

Company Analysis

# 코스맥스 192820

Nov 21, 2024

## 글로벌 1위 ODM 코스맥스, 성장은 지속된다

BUY

신규

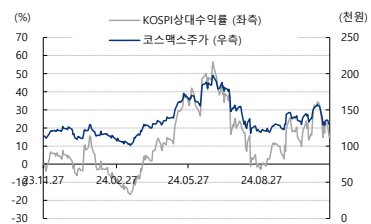
TP 200,000 원

신규

### Company Data

현재가(11/20)	129,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	197,800 원
52 주 최저가(보통주)	100,800 원
KOSPI (11/20)	2,482.29p
KOSDAQ (11/20)	682.91p
자본금	57 억원
시가총액	14,686 억원
발행주식수(보통주)	1,135 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	12.7 만주
평균거래대금(60 일)	180 억원
외국인지분(보통주)	32.35%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 12 인	27.53%
국민연금공단	11.08%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	-21.4	9.1
상대주가	-3.3	-13.2	9.5

### 글로벌 1위 ODM 코스맥스, 성장은 지속된다

**투자포인트 ①** 국내외 고객사 다변화 중. 국내는 신제품 중심 견조한 기존 고객사 매출+ 신규 인디브랜드 고객사 매출 확대에 호실적. 이에 따라 3분기 국내 OPM 11.3%(YoY +2.3%p)으로 견조한 실적 시현. Top 10 고객사 집중도는 3Q23 55% → 3Q24 50%으로 감소하며 고객사 다변화 중. 현재 수주 흐름은 상반기와 유사함. **투자포인트 ②** 동남아 등 신규 지역에서 우호적 영업환경&독보적 기술력/영업력 긍정적. 동남아에서 동사는 공급자 우위 지위와 높은 스킨케어 비중으로 10% 중후반대 고마진 상황. 3분기 인도네시아/태국 매출액은 각각 YoY 38%/70% 시현. 인도네시아는 신규 로컬 브랜드 고객사 대형 프로젝트 및 온라인 판매 재고 확보로 주문 증가. 태국은 경제 호조 지속 중이며, 베트남/감بود아 등 전략 국가 수출도 고성장 중. **투자포인트 ③** 국내외 CAPA 증설 흐름 긍정적. 현재 국내외 가동률은 국내 팜택 1,2공장 확장 진행 중이며, 25년 초 CAPA는 24년 대비 +20%, 25년 말은 24년 대비 +30% 확대 예정. 태국 신규 공장 26년 6월 완공해 기존 대비 +20% 증설 예정임. 3분기 기준 가동률은 한국 70% 초반, 중국 30% 대, 인도네시아/태국 60~65%, 미국 30% 수준.

### 투자의견 BUY 및 목표주가 200,000원 유지

화장품 업종 전반적인 실적 시장기대치 하회 및 피크아웃 우려로 코스맥스는 11월 이후 주가 -13% 하락, 12MF P/E는 11배 수준. 견조한 K-뷰티 성장이라는 달라진 방향이 없는 상황 속에서, 주가 낙폭 과대하다고 판단. 국내는 여전히 탑 고객사 +신규 인디브랜드 고객사로 고성장 중임. 코스맥스는 현재 수주 흐름이 1~3분기와 유사한 상황이라고 언급. 또한, 코스맥스는 지속적으로 문제 제기되었던 대손상각비 통제에 대한 적극적인 의지를 보여준 만큼 실적 변동성 최소화 역시 기대됨.



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

### Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	1,600	1,777	2,120	2,492	2,866
YoY(%)	0.5	11.1	19.3	17.6	15.0
영업이익(십억원)	53	116	172	219	252
OP 마진(%)	3.3	6.5	8.1	8.8	8.8
순이익(십억원)	-16	38	97	147	170
EPS(원)	1,837	5,034	8,011	12,299	14,270
YoY(%)	-73.3	174.1	59.1	53.5	16.0
PER(배)	40.3	25.1	16.4	10.7	9.2
PCR(배)	4.9	6.6	7.3	5.7	5.2
PBR(배)	1.4	4.0	3.3	2.6	2.0
EV/EBITDA(배)	10.0	10.4	7.9	6.2	5.1
ROE(%)	3.6	12.1	22.4	27.1	24.5

