

2Q26 화장품 실적 리뷰 & 투자전략

브랜드는 고르고, ODM은 담는다 **Top Pick** 한국콜마

BNK투자증권 리서치센터

화장품 · 소비재 **김지은**

juliakim@bnkfn.co.kr | 02-2071-7687

2026. 8. 21

> CONTENTS

- I. 2026년은 수출 호황이 아니라 성장 구조의 교체
 - 시장축(미국)과 제품축(기초·선헤어)의 동시 재편
- II. 혁신이 수요를 만든다 — 제형·용기, 성분, 스킨피케이션
 - 인덱스 요약 (1) 카테고리 혁신
- III. 채널은 필터다 — 소비 양극화와 오프라인 재발주
 - 인덱스 요약 (2) 채널 파편화와 호황의 비대칭
- IV. 2Q26 커버리지 7개사 실적 리뷰
 - 기업별 실적 코멘트와 3Q 체크포인트
- V. Top Pick 한국콜마, 관심종목 아로마티카
 - 투자의견 요약, 카탈리스트 및 리스크

00

브랜드는 선별, ODM·용기 비중 확대 — Top Pick 한국콜마

Executive Summary

- 비중화권 비중 80% 돌파, 7월 미국 단일국이 중화권 전체를 추월, 기초+선케어 비중 85~90%까지 상승
- 제형·성분·카테고리 혁신의 이익은 전문성·매대·규제 대응을 가진 소수와, 마케팅 부담이 없는 ODM으로 귀속
- 이는 상장사 뿐만 아닌 비상장사 인디 브랜드, 미용기기 업체의 발주가 ODM으로 집중되는 부분과 글로벌 오프라인 초도 물량이 이어지고 있는 점에서 ODM 업황은 하반기에도 순조로울 전망

구분	기업	2Q26 매출 YoY	2Q26 OP YoY	OPM	투자의견	핵심 논거
ODM	한국콜마	+17.8%	+50.2%	12.8%	Top Pick	별도 OPM 16.4%, 선케어 글로벌 1위 도전, 연우 흑전
ODM	코스맥스	+27.5%	+21.2%	9.3%	Buy	3Q 한국 +35~40% 가속, 미국 창사 첫 흑자
브랜드	에이피알	+134.2%	+134.5%	24.8%	Buy	해외 92%, 다만 OPM 25.7%→24.8%로 레버리지 정체
브랜드	달바글로벌	+45.6%	+61.6%	25.3%	Buy	미스트+선케어 67.7%로 히어로 SKU 분산화
브랜드	아모레퍼시픽	+17.0%	+59.3%	10.0%	Buy	해외 OP +99%, 광고판촉비 +37%가 부담
브랜드	브이티	+18.1%	감익	8.1%	Buy	별도 170억 vs 연결 107억, 3Q가 판정 분기
브랜드	LG생활건강	+3.3%	+87.5%	6.2%	Buy	북미가 중국 첫 추월, 3Q 원가 200억 역풍
브랜드	아로마티카	+38.8%	+102.7%	12.7%	관심종목	B2B 믹스 상승이 하반기 마진의 실질 동력

