EARNINGS REVIEW

24 Feb. 2026

박종현 화장품 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

코스맥스 (192820)

중국이냐, 마진이냐

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	220,000	210,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (2/23)	189,900원
예상 주가상승률	15.9%
시가총액	21,553억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	11,350천주
52주 최저가 / 최고가	151,400 - 282,000원
3개월 일평균거래대금	143억원
외국인 지분율	38.1%
주요주주지분율(%)	
코스맥스비티아이 (외 11인)	27.5
국민연금공단 (외 1인)	11.7
GIC Private Limited (외 1인)	6.3

Valuation wide	2024	2025P	2026E
PER(배)	19.7	17.6	17.6
PBR(배)	4.1	4.5	3.8
EV/EBITDA(배)	9.4	10.5	8.9
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(2.0)	(10.8)	17.8	16.5
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(19.2)	(95.3)	(102.4)	(22.2)

Issue

4Q25P Review

Pitch

매출액/영업이익 컨센서스 부합. 2026E 추정치 상향에 따라 동사 적정주가 22만원 상향

Rationale

- 4Q25P 매출액 6,010억원(YoY +8%, QoQ +3%), 영업이익 409억원(YoY +3%, QoQ -4%)을 기록하며 컨센서스 부합. **[국내]** 매출액 3,597억원으로 YoY +4%, QoQ -6%로 당사 추정치 하회. 계절성 및 관세 리스크 대두. **[상하이]** 매출액 1,168억원으로 YoY +23%, QoQ +28%로 주요 법인 중 가장 뚜렷한 회복세 기록 중. 본사와의 공동 연구나 LOCO 프로젝트 성과. **[광저우]** 매출액 531억원으로 YoY +9%, QoQ +17%로 C뷰티 활황 바탕으로 색조 비중 증가 추세. **[OPM]** 국내법인 원가율 높은 카테고리 성장 집중으로 연결 GPM YoY -3.7%p 감소한 15.6% 기록, 국내 60억원 대손 환입(연결 30억원)으로 판관비 QoQ -17억원 감소하며, OPM 6.8%로 YoY -0.3%p
- 2026E 매출액 2.7조원(YoY +14%), 영업이익 2,273억원(YoY +16%)을 전망. 성장 견인 지역은 국내와 상하이, 광저우. 각각 YoY +14%, +9%, +20% 성장 기대됨에 따라 동사의 외형 성장을 견인. 중국 법인의 성장이 타ODM 대비 큰 매출액 규모에도 불구하고 높은 외형 성장세 시현 가능. 외형 성장에 비해 영업 레버리지 보수적인 사유는 원가율 높은 카테고리의 고성장. 동사는 해당 카테고리 제품군의 GPM 개선을 위해 설비 자동화 개선 작업 중. **2026E GPM은 YoY -0.2%p 하락한 16.9% 추정. GPM +1%p 개선에 따라 동사 순이익 +10% 상향**
- 제품 믹스로 인하여 대손 환입 제외한 동사의 이익률은 아쉬우나, 중국 법인 성장세를 통해 이를 만회. 중국 법인 성장 기대감은 기업 가치에 일부 반영되고 있으나, GPM 개선 기대감은 미반영. 원가율 높은 카테고리의 생산 설비 효율화에 따른 마진 개선이 동사 기업 가치 상승으로 이어질 전망. 추정치 소폭 상향에 따라 적정주가 22만원 상향

4Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(P)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	601.0	591.1	1.7	592.7	1.4	558.0	7.7	585.6	2.6
영업이익	40.9	40.8	0.3	39.2	4.4	39.8	2.7	42.7	(4.3)
지배주주순이익	84.5	21.2	298.6	22.5	275.6	11.9	612.2	9.0	843.6
OPM	6.8	6.9	(0.1)	6.6	0.2	7.1	(0.3)	7.3	(0.5)
NIM	14.1	3.6	10.5	3.8	10.3	2.1	11.9	1.5	12.5

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

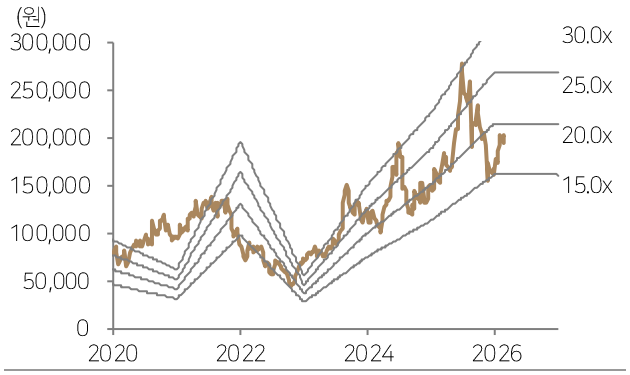
Fig. 1: Valuation

PER Valuation	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E
EPS(원)	1,837	5,034	7,560	10,795	10,770	12,523
YOY	*-72%*	*174%*	*50%*	*43%*	*0%*	*16%*
적정 PER(배)					20.4	
적정주가(원)					219,708	

