

코스맥스 (192820)

코스맥스가 화장품 섹터를 살렸다

대형사는 다르다! K-Beauty 세대교체 완료

2024 년 4 분기 [연결] 매출액은 5,580 억원(+28% YoY), 영업이익은 398 억원(+77% YoY)억원으로 영업이익 시장기대치 383 억원에 부합하였다. 한국 법인 2024 년 4 분기 영업이익률은 10%로 지난 동기 대비 3%p 상승하였다. 매출 증가에 따른 고정비 감소, 고마진 메이크업 제품 판매 호조, 그리고 인디 브랜드 대상의 고마진 정책 덕분에 상승했다. 이러한 요인들은 코스맥스의 수익성 개선에 크게 기여했다.

동사에 대해 투자 의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 220,000 원으로 상향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 20배를 적용하였다. 최근 화장품사 실적이 연이어 컨센서스를 하회하여 주가 변동성이 커지는 흐름을 보였다. 그러나 동사는 인디 브랜드 비중 확대와 간접 수출 물량 증가로 안정적인 실적을 달성했고, MOQ 를 낮추고 인디 브랜드 맞춤 전략을 통해 경쟁 우위를 확보했다. 또한 기초와 색조 제품의 고른 성장과 카테고리 다변화를 통해 시장 변화에 유연하게 대응하며 타 ODM 사 대비 우수한 실적 성과를 달성했다.

동사는 2024 년 4 분기 컨퍼런스 콜에서 2025 년 가이드언스를 발표하였다. 2025 년 국내 매출 20% 성장, 선크림 카테고리 +50% YoY 이상 성장, 영업이익률 10%를 목표로 한다. 중국 법인은 이스트 연결 매출 +10% YoY 성장, 상해 법인 한 자릿수, 광저우 법인 10% 초반 성장, 이센(YATSEN) +20% YoY 성장을 기대한다. 동남아는 인도네시아 법인 매출 +25% YoY 성장, 태국 법인 매출 +50% YoY 성장을 목표로 한다. 미국 법인은 +10% YoY 이상 매출 성장과 2025 년 하반기 손익분기점(BEP) 달성을 목표로 한다. 동사 주가는 2025 년에도 국내외 시장에서의 안정적인 성장과 수익성 개선에 힘입어 긍정적인 흐름을 보일 것으로 예상된다. 특히 신규 인디 브랜드 및 수출 확대, 중국 시장의 회복세, 그리고 동남아 시장의 고성장세가 주가 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	16,001	17,775	21,661	25,210
영업이익	531	1,157	1,754	2,200
지배순이익	208	571	812	1,170
PER	37.2	20.1	20.8	16.6
PBR	1.3	3.2	3.9	3.7
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.9	8.4
ROE	3.6	12.1	20.5	24.3

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 220,000원 (U)

직전 목표주가 185,000원

현재주가 (2/28) 171,300원

상승여력 28%

시가총액	19,442억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	152억원
60일 평균 거래량	97,975주
52주 고/저	197,800원 / 100,800원
외인지분율	32.81%
배당수익률	0.40%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.6	25.0	54.6
상대	4.7	23.6	61.9
절대 (달러환산)	2.3	19.2	40.9

