

코스맥스 (192820)

이보다 좋을 순 없다

1Q24 Review: 전체 법인 고른 성장세로 영업이익 시장기대치 상회

24년 1분기 실적은 매출액 5,268억원(+31% YoY), 영업이익 455억원(+229% YoY)을 기록하며 영업이익 시장기대치 386억원을 18% 상회하였다. 코로나 팬데믹의 영향이 줄어든 상황에서 모든 법인이 고른 성장세를 보였으며, 매출 호조에 따른 이익 레버리지 효과와 원가율의 감소(전년 동기 86%에서 81%로 하락)로 영업이익이 크게 성장하였다.

① 별도 법인: 매출액 3,154억원(+30% YoY), 영업이익 301억원(+131% YoY)을 기록하였다. 간접수출 및 직수출 호조가 외형 성장을 견인하였다. 매출 성장에 따른 이익 레버리지 효과로 원가율이 개선되었고, 고수익 제품군 비중이 증가하며 영업이익률이 개선(OPM 5.3%에서 9.5%로 상승)되었다.

② 중국 법인: 매출액 1,574억원(+29% YoY), 상하이 1,076억원(+17.5% YoY), 광저우 468억원(57.7% YoY)을 기록하였다. 메이크업, 인디 브랜드 중심으로 매출이 성장 중이고 이센 JV 실적은 1분기부터 연결실적으로 반영되었다.

③ 미국 법인: 매출액 388억원(+43.2% YoY), 순손실 138억원을 기록하였다. 전년동기 기저 효과, 2분기 물량 일부를 선생산하며 높은 매출 성장률을 보였다. 최근 미국 시장은 선(Sun) 제품에 대한 관심과 수요가 급증하고 있다. 다양한 브랜드사들로부터 들어오는 OTC 프로젝트들을 적극적으로 수주하며 선 시장을 공략 중이다. 순손실과 관련하여 미국 법인은 2020년, 2021년에 정부로부터 코로나19 관련 보조금 약 230억원을 수령했으나 에이전트의 처리 오류로 인해 부적절하게 수령된 금액이 일부 확인되었다. 2024년 1분기에 영업 외 손실에 80억원으로 반영된 금액 중 절반 이상이 반환해야 할 금액으로 추정된다. 추가적인 손실 발생 가능성도 있는 것으로 파악된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 상향

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 1분기 실적을 반영하여 200,000원으로 상향한다. 2분기 매출액의 경우 국내 시장에서는 외국인 방문객 증가로 인한 긍정적인 영향이 예상된다. 영업이익은 원가율 개선과 마진율 높은 제품 판매 호조로 추가적으로 개선될 가능성이 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,001	17,775	22,670	26,500
영업이익	531	1,157	2,000	2,400
지배순이익	208	571	1,187	1,582
PER	37.2	20.1	15.3	11.5
PBR	1.3	3.2	3.9	3.0
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.1	6.6
ROE	3.6	12.1	28.6	29.4

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **200,000원 (U)**

현재주가 (5/17) **160,400원**

상승여력 **25%**

시가총액 18,205억원

총발행주식수 11,349,509주

60일 평균 거래대금 157억원

60일 평균 거래량 123,690주

52주 고/저 161,400원 / 79,500원

외인지분율 28.79%

배당수익률 0.40%

주요주주 코스맥스비티아이 외 12인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 21.7 40.6 84.8

