

코스맥스 (192820)

NDR 후기: 과도한 주가 하락은 기회

긍정적인 업황! 2025년 국내 법인 매출 성장 23% 추정

당사는 11월 14일부터 15일까지 코스맥스 NDR을 진행했다. 당사는 3분기 시장 기대치에 부합하는 실적을 발표했지만, 주가는 지난 한 주간 12% 하락하며 시장의 과도한 우려를 반영했다. 동사 펀더멘탈은 여전히 견고하다. 당사는 코스맥스 국내 법인 매출액 성장률을 4분기 +34% YoY, 2025년 +23% YoY로 추정했다. ①75%의 리오더율과 ②50%까지 낮아진 Top 10 고객사 비중, ③CAPA 증설은 탄탄한 성장 동력을 시사한다. 시장에서 가장 우려했던 국내법인 대손상각비는 3분기 2억원으로 감소했다. 회사 측은 철저한 채권 관리 강화를 통해 리스크를 해소하고자 하는 입장이다.

4Q24 & 2025년 전망: 시장의 우려 속에 숨겨진 투자 기회

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 185,000원을 유지한다. 코스맥스의 4분기 및 내년 전망은 지역별로 상이한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 국내 법인은 올해 4분기 +30% YoY 이상의 높은 성장률이 기대된다. 2023년 4분기의 낮은 기저 효과도 있지만, 전반적인 업황이 긍정적으로 작용하고 있다. 2025년에도 성장은 긍정적으로 전망된다. 내년에도 CAPEX 증설 계획을 통해 생산 역량을 강화하고, 지속적인 성장을 도모할 예정이다.

중국 법인은 4분기에는 지역별로 상반된 결과가 예상된다. 상하이에서는 15~20%의 역성장이 예상되지만, 광저우(잇센 JV 제외)는 10%의 성장이 기대된다. 그러나 전체적으로는 역성장이 지속될 전망이다. 내년에는 중국 법인의 불확실성이 더욱 커질 것으로 보인다. 온라인 고객사의 부진이 이어질 것으로 예상되며, 이를 상쇄하기 위해 당사는 오프라인 및 수출 고객사를 확보하는 데 주력할 계획이다. 미국 법인은 올해 4분기에 낮은 10%대에서 높은 10%대 수준의 역성장이 예상된다. 이는 글로벌 경제 상황과 신규 고객사 확보 지연에 따른 영향으로 분석된다. 내년 상반기까지는 회복세가 더딜 것으로 보인다. 동남아 시장은 빠른 성장세를 보이고 있다. 인도네시아와 태국 법인은 4분기 각각 +25% YoY, +40% YoY 이상의 높은 성장률이 예상되며, 동남아시아 시장의 견조한 수요가 이를 뒷받침하고 있다. 내년에도 동남아 시장은 높은 성장세를 유지할 것으로 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800
영업이익	531	1,157	1,722	2,000
지배순이익	208	571	869	1,180
PER	37.2	20.1	17.7	13.0
PBR	1.3	3.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.2	6.9
ROE	3.6	12.1	21.8	24.2

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **185,000원 (M)**

현재주가 (11/15) **135,400원**

상승여력 **37%**

시가총액 15,367억원

총발행주식수 11,349,509주

60일 평균 거래대금 232억원

60일 평균 거래량 172,235주

52주 고/저 197,800원 / 100,800원

외인자본율 32.49%

배당수익률 0.40%

주요주주 코스맥스비티아이 외 12인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 0.9 8.9 12.5

