COMPANY UPDATE

2025. 11. 11

금융/소비재팀

이가영 Analyst
kayoung.l.lee@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

코스맥스 (192820)

3Q25 review: 다변화의 양면성, 하위 경쟁사의 추격

- 3Q 연결 매출과 영업익은 컨센서스를 각 1%, 25% 하회한 5,856억원, 427억원. 매출액은 기대치에 부합했으나, 수익성이 시장 기대치 대비 크게 악화.
- 별도 영업이익률이 8.9%로 크게 하락. 신규 고객 조기 확보를 위한 MOQ 인하로 영업 레버리지가 감소했고, 하위 경쟁사의 추격으로 프리미엄이 감소했기 때문.
- 이익 전망치 하향으로, 목표주가를 235,000원으로 하향

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	235,000원 24.0%
현재주가	189,500원
시가총액	2.2조원
주식수 (유동주식 비중)	11,349,509주 (72.2%)
52주 최저/최고	128,700원/282,000원
60일-평균거래대금	237.4억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
코스맥스 (%)	-7.3	-3.1	23.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-17.9	-38.7	-22.7

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	235,000	272,000	-13.6%
2025E EPS	6,200	7,393	-16.1%
2026E EPS	16,676	19,346	-13.8%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	19
목표주가	287,053
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

국내, 다변화의 단점과 하위 경쟁사의 추격: 3Q 국내(별도) 매출은 3,835억원(+10.7% y-y), 영업익은 343억원(-13.2% y-y)을 기록했다. 매출 성장률이 당사 추정치(+12% y-y) 대비 둔화됐고, 영업이익률이 8.9%로 크게 하락(vs 3Q24 11.4%)하면서 전년 대비 이익이 감소했다. 예상대로 1) MOQ(최소주문수량)를 낮춰 인디 브랜드사를 조기에 확보하려는 다변화 전략이 영업 레버리지를 낮췄고, 2) 하위 경쟁 ODM사의 실력 증진으로 동사가 누리던 프리미엄이 줄어든 탓으로 판단된다(*10월 16일 발간 리포트 참고*). 큰 흐름이 변한 것은 아니나, 예상보다 그 영향이 컸다.

미국, 예상보다 더뎠던 회복세: 3Q 미국 법인 매출은 369억원(+13.5% y-y), 영업적자 20억원(OPM -5%), 순적자 74억원(NPM -20%)를 기록했다. 서부 캘리포니아 영업 사무소 개설 이후 신규 고객이 일부 유입되었으나, 유입 정도가 기존 예상치 대비 크지 않았다. 4분기 영업흑자는 어려울 것으로 예상된다.

동남아 법인 역시 매출 성장 둔화, 수익성 악화: 3Q 인도네시아 법인 매출은 215억원(-33.4% y-y), 순이익은 6억원(-93.8% y-y, NPM 2.8%)을 기록했다. 현지 브랜드들 간의 가격 경쟁 심화로 인해, 매출 역성장과 함께 순이익률도 전년 동기의 30% 대비 대폭 하락했다. 태국 법인 매출은 152억원(+36.9% y-y), 순이익은 8억원(-70.4% y-y, NPM 5.3%)을 기록했다. 역시나 단가 경쟁으로 수익성이 악화됐다.

목표주가 14% 하향: 영업 실적 악화에 더해, 정기 세무조사로 추징된 일회성 법인세('19~24년 과소 계상분) 106억원까지 반영되면서 순이익이 당사 추정치를 무려 70% 하회했다. 여러모로 힘든 분기였다. 이익 전망치 하향을 반영하여, 목표주가를 23.5만원으로 하향한다(12개월 선행 EPS 15,191원에 목표 P/E 15.5배를 적용).

코스맥스 3Q25 review

(십억원)	3Q25	2Q25	전분기 대비 (%)	3Q24	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	585.6	623.6	-6.1	529.8	10.5	593.0	-1.2	588.8	-0.5
영업이익	42.7	60.8	-29.7	43.4	-1.6	56.7	-24.6	55.3	-22.7
세전이익	40.0	26.4	51.6	22.6	77.3	47.1	-15.1	47.3	-15.4
지배주주순이익	9.0	20.9	-57.2	21.1	-57.5	34.8	-74.3	30.0	-70.2
이익률 (%)									
영업이익	7.3	9.8		8.2		9.6		9.4	
세전이익	6.8	4.2		4.3		7.9		8.0	
지배주주순이익	1.5	3.4		4.0		5.9		5.1	

