한화투자증권

2025년 11월 11일
기업분석

코스맥스 (192820)

우려스러운 마진 하락

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 220,000원

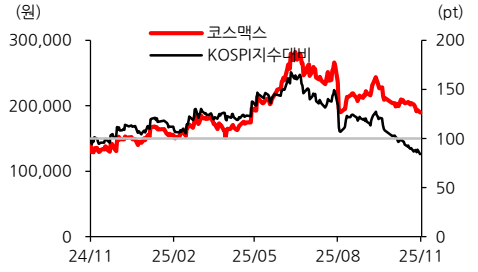
현재 주가(11/10)	189,500원
상승여력	▲16.1%
시가총액	21,507억원
발행주식수	11,350천주
52 주 최고가 / 최저가	282,000 / 128,700원
90 일 일평균 거래대금	240.21억원
외국인 지분율	32.9%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 11 인)	27.5%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
GICPrivateLimited (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.3	-27.3	-3.1	23.0
상대수익률(KOSPI)	-20.1	-54.1	-61.1	-36.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,166	2,431	2,705	2,970
영업이익	175	201	226	257
EBITDA	244	281	318	353
지배주주순이익	86	60	112	136
EPS	7,560	5,304	9,861	11,960
순차입금	615	684	682	653
PER	19.7	35.7	19.2	15.8
PBR	3.6	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	9.4	10.1	8.9	7.9
배당수익률	1.5	1.2	1.3	1.5
ROE	20.5	12.5	20.9	21.5

주가 추이



기대치를 하회한 3분기

2025년 3분기 코스맥스의 연결 매출액은 5,856억원(+10.5% YoY, -6.1% QoQ), 영업이익은 427억원(-1.6% YoY, -29.7% QoQ)으로 낮아진 컨센서스 영업이익(567억원)을 큰 폭으로 하회했다.

고객사들의 계절성 및 관세 리스크 대두로 한국 법인 매출액은 기존 가이던스 보다 낮은 수치인 +10.3% YoY 성장에 그쳤고, 중국산 저가 제품 공세에 따른 경쟁 심화로 인니 법인 매출액은 -33.4% YoY, 선케어 수주 감소로 태국 법인 매출액은 상반기 대비 낮은 성장률인 +36.1% YoY 성장에 그쳤다. 그럼에도 오프라인 주력 브랜드사로의 고객 다변화 및 동남아 수출 물량 확대로 중국 법인 매출액은 +22.3% YoY, 신규 고객사 매출 기여로 미국 매출액은 +13.6% YoY 성장해 연결 매출은 컨센서스에 부합하였다. 반면 이익단에서는 한국 법인 영업이익률이 -2.3%p YoY로 수익성이 큰 폭으로 하락했다.

우려스러운 마진 하락

3분기 한국 법인 수익성 하락의 원인은 주력 카테고리 물량 감소에 따른 부정적 레버리지 효과 그리고 신규 고객사 대거 유인에 따른 믹스 변동 때문으로 해석된다. 종전 발간 자료에서 '상위 브랜드의 성장세 둔화와 신규 히어로 브랜드 부재로 한국 법인의 영업이익률이 10~11% 수준으로 수렴할 것으로 예상'하였으나, 썬/에센스/기초 등 일부 기초 카테고리 외 제품군 매출이 성장 둔화를 넘어 역성장했다. 생산량 감소에 따른 역레버리지가 이번 3분기 어닝 쇼크의 주 원인 중 하나였다. 또한 신규 인디 브랜드사와의 협업 확대로 과거 1,700여개였던 코스맥스의 주요 고객사 수는 현재 2,200여개까지 확대되며 운영 및 제조 효율성이 떨어진 것으로 파악된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 220,000원으로 하향 조정(-19%)

연결 실적 개선을 책임지던 한국 법인의 수익성 악화가 우려스럽다. 이익 추정치의 하향으로 목표주가를 하향한다. 고객 및 제품 믹스 개선에 대한 확인 후 대응이 필요해보인다.

