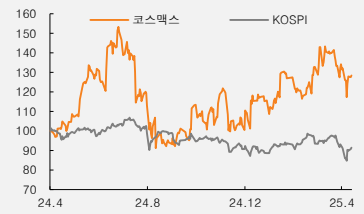


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	200,000원
현재주가(25/4/15)	165,700원
상승여력	20.7%

영업이익(25F,십억원)	221
Consensus 영업이익(25F,십억원)	219
EPS 성장률(25F,%)	34.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.0
P/E(25F,x)	16.2
MKT P/E(25F,x)	9.0
KOSPI	2,477.41
시가총액(십억원)	1,881
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	70.6
외국인 보유비중(%)	34.9
베타(12M) 일간수익률	0.66
52주 최저가(원)	117,700
52주 최고가(원)	197,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.7	23.5	26.8
상대주가	-5.4	31.2	36.7



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

코스맥스

중국이 업사이드 리스크

미국 제외 예상 수준

코스맥스의 1Q25 실적은 매출액 5,775억원(YoY +10%), 영업이익 458억원(YoY +1%, OPM 7.9%)로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 미국이 계획보다 저조한 상황이며, 그 외 주요 사업지역은 대부분 예상 수준으로 파악된다.

국내 매출액 3,620억원(YoY +15%), 영업이익 348억원(YoY +16%, OPM 9.6%)을 기대한다. 수출 고객사 주도 성장이 지속되고 있다. 다변화된 고객사(Top 10 50%), 제품 믹스(색조 50%, 기초 50%)에 비롯해 업황 호조를 온전히 반영하는 모습이다.

중국은 매출액 1,530억원(YoY -3%), 이익 소폭 하락 예상된다. 당초 우려 대비 양호한 수준이다. 특히 상해가 전년과 거의 유사한 수준으로 방어할 것으로 기대된다. 상해는 매출 규모가 크고 기성 브랜드 물량이 존재하기 때문에 현지 업황 전반을 반영한다. 기성 브랜드 하락세가 완화되었고 신규 브랜드 영업 성과도 점차 반영되는 모습이다. 광저우는 이젠 JV 여전히 견고하나 별도가 부진해 연결 소폭 하락하겠다.

동남아는 매출액 471억원(YoY +40%), 이익 증가 추정한다. 인니(YoY +15%), 태국(YoY +100%) 전반 강한 수요가 이어지는 중이다. 금번 분기 특히 태국에서 현지 브랜드의 썬 제품 오더가 강한 것으로 파악된다.

미국이 매출액 278억원(YoY -28%), 적자 확대될 것으로 예상되어 아쉽다. 주요 고객사 대부분 오더 부진한 상황이다. 기존 고객사향 신제품 개발 및 영업이 더딘 영향으로 전년 하반기부터 추세적으로 실적 하락하고 있다. 사측은 하반기에 신설 캘리포니아 영업사무소의 신규 고객사 유치 성과가 반영될 것으로 기대하고 있다.

