

코스맥스(192820)

리오프닝 최대 수혜 기대

4분기 연결 영업이익 42억원(YoY-86%) 추정

4분기 연결 매출은 3,673억원(YoY-13%), 영업이익 42억원(YoY-86%)으로 컨센서스(204억원)를 크게 하회할 것으로 예상된다. 하회의 주요인은 중국의 코로나 영향으로 이익의 대다수를 차지하는 중국과 국내 법인의 실적이 저조한데 기인한다. 반면에 인도네시아/태국법인은 견조했다. 한편, 미국 오하이오법인의 청산 관련 일회성 비용(재고폐기/위로금/건설팅비: 약 100억원 추정), 누월드법인의 영업권 상각(영업 외: 약 100억원 추정) 등이 반영될 여지가 있다.

중국 리오프닝 과도기

4분기 국내와 중국 매출은 각각 전년동기비 8%, 32% 감소 전망하며, 미국은 7% 성장 예상한다. ▶국내에는 일본향 수출과 내수 수요는 견고했으나, 중국 수출이 부진함에 따라 매출이 감소했으며, 색조 비중 상승/원부자재 부담으로 수익성 하락이 더해진 것으로 보인다. ▶중국은 리오프닝 과도기이다. 12월부터 현재까지 집단감염 상황으로 코스맥스의 중국은 수요 저하/생산성 하락/물류 대란 등을 겪는 것으로 파악된다. 이는 확진자 수 안정화와 함께 정상화 될 것으로 기대한다. ▶미국은 낮은 기저, 오하이오법인 청산 전 고객사의 안전재고 확보로 편만한 성장 예상되나, 청산과 관련한 일회성 비용이 수익성에 부담을 줄 것으로 전망한다.

2023년 중국 리오프닝 최대 수혜 예상

코스맥스의 2023년 실적은 연결 매출 1.7조원(YoY +9%), 영업이익 1.1천억원(YoY+99%) 전망한다. 2분기부터 중국 브랜드 수요 확대/국내 인바운드 유입 등으로 중국/국내 수주 확대가 본격화 될 가능성이 높다. 특히 2023년은 신제품 확대/오더 물량 증가/단납기 오더 축소 등으로 레버리지 극대화까지 기대된다. 또한 오하이오법인 청산 완료(1분기 예상)로 미국 손실 축소 또한 나타나 이익 모멘텀이 극대화 될 것이다. 한편, 중국법인의 한국 상장 이슈가 우려되었으나, 중국의 실적 회복이 우선으로 2023년에 부각되기는 어려울 것으로 보인다. 투자 의견 매수, Target P/E 13x 적용(동종기업 P/E 적용), 목표주가 10만원 제시한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 100,000원(상향) | CP(1월16일): 74,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,399.86
52주 최고/최저(원)	90,000/42,550
시가총액(십억원)	850.1
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	11,349.5
60일 평균 거래량(천주)	91.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.0
22년 배당금(예상, 원)	550
22년 배당수익률(예상, %)	0.87
외국인지분율(%)	22.55
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 16인	26.26
국민연금공단	11.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.5 10.0 (4.5)
상대	10.6 6.8 16.3

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	1,631.7	1,750.0
영업이익(십억원)	70.5	105.5
순이익(십억원)	29.8	59.8
EPS(원)	4,324	6,631
BPS(원)	54,794	61,311

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
경과보험료	십억원	1,382.9	1,591.5	1,567.0	1,704.9	1,828.2
총영업이익	십억원	66.6	122.6	54.9	109.2	145.6
당기순이익	십억원	0.1	78.3	63.8	121.4	156.2
EPS	원	21.4	74.4	49.6	102.1	118.1
(중감률)	%	2,082	6,880	4,370	8,992	10,402
Adj. BPS	원	(32.82)	230.45	(36.48)	105.77	15.68
DPS	원	46.85	12.70	16.96	8.33	7.20
P/E	배	2.92	1.77	1.42	1.22	1.04
P/B	배	12.76	7.30	9.86	6.11	4.62
ROA	%	6.23	16.46	8.61	15.86	15.58
ROE	%	33,422	49,483	52,118	61,323	72,276
배당수익률	%	0	550	550	550	550