자료: 코스맥스, FnGuide, 삼성증권

삼성증권

코스맥스 실적 및 전망 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	588.6	623.6	585.6	588.9	1,777.5	2,166.1	2,379.1	2,628.5
국내 본사(별도)	315.4	348.2	346.3	346.3	362.8	420.5	383.5	379.2	1,057.5	1,356.2	1,546.0	1,716.1
중국 법인	157.4	147.6	114.4	155.0	162.7	148.6	140.0	150.8	547.4	574.4	594.5	650.4
상하이	107.6	97.5	72.0	95.3	109.0	108.6	91.0	96.3	399.7	372.4	404.9	449.4
광저우	46.8	49.5	39.7	48.7	48.5	41.1	45.5	54.5	140.6	184.7	189.6	201.0
미국 법인	38.8	36.0	32.5	29.8	28.7	30.0	36.9	37.3	139.9	137.1	132.9	135.5
인도네시아 법인	24.1	25.4	32.3	31.4	29.6	20.9	21.5	23.9	85.5	113.2	95.9	97.8
태국 법인	9.5	10.3	11.1	12.6	23.9	23.1	15.2	15.8	25.5	43.5	78.0	102.2
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	51.3	60.8	42.7	33.6	115.7	175.4	188.5	239.2
국내 본사(별도)	30.1	34.5	39.5	34.6	34.3	49.9	34.3	28.4	86.8	138.7	146.9	156.2
해외 법인 및 조정	15.4	12.2	3.9	5.2	17.0	10.9	8.4	5.2	28.9	36.7	41.6	83.0
지배주주 순이익	19.2	33.6	21.1	11.9	8.1	20.9	9.0	14.2	57.1	85.8	70.4	189.3
국내 본사(별도)	29.0	29.9	17.1	30.7	16.5	25.7	27.6	23.9	18.2	106.7	93.7	139.0
중국 법인	5.8	-1.1	-7.4	1.3	-4.9	-0.3	-1.7	-2.9	19.7	-1.4	26.0	44.8
상하이	5.1	3.4	-3.1	-2.1	7.2	5.3	3.8	1.0	18.7	3.3	17.3	32.4
광저우	6.6	2.2	3.1	-5.6	3.9	1.7	2.0	1.1	15.1	6.3	8.7	12.5
미국 법인	-13.8	-9.6	-9.2	-14.7	-11.7	-20.4	-7.4	-5.6	-50.0	-47.3	-45.1	-13.6
인도네시아 법인	2.3	2.5	9.7	-1.7	2.7	2.4	0.6	1.2	5.6	12.8	6.9	11.9
태국 법인	-0.8	0.1	2.7	2.8	2.1	2.2	0.8	1.3	-2.4	4.8	6.4	13.7
이익률 (%)												
영업이익	8.6	8.5	8.2	7.1	8.7	9.8	7.3	5.7	6.5	8.1	7.9	9.1
국내 본사(별도)	9.5	9.9	11.4	10.0	9.5	11.9	8.9	7.5	8.2	10.2	9.5	9.1
해외 법인 및 조정	7.3	6.0	2.1	2.5	7.6	5.4	4.2	2.5	4.0	4.5	5.0	9.1
지배주주 순이익	3.7	6.1	4.0	2.1	1.4	3.4	1.5	2.4	3.2	4.0	3.0	7.2
국내 본사(별도)	9.2	8.6	4.9	8.9	4.5	6.1	7.2	6.3	1.7	7.9	6.1	8.1
중국 법인	3.7	-0.7	-6.5	0.8	-3.0	-0.2	-1.2	-2.0	3.6	-0.2	4.4	6.9
상하이	4.8	3.5	-4.3	-2.2	6.6	4.9	4.2	1.0	4.7	0.9	4.3	7.2
광저우	14.1	4.4	7.8	-11.5	8.0	4.1	4.4	2.0	10.7	3.4	4.6	6.2
미국 법인	-35.6	-26.7	-28.3	-49.3	-40.8	-68.0	-20.1	-15.0	-35.7	-34.5	-33.9	-10.0
인도네시아 법인	9.5	9.8	30.0	-5.4	9.1	11.5	2.8	5.0	6.5	11.3	7.2	12.2
태국 법인	-8.4	1.0	24.3	22.2	8.8	9.5	5.3	8.0	-9.3	11.0	8.2	13.4
성장률 (%, y-y)												
매출액	30.6	15.1	15.6	27.8	11.7	13.1	10.5	5.5	11.1	21.9	9.8	10.5
국내 본사(별도)	29.6	25.1	20.2	39.7	15.0	20.8	10.7	9.5	23.8	28.2	14.0	11.0
중국 법인	28.6	-4.0	-7.5	5.1	3.4	0.7	22.4	-2.7	-1.7	4.9	3.5	9.4
상하이	17.6	-12.9	-15.8	-14.0	1.3	11.4	26.4	1.0	-7.5	-6.8	8.7	11.0
광저우	57.6	23.7	7.6	43.2	3.6	-17.0	14.6	12.0	18.9	31.4	2.7	6.0
미국 법인	43.2	-5.6	-11.8	-21.3	-26.0	-16.7	13.5	25.0	-14.6	-2.0	-3.1	2.0
인도네시아 법인	26.2	23.1	38.8	39.6	22.8	-17.7	-33.4	-24.0	28.0	32.4	-15.3	2.0
태국 법인	86.3	51.8	69.1	77.5	151.6	124.3	36.9	25.0	31.5	70.3	79.2	31.1
영업이익	229.1	1.4	30.4	76.8	13.0	30.2	-1.6	-15.6	117.9	51.6	7.5	26.9
국내 본사(별도)	130.7	13.6	52.9	97.6	14.0	44.5	-13.2	-17.8	102.5	59.8	5.9	6.3
해외 법인 및 조정	1,877.7	-22.2	-47.6	4.0	10.9	-10.4	115.4	-0.8	182.1	26.9	13.3	99.8

