

코스맥스 (192820)

수익성의 캐즘(Chasm)을 넘어, 글로벌
성장(夢)을 보다

BUY

현재주가(11.28)

166,000

목표주가(12M)

191,200

Key Data

시가총액	1조 8,840억원
발행주식수	1,135만주
외국인 지분율	33.36%
일평균 거래대금	3,361억원
52주 최고가	287,000원
52주 최저가	120,900원
주요주주	코스맥스비티아이 외 10인

Stock Price



Research Team

문대웅
이선우
김연수
김예영

2025 review

2025년 코스맥스는 '상고하저(上高下低)'의 모습을 보였다. 상반기에는 미국 법인의 턴어라운드와 한국 법인의 수출 호조로 강력한 성장을 달성했으나, 3분기 들어 한국 법인의 수익성 악화(믹스 악화, 운영 비효율)와 높은 이자 비용 부담이 현실화되며 '어닝 쇼크'를 기록했다. 하지만 이는 2,200여 개로 급증한 인디 브랜드 고객사 대응 과정에서 발생한 '성장통'이며, K-뷰티의 구조적 성장을 이끄는 두 가지 핵심 동력은 여전히 유효하다.

투자포인트 1. K-뷰티의 '파운드리', 인디 브랜드 성장에 올라타다

K-뷰티의 성장은 '인디 브랜드'가 주도하며, 이들은 생산을 전적으로 코스맥스와 같은 ODM사에 의존한다. 코스맥스는 특정 브랜드가 아닌 K-뷰티 시장 전체의 성장에 베팅하는 가장 확실한 '파운드리' 투자처이다.

투자포인트 2. 리스크의 해소: 미국 법인 턴어라운드 본격화

수년간 기업가치를 짓눌렀던 미국 법인이 신규 고객사 유입으로 +13.6% 성장하며 턴어라운드 기조를 증명했다. 캐시카우인 한국 법인의 단기 부진을 만회할 새로운 성장 엔진이 가동되기 시작했다.

[표1] 코스맥스 Financial Data

(단위: 억원, 억원, 배, 배, 원)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	17,775	21,661	24,227	29,581
영업이익	1,157	1,754	1,613	1,841
EV/EBITDA	9.97	8.82	8.53	7.19
PBR	3.96	3.57	3.60	2.90
EPS	5,034	7,560	6,600	12,418

자료: DART, KIRA 1팀

CONTENTS

I . INDUSTRY OUTLOOK (산업분석)	3
II . COMPANY OVERVIEW (기업분석)	13
III . INVESTMENT HIGHLIGHTS (투자포인트)	16
IV . VALUATION	19
V . APPENDIX	28

I . INDUSTRY OUTLOOK

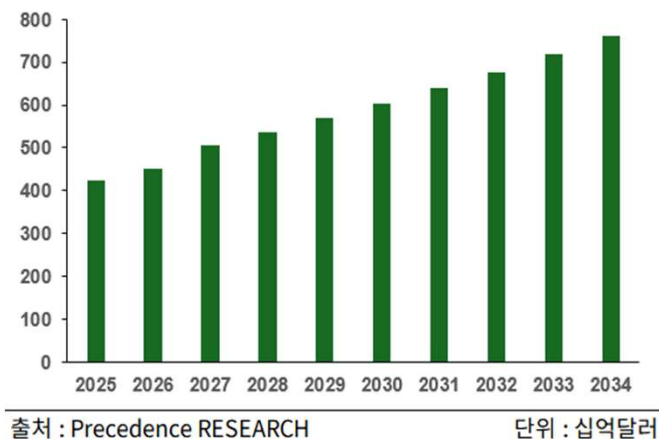
1.1. 글로벌 시장 규모 및 성장성: 아시아 주도 속, 북미·유럽의 재부상

1.1.1. 글로벌 시장 현황

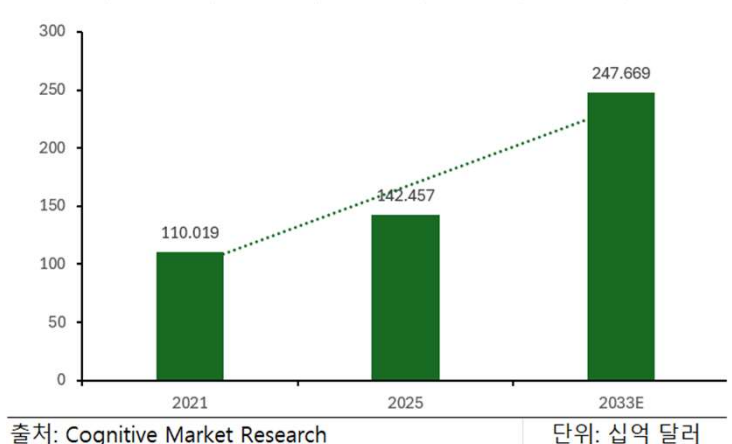
안정적 성장세를 보이는 글로벌 시장

글로벌 화장품 시장은 꾸준한 성장세를 이어가고 있다. 2024년 기준 약 2,845억~4,247억 달러 규모(출처별 상이)로 평가되며, 예측 기간(2025~2032/2034년) 동안 **연평균 5.8%~6.0%의 CAGR**로 성장하여 2032년에는 4,467억 달러, 2034년에는 7,606억 달러에 이를 것으로 전망된다. 이러한 성장은 선진국과 신흥국 모두에서 가처분 소득 증가, 미용에 대한 관심 증대, 개인의 웰빙 추구 경향 강화에 기인한다. 또한, 디지털 플랫폼의 발달, 인플루언서 마케팅 활성화, 이커머스 채널의 급성장은 제품 접근성과 소비자 인지도를 높여 시장 침투력을 더욱 강화하고 있다.

자료 1. 전세계 화장품 시장 규모 전망



자료 2. 아시아-태평양 지역 화장품 시장 규모 전망

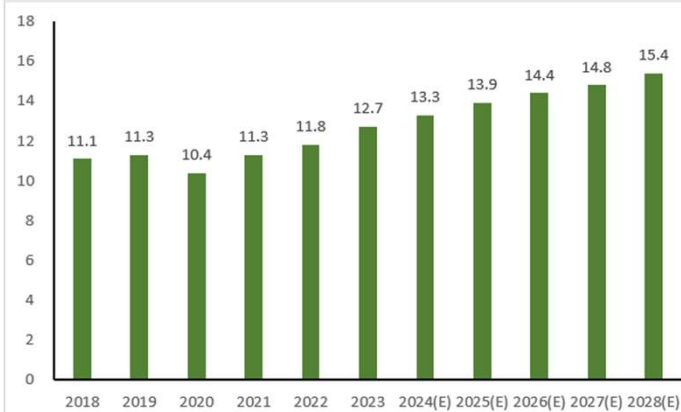


1.1.2. 지역별 동향: 아시아-태평양의 주도과 북미/유럽의 약진

지역별로는 **아시아-태평양** 시장이 가장 큰 규모(2024년 약 1,424억 달러)와 가장 높은 성장률(연평균 7.1% 이상)을 보이며 글로벌 성장을 견인하고 있다. 그러나 내부적으로는 변화가 감지된다.

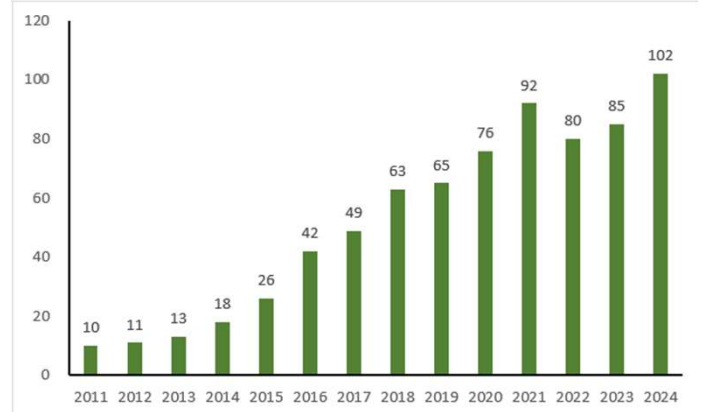
국내: 24년 전세계 상위수출국의 화장품 수출액은 역성장/flat 수준이었으나, 한국만 +20%의 성장률을 기록하였다. 24년에 이어 25년 상반기에도 화장품 수출액이 약 55억 달러로 지난해 상반기 보다 14.8% 증가하며 역대 최대치를 경신하였다. 이에 따라 25년 국내 화장품 시장은 약 139억 달러로 전망되고 있다. 보건산업진흥원 쪽 전망은 2025년 전후 증가율 약 4% 수준으로 제시하며 꾸준히 성장할 것으로 예상한다.

자료 3. 국내 화장품 시장 규모 및 전망



출처:Euromonitor International, 삼일PwC경영연구원 단위: 십억달러

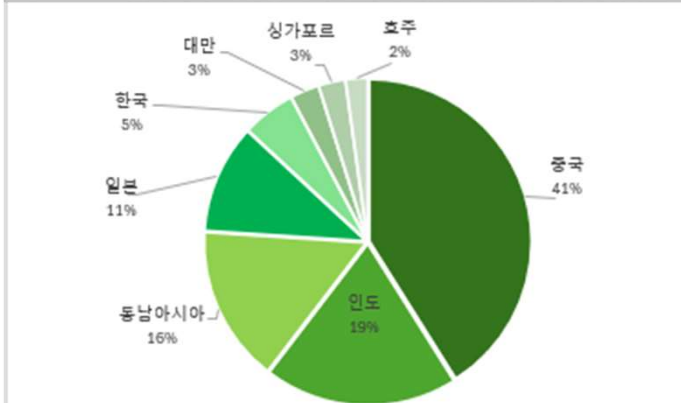
자료 4. 국내 화장품 수출액



출처: 식약처

단위: 억 달러

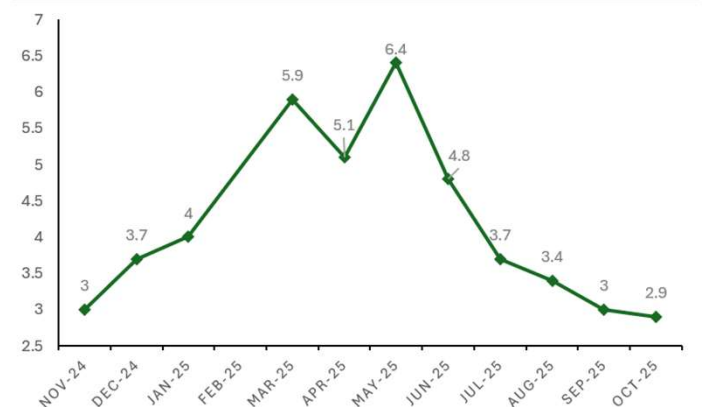
자료 5. 2025년 아시아-태평양지역 내 중국 화장품 시장이 차지하는 비율