적정주가(원)	220,000
종가(원)	189,900
상승여력	15.9%

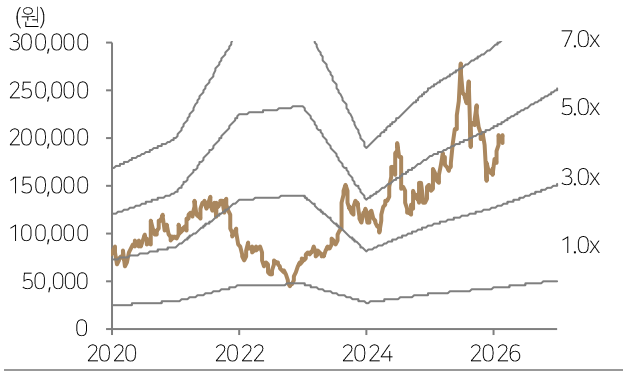
Note: 글로벌 화장품 평균 PER 30% 할인
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 12M PER 밴드



Source: 다올투자증권

Fig. 3: 12M PBR 밴드



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 코스맥스 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12
매출액	617.0	768.9	666.6	642.7	630.1	761.9	697.4	650.0	2.1	(0.9)	4.6	1.1
영업이익	51.8	64.1	53.2	52.3	54.2	66.8	58.1	48.3	4.5	4.2	9.3	(7.8)
영업이익률	8.4	8.3	8.0	8.1	8.6	8.8	8.3	7.4	0.2	0.4	0.4	(0.7)
EBITDA	74.7	87.1	76.3	75.6	77.1	89.8	81.3	71.5	3.2	3.1	6.5	(5.3)
EBITDA이익률	12.1	11.3	11.5	11.8	12.2	11.8	11.7	11.0	0.1	0.5	0.2	(0.8)
지배주주순이익	26.9	34.3	28.2	27.7	28.6	36.6	31.7	25.4	6.3	6.9	12.2	(8.5)

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 코스맥스, 다올투자증권

Fig. 5: 코스맥스 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	588.6	623.6	585.6	601.0	630.1	761.9	697.4	650.0	2,166.1	2,398.8	2,739.4
YoY(%)	*12%*	*13%*	*11%*	*8%*	*7%*	*22%*	*19%*	*8%*	*22%*	*11%*	*14%*
한국	362.8	420.5	383.5	359.7	409.5	472.3	448.9	416.2	1,357.7	1,526.5	1,746.8
상하이	109.0	108.6	91.0	116.8	123.6	121.6	125.3	95.1	372.4	425.4	465.5
광저우	48.5	41.1	45.5	53.1	52.2	50.3	62.1	61.7	184.7	188.2	226.2
미국	28.7	30.0	36.9	37.0	34.6	36.7	35.6	38.8	137.1	132.6	145.6
인니	29.6	20.9	21.5	25.7	23.7	25.1	25.8	30.8	113.2	97.7	105.4
태국	23.9	23.1	15.2	11.1	28.0	25.9	19.0	13.3	43.5	73.3	86.2
GP	104.8	112.9	97.4	93.9	107.9	129.5	116.6	108.7	418.2	409.0	462.7
YoY(%)	*4%*	*1%*	*0%*	*-13%*	*3%*	*15%*	*20%*	*16%*	*42%*	*-2%*	*13%*
GPM	17.8%	18.1%	16.6%	15.6%	17.1%	17.0%	16.7%	16.7%	19.3%	17.1%	16.9%
OP	51.3	60.8	42.7	40.9	54.2	66.8	58.1	48.3	175.4	195.8	227.3
YoY(%)	*13%*	*30%*	*-2%*	*3%*	*6%*	*10%*	*36%*	*18%*	*52%*	*12%*	*16%*
OPM	8.7%	9.8%	7.3%	6.8%	8.6%	8.8%	8.3%	7.4%	8.1%	8.2%	8.3%
한국	34.3	49.9	34.3	36.0	41.2	48.3	44.0	41.7	138.7	154.5	175.3
해외 및 기타	17.0	10.9	8.4	4.9	13.0	18.5	14.1	6.5	36.7	41.3	52.1
판관비	53.5	52.0	54.7	53.0	53.7	62.7	58.4	60.5	242.8	213.2	235.3
인건비	25.4	24.0	23.4	25.2	24.8	28.2	26.7	26.4	93.1	98.1	106.1
지급수수료	15.2	18.7	17.7	21.6	17.8	21.9	19.9	24.1	87.6	73.2	83.8
대손상각비	1.5	-2.0	2.0	-3.0	-0.4	-1.0	-0.6	-1.3	17.2	-1.5	-3.3
영업외손익	-26.1	-34.4	-2.7	24.0	-11.4	-13.7	-11.6	-11.6	-37.7	-39.3	-48.2
세전이익	25.2	26.4	40.0	64.9	42.8	53.1	46.6	36.7	137.6	156.5	179.1
NP	8.1	20.9	9.0	84.5	28.6	36.6	31.7	25.4	85.8	122.5	122.2
YoY(%)	-58%	-38%	-57%	612%	251%	75%	254%	-70%	50%	43%	0%
NPM	*1.4%*	*3.4%*	*1.5%*	*14.1%*	*4.5%*	*4.8%*	*4.5%*	*3.9%*	*4.0%*	*5.1%*	*4.5%*

