

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 230,000원
현재주가(25/11/10)	189,500원
상승여력	21.4%

영업이익(25F,십억원)	205
Consensus 영업이익(25F,십억원)	224
EPS 성장률(25F,%)	-10.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	28.0
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	4,073.24
시가총액(십억원)	2,151
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	32.9
베타(12M) 일간수익률	0.38
52주 최저가(원)	128,700
52주 최고가(원)	282,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-7.3 -3.1 23.0
상대주가	-17.9 -38.7 -22.7



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

192820 · 화장품

코스맥스

마진이 또 아쉽다

3Q25 Review: 국내 수익성 하락

코스맥스의 3Q25 실적은 매출액 5,856억원(YoY +11%), 영업이익 427억원(YoY -2%)으로 시장 기대치를 하회했다. 한국 법인 수익성이 전년비 하락한 영향이 컸다. 전 분기부터 마진 레버리지가 제한되는 흐름이 관찰된다. 해외는 동남아가 둔화되었으나 중국, 미국이 개선되었다.

한국 매출액은 3,835억원(YoY +10%), 영업이익은 343억원(YoY -13%, OPM 9%)으로 성장과 수익성 전반 다소 아쉬웠다. 매출 측면에서는 소수의 전략 SKU(썬, 에센스, 크림 등)로만 성장이 집중되어 전체 성장이 제약되었다. 관세 영향에 의해서 고객사 오더 트렌드의 등락이 심해진 가운데 상위 고객사, 상위 SKU만 상대적으로 양호하게 유지된 것으로 해석한다. 수익성 측면에서는 믹스 악화가 부담이었다. 카테고리별 저마진 마스크 비중이 여전히 높았고, 고객사는 효율이 낮은 중소/신규 인디 브랜드가 다수 유입되었다(총 고객사 수 1,700여개→2,200여개로 확대).

해외는 실적 규모가 큰 중국이 회복되어 전반적으로 양호했다(지역별 YoY: 중국 +22%, 미국 +14%, 동남아 -15%). 중국은 매출 회복이 가속화되는 중이며(분기별 성장률 YoY: 1Q25 +3%, 2Q25 +1%, 3Q25 +22%), 저가 경쟁 속에서도 마진 역시 큰 흔들림 없이 유지하는 중으로 파악된다. 미국도 매출 반등에 비롯해 영업적자를 20억원 수준까지 축소하였다. 사측 목표인 분기 BEP 도달 가능성이 높아졌다.

국내 마진 레버리지 구간까지 시간 좀 더 소요될 듯

전 분기 주된 마진 압박 요인은 주력 고객사의 마스크 오더 강세였다. 하반기는 이와 더불어 외형 둔화와 저효율 고객사 유입이 추가적으로 부담을 더하는 상황이다. 마진 개선을 다시 확인하기까지 시간이 더 소요될 것으로 예상된다. 10월까지 영업상황도 유의미한 개선은 확인되지 않은 것으로 파악된다.

실적 추정치 하향을 반영하여 목표주가를 29만원에서 23만원으로 조정한다. 경쟁사 대비 할증 요인이었던 높은 성장성과 동남아 시장 선점 모멘텀도 현재 소강되었다. 실적 가시성을 확인한 후에 접근하는 것이 합리적이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,777	2,166	2,392	2,607	2,809
영업이익 (십억원)	116	175	205	243	273
영업이익률 (%)	6.5	8.1	8.6	9.3	9.7
순이익 (십억원)	57	86	77	145	170
EPS (원)	5,034	7,560	6,766	12,747	14,973
ROE (%)	12.1	20.5	16.1	26.9	25.4
P/E (배)	25.1	19.7	28.0	14.9	12.7
P/B (배)	4.0	3.6	4.5	3.6	2.9
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	2,392	2,607	2,809
국내	854	1,058	1,358	1,547	1,707	1,838
중국	557	547	574	600	625	655
상해	432	400	372	415	433	451
광저우	118	141	185	186	192	204
미국	164	140	137	135	149	164
동남아	87	111	157	173	189	216
인니	67	86	113	94	109	123
태국	19	26	44	79	80	92
영업이익	53	116	175	205	243	273
국내	43	87	139	155	172	189
해외 및 연결조정	10	29	37	51	71	84
세전이익	6	84	138	135	205	236
당기순이익	(16)	38	88	81	148	170
지배주주순이익	21	57	86	77	145	170
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	8.6	9.3	9.7
국내	5.0	8.2	10.2	10.0	10.1	10.3
해외 및 연결조정	1.4	4.0	4.5	6.0	7.9	8.6
매출액 (YoY %)	0.5	11.1	21.9	10.4	9.0	7.8
국내	0.1	23.8	28.4	14.0	10.3	7.7
중국	(11.8)	(1.7)	4.9	4.5	4.0	4.9
상해	(12.0)	(7.5)	(6.8)	11.4	4.4	4.2
광저우	(15.8)	18.8	31.4	0.5	3.3	6.4
미국	23.6	(14.8)	(2.0)	(1.8)	10.8	9.7
동남아	46.5	28.7	40.7	10.5	9.3	14.0
인니	71.1	27.9	31.9	(16.6)	15.4	13.2
태국	(2.0)	31.3	69.9	81.0	2.1	15.0
영업이익 (YoY %)	(56.7)	117.9	51.6	17.0	18.5	12.2
국내	(44.6)	102.1	59.9	11.6	11.4	9.9
해외 및 연결조정	(77.4)	184.2	26.8	37.6	40.2	17.8
지배주주순이익 (YoY %)	(72.0)	174.1	50.2	(10.5)	88.3	17.5

