



코스맥스 (192820)

대장은 대장이다

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(유지): 270,000원

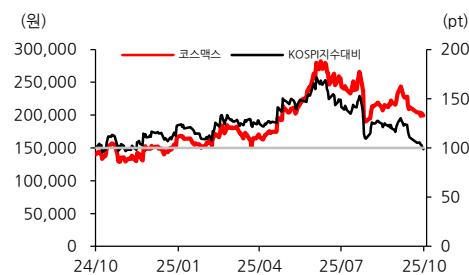
현재 주가(10/17)	199,400원
상승여력	▲35.4%
시가총액	22,631억원
발행주식수	11,350천주
52 주 최고가 / 최저가	282,000 / 128,700원
90 일 일평균 거래대금	255.61억원
외국인 지분율	33.0%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 11 인)	27.5%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
GIPrivateLimited (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.4	-22.3	17.0	46.1
상대수익률(KOSPI)	-20.2	-39.7	-34.8	2.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,777	2,166	2,426	2,716
영업이익	116	175	223	258
EBITDA	175	244	303	350
지배주주순이익	57	86	91	144
EPS	5,034	7,560	7,987	12,676
순차입금	442	615	652	618
PER	25.1	19.7	25.0	15.7
PBR	4.0	3.6	4.3	3.5
EV/EBITDA	10.7	9.4	9.6	8.2
배당수익률	0.4	1.5	1.2	1.4
ROE	12.1	20.5	18.2	24.7

주가 추이



기대치를 하회할 3분기

2025년 3분기 코스맥스의 연결 매출액은 5,841억원(+10.2% YoY, -6.3% QoQ), 영업이익은 550억원(+26.6% YoY, -9.6% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(572억원)을 소폭 하회할 전망이다. 1) **[한국]** 8월 대미 확정 관세 부과 영향으로 신규 수주가 일시적으로 위축된 가운데, 일부 상위 고객사의 발주 둔화가 더해지며 매출 성장률은 상반기 대비 둔화(1H25 +18.0% YoY vs 3Q25 +11.9% YoY)된 것으로 파악된다. 2) **[중국]** 전년 기저효과와 중국 브랜드사의 동남아 진출 확대에 합산 매출은 +24.0% YoY 증가한 것으로 추정된다. 반면 3) **[동남아]** 중국산 저가 제품 선호 현상이 나타나며 인도네시아 법인의 역성장 폭이 확대되어 동남아 합산 매출액은 -19.9% YoY 감소해 4년 만의 역성장이 예상된다.

미국 법인 흑자전환을 기다리며

2014~2024년 코스맥스 한국 법인의 연평균 매출 성장률은 18.5%, 2024년 영업이익률은 10.2%를 기록했다. 최근 3~4년간 핵심 고객사와의 동반 성장이 이어졌으나 상위 브랜드의 성장세 둔화와 신규 히어로 브랜드의 부재로 한국 법인의 영업이익률은 10~11% 수준으로 수렴할 것으로 보인다. 반면 연결 법인의 합산 수익성은 2020년을 저점으로 완전한 회복세를 보이고 있으며, 매출 비중 6~7%를 차지하는 미국 법인은 적자 기여 중이다. 다만 생산 시설 통합 이후 서부 지역 중심으로 신규 고객사의 유입이 확대되고 있어 미국 법인의 흑자 전환이 연결 수익성 개선의 트리거로 작용할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

4분기 매출은 6,296억원(+12.8% YoY)으로 사상 최대 분기 매출 실현 가능성이 높다. 시장 호황기 동안 꾸준히 초과 성장을 달성해온 ODM 대장으로서 기저 부담은 존재하나 비교불가한 고객 포트폴리오와 제품 다변화(기초→색조→헤어바디)를 기반으로 신규 브랜드 발굴 및 글로벌 상위 브랜드와의 협업 확대가 실적 성장을 견인할 것으로 판단된다. 대장은 여전히 대장이다. 주가 조정 시 매수 접근이 유효하다.