주) 아로마티카는 커버리지 외 스몰캡 관심종목. 자료: 각 사 공시, BNK투자증권

ODM 비중 확대

ODM·용기는 개별 선별 없이 비중 확대. 브랜드는 마케팅비 통제와 오프라인 재발주가 확인된 종목만 선별

왜 ODM인가

브랜드 확산 국면에서 승자를 고를 필요가 없는 노출. 마케팅비 부담 없이 성장의 이익만 귀속

리스크

유럽 성장의 80%가 허브국 Sell-in. 서유럽 본류 비중 20.5%가 재고 리스크의 선행 지표

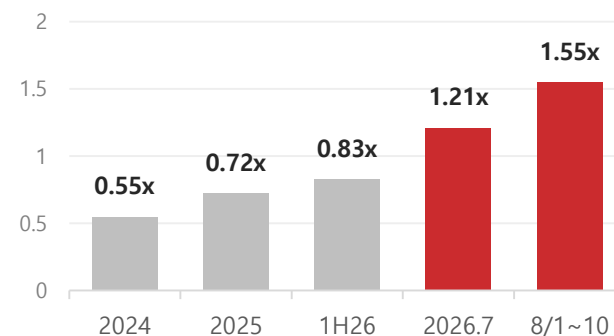
Export
Market Shift

- 2월이 결정적. 전체 수출은 +2.0%에 그쳤는데 미국 +26.8%, 유럽 +34.3%, 중국은 -37.1%. 경기순환형 호황이 아닌 구조 변화
- 7월에는 미국 단일국이 중화권 전체를 처음으로 추월. 미국 2.39억달러 vs 중화권 1.98억달러.
- 비중화권 비중은 1월 72%에서 7월 82% 상승

2026	전체	중화권 제외	미국	중국	유럽	기초+선	색조
1월	+34.1	+38.5	+46.8	+29.3	+54.8	+42.1	-0.3
2월	+2.0	+14.4	+26.8	-37.1	+34.3	+6.8	-19.8
3월	+23.7	+37.4	+47.5	-16.5	+73.5	+29.1	-1.6
4월	+31.4	+48.1	+31.6	-18.3	+74.9	+36.2	+8.1
5월	+23.8	+29.8	+31.4	+1.2	+62.1	+31.9	-13.1
6월	+41.2	+45.5	+44.6	+31.0	+73.4	+49.7	+3.2
7월	+36.0	+43.0	+42.6	+18.9	+74.6	+45.8	-7.6
1~7월	+27.6	+37.1	+38.7	-2.4	+65.6	+34.6	-4.4

주) YoY, %. 자료: 관세청, TRASS, BNK투자증권

미국 / 중화권 수출액 비율 (기준선 1.0배)



자료: 관세청, TRASS, BNK투자증권

타다운·바텀업 교차검증 — 통관 데이터와 개별 기업 실적이 같은 분기에 같은 신호

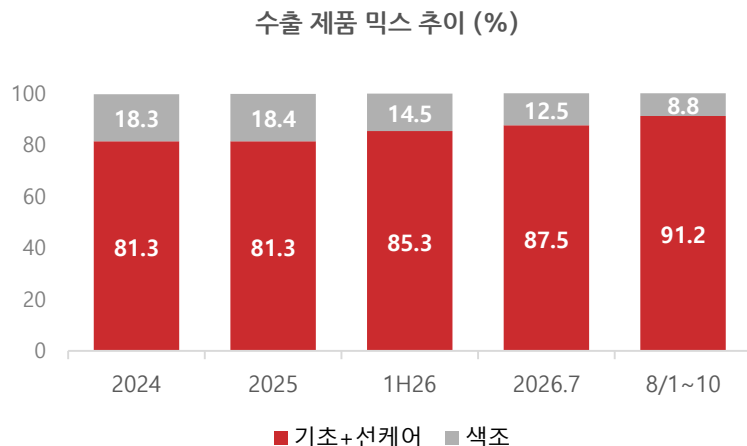
LG생활건강 2Q26 북미 매출 2,058억원(+47.3%)이 중국 1,760억원(-5.0%)을 기업 역사상 처음으로 추월. 아모레퍼시픽도 미주 2,104억원(+56.5%)이 중화권 1,245억원(-6.2%)을 크게 상회. 관세청 통관 데이터에서 확인한 중심 시장 교체가 기업 실적에서 독립적으로 재확인

자료: 각 사 공시, 관세청, BNK투자증권

제품 믹스는 기능성 스킨케어로 재편, 유럽은 유일한 경계 지표

- 2024→2025년에는 기초+선 비중이 81.3% → 81.3%로 변화가 없었음. 2026년부터 스킨케어, 선케어 제품 수출 비중 증가

Export Product Mix



자료: 관세청, TRASS, BNK투자증권

유럽 성장의 구성 — Sell-in vs Sell-out

구분	유럽 전체	서유럽 4국	허브 4국	서유럽 본류 비중
1Q26	+76%	+41%	+95%	27.4%
2Q26	+99%	+40%	+124%	20.5%
변화	가속	정체	가속	-6.9%p

