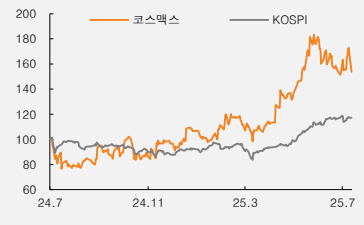


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 290,000원
현재주가(25/8/11)	236,500원
상승여력	22.6%

영업이익(25F,십억원)	229
Consensus 영업이익(25F,십억원)	237
EPS 성장률(25F,%)	24.2
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.9
P/E(25F,x)	25.2
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,206.77
시가총액(십억원)	2,684
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	70.6
외국인 보유비중(%)	37.1
베타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	117,700
52주 최고가(원)	282,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-3.7 54.0 79.3
상대주가	-4.6 21.9 44.7



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

코스맥스

마진이 아쉽다

2Q25 Review: 아쉬운 국내, 무난했던 해외

코스맥스의 2Q25 실적은 매출액 6,236억원(YoY +13%), 영업이익 608억원(YoY +30%)으로 시장 기대치를 소폭 하회하였다. 국내가 성장률, 마진 전반 기대치 대비 소폭 약했다. 영업외에 일회성 비용(외화 손실 138억원, 미국법인 코로나 지원금 반환 100억원) 발생하여 순이익은 30% 이상 감소했다.

국내에는 매출액 4,205억원(YoY +21%), 영업이익 499억원(YoY +45%, OPM 11.9%)을 기록했다. 올해 전략 제품이었던 썬이 50% 이상 성장하여 성장 견인했으나, 동사 주력 카테고리인 색조가 성장 완화되어 일부 상쇄되었다. 믹스상 마진은 개선이 예상되었으나 생각보다 레버리지가 약했다. 대손 환입 40억원을 감안하면 실질 영업이익률은 10.9%에 그쳤다. 전년 동기 반대로 97억원 큰 규모로 대손 비용을 인식했음을 감안하면 아쉬운 수준이다. 지난 분기에 이어 주력 인디 고객사의 저마진 팩 오더가 마진을 압박한 것으로 파악된다.

해외는 전반적으로 무난한 실적 기록한 가운데(지역별 YoY: 중국 +1%, 동남아 +23%, 미국 -17%), 그간 부진했던 미국 사업 전망이 개선된 점이 고무적이다. 상위 고객사 전반적으로 수주 성장세로 돌아선 것으로 파악된다. 현재 적자 법인인 만큼 가동률 상승 시 강한 레버리지가 발생할 수 있다. 동남아는 공동 영업 전략에 따라 법인별 차이는 있었으나 합산 기준 큰 특이사항은 없었다.

국내 마진은 당분간 레버리지 제한. 해외 이익 개선 달성 관련

고객사 트렌드에 비추어 저마진 팩 오더가 강한 인디 브랜드의 선전이 지속될 가능성이 높아 보인다. 하반기도 썬 성장이 예상되어 일부 마진 방어는 가능하겠으나 추가적인 레버리지를 예상하기는 어렵다고 판단된다. 추정치 하향을 반영하여 목표주가를 31만원에서 29만원으로 조정한다.

현재 주가는 12MF PER 18배로 업종 평균 수준이다. 실적 모멘텀이 약해진 구간에서 특별히 가격 매력이 부각되는 상황은 아니다. 마진 레버리지가 다시 확인되는 시점에 모멘텀 발생할 것으로 예상한다. 국내 마진 개선은 저마진 제품에 대한 생산 효율 개선, 해외 마진은 미국 적자 축소가 핵심이다. 이 중 사측은 미국 적자 축소에 대해 가능성을 높게 제시하였다(하반기 분기 BEP 가이던스). 달성 여부가 관건이 될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,777	2,166	2,454	2,747	3,006
영업이익 (십억원)	116	175	229	270	306
영업이익률 (%)	6.5	8.1	9.3	9.8	10.2
순이익 (십억원)	57	86	107	164	193
EPS (원)	5,034	7,560	9,386	14,445	17,010
ROE (%)	12.1	20.5	21.2	27.3	25.7
P/E (배)	25.1	19.7	25.2	16.4	13.9
P/B (배)	4.0	3.6	5.1	4.0	3.2
배당수익률 (%)	0.4	1.5	1.0	1.0	1.0

