

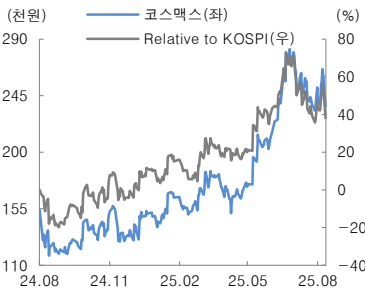
코스맥스 (192820)

정한솔
hansol.jung@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **300,000** 유지
현재주가 **236,500**
(25.08.11)
화장품업종

KOSPI	3206.77
시가총액	2,684십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	282,000원 / 117,700원
120일 평균거래대금	210억원
외국인지분율	37.01%
주요주주	코스맥스비티아이 외 10 인 27.51% 국민연금공단 13.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	21.0	54.0	79.3
상대수익률	-4.6	-2.8	21.9	44.7



열일하는 별도법인

- 2Q25 영업이익 608억원으로 당사 추정치 부합했으나 컨센서스 하회
- 건조한 국내 실적. 그러나 아쉬운 광저우·인도네시아 부진
- 로코 프로젝트와 법인 간 공동 영업으로 해외 매출 회복 여력 존재

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지

별도법인의 고마진 기초제품 확대와 인디브랜드 수출 호조를 기반으로 2Q25 분기 최초로 매출 6,000억원과 영업이익 600억원을 동시에 돌파하며 성장 지속. 국내는 고객·제품 포트폴리오 다변화를 통해 건조한 실적이 지속될 전망. 해외는 광저우 부진과 인도네시아 성장 둔화로 이익 추정치를 하향 조정했으나 목표주가 산정 시점 차이로 기존 목표주가 유지. 단기적으로 해외 부진이 우려될 상황이나 '로코 프로젝트'를 통한 저가 시장 공략과 법인 간 공동 영업 확대 전략으로 매출 회복 가능할 전망. 특히 상해와 태국 법인의 성과를 통해 해당 전략의 효과가 이미 확인된 만큼 해외 매출 반등 가능성은 여전히 유효. 또한 부진했던 미국 법인도 하반기 신규 고객 유입과 현지 특화 제품군 확대를 통해 매출 회복세가 예상되고 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담도 완화된 여전히 투자매력도 높다는 판단. ODM사 최선호주 유지

2Q25 Review: 열일하는 별도법인

2Q25 매출액 6,236억원(YoY 13%), 영업이익 608억원(YoY 30%, OPM 9.7%)로 컨센서스를 하회하였으나 당사 추정치에 부합

[국내] 인디브랜드의 건조한 성장을 기반으로 매출액 4,205억원(YoY 21%), 영업이익 499억원(YoY 45%, OPM 11.9%)을 기록. K뷰티 트렌드를 이끌고 있는 에센스·크림·선크어 중심의 성장세가 두드러지며 기초 비중이 57%까지 확대됐고, 특히 선크어 매출이 전년 대비 50% 이상 증가해 400억 원 수준으로 추정. 제품 믹스 개선과 일회성 대손상각비 환입(40억 원)으로 영업이익률 YoY 2.0%p 개선. 일회성 요인 제거 시 영업이익률 10.9% 추정

[해외법인] 중국은 상해 매출이 1,086억원(YoY 11%)으로 회복세를 보였으나 광저우가 411억원(YoY -17%)으로 부진해 중국 매출은 1,486억원(YoY 1%) 기록. 해는 기존 고객사 반등, 대형 신규 고객 수주, 공동 영업 효과로 성장했으나, 광저우는 높은 기저와 신규 고객 유입 지연이 부담으로 작용. 동남아는 지역별로 상이한 흐름. 인도네시아는 공동 영업으로 일부 매출이 태국으로 이관되며 매출액 209억원(YoY -18%) 기록. 인도네시아 마크로 불확실성과 저가 브랜드의 가격 경쟁 심화 영향까지 더해지며 부진. 지방 도시 신규 고객 확보와 '로코 프로젝트'로 가격 경쟁력 강화를 추진 중, 반면 태국은 선크림 대량 수주와 기존 고객사 고성장으로 231억원(YoY 124%)을 기록. 미국은 여전히 핵심 고객사 수주 감소와 신규 고객사 유입 지연으로 매출 YoY -17% 역성장

(단위: 십억원 %)

구분	2024	1Q25	직전추정		2Q25		3Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	551	589	643	624	13.1	6.0	648	633	19.4	1.4
영업이익	47	51	61	61	30.4	18.6	64	60	37.6	-1.9
순이익	34	8	28	21	-37.9	157.0	38	28	35.1	36.1