Source: 다올투자증권

코스맥스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	821.6	942.5	1,155.2	1,251.8	1,376.3
현금성자산	270.8	263.6	376.3	414.2	428.1
매출채권	282.7	356.6	458.1	495.4	566.0
재고자산	218.4	257.0	254.9	275.7	315.0
비유동자산	735.4	991.2	1,074.0	1,099.7	1,138.3
투자자산	134.4	149.8	138.2	143.8	149.7
유형자산	546.8	778.4	873.6	896.0	930.9
무형자산	54.3	63.0	62.2	59.9	57.8
자산총계	1,557.1	1,933.7	2,229.2	2,351.5	2,514.7
유동부채	989.4	1,114.2	1,349.9	1,380.5	1,437.6
매입채무	364.6	367.8	364.7	394.4	450.6
유동성이자부채	569.3	655.7	893.6	893.6	893.6
비유동부채	209.2	310.7	288.5	292.0	295.6
비유동이자부채	143.3	222.8	203.1	203.1	203.1
부채총계	1,198.5	1,424.9	1,638.4	1,672.5	1,733.2
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	28.5	28.5	12.2	12.2	12.2
이익잉여금	313.1	383.6	480.7	568.9	671.3
자본조정	15.3	55.7	43.0	43.0	43.0
자기주식	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
자본총계	358.6	508.8	590.8	679.1	781.5
투하자본	754.3	1,112.4	1,299.8	1,349.7	1,437.6
순차입금	441.8	614.9	720.4	682.5	668.5
ROA	2.6	5.1	6.3	5.9	6.5
ROE	8.0	21.2	25.8	23.2	23.1
ROIC	6.6	12.1	13.6	13.0	14.3

