출 성장에 힘입어 3분기 별도 매출액은 3,686억원(+28% yoy)으로 추정하며 국내 기준 분기 최대 실적을 시현할 것으로 본다. 중국 법인은 3분기 매출액 감소에 따른 영업적자가 불가피하지만 국내 법인은 10% 초반대의 영업마진을 유지하며 컨센서스에 부합하는 수준의 실적 시현에 기여할 것으로 전망한다.

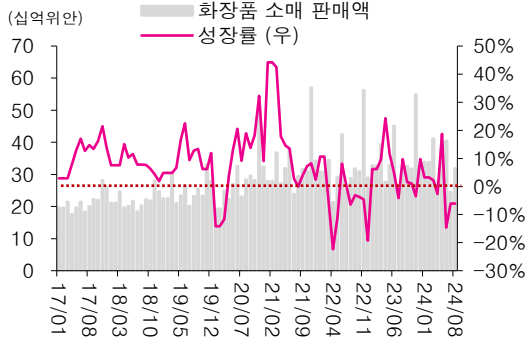
투자의견 BUY/목표주가 185,000원 유지

올해 상반기 기준 코스맥스 전체 매출액의 28%를 차지하는 중국이 여전히 소비 불황에서 벗어나지 못하고 있고 최근 발표된 9.24 경기 부양 정책의 실질적 내수 회복신호가 감지되려면 시간이 더 필요하다고 판단하여 24년 하반기 중국 법인 실적 추정치를 소폭 하향 조정하였다. 그러나 국내 화장품 업체들의 비중국 향 수출 증가에 따른 국내 법인의 건조해진 이익 체력과 기여도를 감안하여 24~25년 이익 추정치는 기존과 동일하게 유지한다.

화장품 섹터 내 최선호주 의견 유지

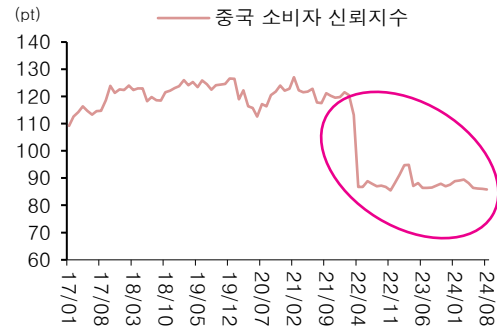
우리는 화장품 섹터 내 최선호주로 여전히 코스맥스를 제시한다. 중국 경기 불확실성, 특수관계자 대손이슈 등 대내외 리스크는 잔존하지만 3,000여개 고객사를 보유하고 있는 1등 ODM의 중장기 성장성은 결코 쉽게 훼손되지 않는다고 본다. 향후 중국 경기 반등의 최대 수혜자 또한 중국 내 1,000여개 고객사를 확보하고 있는 코스맥스가 될 것으로 확신한다. 또한 블룸버그 12M Fwd P/E 기준으로 코스맥스는 현재 10x 초반에 거래되고 있는데 이는 주력 경쟁사인 이탈리아의 Intercos 대비 매력적인 밸류에이션이다.

그림 1 중국 월별 화장품 소매 판매 성장률 추이



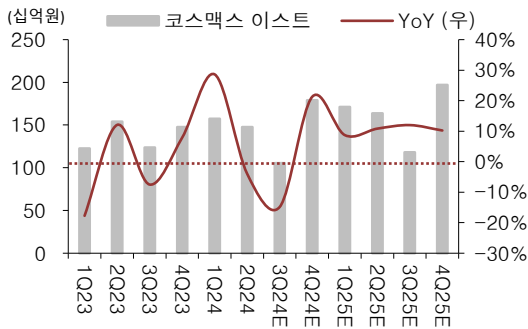
자료: NBS, 흥국증권 리서치센터

그림 2 중국 소비자 신뢰지수 추이



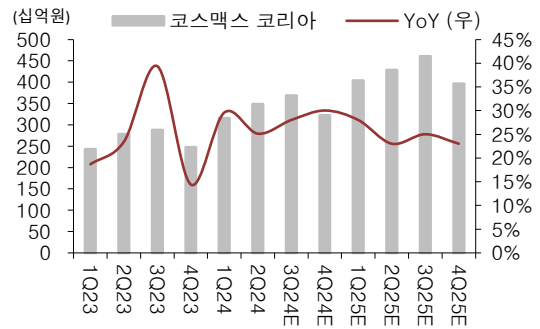
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 3 코스맥스 중국 법인 매출액 추이 및 전망