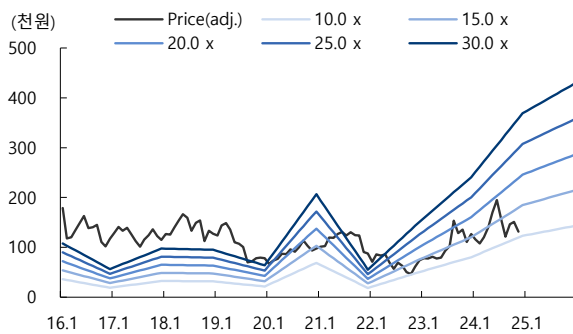
[도표 53] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	23	24F	25F
<b>매출액</b>	<b>403.3</b>	<b>479.3</b>	<b>458.3</b>	<b>436.7</b>	<b>526.8</b>	<b>551.5</b>	<b>529.8</b>	<b>512.0</b>	<b>1,777.5</b>	<b>2,120.1</b>	<b>2,492.2</b>
1. 한국	243.4	278.3	288.0	247.9	315.4	348.2	347.8	321.7	1,057.5	1,333.1	1,655.4
2. 중국	122.4	153.8	123.7	147.5	157.4	147.6	114.4	132.6	547.4	552.0	563.2
3. 미국	27.1	38.1	36.9	37.8	38.8	36.0	32.5	36.2	139.9	143.5	149.7
4. 동남아	24.3	27.5	30.0	29.0	33.4	36.2	43.4	39.4	110.8	152.4	195.5
<b>YoY</b>	<b>1.4%</b>	<b>18.3%</b>	<b>15.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>30.6%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.6%</b>
1. 한국	18.6%	23.4%	39.3%	14.4%	29.6%	25.1%	20.8%	29.8%	23.8%	26.1%	24.2%
2. 중국	-15.6%	7.2%	-8.0%	15.8%	28.6%	-4.0%	-7.5%	-10.1%	-0.5%	0.8%	2.0%
3. 미국	-40.0%	-0.5%	-19.3%	-1.0%	43.2%	-5.5%	-11.9%	-15.0%	-16.4%	2.6%	4.3%
4. 동남아	42.3%	51.9%	18.1%	10.3%	37.4%	31.6%	44.7%	36.0%	27.5%	37.6%	28.2%
<b>영업이익</b>	<b>13.8</b>	<b>46.0</b>	<b>33.3</b>	<b>22.5</b>	<b>45.5</b>	<b>46.7</b>	<b>43.4</b>	<b>36.0</b>	<b>115.7</b>	<b>171.6</b>	<b>219.2</b>
1. 한국	13.0	30.4	25.8	17.5	30.1	34.5	39.5	24.3	86.7	128.4	164.5
2. 해외/기타	0.8	15.6	7.5	5.0	15.4	12.2	3.9	11.7	29.0	43.2	54.7
<b>YoY</b>	<b>0.5%</b>	<b>167.3%</b>	<b>68.7%</b>	<b>842.0%</b>	<b>229.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>30.4%</b>	<b>59.8%</b>	<b>117.9%</b>	<b>48.3%</b>	<b>27.8%</b>
1. 한국	34.7%	63.4%	120.5%	503.4%	131.5%	13.5%	53.1%	39.0%	102.3%	48.1%	28.1%
2. 해외/기타	-80.1%	T/B	-6.7%	T/B	1791.1%	-22.0%	-47.9%	132.5%	182.8%	48.9%	26.8%
<b>OPM</b>	<b>3.4%</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.8%</b>
1. 한국	5.3%	10.9%	9.0%	7.1%	9.5%	9.9%	11.4%	7.6%	8.2%	9.6%	9.9%
2. 해외/기타	0.5%	7.8%	4.4%	2.7%	7.3%	6.0%	2.1%	2.7%	4.0%	5.5%	6.5%
<b>세전이익</b>	<b>9.8</b>	<b>37.5</b>	<b>26.8</b>	<b>10.1</b>	<b>33.9</b>	<b>51.7</b>	<b>22.6</b>	<b>27.5</b>	<b>84.2</b>	<b>135.7</b>	<b>197.8</b>
<b>YoY</b>	<b>-26.2%</b>	<b>114.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>-120.1%</b>	<b>244.6%</b>	<b>38.1%</b>	<b>-15.9%</b>	<b>172.4%</b>	<b>1265.1%</b>	<b>61.1%</b>	<b>45.8%</b>
<b>(지배)순이익</b>	<b>6.7</b>	<b>30.4</b>	<b>15.2</b>	<b>4.7</b>	<b>19.2</b>	<b>29.2</b>	<b>21.1</b>	<b>21.5</b>	<b>57.1</b>	<b>91.0</b>	<b>139.5</b>
<b>YoY</b>	<b>-56.1%</b>	<b>165.0%</b>	<b>34.7%</b>	<b>-127.5%</b>	<b>187.0%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>38.2%</b>	<b>352.8%</b>	<b>174.1%</b>	<b>59.3%</b>	<b>53.3%</b>
<b>NPM</b>	<b>1.7%</b>	<b>6.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.6%</b>

