



코스맥스 (192820)

점점 더 범접할 수 없는 영역으로

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 220,000원

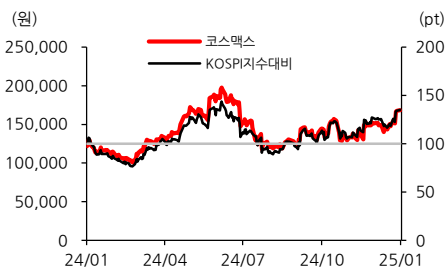
현재 주가(1/22)	166,900원
상승여력	▲31.8%
시가총액	18,942 억원
발행주식수	11,350 천주
52 주 최고가 / 최저가	197,800 / 100,800 원
90 일 일평균 거래대금	145.06 억원
외국인 지분율	32.6%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 13 인)	27.5%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
코스맥스우리사주 (외 1 인)	1.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.7	15.5	9.2	36.9
상대수익률(KOSPI)	4.7	16.4	17.0	33.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,777	2,133	2,427	2,756
영업이익	116	177	222	259
EBITDA	175	256	315	355
지배주주순이익	57	100	140	164
EPS	5,036	8,852	12,362	14,421
순차입금	442	485	416	309
PER	25.1	13.1	13.5	11.6
PBR	4.0	2.8	3.2	2.5
EV/EBITDA	10.7	7.0	7.3	6.2
배당수익률	0.4	0.5	0.5	0.6
ROE	12.1	24.3	26.5	24.2

주가 추이



기대치를 상회할 4분기

2024년 4분기 코스맥스의 연결 매출액은 5,252억원(+20.3% YoY, -0.9% QoQ), 영업이익은 417억원(+85.0% YoY, -4.0% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 371억원을 상회할 전망이다. **[한국]** 기저 부담이 높았던 지난 3분기와 달리 전년 기저 효과와 주요 고객사들의 수출 확대로 간접 수출 매출의 증가 추세가 이어지며 한국 법인 매출액은 +31.4% YoY, **[중국]** 경기 침체로 인한 화장품 시장 침체에도 광저우 법인 중심으로 중국 연결 매출액은 -5.3% YoY, **[동남아]** 스킨케어/메이크업/남성라인 등 전체 카테고리의 강한 성장세가 지속되며 인도네시아, 태국 매출액은 각각 +29.5%, +42.9% YoY로 한국, 중국, 동남아 매출이 기대 이상의 성과를 보인 것으로 파악된다. 반면 **[미국]** 신규 고객사 유입 지연이 4분기에도 이어져 미국 매출액은 -17.5% YoY로 추정한다. 중국과 미국 매출이 전년 대비 하락한 영향으로 중국 수익성은 전년 동기 대비 하락, 미국은 적자 지속이 예상된다. 그럼에도 한국과 동남아 지역의 영업 레버리지 효과로 한국, 연결법인 합산 영업이익은 각각 +76.8%, +113.6% YoY로 4분기 이익 성장을 견인한 것으로 추정한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 220,000원으로 상향 조정(+10%)

한국과 동남아 실적 전망치를 상향했고 이에 목표주가를 상향한다. 1) 한국 브랜드사들의 해외 수출 국가 및 품목 확대가 이어지는 지금 2) 코스맥스는 MOQ 하향, 다품종 소량 생산 효율성 향상, 국내외 법인간 유기적 협력으로 연매출 1,000억원 미만의 국내외 소형 OEM사들은 범접할 수 없는 경쟁우위를 확보 중이다. 1)은 2)를 가능하게 하고, 2)는 또 다시 1)을 가능하게 할 것이다. 글로벌 시장에서 한국 브랜드들의 점유율은 장기간 우상향 추세가 지속될 것이고, 코스맥스 실적 또한 역대 최고치 정신의 연속일 것이다.