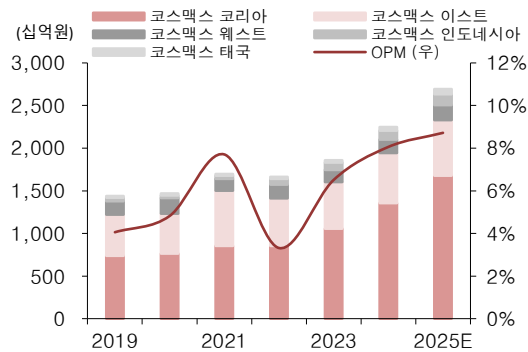
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 코스맥스 국내 법인 매출액 추이 및 전망



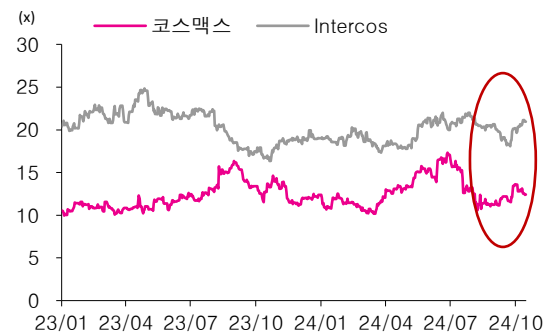
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 5 코스맥스 부문별 전체 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 ODM 1위 코스맥스 vs. 2위 Interco's 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 1 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	403	479	458	437	527	551	531	556	1,777	2,165	2,611
코스맥스코리아	243	278	288	248	315	348	369	322	1,058	1,355	1,680
코스맥스시스템	122	154	124	148	157	148	105	179	547	589	650
코스맥스웨스트	27	38	37	38	39	36	39	43	140	157	177
코스맥스인도네시아	19	21	23	23	24	25	28	27	86	105	125
코스맥스태국	5	7	7	7	10	10	10	11	26	41	60
영업이익	14	46	33	23	45	47	45	37	116	174	228
코스맥스코리아	13	30	26	18	30	35	37	26	87	128	160
해외 및 기타	1	16	8	5	15	12	8	11	29	47	68
연결 순이익	7	30	15	5	19	30	28	18	57	95	146
수익성(%)											
영업이익률	3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	8.6%	8.5%	8.5%	6.6%	6.5%	8.1%	8.7%
순이익률	1.7%	6.4%	3.3%	1.1%	3.7%	5.4%	5.3%	3.2%	3.2%	4.4%	5.6%
성장성(% YoY)											
연결 매출액	1.4%	18.3%	15.5%	9.0%	30.6%	15.1%	15.8%	27.4%	11.1%	21.8%	20.6%
코스맥스코리아	18.7%	23.4%	39.3%	14.4%	29.6%	25.1%	28.0%	30.0%	23.8%	28.1%	24.0%
코스맥스시스템	-17.8%	12.0%	-7.5%	7.8%	28.6%	-4.0%	-14.9%	21.3%	-1.7%	7.6%	10.3%
코스맥스웨스트	-39.1%	0.3%	-17.6%	3.3%	43.2%	-5.5%	5.7%	13.8%	-14.6%	12.1%	13.0%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 코스맥스 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	2,185	2,631	2,962	2,165	2,611	2,941	-1%	-1%	-1%
영업이익 (십억원)	174	229	258	174	228	257	0%	-1%	-1%
영업이익률 (%)	8.0%	8.7%	8.7%	8.1%	8.7%	8.7%			
지배기업순이익 (십억원)	95	147	171	95	146	169	0%	-1%	-1%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 코스맥스 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
EPS (원)	8,397	12,886	12M Fwd EPS: 11,764
목표 PER (배)		15.7	글로벌 화장품 ODM 업체 12M Fwd PER 평균
목표주가 (원)		185,000	
현재주가(원)		134,200	
상승여력 (%)		37.9%	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,777	2,165	2,611	2,941
증가율 (Y-Y,%)	0.5	11.1	21.8	20.6	12.7
영업이익	53	116	174	228	257
증가율 (Y-Y,%)	(56.7)	117.9	50.8	30.5	13.0
EBITDA	112	175	242	298	330
영업외손익	(47)	(31)	(46)	(40)	(40)
순이자수익	(18)	(26)	(38)	(39)	(38)
외화관련손익	(1)	(1)	19	(1)	(1)
지분법손익	0	(2)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	6	84	129	187	217
당기순이익	(16)	38	80	116	135
지배기업당기순이익	21	57	95	146	170
증가율 (Y-Y,%)	(72.0)	174.1	66.7	53.5	16.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.3	8.7	10.8	17.7	18.3
영업이익증가율(3Yr)	(0.6)	20.2	12.5	62.4	30.5
EBITDA증가율(3Yr)	6.8	15.9	11.6	38.6	23.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	32.5	n/a	52.8
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	8.7	8.7
EBITDA마진(%)	7.0	9.9	11.2	11.4	11.2
순이익률 (%)	(1.0)	2.1	3.7	4.4	4.6
NOPLAT	(142)	52	108	141	160
(+) Dep	59	59	68	70	73
(-) 운전자본투자	(85)	(133)	54	36	26
(-) Capex	84	86	116	96	101
OpFCF	(81)	158	6	80	106