[표1] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	589	624	586	634	643	700	656	706	1,777	2,166	2,431	2,705
국내	363	421	384	392	399	463	435	439	1,058	1,358	1,559	1,736
해외	245	223	214	258	258	254	237	284	799	878	939	1,033
이스트	163	149	140	170	172	171	150	180	547	574	621	673
상해	109	109	91	106	114	118	96	111	400	372	414	440
광저우	48	41	46	53	52	47	48	57	141	185	188	204
동남아	54	44	37	43	53	49	46	55	111	157	178	203
인도네시아	30	21	22	27	26	24	26	32	86	113	99	109
태국	24	23	15	17	26	25	20	22	26	44	79	94
미국	29	30	37	45	33	34	41	50	140	147	141	157
연결조정	-19	-19	-11	-17	-15	-17	-16	-17	-79	-83	-67	-65
YoY	*11.7%*	*13.1%*	*10.5%*	*13.5%*	*9.2%*	*12.2%*	*12.1%*	*11.4%*	*11.1%*	*21.9%*	*12.2%*	*11.2%*
국내	*15.0%*	*20.8%*	*10.3%*	*13.2%*	*10.1%*	*10.1%*	*13.5%*	*11.9%*	*23.8%*	*28.4%*	*14.8%*	*11.4%*
해외	*6.6%*	*1.5%*	*12.2%*	*8.1%*	*5.4%*	*14.1%*	*10.8%*	*10.1%*	*-1.1%*	*10.0%*	*6.9%*	*10.0%*
이스트	*3.3%*	*0.7%*	*22.3%*	*9.5%*	*6.0%*	*14.7%*	*7.1%*	*6.0%*	*-1.7%*	*4.9%*	*8.1%*	*8.3%*
상해	*1.3%*	*11.4%*	*26.3%*	*10.8%*	*5.0%*	*9.1%*	*5.1%*	*5.5%*	*-7.5%*	*-6.8%*	*11.2%*	*6.2%*
광저우	*3.6%*	*-17.0%*	*14.6%*	*9.0%*	*7.3%*	*13.6%*	*6.3%*	*7.2%*	*18.8%*	*31.4%*	*1.9%*	*8.4%*
동남아	*59.4%*	*23.1%*	*-15.5%*	*-1.3%*	*-1.3%*	*12.3%*	*25.1%*	*25.9%*	*28.2%*	*40.7%*	*13.3%*	*14.2%*
인도네시아	*22.8%*	*-17.9%*	*-33.5%*	*-15.0%*	*-10.6%*	*14.9%*	*20.1%*	*21.3%*	*27.2%*	*32.0%*	*-12.9%*	*10.1%*
태국	*152%*	*124%*	*36.4%*	*32.9%*	*10.1%*	*9.9%*	*32.1%*	*33.3%*	*31.5%*	*69.8%*	*81.4%*	*19.2%*
미국	*-26.0%*	*-16.7%*	*13.5%*	*13.0%*	*14.4%*	*13.3%*	*10.8%*	*10.4%*	*-14.7%*	*5.2%*	*-4.4%*	*11.9%*
매출액 비중												
국내	*61.6%*	*67.4%*	*65.5%*	*61.9%*	*62.1%*	*66.2%*	*66.3%*	*62.1%*	*59.5%*	*62.7%*	*64.1%*	*64.2%*
해외	*41.6%*	*35.7%*	*36.5%*	*40.7%*	*40.2%*	*36.3%*	*36.1%*	*40.3%*	*44.9%*	*40.5%*	*38.6%*	*38.2%*
이스트	*27.6%*	*23.8%*	*23.9%*	*26.8%*	*26.8%*	*24.4%*	*22.8%*	*25.5%*	*30.8%*	*26.5%*	*25.5%*	*24.9%*
상해	*18.5%*	*17.4%*	*15.5%*	*16.7%*	*17.8%*	*16.9%*	*14.6%*	*15.8%*	*22.5%*	*17.2%*	*17.0%*	*16.3%*
광저우	*8.2%*	*6.6%*	*7.8%*	*8.4%*	*8.1%*	*6.7%*	*7.4%*	*8.1%*	*7.9%*	*8.5%*	*7.7%*	*7.5%*
동남아	*9.1%*	*7.0%*	*6.3%*	*6.9%*	*8.2%*	*7.0%*	*7.0%*	*7.8%*	*6.3%*	*7.2%*	*7.3%*	*7.5%*
인도네시아	*5.0%*	*3.3%*	*3.7%*	*4.2%*	*4.1%*	*3.4%*	*3.9%*	*4.6%*	*4.8%*	*5.2%*	*4.1%*	*4.0%*
태국	*4.1%*	*3.7%*	*2.6%*	*2.6%*	*4.1%*	*3.6%*	*3.1%*	*3.2%*	*1.4%*	*2.0%*	*3.2%*	*3.5%*
미국	*4.9%*	*4.8%*	*6.3%*	*7.1%*	*5.1%*	*4.9%*	*6.2%*	*7.0%*	*7.9%*	*6.8%*	*5.8%*	*5.8%*
영업이익	51	61	43	46	52	70	51	53	116	175	201	226
별도	34	50	34	39	39	51	40	44	87	139	157	174
국내외연결법인	17	11	8	8	13	19	11	10	29	37	44	52
YoY	*13.0%*	*30.2%*	*-1.6%*	*16.6%*	*1.8%*	*14.4%*	*19.0%*	*15.1%*	*118%*	*51.6%*	*14.8%*	*12.3%*
별도	*13.8%*	*44.6%*	*-13.1%*	*12.1%*	*13.6%*	*1.8%*	*17.3%*	*13.0%*	*103%*	*59.9%*	*13.4%*	*10.5%*
국내외연결법인	*11.3%*	*-10.6%*	*114%*	*46.3%*	*-21.8%*	*72.2%*	*25.7%*	*25.6%*	*18%*	*26.8%*	*20.0%*	*18.8%*
영업이익률	*8.7%*	*9.8%*	*7.3%*	*7.3%*	*8.1%*	*9.9%*	*7.7%*	*7.6%*	*6.5%*	*8.1%*	*8.3%*	*8.4%*
별도	*9.4%*	*11.9%*	*8.9%*	*9.9%*	*9.7%*	*11.0%*	*9.2%*	*10.0%*	*8.2%*	*10.2%*	*10.1%*	*10.0%*
국내외연결법인	*7.6%*	*5.4%*	*4.2%*	*3.2%*	*5.5%*	*7.9%*	*4.8%*	*3.6%*	*4.0%*	*4.5%*	*5.0%*	*5.4%*
영업이익 비중												
별도	*66.7%*	*82.0%*	*80.3%*	*83.6%*	*74.4%*	*73.0%*	*79.2%*	*82.1%*	*75.0%*	*79.1%*	*78.1%*	*76.9%*
국내외연결법인	*33.3%*	*18.0%*	*19.7%*	*16.4%*	*25.6%*	*27.0%*	*20.8%*	*17.9%*	*25.0%*	*20.9%*	*21.9%*	*23.1%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,777	2,166	2,431	2,705	2,970
매출총이익	294	418	450	505	560
영업이익	116	175	201	226	257
EBITDA	175	244	281	318	353
순이자손익	-26	-38	-40	-38	-38
외화관련손익	-1	16	-18	-7	-7
지분법손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업손익	84	138	126	181	219
당기순이익	38	88	69	128	155
지배주주순이익	57	86	60	112	136
증가율(%)					
매출액	11.1	21.9	12.2	11.2	9.8
영업이익	117.9	51.6	14.8	12.3	13.5
EBITDA	56.5	39.4	15.2	12.9	11.1
순이익	흑전	133.9	-21.7	85.5	21.1
이익률(%)					
매출총이익률	16.5	19.3	18.5	18.7	18.8
영업이익률	6.5	8.1	8.3	8.4	8.6
EBITDA 이익률	9.9	11.3	11.6	11.7	11.9
세전이익률	4.7	6.4	5.2	6.7	7.4
순이익률	2.1	4.1	2.8	4.7	5.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	822	943	1,017	1,092	1,216
현금성자산	271	264	245	236	276
매출채권	283	357	448	499	551
재고자산	218	257	253	282	311
비유동자산	735	991	1,048	1,106	1,157
투자자산	134	150	144	150	155
유형자산	547	778	841	891	934
무형자산	54	63	63	65	68
자산총계	1,557	1,934	2,066	2,197	2,373
유동부채	989	1,114	1,203	1,247	1,287
매입채무	365	368	449	500	552
유동성이자부채	569	656	703	693	680
비유동부채	209	311	317	319	347
비유동이자부채	143	223	226	225	249
부채총계	1,199	1,425	1,520	1,566	1,634
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	12	12	12
이익잉여금	313	384	419	505	612
자본조정	15	56	56	56	56
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	359	509	546	631	739