주) 허브 4국 = 폴란드·영국·네덜란드·벨기에

Europe Final-Demand Ratio를 핵심 리스크 지표로

총수출은 가속하는데 서유럽 4국(프랑스·독일·이탈리아·스페인)은 +40%. 8월 초 폴란드 -10.5%, 프랑스 -14.2%. Sell-in은 확인, Sell-out은 검증 중. 허브 4국은 유럽 재분배 거점으로 통관 시점과 소비 시점의 간격이 긴 편

So What — 이 한 줄이 Top Pick의 근거

수출 기초+선 비중 85~90%와 한국콜마 별도 믹스 84%(스킨 49% + 선 35%)가 거의 정확히 겹침. 즉 한국콜마 별도 실적은 K-뷰티 수출 구조 재편의 사실상 순수한 프록시로 봐도 무방. 별도 매출 +31.2%가 전체 수출 +27.6%를 상회한 것도 같은 논리로 설명

다만 색조 -4.4%는 그대로 읽기보다, 쿠션 타입 선케어·틴티드 선크림은 실제 기능이 선케어인데도 회계상 색조 집계. 립부분이 수출 부진하며, 선케어 쿠션, 틴티드 선크림은 올라오고 있는 상황

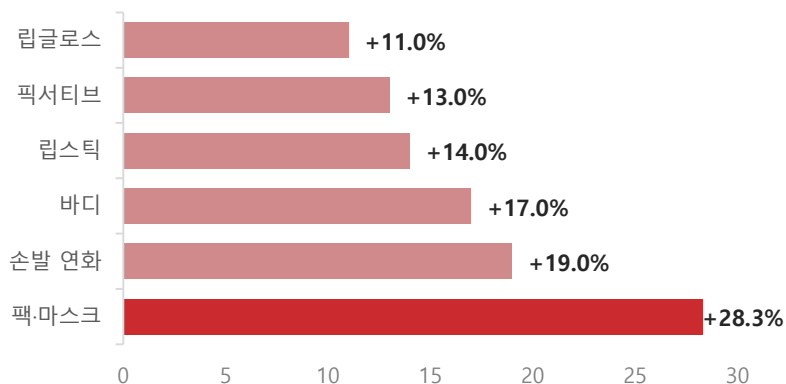
02

제형과 용기의 혁신은 점유율 경쟁이 아닌 신규 수요

In-depth
제형·용기

- 2025년 국내 팩·마스크류 생산액이 전 품목 중 최고인 +28.3% 증가율 기록. 시트형에서 겔·필링 패드로 제형이 고도화되며 용도가 세분화된 결과
- 백탁을 없앤 세럼·로션형 선케어, 깎아 쓰는 클렌징 밤, 양면 토너 패드 같은 용기 혁신이 화장 호환성과 편의성 ↑

히트 제형 생산 증가율



자료: 2025년 기준, 식약처, BNK투자증권

달바글로벌 — 카테고리 메이커의 실증 사례

- 펌프 소재를 150회 이상 교체해 미스트의 건조함이라는 페인포인트 해결
- 토너·세럼·메이크업 픽서를 겸하는 신장르 개척
- 톤업 선크림·더블크림 등 주력 매출의 80%를 제품 수명주기가 없는 지속 가능 제품군으로 구축

So What — 제형 혁신의 이익은 ODM으로도 흘러들어감

제형 고도화와 마케팅을 브랜드 혼자 구현할 수 없음. 코스맥스 2Q 겔 마스크는 수율 개선과 미국 아이패치 대규모 수주로 수익성에 기여했고, 한국콜마는 세럼·로션형 선케어에서 글로벌 3위 포지션 확보. 제형 특허와 안정화 기술이 ODM의 핵심 해자인 이유

