

EARNINGS
REVIEW

코스맥스 (192820/KS)

흔들린 수익성

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 3분기 영업이익 시장 컨센서스 하회

Key: 코스맥스 별도 법인 수익성 감소, 인도네시아 시장 경쟁 심화

Step: 산업 성장 모멘텀이 강해지는 구간을 기다리자

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(하향)

현재주가: 189,500 원

상승여력: 26.6%

STOCK DATA

주가(25/11/10)	189,500 원
KOSPI	4,073.24 pt
52 주 최고가	282,000 원
60 일 평균 거래대금	24 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,135 만주
시가총액	2,151 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외	27.51%
10)	
국민연금공단	13.37%
이구이 지보유	27.05%
주가 및 상대수익률	



3Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 하회

동사의 3분기 연결 실적은 매출액 5,856 억 원(+10.5% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 427 억 원(-1.6%, OPM 7.3%) 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스인 567 억 원을 크게 하회했다. 코스맥스 별도 법인의 실적이 컨센서스 하회의 주된 요인이었다. 별도 법인의 매출액 성장을 자체도 +10.3%로 상반기 대비 둔화되었는데, 크림/세럼/선크림 등 전략 카테고리 매출이 고성장했지만 기타 스킨케어 및 색조 매출이 둔화된 영향이 있었다. 한편 매출액 성장에도 영업이익이 13.1% 감소해 수익성이 크게 하락한 점이 결정적이었다. 아직 상대적으로 수익성이 낮은 전략 카테고리 중심으로 매출이 성장함에 따른 카테고리 믹스 악화의 영향이 있었다. 또한 스킨케어 카테고리 중심으로 신규 인디 고객사 수가 증가해 SKU 가 증가한 반면, SKU 당 생산 볼륨이 충분하지 않은 데 따른 영향도 있었다. 해외법인의 매출 증감률은 중국 +22.4%, 미국 +13.5%, 인도네시아 -33.4%, 태국 +36.9%였다. 중국과 미국은 전년도 매출 기저가 낮은 영향이었으며, 인도네시아는 소비경기 부진과, C 뷰티의 점유율 확대에 따른 경쟁심화로 매출이 감소했다. 태국은 상반기에 있었던 대량의 썬 카테고리 물량이 빠지면서 매출 성장률이 둔화되었다.

목표주가 하향

전반적인 화장품 산업의 성장 모멘텀이 하반기에 약한 가운데 동사는 카테고리 믹스 악화에 따른 수익성 감소로 향후 실적 가시성도 떨어졌다. 당장 해외 법인 쪽에서 유의미한 실적 성장 모멘텀을 기대할 수 있는 상황도 아니다. 이러한 상황을 반영해 동사의 '25 년과 '26 년 이익 추정치를 하향 조정하며, 목표주가를 기존 300,000 원에서 240,000 원으로 하향한다. 투자자의견은 주가 상승여력을 고려해 '매수' 유지하나, 다시 산업 성장의 모멘텀이 강해지는 구간을 기다리는 전략을 추천한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	586	603	-2.9	593	-1.2	2,379	2,440	-2.5	2,435	-2.3
영업이익(십억원)	43	58	-26.4	57	-25.1	191	224	-14.7	224	-14.7
지배주주순이익(십억원)	9	36	-74.9	35	-74.4	96	117	-17.9	104	-7.7
영업이익률(%)	7.3	9.6	-	9.6	-	8	9.2	-	9.2	-
지배주주순이익률(%)	1.5	5.9	-	5.9	-	4	4.8	-	4.3	-