[표1] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	527	551	530	558	589	624	584	630	1,777	2,166	2,426	2,716
국내	315	348	348	346	363	421	389	392	1,058	1,358	1,564	1,757
해외	230	219	190	239	245	223	214	258	799	878	940	1,048
이스트	157	148	114	155	163	149	142	170	547	574	623	678
상해	108	98	72	95	109	109	91	106	400	372	414	450
광저우	47	50	40	49	48	41	48	53	141	185	191	199
동남아	34	36	43	44	54	44	35	43	111	157	176	209
인도네시아	24	25	32	31	30	21	20	27	86	113	97	107
태국	10	10	11	13	24	23	15	17	26	44	79	102
미국	39	36	33	40	29	30	37	45	140	147	141	160
연결조정	-18	-16	-21	-27	-19	-19	-19	-21	-79	-83	-78	-89
YoY	30.6%	15.1%	15.6%	27.8%	11.7%	13.1%	10.2%	12.8%	11.1%	21.9%	12.0%	11.9%
국내	29.6%	25.1%	20.8%	39.7%	15.0%	20.8%	11.9%	13.2%	23.8%	28.4%	15.2%	12.3%
해외	32.2%	0.0%	-0.1%	11.1%	6.6%	1.5%	12.5%	8.1%	-1.1%	10.0%	7.0%	11.5%
이스트	28.6%	-4.0%	-7.5%	5.1%	3.3%	0.7%	24.0%	9.5%	-1.7%	4.9%	8.4%	8.9%
상해	17.6%	-12.8%	-15.8%	-14.0%	1.3%	11.4%	25.8%	10.8%	-7.5%	-6.8%	11.1%	8.8%
광저우	57.6%	23.9%	7.6%	43.2%	3.6%	-17.0%	21.5%	9.0%	18.8%	31.4%	3.4%	4.2%
동남아	38.3%	29.8%	44.9%	48.8%	59.4%	23.1%	-19.9%	-1.3%	28.2%	40.7%	12.1%	19.2%
인도네시아	25.5%	22.8%	38.1%	39.8%	22.8%	-17.9%	-38.8%	-15.0%	27.2%	32.0%	-14.4%	10.4%
태국	86.3%	50.8%	68.9%	77.2%	152.1%	124.1%	35.0%	32.9%	31.5%	69.8%	81.0%	30.0%
미국	43.2%	-5.5%	-11.9%	5.3%	-26.0%	-16.7%	15.2%	13.0%	-14.7%	5.2%	-4.1%	13.6%
매출액 비중												
국내	59.9%	63.1%	65.6%	62.1%	61.6%	67.4%	66.6%	62.3%	59.5%	62.7%	64.5%	64.7%
해외	43.6%	39.8%	35.9%	42.8%	41.6%	35.7%	36.7%	41.0%	44.9%	40.5%	38.7%	38.6%
이스트	29.9%	26.8%	21.6%	27.8%	27.6%	23.8%	24.3%	27.0%	30.8%	26.5%	25.7%	25.0%
상해	20.4%	17.7%	13.6%	17.1%	18.5%	17.4%	15.5%	16.8%	22.5%	17.2%	17.1%	16.6%
광저우	8.9%	9.0%	7.5%	8.7%	8.2%	6.6%	8.3%	8.4%	7.9%	8.5%	7.9%	7.3%
동남아	6.4%	6.5%	8.2%	7.9%	9.1%	7.0%	6.0%	6.9%	6.3%	7.2%	7.2%	7.7%
인도네시아	4.6%	4.6%	6.1%	5.6%	5.0%	3.3%	3.4%	4.2%	4.8%	5.2%	4.0%	3.9%
태국	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	4.1%	3.7%	2.6%	2.7%	1.4%	2.0%	3.2%	3.8%
미국	7.4%	6.5%	6.1%	7.1%	4.9%	4.8%	6.4%	7.1%	7.9%	6.8%	5.8%	5.9%
영업이익	45	47	43	40	51	61	55	56	116	175	223	258
