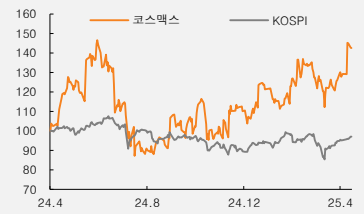


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 250,000원
현재주가(25/5/13)	192,500원
상승여력	29.9%

영업이익(25F,십억원)	237
Consensus 영업이익(25F,십억원)	217
EPS 성장률(25F,%)	40.6
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.0
P/E(25F,x)	18.1
MKT P/E(25F,x)	9.5
KOSPI	2,608.42
시가총액(십억원)	2,185
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	70.6
외국인 보유비중(%)	35.2
베타(12M) 일간수익률	0.65
52주 최저가(원)	117,700
52주 최고가(원)	197,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.7	44.7	22.1
상대주가	8.8	34.1	27.6



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

코스맥스

중국 회복 재증명. 2분기는 국내도 개선 전망

1Q25 Review: 중국과 기타 자회사에서 깜짝 서프라이즈

코스맥스의 1Q25 실적은 매출액 5,886억원(YoY +12%), 영업이익 513억원(YoY +13%)으로 기대치를 상회하였다. 국내, 중국, 동남아에서 호실적 시현했으며, 특히 기대가 낮았던 중국이 예상 대비 상회 폭이 컸다. 아울러 기타 자회사 중 씨엠테크(원료)와 코스맥스네오(용기) 실적이 대폭 확대되었다. 해당 법인들은 그간 실적 미미했으나(합산 연간 영업이익 100억원 미만, 연결 이익 비중 5% 미만 추정), 금번 분기 40억원 이상 이익 시현하여 연결 이익 비중 8% 이상 기여한 것으로 파악된다.

국내에는 매출액 3,628억원(YoY +15%), 영업이익 343억원(YoY +14%, OPM 9%)을 시현했다. 인디 브랜드 호조에 비롯해 매출 성장 이어갔으며 금번 분기 특히 겔마스크 오더가 강했다. 원가율 높은 마스크 믹스 상승으로 마진은 전년 수준을 기록했다.

중국은 매출액 1,627억원(YoY +3%)으로 2개 분기 연속 성장해 업황 회복을 재차 증명하였다. 특히 상해 법인이 4개 분기만에 성장 전환한 점이 고무적이다. 주요 고객사 회복 추세이며, 법인가 공동영업 성과로 한국 고객사 일부가 이관 생산된 효과다. RCPS CB 전환 과정에서 일시적 손실 기록했으나 영업마진은 개선되었다.

2분기 중국도 국내도 기저 편안

중국은 동사 실적의 30% 내외를 차지하는 주요 지역이다. 중국 업황이 점진 회복하면서 동사 실적 가시성도 개선될 전망이다. 최근 중국 화장품 시장은 저가품에 대한 선호가 강한 것으로 파악된다. 이에 동사도 가성비 영업을 강화하며 대응 중이다. 영업 성과가 가시화될수록 중국 실적분 아니라 금번 분기 깜짝 호실적 기록한 기타 자회사 실적과도 연결될 것으로 기대된다(코스맥스네오 저가 용기 주력, 씨엠테크 중국/동남아 확장). 업황 저점이었던 2~3분기 기저효과와 맞물려 실적 개선 예상한다.

아울러 2분기는 국내도 기저 편안하다(전년 동기 별도 대손 97억원 인식). 금번 분기 마스크 믹스 상승으로 마진 플랫폼했으나, 2분기 고마진 썬케어 믹스 상승이 예상된다. 동사는 썬케어를 올해 전략 제품으로 선정해 적극 영업 중이다. 영업 강화 후 맞는 첫 성수기인 만큼 믹스 개선에 따라 유의미한 마진 개선이 나타날 전망이다.