또한 3) 한국에서 2025년에는 상·하반기 각각 +15%씩, 2025년 연간으로는 +30% CAPA가 증가되어 전략 품목군을 중심으로 한 보다 공격적인 신규 수주 확대가 이어질 것으로 기대한다. 4) 한국뿐만 아니라 2026년 태국 법인 +20%, 2027년 인도네시아 법인 +100% CAPA 증가 예정으로 범아시아 지역에서의 고성장이 실적 성장을 견인할 것으로 기대한다.

[표1] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	527	551	530	525	572	632	613	609	1,777	2,133	2,427	2,756
국내	315	348	348	326	365	407	410	384	1,058	1,337	1,567	1,810
해외	230	219	190	210	228	244	213	237	799	850	921	1,016
중국	157	148	114	140	152	167	126	155	547	559	600	652
상해	108	98	72	97	98	110	80	108	400	374	396	431
광저우	47	50	40	40	52	55	44	45	141	176	196	213
미국	39	36	33	31	34	33	36	35	140	139	139	151
동남아	34	36	43	39	42	43	50	47	111	152	183	213
인도네시아	24	25	32	29	31	31	37	35	86	111	133	155
태국	10	10	11	10	12	13	13	12	26	41	49	57
연결조정	-18	-16	-8	-11	-21	-19	-10	-12	-79	-53	-62	-70
YoY	30.6%	15.1%	15.6%	20.3%	8.5%	14.7%	15.7%	16.0%	11.1%	20.0%	13.7%	13.6%
국내	29.6%	25.1%	20.8%	31.4%	15.7%	17.0%	18.0%	18.0%	23.8%	26.4%	17.2%	15.5%
해외	32.2%	0.0%	-0.1%	-2.2%	-0.9%	11.2%	11.7%	12.9%	-1.1%	6.4%	8.5%	10.3%
중국	28.6%	-4.0%	-7.5%	-5.3%	-3.6%	13.4%	10.2%	10.8%	-1.7%	2.1%	7.3%	8.7%
상해	17.6%	-12.8%	-15.8%	-12.2%	-9.0%	13.0%	11.0%	11.0%	-7.5%	-6.3%	5.8%	8.8%
광저우	57.6%	23.9%	7.6%	18.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	18.8%	25.5%	11.0%	8.8%
미국	43.2%	-5.5%	-11.9%	-17.5%	-13.0%	-7.0%	12.0%	13.0%	-14.7%	-1.0%	0.3%	9.0%
동남아	38.3%	29.8%	44.9%	32.7%	25.7%	20.8%	15.3%	20.5%	28.2%	36.5%	20.2%	16.3%
인도네시아	25.5%	22.8%	38.1%	29.5%	27.1%	20.2%	15.7%	20.0%	27.2%	29.3%	20.3%	16.4%
태국	86.3%	50.8%	68.9%	42.9%	22.2%	22.2%	14.3%	21.9%	31.5%	60.3%	20.0%	16.1%
매출액 비중												
국내	59.9%	63.1%	65.6%	62.0%	63.8%	64.4%	66.9%	63.1%	59.5%	62.7%	64.6%	65.7%
해외	43.6%	39.8%	35.9%	40.0%	39.8%	38.6%	34.7%	38.9%	44.9%	39.8%	38.0%	36.9%
중국	29.9%	26.8%	21.6%	26.6%	26.5%	26.5%	20.6%	25.4%	30.8%	26.2%	24.7%	23.7%
상해	20.4%	17.7%	13.6%	18.5%	17.1%	17.4%	13.0%	17.7%	22.5%	17.6%	16.3%	15.6%
광저우	8.9%	9.0%	7.5%	7.7%	9.1%	8.7%	7.2%	7.3%	7.9%	8.3%	8.1%	7.7%
미국	7.4%	6.5%	6.1%	5.9%	5.9%	5.3%	5.9%	5.8%	7.9%	6.5%	5.7%	5.5%
동남아	6.4%	6.5%	8.2%	7.5%	7.4%	6.8%	8.2%	7.8%	6.3%	7.1%	7.5%	7.7%
인도네시아	4.6%	4.6%	6.1%	5.5%	5.4%	4.8%	6.1%	5.7%	4.8%	5.2%	5.5%	5.6%
태국	1.8%	1.9%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%	1.4%	1.9%	2.0%	2.1%
연결조정	-3.5%	-2.9%	-1.6%	-2.0%	-3.6%	-3.0%	-1.6%	-2.0%	-4.4%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
영업이익	45	47	43	42	52	60	56	54	116	177	222	259
별도	30	35	39	31	36	41	47	37	87	135	160	187
국내외연결법인	15	12	4	11	16	19	9	17	29	42	62	71
YoY	229.1%	1.4%	30.4%	85.0%	14.4%	28.1%	28.8%	30.4%	117.9%	53.2%	25.3%	16.4%
별도	131.0%	13.5%	53.0%	76.8%	18.1%	18.2%	18.0%	20.5%	102.5%	55.7%	18.6%	16.9%
국내외연결법인	1863.7%	-22.0%	-47.5%	113.6%	7.2%	56.0%	137.4%	59.0%	182.0%	45.9%	46.6%	15.3%
영업이익률	8.6%	8.5%	8.2%	7.9%	9.1%	9.5%	9.1%	8.9%	6.5%	8.3%	9.2%	9.4%
별도	9.5%	9.9%	11.3%	9.5%	9.7%	10.0%	11.3%	9.7%	8.2%	10.1%	10.2%	10.3%
국내외연결법인	7.3%	6.0%	2.2%	5.4%	8.0%	8.5%	4.6%	7.6%	4.0%	5.3%	7.2%	7.5%
영업이익 비중												
별도	66.2%	73.9%	90.9%	74.3%	68.4%	68.2%	83.3%	68.6%	75.0%	76.2%	72.1%	72.4%
국내외연결법인	33.8%	26.1%	9.1%	25.7%	31.6%	31.8%	16.7%	31.4%	25.0%	23.8%	27.9%	27.6%