Analyst 박은정
02-3771-8025
eunjung.park3@hanafn.com

RA 김다혜
02-3771-8035
kim.dahae@hanafn.com

표 1. 코스맥스 연결 실적 추이 및 전망

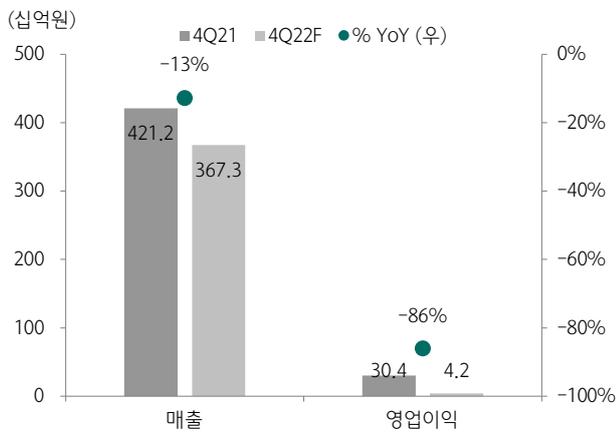
(단위: 십억원, %)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
연결 매출액		397.9	405.0	396.8	367.3	376.5	454.6	423.2	450.6	1,382.9	1,591.5	1,567.0	1,704.9
코스맥스코리아		205.1	225.5	206.7	200.0	215.4	236.8	227.4	220.0	765.4	853.2	837.3	899.5
코스맥스이스트(중국)		151.6	137.3	133.8	125.0	125.0	194.3	158.3	207.2	456.0	631.0	547.7	684.8
코스맥스상해		128.3	114.0	106.3	100.0	100.0	154.4	122.2	166.7	337.1	509.3	448.6	543.3
코스맥스광저우		23.3	36.0	31.4	25.0	25.0	39.8	36.1	40.6	128.4	140.6	115.7	141.5
코스맥스웨스트(미국)		45.2	38.0	44.8	33.0	27.9	21.9	25.7	21.6	166.4	132.0	161.0	97.2
코스맥스 USA		19.8	18.4	24.3	15.0	-	-	-	-	78.2	63.3	77.6	-
누월드		25.4	19.9	21.4	18.0	27.9	21.9	25.7	21.6	106.5	72.4	84.7	97.2
% YoY	연결 매출액	15%	-6%	0%	-13%	-5%	12%	7%	23%	4%	15%	-2%	9%
	코스맥스코리아	9%	-2%	-5%	-8%	5%	5%	10%	10%	4%	11%	-2%	7%
	코스맥스이스트	17%	-20%	-9%	-32%	-18%	41%	18%	66%	-3%	38%	-13%	25%
	코스맥스상해	29%	-19%	-10%	-34%	-22%	35%	15%	67%	-9%	51%	-12%	21%
	코스맥스광저우	-31%	0%	-7%	-32%	7%	10%	15%	62%	17%	9%	-18%	22%
	코스맥스웨스트	44%	12%	25%	7%	-38%	-42%	-43%	-35%	4%	-21%	22%	-40%
연결 영업이익		13.7	17.2	19.7	4.2	4.8	38.5	27.6	38.3	66.6	122.6	54.9	109.2
코스맥스코리아		9.7	18.6	11.7	10.0	10.1	21.1	18.2	22.0	65.9	77.6	49.9	71.4
해외 및 조정		4.1	-1.4	8.1	-5.8	-5.3	17.4	9.4	16.3	0.8	45.0	5.0	37.8