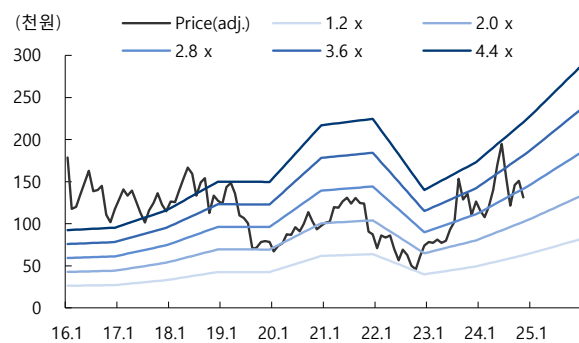
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 54] 12개월 Fwd P/E Band 차트



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

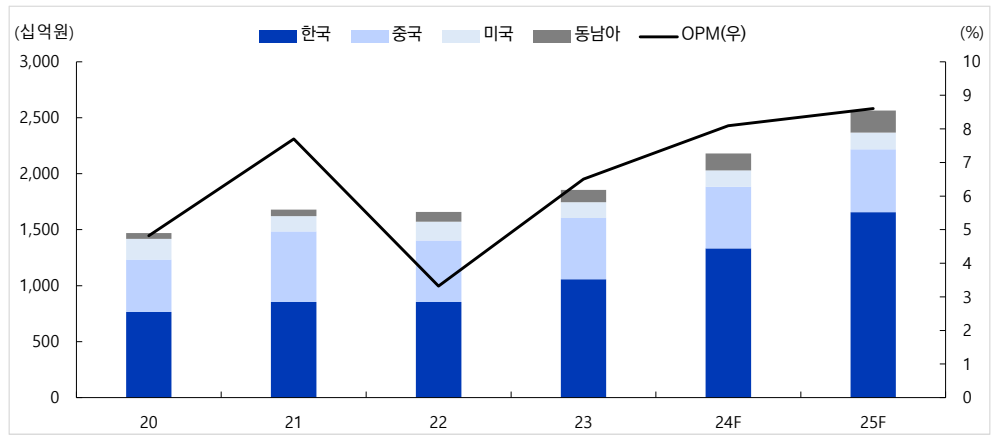
[도표 55] 12개월 Fwd P/B Band 차트



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

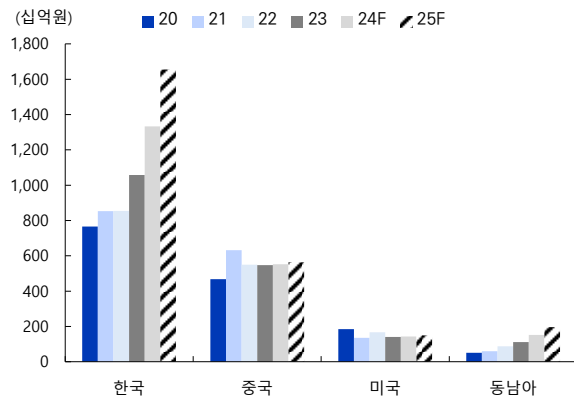
[도표 56] 코스맥스 지역별 매출액 및 OPM 추이

OPM 개선 구간



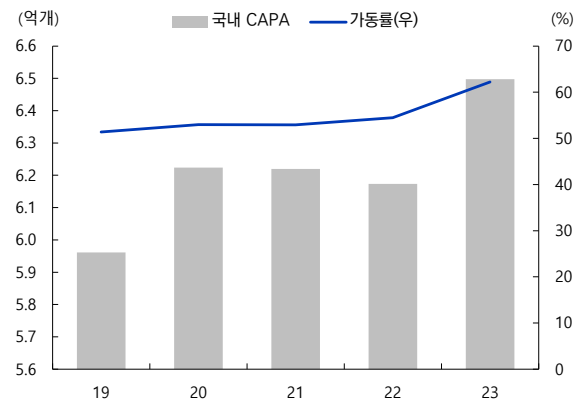
자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 주요 지역별 매출액 추이