[Fig. 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24P	2024P	1Q.25E	2Q.25E	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	5,268	5,515	5,298	5,580	21,661	5,870	6,430	6,540	6,370	25,210
코스맥스[별도]	3,154	3,482	3,478	3,463	13,577	3,900	4,300	4,200	4,100	16,500
코스맥스 이스트	1,574	1,476	1,144	1,550	5,743	1,470	1,510	1,540	1,560	6,080
상하이 법인	1,076	975	720	953	3,724	900	940	970	990	3,800
광저우 법인	496	495	397	487	1,875	520	520	520	520	2,080
코스맥스 웨스트	388	360	325	298	1,371	300	310	350	360	1,320
코스맥스 인도네시아	241	254	323	314	1,132	300	320	400	380	1,400
코스맥스 타일랜드	95	103	111	126	435	150	160	170	180	660
YoY	31	15	16	28	22	11	17	23	14	16
코스맥스[별도]	30	25	21	40	28	24	23	21	18	22
코스맥스 이스트	29	-4	-8	5	5	-7	2	35	1	6
상하이 법인	18	-13	-16	-14	-7	-16	-4	35	4	2
광저우 법인	67	24	8	43	33	5	5	31	7	11
코스맥스 웨스트	43	-6	-12	-21	-2	-23	-14	8	21	-4
코스맥스 인도네시아	26	23	38	40	32	24	26	24	21	24
코스맥스 타일랜드	87	51	70	78	70	58	55	53	43	52
영업이익	455	467	434	398	1,754	520	600	570	510	2,200
코스맥스[별도]	301	345	395	346	1,387	380	430	450	390	1,650
해외 및 기타	154	122	39	52	367	140	170	120	120	550
영업이익률	9	8	8	7	8	9	9	9	8	9
코스맥스[별도]	10	10	11	10	10	10	10	11	10	10

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 코스맥스 2024년 4분기 주요 제품



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

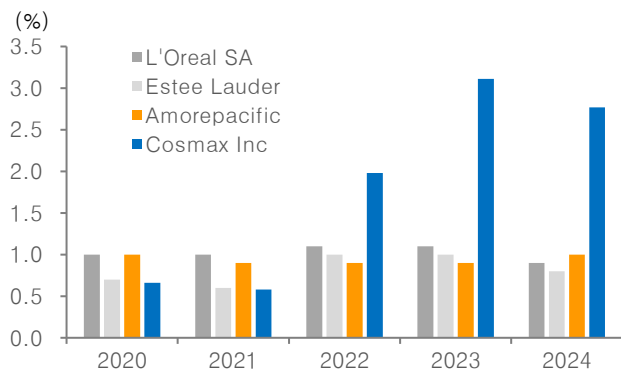
[Fig. 3] 코스맥스 2024년 4분기 지역별 매출비중

[YoY] 한국 +4%p, 동남아(인도네시아+태국) +2%p, 중국 -3%p, 미국 -2%p



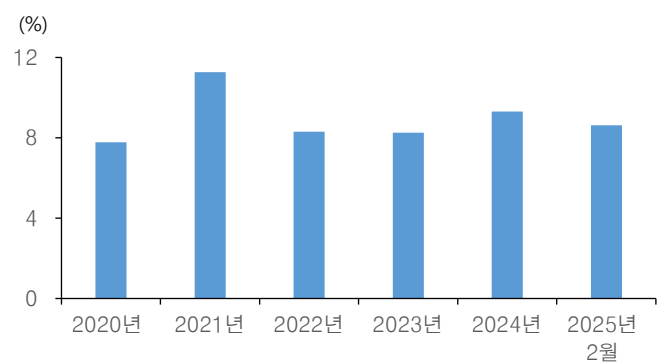
자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 4] 노르웨이 국부펀드 주요 화장품 회사 투자 비중 추이



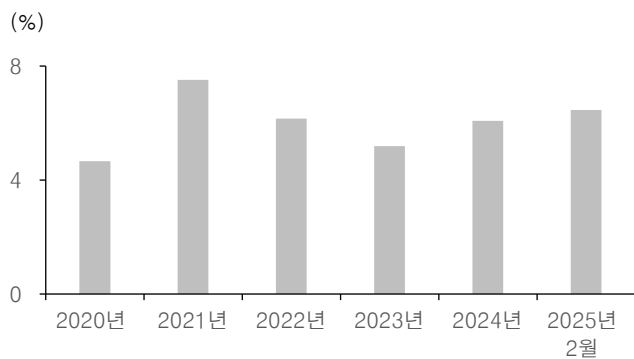
자료: NBIM, 금쪽상담소3(2025.2.17), 김후정 연구원 부분 재인용, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 5] 코스맥스 미국 투자 비중 추이



