코스맥스 (192820)

이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
doyub.kim@yuantakorea.com

3Q 영업이익 컨센 하회 전망

3Q25 Preview: 영업이익 시장기대치 하회 전망

3Q25E 실적은 매출액 5,780억원(+9% YoY), 영업이익 520억원(+20% YoY)으로 영업이익 시장기대치 589억원을 하회할 것으로 예상된다. 실적 부진의 주요인은 한국 법인 매출 둔화다. 코스맥스[별도]는 매출액 3,850억원(+11% YoY), 영업이익 400억원(OPM 10.4%)으로, 당초 동사가 제시한 가이던스(+mid-teen) 대비 낮은 수준이다.

8월 수출 둔화 및 색조 매출 성장세 약화

부진의 핵심 요인은 8월 수출 둔화와 색조 카테고리 약세로 판단된다. 관세 이슈로 일부 거래선의 출하가 7월로 선반영된 가운데, 8월 수출액이 전월 대비 큰 폭으로 감소하며 월별 매출 공백이 발생한 것으로 보인다.

주요 색조 브랜드의 발주가 축소되며 성장률이 예상치를 하회한 것으로 추정된다. 반면 기초 중심 브랜드는 견조한 수요를 유지하며 포트폴리오 내 비중을 확대한 것으로 파악된다.

제품 믹스 측면에서는 선케어 성수기(2Q) 이후 계절적 매출 둔화가 불가피했고, 마스크팩·겔 시리즈 등 원가율이 높은 품목 비중이 유지되며 수익성 개선 폭은 제한될 전망이다. 기초 비중이 확대되었으나, 전체 믹스 개선 효과는 제한적일 것으로 예상된다.

9월 회복세 진입, 4분기 실적 개선 여지는 존재

9월 들어 재주문이 유입되며 월별 출하량은 회복세를 보이고 있다. 거래선 재고 조정이 마무리되며 4분기에는 블랙프라이데이·아마존 프라임데이 등 주요 시즌성 이벤트를 앞두고 수요 모멘텀이 강화될 전망이다. 특히 기초 브랜드의 견조한 성장과 신규 고객사 확장이 지속되고 있어, 4분기에는 매출 성장률 회복과 수익성 개선이 가능할 것으로 본다.

다만 색조 카테고리의 회복 속도와 제품 사이클 전환 시점이 중기 마진 레벨 회복의 핵심 변수로 판단한다. 코스맥스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 288,000원을 유지한다.

BUY (M)

목표주가	288,000원 (M)
직전 목표주가	288,000원
현재주가 (9/29)	228,000원
상승여력	26%

시가총액	25,877억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	264억원
60일 평균 거래량	117,333주
52주 고/저	282,000원 / 128,700원
외인지분율	33.40%
배당수익률	1.54%
주요주주	코스맥스비티아이 외 10인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.3	(15.7)	58.3
상대	(2.2)	(24.9)	22.3
절대 (달러환산)	4.7	(18.2)	49.3

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,775	21,661	23,931	26,300
영업이익	1,157	1,754	2,132	2,570
지배순이익	571	858	1,209	1,560
PER	20.1	18.3	21.4	16.6
PBR	3.2	3.3	4.3	3.4
EV/EBITDA	8.9	9.0	11.0	9.1
ROE	12.1	20.5	22.5	22.9

자료: 유안타증권

[Fig. 1] 코스맥스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q.25	2Q.25	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	**5,268**	**5,515**	**5,298**	**5,580**	**21,661**	**5,886**	**6,236**	**5,780**	**6,030**	**23,931**
코스맥스[별도]	3,154	3,482	3,478	3,463	13,577	3,628	4,205	3,850	3,860	15,543
코스맥스 이스트	1,574	1,476	1,144	1,550	5,743	1,627	1,486	1,300	1,600	6,013
상하이 법인	1,076	975	720	953	3,724	1,090	1,086	850	1,100	4,126
광저우 법인	468	495	397	487	1,847	485	411	450	500	1,846
코스맥스 웨스트	388	360	325	298	1,371	287	300	360	330	1,277
코스맥스 인도네시아	241	254	323	314	1,132	296	209	260	250	1,015
코스맥스 타일랜드	95	103	111	126	435	239	231	160	180	810
YoY	*31*	*15*	*16*	*28*	*22*	*12*	*13*	*9*	*8*	*10*
코스맥스[별도]	*30*	*25*	*21*	*40*	*28*	*15*	*21*	*11*	*11*	*14*
코스맥스 이스트	*29*	*-4*	*-8*	*5*	*5*	*3*	*1*	*14*	*3*	*5*
상하이 법인	*18*	*-13*	*-16*	*-14*	*-7*	*1*	*11*	*18*	*15*	*11*
광저우 법인	*58*	*24*	*8*	*43*	*31*	*4*	*-17*	*13*	*3*	*0*
코스맥스 웨스트	*43*	*-6*	*-12*	*-21*	*-2*	*-26*	*-17*	*11*	*11*	*-7*
코스맥스 인도네시아	*26*	*23*	*38*	*40*	*32*	*23*	*-18*	*-20*	*-20*	*-10*
코스맥스 타일랜드	*87*	*51*	*70*	*78*	*70*	*152*	*124*	*44*	*43*	*86*
영업이익	455	467	434	398	1,754	513	608	520	490	2,132
코스맥스[별도]	301	345	395	346	1,387	343	499	400	365	1,607
해외 및 기타	154	122	39	52	367	170	109	120	125	524
영업이익률	*9*	*8*	*8*	*7*	*8*	*9*	*10*	*9*	*8*	*9*
코스맥스[별도]	*10*	*10*	*11*	*10*	*10*	*9*	*12*	*10*	*9*	*10*