% YoY	영업이익	-41%	-61%	-21%	-86%	-65%	123%	40%	803%	23%	84%	-55%	99%
	코스맥스코리아	-39%	-9%	-43%	-51%	5%	13%	56%	120%	64%	18%	-36%	43%
	해외 및 조정	-45%	적전	86%	적전	적전	흑전	17%	흑전	-94%	5596%	-89%	654%
연결 순이익		10.2	5.3	6.8	5.5	3.2	29.6	21.8	37.7	-29.1	34.3	27.8	92.3
코스맥스코리아		10.4	23.2	7.3	6.0	7.1	15.8	13.6	16.6	-34.6	20.5	46.9	53.1
코스맥스이스트		10.8	10.8	7.4	10.5	10.3	22.3	16.9	17.5	23.7	63.9	39.6	67.1
코스맥스상해		8.0	6.3	4.1	6.4	8.3	18.3	13.7	12.0	11.1	50.0	24.8	52.3
코스맥스광저우		2.9	5.1	3.7	3.2	2.0	4.1	3.2	5.5	12.6	13.9	14.8	14.8
코스맥스웨스트		-14.0	-15.3	-11.3	-19.0	-19.0	-4.0	-4.0	-4.0	-58.5	-73.3	-61.6	-31.0
코스맥스 USA		-7.6	-5.0	-2.8	-15.0	-15.0	-	-	-	-21.1	-27.5	-30.3	-15.0
누월드		-6.4	-11.3	-9.5	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-37.4	-45.8	-31.2	-16.0
% YoY	순이익	4%	-80%	흑전	2817%	-68%	456%	223%	580%	적전	흑전	-19%	232%
	코스맥스코리아	-50%	35%	흑전	흑전	-31%	-32%	85%	177%	적전	흑전	129%	13%
	코스맥스이스트	13%	-43%	-50%	-48%	-5%	107%	129%	67%	130%	170%	-38%	69%
	코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지								
지배주순이익		15.3	11.5	11.3	11.5	11.1	31.9	23.3	35.7	21.4	74.4	49.6	102.1
% Margin	영업이익률	3%	4%	5%	1%	1%	8%	6%	8%	5%	8%	4%	6%
	코스맥스코리아	5%	8%	6%	5%	5%	9%	8%	10%	9%	9%	6%	8%
	해외 및 조정	2%	-1%	4%	-3%	-3%	8%	5%	7%	0%	6%	1%	5%
	순이익률	3%	1%	2%	2%	1%	7%	5%	8%	-2%	2%	2%	5%
	코스맥스코리아	5%	10%	4%	3%	3%	7%	6%	8%	-5%	2%	6%	6%
	코스맥스이스트	7%	8%	6%	8%	8%	11%	11%	8%	5%	10%	7%	10%
	코스맥스웨스트	-31%	-40%	-25%	-58%	-68%	-18%	-16%	-19%	-35%	-56%	-37%	-32%