상대 15.4 36.7 69.2

절대 (달러환산) 24.6 38.6 82.4

[Fig. 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24E	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	4,033	4,793	4,583	4,367	17,775	5,268	5,880	6,020	5,502	22,670
코스맥스[별도]	2,434	2,783	2,880	2,479	10,576	3,154	3,300	3,400	3,100	12,954
코스맥스 이스트	1,224	1,538	1,237	1,475	5,474	1,574	1,950	1,970	1,706	7,200
상하이 법인	915	1,119	855	1,108	3,997	1,076	1,350	1,200	1,374	5,000
광저우 법인	297	400	369	340	1,406	468	430	600	702	2,200
광저우	297	400	369	340	1,406	468	260	430	522	1,680
잇센 JV	-	-	-	-	-	30	170	170	180	550
코스맥스 웨스트	271	381	369	378	1,399	388	500	520	492	1,900
코스맥스 인도네시아	192	207	234	225	858	241	260	280	319	1,100
코스맥스 타이랜드	51	68	66	71	256	95	90	100	65	350
연결 매출액 조정	-139	-184	-203	-261	-788	-184	-220	-250	-180	-834
YoY	1	18	15	9	11	31	23	31	26	28
코스맥스[별도]	19	23	39	14	24	30	19	18	25	22
코스맥스 이스트	-18	12	-8	8	-2	29	27	59	16	32
상하이 법인	-29	-2	-20	11	-11	18	21	40	24	25
광저우 법인	27	11	18	23	19	58	8	63	106	56
코스맥스 웨스트	-39	0	-18	3	-15	43	31	41	30	36
코스맥스 인도네시아	34	41	26	14	27	26	26	20	42	28
코스맥스 타이랜드	82	100	-3	9	31	87	32	52	-8	37
영업이익	138	460	333	225	1,157	455	610	500	435	2,000
코스맥스[별도]	130	304	258	175	868	301	360	330	310	1,301
해외 및 기타	8	157	75	50	289	154	250	170	125	699
영업이익률	3	10	7	5	7	9	10	8	8	9
코스맥스[별도]	5	11	9	7	8	10	11	10	10	10
해외 자회사	0	7	4	2	4	7	9	6	5	7

주: 잇센 JV 매출액은 유안타증권 추정치
 자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 2024년 1분기 주요 매출 기여 제품



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 2024년 1분기 연결 조정 전 법인별 매출 비중



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,001	17,775	22,670	26,500	30,000
매출원가	13,949	14,838	18,400	21,450	24,200
매출총이익	2,053	2,936	4,270	5,050	5,800
판매비	1,522	1,780	2,270	2,650	3,000
영업이익	531	1,157	2,000	2,400	2,800
EBITDA	1,119	1,751	2,638	3,098	3,608
영업외손익	-469	-315	-405	-306	-265
외환관련손익	-9	-11	-10	-10	-10
이자손익	-185	-256	-244	-203	-158
관계기업관련손익	0	-19	19	19	19
기타	-275	-29	-170	-112	-116
법인세비용차감전순손익	62	842	1,595	2,094	2,535
법인세비용	226	464	399	498	596
계속사업순손익	-164	378	1,196	1,596	1,939
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-164	378	1,196	1,596	1,939
지배지분순이익	208	571	1,187	1,582	1,920
포괄순이익	-149	292	1,110	1,510	1,853
지배지분포괄이익	318	514	1,957	2,662	3,267

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	1,658	2,267	2,766
당기순이익	-164	378	1,196	1,596	1,939
감가상각비	549	557	600	660	770
외환손익	52	18	10	10	10
중속, 관계기업관련손익	0	19	-19	-19	-19
자산부채의 증감	282	788	-434	-285	-238
기타현금흐름	307	551	304	304	304
투자활동 현금흐름	-313	-1,045	-508	-1,157	-1,141
투자자산	576	-203	-198	-155	-141
유형자산 증가 (CAPEX)	-842	-863	-300	-1,000	-1,000
유형자산 감소	16	49	0	0	0
기타현금흐름	-63	-28	-11	-2	0
재무활동 현금흐름	35	-1,824	-1,029	-1,009	-924
단기차입금	706	-281	-455	-465	-468
사채 및 장기차입금	-263	1,328	-228	-199	-111
자본	-57	-2,582	0	0	0
현금배당	-63	0	-57	-57	-57
기타현금흐름	-289	-289	-289	-289	-289
연결범위변동 등 기타	-52	0	1,679	119	80
현금의 증감	696	-559	1,800	220	781
기초 현금	998	1,694	1,135	2,935	3,155
기말 현금	1,694	1,135	2,935	3,155	3,936
NOPLAT	531	1,157	2,000	2,400	2,800
FCF	184	1,447	1,358	1,267	1,766