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,777.5	2,166.1	2,398.8	2,739.4	3,127.3
증가율 (Y-Y,%)	11.1	21.9	10.7	14.2	14.2
영업이익	115.7	175.4	195.8	227.3	262.5
증가율 (Y-Y,%)	117.9	51.6	11.6	16.1	15.5
EBITDA	175.1	244.2	273.4	319.8	357.7
영업외손익	(31.5)	(37.8)	(39.3)	(48.2)	(55.0)
순이자수익	(25.6)	(38.2)	(40.3)	(47.4)	(54.1)
외화관련손익	(1.1)	15.7	(12.3)	(5.5)	(6.3)
지분법손익	(1.9)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	84.2	137.6	156.5	179.1	207.5
당기순이익	37.8	88.4	131.1	135.8	157.3
지배기업당기순이익	57.1	85.8	122.5	122.2	142.1
증가율 (Y-Y,%)	흑전	133.9	48.3	3.6	15.8
NOPLAT	51.9	112.7	164.0	172.3	199.0
(+) Dep	59.4	68.8	77.6	92.4	95.2
(-) 운전자본투자	(132.5)	89.7	102.2	28.1	53.4
(-) Capex	86.3	164.9	164.1	109.6	125.1
OpFCF	157.6	(73.1)	(24.7)	127.0	115.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.7	10.8	14.4	15.5	13.0
영업이익증가율(3Yr)	20.2	12.7	54.5	25.3	14.4
EBITDA증가율(3Yr)	15.9	11.9	34.7	22.2	13.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	37.1	n/a	53.1	21.2
영업이익률(%)	6.5	8.1	8.2	8.3	8.4
EBITDA마진(%)	9.9	11.3	11.4	11.7	11.4
순이익률(%)	2.1	4.1	5.5	5.0	5.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	231.0	73.0	243.2	190.0	187.5
당기순이익	37.8	88.4	131.1	135.8	157.3
자산상각비	59.4	68.8	77.6	92.4	95.2
운전자본증감	78.8	(127.3)	21.4	(28.1)	(53.4)
매출채권감소(증가)	8.2	(67.9)	(100.3)	(37.3)	(70.6)
재고자산감소(증가)	(15.0)	(20.4)	(9.8)	(20.8)	(39.3)
매입채무증가(감소)	60.4	(38.1)	92.2	29.7	56.2
투자현금	(104.5)	(160.0)	(169.2)	(118.3)	(134.1)
단기투자자산감소	(22.1)	(1.8)	(0.9)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	3.8	2.2	(1.6)	(0.5)	(0.5)
설비투자	(86.3)	(164.9)	(164.1)	(109.6)	(125.1)
유무형자산감소	1.1	0.3	0.2	(2.9)	(2.9)
재무현금	(39.2)	67.5	45.1	(34.0)	(39.7)
차입금증가	(38.7)	73.4	70.4	0.0	0.0
자본증가	(114.8)	(5.7)	(26.0)	(34.0)	(39.7)
배당금지급	0.0	5.7	26.1	34.0	39.7
현금 증감	87.7	(0.7)	114.9	37.7	13.8
총현금흐름(Gross CF)	199.2	274.0	321.2	218.1	240.9
(-) 운전자본증가(감소)	(132.5)	89.7	102.2	28.1	53.4
(-) 설비투자	86.3	164.9	164.1	109.6	125.1
(+) 자산매각	1.1	0.3	0.2	(2.9)	(2.9)
Free Cash Flow	173.4	(13.3)	173.4	71.7	53.5
(-) 기타투자	(3.8)	(2.2)	1.6	0.5	0.5
잉여현금	177.2	(11.1)	171.8	71.2	53.0

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	5,034	7,560	10,795	10,770	12,523
BPS	27,155	36,161	42,240	50,212	59,420
DPS	500	2,300	3,000	3,500	4,000
Multiples(x,%)					
PER	25.1	19.7	17.6	17.6	15.2
PBR	4.7	4.1	4.5	3.8	3.2
EV/ EBITDA	10.7	9.4	10.5	8.9	7.9
배당수익율	0.4	1.5	1.6	1.8	2.1
PCR	7.2	6.2	6.7	9.9	8.9
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	334.3	280.0	277.3	246.3	221.8
Net debt/Equity	123.2	120.9	121.9	100.5	85.6
Net debt/EBITDA	252.3	251.8	263.5	213.4	186.9
유동비율	83.0	84.6	85.6	90.7	95.7
이자보상배율	4.5	4.6	4.9	4.8	4.8
이자비용/매출액	1.8	2.1	1.9	2.0	2.0
자산구조					
투하자본(%)	65.1	72.9	71.6	70.8	71.3
현금+투자자산(%)	34.9	27.1	28.4	29.2	28.7
자본구조					
차입금(%)	66.5	63.3	65.0	61.8	58.4
자기자본(%)	33.5	36.7	35.0	38.2	41.6

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

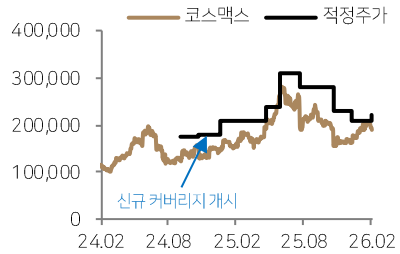
.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

코스맥스 (192820)



일자	커버리지 개시	2024.09.25	2024.11.12	2025.01.09	2025.05.14	2025.06.18
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		175,000원	180,000원	210,000원	240,000원	310,000원
일자	2025.08.12	2025.11.11	2026.01.02	2026.02.24		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	280,000원	230,000원	210,000원	220,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.09.25	175,000원	142,503원	157,200원	-18.6	-10.2
2024.11.12	180,000원	141,187원	153,100원	-21.6	-14.9
2025.01.09	210,000원	167,893원	196,100원	-20.1	-6.6
2025.05.14	240,000원	220,109원	263,000원	-8.3	9.6
2025.06.18	310,000원	255,526원	282,000원	-17.6	-9.0
2025.08.12	300,000원	216,044원	243,500원	-28.0	-18.8
2025.10.02	270,000원	202,187원	212,000원	-25.1	-21.5
2025.11.11	230,000원	163,869원	174,100원	-28.8	-24.3
2026.01.02	210,000원	189,536원	209,000원	-9.8	-0.5
2026.02.24	220,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 2월 23일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.