상대 9.9 19.2 15.7

절대 (달러환산) (1.8) 6.0 4.6

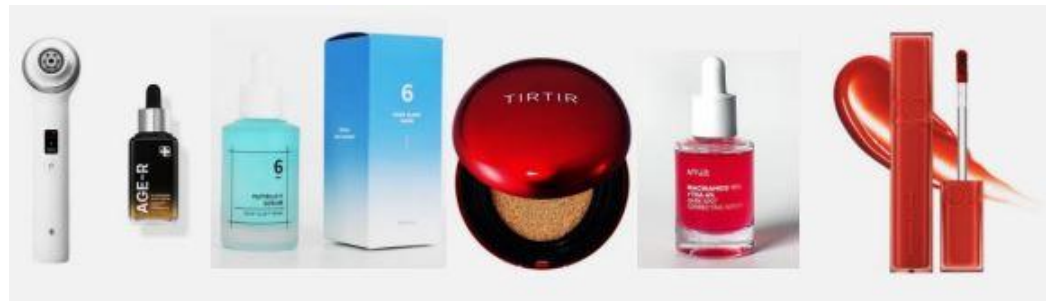
[Fig. 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24	3Q.24P	4Q.24E	2024E
매출액	4,033	4,793	4,583	4,367	17,775	5,268	5,515	5,298	4,602	20,683
코스맥스[별도]	2,434	2,783	2,880	2,479	10,576	3,154	3,482	3,478	3,322	13,436
코스맥스 이스트	1,224	1,538	1,237	1,475	5,474	1,692	1,476	1,144	1,188	5,500
상하이 법인	915	1,119	855	1,108	3,997	1,076	975	720	890	3,661
광저우 법인	297	400	369	340	1,406	496	495	397	350	1,738
코스맥스 웨스트	271	381	369	378	1,399	388	360	325	330	1,403
코스맥스 인도네시아	192	207	234	225	858	239	254	323	287	1,103
코스맥스 타일랜드	51	68	66	71	256	95	103	111	109	418
YoY	1	18	15	9	11	31	15	16	5	16
코스맥스[별도]	19	23	39	14	24	30	25	21	34	27
코스맥스 이스트	-18	12	-8	8	-2	38	-4	-8	-19	0
상하이 법인	-29	-2	-20	11	-11	18	-13	-16	-20	-8
광저우 법인	27	11	18	23	19	67	24	8	3	24
코스맥스 웨스트	-39	0	-18	3	-15	43	-6	-12	-13	0
코스맥스 인도네시아	34	41	26	14	27	25	23	38	27	29
코스맥스 타일랜드	82	100	-3	9	31	86	51	70	54	63
영업이익	138	460	333	225	1,157	455	467	434	366	1,722
코스맥스[별도]	130	304	258	175	868	301	345	395	245	1,286
해외 및 기타	8	156	75	50	289	154	122	39	74	386
영업이익률	3	10	7	5	7	9	8	8	8	8
코스맥스[별도]	5	11	9	7	8	10	10	11	7	10

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 코스맥스 2024년 3분기 주요 제품



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 NDR 주요 내용 정리

1. 3분기 실적 리뷰

연결 기준 매출액 5,298억원 (YoY +16%), 영업이익 434억원 (YoY +30%)으로 시장 컨센서스 부합

- 국내 제품 카테고리: 스킨케어, 색조 균형 (5:5),
 - 법인별 가동률: 한국 70% 초반, 상해/광저우 30%대, 인도네시아 55~60%, 태국 45~50%, 미국 25~30%
 - CAPEX: 국내 투자 확대 (평택 1,2공장 확장, 자동화 설비 교체), 올해 연결 기준 1,500억~2,000억원 예상
 - 해외 법인 투자: 일본 (인수 검토), 남미 (TF 운영, 시장 조사 단계)
 - RCPS 비용: 분기별 35억원, 연간 140억원, 배당금 2%, 부채 밸런스 조정, 구조 개선 검토 중
 - 배당 정책: 별도 순이익 기준 30% 유지
 - R&D 인력: 글로벌 940명 (한국 450명)
 - 영업이익률 마진 개선 요인: 매출 레버리지, 제품 구성, 턴키/논턴키 방식, 부자재 조달 등 다양한 요인 영향
 - 인디 브랜드: 낮은 MOQ, 짧은 리드 타임, 마케팅 지원, 가격 협상 유리
 - 브랜드 부침 심화: 아마존 판매, 미투 제품 출시 등, 코스맥스는 유연하게 대응 가능
- **국내: 매출액 3,478억원 (YoY +21%), 영업이익 395억원 (YoY +53%)**
 - 탑10 고객사 비중 55% → 50% 초반대로 감소 (고객 다변화)
 - 주요 품목 성장률: 파운데이션, 립, 자외선 차단제, 크림 30% 이상.
 - 수출 비중: 20%
 - CAPA 확장: 2025년 1월 +20% 증가, 추가로 2025년 말까지 +30% 확장.

- **중국: 매출액 1,144억원 (YoY -8%)**
 - 상해: 매출액 720억원 (YoY -16%), 순손실 31억원 (적자 전환), 온라인 고객사 부진
 - 광저우: 매출액 397억원 (YoY +8%), 순이익 31억원
 - 온라인 채널 비중: 60~70%
 - 시장 상황: 온라인 채널 부진, 오프라인 채널 상대적 강세, 왕홍 마케팅 부진, 품질 문제 이슈
 - 중국 사업 리스크: 가격 경쟁 심화, 기술 유출, 미중 무역 분쟁 영향
 - 코스맥스 차이나 상장: 2026년 상장 목표, 내년부터 준비 필요