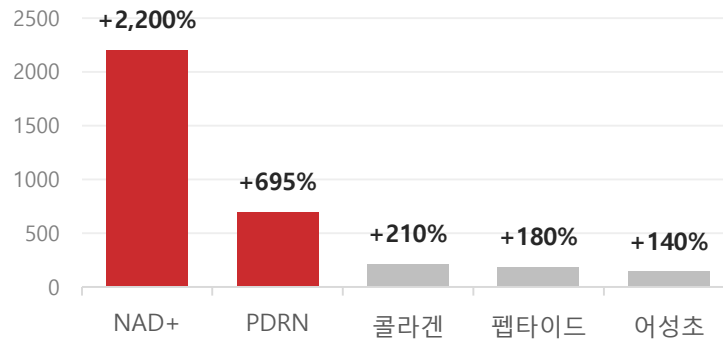
02

이제 해자는 성분이 아닌 전달·안정화 기술

In-depth
성분

- PDRN 글로벌 시장은 2025년 76.8억달러, 2030년까지 연평균 14.1% 성장 전망. 올리브영 검색량은 전년 대비 +695% 급증
- 기능성이 가성비와 안전성을 앞서며 성분이 곧 카테고리가 됐지만, 진짜 진입장벽은 전달체와 안정화 기술

핵심 성분 검색량 급증률 (YoY)



자료: 올리브영, 아마존, Mintel, BNK투자증권

비동물성 PDRN — 원료 출처·순도 차별화 경쟁

기업	차별화 기술
아모레퍼시픽	미세조류 기반 Blue PDRN
한국콜마	식물세포 PDRN 특허 확보
브이티	산삼 유래 식물성 PDRN
에이피알(메디큐브)	출시 20개월 누적 5,000만 개
코스맥스	PDRN → NAD+ 차세대 로드맵

자료: 각 사, BNK투자증권

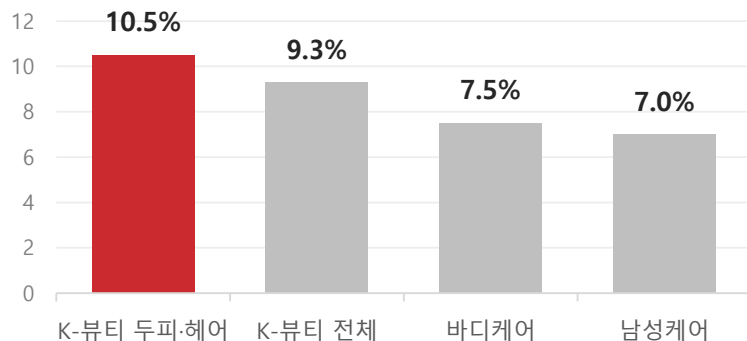
NAD+와 통제비티 — 다음 성분 사이클은 연구 인력을 갖춘 레거시 기업에 해자

미국 아마존 NAD+ 관심도가 +2,200% 급증하고 반품률이 0.38%로 안정화되며 카테고리가 안착하는 단계. NAD+는 분자가 크고 불안정해 전달·안정화 기술 없이는 효능 구현이 불가능. 연구 인력이 없는 브랜드사가 단기간에 따라잡기 어려운 영역이며, 시간과 노화라는 추상적 가치를 설득하려면 헤리티지와 장기 임상 필요. 레거시 브랜드에 유리한 국면.

In-depth
Skinification

- 스킨케어의 성분과 루틴이 두피·헤어·바디·선케어·메이크업 전반으로 확산. 기존 스킨케어 경쟁력을 그대로 인접 시장으로 옮길 수 있다는 의미
- K-뷰티 두피·헤어는 2023~2030년 연평균 10.5% 성장 전망. 전체 K-뷰티 성장률 9.3%를 상회하는 핵심 성장 동력

부문별 성장률 비교 (CAGR, %)



자료: Fortune Business Insights, BNK투자증권

스킨케어+메이크업 하이브리드 제품 수 증가율

카테고리	증가율	카테고리	증가율
BB/CC크림	+267%	파운데이션	+46%
립틴트	+152%	립글로스	+23%
립케어·립밤	+113%	쿠션	+23%

주) 2024년 1~7월 대비 2025년 1~7월. 자료: hwahae business

TAM 확장의 수혜 구조

- 아로마티카 — 헤어·두피 케어 비중 60% 이상으로 체질 개선
- 에이피알 — 화장품·디바이스·EBD·스킨부스터를 한 유니버스로

투자 관점 — 하이브리드 뷰티는 통계의 착시 형성

틴티드 선크림과 쿠션 타입 선케어는 실제 수요가 선케어인데 회계상 색조로 구분. 한국 하이브리드 뷰티 시장은 2024년 20.8Mn에서 2034년 42.2Mn으로 연평균 7.3% 성장 예상. 카테고리 경계가 무너지수록 통계 분류보다 실제 제형·수요 확인 필요