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

코스맥스 목표주가 산정

(원)	
EPS (12개월 선행) (A=B*D+C*(1-D))	15,191
2025E (B)	6,200
2026E (C)	16,676
2025년 가중치* (D)	14.2%
적용 P/E** (12개월 선행, 배) (E)	15.5
목표주가 (F=A*E)	235,000
종가* (G)	189,500
상승 여력 (H=F/G-1)	24.0%

참고: *2025년 11월 10일 KRX 종가 기준 **경쟁 해외 ODM사의 거래 P/E 적용
자료: Bloomberg, FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,777**	**2,166**	**2,379**	**2,629**	**2,907**
매출원가	1,484	1,748	1,942	2,111	2,334
매출총이익	**294**	**418**	**437**	**518**	**573**
(매출총이익률, %)	16.5	19.3	18.4	19.7	19.7
판매 및 일반관리비	178	243	249	268	296
영업이익	**116**	**175**	**189**	**250**	**276**
(영업이익률, %)	6.5	8.1	7.9	9.5	9.5
영업외손익	**-31**	**-38**	**-41**	**-52**	**-66**
금융수익	21	47	26	31	32
금융비용	44	68	67	83	98
지분법손익	-2	-0	0	0	0
기타	-6	-17	0	0	-0
세전이익	**84**	**138**	**147**	**198**	**211**
법인세	46	49	90	7	9
(법인세율, %)	55.1	35.8	61.2	3.6	4.4
계속사업이익	38	88	57	190	201
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**38**	**88**	**57**	**190**	**201**
(순이익률, %)	2.1	4.1	2.4	7.2	6.9
지배주주순이익	57	86	70	189	200
비지배주주순이익	-19	3	-13	1	1
EBITDA	175	244	287	358	395
(EBITDA 이익률, %)	9.9	11.3	12.1	13.6	13.6
EPS (지배주주)	5,034	7,560	6,200	16,676	17,620
EPS (연결기준)	3,331	7,790	5,034	16,772	17,740
수정 EPS (원)*	5,034	7,560	6,200	16,676	17,620

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**822**	**943**	**968**	**1,153**	**1,387**
현금 및 현금등가물	257	256	198	307	452
매출채권	272	349	396	445	499
재고자산	218	257	293	318	352
기타	75	80	81	83	85
비유동자산	**735**	**991**	**1,153**	**1,254**	**1,364**
투자자산	82	56	1	1	1
유형자산	547	778	934	1,028	1,130
무형자산	54	63	69	76	84
기타	53	94	149	149	149
자산총계	**1,557**	**1,934**	**2,121**	**2,407**	**2,751**
유동부채	**989**	**1,114**	**1,239**	**1,384**	**1,592**
매입채무	241	231	266	289	320
단기차입금	403	464	485	492	492
기타 유동부채	346	419	488	603	780
비유동부채	**209**	**311**	**337**	**349**	**349**
사채 및 장기차입금	106	188	189	191	191
기타 비유동부채	103	123	148	158	158
부채총계	**1,199**	**1,425**	**1,576**	**1,733**	**1,941**
지배주주지분	**363**	**473**	**511**	**641**	**778**
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	313	384	421	552	688
기타	15	56	56	56	56
비지배주주지분	**-4**	**35**	**34**	**32**	**32**
자본총계	**359**	**509**	**545**	**673**	**810**
순부채	442	615	571	483	338