중국과 국내를 중심으로 추정치 상향하여 목표주가를 20만원에서 25만원으로 올린다. 현재 주가는 12MF PER 17배로 업종 평균과 유사한 수준이다. 실적 모멘텀 강화된 바, 부담스러운 구간은 아니다. 매수 추천한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,777	2,166	2,532	2,839	3,108
영업이익 (십억원)	116	175	237	259	294
영업이익률 (%)	6.5	8.1	9.4	9.1	9.5
순이익 (십억원)	57	86	121	147	173
EPS (원)	5,034	7,560	10,626	12,951	15,276
ROE (%)	12.1	20.5	23.3	23.6	22.9
P/E (배)	25.1	19.7	18.1	14.9	12.6
P/B (배)	4.0	3.6	3.9	3.2	2.6
배당수익률 (%)	0.4	1.5	1.2	1.2	1.2

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	2,532	2,839	3,108
국내	854	1,058	1,358	1,641	1,852	2,027
중국	557	547	574	603	640	683
상해	432	400	372	393	411	429
광저우	118	141	185	198	222	247
미국	164	140	137	121	124	128
동남아	87	111	157	215	262	307
영업이익	53	116	175	237	259	294
국내	43	87	139	176	203	224
해외 및 연결조정	10	29	37	61	56	70
세전이익	6	84	138	195	233	270
당기순이익	(16)	38	88	127	152	175
지배주주순이익	21	57	86	121	147	173
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	9.4	9.1	9.4
국내	5.0	8.2	10.2	10.7	10.9	11.0
해외 및 연결조정	1.4	4.0	4.5	6.8	5.7	6.4
매출액 (YoY %)	0.5	11.1	21.9	16.9	12.1	9.5
국내	0.1	23.8	28.4	20.9	12.9	9.4
중국	(11.8)	(1.7)	4.9	5.0	6.1	6.7
상해	(12.0)	(7.5)	(6.8)	5.6	4.6	4.4
광저우	(15.8)	18.8	31.4	7.1	12.4	11.0
미국	23.6	(14.8)	(2.0)	(11.8)	2.8	3.1
동남아	46.5	28.7	40.7	37.4	21.7	17.3
영업이익 (YoY %)	(56.7)	117.9	51.6	35.1	9.2	13.5
국내	(44.6)	102.1	59.9	26.9	15.1	10.5
해외 및 연결조정	(77.4)	184.2	26.8	65.8	(7.8)	24.1
지배순이익 (YoY %)	(72.0)	174.1	50.2	40.6	21.9	18.0

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	527	551	530	558	2,166	589	643	638	663	2,532
국내	315	348	348	346	1,358	363	424	431	424	1,641
중국	157	148	114	155	574	163	157	122	162	603
상해	108	98	72	95	372	109	103	77	104	393
광저우	47	50	40	49	185	49	52	44	54	198
미국	39	36	33	30	137	29	28	31	34	121
동남아	34	36	43	44	157	54	50	59	52	215
영업이익	45	47	43	40	175	51	63	64	59	237
국내	30	35	40	35	139	34	50	49	43	176
해외 및 연결조정	15	12	4	5	37	17	13	15	16	61
세전이익	34	52	23	29	138	25	56	59	55	195
당기순이익	20	35	21	13	88	11	40	41	36	127
지배주주순이익	19	34	21	12	86	8	38	41	34	121
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.1	8.7	9.8	10.0	8.8	9.4
국내	9.5	9.9	11.4	10.0	10.2	9.5	11.8	11.4	10.1	10.7
해외 및 연결조정	7.3	6.0	2.1	2.5	4.5	7.5	5.9	7.2	6.7	6.8
매출액 (YoY %)	30.6	15.1	15.6	27.8	21.9	11.7	16.6	20.4	18.8	16.9
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	28.4	15.0	21.6	23.9	22.4	20.9
중국	28.6	(4.0)	(7.5)	5.1	4.9	3.4	6.1	6.6	4.4	5.0
상해	17.6	(12.9)	(15.8)	(14.0)	(6.8)	1.3	5.5	7.0	9.6	5.6
광저우	57.6	23.8	7.6	43.2	31.4	3.6	5.5	10.0	9.9	7.1
미국	43.2	(5.5)	(11.9)	(21.2)	(2.0)	(26.0)	(23.5)	(4.8)	13.2	(11.8)
동남아	38.3	29.8	44.7	48.6	40.7	59.2	40.2	36.5	19.3	37.4
영업이익 (YoY %)	229.1	1.4	30.4	76.8	51.6	12.9	34.8	47.3	47.3	35.1
국내	131.2	13.5	53.1	97.7	59.9	14.1	44.9	23.9	23.5	26.9
해외 및 연결조정	1797.3	(22.0)	(47.9)	3.9	26.8	10.4	6.5	283.6	205.1	65.8
지배순이익 (YoY %)	187.0	10.5	38.2	149.9	50.2	(57.8)	11.6	96.5	182.9	40.6