자료: SK 증권

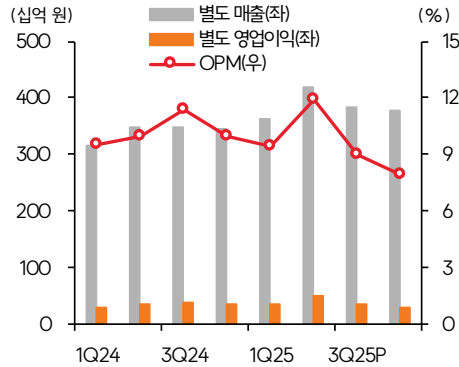
코스맥스 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	527	551	530	558	589	624	586	580	1,777	2,166	2,378	2,537
YoY (%)	31	15	16	28	12	13	11	4	11	22	10	7
코스맥스 별도	315	348	348	346	363	420	384	377	1,058	1,358	1,543	1,683
해외법인	211	203	182	212	226	203	202	204	720	808	835	854
중국	157	148	114	155	163	149	140	152	547	574	604	629
미국	39	36	33	30	29	30	37	32	140	137	127	134
인도네시아	24	25	32	31	30	21	22	20	86	113	92	83
태국	10	10	11	13	24	23	15	16	26	44	79	82
기타 및 연결조정	-18	-16	-8	-17	-19	-20	-12	-17	-79	-60	-67	-74
영업이익	45	47	43	40	51	61	43	36	116	175	191	225
YoY (%)	229	1	30	77	13	30	-2	-10	118	52	9	18
OPM (%)	9	8	8	7	9	10	7	6	7	8	8	9
코스맥스 별도	30	35	39	35	34	50	34	30	87	139	148	178
해외법인 및 기타	15	12	4	5	17	11	8	6	29	37	42	47
매출액 YoY (%)	31	15	16	28	12	13	11	4	11	22	10	7
코스맥스 별도	30	25	21	40	15	21	10	9	24	28	14	9
해외법인	32	1	7	12	7	0	11	-4	-4	12	3	2
중국	29	-4	-8	5	3	1	22	-2	-2	5	5	4
미국	43	-6	-12	-21	-26	-17	14	7	-15	-2	-7	5
인도네시아	26	23	38	40	23	-18	-33	-35	27	32	-18	-10
태국	86	51	68	77	152	124	37	30	31	70	81	4

자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	136	
유통주식수	주	(B)	11,345,662	
12MF EPS	원	(C)	11,987	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	21	화장품 업종 12MF PER 에 20% 할증
목표주가	원	(E)	240,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	189,500	
주가 상승여력	%	(G)	26.6%	(E)/(F) - 1

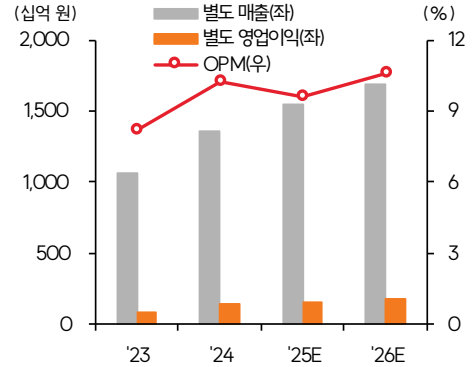
자료: SK 증권

코스맥스 별도 법인 분기 실적 추이 및 추정치



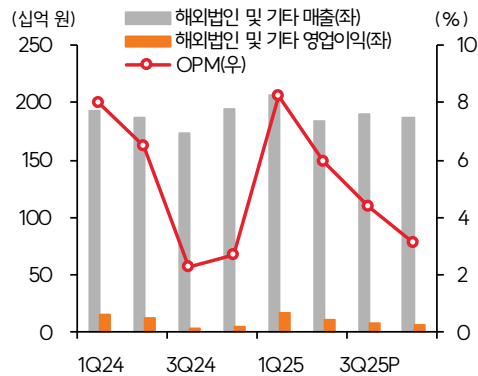
자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 별도 법인 분기 실적 추이 및 추정치