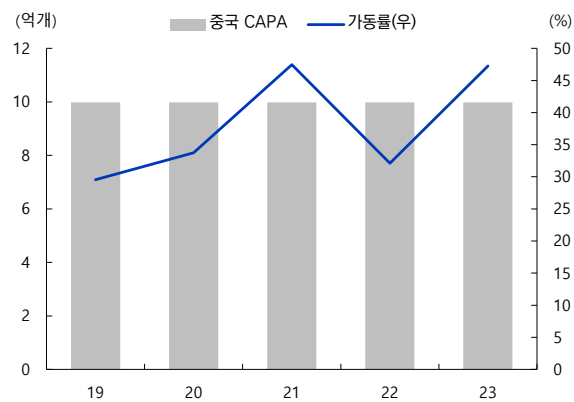
자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 국내 CAPA 및 가동률 추이



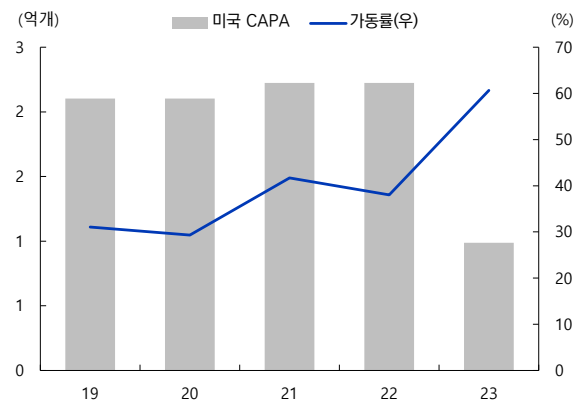
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 중국 CAPA 및 가동률 추이



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 미국 CAPA 및 가동률 추이



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

### 지속적인 CAPA 증설은 진행 중

2024년 예상 기준 연간 CAPA는 총 24억개로 추산된다. 지역별로는 국내 7.8억개(Vs. 23년 6.5억개), 중국 12억개(10억개+잇센JV 2억개), 미국 1억개, 인도네시아 2.3억개, 태국 1억개로 추산된다. 3Q24 기준 가동률은 한국 70% 초반, 중국 30%대, 인도네시아/태국 60~65%, 미국 30% 수준으로 추산된다.

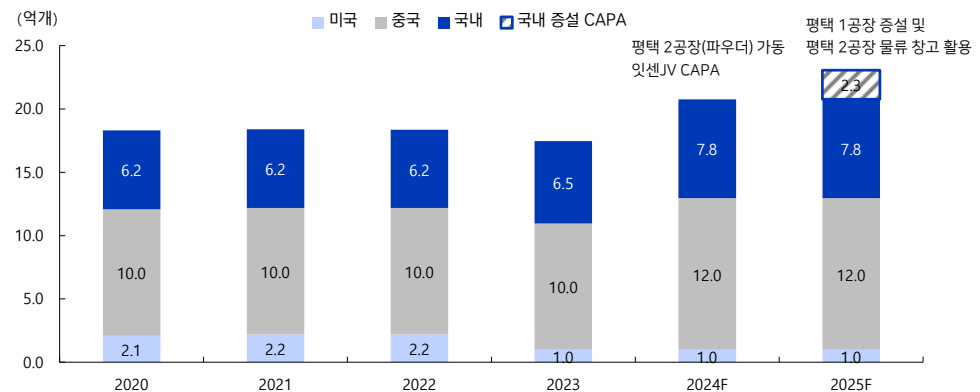
지속적인 CAPA 증설 진행 중.

