

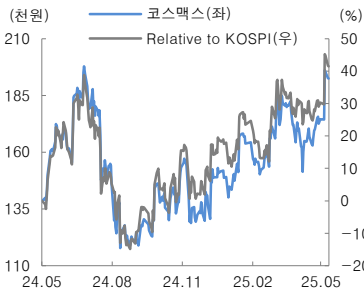
코스맥스 (192820)

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 230,000
상향
현재주가 192,500
(25.05.13)
화장품업종

KOSPI	2608.42
시가총액	2,185십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	197,800원 / 117,700원
120일 평균거래대금	149억원
외국인지분율	35.19%
주요주주	코스맥스비티아이 외 10 인 27.51% 국민연금공단 13.39%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.7	26.8	44.7	22.1
상대수익률	8.8	25.6	34.1	27.6



회복하는 중국

- 1Q25 영업이익 513억원(YoY +13%, OPM 8.7%)로 컨센서스 상회
- 건조한 국내 + 고성장 동남아 + 회복하는 중국 실적에 기인
- 국내 CAPA 증설과 중국 회복으로 실적추정치 상향하며 목표주가 상향

투자의견 BUY 유지하며 목표주가 230,000원(+10%) 상향

국내와 동남아 법인이 전사 성장 동력으로 자리잡으며 건조한 실적 지속. 국내는 CAPA 증설(24년말 연간 CAPA 7.8억개 → 1Q25 9.7억개)과 다변화된 고객 포트폴리오 기반으로 안정적인 실적을 전망되고 동남아는 기초 카테고리 중심 고성장하며 이익 기여도 확대 예상. 중국도 지난해 하반기를 저점으로 1Q 회복세가 확인되어 중국법인 실적추정치를 상향 조정하며 목표주가 상향. 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담 존재하나 하반기 중국 실적 개선 속도와 미국 신규 고객사 유입 속도에 따라 추정치 상향 가능성 존재. 조정 시 매수 추천하며 ODM사 최선호주 유지

1Q25 Review: 회복하는 중국

1Q25 매출액 5,886억원(YoY +12%), 영업이익 513억원(YoY +13%, OPM 8.7%)로 컨센서스를 상회하는 호실적 기록. 순이익은 중국법인 RCPS → CB 전환 과정에서 일회성 비용 176억원 반영되며 81억원(YoY -28%) 기록

[국내] 매출액 3,628억원(YoY 15%)로 분기 최대 매출 기록. 인디브랜드 중심 수주 강세로 견고한 성장 지속. 다만 당 분기 판관비는 효율적으로 관리되었으나 제품 믹스 변화로 원가가 상승하며 수익성은 전년수준 유지. 영업이익 343억원(YoY 14%, OPM 9.4%) 기록. TOP10 고객사 순위 변동이 활발하게 나타나며 스킨·기초 카테고리가 고르게 성장. 탄탄한 고객 포트폴리오를 기반으로 안정적인 수주 지속. 연말까지 계획된 생산 CAPA의 30% 증설이 1분기 중 대부분 완료되어, 연중 건조한 실적 흐름이 이어질 전망.

[해외법인] 중국 화장품 소비 회복 지연에도 공동영업, 로코 프로젝트 등 신규 고객사 확보 노력이 지속됨에 따라 매출액 YoY 3% 증가. 특히 상해는 기저부담에도 신규 고객 유입 및 국내 생산 물량 일부 이관 효과로 매출액 YoY 1%, QoQ 14% 증가. 광저우 별도법인은 YoY 역성장하며 부진한 흐름 이어갔으나 잇센JV 매출액 YoY 20% 이상 증가하며 광저우 연결 매출 YoY 4% 증가. 동남아 법인 매출액 YoY 60% 증가. 특히 기초·선크어 중심의 태국 고객사 물량이 폭발적으로 증가하며 태국 매출액 YoY 152% 급증. 매출 호조에 따라 동남아 법인은 두 자릿수 수익성을 유지하며 이익 기여도 지속적으로 확대. 미국은 신규 고객사 유입이 지연되고 주요 고객사 수주 감소가 지속되며 매출액 YoY -26% 역성장하며 YoY 영업적자 확대

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25			당사 추정	2Q25	
					YoY	QoQ	Consensus		YoY	QoQ
매출액	527	558	575	589	11.7	5.5	575	630	14.3	7.1
영업이익	45	40	47	51	13.0	29.0	47	62	33.0	20.9
순이익	19	7	28	8	-57.9	11.0	26	34	-0.1	314.9

자료: 코스맥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,483	2,666	2,823
영업이익	116	175	238	273	298
세전순이익	84	138	201	248	280
총당기순이익	38	88	131	161	182
지배지분순이익	57	86	128	158	178
EPS	5,036	7,562	11,274	13,899	15,724
PER	25.1	19.7	17.1	13.9	12.2
BPS	31,941	41,711	63,507	121,276	300,925
PBR	4.0	3.6	3.0	1.6	0.6
ROE	12.1	20.5	21.4	15.0	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