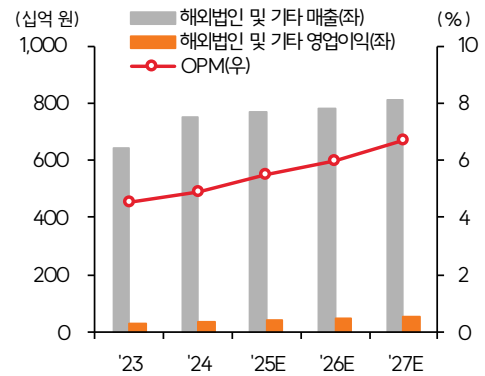
자료: 코스맥스, SK 증권

해외법인 및 기타 분기 실적 추이 및 추정치



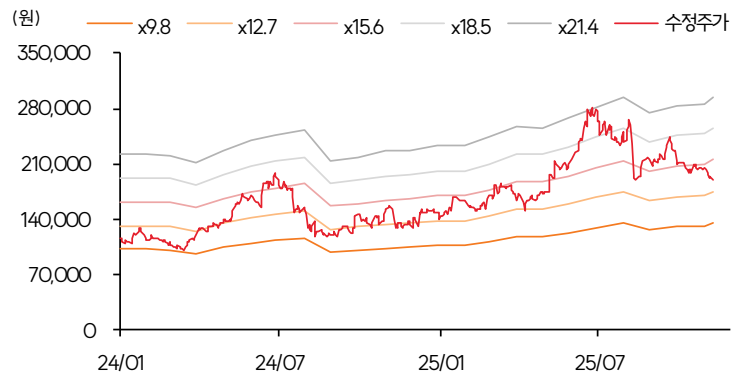
자료: 코스맥스, SK 증권

해외법인 및 기타 분기 실적 추이 및 추정치



자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 12MF PER 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	822	943	1,007	1,154	1,376
현금및현금성자산	257	256	246	239	240
매출채권 및 기타채권	283	357	392	418	448
재고자산	218	257	282	301	323
비유동자산	735	991	1,087	1,156	1,174
장기금융자산	45	55	59	63	66
유형자산	547	778	874	943	960
무형자산	54	63	59	55	53
자산총계	1,557	1,934	2,095	2,310	2,550
유동부채	989	1,114	1,219	1,297	1,386
단기금융부채	569	656	720	768	823
매입채무 및 기타채무	313	310	340	363	388
단기충당부채	4	5	6	6	7
비유동부채	209	311	323	341	360
장기금융부채	143	223	234	246	258
장기매입채무 및 기타채무	5	7	7	7	7
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,199	1,425	1,542	1,638	1,746
지배주주지분	363	473	515	630	757
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	313	384	454	567	694
비지배주주지분	-4	35	38	43	48
자본총계	359	509	553	673	804
부채와자본총계	1,557	1,934	2,095	2,310	2,550

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	231	73	158	116	77
당기순이익(손실)	38	88	99	146	165
비현금성항목등	161	186	147	171	194
유형자산감가상각비	56	64	74	81	83
무형자산상각비	4	5	4	3	3
기타	102	117	69	86	108
운전자본감소(증가)	79	-127	-15	-111	-170
매출채권및기타채권의감소(증가)	8	-68	-35	-26	-30
재고자산의감소(증가)	-15	-20	-25	-19	-21
매입채무및기타채무의증가(감소)	60	-38	30	23	26
기타	-73	-124	-126	-159	-201
법인세납부	-26	-50	-53	-69	-89
투자활동현금흐름	-105	-160	-205	-157	-112
금융자산의감소(증가)	-35	3	-3	-7	-9
유형자산의감소(증가)	-81	-161	-170	-150	-100
무형자산의감소(증가)	-4	-4	0	0	0
기타	16	2	-32	-0	-3
재무활동현금흐름	-39	68	49	31	34
단기금융부채의증가(감소)	-90	-2	64	48	55
장기금융부채의증가(감소)	51	76	11	12	12
자본의증가(감소)	-258	-0	0	0	0
배당금지급	0	-6	-26	-28	-33
기타	258	-0	0	-0	-0
현금의 증가(감소)	88	-1	-10	-8	1
기초현금	169	257	256	246	239
기말현금	257	256	246	239	240
FCF	150	-88	-12	-34	-23

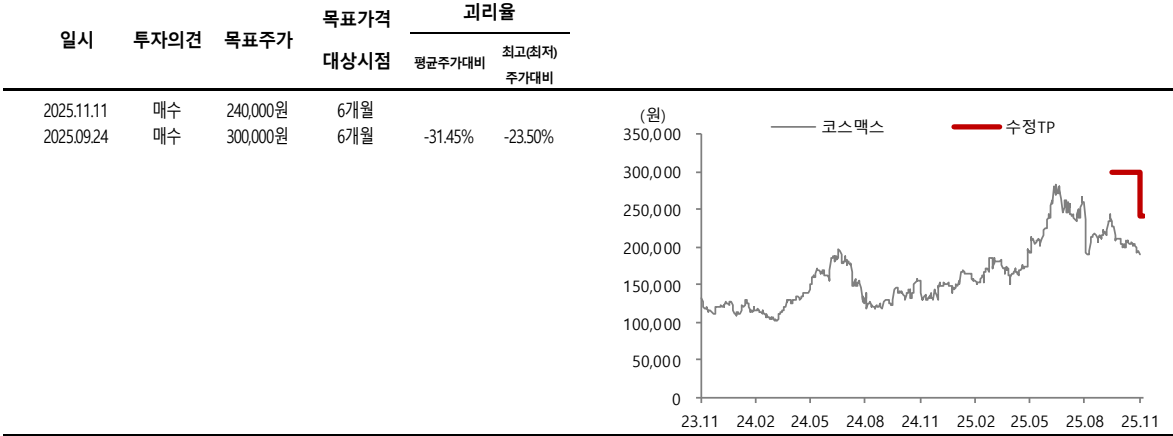
자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,777	2,166	2,379	2,538	2,719
매출원가	1,484	1,748	1,964	2,071	2,192
매출총이익	294	418	415	467	526
매출총이익률(%)	165	193	175	184	194
판매비와 관리비	178	243	225	241	254
영업이익	116	175	191	225	272
영업이익률(%)	65	81	80	89	100
비영업손익	-31	-38	-38	-11	-17
순금융손익	-26	-38	-19	-22	-23
외환관련손익	-1	16	3	3	3
관계기업등 투자손익	-2	-0	0	0	0
세전계속사업이익	84	138	152	215	254
세전계속사업이익률(%)	47	64	64	85	94
계속사업법인세	46	49	53	69	89
계속사업이익	38	88	99	146	165
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	99	146	165
순이익률(%)	2.1	4.1	4.2	5.8	6.1
지배주주	57	86	96	142	160
지배주주귀속 순이익률(%)	32	40	40	56	59
비지배주주	-19	3	3	4	5
총포괄이익	29	120	70	148	165
지배주주	51	117	68	144	160
비지배주주	-22	4	2	4	5
EBITDA	175	244	269	310	358

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	11.1	21.9	9.8	6.7	7.1
영업이익	117.9	51.6	8.8	18.1	20.6
세전계속사업이익	1,265.1	63.4	10.7	40.9	18.5
EBITDA	56.5	39.4	10.2	15.3	15.3
EPS	174.1	50.2	12.0	47.5	13.3
수익성 (%)					
ROA	2.6	5.1	4.9	6.6	6.8
ROE	12.1	20.5	19.4	24.8	23.1
EBITDA마진	9.9	11.3	11.3	12.2	13.2
안정성 (%)					
유동비율	83.0	84.6	82.6	89.0	99.3
부채비율	334.3	280.0	278.8	243.5	217.0
순차입금/자기자본	115.8	114.6	120.4	108.0	97.3
EBITDA/이자비용(배)	5.5	5.4	9.9	10.6	11.5
배당성향	9.9	30.4	29.5	23.2	24.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,034	7,560	8,465	12,481	14,136
BPS	31,968	41,737	45,369	55,524	66,697
CFPS	10,271	13,622	15,357	19,958	21,715
주당 현금배당금	500	2,300	2,500	2,900	3,400
Valuation지표 (배)					
PER	25.1	19.7	22.4	15.2	13.4
PBR	4.0	3.6	4.2	3.4	2.8
PCR	12.3	10.9	12.3	9.5	8.7
EV/EBITDA	10.5	9.5	12.5	11.1	9.8
배당수익률	0.4	1.5	1.1	1.2	1.4



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 11 일 기준)	매수	92.64%	중립	7.36%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------