별도	30	35	39	35	34	50	45	40	87	139	169	193
국내외연결법인	15	12	4	5	17	11	10	16	29	37	55	65
YoY	229.1%	1.4%	30.4%	76.8%	13.0%	30.2%	26.6%	40.7%	117.9%	51.6%	27.2%	15.6%
별도	131.0%	13.5%	53.0%	97.8%	13.8%	44.6%	12.9%	15.5%	102.5%	59.9%	21.6%	14.3%
국내외연결법인	1863%	-22.0%	-47.5%	3.7%	11.3%	-10.6%	164.4%	208.6%	182.0%	26.8%	48.5%	19.7%
영업이익률	8.6%	8.5%	8.2%	7.1%	8.7%	9.8%	9.4%	8.9%	6.5%	8.1%	9.2%	9.5%
별도	9.5%	9.9%	11.3%	10.0%	9.4%	11.9%	11.4%	10.2%	8.2%	10.2%	10.8%	11.0%
국내외연결법인	7.3%	6.0%	2.2%	2.5%	7.6%	5.4%	5.3%	6.8%	4.0%	4.5%	6.3%	6.8%
영업이익 비중												
별도	66.2%	73.9%	90.9%	86.9%	66.7%	82.0%	81.0%	71.3%	75.0%	79.1%	75.6%	74.7%
국내외연결법인	33.8%	26.1%	9.1%	13.1%	33.3%	18.0%	19.0%	28.7%	25.0%	20.9%	24.4%	25.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,600	1,777	2,166	2,426	2,716
매출총이익	205	294	418	449	507
영업이익	53	116	175	223	258
EBITDA	112	175	244	303	350
순이자손익	-18	-26	-38	-40	-38
외화관련손익	-1	-1	16	-18	-7
지분법손익	0	-2	0	0	0
세전계속사업손익	6	84	138	136	207
당기순이익	-16	38	88	96	147
지배주주순이익	21	57	86	91	144
증가율(%)					
매출액	0.5	11.1	21.9	12.0	11.9
영업이익	-56.7	117.9	51.6	27.2	15.6
EBITDA	-35.8	56.5	39.4	24.2	15.3
순이익	적전	흑전	133.9	8.5	53.0
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	16.5	19.3	18.5	18.7
영업이익률	3.3	6.5	8.1	9.2	9.5
EBITDA 이익률	7.0	9.9	11.3	12.5	12.9
세전이익률	0.4	4.7	6.4	5.6	7.6
순이익률	-1.0	2.1	4.1	4.0	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	103	231	73	163	209
당기순이익	-16	38	88	96	147
자산상각비	59	59	69	80	92
운전자본증감	28	79	-127	-46	-30
매출채권 감소(증가)	40	8	-68	-109	-51
재고자산 감소(증가)	23	-15	-20	-9	-29
매입채무 증가(감소)	-11	60	-38	92	51
투자현금흐름	-31	-105	-160	-148	-149
유형자산처분(취득)	-83	-81	-161	-137	-135
무형자산 감소(증가)	0	-4	-4	-8	-8
투자자산 감소(증가)	78	-22	-2	-3	0
재무현금흐름	3	-39	68	6	-37
차입금의 증가(감소)	10	-39	73	31	-11
자본의 증가(감소)	-6	-115	-6	-26	-26
배당금의 지급	-6	0	-6	-26	-26
총현금흐름	134	199	274	277	239
(-)운전자본증감(감소)	-85	-133	90	51	30
(-)설비투자	84	86	165	142	135
(+)자산매각	2	1	0	-3	-8
Free Cash Flow	137	247	20	81	66
(-)기타투자	83	51	31	-5	5
잉여현금	53	196	-12	85	60
NOPLAT	-142	52	113	157	183
(+) Dep	59	59	69	80	92
(-)운전자본투자	-85	-133	90	51	30
(-)Capex	84	86	165	142	135
OpFCF	-81	158	-73	44	110