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,777	2,133	2,427	2,756
매출총이익	205	294	413	509	578
영업이익	53	116	177	222	259
EBITDA	112	175	256	315	355
순이자손익	-18	-26	-38	-38	-34
외화관련손익	-1	-1	18	14	16
지분법손익	0	-2	0	0	0
세전계속사업손익	6	84	131	187	224
당기순이익	-16	38	89	133	160
지배주주순이익	21	57	100	140	164
증가율(%)					
매출액	379.1	11.1	20.0	13.7	13.6
영업이익	118.2	117.9	53.2	25.3	16.4
EBITDA	261.9	56.5	46.2	23.1	12.7
순이익	적전	흑전	136.7	49.1	19.8
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	16.5	19.4	21.0	21.0
영업이익률	3.3	6.5	8.3	9.2	9.4
EBITDA 이익률	7.0	9.9	12.0	13.0	12.9
세전이익률	0.4	4.7	6.2	7.7	8.1
순이익률	-1.0	2.1	4.2	5.5	5.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	103	231	175	214	241
당기순이익	-16	38	89	133	160
자산상각비	59	59	79	93	97
운전자본증감	28	79	3	-22	-23
매출채권 감소(증가)	40	8	-65	-54	-55
재고자산 감소(증가)	23	-15	11	-35	-35
매입채무 증가(감소)	-11	60	17	67	68
투자현금흐름	-31	-104	-158	-140	-127
유형자산처분(취득)	-83	-81	-129	-125	-113
무형자산 감소(증가)	0	-4	-8	-9	-9
투자자산 감소(증가)	78	-22	3	-1	-1
재무현금흐름	3	-39	31	-72	-73
차입금의 증가(감소)	10	-39	31	-67	-67
자본의 증가(감소)	-6	-115	0	-6	-7
배당금의 지급	-6	0	0	-6	-7
총현금흐름	134	199	172	236	264
(-)운전자본증가(감소)	-85	-133	13	22	23
(-)설비투자	84	86	130	125	113
(+)자산매각	2	1	-6	-9	-9
Free Cash Flow	137	247	23	79	119
(-)기타투자	83	51	8	5	5
잉여현금	53	196	14	75	114
NOPLAT	-142	52	121	159	185
(+) Dep	59	59	79	93	97
(-)운전자본투자	-85	-133	13	22	23
(-)Capex	84	86	130	125	113
OpFCF	-81	158	57	104	146

