

화장품

코스맥스 192820

4Q24 Re: ODM 왕좌의 위엄 (QnA 포함)

Feb 25, 2024

BUY

유지

4Q24 Re: ODM 왕좌의 위엄

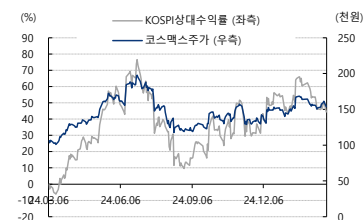
TP 220,000 원

상향

Company Data

현재가(02/24)	153,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	197,800 원
52 주 최저가(보통주)	100,800 원
KOSPI (02/24)	2,645.27p
KOSDAQ (02/24)	773.33p
자본금	57 억원
시가총액	17,444 억원
발행주식수(보통주)	1,135 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	9.1 만주
평균거래대금(60 일)	144 억원
외국인지분(보통주)	31.70%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 12 인	27.53%
국민연금공단	13.39%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	26.6	37.5
상대주가	-10.0	29.3	38.6

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,580억원(YoY 28%), 398억원(YoY 77%)으로 높아진 시장기대치 부합한 호실적 기록. 4분기 기준 역대 최고 매출 및 OPM 기록. 특히, 한국 매출이 YoY 40% 성장했는데, 인디브랜드 수출/ 글로벌 브랜드향 직수출 호조 기인. 동남아도 기대 이상 성과를 기록한 가운데, 중국 매출도 YoY 성장. 연결 기준 대손상각비는 20억원 환입 되었음.

1) 한국 매출 3,463억원(YoY 40%), 영업이익 346억원(YoY 98%) 시현. 4분기 비수기 시즈에도 불구하고 견조한 매출 흐름. 롬앤/티르티르/더파운더즈 등 Top 고객사 매출 견조. 파운데이션, 립, 에센스 등 전 품목 고른 성장을 이어나간 것으로 파악됨. 직수출도 글로벌 브랜드 고객사향으로 전 품목 고른 성장으로 YoY 49% 증가 추산. 영업이익은 매출 레버리지 효과로 견조한 성장. 2) 중국 매출은 YoY 5% 성장. 상해는 YoY -14% 감소했지만, 이익은 흑전. 광저우는 YoY 43% 성장. 광저우 별도는 신제품 히트로 매출 YoY 20~30% 성장 추산. 또한 잇센 매출 타 ODM 물량 이관 영향으로 고무적 성장. 3) 미국 매출은 YoY -10% 시현. 미국은 작년 LA영업사무소 개소이후 15개 고객사 확보해 제품 개발 진행 중이며, 하반기부터 매출 기여 전망. 4) 동남아 매출은 YoY 49% 시현. 인도네시아는 YoY 40%, 태국 YoY 78% 시현. 동남아 지역에서는 ODM 독보적 경쟁력을 바탕으로 견조한 시장 상황이 맞물려 견조한 성장 중인 것으로 파악됨

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 220,000원으로 상향

코스맥스의 목표주가를 기존 20만원에서 22만원으로 상향 조정. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target P/E 20배를 적용해 산출함. 2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 2.5조원(YoY 17%), 2.2천억원(YoY 26%) 전망. 국내는 인디 수출+글로벌 직수출 모두 견조한 흐름을 보이며, 파운데이션/립/에센스 등 전 품목 고른 성장을 이어나갈 것으로 예상. 동남아는 화장품 업황 호조와 독점적 시장 지배력으로 올해도 YoY 30%대 성장 기대. 중국은 4분기 실적을 통해 바닥을 통과했다고 판단함. 또한, 국내 생산 물량 일부를 중국으로 이관하면서 중국 매출&가동률 상승 예정임. 한국과 동남아를 중심으로 성장세 이어가면서, 중국이 이전보다 추가적인 성장 요인으로 작용할 것으로 기대됨.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	1,600	1,777	2,166	2,534	2,914
YoY(%)	0.5	11.1	21.9	17.0	15.0
영업이익(십억원)	53	116	175	221	268
OP 마진(%)	3.3	6.5	8.1	8.7	9.2
순이익(십억원)	-16	38	88	132	155
EPS(원)	1,837	5,034	6,768	11,028	12,966
YoY(%)	-73.3	174.1	34.4	62.9	17.6
PER(배)	40.3	25.1	22.0	13.9	11.9
PCR(배)	4.9	6.6	7.3	5.6	5.1
PBR(배)	1.4	4.0	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA(배)	10.0	10.4	8.7	7.1	5.7
ROE(%)	3.6	12.1	19.3	25.4	23.6



