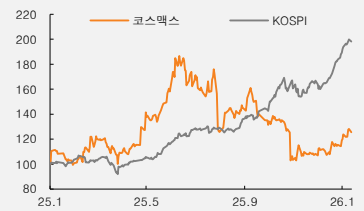


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	230,000원
현재주가(26/1/26)	189,900원
상승여력	21.1%

영업이익(25F,십억원)	193
Consensus 영업이익(25F,십억원)	200
EPS 성장률(25F,%)	-25.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	35.0
P/E(25F,x)	28.9
MKT P/E(25F,x)	17.1
KOSPI	4,949.59
시가총액(십억원)	2,155
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	36.5
베타(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	150,300
52주 최고가(원)	282,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.0	-19.9	15.9
상대주가	-2.4	-48.3	-40.6



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

코스맥스

아직 확인할게 남았다

4Q25 Preview: 국내/미국/동남아 부진↔중국 호조

코스맥스의 4Q25 실적은 매출액 5,660억원(YoY +1%), 영업이익 381억원(YoY -4%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 중국이 반등을 이어가겠으나, 그 외 지역에서 예상보다 저조한 상황이다. 국내는 계획 대비 성장이 약할 것으로 예상되며, 동남아는 현지 정세와 전년 베이스가 부담을 미칠 것이다. 미국은 당초 목표했던 BEP 시점이 지연되는 상황으로 파악된다.

국내 매출액 3,586억원(YoY +4%), 영업이익 286억원(YoY -18%, OPM 8%) 추정한다. 조업일수 축소와 상고하자 계절성으로 인해 신규 발주가 크지 않았다. 비수기에 발주가 약하게 들어오면서 마진도 전 분기에 이어 하락 기록할 전망이다.

미국은 매출액 331억원(YoY +11%), 적자지속 예상한다. 고객사 성수기 발주가 직전 분기에 상당 부분 인계되어 금번 분기 매출이 예상보다 약했다. 최근 실적 트렌드상 BEP 레벨은 매출 300억원 후반 이상으로 추정된다. 재차 향후 성수기 도래 시점이나 고객사 유입 효과가 나타나기를 기다려야 할 전망이다.

동남아는 매출액 346억원(YoY -21%), 이익 하락 예상한다. 인니는(YoY -29%) 로컬 고객사와 중국 브랜드 간 경쟁이 장기화되는 흐름이며, 태국은(YoY -3%) 수입 규제가 강화되어 일시적으로 출고가 지연되는 상황이다.

동남아의 부진을 중국이 일부 만회할 전망이다. 중국은 연결 매출액 1,690억원(YoY +9%), 이익 성장 예상한다. LOCO 프로젝트 기초 하에서 신규 고객사 발굴, 동남아와 협업을 적극적으로 전개하는 중이다. 상해 중심 회복이 뚜렷해지는 모습이다.

저가 매수라기엔 애매한 가격. 마진 개선 확인한 후 접근이 합리적

4분기 아쉬운 실적에도 불구하고 동사는 2026년 국내 매출 15% 성장을 목표하고 있다. 연초 영업상황은 다행히 양호한 것으로 파악된다. 상위 브랜드 전반 견조하며 에센스, 베이스메이크업 등 26년 전략 카테고리에 대한 영업도 촘촘히 진행 중이다.

다만 마진에 대한 리스크는 여전하다. 국내 마진 압박이 2H25부터 본격화된 바, 상반기까지 전년 베이스가 부담스럽고, 미국 BEP 시점이 지연되는 점도 아쉽다. 현재 주가는 12MF PER 17배로 가격 매력이 두드러지는 구간은 아니다. 마진 회복을 확인한 후 접근하는 것이 합리적이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,777	2,166	2,364	2,688	2,990
영업이익 (십억원)	116	175	193	232	264
영업이익률 (%)	6.5	8.1	8.2	8.6	8.8
순이익 (십억원)	57	86	64	127	152
EPS (원)	5,034	7,560	5,635	11,197	13,434
ROE (%)	12.1	20.5	13.5	24.1	23.9
P/E (배)	25.1	19.7	28.9	17.0	14.1
P/B (배)	4.0	3.6	3.9	3.7	3.1
배당수익률 (%)	0.4	1.5	1.4	1.4	1.6