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

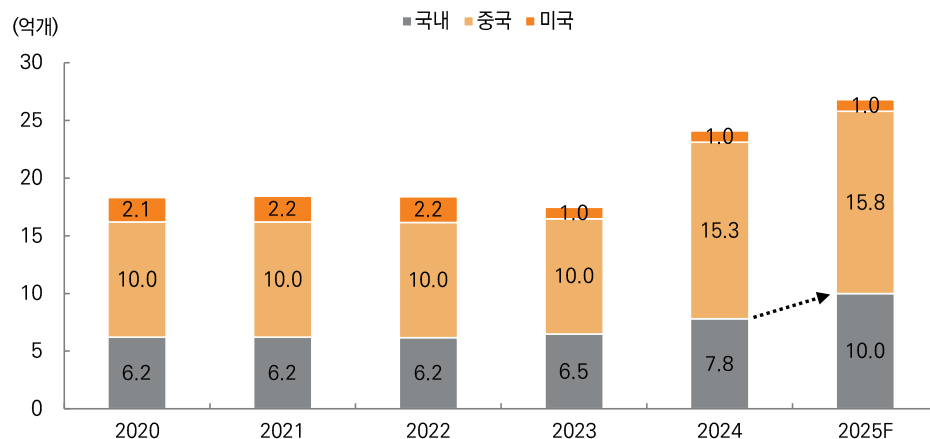
표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	11,599	
Target PER(배)	21	ODM 밸류체인 선호. 업종 평균에 30% 할증
적정 주가	247,284	
목표 주가	250,000	
현재 주가	192,500	
상승 여력(%)	29.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