출처: Cognitive Market Research

단위:십억 달러

자료 6. 중국 소비재 소매 판매액



출처: 중국 국가 통계국

단위: (%)

중국: 회복되지 못한 소비 둔화세

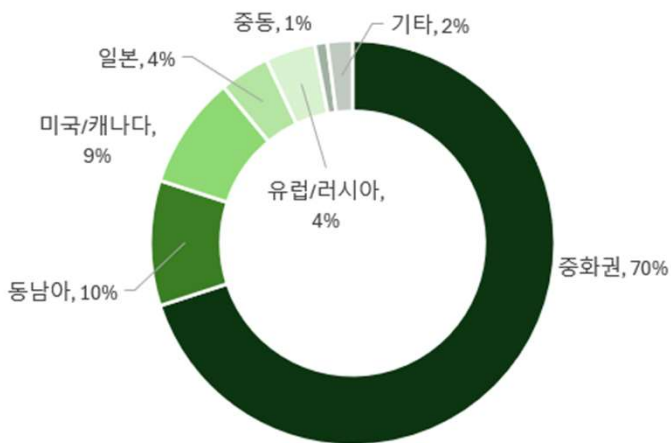
중국: 아시아 최대 시장(약 568억 달러)이지만, 최근 경기 둔화와 로컬 브랜드(C-뷰티)의 약진으로 성장세가 둔화될 조짐을 보인다. 2025년 10월 기준 소비재 소매판매액 증가율이 2.9%에 그쳤다.

북미&유럽 :
K뷰티의 새로운
활력소

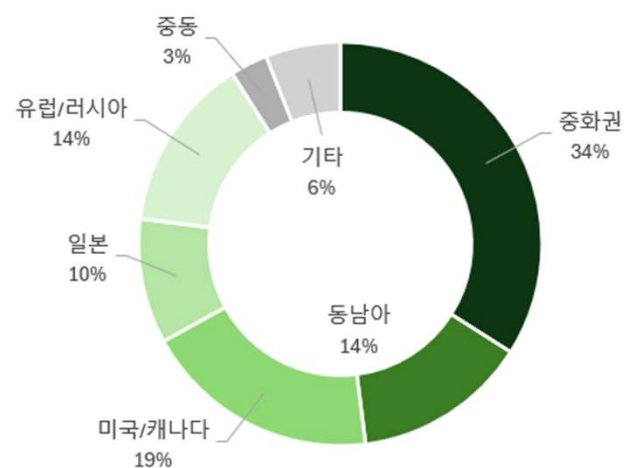
북미/유럽: K-뷰티 수출의 새로운 핵심 시장으로 부상했다. 한국 화장품의
對중국 수출 비중은 2016년 70%에서 2024년 34%까지 급감한 반면,
미국/캐나다(9%→19%), 유럽/러시아(4%→14%) 비중은 크게
확대되었다. 특히 미국 시장에서는 K-뷰티가 2024년 프랑스를 제치고
수입액 1위(14억 달러 돌파, 점유율 22%)를 기록하는 기염을 토했다.
아마존 등 주요 온라인 플랫폼에서 한국 인디 브랜드의 점유율이 빠른
속도로 상승한 것이 주 원인이었다.

유럽 역시 러시아 수출 급증과 폴란드 등 신흥 시장의 성장에 힘입어 K-뷰티
수출이 42% 이상 급증했다.

자료 7. 2016 한국산 화장품 수출국



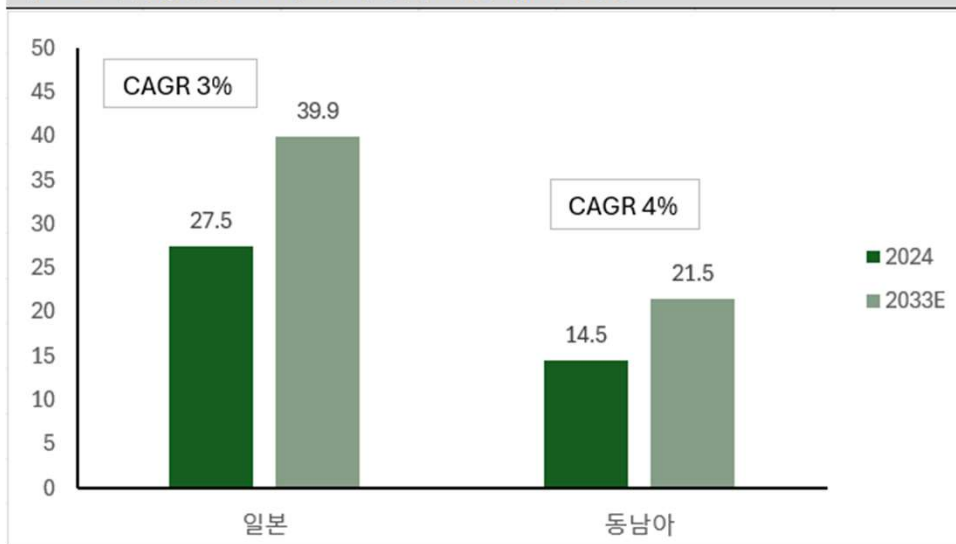
자료 8. 2024 한국산 화장품 수출국



출처: 한국 무역협회, 삼성증권

일본/동남아: 일본은 연평균 3%대의 안정적인 성장과 프리미엄 카테고리(향수, 더모코스메틱) 강세가 특징이며, 동남아는 연평균 4%대 성장과 함께 K-뷰티, J-뷰티 트렌드의 영향을 많이 받는 젊은 소비층이 성장을 주도하고 있다.

자료 9. 일본/동남아 지역 화장품 시장 규모 전망

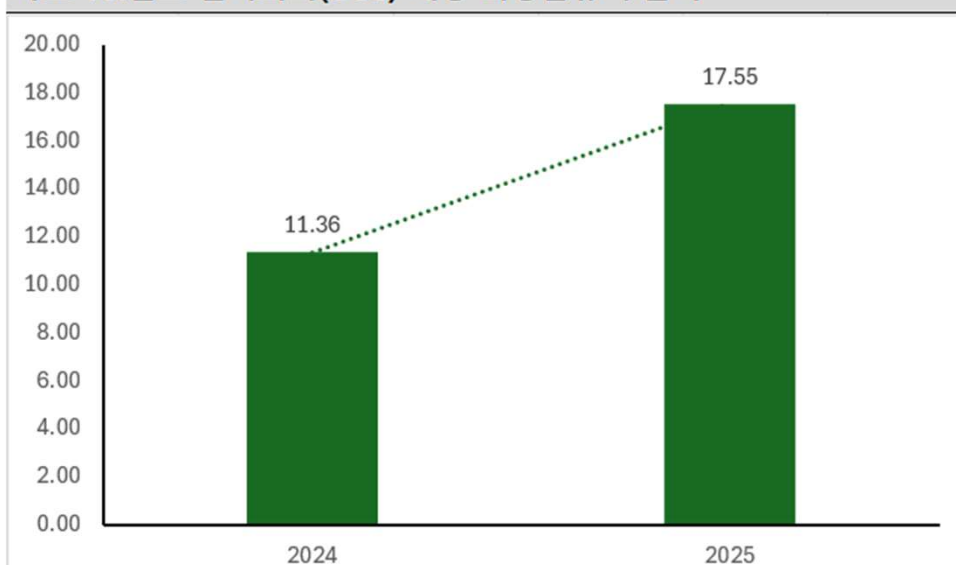


출처: IMARC

단위: 십억달러

중동: 신흥 시장으로 급부상 중이다. 2025년 5월 누계 기준 K-뷰티 수출 비중이 4.1%까지 확대되었으며, GCC 6개국 대상 화장품류 수출액은 1억 7549만 달러로 전년 동기 대비 54.5% 증가했다. 또한 할랄 인증 및 현지 맞춤형 색조 제품 수요 증가로 ODM 기업들의 주요 공략 대상이 되고 있다.

자료 10. 걸프 협력회의(GCC) 대상 화장품류 수출액



출처: 스카이드일리

단위: 백만달러

1.2. 카테고리별 동향: 스킨케어의 압도적 지배력과 새로운 성장 동력

1.2.1. 스킨케어: K-뷰티의 핵심 동력

스킨케어는 글로벌 화장품 시장에서 약 40~44%의 가장 큰 비중을 차지하며, **2034년까지 연평균 6.84% 이상의 높은 성장률**을 기록할 것으로 전망되는 핵심 카테고리이다. 이러한 성장의 배경에는 소비자들이 피부 건강을 웰빙의 중요 요소로 인식하게 된 점, 디지털 플랫폼을 통한 정보 확산 등이 있다. 특히 한국과 일본의 다단계 스킨케어 루틴과 효능 중심 철학이 글로벌 트렌드로 확산되면서 K-뷰티, J-뷰티 스킨케어 제품에 대한 기대와 수요가 높아졌다. 이는 인종과 지역에 따른 선호도 차이가 큰 색조보다 **피부 고민 해결이라는 보편적 니즈**를 공략하는 스킨케어 분야에서 K-뷰티가 글로벌 브랜드와 동등하게 경쟁할 수 있는 중요한 기회 요인이다.