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	2,454	2,747	3,006
국내	854	1,058	1,358	1,599	1,808	1,983
중국	557	547	574	571	589	619
상해	432	400	372	397	415	433
광저우	118	141	185	173	173	186
미국	164	140	137	135	146	158
동남아	87	111	157	206	252	286
인니	67	86	113	125	151	167
태국	19	26	44	80	101	119
영업이익	53	116	175	229	270	306
국내	43	87	139	171	195	216
해외 및 연결조정	10	29	37	58	75	90
세전이익	6	84	138	160	242	279
당기순이익	(16)	38	88	112	169	195
지배주주순이익	21	57	86	106	164	193
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	9.4	9.8	10.2
국내	5.0	8.2	10.2	10.7	10.8	10.9
해외 및 연결조정	1.4	4.0	4.5	6.8	8.0	8.8
매출액 (YoY %)	0.5	11.1	21.9	13.3	11.9	9.4
국내	0.1	23.8	28.4	17.8	13.1	9.7
중국	(11.8)	(1.7)	4.9	(0.6)	3.1	5.2
상해	(12.0)	(7.5)	(6.8)	6.7	4.5	4.4
광저우	(15.8)	18.8	31.4	(6.2)	0.0	7.1
미국	23.6	(14.8)	(2.0)	(1.8)	8.8	7.9
동남아	46.5	28.7	40.7	31.3	22.6	13.2
인니	71.1	27.9	31.9	10.7	20.8	10.0
태국	(2.0)	31.3	69.9	85.0	25.5	17.9
영업이익 (YoY %)	(56.7)	117.9	51.6	30.8	17.9	13.2
국내	(44.6)	102.1	59.9	23.4	14.2	10.8
해외 및 연결조정	(77.4)	184.2	26.8	58.9	28.6	19.5
지배주주순이익 (YoY %)	(72.0)	174.1	50.2	24.1	53.9	17.8

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	527	551	530	558	2,166	589	624	598	644	2,454
국내	315	348	348	346	1,358	363	421	405	410	1,599
중국	157	148	114	155	574	163	149	114	146	571
상해	108	98	72	95	372	109	109	78	102	397
광저우	47	50	40	49	185	49	41	37	47	173
미국	39	36	33	30	137	29	30	38	38	135
동남아	34	36	43	44	157	54	44	53	55	206
인니	24	25	32	31	113	30	21	37	37	125
태국	10	10	11	13	44	24	23	16	18	80
영업이익	45	47	43	40	175	51	61	59	59	229
국내	30	35	40	35	139	34	50	46	41	171
해외 및 연결조정	15	12	4	5	37	17	11	13	17	58
세전이익	34	52	23	29	138	25	26	54	54	160
당기순이익	20	35	21	13	88	11	22	39	40	112
지배주주순이익	19	34	21	12	86	8	21	40	38	106
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.1	8.7	9.8	9.8	9.1	9.4
국내	9.5	9.9	11.4	10.0	10.2	9.5	11.9	11.2	10.1	10.7
해외 및 연결조정	7.3	6.0	2.1	2.5	4.5	7.6	5.4	6.7	7.5	6.8
매출액 (YoY %)	30.6	15.1	15.6	27.8	21.9	11.7	13.1	12.9	15.3	13.3
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	28.4	15.0	20.8	16.6	18.5	17.8
중국	28.6	(4.0)	(7.5)	5.1	4.9	3.4	0.7	(0.8)	(5.9)	(0.6)
상해	17.6	(12.9)	(15.8)	(14.0)	(6.8)	1.3	11.4	8.0	7.0	6.7
광저우	57.6	23.8	7.6	43.2	31.4	3.6	(17.0)	(7.0)	(3.9)	(6.2)
미국	43.2	(5.5)	(11.9)	(21.2)	(2.0)	(26.0)	(16.7)	18.0	26.1	(1.8)
동남아	38.3	29.8	44.7	48.6	40.7	59.2	23.2	22.7	25.1	31.3
인니	25.5	22.7	38.0	39.6	31.9	22.8	(17.7)	16.0	18.9	10.7
태국	86.3	51.5	68.2	77.5	69.9	151.6	124.3	42.1	40.5	85.0
영업이익 (YoY %)	229.1	1.4	30.4	76.8	51.6	13.0	30.2	34.9	47.6	30.8
국내	131.2	13.5	53.1	97.7	59.9	14.1	44.6	15.4	19.4	23.4
해외 및 연결조정	1797.3	(22.0)	(47.9)	3.9	26.8	10.7	(10.7)	231.3	234.8	58.9
지배순이익 (YoY %)	187.0	10.5	38.2	149.9	50.2	(57.7)	(37.8)	89.1	216.5	24.1