국내/동남아 호조 지속, 중국/미국 점진 회복 예상. 특히 중국 회복 기대감

미국 불확실성에도 불구하고 연결 추정치 변동은 불필요하다. 국내가 2분기 이후 성장 가속화될 것으로 예상되며(연 Capa 7.8억개→10억개 증설 + 썬 수주 확대), 중국에서 회복 신호가 감지되기 때문이다. 중국 화장품 소매판매는 1~2월 누적 4.4% 성장 전환했으며(2024년 연간 -1%), 이에 동사 상해법인에서 기존 고객사의 회복과 신규 고객사 유입이 함께 확인되는 중이다. 아울러 국내 고객사 중 중국 판매 물량 일부도 중국 공장으로 이관 생산할 예정이다. 그간 중국 회복 관련해 화장품 업종의 수혜가 미미했던 만큼, 중국 소비 회복이 보다 명확히 확인된다면 동사 주가에 탄력적인 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,777	2,166	2,502	2,802	3,084
영업이익 (십억원)	116	175	221	246	280
영업이익률 (%)	6.5	8.1	8.8	8.8	9.1
순이익 (십억원)	57	86	116	134	159
EPS (원)	5,034	7,560	10,201	11,818	14,009
ROE (%)	12.1	20.5	22.5	21.9	21.7
P/E (배)	25.1	19.7	16.2	14.0	11.8
P/B (배)	4.0	3.6	3.4	2.8	2.4
배당수익률 (%)	0.4	1.5	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 코스맥스 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,600	1,777	2,166	2,502	2,802	3,084
국내	854	1,058	1,358	1,628	1,866	2,068
중국	557	547	574	602	625	654
상해	432	400	372	386	395	405
광저우	118	141	185	204	223	242
미국	164	140	137	124	110	104
동남아	87	111	157	206	254	307
영업이익	53	116	175	221	246	280
국내	43	87	139	169	194	215
해외 및 연결조정	10	29	37	52	52	65
세전이익	6	84	138	187	213	247
당기순이익	(16)	38	88	122	138	161
지배주주순이익	21	57	86	116	134	159
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	8.8	8.8	9.1
국내	5.0	8.2	10.2	10.4	10.4	10.4
해외 및 연결조정	1.4	4.0	4.5	6.0	5.6	6.4
매출액 (YoY %)	0.5	11.1	21.9	15.5	12.0	10.1
국내	0.1	23.8	28.4	19.9	14.6	10.8
중국	(11.8)	(1.7)	4.9	4.8	3.8	4.6
상해	(12.0)	(7.5)	(6.8)	3.6	2.5	2.5
광저우	(15.8)	18.8	31.4	10.7	9.3	8.5
미국	23.6	(14.8)	(2.0)	(9.8)	(10.8)	(5.8)
동남아	46.5	28.7	40.7	31.6	23.2	21.0
영업이익 (YoY %)	(56.7)	117.9	51.6	26.0	11.3	13.8
국내	(44.6)	102.1	59.9	21.7	14.7	10.9
해외 및 연결조정	(77.4)	184.2	26.8	41.9	0.2	24.5
지배순이익 (YoY %)	(72.0)	174.1	50.2	34.9	15.9	18.5

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	527	551	530	558	2,166	578	650	638	637	2,502
국내	315	348	348	346	1,358	362	427	431	408	1,628
중국	157	148	114	155	574	153	159	124	165	602
상해	108	98	72	95	372	107	100	76	103	386
광저우	47	50	40	49	185	44	57	48	55	204
미국	39	36	33	30	137	28	30	32	34	124
동남아	34	36	43	44	157	47	51	57	51	206
영업이익	45	47	43	40	175	46	56	60	59	221
국내	30	35	40	35	139	35	44	50	41	169
해외 및 연결조정	15	12	4	5	37	11	13	10	18	52
세전이익	34	52	23	29	138	35	50	55	48	187
당기순이익	20	35	21	13	88	23	33	36	31	122
지배주주순이익	19	34	21	12	86	22	31	34	29	116
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.1	7.9	8.7	9.4	9.2	8.8
국내	9.5	9.9	11.4	10.0	10.2	9.6	10.2	11.5	10.0	10.4
해외 및 연결조정	7.3	6.0	2.1	2.5	4.5	5.1	5.8	5.0	7.8	6.0
매출액 (YoY %)	30.6	15.1	15.6	27.8	21.9	9.6	17.8	20.4	14.2	15.5
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	28.4	14.8	22.8	23.9	17.8	19.9
중국	28.6	(4.0)	(7.5)	5.1	4.9	(2.8)	7.7	8.8	6.8	4.8
상해	17.6	(12.9)	(15.8)	(14.0)	(6.8)	(0.5)	3.0	5.0	7.6	3.6
광저우	57.6	23.8	7.6	43.2	31.4	(5.0)	15.0	20.0	13.8	10.7
미국	43.2	(5.5)	(11.9)	(21.2)	(2.0)	(28.3)	(17.6)	(2.2)	15.4	(9.8)
동남아	38.3	29.8	44.7	48.6	40.7	40.3	42.9	31.4	15.9	31.6
영업이익 (YoY %)	229.1	1.4	30.4	76.8	51.6	0.8	20.7	38.0	47.7	26.0
국내	131.2	13.5	53.1	97.7	59.9	15.7	26.4	25.4	18.1	21.7
해외 및 연결조정	1797.3	(22.0)	(47.9)	3.9	26.8	(28.1)	4.6	165.1	243.9	41.9
지배순이익 (YoY %)	187.0	10.5	38.2	149.9	50.2	12.6	(8.1)	60.3	148.3	34.9