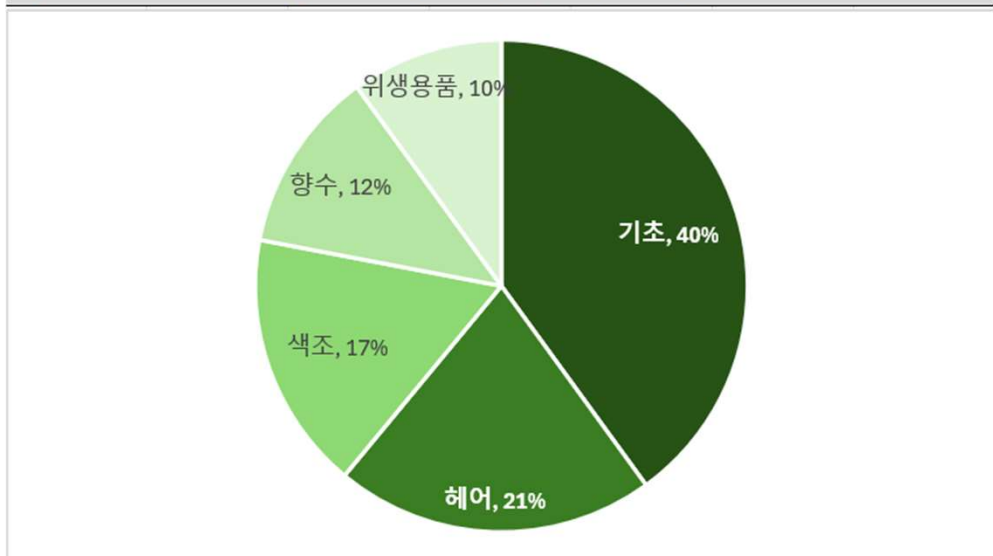
결국 '기초'가 제일 중요하다

1.2.2. 색조 화장품: 개인화와 디지털 기술의 접목

색조 화장품 시장은 2025년 약 412억 달러 규모로, 연평균 5.6%의 성장이 예상된다. 최근 트렌드는 '초개인화'로, AI 기반의 가상 메이크업, 개인 피부 톤 진단, 맞춤형 제품 추천 등 디지털 기술을 활용하여 온라인 경험을 강화하고 있다. 또한, D2C(Direct-to-Consumer) 브랜드의 증가로 유통 구조가 변화하고 있으며, 프리미엄 제품에 대한 수요도 꾸준히 증가하는 추세이다.

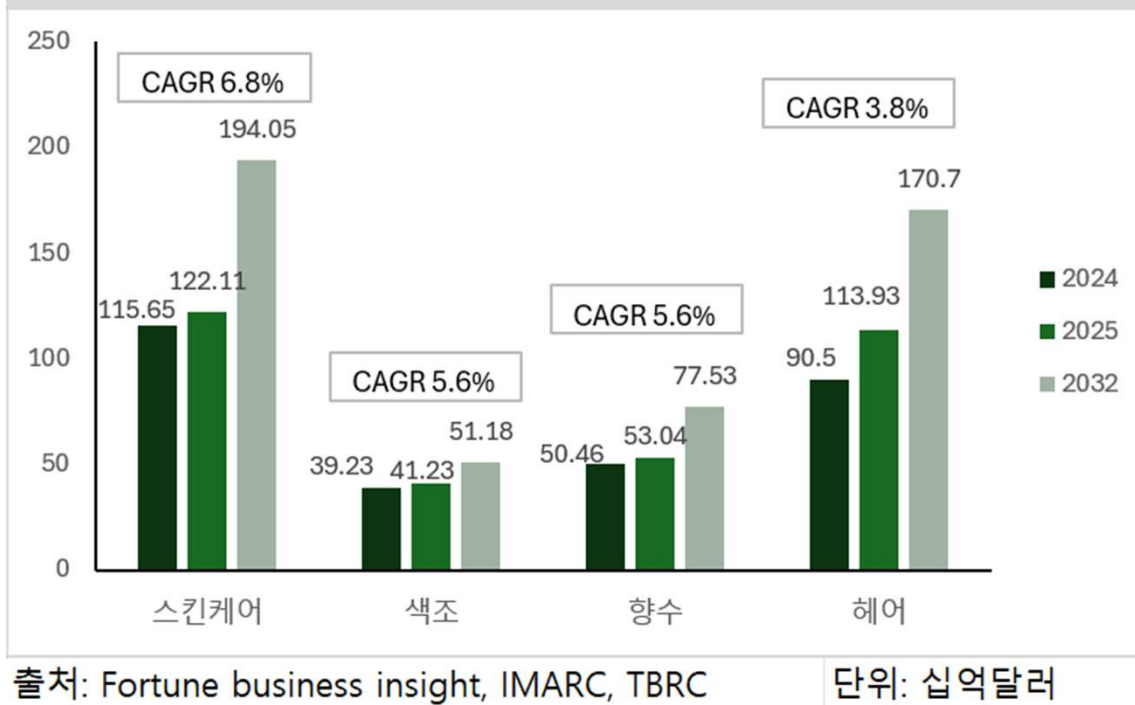
다변화와 다양화의 색조 화장

자료 11. 글로벌 화장품 시장 카테고리별 비중



출처: KYOBO research center

자료 12. 글로벌 시장 카테고리별 규모 전망



1.2.3. 헤어, 향수: 새로운 성장 영역

헤어 : 스킨케어 다음으로 큰 시장(2024년 905억 달러)이며, 모발 및 두피 건강에 대한 관심 증대, 남성 그루밍 트렌드 확산에 힘입어 연평균 3.8% 성장이 전망된다. 특히 미국 시장에서는 K-뷰티의 **두피 케어 및 탈모 관리 제품**이 새로운 강세 카테고리 olarak 떠오르고 있다(시장 규모 약 20억 달러, 연평균 6.47% 성장 전망).

향수 : 2024년 504억 달러 규모로, 연평균 5.57% 성장이 예상된다. 특히 일본 등 아시아 시장에서 젊은 세대를 중심으로 향을 개성 표현의 수단으로 인식하는 문화가 확산되며 빠르게 성장하고 있다.

젊은 세대의 트렌드가 주도하는 헤어, 향수

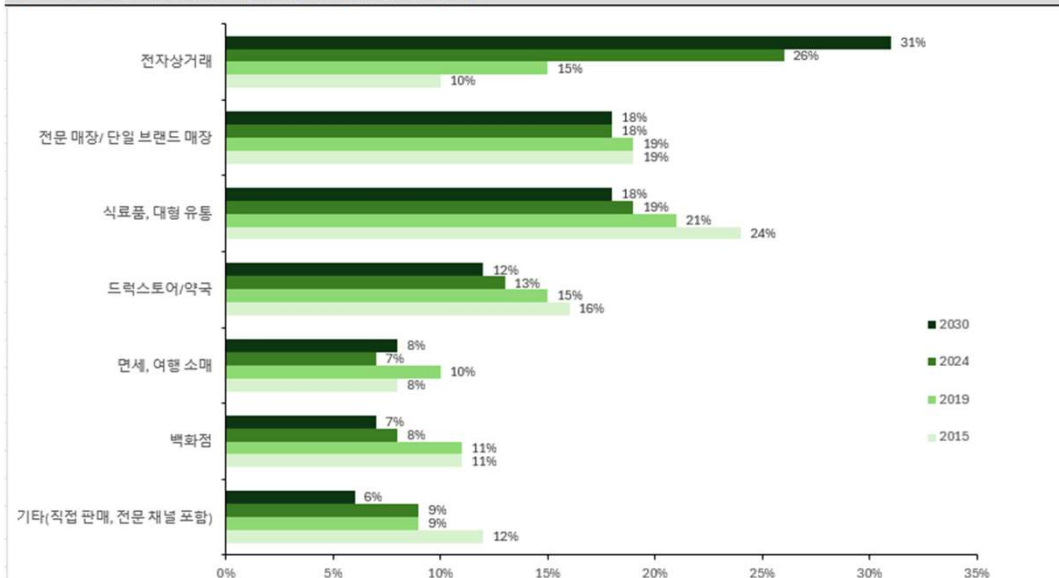
1.3. 주요 트렌드: 디지털, 지속가능성, 그리고 인디 브랜드

1.3.1. 온라인 채널의 급부상과 옴니채널 전략

이커머스는 화장품 소매 판매의 핵심 채널로 부상했다. 2024년 기준 글로벌 비중은 26%에 달하며, 매장 판매보다 9배 빠른 성장 속도를 보인다. 특히 한국에서는 올리브영 앱, 오픈마켓, 브랜드 자사몰 등 온라인 채널의 영향력이 절대적이다. 그러나 소비자들은 여전히 오프라인 매장에서의 직접적인 경험을 원하기 때문에, 온·오프라인을 결합한 **옴니채널(Omni-Channel)** 전략이 중요해지고 있다. 연령대별 정보 탐색 채널도 차이를 보여, 20대는 SNS, 30대는 온라인 카페/블로그, 40~50대는 TV 홈쇼핑 등을 주로 이용한다. 미국에서는 특히 **틱톡(TikTok)**과 **인스타그램** 등 숏폼 콘텐츠를 통해 제품을 처음 발견하는 경우가 가장 많아(각각 29.6%, 33.7%), **현지 인플루언서와의 협업**이 필수 마케팅 전략으로 자리 잡았다.

화장품도 SNS가
대세

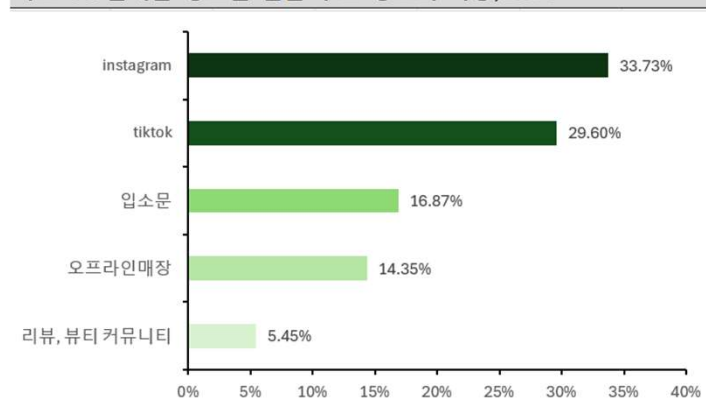
자료 13. 유통 채널별 전세계 뷰티 리테일 판매 비중



출처: McKinsey & Company analysis

주: 전자상거래는 온라인 전용몰, 브랜드 웹사이트, 옴니채널, 소셜 미디어 포함

자료 14. 신제품 정보를 얻는 주요 경로와 비중, 2024



출처: Landing International, The Second Wave of K-Beauty

1.3.2. 클린 뷰티와 지속가능성: 가치 소비의 확산

가치소비가 강화되는
화장품 시장

소비자들은 단순히 유기농, 천연 성분을 넘어 제품 성분의 안전성, 투명성, 환경적/윤리적 생산 과정(동물 실험 반대, 친환경 포장 등)까지 고려하는 '클린 뷰티(Clean Beauty)'를 추구하고 있다. 2024년 기준, 천연 및 유기농 성분 제품이 전체 시장의 약 30%를 차지하며 빠르게 성장하고 있다. 이러한 트렌드는 기업들에게는 성분 및 제조 과정에 대한 투명한 정보 공개와 지속 가능한 경영(ESG)을 요구하는 압력으로 작용한다.