자료: 코스맥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,451	2,628	2,788
영업이익	116	175	224	262	287
세전순이익	84	138	185	229	262
총당기순이익	38	88	120	149	170
지배지분순이익	57	86	116	144	165
EPS	5,036	7,562	10,265	12,718	14,569
PER	25.1	19.7	25.4	20.5	17.9
BPS	31,941	41,711	47,471	57,885	70,150
PBR	4.0	3.6	5.0	4.1	3.4
ROE	12.1	20.5	23.0	24.1	22.7

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

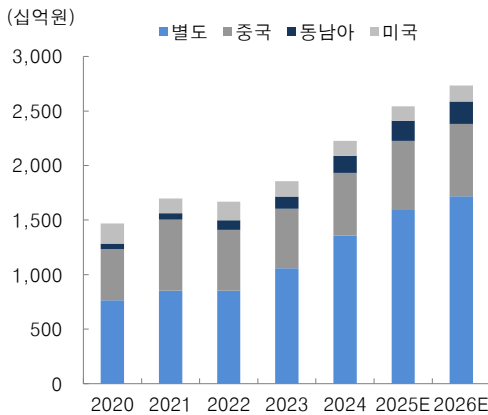
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,509	2,695	2,451	2,628	-2.3	-2.5
영업이익	236	276	224	262	-5.1	-5.2
영업이익률	9.4	10.2	9.1	10.0	-0.3	-0.3
지배지분순이익	128	160	116	144	-8.7	-9.6
순이익률	5.2	6.0	4.9	5.7	-0.3	-0.4
EPS(지배지분순이익)	11,241	14,064	10,265	12,718	-8.7	-9.6

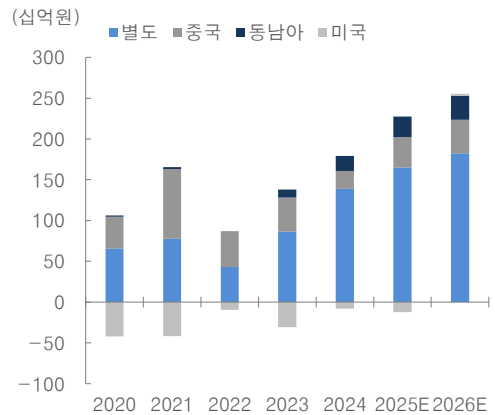
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

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	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	527	552	530	558	589	624	633	606	1,777	2,166	2,451
별도법인	315	348	348	346	363	421	410	398	1,058	1,358	1,592
해외	230	219	190	229	245	223	244	239	798	868	950
중국	157	148	114	155	163	149	164	158	547	574	633
상해	108	98	72	95	109	109	115	105	400	372	438
광저우	47	50	40	49	49	41	43	48	141	185	181
동남아	33	36	43	44	54	44	45	45	111	156	187
인도네시아	24	25	32	31	30	21	29	28	85	113	108
태국	9	10	11	13	24	23	16	16	26	43	79
미국	39	36	33	30	29	30	36	36	140	137	130
YoY	30.6	15.1	15.6	27.8	11.7	13.1	19.4	8.7	11.1	21.9	13.2
별도법인	29.6	25.1	20.8	39.7	15.0	20.8	18.0	15.0	23.8	28.4	17.3
해외	32.2	0.0	-0.1	6.6	6.7	1.5	28.2	4.3	-1.9	8.8	9.5
중국	28.6	-4.0	-7.5	5.1	3.4	0.7	43.0	2.2	-1.7	4.9	10.2
상해	17.5	-12.8	-15.8	-14.0	1.3	11.4	60.0	10.0	18.0	-6.8	17.5
광저우	57.7	23.7	7.6	43.2	3.6	-17.0	8.8	-0.8	55.0	31.4	-1.9
동남아	38.0	30.2	45.4	49.9	60.2	23.2	2.8	1.5	41.2	19.3	9.4
인도네시아	25.3	23.1	38.8	41.1	23.8	-17.7	-10.0	-10.0	27.3	32.6	-4.6
태국	85.8	51.8	69.1	77.6	152.2	124.3	40.0	30.0	31.4	70.2	81.5
미국	43.2	-5.6	-11.8	-21.3	-26.0	-16.7	10.0	20.0	-17.6	-2.0	-5.0
영업이익	45	47	43	40	51	61	60	52	116	175	224
별도법인	30	35	40	35	34	50	45	36	87	139	165
연결법인	15	12	4	5	17	11	15	16	29	37	59
YoY	229.1	1.4	30.3	76.7	12.9	30.2	37.6	30.3	119.4	51.6	27.6
별도법인	130.9	13.5	52.9	97.6	14.0	44.6	14.3	3.1	102.5	59.8	19.0
연결법인	1,874.7	-22.1	-47.7	3.7	10.7	-10.7	273.7	211.7	192.6	26.8	60.1
영업이익률	8.6	8.5	8.2	7.1	8.7	9.7	9.4	8.6	6.5	8.1	9.1
별도법인	9.5	9.9	11.4	10.0	9.5	11.9	11.0	9.0	8.2	10.2	10.4
연결법인	7.3	6.0	2.1	2.5	7.5	5.4	6.6	7.8	4.0	4.5	6.8