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

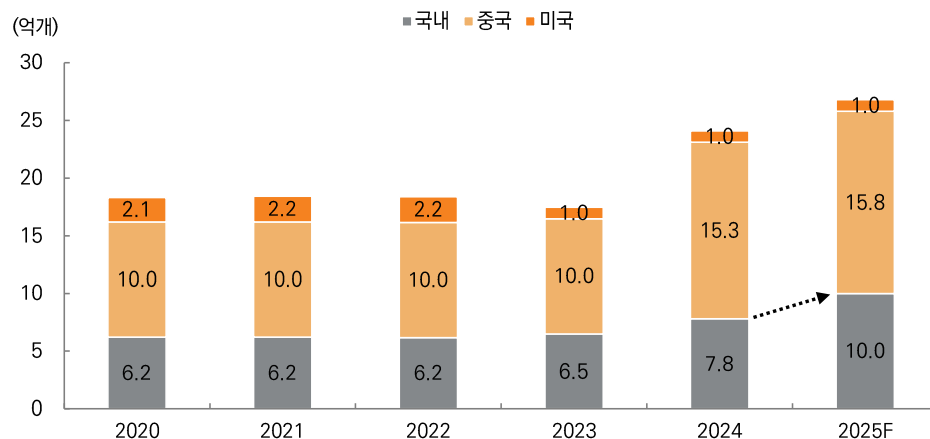
표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	10,609	
Target PER(배)	20 ODM 밸류체인 선호. 업종 평균에 30% 할증	
적정 주가	206,869	
목표 주가	200,000	
현재 주가	165,700	
상승 여력(%)	20.7	

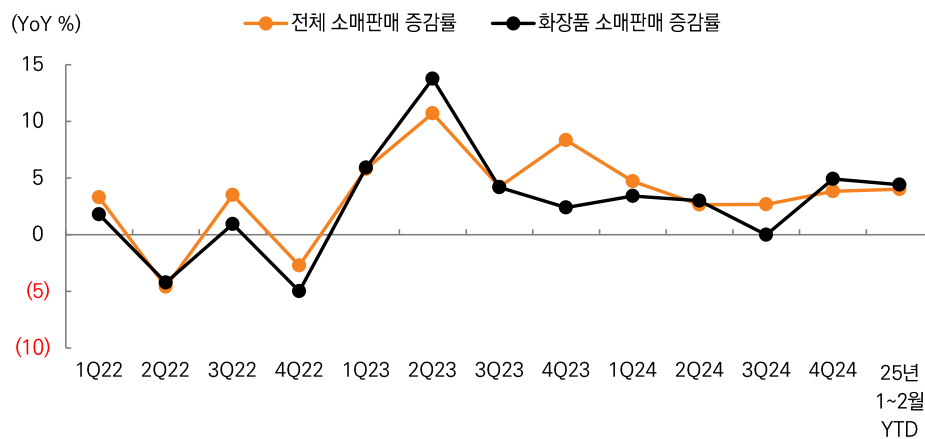
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 코스맥스 지역별 Capa 추이



Note: 중국은 페이라이, 이센 JV 포함
 자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 소매판매 추이



자료: 중국국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,166	2,502	2,802	3,084
매출원가	1,748	2,017	2,255	2,480
매출총이익	418	485	547	604
판매비와관리비	243	265	300	325
조정영업이익	175	221	246	280
영업이익	175	221	246	280
비영업손익	-37	-34	-33	-33
금융손익	-38	-37	-37	-35
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	138	187	213	247
계속사업법인세비용	49	66	75	87
계속사업이익	88	122	138	161
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	88	122	138	161
지배주주	86	116	134	159
비지배주주	3	6	4	2
총포괄이익	120	122	138	161
지배주주	117	114	129	150
비지배주주	4	8	9	11
EBITDA	244	291	318	355
FCF	-92	28	98	123
EBITDA 마진율 (%)	11.3	11.6	11.3	11.5
영업이익률 (%)	8.1	8.8	8.8	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	4.6	4.8	5.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	73	178	198	223
당기순이익	88	122	138	161
비현금수익비용가감	186	173	184	196
유형자산감가상각비	64	64	67	70
무형자산상각비	5	6	5	5
기타	117	103	112	121
영업활동으로인한자산및부채의변동	-127	-14	-13	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-50	-48	-45
재고자산 감소(증가)	-20	-37	-35	-33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	33	32	30
법인세납부	-50	-66	-75	-87
투자활동으로 인한 현금흐름	-160	-166	-112	-111
유형자산처분(취득)	-161	-150	-100	-100
무형자산감소(증가)	-4	-5	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-7	-7	-7
기타투자활동	7	-4	-2	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	68	-88	-71	-72
장단기금융부채의 증가(감소)	166	21	-25	19
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-26	-26	-26
기타재무활동	-92	-83	-20	-65
현금의 증가	-1	4	35	104
기초현금	257	256	261	295
기말현금	256	261	295	399