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	737	822	943	1,045	1,152
현금성자산	179	271	264	277	300
매출채권	318	283	357	445	497
재고자산	202	218	257	252	281
비유동자산	659	735	991	1,048	1,106
투자자산	119	134	150	144	150
유형자산	491	547	778	841	891
무형자산	50	54	63	63	65
자산총계	1,396	1,557	1,934	2,094	2,257
유동부채	812	989	1,114	1,200	1,244
매입채무	257	365	368	446	497
유동성이자부채	517	569	656	703	693
비유동부채	140	209	311	317	319
비유동이자부채	91	143	223	226	225
부채총계	952	1,199	1,425	1,517	1,563
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	28	12	12
이익잉여금	268	313	384	450	567
자본조정	21	15	56	56	56
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	444	359	509	576	694

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,837	5,034	7,560	7,987	12,676
BPS	51,203	31,941	41,711	46,090	56,463
DPS	0	500	2,300	2,300	2,800
CFPS	11,791	17,550	24,144	24,376	21,040
ROA(%)	1.5	3.9	4.9	4.5	6.6
ROE(%)	3.6	12.1	20.5	18.2	24.7
ROIC(%)	-16.5	6.6	12.1	13.5	14.6
Multiples(x, %)					
PER	40.3	25.1	19.7	25.0	15.7
PBR	1.4	4.0	3.6	4.3	3.5
PSR	0.5	0.8	0.8	0.9	0.8
PCR	6.3	7.2	6.2	8.2	9.5
EV/EBITDA	11.3	10.7	9.4	9.6	8.2
배당수익률	n/a	0.4	1.5	1.2	1.4
안정성(%)					
부채비율	214.3	334.3	280.0	263.4	225.3
Net debt/Equity	96.6	123.2	120.9	113.2	89.1
Net debt/EBITDA	383.3	252.3	251.8	215.2	176.8
유동비율	90.8	83.0	84.6	87.1	92.6
이자보상배율(배)	2.5	3.6	3.9	4.7	5.5
자산구조(%)					
투하자본	73.5	65.1	72.9	74.3	74.3
현금+투자자산	26.5	34.9	27.1	25.7	25.7
자본구조(%)					
차입금	57.8	66.5	63.3	61.7	57.0
자기자본	42.2	33.5	36.7	38.3	43.0

[Compliance Notice]

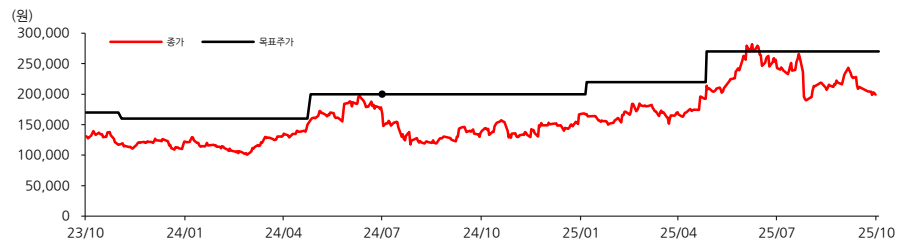
(공표일: 2025년 10월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2023.10.31	2023.11.20	2024.01.22	2024.03.08	2024.03.29	2024.04.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	170,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.05.13	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	200,000	200,000	200,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2025.05.14	2025.05.30	2025.08.12	2025.10.20		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	270,000	270,000	270,000	270,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.11.20	Buy	160,000	-25.24	-6.31
2024.05.13	Buy	200,000	-25.32	-1.10
2025.01.23	Buy	220,000	-23.14	-10.86
2025.05.14	Buy	270,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%