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	231	73	131	177	205
당기순이익	38	88	69	128	155
자산상각비	59	69	80	92	96
운전자본증감	79	-127	-47	-30	-30
매출채권 감소(증가)	8	-68	-112	-51	-52
재고자산 감소(증가)	-15	-20	-10	-29	-29
매입채무 증가(감소)	60	-38	95	51	52
투자현금흐름	-105	-160	-148	-149	-148
유형자산처분(취득)	-81	-161	-137	-135	-134
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-22	-2	-3	0	0
재무현금흐름	-39	68	6	-37	-18
차입금의 증가(감소)	-39	73	31	-11	10
자본의 증가(감소)	-115	-6	-26	-26	-28
배당금의 지급	0	-6	-26	-26	-28
총현금흐름	199	274	246	207	235
(-)운전자본증가(감소)	-133	90	52	30	30
(-)설비투자	86	165	142	135	134
(+)자산매각	1	0	-3	-8	-8
Free Cash Flow	247	20	49	34	63
(-)기타투자	51	31	-5	5	6
잉여현금	196	-12	53	29	58
NOPLAT	52	113	110	161	182
(+) Dep	59	69	80	92	96
(-)운전자본투자	-133	90	52	30	30
(-)Capex	86	165	142	135	134
OpFCF	158	-73	-5	87	114