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	2,364	2,688	2,990
국내	854	1,058	1,358	1,525	1,745	1,963
중국	557	547	574	620	696	751
상해	432	400	372	424	490	532
광저우	118	141	185	191	206	219
미국	164	140	137	129	149	170
동남아	87	111	157	169	193	213
인니	67	86	113	94	105	111
태국	19	26	44	74	88	102
영업이익	53	116	175	193	232	264
국내	43	87	139	147	169	190
해외 및 연결조정	10	29	37	46	63	74
세전이익	6	84	138	122	194	228
당기순이익	(16)	38	88	67	130	153
지배주주순이익	21	57	86	64	127	152
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.1	8.2	8.6	8.8
국내	5.0	8.2	10.2	9.6	9.7	9.7
해외 및 연결조정	1.4	4.0	4.5	5.5	6.6	7.2
매출액 (YoY %)	0.5	11.1	21.9	9.1	13.7	11.2
국내	0.1	23.8	28.4	12.4	14.4	12.5
중국	(11.8)	(1.7)	4.9	8.0	12.2	7.9
상해	(12.0)	(7.5)	(6.8)	13.7	15.6	8.7
광저우	(15.8)	18.8	31.4	3.2	8.4	6.0
미국	23.6	(14.8)	(2.0)	(6.1)	15.8	14.2
동남아	46.5	28.7	40.7	7.7	14.5	10.0
인니	71.1	27.9	31.9	(16.6)	11.1	5.8
태국	(2.0)	31.3	69.9	71.0	18.9	15.0
영업이익 (YoY %)	(56.7)	117.9	51.6	10.0	20.1	14.1
국내	(44.6)	102.1	59.9	6.1	14.9	12.5
해외 및 연결조정	(77.4)	184.2	26.8	24.9	36.6	18.4
지배주주순이익 (YoY %)	(72.0)	174.1	50.2	(25.4)	98.6	20.0

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스맥스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025년
매출액	527	551	530	558	2,166	589	624	586	566	2,364
국내	315	348	348	346	1,358	363	421	384	359	1,525
중국	157	148	114	155	574	163	149	140	169	620
상해	108	98	72	95	372	109	109	91	115	424
광저우	47	50	40	49	185	49	41	46	55	191
미국	39	36	33	30	137	29	30	37	33	129
동남아	34	36	43	44	157	54	44	37	35	169
인니	24	25	32	31	113	30	21	22	22	94
태국	10	10	11	13	44	24	23	15	12	74
영업이익	45	47	43	40	175	51	61	43	38	193
국내	30	35	40	35	139	34	50	34	29	147
해외 및 연결조정	15	12	4	5	37	17	11	8	10	46
세전이익	34	52	23	29	138	25	26	40	31	122
당기순이익	20	35	21	13	88	11	22	11	24	67
지배주주순이익	19	34	21	12	86	8	21	9	26	64
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.1	8.7	9.8	7.3	6.7	8.2
국내	9.5	9.9	11.4	10.0	10.2	9.5	11.9	8.9	8.0	9.6
해외 및 연결조정	7.3	6.0	2.1	2.5	4.5	7.6	5.4	4.2	4.6	5.5
매출액 (YoY %)	30.6	15.1	15.6	27.8	21.9	11.7	13.1	10.5	1.4	9.1
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	28.4	15.0	20.8	10.3	3.6	12.4
중국	28.6	(4.0)	(7.5)	5.1	4.9	3.4	0.7	22.4	9.0	8.0
상해	17.6	(12.9)	(15.8)	(14.0)	(6.8)	1.3	11.4	26.4	20.7	13.7
광저우	57.6	23.8	7.6	43.2	31.4	3.6	(17.0)	14.6	13.8	3.2
미국	43.2	(5.5)	(11.9)	(21.2)	(2.0)	(26.0)	(16.7)	13.5	11.2	(6.1)
동남아	38.3	29.8	44.7	48.6	40.7	59.2	23.2	(15.4)	(21.3)	7.7
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	(3.3)	71.0
영업이익 (YoY %)	229.1	1.4	30.4	76.8	51.6	13.0	30.2	(1.6)	(4.4)	10.0
국내	131.2	13.5	53.1	97.7	59.9	14.1	44.6	(13.2)	(17.5)	6.1
해외 및 연결조정	1797.3	(22.0)	(47.9)	3.9	26.8	10.7	(10.6)	115.3	82.4	24.9
지배순이익 (YoY %)	187.0	10.5	38.2	149.9	50.2	(57.7)	(37.8)	(57.5)	118.8	(25.4)