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	12,753	
Target PER	23	신흥시장 선점 감산. 업종 평균에 20% 할증
적정 주가	290,759	
목표 주가	290,000	
현재 주가	236,500	
상승 여력(%)	22.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,166	2,454	2,747	3,006
매출원가	1,748	1,999	2,233	2,441
매출총이익	418	455	514	565
판매비와관리비	243	225	244	259
조정영업이익	175	229	270	306
영업이익	175	229	270	306
비영업손익	-37	-69	-28	-27
금융손익	-38	-42	-41	-37
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	138	160	242	279
계속사업법인세비용	49	48	73	84
계속사업이익	88	112	169	195
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	88	112	169	195
지배주주	86	107	164	193
비지배주주	3	6	5	2
총포괄이익	120	108	169	195
지배주주	117	87	137	158
비지배주주	4	21	32	37
EBITDA	244	302	345	384
FCF	-92	7	131	160
EBITDA 마진율 (%)	11.3	12.3	12.6	12.8
영업이익률 (%)	8.1	9.3	9.8	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	4.4	6.0	6.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	73	160	231	260
당기순이익	88	112	169	195
비현금수익비용가감	186	185	188	198
유형자산감가상각비	64	67	70	73
무형자산상각비	5	5	5	4
기타	117	113	113	121
영업활동으로인한자산및부채의변동	-127	-21	-13	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-54	-48	-43
재고자산 감소(증가)	-20	-42	-35	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	34	32	28
법인세납부	-50	-73	-73	-84
투자활동으로 인한 현금흐름	-160	-169	-112	-111
유형자산처분(취득)	-161	-150	-100	-100
무형자산감소(증가)	-4	-7	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-8	-7	-6
기타투자활동	7	-4	-2	-2
재무활동으로 인한 현금흐름	68	36	-166	-66
장단기금융부채의 증가(감소)	166	119	-125	18
자본의 증가(감소)	0	-16	0	0
배당금의 지급	-6	0	-26	-26
기타재무활동	-92	-67	-15	-58
현금의 증가	-1	79	-32	141
기초현금	257	256	336	303
기말현금	256	336	303	444

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

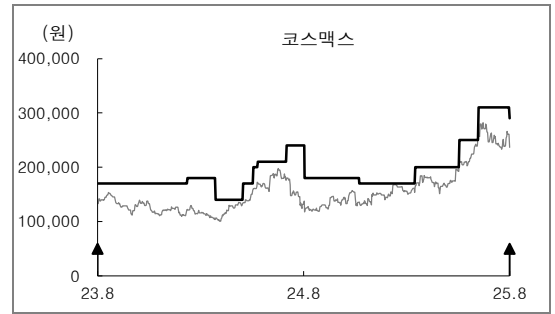
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	943	1,122	1,180	1,400
현금 및 현금성자산	256	336	303	444
매출채권 및 기타채권	356	410	459	502
재고자산	257	296	332	363
기타유동자산	74	80	86	91
비유동자산	991	1,095	1,131	1,164
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	778	875	904	931
무형자산	63	65	63	62
자산총계	1,934	2,217	2,311	2,564
유동부채	1,114	1,319	1,257	1,331
매입채무 및 기타채무	310	357	400	437
단기금융부채	656	790	665	683
기타유동부채	148	172	192	211
비유동부채	311	309	321	331
장기금융부채	223	207	207	207
기타비유동부채	88	102	114	124
부채총계	1,425	1,628	1,578	1,662
지배주주지분	474	531	669	836
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	12	12	12
이익잉여금	384	465	603	770
비지배주주지분	35	58	64	66
자본총계	509	589	733	902

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.7	25.2	16.4	13.9
P/CF (x)	6.2	9.0	7.5	6.8
P/B (x)	3.6	5.1	4.0	3.2
EV/EBITDA (x)	9.6	11.2	9.5	8.2
EPS (원)	7,560	9,386	14,445	17,010
CFPS (원)	24,144	26,217	31,508	34,657
BPS (원)	41,737	46,809	58,955	73,665
DPS (원)	2,300	2,300	2,300	2,300
배당성향 (%)	29.5	23.3	15.4	13.4
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	21.9	13.3	11.9	9.4
EBITDA증가율 (%)	39.4	23.6	14.5	11.0
조정영업이익증가율 (%)	51.6	30.8	17.9	13.2
EPS증가율 (%)	50.2	24.2	53.9	17.8
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.5	6.4	6.4
재고자산 회전율 (회)	9.1	8.9	8.7	8.7
매입채무 회전율 (회)	7.4	8.0	7.9	7.8
ROA (%)	5.1	5.4	7.5	8.0
ROE (%)	20.5	21.2	27.3	25.7
ROIC (%)	12.7	14.7	15.5	16.9
부채비율 (%)	280.0	276.1	215.4	184.4
유동비율 (%)	84.6	85.1	93.8	105.2
순차입금/자기자본 (%)	120.9	105.5	72.1	44.8
조정영업이익/금융비용 (x)	3.9	4.7	5.5	6.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2025.08.12	매수	290,000	-	-
2025.06.17	매수	310,000	-17.41	-9.03
2025.05.14	매수	250,000	-12.66	2.40
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



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

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 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
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.