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**231**	**73**	**151**	**293**	**308**
당기순이익	38	88	57	190	201
현금유출입이없는 비용 및 수익	161	186	215	227	238
유형자산 감가상각비	56	64	93	103	113
무형자산 상각비	4	5	5	5	6
기타	102	117	117	119	119
영업활동 자산부채 변동	79	-127	-47	-51	-57
투자활동에서의 현금흐름	**-105**	**-160**	**-198**	**-169**	**-138**
유형자산 증감	-81	-161	-197	-167	-136
장단기금융자산의 증감	-17	-2	0	0	0
기타	-6	3	-1	-2	-2
재무활동에서의 현금흐름	**-39**	**68**	**-11**	**-15**	**-26**
차입금의 증가(감소)	105	166	12	11	0
자본금의 증가(감소)	-258	-0	0	0	0
배당금	0	-6	-33	-59	-63
기타	114	-93	10	33	38
현금증감	88	-1	-58	109	144
기초현금	169	257	256	198	307
기말현금	257	256	198	307	452
Gross cash flow	**199**	**274**	**272**	**417**	**439**
Free cash flow	**145**	**-92**	**-50**	**122**	**168**

재무비율 및 주당지표

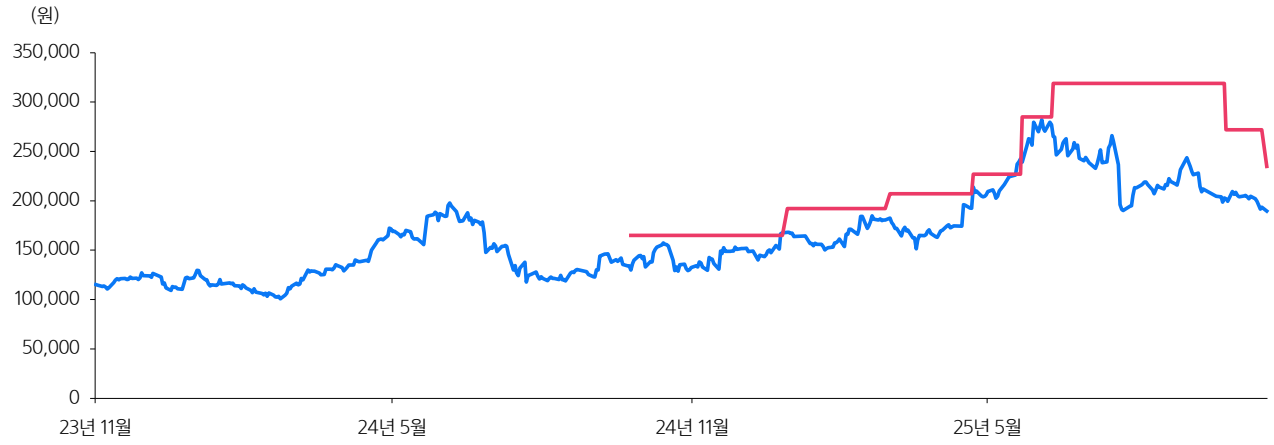
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	11.1	21.9	9.8	10.5	10.6
영업이익	117.9	51.6	7.5	32.5	10.6
순이익	흑전	133.9	-35.4	233.2	5.8
수정 EPS**	174.1	50.2	-18.0	169.0	5.7
주당지표					
EPS (지배주주)	5,034	7,560	6,200	16,676	17,620
EPS (연결기준)	3,331	7,790	5,034	16,772	17,740
수정 EPS**	5,034	7,560	6,200	16,676	17,620
BPS	31,952	41,725	45,056	56,536	68,580
DPS (보통주)	500	2,300	2,870	5,200	5,580
Valuations (배)					
P/E***	25.1	19.7	30.6	11.4	10.8
P/B***	4.0	3.6	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	10.7	9.6	9.6	7.4	6.4
비율					
ROE (%)	12.1	20.5	14.3	32.8	28.2
ROA (%)	2.6	5.1	2.8	8.4	7.8
ROIC (%)	6.8	12.7	6.5	19.7	21.3
배당성향 (%)	9.9	30.4	46.3	31.2	31.7
배당수익률 (보통주, %)	0.4	1.5	1.5	2.7	2.9
순부채비율 (%)	123.2	120.9	104.7	71.7	41.8
이자보상배율 (배)	3.6	3.9	3.8	4.9	5.7

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2024/10/16	2025/1/20	3/24	5/14	6/13	7/2	10/16	11/11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	165000	192000	207000	227000	285000	319000	272000	235000
괴리율 (평균)	-12.63	-13.29	-17.08	-5.16	-5.12	-28.33	-25.91	
괴리율 (최대or최소)	1.52	-3.70	-5.27	6.83	-1.05	-16.61	-22.98	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA