

코스맥스 (192820)

성수기 앞두고 실적이 먼저 왔다

실적 호조 기반 목표주가 상향

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 261,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25~26F EPS 에 목표 PER 20 배를 적용하였다. 1 분기 실적 호조를 반영하고 산정 기준을 12M FWD EPS 에서 25~26F EPS 평균으로 변경한 점을 고려해 상향 조정하였다. 1 분기 실적은 매출액 5,886 억 원(+12% YoY), 영업이익 513 억 원(13% YoY)으로 영업이익 시장기대치 460 억원을 상회하였다. 국내 인디 브랜드 수주 호조와 동남아 법인의 고성장(인도네시아 +23% YoY, 태국 +152% YoY), 자회사 실적 기여 확대(코스맥스네오, 씨엠테크 영업이익 40~50 억 원)가 실적 개선을 이끌었다. 한국 법인은 매출액 3,628 억 원(+15% YoY), 영업이익 343 억 원(OPM 9.4%)을 기록했으며, 기초:색조 비중은 53:47, Top10 고객사 매출 비중은 50%로 유지되었다.

2Q25 Preview: 외형·수익성 동반 개선, 자외선차단제가 견인

2분기 코스맥스 한국법인은 매출 4,270억 원(+23% YoY), 영업이익 510억 원(OPM 11.9%, +2.0%p YoY)이 예상된다. 작년 2분기~4분기까지 국내 매출액이 3,480억 원 내외에서 정체된 반면, 올해는 자외선차단제 성수기 효과와 CAPA 확충이 맞물리며 외형 확대가 가능해졌다. 생산능력은 2024년 말 7.8억 개 → 2025년 1분기 말 9.7억 개 → 연말 10억 개 목표로 증가 중이다. 수익성은 겔 마스크팩 비중 확대로 원가율이 높아졌던 1분기와 달리, 2분기에는 고마진 자외선차단제 중심의 제품 믹스 개선과 2024년 대비 대손충당금 축소 효과로 이익률 개선이 기대된다. 중국 상해 법인은 1분기 영업이익률 5%를 상회했고, 2분기에도 신규 고객 확보 및 기존 거래 확대로 5% 전후 유지 가능성이 있다. 또한 코스맥스네오와 씨엠테크는 1분기 40~50억 원의 영업이익을 기여했으며, 2분기에도 유사한 수준의 실적 기여가 이어질 전망이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,775	21,661	24,876	27,800
영업이익	1,157	1,754	2,300	2,740
지배순이익	571	858	1,280	1,690
PER	20.1	18.3	18.6	14.1
PBR	3.2	3.3	3.9	3.0
EV/EBITDA	8.9	9.0	10.0	8.4
ROE	12.1	20.5	23.7	24.3

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **261,000원 (U)**

직전 목표주가 **220,000원**

현재주가 (5/16) **210,000원**

상승여력 **24%**

시가총액	23,834억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	173억원
60일 평균 거래량	99,283주
52주 고/저	214,000원 / 117,700원
외인지분율	35.43%
배당수익률	1.54%
주요주주	코스맥스비티아이 외 10인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.4	37.8	30.1
상대	15.9	35.9	36.4
절대 (달러환산)	27.7	43.1	25.9

코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q.25	2Q.25E	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	5,268	5,515	5,298	5,580	21,661	5,886	6,470	6,180	6,340	24,876
코스맥스[별도]	3,154	3,482	3,478	3,463	13,577	3,628	4,270	4,170	4,100	16,168
코스맥스 이스트	1,574	1,476	1,144	1,550	5,743	1,627	1,550	1,190	1,600	5,967
상하이 법인	1,076	975	720	953	3,724	1,090	990	730	960	3,770
광저우 법인	468	495	397	487	1,847	485	510	410	500	1,905
코스맥스 웨스트	388	360	325	298	1,371	287	270	280	270	1,107
코스맥스 인도네시아	241	254	323	314	1,132	296	320	400	380	1,396
코스맥스 타일랜드	95	103	111	126	435	239	230	240	240	949
YoY	31	15	16	28	22	12	17	17	14	15
코스맥스[별도]	30	25	21	40	28	15	23	20	18	19
코스맥스 이스트	29	-4	-8	5	5	3	5	4	3	4
상하이 법인	18	-13	-16	-14	-7	1	2	1	1	1
광저우 법인	58	24	8	43	31	4	3	3	3	3
코스맥스 웨스트	43	-6	-12	-21	-2	-26	-25	-14	-9	-19
코스맥스 인도네시아	26	23	38	40	32	23	26	24	21	23
코스맥스 타일랜드	87	51	70	78	70	152	123	116	90	118
영업이익	455	467	434	398	1,754	513	620	600	567	2,300
코스맥스[별도]	301	345	395	346	1,387	343	510	490	427	1,770
해외 및 기타	154	122	39	52	367	170	110	110	140	530
영업이익률	9	8	8	7	8	9	10	10	9	9
코스맥스[별도]	10	10	11	10	10	9	12	12	10	11

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	6,420	25,090	28,000	6,470	24,876	27,800	+0.8%	-0.9%	-0.7%
영업이익	560	2,030	2,600	620	2,300	2,740	+10.7%	+13.3%	+5.4%
OPM	8.7%	8.1%	9.3%	9.6%	9.2%	9.9%	+0.9%p	+1.2%p	+0.6%p

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,280	1,690	
주식수 (만주)	1,135	1,135	보통주 기말 발행 주식수 (자기주식수 제외)
EPS (원)	11,278	14,891	25~26F 평균 EPS
적정 PER (배)	20	20	
적정주가 (원)	225,560	297,810	261,000원
상승여력 (%)	7.4	41.8	24%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 지역별 CAPA 및 가동률

(단위: 억개, %)

	CAPA(억 개)			가동률(%)		
	2023	2024	2025F	2023	2024	2025.1Q
코스맥스	23.8	25.3	27.4			
한국	6.5	7.8	9.9	62	67	53
중국 상하이	6.9	6.9	6.9	68	56	59
중국 광저우	3.1	3.1	3.1	36	37	34
중국 잇센 JV	3.2	3.4	3.4	5	11	12
미국	1.0	1.0	1.0	61	56	41
인도네시아	2.1	2.1	2.1	25	31	37
태국	1.0	1.0	1.0	—	—	—

주: 2025년 1분기 가동률은 1분기 생산실적을 기준으로 연산하여 산출, 자료: DART, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 한국법인 2025년 1분기 주요 제품



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,775	21,661	24,876	27,800	30,500
매출원가	14,838	17,479	20,400	22,740	24,850
매출총이익	2,936	4,182	4,476	5,060	5,650
판매비	1,780	2,428	2,176	2,320	2,450
영업이익	1,157	1,754	2,300	2,740	3,200
EBITDA	1,751	2,442	2,988	3,428	3,888
영업외손익	-315	-378	-500	-470	-440
외환관련손익	-11	157	0	0	0
이자손익	-256	-383	-429	-410	-381
관계기업관련손익	-19	0	0	0	0
기타	-29	-152	-71	-60	-59
법인세비용차감전순이익	842	1,376	1,800	2,270	2,760
법인세비용	464	492	480	520	560
계속사업순이익	378	884	1,319	1,750	2,200
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	378	884	1,319	1,750	2,200
지배지분순이익	571	858	1,280	1,690	2,120
포괄순이익	292	1,202	1,637	2,067	2,517
지배지분포괄이익	514	1,166	1,589	2,006	2,443

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,310	730	1,868	2,349	2,837
당기순이익	378	884	1,319	1,750	2,200
감가상각비	557	635	635	635	635
외환손익	18	-132	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	19	0	0	0	0
자산부채의 증감	788	-1,273	-565	-514	-476
기타현금흐름	551	615	478	478	478
투자활동 현금흐름	-1,045	-1,600	-1,363	-956	-1,951
투자자산	-203	-49	-68	-61	-57
유형자산 증가 (CAPEX)	-863	-1,649	-1,400	-1,000	-2,000
유형자산 감소	49	39	50	50	50
기타현금흐름	-28	59	54	55	56
재무활동 현금흐름	-392	675	-1,171	-1,490	-1,505
단기차입금	875	760	17	-303	-318
사채 및 장기차입금	173	899	0	0	0
자본	-2,582	-1	0	0	0
현금배당	0	-57	-261	-261	-261
기타현금흐름	1,143	-927	-927	-927	-927
연결범위변동 등 기타	4	189	799	848	833
현금의 증감	877	-7	134	750	215
기초 현금	1,694	2,571	2,564	2,698	3,448
기말 현금	2,571	2,564	2,698	3,448	3,662
NOPLAT	1,157	1,754	2,300	2,740	3,200
FCF	1,447	-920	468	1,349	837