[화장품/음식료] 권우정

3771- 9082,

20240006@iprovest.com

[도표 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24P	25F
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	597.2	651.4	623.9	661.1	1,777.5	2,166.1	2,533.7
1. 한국	315.4	348.2	347.8	346.3	372.2	417.8	417.4	415.6	1,057.5	1,357.7	1,622.9
2. 중국	157.4	147.6	114.4	155.0	159.6	163.3	125.0	164.5	547.4	574.4	612.4
3. 미국	38.8	36.0	32.5	29.8	36.5	37.2	37.7	38.3	139.9	137.1	149.7
4. 동남아	33.4	36.2	43.4	44.0	44.0	47.4	57.5	57.9	111.4	157.0	206.7
YoY	30.6%	15.1%	15.6%	27.8%	13.4%	18.1%	17.8%	18.5%	11.1%	21.9%	17.0%
1. 한국	29.6%	25.1%	20.8%	39.7%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	23.8%	28.4%	19.5%
2. 중국	28.6%	-4.0%	-7.5%	5.1%	1.4%	10.6%	9.3%	6.1%	-0.5%	4.9%	6.6%
3. 미국	43.2%	-5.5%	-11.9%	-21.2%	-5.8%	3.3%	16.0%	28.4%	-16.4%	-2.0%	9.2%
4. 동남아	37.4%	31.6%	44.7%	48.6%	31.7%	30.8%	32.4%	31.5%	28.2%	40.9%	31.6%
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	52.3	54.4	59.3	55.4	115.7	175.4	221.4
1. 한국	30.1	34.5	39.5	34.6	36.6	42.7	48.7	42.8	86.7	138.7	170.7
2. 해외/기타	15.4	12.2	3.9	5.2	15.7	11.7	10.6	12.6	29.0	36.7	50.6
YoY	229.1%	1.4%	30.4%	76.8%	15.1%	16.5%	36.5%	39.1%	117.9%	51.6%	26.2%
1. 한국	131.5%	13.5%	53.1%	97.7%	21.7%	23.6%	23.2%	23.6%	102.3%	60.0%	23.1%
2. 해외/기타	1791.1%	-22.0%	-47.9%	4.0%	2.0%	-3.8%	171.0%	141.8%	182.8%	26.6%	38.0%
OPM	8.6%	8.5%	8.2%	7.1%	8.8%	8.4%	9.5%	8.4%	6.5%	8.1%	8.7%
1. 한국	9.5%	9.9%	11.4%	10.0%	9.8%	10.2%	11.7%	10.3%	8.2%	10.2%	10.5%
2. 해외/기타	7.3%	6.0%	2.1%	2.7%	7.0%	5.0%	5.1%	5.1%	4.0%	4.5%	5.6%
세전이익	33.9	51.7	22.6	29.5	47.7	49.7	54.6	50.7	84.2	137.6	202.7
YoY	244.6%	38.1%	-15.9%	191.7%	40.9%	-4.0%	141.9%	72.2%	1265.1%	63.4%	47.3%
(지배)순이익	19.2	29.2	21.1	7.3	29.5	30.7	33.7	31.3	57.1	76.8	125.2
YoY	187.0%	-4.0%	38.2%	53.8%	53.2%	4.9%	60.1%	328.9%	174.1%	34.5%	62.9%
NPM	3.7%	5.3%	4.0%	1.3%	4.9%	4.7%	5.4%	4.7%	3.2%	3.5%	4.9%

자료: 교보증권 리서치센터

2025년 가이던스

국내 매출 YoY 20%, 전략품목 크림/션/파운데이션/립 집중. 션은 다수 글로벌 프로젝트 확보해 YoY 50% 성장 목표

중국 매출 YoY 10%(상해 LSD%, 광저우 연결 Low-teen%, 광저우 별도 Mid~high single digit%, 잇센 YoY 20%)