자료 15. 천연 유기농 화장품 시장 규모 전망



1.3.3. 인디 브랜드의 약진과 ODM의 역할 강화

인디브랜드 급성장으로 인한
수혜는 제조업체로

K-뷰티 수출 성장의 핵심 동력은 **중소·인디 브랜드**이다. 이들은 SNS와 인플루언서를 활용한 기민한 마케팅으로 글로벌 인지도를 빠르게 확보했다. 아마존 블랙 프라이데이 등 주요 행사에서 한국 인디 브랜드 제품들이 베스트셀러 상위권을 다수 차지하는 등 성과가 두드러진다. 이들 대부분은 자체 생산 시설 없이 **한국콜마, 코스맥스 등 ODM 기업**에 생산을 의뢰한다. 이는 ODM 기업의 기술력이 뒷받침되어 인디 브랜드의 시장 진입 장벽을 낮추고, 브랜드사는 마케팅과 기획에 집중할 수 있는 효율적인 생태계를 구축했음을 의미한다. ODM 기업의 고객사 수는 지속적으로 증가하는 추세이다.

1.4. 주요국 규제 환경: 강화되는 안전성 및 투명성 요구

각국 정부는 화장품의 안전성 확보와 소비자 보호를 위해 규제를 강화하는 추세이다. 이는 기업에게는 준수 비용 증가라는 부담을 주고 특히 동시에 안전성과 효능이 검증된 프리미엄 브랜드에게는 신뢰도를 높이는 기회로 작용하기도 한다.

미국 (MoCRA - 화장품규제 현대화법): 2023년 발효. FDA(미국 식품의약국)에 시설 및 제품 등록, 안전성 입증 자료 제출, 부작용 보고, 리콜 의무화 등 제조업체의 책임과 FDA의 감독 권한을 대폭 강화했다.

엄격해지는 각국
안전 규제

유럽 (EU Cosmetic Regulation, CPNP): 세계에서 가장 엄격한 규제로 꼽힌다. 동물 실험 전면 금지, 1,300여 개 이상의 사용 금지 성분 리스트, CMR(발암성/돌연변이성/생식독성) 물질 관리 강화, 온라인 등록 시스템(CP NP) 의무화, 유럽 내 책임자(RP) 지정 등 매우 까다로운 절차를 요구한다. 이는 특히 중소 K-뷰티 브랜드의 유럽 진출에 높은 장벽으로 작용해왔다.

중국 (CSAR - 화장품감독관리조례): 2021년 발효 후 지속적으로 강화되고 있다. 모든 화장품의 안전성 평가 보고서 제출 의무화(2025년 5월부터 전면 시행), 효능·효과에 대한 과학적 입증 자료 요구, 신원료 등록/관리 강화, 동물실험 면제 조건 강화, 허위·과장 광고 및 라이브 커머스 감독 강화 등이 주요 내용이다. 이는 해외 브랜드의 진입을 어렵게 하는 동시에, 자국 로컬 브랜드의 성장을 지원하는 효과를 낳고 있다.

한국/일본/동남아: 전반적으로 원료 안전성 기준 강화, 라벨링 표시 정보 확대, 효능 근거 요구, 사후 감시 강화 등 투명성과 안전성을 높이는 방향으로 규제가 정비되고 있다. 특히 동남아시아는 아세안 화장품 지침(ACD)을 기반으로 국가별 등록 및 라벨링 요건을 운영하고 있다.

이러한 규제 강화는 R&D 및 인증 비용 증가로 이어져 중소기업에게는 부담으로 작용, M&A나 OEM/ODM 활용을 촉진하는 요인이 된다. 반면, 규제를 충족하는 브랜드는 소비자 신뢰를 확보하여 프리미엄 시장에서 경쟁 우위를 점할 수 있다.

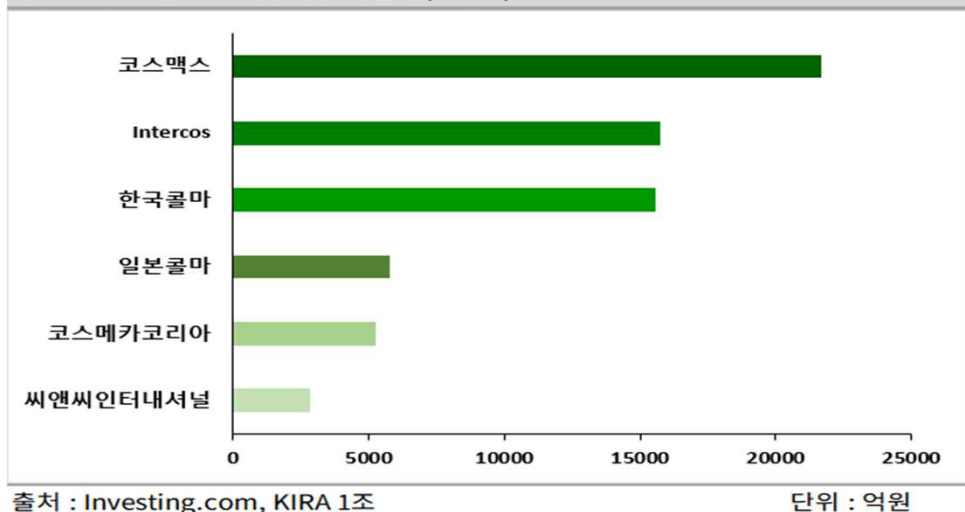
II. COMPANY OVERVIEW

2.1 기업 개요: K-뷰티의 숨은 조력자, 글로벌 No.1 ODM

명실상부 ‘세계
ODM 1위’

코스맥스는 1992년 설립되어 화장품 연구개발 및 생산(ODM/OBM)을 전문으로 하는 기업이다. 자체 브랜드를 통해 소비자에게 직접 판매하는 대신, 국내외 3,300여 개가 넘는 화장품 브랜드사들의 제품 개발과 생산을 책임지는 B2B 비즈니스 모델을 핵심으로 한다. 특히 단순 위탁생산(OEM)을 넘어, 브랜드사의 아이디어를 구체화하여 성분 연구, 제형 개발, 생산, 품질 관리까지 전 과정을 아우르는 **ODM(Original Development Manufacturing)** 방식에 특화되어 있으며, 이 분야에서 매출 기준 **전 세계 1위**의 독보적인 지위를 확보하고 있다. 나아가 브랜드 기획, 마케팅, 유통 전략까지 제안하는 **OBM(Original Brand Manufacturing)** 서비스로 사업 영역을 확장하고 있다.

자료 16. 세계 ODM 업체별 매출액(2024)



2.2 핵심 경쟁력: R&D 리더십과 글로벌 생산 네트워크

ODM 1위의 근본은
연구력과 생산력으
로부터

코스맥스의 성공은 단순한 생산 능력이 아닌, **연구개발(R&D) 중심의 혁신**과 **선제적인 글로벌 네트워크 구축**에 기인한다.

R&D 리더십: 전체 직원의 약 25~30%가 연구개발 인력일 정도로 R&D에 집중 투자하고 있다. 판교의 R&I(Research & Innovation) 센터를 중심으로 한국, 중국, 미국 등 전 세계 700여 명의 연구원이 혁신적인 제형과 신소재를 개발하며 시장 트렌드를 선도한다. 젤 아이라이너(4천만 개 이상 생산), 쿠션 파운데이션(3억 개 이상 공급) 등은 코스맥스의 기술력이 탄생시킨 대표적인 히트 제품이다.

ODM 1위의 근본은
연구력과 생산력으
로부터

- **글로벌 생산 네트워크:** K-뷰티의 글로벌 확산 이전부터 선제적으로 해외 주요 거점에 생산 기지를 구축했다. 한국(화성 등)을 중심으로 **중국(상하이, 광저우), 미국(뉴저지), 인도네시아(자카르타), 태국(방콕), 일본** 등에 위치한 현지 공장과 연구소는 글로벌 고객사의 다양한 수요에 신속하게 대응하고 물류 비용 절감 및 현지화 전략 실행의 핵심 기반이 된다. 이러한 글로벌 네트워크는 경쟁사 대비 확실한 우위를 점하는 요인이다.

글로벌 수준의 품질 관리: CGMP(우수 화장품 제조 및 품질관리 기준), ISO 22716(화장품 국제표준), FDA OTC(미국 일반의약품), EVE VEGAN(프랑스 비건 인증), MUI Halal(인도네시아 할랄 인증) 등 글로벌 스탠더드에 필요한 주요 인증을 모두 확보하여 세계 최고 수준의 품질 및 생산 관리 시스템을 공인 받았다. 이는 특히 규제가 강화되는 추세 속에서 고객사에게 높은 신뢰를 제공한다.

2.3 고객 포트폴리오: 대형 브랜드와 인디 브랜드의 균형

코스맥스의 안정적인 성장 기반은 **3,300여 개**에 달하는 다변화된 고객 포트폴리오에 있다. 특정 고객사에 대한 매출 의존도가 10% 미만으로 낮아 개별 고객사의 부침에 따른 리스크가 제한적이다.

높은 '공급자의 교
섭력'

글로벌 대형 브랜드: 로레알, 에스티로더, 존슨앤드존슨, 유니레버 등 세계 유수의 화장품 기업들과의 오랜 파트너십은 코스맥스의 기술력과 품질 관리 능력을 입증하는 동시에 안정적인 매출 기반을 제공한다.

신생 인디 브랜드: 온라인과 H&B 채널을 중심으로 급성장하는 수많은 국내외 인디 브랜드들은 코스맥스의 **핵심 성장 동력**이다. 자체 R&D 및 생산 역량이 부족한 이들 브랜드에게 코스맥스는 트렌드 분석, 상품 기획, 제형 개발부터 생산, 인허가 지원까지 *****원스톱 솔루션*****을 제공하는 필수적인 파트너 역할을 수행한다. 이는 인디 브랜드의 성장을 촉진하고, 그 성장의 과실을 코스맥스가 함께 향유하는 선순환 구조를 만든다.

2.4 재무 분석: 견조한 성장 속 재무 부담은 과제

최근 코스맥스의 재무 상태는 'K-뷰티 확장'이라는 기회를 적극적으로 활용한 '견조한 외형 성장'과 이 과정에서 발생한 '높은 재무 부담'이라는 두 가지 특징을 동시에 보여준다.

성장성 good,
허나 빚과 현금 관
리는 필요

성장성: 2025년 상반기 연결 매출액은 1조 2,121억 원으로 전년 동기 대비 12.4% 성장했으며, 영업이익은 1,122억 원으로 21.7% 증가하며 수익성 개선 추세를 보였다. 이는 비중국 지역(미국, 일본, 동남아 등)으로의 수출 호조와 인디 브랜드 고객사들의 성장에 힘입은 결과이다.