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	5,034	7,560	5,304	9,861	11,960
BPS	31,941	41,711	43,408	50,967	60,424
DPS	500	2,300	2,300	2,500	2,900
CFPS	17,550	24,144	21,695	18,226	20,748
ROA(%)	3.9	4.9	3.0	5.2	5.9
ROE(%)	12.1	20.5	12.5	20.9	21.5
ROIC(%)	6.6	12.1	9.4	12.7	13.6
Multiples(x,%)					
PER	25.1	19.7	35.7	19.2	15.8
PBR	4.0	3.6	4.4	3.7	3.1
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
PCR	7.2	6.2	8.7	10.4	9.1
EV/EBITDA	10.7	9.4	10.1	8.9	7.9
배당수익률	0.4	1.5	1.2	1.3	1.5
안정성(%)					
부채비율	334.3	280.0	278.6	248.0	221.2
Net debt/Equity	123.2	120.9	125.4	108.0	88.3
Net debt/EBITDA	252.3	251.8	243.3	214.7	185.0
유동비율	83.0	84.6	84.6	87.6	94.4
이자보상배율(배)	3.6	3.9	4.3	4.8	5.5
자산구조(%)					
투하자본	65.1	72.9	75.8	77.1	76.2
현금+투자자산	34.9	27.1	24.2	22.9	23.8
자본구조(%)					
차입금	66.5	63.3	63.0	59.2	55.7
자기자본	33.5	36.7	37.0	40.8	44.3

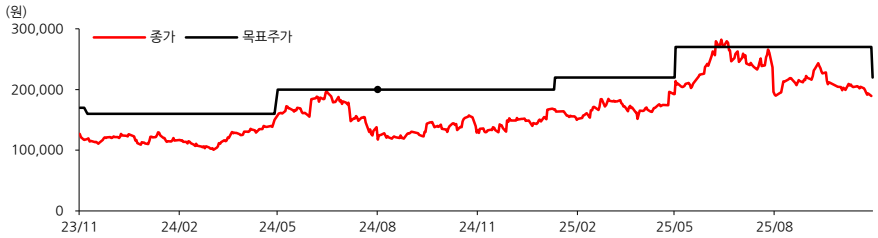
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 11 일)

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

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.11.20	2024.01.22	2024.03.08	2024.03.29	2024.04.24	2024.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	200,000
일 시	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21	2025.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	220,000	220,000	220,000	270,000
일 시	2025.05.30	2025.08.12	2025.10.20	2025.11.11		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	270,000	270,000	270,000	220,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	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	-15.96	4.44
2025.11.11	Buy	220,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 09 월 30 일)

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