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737	822	941	1,036	1,170
현금성자산	179	271	318	320	361
매출채권	318	283	339	393	448
재고자산	202	218	218	252	288
비유동자산	659	735	911	957	987
투자자산	119	134	125	130	134
유형자산	491	547	725	762	783
무형자산	50	54	62	66	70
자산총계	1,396	1,557	1,852	1,993	2,156
유동부채	812	874	1,086	1,091	1,098
매입채무	257	365	419	486	554
유동성이자부채	517	454	606	542	478
비유동부채	140	325	270	270	270
비유동이자부채	91	259	198	195	192
부채총계	952	1,199	1,356	1,361	1,368
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	28	28	28
이익잉여금	268	313	408	542	699
자본조정	21	15	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	444	359	497	631	788

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,837	5,036	8,852	12,362	14,421
BPS	51,203	31,941	40,785	52,643	66,459
DPS	0	500	600	800	1,000
CFPS	11,791	17,550	15,132	20,816	23,238
ROA(%)	1.5	3.9	5.9	7.3	7.9
ROE(%)	3.6	12.1	24.3	26.5	24.2
ROIC(%)	-16.5	6.6	14.0	15.8	17.4
Multiples(x, %)					
PER	40.3	25.1	13.1	13.5	11.6
PBR	1.4	4.0	2.8	3.2	2.5
PSR	0.5	0.8	0.6	0.8	0.7
PCR	6.3	7.2	7.6	8.0	7.2
EV/EBITDA	11.3	10.7	7.0	7.3	6.2
배당수익률	n/a	0.4	0.5	0.5	0.6
안정성(%)					
부채비율	214.3	334.3	272.9	215.6	173.6
Net debt/Equity	96.6	123.2	97.7	65.9	39.2
Net debt/EBITDA	383.3	252.3	189.6	132.1	87.0
유동비율	90.8	94.0	86.7	94.9	106.5
이자보상배율(배)	2.5	3.6	4.1	5.3	6.8
자산구조(%)					
투자자본	73.5	65.1	68.7	69.7	68.6
현금+투자자산	26.5	34.9	31.3	30.3	31.4
자본구조(%)					
차입금	57.8	66.5	61.8	53.8	45.9
자기자본	42.2	33.5	38.2	46.2	54.1

[Compliance Notice]

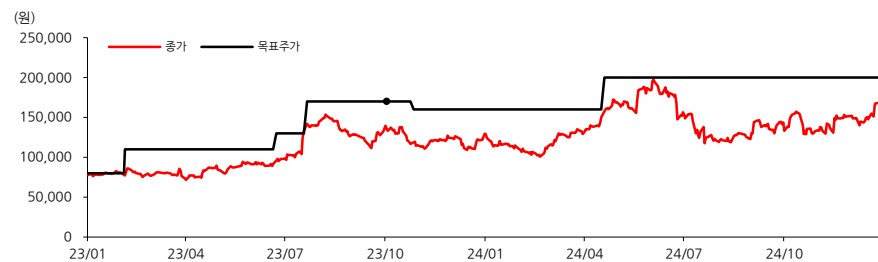
(공표일: 2025 년 01 월 23 일)

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 3 자에게 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	2023.02.28	2023.03.10	2023.04.18	2023.05.12	2023.07.17	2023.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	130,000	170,000
일 시	2023.10.31	2023.11.20	2024.01.22	2024.03.08	2024.03.29	2024.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.05.13	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	200,000	200,000	200,000	220,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-25.37	-1.10
2025.01.23	Buy	220,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%