안정성 (Risk): 2025년 6월 말 기준 부채비율은 약 310.9%로, 일반적인 안정성 기준(200% 이하) 및 업계 평균(약 60%)을 크게 상회한다. 이는 미래 성장을 위한 선제적인 글로벌 생산기지 확충 등 공격적인 설비투자(CAPEX)의 결과로 해석되나, 높은 이자 비용 부담과 유동성 리스크는 반드시 관리해야 할 요인이다. 부채의 상당 부분이 단기금융부채로 구성되어 있어 단기 상환 압박 가능성도 존재한다.

현금흐름 (Risk): 2025년 상반기 영업활동현금흐름은 -65억 원으로 적자 전환했다. 이는 325억 원의 당기순이익에도 불구하고, 급격한 매출 성장에 따른 매출채권 증가(-1,086억 원)와 법인세 납부 증가(-512억 원)로 인해 회계상 이익이 실제 현금 유입으로 이어지지 못했음을 의미한다. 향후 안정적인 성장을 위해서는 매출채권 회수 관리가 중요한 과제로 부상한다.

III. INVESTMENT HIGHLIGHTS

3.1. K-뷰티의 '파운드리': 인디 브랜드 확장의 필연적 수혜

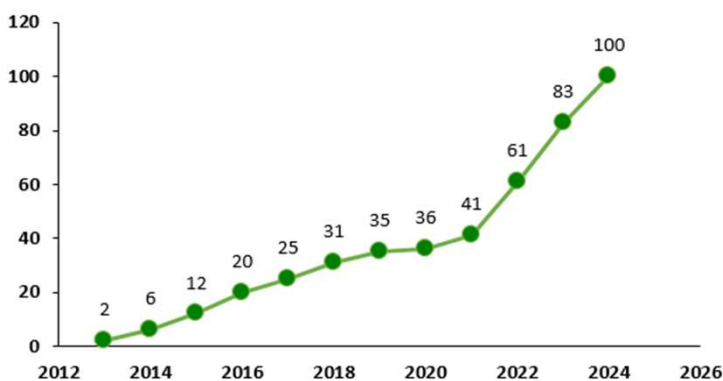
전세계 화장품 시장의 지속적인 성장세 속, ‘K-뷰티 인디 브랜드의 글로벌 확장’이라는 큰 파도(Mega Trend)는 여전히 유효하며 그 중심에 코스맥스가 있다.

‘인디 브랜드의 성장’은 필연적으로 거대 ODM의 성장으로 이어진다

[자료 17] 과 [자료 18]은 한국 인디 브랜드의 성장과 해외 진출 확장 상황을 직접적으로 보여준다. [자료 17]에 따르면 올리브영에 입점한 중소 화장품 브랜드 중 연매출 100억 이상을 기록한 수는 2021년 41개에서 2025년 100개로 약 150% 증가했다. 이는 중소 인디 브랜드들의 급격한 성장을 나타낸다. [자료 18]은 국내 화장품 수출의 증가를 대기업이 아닌 중소 화장품 기업이 가장 앞장서서 이끌었다는 점을 보여줌으로써 인디 브랜드들의 글로벌 성장력을 시사하고 있다.

이러한 흐름 속, [자료 19]에서 확인할 수 있듯이 인디 브랜드들의 파운드리인 국내 ODM 대장들도 가파른 성장세를 보였다. 자체 생산 설비가 부족한 이들 브랜드에게 세계 최고 수준의 R&D 및 생산 능력을 갖춘 코스맥스는 대체 불가능한 필수재다. 특정 브랜드의 흥망성쇠와 무관하게, 화장품 시장 전체의 파이(Q)가 커지는 과실을 가장 안정적으로 향유할 수 있는 기업인 것이다.

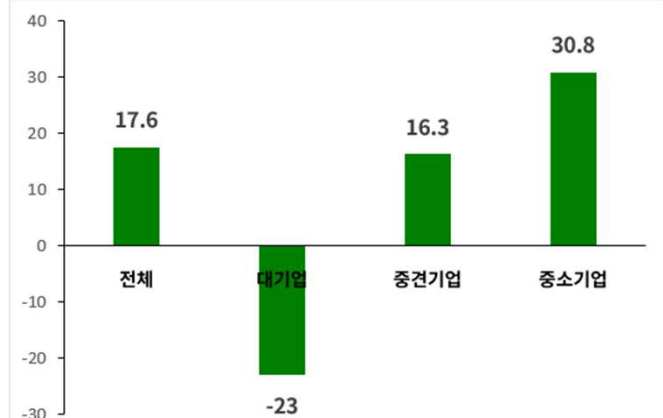
자료17. 올리브영 내 연매출 100억 이상 브랜드 수 추이



출처 : 올리브영, KIRA 1조

단위 : 수

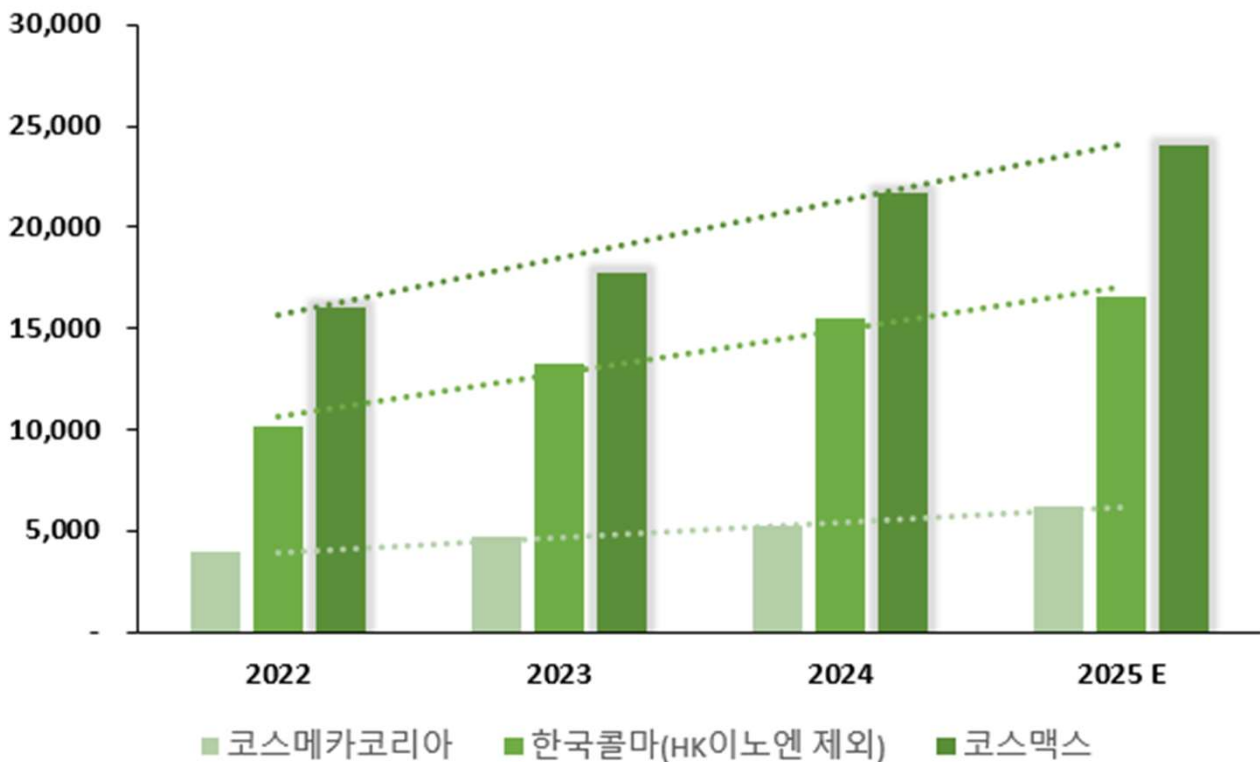
자료 18. 2025 상반기 화장품 기업규모별 수출증감율



출처 : 중소벤처기업부, KIRA 1조

단위 : %

자료 19. 국내 ODM 3사 매출 추이(2022~2025E)



출처 : 네이버증권, KIRA 1조

단위 : 억원

3.2. 강화되는 글로벌 규제: 진입장벽이 곧 해자(Moat)가 되다

서구권 국가들의
까다로운 규제,
ODM에겐 오히려
기회

미국의 MoCRA, 유럽의 CPNP 및 PPWR 등 주요국의 화장품 규제 강화는 자본과 전문 인력이 부족한 신규 인디 브랜드들에게 막대한 진입장벽이다. 역설적으로 이는 코스맥스에 대한 의존도를 더욱 심화시키는 요인이 된다.

글로벌 1위 ODM으로서 축적한 규제 대응 노하우와 각종 글로벌 인증(FDA OTC, EVE VEGAN 등)은 고객사에게 강력한 소구점이 된다. 규제 환경이 까다로워질수록, 브랜드사들은 리스크를 회피하기 위해 검증된 최상위 파트너인 코스맥스를 선택할 수밖에 없다. 이는 단순한 가격 경쟁을 넘어선 구조적인 경제적 해자(Moat)를 형성한다.

3.3. 리스크 해소, 성장 동력으로: 미국 법인 턴어라운드 본격화

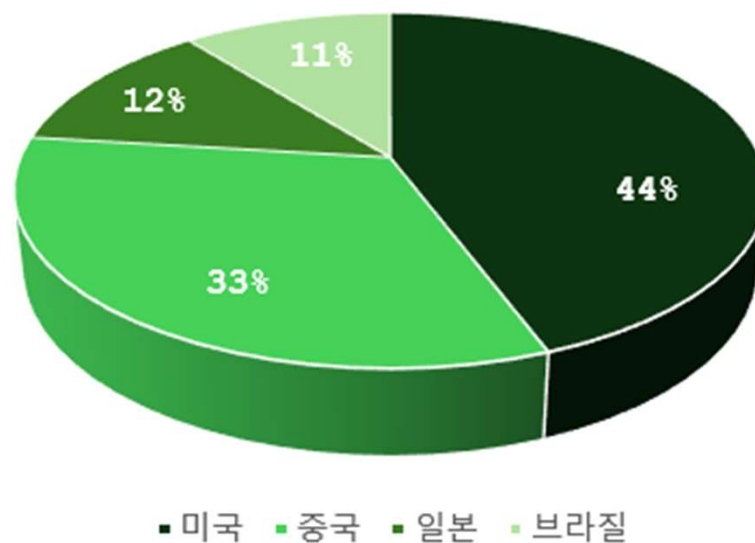
훨씬 더 많은 힘을
보태줄 미국 법인
의 턴어라운드

수년간 코스맥스의 밸류에이션을 짓눌렀던 **미국 법인의 적자 구조가 완화되고, 구조적인 성장 궤도에 진입했다**. 2025 3분기 실적에서 한국 법인이 수익성 악화로 고전하는 동안, 미국 법인은 **+13.6% YoY** 성장하며 턴어라운드 기조를 명확히 증명했다. 이는 일시적인 수주가 아닌, 지난 **1년간 진행해온 생산 시설 효율화와 현지 인디 브랜드 신규 고객사 확보 노력**이 실적으로 가시화된 결과이다.