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2025년
매출액	527	551	530	558	2,166	589	624	586	595	2,392
국내	315	348	348	346	1,358	363	421	384	380	1,547
중국	157	148	114	155	574	163	149	140	149	600
상해	108	98	72	95	372	109	109	91	106	415
광저우	47	50	40	49	185	49	41	46	51	186
미국	39	36	33	30	137	29	30	37	39	135
동남아	34	36	43	44	157	54	44	37	39	173
인니	24	25	32	31	113	30	21	22	22	94
태국	10	10	11	13	44	24	23	15	17	79
영업이익	45	47	43	40	175	51	61	43	50	205
국내	30	35	40	35	139	34	50	34	36	155
해외 및 연결조정	15	12	4	5	37	17	11	8	14	51
세전이익	34	52	23	29	138	25	26	40	43	135
당기순이익	20	35	21	13	88	11	22	11	38	81
지배주주순이익	19	34	21	12	86	8	21	9	39	77
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.1	8.7	9.8	7.3	8.5	8.6
국내	9.5	9.9	11.4	10.0	10.2	9.5	11.9	8.9	9.5	10.0
해외 및 연결조정	7.3	6.0	2.1	2.5	4.5	7.6	5.4	4.2	6.6	6.0
매출액 (YoY %)	30.6	15.1	15.6	27.8	21.9	11.7	13.1	10.5	6.5	10.4
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	28.4	15.0	20.8	10.3	9.8	14.0
중국	28.6	(4.0)	(7.5)	5.1	4.9	3.4	0.7	22.4	(3.8)	4.5
상해	17.6	(12.9)	(15.8)	(14.0)	(6.8)	1.3	11.4	26.4	11.5	11.4
광저우	57.6	23.8	7.6	43.2	31.4	3.6	(17.0)	14.6	3.7	0.5
미국	43.2	(5.5)	(11.9)	(21.2)	(2.0)	(26.0)	(16.7)	13.5	31.0	(1.8)
동남아	38.3	29.8	44.7	48.6	40.7	59.2	23.2	(15.4)	(11.4)	10.5
인니	25.5	22.7	38.0	39.6	31.9	22.8	(17.7)	(33.4)	(28.5)	(16.6)
태국	86.3	51.5	68.2	77.5	69.9	151.6	124.3	36.9	31.2	81.0
영업이익 (YoY %)	229.1	1.4	30.4	76.8	51.6	13.0	30.2	(1.6)	26.6	17.0
국내	131.2	13.5	53.1	97.7	59.9	14.1	44.6	(13.2)	4.7	11.6
해외 및 연결조정	1797.3	(22.0)	(47.9)	3.9	26.8	10.7	(10.6)	114.7	172.3	37.6
지배순이익 (YoY %)	187.0	10.5	38.2	149.9	50.2	(57.7)	(37.8)	(57.3)	226.6	(10.5)