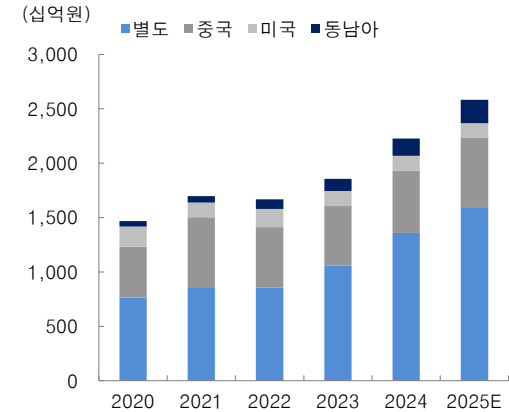
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,421	2,618	2,483	2,666	2.5	1.8
영업이익	217	251	238	273	10.0	8.7
영업이익률	9.0	9.6	9.6	10.3	0.6	0.6
지배지분순이익	131	158	128	158	-2.0	-0.4
순이익률	5.5	6.1	5.3	6.0	-0.2	-0.1
EPS(지배지분순이익)	11,506	13,955	11,274	13,899	-2.0	-0.4

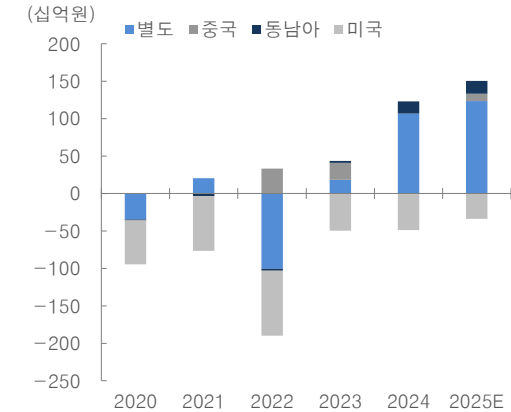
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 1. 법인별 매출액 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 2. 법인별 영업이익 추이 및 전망



주: 대신증권 추정치
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

표 1. 코스맥스 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	527	552	530	558	589	630	643	621	1,777	2,166	2,483
별도법인	315	348	348	346	363	411	417	398	1,058	1,358	1,589
해외	230	219	190	229	245	244	249	255	798	868	992
중국	157	148	114	155	163	161	159	161	547	574	643
상해	108	98	72	95	109	109	108	105	400	372	431
광저우	47	50	40	49	49	49	49	54	141	185	200
인도네시아	24	25	32	31	30	33	37	36	85	113	136
태국	9	10	11	13	24	19	17	19	26	43	78
미국	39	36	33	30	29	32	36	39	140	137	136
YoY	30.6	15.1	15.6	27.8	11.7	14.3	21.4	11.2	11.1	21.9	14.6%
별도법인	29.6	25.1	20.8	39.7	15.0	18.0	20.0	15.0	23.8	28.4	17.1%
해외	32.2	0.0	-0.1	6.6	6.7	11.3	30.7	11.3	-1.9	8.8	14.3%
중국	28.6	-4.0	-7.5	5.1	3.4	8.8	38.8	3.6	-1.7	4.9	11.9%
상해	17.5	-12.8	-15.8	-14.0	1.3	12.0	50.0	10.0	18.0	-6.8	15.8%
광저우	57.7	23.7	7.6	43.2	3.6	-0.1	22.9	10.3	55.0	31.4	8.5%
인도네시아	25.3	23.1	38.8	41.1	23.8	30.8	15.0	15.0	27.3	32.6	20.4%
태국	85.8	51.8	69.1	77.6	152.2	80.0	50.0	50.0	31.4	70.2	79.4%
미국	43.2	-5.6	-11.8	-21.3	-26.0	-11.8	11.4	30.9	-17.6	-2.0	-1.0%
영업이익	45	47	43	40	51	62	67	58	116	175	238
별도법인	30	35	40	35	34	43	46	36	87	139	159
연결법인	15	12	4	5	17	19	21	22	29	37	80
YoY	12	7	-3	6	12.9	33.0	53.8	46.1	42	22	35.9%
별도법인	3	4	6	6	14.0	24.5	15.7	3.1	10	19	14.4%
연결법인	229.1	1.4	30.3	76.7	10.7	57.1	439.7	332.2	119.4	51.6	117%
영업이익률	130.9	13.5	52.9	97.6	8.7	9.9	10.4	9.4	102.5	59.8	9.6%
별도법인	1874.7	-22.1	-47.7	3.7	9.5	10.5	11.0	9.0	193	27	10.0%
연결법인	8.6	8.5	8.2	7.1	7.5	8.7	9.3	10.1	6.5	8.1	8.9%