특히 4분기부터는 성장세가 더욱 가속화될 전망이다. 3분기에 대미 관세 이슈 등으로 일시 지연되었던 발주 물량이 이연되고, 블랙프라이데이 등 쇼핑시즌을 겨냥한 신규 고객사 물량이 본격 반영되며 **+20.2% YoY** (컨센서스 기준)의 고성장이 예상된다.

코스맥스 미국법인의 부활세가 특히 반가운 것은 **[자료 10]에서 보듯 세계 최대 화장품 시장이 다름 아닌 미국**이라는 점이다. 즉 이러한 최대 규모 시장에서의 성장 전환세를 보이는 미국 법인은 이제 '아픈 손가락'이 아닌, 전사 실적 성장을 견인하는 '핵심 엔진'으로 재평가받아야 한다.

자료 20. 주요 국가별 화장품산업 시장 규모(2024)



출처 : 한국보건산업진흥원, KIRA 1조

단위 : %

4. VALUATION

4.1. 매출추정 (Revenue Projection)

매출 Table (단위 : 천원, %)		2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4QE	2025 E	2026 E	2027 E
구분								
매출액		588,574,136	623,560,619	585,616,673	624,962,614	2,422,714,042	2,689,212,587	2,958,133,845
	YOY(%)	11.7%	13.1%	10.5%	12.0%	11.8%	11.0%	10.0%
한국	코스맥스(주)	362,753,606	420,479,984	383,493,562	380,946,984	1,547,674,136	1,710,798,990	1,870,587,616
		15.0%	20.8%	10.3%	10.0%	14.0%	11.0%	10.0%
중국	COSMAX CHINA, INC	95,888,303	96,857,004	87,827,086	102,215,067	382,787,460	406,290,610	433,268,306
		-10.9%	-0.7%	21.9%	7.3%	2.8%	6.1%	6.6%
	COSMAX GUANGZHOU, INC	35,811,613	27,179,227	26,879,166	38,286,910	128,156,916	137,076,637	148,700,736
		-4.6%	-24.8%	-7.7%	6.8%	-7.6%	7.0%	8.5%
	YATSEN Biotechnology (Guangzhou) Co., Ltd.	14,701,224	15,754,668	21,564,657	58,265,349	110,285,898	117,961,797	127,964,957
		-	-	-	6.8%	-	7.0%	8.5%
미국	COSMAX USA, CORPORATION	26,889,607	26,482,904	30,804,145	35,819,289	119,995,945	132,931,508	147,740,077
		-26.0%	-16.6%	13.5%	20.2%	-12.5%	10.8%	11.1%
인도네시아	PT COSMAX INDONESIA	29,353,938	20,682,942	21,148,406	86,965,436	158,150,722	174,946,329	191,811,155
		22.8%	-17.9%	-33.5%	-22.4%	-12.9%	10.6%	9.6%

본 리포트의 실적 추정은 객관성을 확보하기 위해 2025년 11월 기준 국내 주요 기관들의 시장 컨센서스(Consensus)를 벤치마크로 삼았다.

다만, 단순 평균치를 적용하는 것에 그치지 않고, 당사가 분석한 각 법인별 핵심 변수(Key Drivers)인 ① 미국 법인의 구조적 턴어라운드 가속화 가능성과 ② 중국 시장의 L자형 성장 고착화 시나리오를 반영하여 자체적인 조정을 거쳤다.

특히 미국 법인의 경우, 최근 K-뷰티 인디 브랜드의 침투율이 시장 예상보다 가파르게 상승하고 있음을 감안하여 컨센서스 대비 공격적인 추정치를 적용하였으며, 반대로 불확실성이 상존하는 중국 및 동남아 법인은 보수적기조를 유지하여 추정의 안정성을 높였다."

V. VALUATION

4.1.1. 법인별 추정 논리 (Key Assumptions)

[한국 법인: 'Growth Pains' 구간 진입 → 수익성 중심의 Stable Growth]

매출 Table (단위 : 천원, %)		2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4QE	2025 E	2026 E	2027 E
구분								
매출액		588,574,136	623,560,619	585,616,673	624,962,614	2,422,714,042	2,689,212,587	2,958,133,845
	YOY(%)	11.7%	13.1%	10.5%	12.0%	11.8%	11.0%	10.0%
한국	코스맥스(주)	362,753,606	420,479,984	383,493,562	380,946,984	1,547,674,136	1,710,798,990	1,870,587,616
		15.0%	20.8%	10.3%	10.0%	14.0%	11.0%	10.0%

2025.4Q (E) YoY +10.0%:

3분기(YoY +10.3%)와 유사한 흐름을 가정했다. 관세 리스크 등 대외 불확실성이 상존하나, 3분기에 지연되었던 미국향 간접 수출 물량의 이연 효과(Deferral Effect)와 4분기 쇼핑 시즌(블랙프라이데이) 수요가 이를 상쇄하며 두 자릿수 성장을 방어할 것으로 판단한다.

2026~2027 (E) CAGR +9~10%:

한국 법인은 고객사 수 급증(2,200개)에 따른 운영 비효율과 Product Mix 악화라는 '성장통'에 직면해 있다. 향후 전략은 무리한 Top-line(외형) 확장보다는 Bottom-line(이익) 방어에 집중될 것이다. 이에 따라 컨센서스 평균치인 YoY +9~10% 수준의 성장을 적용하여, 인디 브랜드 시장 성장률(Market Growth)에 수렴하는 안정적 흐름을 가정했다.

[중국 법인: V자 반등 지양, 'L자형' 흐름 속 M/S 방어]

매출 Table (단위 : 천원, %)		2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4QE	2025 E	2026 E	2027 E
구분								
매출액		588,574,136	623,560,619	585,616,673	624,962,614	2,422,714,042	2,689,212,587	2,958,133,845
	YOY(%)	11.7%	13.1%	10.5%	12.0%	11.8%	11.0%	10.0%
중국	COSMAX CHINA, INC	95,888,303	96,857,004	87,827,086	102,215,067	382,787,460	406,290,610	433,268,306
		-10.9%	-0.7%	21.9%	7.3%	2.8%	6.1%	6.6%
	COSMAX GUANGZHOU, INC	35,811,613	27,179,227	26,879,166	38,286,910	128,156,916	137,076,637	148,700,736
		-4.6%	-24.8%	-7.7%	6.8%	-7.6%	7.0%	8.5%
	YATSEN Biotechnology (Guangzhou) Co., Ltd.	14,701,224	15,754,668	21,564,657	58,265,349	110,285,898	117,961,797	127,964,957
		-	-	-	6.8%	-	7.0%	8.5%

2025.4Q (E) YoY +7.0% (상해 +7.3% / 광저우 +6.8%): 3분기 서프라이즈

(+22.3%)는 24년 3분기의 극심한 부진(-10%대)에 따른 Low Base Effect가 극대화된 결과였다. 4분기 역시 광군제 효과가 존재하나, 기저효과가 희석됨을 감안하여 성장률을 YoY +7.0% 수준으로 Flat하게 조정했다.

2026~2027 (E) CAGR +6~7%: 중국 내수 소비 부진의 장기화를 반영하여 보수적 관점을 유지한다. C-Bauty 파트너로서의 지위는 공고하나, 시장 전체의 파이가 커지기 어려운 환경이다. 컨센서스 평균인 **6~7%** 성장은 사실상 물가 상승률과 시장 자연 증가분만을 반영한 수치로, 중국 법인의 성장을 보수적으로 추정했다.

[미국 법인: Turnaround 이후 'Normalization(정상화)' 단계 진입]

매출 Table (단위 : 천원, %)		2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4QE	2025 E	2026 E	2027 E
구분								
매출액		588,574,136	623,560,619	585,616,673	624,962,614	2,422,714,042	2,689,212,587	2,958,133,845
	YOY(%)	11.7%	13.1%	10.5%	12.0%	11.8%	11.0%	10.0%
미국	COSMAX USA, CORPORATION	26,889,607	26,482,904	30,804,145	35,819,289	119,995,945	132,931,508	147,740,077
		-26.0%	-16.6%	13.5%	20.2%	-12.5%	10.8%	11.1%

2025.4Q (E) YoY +20.2%: 전사 실적 중 가장 강력한 모멘텀을 보유한 구간이다. 3분기 대미 관세 이슈로 일시적 **Bottleneck**이 발생했던 수주 물량이 4분기에 해소되고, 신규 온보딩된 고객사들의 초기 물량이 반영되며 YoY +20.2%의 고성장을 시현할 것으로 추정한다.

2026~2027 (E) CAGR +11.0%: 2025년의 고성장은 기저효과가 반영된 수치다. 시장 컨센서스는 2026년(+10.8%)과 2027년(+11.1%) 성장률을 10% 초반대로 추정하고 있다. 이는 미국 법인이 턴어라운드 이후, 공격적인 CAPA 증설보다는 흑자 구조 안착을 위한 '**수익성 중심의 선별 수주(Selective Order-taking)**' 전략으로 선회할 것임을 시사한다. 따라서 성장률을 11% 수준으로 **Normalization** 하였다.

[동남아 법인: 구조적 Headwind 직면 → 기저효과에 기댄 반등]

매출 Table (단위 : 천원, %)		2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4QE	2025 E	2026 E	2027 E
구분								
매출액		588,574,136	623,560,619	585,616,673	624,962,614	2,422,714,042	2,689,212,587	2,958,133,845
	YOY(%)	11.7%	13.1%	10.5%	12.0%	11.8%	11.0%	10.0%
인도네시아	PT COSMAX INDONESIA	29,353,938	20,682,942	21,148,406	86,965,436	158,150,722	174,946,329	191,811,155
		22.8%	-17.9%	-33.5%	-22.4%	-12.9%	10.6%	9.6%

2025.4Q (E) (인니 -22.4%, 태국 +28.1%): 인도네시아 법인의 3분기 역성장 쇼크(-33.4%)는 중국산 저가 제품 공세라는 구조적 역풍(Structural Headwind*)에 기인한다. 단기간 내 해소가 어렵다고 판단하여 4분기 역시 -22.4%의 역성장을 반영했다. 반면 태국은 성수기 진입으로 +28.1%의 고성장을 유지할 것이다.