자료: 하나증권 [참고] 2Q22 코스맥스코리아 순이익 232억원: 외화관련이익 +320억원, 태국법인 지분 손상차손 -37억원 반영됨

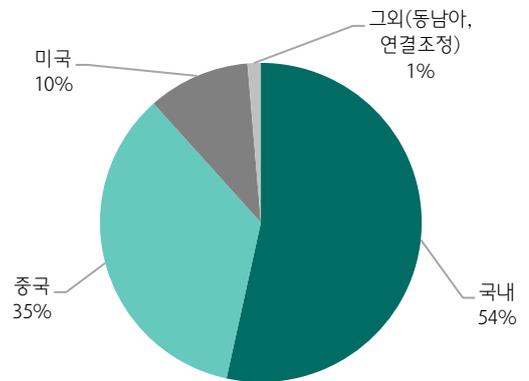
Chart Book

그림 1. 코스맥스의 4분기 연결 실적 전망



자료: 하나증권

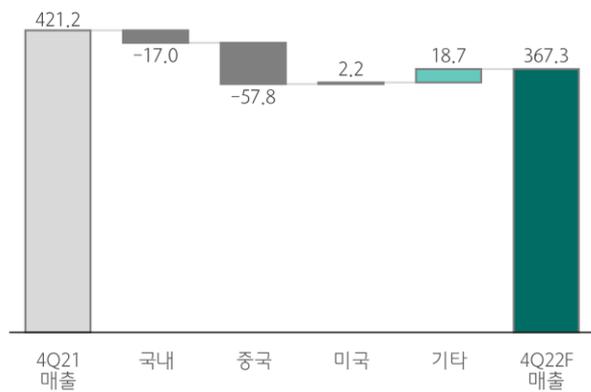
그림 2. 코스맥스의 2022년 기준 부문별 매출 비중 (%)



자료: 하나증권

그림 3. 코스맥스의 4Q22F 연결 매출 변동 (YoY)

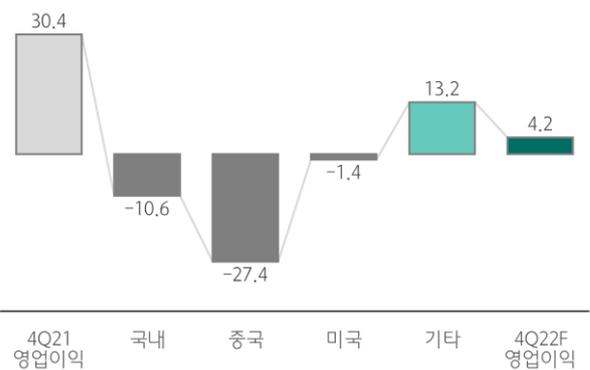
: 중국 -578억원, 국내 -170억원, 기타 +187억원 추정



주: (단위) 십억원, 기타(동남아, 연결조정 등)
자료: 하나증권

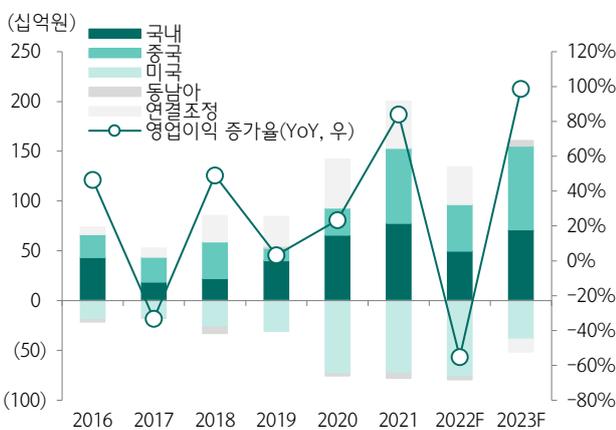
그림 4. 코스맥스의 4Q22F 연결 이익 변동 (YoY)