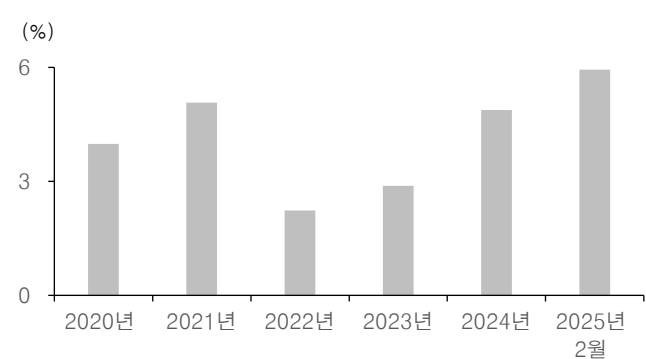
자료: Bloomberg, 금쪽상담소3(2025.2.17), 김후정 연구원 부분 재인용, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 6] 코스맥스 글로벌 패시브 펀드 투자 비중 추이



자료: Bloomberg, 금쪽상담소3(2025.2.17), 김후정 연구원 부분 재인용, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 7] 코스맥스 글로벌 액티브 펀드 비중 추이



자료: Bloomberg, 금쪽상담소3(2025.2.17), 김후정 연구원 부분 재인용, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,001	17,775	21,661	25,210	28,360
매출원가	13,949	14,838	17,479	20,300	22,700
매출총이익	2,053	2,936	4,182	4,910	5,660
판매비	1,522	1,780	2,428	2,710	3,010
영업이익	531	1,157	1,754	2,200	2,650
EBITDA	1,119	1,751	2,348	2,794	3,244
영업외손익	-469	-315	-378	-390	-400
외환관련손익	-9	-11	0	0	0
이자손익	-185	-256	-263	-261	-258
관계기업관련손익	0	-19	19	19	19
기타	-275	-29	-134	-148	-161
법인세비용차감전순이익	62	842	1,376	1,810	2,250
법인세비용	226	464	492	530	580
계속사업순이익	-164	378	884	1,280	1,670
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-164	378	884	1,280	1,670
지배지분순이익	208	571	812	1,170	1,589
포괄순이익	-149	292	798	1,194	1,583
지배지분포괄이익	318	514	1,406	2,104	2,791

주: 영업이익의 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	1,434	1,877	2,323
당기순이익	-164	378	884	1,280	1,670
감가상각비	549	557	557	557	557
외환손익	52	18	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	19	-19	-19	-19
자산부채의 증감	282	788	-293	-245	-189
기타현금흐름	307	551	304	304	304
투자활동 현금흐름	-313	-1,045	-960	-1,743	-1,724
투자자산	576	-203	-157	-143	-127
유형자산 증가 (CAPEX)	-842	-863	-800	-1,600	-1,600
유형자산 감소	16	49	0	0	0
기타현금흐름	-63	-28	-3	0	3
재무활동 현금흐름	35	-392	1,122	1,119	1,115
단기차입금	706	-281	36	33	29
사채 및 장기차입금	-263	1,328	0	0	0
자본	-57	-2,582	0	0	0
현금배당	-63	0	-57	-57	-57
기타현금흐름	-289	1,143	1,143	1,143	1,143
연결범위변동 등 기타	-52	4	-1,298	-1,336	-1,383
현금의 증감	696	877	298	-84	330
기초 현금	998	1,694	2,571	2,869	2,785
기말 현금	1,694	2,571	2,869	2,785	3,115
NOPLAT	531	1,157	1,754	2,200	2,650
FCF	184	1,447	634	277	723