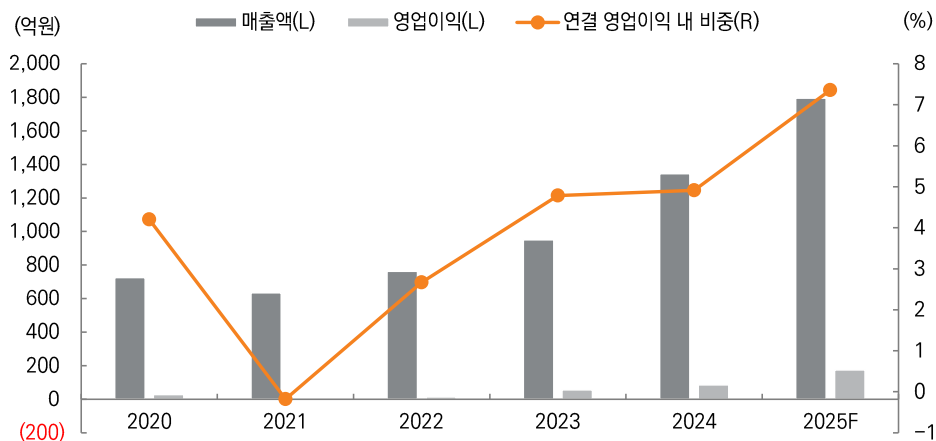
그림 1. 코스맥스 Capa 추이



Note: 중국 JV 포함

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 코스맥스 기타 자회사 실적 추이



Note: 코스맥스네오+씨애텔크+기타

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,166	2,532	2,839	3,108
매출원가	1,748	2,041	2,285	2,499
매출총이익	418	491	554	609
판매비와관리비	243	255	295	315
조정영업이익	175	237	259	294
영업이익	175	237	259	294
비영업손익	-37	-42	-26	-24
금융손익	-38	-37	-37	-34
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	138	195	233	270
계속사업법인세비용	49	68	82	94
계속사업이익	88	127	152	175
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	88	127	152	175
지배주주	86	121	147	173
비지배주주	3	6	5	2
총포괄이익	120	127	152	175
지배주주	117	118	141	163
비지배주주	4	9	10	12
EBITDA	244	307	331	368
FCF	-92	28	110	138
EBITDA 마진율 (%)	11.3	12.1	11.7	11.8
영업이익률 (%)	8.1	9.4	9.1	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	4.8	5.2	5.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	73	178	210	238
당기순이익	88	127	152	175
비현금수익비용가감	186	176	191	204
유형자산감가상각비	64	64	67	70
무형자산상각비	5	6	5	5
기타	117	106	119	129
영업활동으로인한자산및부채의변동	-127	-19	-14	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-66	-50	-44
재고자산 감소(증가)	-20	-48	-37	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	43	33	29
법인세납부	-50	-68	-82	-94
투자활동으로 인한 현금흐름	-160	-168	-112	-111
유형자산처분(취득)	-161	-150	-100	-100
무형자산감소(증가)	-4	-5	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-10	-7	-7
기타투자활동	7	-3	-2	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	68	-81	-70	-73
장단기금융부채의 증가(감소)	166	27	-24	18
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-26	-26	-26
기타재무활동	-92	-82	-20	-65
현금의 증가	-1	9	48	119
기초현금	257	256	266	314
기말현금	256	266	314	432

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	943	1,075	1,216	1,417
현금 및 현금성자산	256	266	314	432
매출채권 및 기타채권	356	423	473	518
재고자산	257	305	342	375
기타유동자산	74	81	87	92
비유동자산	991	1,085	1,124	1,159
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	778	864	897	927
무형자산	63	62	60	58
자산총계	1,934	2,160	2,340	2,576
유동부채	1,114	1,228	1,270	1,346
매입채무 및 기타채무	310	368	412	451
단기금융부채	656	683	659	678
기타유동부채	148	177	199	217
비유동부채	311	327	340	351
장기금융부채	223	223	223	223
기타비유동부채	88	104	117	128
부채총계	1,425	1,555	1,610	1,697
지배주주지분	474	562	684	830
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	384	478	599	746
비지배주주지분	35	42	46	49
자본총계	509	604	730	879

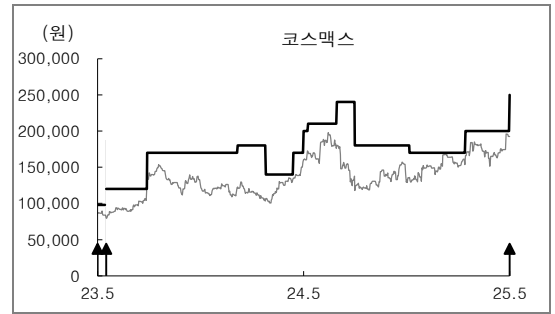
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.7	18.1	14.9	12.6
P/CF (x)	6.2	7.2	6.4	5.8
P/B (x)	3.6	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA (x)	9.6	9.2	8.3	7.2
EPS (원)	7,560	10,626	12,951	15,276
CFPS (원)	24,144	26,674	30,182	33,390
BPS (원)	41,737	49,598	60,250	73,227
DPS (원)	2,300	2,300	2,300	2,300
배당성향 (%)	29.5	20.6	17.2	14.9
배당수익률 (%)	1.5	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	21.9	16.9	12.1	9.5
EBITDA증가율 (%)	39.4	25.7	7.9	11.2
조정영업이익증가율 (%)	51.6	35.1	9.2	13.5
EPS증가율 (%)	50.2	40.6	21.9	18.0
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.6	6.5	6.4
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.0	8.8	8.7
매입채무 회전율 (회)	7.4	8.1	7.8	7.8
ROA (%)	5.1	6.2	6.7	7.1
ROE (%)	20.5	23.3	23.6	22.9
ROIC (%)	12.7	13.8	13.8	15.0
부채비율 (%)	280.0	257.3	220.5	193.0
유동비율 (%)	84.6	87.5	95.8	105.3
순차입금/자기자본 (%)	120.9	99.3	72.2	48.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.9	5.2	5.7	6.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2025.05.14	매수	250,000	-	-
2025.02.25	매수	200,000	-13.18	-1.95
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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

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.