- **미국: 매출액 325억원 (YoY -12%), 순손실 92억원**
 - 캘리포니아 오피스 개소, 신규 고객 15곳 확보
 - 고객사별 실적 양극화: 중소형 브랜드 성장 vs. 대형 브랜드 부진
 - 미국 사업 전망: OEM → ODM 비중 전환 (75% 목표), 인디 브랜드 고객 유치, 서부 지역 확장
 - 미국 시장: ODM 콘셉트 도입 초기 단계, 온라인 채널 비중 낮음, 긴 리드 타임

- **동남아: 인도네시아 323억원 (YoY +38%), 태국 111억원 (YoY +70%)**
 - 인도네시아: 순이익률 30%, 온라인 시장 발달
 - 태국: 순이익률 24%, 저가 제품, 파우치형 제품 수요
 - 태국 공장 증설: 2026년 6월 완공 목표, 투자 규모 370억~380억원
 - 인도네시아 공장 확장 가능 (현재 60% 가동, 추가 확장 여지 충분)
 - 성장 전략: 낮은 인건비, 경쟁 부재, 할랄 인증 강점 활용, 인도네시아&태국 거점으로 아세안 시장 확대, 중국 공장 활용

2. 주요 이슈 및 질의응답

- **대손상각비:**
 - 2분기 특수관계사 대손상각비 97억원 발생, 3분기 대손상각비 2억원 (충당금 환입 영향)
 - 미국 법인 매출채권 손상차익 30억원 인식, 관계사 부도 20억원 비용 발생
 - 특수관계사 채권 관리 강화, 4분기 이후 1분기까지 안정적, 이후 데이터 기반 계획 필요
- **미국 법인:**
 - 미국 법인 대여금: 잔액 1,800억원, 총 4,600억원 지원, 충당금 2,800억원
 - 대여금 손상처리: 올해 발생 없음, 감사인 판단에 따라 손상 처리

3. 4분기 및 내년 전망

- **국내:**
 - 4분기: 30% 이상 성장 전망, 작년 4분기 낮은 기저 효과
 - 내년: 피크 아웃 우려는 아직 이르다고 판단, CAPEX 증설 계획, 긍정적 전망
- **중국:**
 - 4분기: 상해 -15~20%, 광저우 +10~15% 예상, 전체적으로 역성장 지속 전망
 - 내년: 온라인 고객사 부진 지속, 오프라인/수출 고객사 확보 노력, 불확실성 높음
- **미국:**
 - 4분기: 낮은 10%대에서 높은 10%대 역성장 전망
 - 내년: 신규 고객사 매출 발생까지 시간 소요, 하반기부터 개선 기대
- **동남아:**
 - 4분기: 인도네시아 25% 이상, 태국 40% 이상 성장 전망
 - 내년: 사업 계획 확정 전, 높은 성장세 유지 기대, 아세안 시장 확대

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800	26,000
매출원가	13,949	14,838	16,570	19,010	20,500
매출총이익	2,053	2,936	4,113	4,790	5,500
판매비	1,522	1,780	2,391	2,790	3,200
영업이익	531	1,157	1,722	2,000	2,300
EBITDA	1,119	1,751	2,248	2,465	2,712
영업외손익	-469	-315	-512	-410	-400
외환관련손익	-9	-11	0	0	0
이자손익	-185	-256	-253	-224	-188
관계기업관련손익	0	-19	19	19	19
기타	-275	-29	-278	-205	-231
법인세비용차감전순손익	62	842	1,210	1,590	1,900
법인세비용	226	464	400	480	561
계속사업순손익	-164	378	809	1,110	1,340
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-164	378	809	1,110	1,340
지배지분순이익	208	571	869	1,180	1,400
포괄순이익	-149	292	723	1,024	1,253
지배지분포괄이익	318	514	1,275	1,805	2,210

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	1,428	1,639	1,943
당기순이익	-164	378	809	1,110	1,340
감가상각비	549	557	494	439	390
외환손익	52	18	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	19	-19	-19	-19
자산부채의 증감	282	788	-155	-185	-56
기타현금흐름	307	551	298	293	289
투자활동 현금흐름	-313	-1,045	-112	-123	-78
투자자산	576	-203	-117	-126	-89
유형자산 증가 (CAPEX)	-842	-863	0	0	0
유형자산 감소	16	49	0	0	0
기타현금흐름	-63	-28	5	3	11
재무활동 현금흐름	35	-392	1,113	1,115	1,106
단기차입금	706	-281	27	29	20
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	-1,437	-1,391	-1,499
현금의 증감	696	877	992	1,240	1,473
기초 현금	998	1,694	2,571	3,563	4,803
기말 현금	1,694	2,571	3,563	4,803	6,276
NOPLAT	531	1,157	1,722	2,000	2,300
FCF	184	1,447	1,428	1,639	1,943