: 중국 -274억원, 국내 -106억원, 기타 +132억원 추정



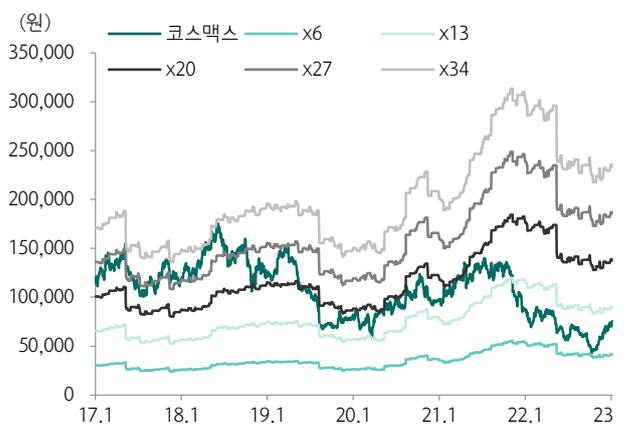
주: (단위) 십억원, 기타(동남아, 연결조정 등)
자료: 하나증권

그림 5. 코스맥스의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

그림 6. 코스맥스의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,382.9	1,591.5	1,567.0	1,704.9	1,828.2
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,355.9	1,427.6	1,512.6
매출총이익	210.9	277.5	211.1	277.3	315.6
판매비	144.2	154.9	156.1	168.1	170.1
영업이익	66.6	122.6	54.9	109.2	145.6
금융손익	(23.2)	(8.5)	8.3	7.0	5.4
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
기타영업외손익	(43.2)	(35.8)	0.6	5.2	5.2
세전이익	0.1	78.3	63.8	121.4	156.2
법인세	29.2	43.9	36.0	29.1	37.5
계속사업이익	(29.1)	34.3	27.8	92.3	118.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(29.1)	34.3	27.8	92.3	118.7
비배주주지분 순이익	(50.4)	(40.1)	(8.3)	(18.5)	(11.9)
지배주주순이익	21.4	74.4	49.6	102.1	118.1
지배주주지분포괄이익	8.4	107.4	48.7	161.6	207.9
NOPAT	(17,082.0)	53.8	23.9	83.0	110.6
EBITDA	112.5	174.4	99.7	147.7	178.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.92	15.08	(1.54)	8.80	7.23
NOPAT증가율	적전	흑전	(55.58)	247.28	33.25
EBITDA증가율	22.28	55.02	(42.83)	48.14	20.92
영업이익증가율	23.33	84.08	(55.22)	98.91	33.33
(지배주주)순이익증가율	(32.70)	247.66	(33.33)	105.85	15.67
EPS증가율	(32.82)	230.45	(36.48)	105.77	15.68
수익성(%)					
매출총이익률	15.25	17.44	13.47	16.26	17.26
EBITDA이익률	8.14	10.96	6.36	8.66	9.77
영업이익률	4.82	7.70	3.50	6.41	7.96
계속사업이익률	(2.10)	2.16	1.77	5.41	6.49

투자지표

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,082	6,880	4,370	8,992	10,402
BPS	33,422	49,483	52,118	61,323	72,276
CFPS	13,327	17,492	10,591	15,036	17,467
EBITDAPS	10,953	16,120	8,785	13,018	15,736
SPS	134,679	147,101	138,067	150,221	161,084
DPS	0	550	550	550	550
주가지표(배)					
PER	46.85	12.70	16.96	8.33	7.20
PBR	2.92	1.77	1.42	1.22	1.04
PCFR	7.32	5.00	7.00	4.98	4.29
EV/EBITDA	12.76	7.30	9.86	6.11	4.62
PSR	0.72	0.59	0.54	0.50	0.46
재무비율(%)					
ROE	6.23	16.46	8.61	15.86	15.58
ROA	1.79	5.72	3.39	6.35	6.48
ROIC	(2,637.73)	8.53	3.67	12.71	16.44
부채비율	337.31	203.39	210.41	197.35	183.03
순부채비율	185.97	81.12	75.31	53.23	34.83
이자보상배율(배)	3.32	7.00	3.22	6.18	7.95