미국 매출 YoY 10%, 하반기 내 분기 BEP 달성

인도네시아 매출 YoY 25%, 태국 매출 YoY 50%

주요 QnA

Q.중국) 25 년 매출 10% 성장 가이던스 내 상해/광저우 별도/잇센 Break down 과 잇센 영업환경

상해는 LSD%, 광저우 별도 Mid~high single digit%, 잇센은 YoY 20% 성장 목표

작년 상반기까지 잇센 셀아웃 트렌드는 부진. 24 년 잇센 성장도 타 ODM 사 물량 이관 효과가 컸음. 잇센 셀아웃은 굉장히 보수적이어서 신제품 출시도 제한적이었으나, 24 년 3 분기말부터 적극적으로 신제품 출시를 시작함. 이에 따라 올해 상반기부터 실적 가시화가 기대됨. 현재 셀아웃 트렌드와 관계없이 생산 물량 증가 감안시 연간 잇센 YoY 20% 성장은 무리 없다고 판단

Q.인도네시아) 공장 할랄인증에 따른 경쟁 우위 가능성 및 경쟁 업체 할랄인증 동향

인도네시아에서 할랄 인증 받은 공장은 코스맥스가 유일한 것으로 파악됨. 높은 성장률과 이익률의 배경에는 이러한 안정적인 경쟁 환경이 크게 작용하고 있음.

2026 년 10 월부터 인도네시아에서 유통되는 화장품에 할랄 인증이 필수화되면서, 많은 브랜드가 인증 준비에 나설 것으로 예상. 공장 자체가 할랄 인증을 받으려면 약 2 년이 소요되기 때문에, 코스맥스는 최소 1~2 년 동안 경쟁 우위를 유지할 수 있을 것으로 판단

Q. 대손상각비 20 억원 환입 법인별 Break down

한국은 대손 5 억원 반영, 중국은 8 억원 환입, 그 외는 나머지 계열사 대손상각비 환입

Q. 국내 ODM 실적 차별화 속에서 코스맥스의 경쟁력

저희 경쟁력은 낮은 MOQ, 인디브랜드 전담조직 운영, 짧은 리드타임

특히, 24 년도 전체적으로 기초/색조 전체 카테고리 계절성과 카테고리 구분이 사라짐. 25 년도는 한국/동남아 잘하고 있는 것을 전체 법인으로 상향 평준화할 것

Q. 국내) 24 년 연간 OPM 개선 요인들의 기여도 (레버리지효과/믹스개선)와 향후 마진 개선 톨
4 분기 기준 국내 이익률은 역대 최대치를 기록.

영업 레버리지 효과도 있었지만, 제품 믹스 개선이 주요한 영향을 미쳤음. 현재 기초와 색조 비중은 50:50 으로 유지되고 있으며, 기초 부문이 견조한 가운데 색조에서도 상대적으로 고마진인 파운데이션이 안정적인 성장세를 보임. 또한, 특정 제품에 치중되지 않고 립·에센스·마스크팩·베이스 메이크업 등 전반적으로 고르게 분포되어 있어, 제품 믹스 역시 안정적인 상태. 현재 마진 가이드스는 여전히 10% 수준이지만, 과거 대비 인디 브랜드 비중이 증가하면서 추가적인 개선 여지가 있다고 판단

Q. 중국/미국) 추가적인 비용 투자 가능성 (상해 신규 투자/인력 충원, 미국 서부오피스 인력 충원 등)
2023 년 하반기 100 명 인원 충원해서 24 년 내내 인건비 부담이 지속적으로 작용함. 현재는 인력 효율화를 통해 올해 인건비 감소가 예상됨. RnR 센터는 감가상각비나 추가 인력 채용에 대한 구체적인 수립 안되었음. 단기적으로 중국 비용 부담 요소 크지 않을 것으로 판단

미국은 4 분기 뉴저지 공장 생산설비 재평가로 유형자산 폐기손실 반영됨. 감가비에 대해서 비용 절감 효과가 있을 것으로 기대함 분기 BEP 를 하반기에 목표 중임