자료: 유안타증권

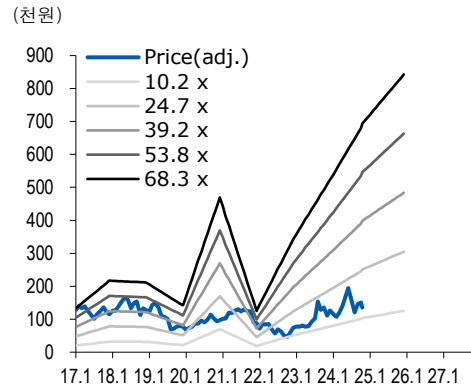
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,372	8,216	10,113	12,300	14,442
현금및현금성자산	1,691	2,569	3,563	4,803	6,276
매출채권 및 기타채권	3,178	2,827	3,312	3,811	4,163
재고자산	2,023	2,184	2,541	2,924	3,195
비유동자산	6,593	7,354	6,946	6,606	6,283
유형자산	4,906	5,468	4,973	4,534	4,144
관계기업 등 지분관련 자산	382	362	421	485	529
기타투자자산	314	455	513	576	620
자산총계	13,965	15,571	17,059	18,907	20,725
유동부채	8,120	8,738	9,452	10,218	10,758
매입채무 및 기타채무	2,574	3,646	4,242	4,881	5,333
단기차입금	4,340	4,027	4,027	4,027	4,027
유동성장기부채	698	347	347	347	347
비유동부채	1,402	3,247	3,355	3,470	3,552
장기차입금	208	585	585	585	585
사채	365	475	475	475	475
부채총계	9,522	11,985	12,807	13,688	14,310
지배지분	5,811	3,625	4,351	5,388	6,645
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	2,868	285	285	285	285
이익잉여금	2,675	3,131	3,943	5,066	6,410
비지배지분	-1,369	-40	-99	-169	-230
자본총계	4,442	3,586	4,252	5,219	6,415
순차입금	4,226	4,152	3,162	1,926	456
총차입금	6,079	7,126	7,153	7,181	7,202

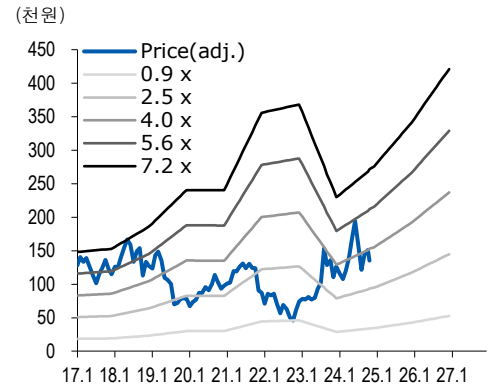
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,837	5,034	7,659	10,396	12,335
BPS	51,220	31,952	38,353	47,491	58,570
EBITDAPS	9,860	15,430	19,806	21,723	23,896
SPS	140,986	156,614	182,237	209,701	229,085
DPS	0	500	500	500	500
PER	37.2	20.1	17.7	13.0	11.0
PBR	1.3	3.2	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.2	6.9	5.7
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	0.5	11.1	16.4	15.1	9.2
영업이익 증가율 (%)	-56.7	117.9	48.9	16.1	15.0
지배순이익 증가율 (%)	-72.0	174.1	52.1	35.7	18.6
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	19.9	20.1	21.2
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.3	8.4	8.8
지배순이익률 (%)	1.3	3.2	4.2	5.0	5.4
EBITDA 마진 (%)	7.0	9.9	10.9	10.4	10.4
ROIC	-17.9	6.9	16.7	21.2	25.8
ROA	1.5	3.9	5.3	6.6	7.1
ROE	3.6	12.1	21.8	24.2	23.3
부채비율 (%)	214.3	334.3	301.2	262.3	223.0
순차입금/자기자본 (%)	72.7	114.5	72.7	35.8	6.9
영업이익/금융비용 (배)	2.5	3.6	5.0	5.7	6.6

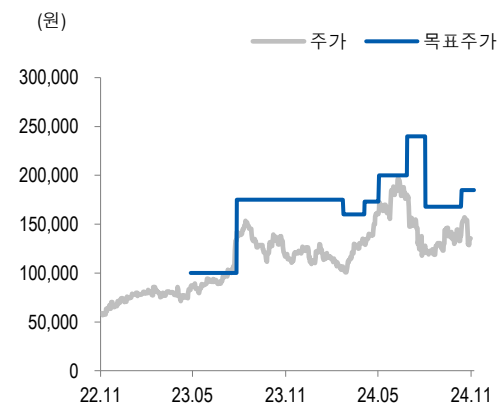
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-18	BUY	185,000	1년		
2024-10-30	BUY	185,000	1년		
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	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-18

※해의 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: 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 투자사결정은 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.