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,483	2,666	2,823
매출원가	1,484	1,748	2,029	2,168	2,288
매출총이익	294	418	453	498	535
판매비와관리비	178	243	215	224	238
영업이익	116	175	238	273	298
영업이익률	6.5	8.1	9.6	10.3	10.5
EBITDA	175	244	309	350	380
영업외손익	-31	-38	-38	-26	-18
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	21	47	22	22	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-44	-68	-42	-35	-28
외환관련손실	10	9	5	5	5
기타	-6	-17	-17	-12	-8
법인세비용차감전순손익	84	138	201	248	280
법인세비용	-46	-49	-70	-87	-98
계속사업순손익	38	88	131	161	182
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	131	161	182
당기순이익률	2.1	4.1	5.3	6.0	6.4
비지배지분순이익	-19	3	3	3	4
지배지분순이익	57	86	128	158	178
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	3	3	3	3
포괄순이익	29	120	162	193	214
비지배지분포괄이익	-22	4	3	4	4
지배지분포괄이익	51	117	159	189	210

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,036	7,562	11,274	13,899	15,724
PER	25.1	19.7	17.1	13.9	12.2
BPS	31,941	41,711	63,507	121,276	300,925
PBR	40	36	30	1.6	0.6
EBITDAPS	15,430	21,517	27,221	30,835	33,490
EV/EBITDA	10.5	9.5	8.7	6.0	0.4
SPS	156,614	190,853	218,760	234,861	248,772
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
CFPS	17,550	24,144	29,236	33,325	36,361
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.1	21.9	146	7.4	5.9
영업이익 증가율	117.9	51.6	35.9	146	9.0
순이익 증가율	흑전	133.9	47.6	23.3	13.1
수익성					
ROIC	6.2	11.4	12.8	13.6	14.1
ROA	7.8	10.0	11.3	10.2	7.1
ROE	12.1	20.5	21.4	15.0	7.4
안정성					
부채비율	334.3	280.0	195.7	107.0	45.1
순차입금비율	115.8	114.6	56.1	-11.9	-62.4
이자보상배율	3.6	3.9	6.8	9.7	14.1

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	822	943	1,208	1,902	4,092
현금및현금성자산	257	256	427	1,061	3,206
매출채권 및 기타채권	283	357	408	439	464
재고자산	218	257	295	316	335
기타유동자산	64	72	78	86	86
비유동자산	735	991	1,082	1,160	1,236
유형자산	547	778	863	930	991
관계기업투자금	36	1	1	1	1
기타비유동자산	152	212	219	229	243
자산총계	1,557	1,934	2,291	3,062	5,328
유동부채	989	1,114	1,205	1,272	1,347
매입채무 및 기타채무	365	368	402	421	438
차입금	403	464	464	464	464
유동성채무	35	45	59	76	99
기타유동부채	187	237	281	311	345
비유동부채	209	311	310	310	310
차입금	106	188	187	187	187
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	103	123	123	123	123
부채총계	1,199	1,425	1,516	1,582	1,657
자배지분	363	473	721	1,376	3,415
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	313	384	485	617	769
기타지분변동	15	56	201	725	2,612
비자배지분	-4	35	54	103	255
자본총계	359	509	775	1,479	3,671
순차입금	415	583	435	-176	-2,292

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	73	178	238	272
당기순이익	38	88	131	161	182
비현금항목의 가감	161	186	201	217	231
감가상각비	59	69	71	77	82
외환손익	2	-13	-6	-6	-3
지분법평가손익	2	0	0	0	0
기타	98	130	136	146	151
자산부채의 증감	79	-127	-56	-32	-28
기타현금흐름	-47	-74	-98	-108	-113
투자활동 현금흐름	-105	-160	-161	-153	-157
투자자산	-34	-1	-11	-14	-18
유형자산	-81	-161	-151	-141	-141
기타	10	2	2	2	2
재무활동 현금흐름	-39	68	-30	-26	-20
단기차입금	-34	36	0	0	0
사채	28	18	0	0	0
장기차입금	39	74	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-6	-26	-26	-26
기타	-72	-55	-3	1	6
현금의 증감	88	-1	171	633	2,145
기초 현금	169	257	256	427	1,061
기말 현금	257	256	427	1,061	3,206
NOPLAT	52	113	155	178	194
FCF	21	13	71	109	131

[Compliance Notice]

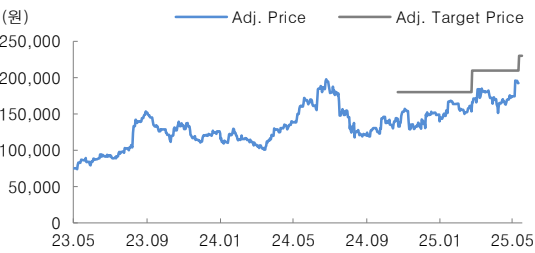
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

코스맥스(192820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.14	25.04.07	25.02.25	25.01.16	24.11.29	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	210,000	210,000	180,000	180,000	180,000
과리율(평균%)		(17.31)	(16.67)	(17.62)	(20.22)	(22.08)
과리율(최대/최소%)		(6.62)	(11.95)	(6.56)	(12.67)	(12.67)
제시일자	24.11.12	24.10.24				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	180,000	180,000				
과리율(평균%)	(19.97)	(17.66)				
과리율(최대/최소%)	(12.67)	(12.67)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250511)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상