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 코스맥스 실적 추정 변경 내역 (단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E
매출액	5,980	24,201	26,550	5,780	23,931	26,300	*-3.3%*	*-1.1%*	*-0.9%*
영업이익	540	2,200	2,680	520	2,132	2,570	*-3.7%*	*-3.1%*	*-4.1%*
OPM	*9.0%*	*9.1%*	*10.1%*	*9.0%*	*8.9%*	*9.8%*	-	*-0.2%p*	*-0.3%p*

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**17,775**	**21,661**	**23,931**	**26,300**	**29,000**
매출원가	14,838	17,479	19,500	21,300	23,500
매출총이익	2,936	4,182	4,431	5,000	5,500
판관비	1,780	2,428	2,300	2,430	2,510
영업이익	**1,157**	**1,754**	**2,132**	**2,570**	**2,990**
EBITDA	1,751	2,442	2,832	3,301	3,759
영업외손익	-315	-378	-532	-500	-490
외환관련손익	-11	157	-200	-150	-130
이자손익	-256	-383	-413	-375	-333
관계기업관련손익	-19	0	0	0	0
기타	-29	-152	81	25	-27
법인세비용차감전순손익	842	1,376	1,600	2,070	2,500
법인세비용	464	492	350	450	540
계속사업순손익	378	884	1,249	1,620	1,960
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	378	884	1,249	1,620	1,960
지배지분순이익	**571**	**858**	**1,209**	**1,560**	**1,880**
포괄순이익	292	1,202	1,567	1,938	2,278
지배지분포괄이익	514	1,166	1,521	1,880	2,211

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**2,310**	**730**	**2,174**	**2,451**	**2,752**
당기순이익	378	884	1,249	1,620	1,960
감가상각비	557	635	658	697	742
외환손익	18	-132	200	150	130
종속,관계기업관련손익	19	0	0	0	0
자산부채의 증감	788	-1,273	-401	-418	-476
기타현금흐름	551	615	468	403	396
투자활동 현금흐름	**-1,045**	**-1,600**	**-853**	**-1,052**	**-1,154**
투자자산	-203	-49	-48	-50	-57
유형자산 증가 (CAPEX)	-863	-1,649	-900	-1,100	-1,200
유형자산 감소	49	39	37	41	47
기타현금흐름	-28	59	57	57	56
재무활동 현금흐름	**-392**	**675**	**-1,534**	**-1,528**	**-1,505**
단기차입금	875	760	-147	-140	-118
사채 및 장기차입금	173	899	-200	-200	-200
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	849	969	1,031
현금의 증감	**877**	**-7**	**635**	**841**	**1,124**
기초 현금	1,694	2,571	2,564	3,200	4,040
기말 현금	2,571	2,564	3,200	4,040	5,164
NOPLAT	**1,157**	**1,754**	**2,132**	**2,570**	**2,990**
FCF	**1,447**	**-920**	**1,274**	**1,351**	**1,552**

재무상태표					(단위: 억원)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**8,216**	**9,425**	**10,746**	**12,303**	**14,243**
현금및현금성자산	2,569	2,564	3,200	4,040	5,164
매출채권 및 기타채권	2,827	3,566	3,940	4,330	4,775
재고자산	2,184	2,570	2,840	3,121	3,441
비유동자산	7,354	9,912	10,123	10,500	10,940
유형자산	5,468	7,784	7,990	8,352	8,763
관계기업등 지분관련자산	362	10	11	12	13
기타투자자산	455	549	596	644	700
자산총계	**15,571**	**19,337**	**20,869**	**22,803**	**25,183**
유동부채	9,894	11,142	11,475	11,837	12,290
매입채무 및 기타채무	3,646	3,678	4,063	4,465	4,924
단기차입금	4,027	4,644	4,344	4,044	3,744
유동성장기부채	347	451	451	451	451
비유동부채	2,092	3,107	3,000	2,896	2,805
장기차입금	585	1,490	1,290	1,090	890
사채	475	387	387	387	387
부채총계	**11,985**	**14,249**	**14,475**	**14,732**	**15,096**
지배지분	3,625	4,734	6,000	7,617	9,553
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	285	285	285	285	285
이익잉여금	3,131	3,836	4,784	6,083	7,702
비지배지분	-40	354	394	454	534
자본총계	**3,586**	**5,088**	**6,394**	**8,071**	**10,087**
순차입금	**4,152**	**5,833**	**4,843**	**3,655**	**2,204**
총차입금	7,126	8,785	8,438	8,098	7,781