2026~2027 (E) CAGR +10.0%: 2026년 이후의 10%대 성장은 실질적인 펀더멘털 개선이라기보다는, 2025년의 급격한 실적 훼손(Deep Dive)에 따른 **Technical Rebound(기술적 반등)** 성격이 짙다. 이를 감안하여 컨센서스 평균치인 **YoY +10%** 내외의 회복세를 가정했다.

4.2. 매출원가 추정

매출원가 추정						
(단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,600,125,770,194	1,777,494,448,320	2,166,089,636,742	2,422,714,042,000	2,689,212,587,000	2,958,133,845,000
매출원가 추정	1,394,855,820,453	1,483,847,710,237	1,747,882,332,515	2,029,749,824,388	2,253,022,305,389	2,478,324,535,341
매출원가율	87.2%	83.5%	80.7%	83.8%	83.8%	83.8%

4.2.1. 추정 논리

코스맥스의 매출원가율은 2022년 87.2%에서 2024년 80.7%로 가파른 개선세를 보이고 있으나, 향후 추정에는 보수적 관점을 적용하여 과거 3개년(2022~2024) 평균 원가율인 83.8%를 Flat하게 적용하였다.

4.3. 판관비 추정

판매비와 관리비 추정								
(단위: 원)			2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
판관비			124,221,555,126	177,960,958,227	242,812,025,122	231,683,138,854	252,092,181,026	272,385,413,364
급여		직원수에 연동	42,384,228,167	47,779,762,852	64,661,024,661	65,971,980,387	70,790,115,421	75,997,512,065
상여		변동비	7,680,699,966	12,689,665,388	11,399,781,084	13,971,123,500	15,607,432,900	17,163,174,000
퇴직급여		직원수에 연동	3,120,760,129	3,285,446,768	5,281,341,085	5,983,161,288	6,807,267,882	7,766,882,604
복리후생비		고정비(A)	8,098,673,022	9,632,381,606	11,804,546,243	11,804,546,243	11,804,546,243	11,804,546,243
임차료		고정비(A)	741,357,942	1,373,042,600	1,757,072,323	1,757,072,323	1,757,072,323	1,757,072,323
접대비		변동비	2,296,921,209	3,050,218,376	3,368,053,999	3,697,519,920	4,131,354,204	4,544,405,744
감가상각비		고정비(A)	7,412,501,151	8,349,572,254	8,674,400,838	8,674,400,838	8,674,400,838	8,674,400,838
무형자산상각비		고정비(A)	3,717,808,651	3,543,536,105	4,945,028,606	4,945,028,606	4,945,028,606	4,945,028,606
세금과공과		고정비(A)	3,790,051,947	1,440,128,160	1,342,262,764	1,342,262,764	1,342,262,764	1,342,262,764
광고선전비		변동비	2,046,764,291	3,247,058,067	4,203,975,830	4,239,520,048	4,732,927,353	5,206,193,567
대손상각비		변동비	7,305,524,627	19,314,733,852	17,206,959,584	18,683,679,273	20,870,479,058	22,958,284,591
여비교통비		변동비	2,851,225,434	4,012,894,976	4,677,423,316	5,089,409,240	5,687,249,505	6,252,949,219
통신비		고정비(A)	962,570,289	1,109,980,196	1,206,444,422	1,206,444,422	1,206,444,422	1,206,444,422
수도광열비		고정비(A)	182,926,443	511,232,720	357,844,965	357,844,965	357,844,965	357,844,965
소모품비		변동비	3,503,796,750	3,192,669,436	4,655,314,956	4,865,705,070	5,438,209,426	5,983,330,367
수선비		고정비(A)	176,932,322	234,748,618	364,883,426	364,883,426	364,883,426	364,883,426
보험료		고정비(A)	466,605,718	471,759,840	504,419,925	504,419,925	504,419,925	504,419,925
운반및보관비		변동비	3,898,591,191	5,065,033,752	6,130,518,634	6,552,698,958	7,314,924,116	8,047,460,078
차량유지비		고정비(A)	610,694,385	410,031,311	379,556,389	379,556,389	379,556,389	379,556,389
지급수수료		변동비	50,107,488,068	48,008,707,325	87,625,054,114	68,892,091,582	76,911,479,988	84,602,627,967
수출비		변동비	408,208,958	591,705,165	420,355,581	554,027,310	618,518,895	680,370,884
도서인쇄비		고정비(A)	32,722,048	20,446,824	24,180,395	24,180,395	24,180,395	24,180,395
교육비		고정비(A)	372,043,185	582,505,333	350,124,431	350,124,431	350,124,431	350,124,431
연구개발비		고정비(A)		43,696,703	1,471,457,551	1,471,457,551	1,471,457,551	1,471,457,551

(단위: 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
직원수	1164	1,194	1302	1528	1537	1626	1721
직원수 성장률		2.58%	9.05%	17.36%	0.59%	5.77%	5.77%
1인당 평균 급여	59,041,000	62,553,000	60,742,000	90,105,000			
급여 상승률		5.95%	-2.90%	48.34%			
23년까지의 급여CAGR: +1.43%							
평균퇴직금	2,220,487	2,613,702	2,523,385	3,456,375	3,892,753	4,186,512	4,513,006
퇴직금 변화율		17.71%	-3.46%	36.98%	12.63%	7.55%	7.99%

판관비의 경우 매출액에 따라 비용이 증가하는 변동비와 매출액과 관계가 없는 고정비로 나누어 추정하였다. 고정비는 FLAT으로 처리하였다. 변동비는 각 연도별 매출액 대비 비율을 산정하여 **3개년 가중평균**을 통해 해당 비율을 추후에도 사용하였다.

급여, 퇴직급여의 경우에는 고정비이나 직원 수 변화 및 임금 인상률에 따라 달라지기 때문에 FLAT으로 처리하지 않고 이를 반영한 금액으로 계산하였다. 다만, 2024년에 급여와 직원 수가 다른 해에 비해 크게 상승해 이 추세를 그대로 반영하면 과대 추정될 가능성이 높기에 23년까지의 직원 수 CAGR인 +5.77%와 1인당 평균 급여 CAGR인 +1.43%를 구하여 사용하였다. 퇴직금 변화율은 3개년 AVERAGE를 사용하였다. 직원수는 25년의 경우에는 코스맥스 3분기 보고서를 참조하여 3분기 직원수인 1537명으로 FLAT 처리하였다.

판관비 내 급여는 단순히 직원수에 평균 임금을 곱한 금액이 아니므로 차년도 판관비내 급여= 당해연도 판관비 내 급여 x (1+평균임금 인상률) x 차년도 직원수/당해연도 직원수를 통해 구하였다.

한편, 지급수수료는 매출액 대비 비율이 가장 크고 2024년에 전년도에 비해 급증하여 단순히 가중평균비율 적용하지 않았다. *2024년 지급수수료(876억 원)**가 급증한 주요 원인은 매출 확대에 따른 직접적인 비용 증가와 해외 수출 관련 수수료 증가이다. 수출 증가에 비례하여 해외 유통 채널(플랫폼, 대행사 등)에 지불하는 판매 및 유통 관련 지급수수료가 크게 늘어났다.

코스맥스의 2025년 1분기 실적 발표 IR자료를 보면 지급수수료를 포함한 '비용 관리 고도화'로 1분기 높은 실적을 달성했다고 발표하였다. 2025년 3분기 분기 보고서에 따르면 3분기까지 누적 지급수수료/누적 매출액= 2.86% 이므로 이를 이용하여 25년 전체 지급 수수료를 구하였다. 2025년에 2024년에 비해 지급수수료 비율을 다시 낮추었고 이 2.86이 22년과 23년 지급수수료 비율과 비교했을 때 비슷하므로 앞으로도 이 비율 수준을 유지할 것으로 가정한다.

4.4. 영업외 손익 추정

금융수익 추정 (단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
금융수익 추정	49,204,602,260	35,506,533,988	67,438,638,465	65,864,487,267	58,779,864,301	67,754,390,935
이자수익 (이동평균)	10,091,794,016	19,003,464,973	20,153,469,662	16,416,242,884	18,524,392,506	18,364,701,684
배당금수익 (이동평균)	46,000,000	34,000,000	53,712,850	44,570,950	44,094,600	47,459,467
당기손익인식: (이동평균)	1,867,596,122	59,482,435	1,273,433,539	1,066,837,365	799,917,780	1,046,729,561
당기손익인식: (이동평균)	748,193,816	440,979,601	483,437,834	557,537,084	493,984,840	511,653,252
외환차익 (이동평균)	6,816,938,221	4,569,628,898	6,257,405,400	5,881,324,173	5,569,452,824	5,902,727,466
외환환산이익 (이동평균)	26,904,163,137	8,273,023,423	36,333,259,433	23,836,815,331	22,814,366,062	27,661,480,275
파생상품평가: (이동평균)	243,024,000	919,758,000	435,906,000	532,896,000	629,520,000	532,774,000
파생상품거래: (2025. 3Q/이동 평균)	0	0	646,478,000	15,553,388,363	8,099,933,182	11,826,660,772
기타금융수익 (0처리)	0	570,000,000	0	0	0	0
금융보증비용: (이동평균)	2,486,892,948	1,636,196,658	1,801,535,747	1,974,875,118	1,804,202,508	1,860,204,457

금융비용 추정 (단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
금융비용 추정	18,912,674,231	22,929,801,968	37,051,179,492	27,569,586,652	28,933,520,365	31,084,762,170
이자비용 (이동평균)	8,962,401,034	13,602,146,117	16,990,148,906	13,184,898,686	14,592,397,903	14,922,481,832
당기손익인식: (2025.3Q/이동평균)	0	60,266,302	22,624,975	1,229,334,186	437,408,488	563,122,550
당기손익인식: (0처리)	0	0	0	0	0	0
외환차손 (이동평균)	1,348,047,750	2,597,985,300	3,268,234,107	2,404,755,719	2,756,991,709	2,809,993,845
외환환산손실 (이동평균)	6,406,332,829	3,223,438,770	1,031,953,811	3,553,908,470	2,603,100,350	2,396,320,877
파생상품평가: (이동평균)	134,932,000	1,617,280,229	13,936,108,134	5,229,440,121	6,927,609,495	8,697,719,250
파생상품거래: (0처리)	0	0	0	0	0	0
기타금융비용 (2025.3Q/0처리)	240,000,000	450,007,017	0	300,000,000	0	0
금융보증비용 (이동평균)	1,820,960,618	1,378,678,233	1,802,109,559	1,667,249,470	1,616,012,421	1,695,123,817