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,451	2,628	2,788
매출원가	1,484	1,748	2,007	2,144	2,266
매출총이익	294	418	444	483	521
판매비와관리비	178	243	220	222	234
영업이익	116	175	224	262	287
영업이익률	6.5	8.1	9.1	10.0	10.3
EBITDA	175	244	294	338	369
영업외손익	-31	-38	-39	-33	-25
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	21	47	22	22	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-44	-68	-46	-43	-36
외환관련손실	10	9	5	5	5
기타	-6	-17	-16	-12	-8
법인세비용차감전순손익	84	138	185	229	262
법인세비용	-46	-49	-65	-80	-92
계속사업순손익	38	88	120	149	170
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	120	149	170
당기순이익률	2.1	4.1	4.9	5.7	6.1
비배지분순이익	-19	3	4	4	5
지배지분순이익	57	86	116	144	165
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	3	3	3	3
포괄순이익	29	120	152	180	202
비배지분포괄이익	-22	4	4	5	6
지배지분포괄이익	51	117	147	175	196

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,036	7,562	10,265	12,718	14,569
PER	25.1	19.7	25.4	20.5	17.9
BPS	31,941	41,711	47,471	57,885	70,150
PBR	4.0	3.6	5.0	4.1	3.4
EBITDAPS	15,430	21,517	25,937	29,802	32,548
EV/EBITDA	10.5	9.5	11.4	9.8	8.8
SPS	156,614	190,853	215,972	231,522	245,607
PSR	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0
CFPS	17,550	24,144	28,010	32,206	35,328
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.1	21.9	13.2	7.2	6.1
영업이익 증가율	117.9	51.6	27.6	16.9	9.8
순이익 증가율	흑전	133.9	35.7	23.9	14.6
수익성					
ROC	6.2	11.4	12.0	13.1	13.6
ROA	7.8	10.0	11.1	12.0	12.1
ROE	12.1	20.5	23.0	24.1	22.7
안정성					
부채비율	334.3	280.0	263.4	228.0	198.8
순차입금비율	115.8	114.6	109.7	87.3	65.0
이자보상배율	3.6	3.9	6.0	7.6	10.5

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	822	943	1,004	1,111	1,249
현금및현금성자산	257	256	232	280	373
매출채권 및 기타채권	283	357	403	433	458
재고자산	218	257	291	312	331
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	2,087	2,271	2,484
유동부채	989	1,114	1,202	1,268	1,343
매입채무 및 기타채무	365	368	398	417	434
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	1,512	1,578	1,653
자배지분	363	473	539	657	796
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	313	384	474	592	731
기타지분변동	15	56	31	31	31
비배지분	-4	35	35	35	35
자본총계	359	509	574	692	832
순차입금	415	583	630	606	541

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	73	173	226	260
당기순이익	38	88	120	149	170
비현금항목의 가감	161	186	198	217	231
감가상각비	59	69	71	77	82
외환손익	2	-13	-6	-6	-3
지분법평가손익	2	0	0	0	0
기타	98	130	133	146	151
자산부채의 증감	79	-127	-50	-31	-28
기타현금흐름	-47	-74	-95	-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	-24	48	93
기초 현금	169	257	256	232	280
기말 현금	257	256	232	280	373
NOPLAT	52	113	145	170	187
FCF	21	13	61	102	124

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

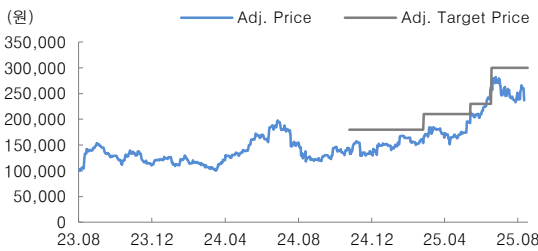
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

코스맥스(192820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.12	25.07.15	25.06.18	25.05.14	25.04.07	25.02.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	300,000	230,000	210,000	210,000
과리율(평균%)		(14.88)	(11.73)	(3.39)	(16.94)	(16.67)
과리율(최대/최소%)		(6.00)	(6.00)	14.35	1.90	(11.95)
제시일자	25.01.16	24.11.29	24.11.16	24.11.12	24.10.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	
과리율(평균%)	(17.62)	(20.22)	(22.08)	(19.97)	(17.66)	
과리율(최대/최소%)	(6.56)	(12.67)	(12.67)	(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:20250809)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상