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

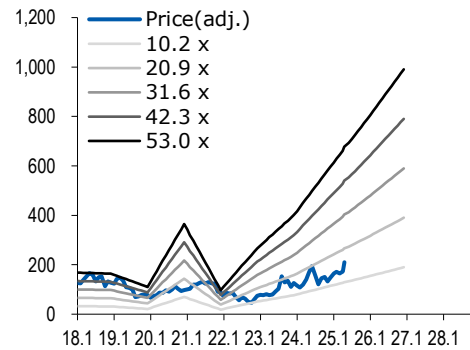
재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,216	9,425	10,530	12,164	13,194
현금및현금성자산	2,569	2,564	2,698	3,448	3,662
매출채권 및 기타채권	2,827	3,566	4,096	4,577	5,022
재고자산	2,184	2,570	2,952	3,299	3,619
비유동자산	7,354	9,912	10,642	10,965	12,284
유형자산	5,468	7,784	8,499	8,814	10,128
관계기업 등 지분관련 자산	362	10	11	13	14
기타투자자산	455	549	615	675	731
자산총계	15,571	19,337	21,172	23,128	25,478
유동부채	9,894	11,142	11,470	11,501	11,485
매입채무 및 기타채무	3,646	3,678	3,854	4,066	4,254
단기차입금	4,027	4,644	4,444	3,944	3,444
유동성장기부채	347	451	451	451	451
비유동부채	2,092	3,107	3,238	3,357	3,466
장기차입금	585	1,490	1,490	1,490	1,490
사채	475	387	387	387	387
부채총계	11,985	14,249	14,708	14,858	14,951
지배지분	3,625	4,734	6,070	7,817	9,993
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	285	285	285	285	285
이익잉여금	3,131	3,836	4,855	6,283	8,143
비지배지분	-40	354	394	454	533
자본총계	3,586	5,088	6,464	8,270	10,527
순차입금	4,152	5,833	5,706	4,644	4,102
총차입금	7,126	8,785	8,802	8,499	8,182

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,034	7,560	11,276	14,889	18,680
BPS	31,952	41,725	53,503	68,895	88,079
EBITDAPS	15,430	21,517	26,328	30,205	34,258
SPS	156,614	190,853	219,181	244,945	268,734
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300
PER	20.1	18.3	18.6	14.1	11.2
PBR	3.2	3.3	3.9	3.0	2.4
EV/EBITDA	8.9	9.0	10.0	8.4	7.3
PSR	0.6	0.7	1.0	0.9	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	11.1	21.9	14.8	11.8	9.7
영업이익 증가율 (%)	117.9	51.6	31.1	19.1	16.8
지배순이익 증가율 (%)	174.1	50.2	49.2	32.0	25.5
매출총이익률 (%)	16.5	19.3	18.0	18.2	18.5
영업이익률 (%)	6.5	8.1	9.2	9.9	10.5
지배순이익률 (%)	3.2	4.0	5.1	6.1	7.0
EBITDA 마진 (%)	9.9	11.3	12.0	12.3	12.7
ROIC	6.9	13.0	15.4	17.6	19.2
ROA	3.9	4.9	6.3	7.6	8.7
ROE	12.1	20.5	23.7	24.3	23.8
부채비율 (%)	334.3	280.0	227.5	179.7	142.0
순차입금/자기자본 (%)	114.5	123.2	94.0	59.4	41.1
영업이익/금융비용 (배)	3.6	3.9	4.6	5.6	6.7

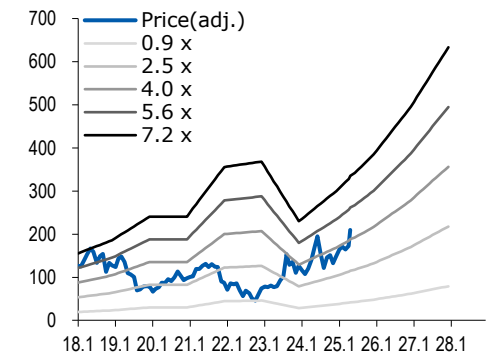
P/E band chart

(천 원)



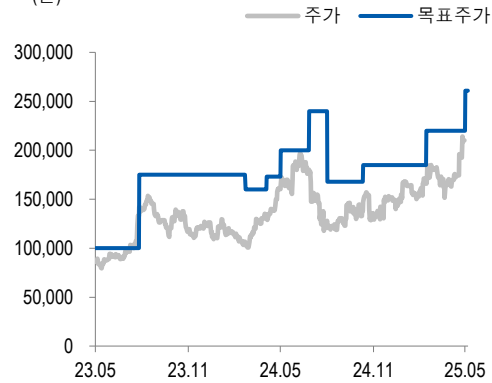
P/B band chart

(천 원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-19	BUY	261,000	1년		
2025-03-04	BUY	220,000	1년	-19.87	-2.73
2024-10-30	BUY	185,000	1년	-19.05	-7.41
2024-08-20	BUY	168,000	1년	-22.00	-12.92
2024-07-15	BUY	240,000	1년	-39.63	-25.63
2024-05-20	BUY	200,000	1년	-11.55	-1.10
2024-04-22	BUY	173,000	1년	-17.23	-6.71
2024-03-11	BUY	160,000	1년	-25.01	-15.44
2023-08-14	BUY	175,000	1년	-28.85	-12.29

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.