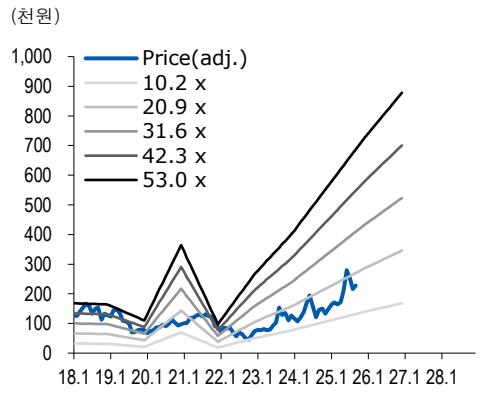
Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,034	7,560	10,656	13,746	16,564
BPS	31,952	41,725	52,883	67,132	84,200
EBITDAPS	15,430	21,517	24,951	29,088	33,124
SPS	156,614	190,853	210,858	231,728	255,518
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300
PER	**20.1**	**18.3**	**21.4**	**16.6**	**13.8**
PBR	**3.2**	**3.3**	**4.3**	**3.4**	**2.7**
EV/EBITDA	**8.9**	**9.0**	**11.0**	**9.1**	**7.6**
PSR	**0.6**	**0.7**	**1.1**	**1.0**	**0.9**

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**11.1**	**21.9**	**10.5**	**9.9**	**10.3**
영업이익 증가율 (%)	**117.9**	**51.6**	**21.5**	**20.6**	**16.3**
지배순이익 증가율 (%)	**174.1**	**50.2**	**41.0**	**29.0**	**20.5**
매출총이익률 (%)	16.5	19.3	18.5	19.0	19.0
영업이익률 (%)	**6.5**	**8.1**	**8.9**	**9.8**	**10.3**
지배순이익률 (%)	3.2	4.0	5.1	5.9	6.5
EBITDA 마진 (%)	9.9	11.3	11.8	12.6	13.0
ROIC	6.9	13.0	15.9	18.4	20.4
ROA	3.9	4.9	6.0	7.1	7.8
ROE	**12.1**	**20.5**	**22.5**	**22.9**	**21.9**
부채비율 (%)	334.3	280.0	226.4	182.5	149.6
순차입금/자기자본 (%)	114.5	123.2	80.7	48.0	23.1
영업이익/금융비용 (배)	3.6	3.9	4.3	5.5	6.6

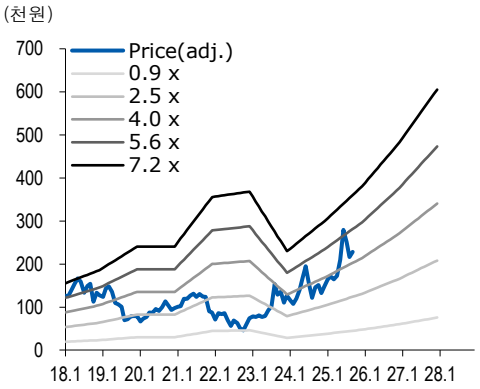
자료: 유안타증권

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

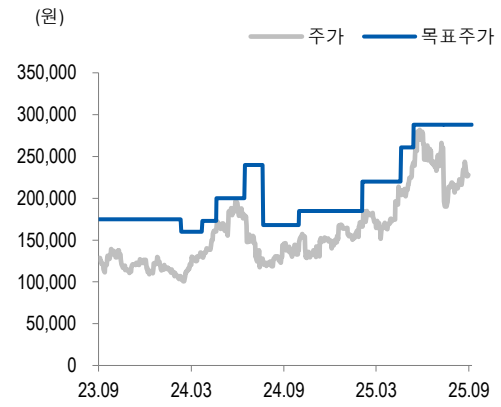
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-30	BUY	288,000	1년		
2025-08-12	BUY	288,000	1년		
2025-06-13	BUY	288,000	1년	-11.04	-2.08
2025-05-19	BUY	261,000	1년	-16.98	-7.09
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
2024-03-11	BUY	160,000	1년	-25.01	-15.44

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	93.1
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-30

※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.