자료: 유안타증권

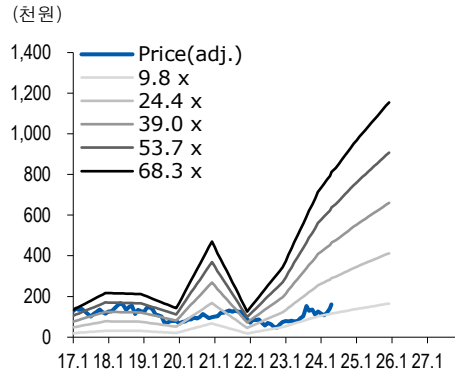
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,372	8,216	10,064	11,444	13,284
현금및현금성자산	1,691	2,569	2,935	3,155	3,936
매출채권 및 기타채권	3,178	2,827	3,605	4,214	4,771
재고자산	2,023	2,184	2,785	3,256	3,686
비유동자산	6,593	7,354	7,214	7,671	8,005
유형자산	4,906	5,468	5,168	5,508	5,738
관계기업등 지분관련자산	382	362	462	540	611
기타투자자산	314	455	553	630	700
자산총계	13,965	15,571	17,279	19,115	21,289
유동부채	8,120	8,738	9,440	9,881	10,240
매입채무 및 기타채무	2,574	3,646	4,650	5,435	6,153
단기차입금	4,340	4,027	3,527	3,027	2,527
유동성장기부채	698	347	347	347	347
비유동부채	1,402	3,247	3,200	3,143	3,162
장기차입금	208	585	585	585	585
사채	365	475	475	475	475
부채총계	9,522	11,985	12,640	13,024	13,402
지배지분	5,811	3,625	4,669	6,107	7,884
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	2,868	285	285	285	285
이익잉여금	2,675	3,131	4,260	5,785	7,648
비지배지분	-1,369	-40	-30	-16	4
자본총계	4,442	3,586	4,639	6,092	7,888
순차입금	4,226	4,152	3,064	2,151	764
총차입금	6,079	7,126	6,443	5,779	5,200

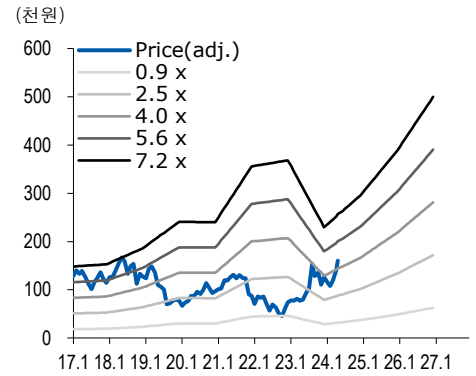
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,837	5,034	10,454	13,935	16,915
BPS	51,220	31,952	41,149	53,828	69,488
EBITDAPS	9,860	15,430	23,241	27,294	31,788
SPS	140,986	156,614	199,744	233,490	264,329
DPS	0	500	500	500	500
PER	37.2	20.1	15.3	11.5	9.5
PBR	1.3	3.2	3.9	3.0	2.3
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.1	6.6	5.3
PSR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	0.5	11.1	27.5	16.9	13.2
영업이익 증가율 (%)	-56.7	117.9	72.9	20.0	16.7
지배순이익 증가율 (%)	-72.0	174.1	107.7	33.3	21.4
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	18.8	19.1	19.3
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.8	9.1	9.3
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	5.2	6.0	6.4
EBITDA 마진 (%)	7.0	9.9	11.6	11.7	12.0
ROIC	-17.9	6.9	21.4	25.2	27.7
ROA	1.5	3.9	7.2	8.7	9.5
ROE	3.6	12.1	28.6	29.4	27.4
부채비율 (%)	214.3	334.3	272.5	213.8	169.9
순차입금/자기자본 (%)	72.7	114.5	65.6	35.2	9.7
영업이익/금융비용 (배)	2.5	3.6	6.1	8.1	10.5

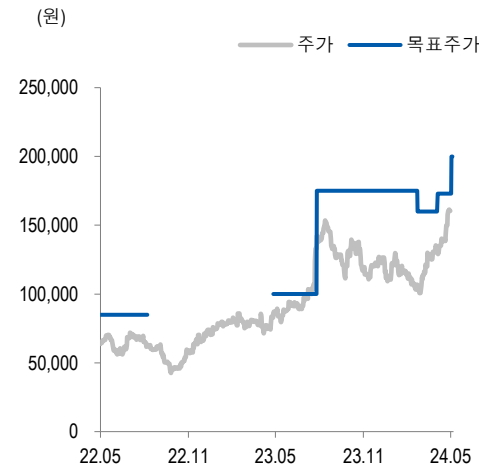
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-05-20	BUY	200,000	1년		
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	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	16.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-05-19

※ 해외 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.