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 코스맥스 Valation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	12,250	
Target PER	18 업종 평균 적용	
적정 주가	225,407	
목표 주가	230,000	
현재 주가	189,500	
상승 여력(%)	21.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,166	2,392	2,607	2,809
매출원가	1,748	1,963	2,134	2,297
매출총이익	418	429	473	512
판매비와관리비	243	224	230	239
조정영업이익	175	205	243	273
영업이익	175	205	243	273
비영업손익	-37	-70	-38	-37
금융손익	-38	-42	-42	-38
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	138	135	205	236
계속사업법인세비용	49	54	57	66
계속사업이익	88	81	148	170
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	88	81	148	170
지배주주	86	77	145	170
비지배주주	3	4	3	0
총포괄이익	120	52	148	170
지배주주	117	14	41	47
비지배주주	4	38	107	124
EBITDA	244	278	319	351
FCF	-92	29	114	139
EBITDA 마진율 (%)	11.3	11.6	12.2	12.5
영업이익률 (%)	8.1	8.6	9.3	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	3.2	5.6	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	943	1,115	1,097	1,274
현금 및 현금성자산	256	387	308	425
매출채권 및 기타채권	356	379	413	445
재고자산	257	274	298	322
기타유동자산	74	75	78	82
비유동자산	991	1,051	1,084	1,115
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	778	838	867	893
무형자산	63	64	62	61
자산총계	1,934	2,166	2,182	2,388
유동부채	1,114	1,317	1,203	1,258
매입채무 및 기타채무	310	330	359	387
단기금융부채	656	828	671	684
기타유동부채	148	159	173	187
비유동부채	311	316	324	332
장기금융부채	223	222	222	222
기타비유동부채	88	94	102	110
부채총계	1,425	1,633	1,527	1,589
지배주주지분	474	479	598	742
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	12	12	12
이익잉여금	384	436	554	698
비지배주주지분	35	54	57	57
자본총계	509	533	655	799

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	73	161	214	239
당기순이익	88	81	148	170
비현금수익비용가감	186	206	175	182
유형자산감가상각비	64	68	71	74
무형자산상각비	5	5	5	4
기타	117	133	99	104
영업활동으로인한자산및부채의변동	-127	-1	-9	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-44	-33	-32
재고자산 감소(증가)	-20	-31	-25	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	28	22	21
법인세납부	-50	-86	-57	-66
투자활동으로 인한 현금흐름	-160	-145	-110	-109
유형자산처분(취득)	-161	-127	-100	-100
무형자산감소(증가)	-4	-9	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-3	-5	-5
기타투자활동	7	-6	-2	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	68	108	-184	-51
장단기금융부채의 증가(감소)	166	172	-158	13
자본의 증가(감소)	0	-16	0	0
배당금의 지급	-6	-26	-26	-26
기타재무활동	-92	-22	0	-38
현금의 증가	-1	131	-79	117
기초현금	257	256	387	308
기말현금	256	387	308	425

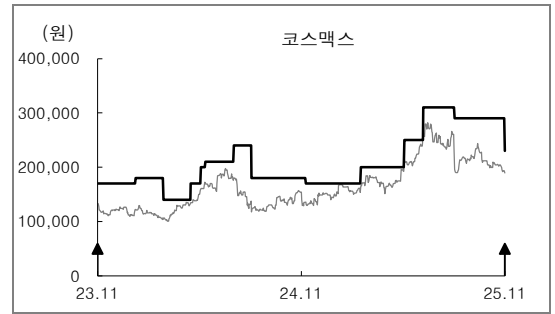
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.7	28.0	14.9	12.7
P/CF (x)	6.2	7.5	6.7	6.1
P/B (x)	3.6	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA (x)	9.6	10.2	8.6	7.5
EPS (원)	7,560	6,766	12,747	14,973
CFPS (원)	24,144	25,270	28,451	31,063
BPS (원)	41,737	42,258	52,706	65,380
DPS (원)	2,300	2,300	2,300	2,300
배당성향 (%)	29.5	32.3	17.6	15.3
배당수익률 (%)	1.5	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	21.9	10.4	9.0	7.8
EBITDA증가율 (%)	39.4	13.9	14.7	10.1
조정영업이익증가율 (%)	51.6	17.0	18.5	12.2
EPS증가율 (%)	50.2	-10.5	88.4	17.5
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.6	6.7	6.7
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.0	9.1	9.1
매입채무 회전율 (회)	7.4	8.2	8.3	8.2
ROA (%)	5.1	3.9	6.8	7.5
ROE (%)	20.5	16.1	26.9	25.4
ROIC (%)	12.7	11.7	15.1	16.3
부채비율 (%)	280.0	306.3	233.2	199.0
유동비율 (%)	84.6	84.6	91.2	101.3
순차입금/자기자본 (%)	120.9	117.4	83.5	55.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.9	4.2	4.9	6.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스맥스 (192820)				
2025.11.11	매수	230,000	-	-
2025.08.12	매수	290,000	-27.15	-16.03
2025.06.17	매수	310,000	-17.57	-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



* 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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.