자료: 하나증권

대차대조표

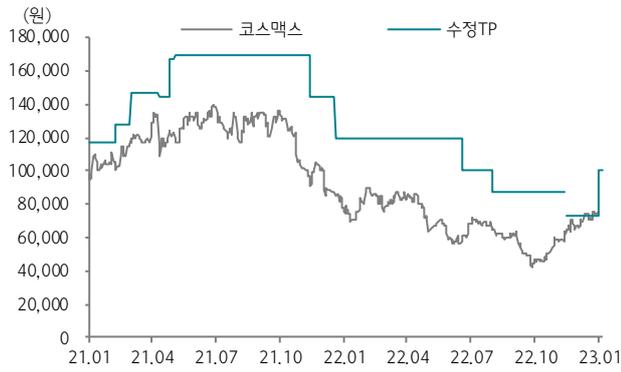
	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	622.6	792.2	947.3	1,184.4	1,460.3
금융자산	107.2	186.0	216.6	299.5	386.8
현금성자산	102.5	99.8	130.5	213.0	299.9
매출채권	297.6	350.0	413.0	487.3	575.0
재고자산	193.3	223.6	279.5	349.3	436.7
기타유동자산	24.5	32.6	38.2	48.3	61.8
비유동자산	566.4	619.7	564.3	519.4	479.6
투자자산	30.1	53.2	52.6	56.2	59.5
금융자산	25.0	33.0	32.7	34.6	36.3
유형자산	437.1	471.2	419.2	372.9	331.8
무형자산	56.8	50.3	47.6	45.3	43.4
기타비유동자산	42.4	45.0	44.9	45.0	44.9
자산총계	1,189.0	1,411.9	1,511.5	1,703.7	1,939.9
유동부채	718.1	787.7	866.4	968.8	1,089.1
금융부채	452.8	448.5	468.3	489.4	510.4
매입채무	142.9	186.7	233.4	291.7	364.6
기타유동부채	122.4	152.5	164.7	187.7	214.1
비유동부채	199.1	158.9	158.2	162.0	165.4
금융부채	160.1	115.1	115.1	115.1	115.1
기타비유동부채	39.0	43.8	43.1	46.9	50.3
부채총계	917.1	946.5	1,024.6	1,130.8	1,254.5
지배주주지분	342.9	561.3	591.2	695.7	820.0
자본금	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.1	292.5	292.5	292.5	292.5
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	(17.7)	15.4	15.4	15.4	15.4
이익잉여금	173.8	248.1	278.0	382.5	506.8
비지배주주지분	(71.0)	(95.9)	(104.3)	(122.7)	(134.6)
자본총계	271.9	465.4	486.9	573.0	685.4
순금융부채	505.6	377.5	366.7	305.0	238.7

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	41.5	100.0	22.7	77.6	80.5
당기순이익	(29.1)	34.3	27.8	92.3	118.7
조정	92.1	106.5	44.8	38.5	33.0
감가상각비	45.8	51.8	44.8	38.5	33.0
외환거래손익	1.3	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	44.9	55.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(21.5)	(40.8)	(49.9)	(53.2)	(71.2)
투자활동 현금흐름	(64.6)	(143.7)	10.7	6.0	6.4
투자자산감소(증가)	(9.8)	(23.1)	0.6	(3.6)	(3.2)
자본증가(감소)	(54.1)	(39.1)	10.0	10.0	10.0
기타	(0.7)	(81.5)	0.1	(0.4)	(0.4)
재무활동 현금흐름	50.7	32.5	13.6	14.9	14.8
금융부채증가(감소)	62.2	(49.3)	19.8	21.1	21.0
자본증가(감소)	0.1	111.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.6)	(29.2)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(9.0)	0.0	(6.2)	(6.2)	(6.2)
현금의 증감	27.5	(11.1)	37.5	82.5	86.9
Unlevered CFO	136.8	189.2	120.2	170.7	198.2
Free Cash Flow	(17.5)	59.3	22.7	77.6	80.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.1.17	BUY	100,000		
22.12.1	BUY	73,000	-4.22%	3.84%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.8.18	BUY	87,000	-36.96%	-25.29%
22.7.7	BUY	100,000	-32.44%	-28.00%
22.1.5	BUY	120,000	-36.64%	-25.00%
21.11.30	BUY	145,000	-34.36%	-27.24%
21.5.20	BUY	170,000	-25.86%	-17.65%
21.5.12	BUY	166,640	-26.64%	-26.19%
21.4.27	Neutral	144,095	-19.09%	-14.63%
21.3.17	BUY	147,036	-16.80%	-8.00%
21.2.24	BUY	127,431	-13.52%	-8.85%
20.5.15	BUY	117,628	-15.67%	5.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.56%	5.44%	0.00%	100%

* 기준일: 2023년 01월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 1월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2023년 1월 17일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.