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 코스맥스 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	11,385	
Target PER(배)	20	업종 평균 적용
적정 주가	225,413	
목표 주가	230,000	
현재 주가	189,900	
상승 여력(%)	21.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,166	2,364	2,688	2,990
매출원가	1,748	1,939	2,201	2,445
매출총이익	418	425	487	545
판매비와관리비	243	231	256	280
조정영업이익	175	193	232	264
영업이익	175	193	232	264
비영업손익	-37	-71	-38	-36
금융손익	-38	-40	-42	-39
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	138	122	194	228
계속사업법인세비용	49	55	64	75
계속사업이익	88	67	130	153
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	88	67	130	153
지배주주	86	64	127	152
비지배주주	3	3	3	0
총포괄이익	120	52	130	153
지배주주	117	46	115	135
비지배주주	4	6	15	18
EBITDA	244	266	308	343
FCF	-92	127	92	118
EBITDA 마진율 (%)	11.3	11.3	11.5	11.5
영업이익률 (%)	8.1	8.2	8.6	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	2.7	4.7	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	943	1,057	1,113	1,293
현금 및 현금성자산	256	357	322	417
매출채권 및 기타채권	356	361	410	456
재고자산	257	261	296	330
기타유동자산	74	78	85	90
비유동자산	991	1,074	1,109	1,141
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	778	864	893	919
무형자산	63	66	64	63
자산총계	1,934	2,131	2,222	2,434
유동부채	1,114	1,314	1,289	1,367
매입채무 및 기타채무	310	314	357	397
단기금융부채	656	849	760	779
기타유동부채	148	151	172	191
비유동부채	311	292	305	316
장기금융부채	223	203	203	203
기타비유동부채	88	89	102	113
부채총계	1,425	1,606	1,594	1,683
지배주주지분	474	477	579	700
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	12	12	12
이익잉여금	384	422	523	645
비지배주주지분	35	48	50	51
자본총계	509	525	629	751

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	73	277	192	218
당기순이익	88	67	130	153
비현금수익비용가감	186	205	182	193
유형자산감가상각비	64	68	71	74
무형자산상각비	5	5	5	5
기타	117	132	106	114
영업활동으로인한자산및부채의변동	-127	121	-14	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-11	-49	-45
재고자산 감소(증가)	-20	-16	-36	-33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	9	32	30
법인세납부	-50	-82	-64	-75
투자활동으로 인한 현금흐름	-160	-171	-112	-111
유형자산처분(취득)	-161	-145	-100	-100
무형자산감소(증가)	-4	-10	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-1	-7	-7
기타투자활동	7	-15	-2	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	68	-41	-165	-116
장단기금융부채의 증가(감소)	166	173	-89	19
자본의 증가(감소)	0	-16	0	0
배당금의 지급	-6	-26	-26	-31
기타재무활동	-92	-172	-50	-104
현금의 증가	-1	100	-35	95
기초현금	257	256	357	322
기말현금	256	357	322	417

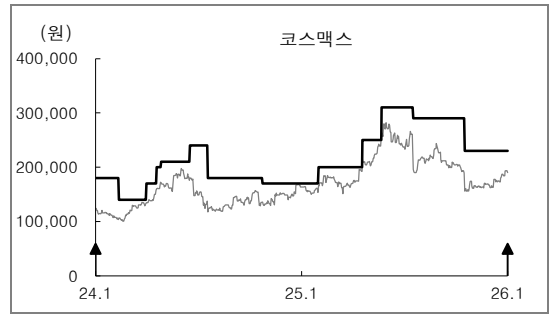
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.7	28.9	17.0	14.1
P/CF (x)	6.2	6.8	6.9	6.2
P/B (x)	3.6	3.9	3.7	3.1
EV/EBITDA (x)	9.6	9.6	9.1	7.9
EPS (원)	7,560	5,635	11,197	13,434
CFPS (원)	24,144	24,025	27,447	30,471
BPS (원)	41,737	42,073	50,971	61,706
DPS (원)	2,300	2,300	2,700	3,000
배당성향 (%)	29.5	38.8	23.6	22.3
배당수익률 (%)	1.5	1.4	1.4	1.5
매출액증가율 (%)	21.9	9.1	13.7	11.2
EBITDA증가율 (%)	39.4	9.1	15.6	11.4
조정영업이익증가율 (%)	51.6	10.0	20.1	14.1
EPS증가율 (%)	50.2	-25.5	98.7	20.0
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.7	7.1	7.0
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.1	9.6	9.5
매입채무 회전율 (회)	7.4	8.3	8.8	8.7
ROA (%)	5.1	3.3	6.0	6.6
ROE (%)	20.5	13.5	24.1	23.9
ROIC (%)	12.7	9.8	13.2	14.4
부채비율 (%)	280.0	306.1	253.5	224.2
유동비율 (%)	84.6	80.5	86.4	94.6
순차입금/자기자본 (%)	120.9	124.1	94.9	69.2
조정영업이익/금융비용 (x)	3.9	4.1	4.7	5.6

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	-27.28	-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



* 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 주가하락이 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 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 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.