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737	822	999	1,187	1,376
현금성자산	179	271	321	382	474
매출채권	318	283	344	415	468
재고자산	202	218	266	321	361
비유동자산	659	735	903	933	965
투자자산	119	134	125	130	136
유형자산	491	547	719	743	770
무형자산	50	54	59	59	59
자산총계	1,396	1,557	1,902	2,120	2,341
유동부채	812	874	1,141	1,208	1,253
매입채무	257	365	431	521	588
유동성이자부채	517	454	649	623	599
비유동부채	140	325	275	286	298
비유동이자부채	91	259	203	211	220
부채총계	952	1,199	1,416	1,494	1,551
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	28	28	28
이익잉여금	268	313	402	543	707
자본조정	21	15	15	15	15
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	444	359	485	626	790
투하자본	826	754	1,003	1,065	1,120
순차입금	429	442	530	453	344
ROA	1.5	3.9	5.5	7.3	7.6
ROE	3.6	12.1	23.4	28.0	25.2
ROIC	(16.5)	6.6	12.3	13.6	14.6

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,837	5,034	8,397	12,886	14,974
BPS	51,203	31,941	39,785	52,167	66,636
DPS	0	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	40.3	25.1	16.0	10.4	9.0
PBR	1.4	4.0	3.4	2.6	2.0
EV/ EBITDA	11.3	10.7	8.5	6.6	5.6
배당수익율	n/a	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	6.3	7.2	6.2	7.1	6.3
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	214.3	334.3	291.8	238.7	196.3
Net debt/Equity	96.6	123.2	109.3	72.3	43.5
Net debt/EBITDA	383.3	252.3	219.0	152.0	104.1
유동비율	90.8	94.0	87.5	98.3	109.8
이자보상배율	2.9	4.5	4.5	5.8	6.8
이자비용/매출액	1.3	1.8	2.2	1.8	1.6
자산구조					
투하자본(%)	73.5	65.1	69.2	67.5	64.7
현금+투자자산(%)	26.5	34.9	30.8	32.5	35.3
자본구조					
차입금(%)	57.8	66.5	63.7	57.1	50.9
자기자본(%)	42.2	33.5	36.3	42.9	49.1

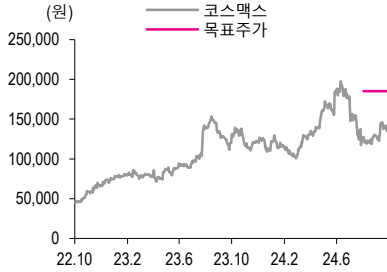
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	103	231	103	179	215
당기순이익	(16)	38	80	116	135
자산상각비	59	59	68	70	73
운전자본증감	28	79	(100)	(36)	(26)
매출채권감소(증가)	40	8	(70)	(71)	(53)
재고자산감소(증가)	23	(15)	(37)	(55)	(41)
매입채무증가(감소)	(11)	60	29	90	67
투자현금	(31)	(104)	(131)	(96)	(101)
단기투자자산감소	78	(22)	3	(1)	(1)
장기투자증권감소	(20)	4	(0)	(1)	(1)
설비투자	(84)	(86)	(116)	(96)	(101)
유무형자산감소	2	1	(1)	1	1
재무현금	3	(39)	74	(23)	(22)
차입금증가	10	(39)	79	(17)	(16)
자본증가	(6)	(115)	(6)	(6)	(6)
배당금지급	6	0	6	6	6
현금 증감	70	88	52	60	92
총현금흐름(Gross CF)	134	199	245	215	241
(-) 운전자본증가(감소)	(85)	(133)	54	36	26
(-) 설비투자	84	86	116	96	101
(+) 자산매각	2	1	(1)	1	1
Free Cash Flow	137	247	74	84	115
(-) 기타투자	20	(4)	0	1	1
잉여현금	117	250	73	83	115

코스맥스- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	185,000	(30.6)	(20.9)
2024-10-16	Buy	185,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 09월 30일 기준)

Buy (98.7%)	Hold (1.3%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앤티체

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286