자료: 유안타증권

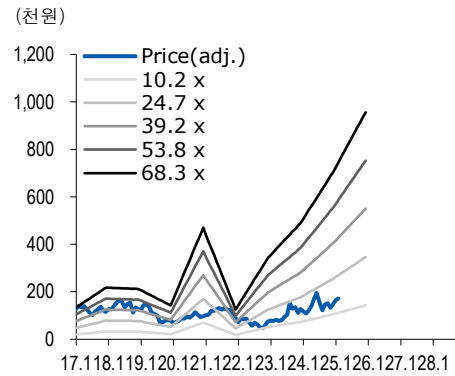
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,372	8,216	9,693	10,683	11,967
현금및현금성자산	1,691	2,569	2,869	2,785	3,115
매출채권 및 기타채권	3,178	2,827	3,445	4,009	4,510
재고자산	2,023	2,184	2,661	3,098	3,485
비유동자산	6,593	7,354	7,717	8,866	9,999
유형자산	4,906	5,468	5,711	6,754	7,798
관계기업 등 지분관련 자산	382	362	441	513	577
기타투자자산	314	455	533	604	667
자산총계	13,965	15,571	17,410	19,550	21,966
유동부채	8,120	8,738	9,692	10,564	11,337
매입채무 및 기타채무	2,574	3,646	4,443	5,171	5,817
단기차입금	4,340	4,027	4,027	4,027	4,027
유동성장기부채	698	347	347	347	347
비유동부채	1,402	3,247	3,391	3,523	3,639
장기차입금	208	585	585	585	585
사채	365	475	475	475	475
부채총계	9,522	11,985	13,083	14,086	14,977
지배지분	5,811	3,625	4,294	5,321	6,768
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	2,868	285	285	285	285
이익잉여금	2,675	3,131	3,886	4,999	6,532
비지배지분	-1,369	-40	32	142	222
자본총계	4,442	3,586	4,326	5,463	6,990
순차입금	4,226	4,152	3,857	3,946	3,620
총차입금	6,079	7,126	7,162	7,194	7,224

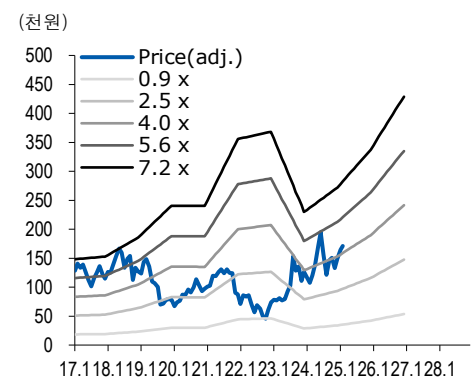
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,837	5,034	7,157	10,307	14,005
BPS	51,220	31,952	37,850	46,900	59,649
EBITDAPS	9,860	15,430	20,691	24,621	28,586
SPS	140,986	156,614	190,854	222,124	249,879
DPS	0	500	500	500	500
PER	37.2	20.1	20.8	16.6	12.2
PBR	1.3	3.2	3.9	3.7	2.9
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.9	8.4	7.2
PSR	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	0.5	11.1	21.9	16.4	12.5
영업이익 증가율 (%)	-56.7	117.9	51.6	25.4	20.5
지배순이익 증가율 (%)	-72.0	174.1	42.2	44.0	35.9
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	19.3	19.5	20.0
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.1	8.7	9.3
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	3.7	4.6	5.6
EBITDA 마진 (%)	7.0	9.9	10.8	11.1	11.4
ROIC	-17.9	6.9	15.5	19.2	21.2
ROA	1.5	3.9	4.9	6.3	7.7
ROE	3.6	12.1	20.5	24.3	26.3
부채비율 (%)	214.3	334.3	302.4	257.8	214.3
순차입금/자기자본 (%)	72.7	114.5	89.8	74.2	53.5
영업이익/금융비용 (배)	2.5	3.6	5.0	6.3	7.6

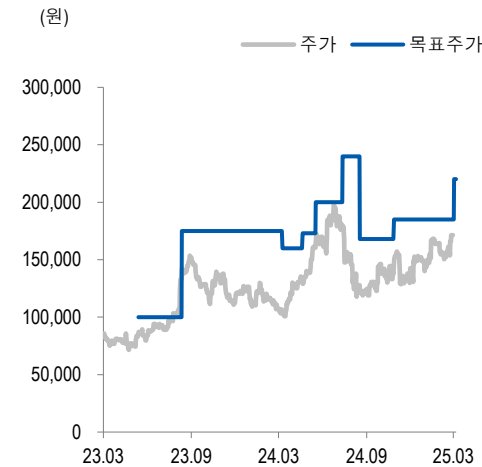
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-04	BUY	220,000	1년		
2024-10-30	BUY	185,000	1년	-19.05	-7.41
2024-08-20	BUY	168,000	1년	-22.00	-12.92
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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.