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	943	1,040	1,163	1,352
현금 및 현금성자산	256	261	295	399
매출채권 및 기타채권	356	406	455	500
재고자산	257	294	329	362
기타유동자산	74	79	84	91
비유동자산	991	1,083	1,121	1,157
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	778	864	897	927
무형자산	63	62	60	58
자산총계	1,934	2,123	2,284	2,509
유동부채	1,114	1,200	1,238	1,316
매입채무 및 기타채무	310	353	396	436
단기금융부채	656	676	651	670
기타유동부채	148	171	191	210
비유동부채	311	323	335	347
장기금융부채	223	223	223	223
기타비유동부채	88	100	112	124
부채총계	1,425	1,523	1,573	1,662
지배주주지분	474	557	666	798
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	384	473	581	714
비지배주주지분	35	42	46	48
자본총계	509	599	712	846

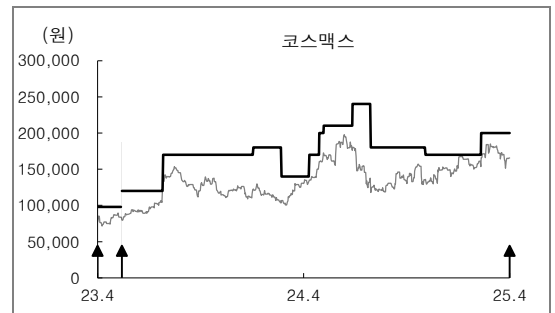
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.7	16.2	14.0	11.8
P/CF (x)	6.2	6.4	5.8	5.3
P/B (x)	3.6	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	9.6	8.7	7.7	6.7
EPS (원)	7,560	10,201	11,818	14,009
CFPS (원)	24,144	25,973	28,374	31,437
BPS (원)	41,737	49,172	58,692	70,401
DPS (원)	2,300	2,300	2,300	2,300
배당성향 (%)	29.5	21.4	18.9	16.2
배당수익률 (%)	1.5	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	21.9	15.5	12.0	10.1
EBITDA증가율 (%)	39.4	19.1	9.4	11.4
조정영업이익증가율 (%)	51.6	26.0	11.3	13.8
EPS증가율 (%)	50.2	34.9	15.9	18.5
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.7	6.6	6.6
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.1	9.0	8.9
매입채무 회전율 (회)	7.4	8.1	8.1	8.0
ROA (%)	5.1	6.0	6.3	6.7
ROE (%)	20.5	22.5	21.9	21.7
ROIC (%)	12.7	12.9	13.3	14.4
부채비율 (%)	280.0	254.2	221.0	196.4
유동비율 (%)	84.6	86.7	94.0	102.7
순차입금/자기자본 (%)	120.9	99.9	75.6	53.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.9	4.9	5.4	6.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2025.02.25	매수	200,000	-	-
2024.11.18	매수	170,000	-12.03	-1.06
2024.08.13	매수	180,000	-25.66	-12.67
2024.07.12	매수	240,000	-37.30	-25.63
2024.05.22	매수	210,000	-15.67	-5.81
2024.05.14	매수	200,000	-17.64	-13.80
2024.04.26	매수	170,000	-16.24	-7.24
2024.03.08	매수	140,000	-13.66	-3.36
2024.01.18	매수	180,000	-36.01	-27.94
2023.08.11	매수	170,000	-24.86	-9.71
2023.05.30	매수	120,000	-21.41	3.17
2023.05.29	분석 대상 제외		-	-
2023.03.31	매수	98,000	-18.03	-8.78

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.