[코스맥스 192820]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,166	2,534	2,914
매출원가	1,395	1,484	1,808	2,115	2,432
매출총이익	205	294	358	419	481
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	16.5	16.5	16.5
판매비와관리비	152	178	178	178	178
영업이익	53	116	175	221	268
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.1	8.7	9.2
EBITDA	112	175	237	286	334
EBITDA Margin (%)	7.0	9.9	10.9	11.3	11.5
영업외손익	-47	-31	-38	-19	-30
관계기업손익	0	-2	2	2	2
금융수익	19	21	19	21	25
금융비용	-36	-44	-41	-42	-44
기타	-29	-6	-18	0	-12
법인세비용차감전순이익	6	84	138	203	238
법인세비용	23	46	49	71	83
계속사업순이익	-16	38	88	132	155
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-16	38	88	132	155
당기순이익률 (%)	-1.0	2.1	4.1	5.2	5.3
비지배지분순이익	-37	-19	12	7	8
지배지분순이익	21	57	77	125	147
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	3.5	4.9	5.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-9	-13	-13	-13
포괄순이익	-15	29	76	119	142
비지배지분포괄이익	-47	-22	-58	-91	-109
지배지분포괄이익	32	51	134	210	251

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	103	231	173	217	262
당기순이익	-16	38	88	132	155
비현금항목의 가감	150	161	161	185	198
감가상각비	55	56	59	62	64
외환손익	5	2	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	2	-2	-2	-2
기타	90	102	105	126	136
자산부채의 증감	28	79	-2	-4	16
기타현금흐름	-60	-47	-75	-96	-107
투자활동 현금흐름	-31	-104	-89	-96	-79
투자자산	58	-20	0	0	0
유형자산	-84	-86	-85	-89	-80
기타	-5	2	-4	-7	1
재무활동 현금흐름	3	-39	-1	0	18
단기차입금	78	-34	12	12	30
사채	20	28	3	4	4
장기차입금	231	39	4	4	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	0	-6	-6	-6
기타	-320	-72	-15	-15	-15
현금의 증감	70	88	50	94	173
기초 현금	100	169	257	307	401
기말 현금	169	257	307	401	574
NOPLAT	-142	52	113	144	174
FCF	-139	104	87	115	176

자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	737	822	903	1,034	1,228
현금및현금성자산	169	257	307	401	574
매출채권 및 기타채권	318	283	293	305	313
재고자산	202	218	234	250	263
기타유동자산	48	64	69	77	78
비유동자산	659	735	761	787	803
유형자산	491	547	573	600	615
관계기업투자금	38	36	38	40	42
기타금융자산	31	45	45	45	45
기타비유동자산	99	107	104	102	100
자산총계	1,396	1,557	1,664	1,821	2,030
유동부채	812	874	892	912	961
매입채무 및 기타채무	257	365	366	367	379
차입금	434	403	415	427	457
유동성채무	70	35	36	37	38
기타유동부채	51	72	76	81	87
비유동부채	140	325	343	362	382
차입금	21	59	63	67	72
사채	36	48	51	54	58
기타비유동부채	83	219	229	240	252
부채총계	952	1,199	1,235	1,274	1,343
지배지분	581	363	434	553	695
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	29	29	29
이익잉여금	268	313	384	504	645
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	-137	-4	-5	-6	-8
자본총계	444	359	429	547	687
총차입금	595	696	724	754	802

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,837	5,034	6,768	11,028	12,966
PER	40.3	25.1	22.0	13.9	11.9
BPS	51,203	31,941	38,209	48,738	61,204
PBR	1.4	4.0	3.9	3.2	2.5
EBITDAPS	9,860	15,430	20,886	25,199	29,459
EV/EBITDA	10.0	10.4	8.7	7.1	5.7
SPS	140,986	156,614	190,854	223,244	256,731
PSR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
CFPS	-12,221	9,153	7,653	10,139	15,544
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	0.5	11.1	21.9	17.0	15.0
영업이익 증가율	-56.7	117.9	51.6	26.2	21.1
순이익 증가율	적전	흑전	133.9	49.0	17.6
수익성					
ROIC	-17.9	6.9	15.5	18.5	21.4
ROA	1.5	3.9	4.8	7.2	7.6
ROE	3.6	12.1	19.3	25.4	23.6
안정성					
부채비율	214.3	334.3	287.9	232.8	195.5
순차입금비율	42.6	44.7	43.5	41.4	39.5
이자보상배율	2.5	3.6	5.3	6.4	7.3

코스맥스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	200,000	(28.13)	(21.40)					
2024.11.12	매수	200,000	(29.56)	(21.40)					
2024.11.21	매수	200,000	(30.62)	(1.10)					
2024.01.16	매수	200,000	(26.41)	(15.90)					
2025.02.25	매수	220,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9	2.5	0.6	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하