국내에는 올해 초 평택 2공장을 가동하였으며, 현재 평택 1공장 유휴 공간을 활용해 CAPA 증설 예정인 것으로 파악된다. 증설 완료시 25년 초 국내 CAPA는 24년 대비 +20% 증가한 9.4억개가 될 것으로 추산된다(기초 라인 중심 예정). 또한, 25년도 말까지 10억개로 24년 대비 +30%로 예상된다.

이외에 태국은 2024년 10월 신규 공장을 착공해, 2026년 6월 완공 예정으로, 기존 대비 CAPA +20% 확대될 것으로 전망된다. 또한, 인도네시아도 추가적으로 공장 확장 가능성도 존재한다.

[도표 61] 국내외 주요 지역 CAPA 추이

25년 국내 CAPA 2.3억개 증가 전망, 24년대비 +30% 증가



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

주1: 그 외 CAPA: 인도네시아는 약 2.3억개, 태국은 1억개 수준

주2: 생산능력은 한 제품을 지속 생산을 가정한 수치로, 실질 CAPA와 차이 가능성 존재

[코스맥스 192820]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,120	2,492	2,866
매출원가	1,395	1,484	1,770	2,080	2,393
매출총이익	205	294	350	412	473
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	16.5	16.5	16.5
판매비와관리비	152	178	178	178	178
영업이익	53	116	172	219	252
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.1	8.8	8.8
EBITDA	112	175	233	284	318
EBITDA Margin (%)	7.0	9.9	11.0	11.4	11.1
영업외손익	-47	-31	-36	-21	-23
관계기업손익	0	-2	2	2	2
금융수익	19	21	20	22	26
금융비용	-36	-44	-41	-42	-44
기타	-29	-6	-17	-3	-6
법인세비용차감전순이익	6	84	136	198	230
법인세비용	23	46	38	51	59
계속사업순이익	-16	38	97	147	170
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-16	38	97	147	170
당기순이익률 (%)	-1.0	2.1	4.6	5.9	5.9
비지배자분순이익	-37	-19	6	7	9
지배자분순이익	21	57	91	140	162
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	4.3	5.6	5.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-9	-13	-13	-13
포괄순이익	-15	29	85	134	158
비지배자분포괄이익	-47	-22	-65	-102	-120
지배자분포괄이익	32	51	149	237	278

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	182	232	278
당기순이익	-16	38	97	147	170
비현금항목의 가감	150	161	150	165	173
감가상각비	55	56	59	62	64
외환손익	5	2	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	2	-2	-2	-2
기타	90	102	94	105	111
자산부채의 증감	28	79	-2	-4	16
기타현금흐름	-60	-47	-63	-75	-81
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	64	108	188
기초 현금	100	169	257	321	429
기말 현금	169	257	321	429	617
NOPLAT	-142	52	123	163	187
FCF	-139	104	97	134	189

자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	737	822	917	1,062	1,271
현금및현금성자산	169	257	321	429	617
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	1,678	1,849	2,073
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
지배자분	581	363	448	582	738
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	29	29	29
이익잉여금	268	313	398	532	689
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	-137	-4	-5	-6	-8
자본총계	444	359	443	575	730
총차입금	595	696	724	754	802

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,837	5,034	8,011	12,299	14,270
PER	40.3	25.1	16.4	10.7	9.2
BPS	51,203	31,941	39,453	51,252	65,022
PBR	1.4	4.0	3.3	2.6	2.0
EBITDAPS	9,860	15,430	20,549	25,013	28,062
EV/EBITDA	10.0	10.4	7.9	6.2	5.1
SPS	140,986	156,614	186,801	219,585	252,523
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
CFPS	-12,221	9,153	8,586	11,807	16,692
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	19.3	17.6	15.0
영업이익 증가율	-56.7	117.9	48.3	27.8	15.0
순이익 증가율	적전	흑전	157.6	50.9	16.0
수익성					
ROIC	-17.9	6.9	16.9	20.9	23.0
ROA	1.5	3.9	5.6	7.9	8.3
ROE	3.6	12.1	22.4	27.1	24.5
안정성					
부채비율	214.3	334.3	278.8	221.4	184.0
순차입금비율	42.6	44.7	43.2	40.8	38.7
이자보상배율	2.5	3.6	5.2	6.4	6.9

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	(29.36)	(21.40)					
2024.11.21	매수	200,000							

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.

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

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0	3.3	0.7	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 투자기간 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 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하