기타수익 추정 (단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기타수익 추정	4,356,078,883	4,529,924,214	5,950,056,727	5,497,231,514	5,092,059,569	5,279,533,911
유형자산처분: (이동평균)	58,197,322	10,639,873	19,168,244	29,335,146	19,714,421	22,739,270
무형자산처분: (0처리)	548,969	0	0	0	0	0
투자자산손상: (2025.3Q/0처리)	0	0	105,748,190	594,997,886	0	0
투자자산처분: (0처리)	22,774,110	287,672	0	0	0	0
무형자산손상: (이동평균)	4,500,000	19,000,000	118,087,090	47,195,697	61,427,596	75,570,127
수수료수익 (이동평균)	205,250,380	243,540,570	342,584,980	263,791,977	283,305,842	296,560,933
임대료 (이동평균)	3,618,432,260	4,024,227,200	5,183,379,760	4,275,346,407	4,494,317,789	4,651,014,652
기타 (이동평균)	446,375,842	232,228,899	181,088,463	286,564,401	233,293,921	233,648,928

기타비용 추정 (단위: 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기타비용 추정	158,591,536,483	49,861,007,471	25,961,927,653	78,128,019,164	51,314,634,591	51,799,582,298
유형자산처분: (0처리)	44,425,657	1,216,000	0	0	0	0
유형자산폐기: (2025.3Q/0처리)	0	0	19,000	5,815,514	0	0
무형자산처분: (0처리)	2,200,000	0	0	0	0	0
무형자산손상: (이동평균)	42,280,000	188,987,205	521,281,200	250,849,468	320,372,624	364,167,764
투자자산처분: (이동평균)	21,094,641	22,565,569	72,985,840	38,882,017	44,811,142	52,226,333
종속기업투자: (이동평균)	7,065,987,920	8,742,781,171	1,651,070,005	5,819,946,365	5,404,599,180	4,291,871,850
기타의대손상: (이동평균)	150,912,905,741	40,650,545,290	23,219,189,368	71,594,213,466	45,154,649,375	46,656,017,403
기타 (이동평균)	502,642,524	254,912,236	497,382,240	418,312,333	390,202,270	435,298,948

영업외손익은 변동성이 높아 합리적인 추정 모델 구축이 제한적이라고 판단하였다. 이에 따라 과거 값의 흐름이 유사한 항목에 대해서는 2개년 또는 3개년 **이동평균을 적용**하였으며 특정 기간에만 발생한 **비경상적 비용은 지속성이 낮다고 판단하여 추정과정에서 0 처리**하였다. 특히 2025년의 경우 직전 연도의 수치 간 편차가 과도한 항목에 대해서는 예측 왜곡을 방지하기 위해 3Q 실적치를 대체 적용하였고, 변동성이 제한적인 항목은 2026년과 2027년과 동일하게 이동평균 또는 0 처리 기준을 적용해 추정하였다.

4.5. 주가 분석: '바닥'을 확인한 주가, 이제는 '반등'을 준비할 때



(출처 : 네이버 증권)

코스맥스의 주가는 2025년 상반기 K-뷰티 호황에 힘입어 강력한 상승세를 보였으나, 3분기 실적 우려와 대외 불확실성(관세 등)으로 인해 최근 고점 대비 약 **30% 이상 조정**을 받은 상태이다. 현재 주가 흐름은 '**가격 조정**'이 마무리되고 '**기간 조정**'을 거치며 **바닥**을 다지는 구간이다.

최근 주가는 120일 이동평균선(장기 추세선)을 하향 이탈했으나, 140,000원~150,000원 구간에서 강력한 지지력을 확인하며 하락세를 멈췄다. 이는 2024년 하반기 상승 추세의 시발점이었던 가격대로, 기술적 반등이 유효한 강력한 지지 구간이다.

또한 현재 코스맥스의 12개월 선행 주가수익비율(12M Fwd P/E)은 약 **10~11배 수준**으로 추산된다. 이는 지난 5년 평균 P/E(약 15배)를 크게 하회하는 수치이며, K-뷰티 산업의 구조적 성장기였던 2015년~2016년(P/E 25~30배)과 비교하면 **극심한 저평가** 구간이다.

특히 글로벌 Peer 그룹(로레알, 인터코스 등)의 평균 P/E가 20~25배 수준임을 감안할 때, 코스맥스의 밸류에이션 디스카운트는 과도하다. 미국 법인 턴어라운드와 중국 법인의 안정화가 가시화되는 현 시점은 **저가 매수(Bottom Fishing)의 적기**로 판단한다.

4.6. Valuation & 목표주가

5.6.1. 밸류에이션 방법론 (Methodology)_왜 PEG인가?

본 조는 목표주가 산출에 있어 단순 P/E가 아닌 **PEG(Price/Earnings to Growth) 방법론**을 채택하였다. 이는 ODM 산업의 높은 실적 변동성과 코스맥스의 구조적 성장 잠재력을 동시에 반영하기 위함이다.

실적 변동성 보정: ODM 산업은 고객사 단가 변동, 품목 믹스 변화, 대외 규제 등 변수 민감도가 높아 연간 실적 변동성이 크다. 특히 2025년 3분기 일시적 수익성 악화(비경상적 비용)로 인해 2025년 예상 실적 기준 P/E는 기업의 본질 가치를 왜곡할 가능성이 높다.

구조적 성장성(Growth Potential) 반영: 최근 업황의 핵심인 인디 브랜드 성장, 미국 법인 턴어라운드, 중국 소비 정상화 등은 모두 단순한 이익 레벨업이 아닌 '이익 성장률(Earnings Growth)의 가속화'를 의미한다. 따라서 현재 이익 수준보다 미래 성장성(g)을 반영하는 PEG 지표가 적합하다.

	Intercos	한국콜마	코스메카코리아	씨앤씨인터내셔널	펄텍코리아	평균
12M PER	14.9	11.26	12.11	13.57	13	12.968
EPS 성장률	15.5%	32.1%	30.1%	41.8%	18.2%	27.5%

Peer Group 선정은 코스맥스가 화장품 ODM 사업을 영위하는 대표 기업이라는 점을 고려하여 사업 구조가 유사한 기업을 중심으로 단계적으로 구성하였다.

1순위 (글로벌 대형 ODM): Intercos, 한국콜마, 코스메카코리아 (대규모 생산설비, 글로벌 고객 기반)

2순위 (고성장 ODM): 씨앤씨인터내셔널, 펄텍코리아 (인디 브랜드 수혜, 색조 강점)

최종 Target PER	
코스맥스 Forward EPS 성장률	36.16%
PEER GROUP PEG	0.47
Target PER	17.03

Peer Group의 12M PER를 2026년 EPS 성장률(이때, %제외)로 나눠 각 기업의 PEG를 산출한다음, AVERAGE를 적용하여 Peer Group PEG를 산출했다. 이 값에 본 조가 추정한 코스맥스 Forward EPS 성장률인 36.16을 곱해 PEG 가중치가 적용된 최종 Target PER를 산출했다.

5.6.2. 목표주가 산출

코스맥스 Valuation - PER		
(단위: 백만원)	2026년 기준	참고내용
당기순이익	130,086,805,587	(A)
Target PER	17.03	(B): PEER 그룹 평균 PEG * 당사 Forward EPS 성장률
보통주 적정 시가총액	2,215,378,299,147	(C): (A)x(B)
보통주 발행주식수(주)	11,349,509	(D)
주당가치(원)	195,196	(C)/(D)
목표주가(원)	195,196	
현재주가	166,000	
상승여력	17.6%	

2026년 예상 당기순이익: 1,301억 원 (보수적 추정)

최종 Target PER(PEG 가중): 17.03

적정 시가총액: 2조 2,154억원

목표주가: 195,200원 (현재주가 대비 약 +17% Upside)

"성장은 거짓말하지 않는다" 3분기 어닝 쇼크는 성장통에 불과하다. 지속 성장중인 화장품 시장과 중소형 인디브랜드들의 인기 추세는 ODM 1위인 코스맥스에게 필연적인 이득으로 연결된다. 미국 법인의 호실적 전환과 중국/동남아 법인의 수익성 정상화가 확인되는 시점부터, 코스맥스의 밸류에이션은 '할인(Discount)'에서 '할증(Premium)' 국면으로 진입할 것이다. 투자 의견 **BUY**를 유지하며, 목표주가 **195,200원**을 제시한다.

VI. APPENDIX

손익계산서

코스맥스 손익계산서
(단위: 원)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,600,125,770,194	1,777,494,448,320	2,166,089,636,742	2,422,714,042,000	2,689,212,587,000	2,958,133,845,000
매출원가	1,394,855,820,453	1,483,847,710,237	1,747,882,332,515	2,029,749,824,388	2,253,022,305,389	2,478,324,535,341
매출총이익	205,269,949,741	293,646,738,083	418,207,304,227	392,964,217,612	436,190,281,611	479,809,309,659
판매비와관리비	152,169,095,893	177,960,958,227	242,812,025,122	231,683,138,854	252,092,181,026	272,385,413,364
영업이익	53,100,853,848	115,685,779,856	175,395,279,105	161,281,078,758	184,098,100,585	207,423,896,295
금융수익	49,204,602,260	35,506,533,988	67,438,638,465	65,864,487,267	58,779,864,301	67,754,390,935
금융원가	18,912,674,231	22,929,801,968	37,051,179,492	27,569,586,652	28,933,520,365	31,084,762,170
기타수익	4,356,078,883	4,529,924,214	5,950,056,727	5,497,231,514	5,092,059,569	5,279,533,911
기타비용	15,891,536,483	49,861,007,471	25,961,927,653	78,128,019,164	51,314,634,591	51,799,582,298
지분법손익	14,211,720	-1,872,268,667	-15,974,396	-850,372,629	-943,913,618	-1,038,304,980
법인세비용차감전순이익	71,871,535,997	81,059,159,952	185,754,892,756	126,094,819,095	166,777,955,881	196,535,171,693
법인세비용	22,616,507,718	46,420,849,518	49,213,493,351	27,740,860,201	36,691,150,294	43,237,737,773
당기순이익	49,255,028,279	34,638,310,434	136,541,399,405	98,353,958,894	130,086,805,587	153,297,433,921

APPENDIX

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
- 본 재무학회는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 재무학회는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 신뢰할만 하다고 판단되는 자료에 의거하여 만들어진 것이지만, 본 학회가 그 정확성이나 안전성을 보장할 수는 없습니다.
- 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 본 학회는 본 자료의 내용에 의거하여 행해 진 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.