03

채널 증식의 본질은 소비 양극화

In-depth
채널

- 채널은 트렌드를 만드는 곳이 아니라 받아 분류하는 곳. 같은 채널 안에서도 SNS 트렌드에 그치는 제품과 재발주로 안착하는 제품이 나뉘는 상황

층위	대표 채널	2026년 현황	브랜드 함의
초저가·재고소진	다이소, 편의점, 오프뷰티	다이소 뷰티 최근 1년 3,376억원(+101.9%) 오프뷰티 39개점 → 연내 100개 목표	ASP·마진 압박 C-뷰티 가격 추격 현실화
H&B	올리브영	1Q26 매출 1.54조원(+24.6%), OP 1,300억원(+2.9%) 국내 뷰티 점유율 사상 첫 20% 돌파	PB 14개·매출 10% 수익성 락인 강화
더마·뷰티형 약국	레디영, 베리뉴, 창고형 약국	매출의 70~80%가 더마 화장품, 창고형 30곳 미국 피부과 의사 캠페인 참여 +32%	더마·코스메슈티컬에 유리 DTC 전환율 18~27%
디스커버리	무신사뷰티	몬스터 세일 누적 거래액 약 155억원(YoY +4배) 2000평 규모 성수 오프라인 매장 오픈	신제품 단독 선출시 라이징 브랜드 큐레이션

자료: 각 사, Embrain, BNK투자증권

소비자 동선 분리

외국인은 올리브영에서 탐색하고, 더마는 약국에서 전문 설명을 듣고 구매하며, 선물은 다이소에서 산다. 네 채널은 경쟁 관계가 아니라 다른 층위이다.

종목 판단의 축

어느 채널이냐가 아니라 SNS 조회수 히트가 오프라인 안착 여부. 미국·일본 화장품 시장의 오프라인 비중은 약 80%이며, 코스트코·세포라 매대 진입이 롱런의 기반

03

C-뷰티의 추격은 사실이지만 추월은 아직

In-depth
C-Beauty

- 2025년 K-뷰티 최대 수출국이 중국에서 미국으로 바뀐 것은 미국 시장의 약진이 1차 동인이며, 여기에 C-뷰티의 자국 시장 잠식이 더해진 결과
- 중국 로컬 브랜드는 더우인·티몰 기반으로 가성비와 빠른 R&D를 무기로 자국과 동남아, 미국(프로야, 알타 400개 매장 11월 입점 예정)에서 점유율 확대

평가 항목	C-뷰티	K-뷰티	판정
가격 경쟁력	우위	열위	C-뷰티
개발 속도	열위	대등	K-뷰티
브랜드 신뢰	열위	우위	K-뷰티
성분 스토리	열위	우위	K-뷰티
글로벌 레퍼런스	열위	우위	K-뷰티

자료: BNK투자증권

충돌 지점과 안전 지대

- 가성비·범용 성분에 기댄 브랜드는 C-브랜드는 가격 경쟁의 사정권 밖 뷰티와 정면 충돌 가능성
- 프리미엄 포지션·자체 기술·브랜드 충성도를 가짐
- K-뷰티의 침투는 미국·유럽·중남미·중동으로 확산되며 중국 의존을 줄이는 방향

중국 소비 지표

소비자 신뢰지수가 2021년 이후 90 전후에서 정체. 회복을 전제로 한 투자 논리는 시기상조.

ODM에는 오히려 기회

코스맥스 중국 2Q 매출 +32.9%. C-뷰티 성장은 한국 수출 통계에 잡히지 않지만 현지 ODM 수주 인식

결론

추격이 곧 추월은 아님. 다만 K-뷰티의 방어선은 가격이 아니라 기술과 신뢰라는 점이 분명해짐

03

단일 히어로 의존 구조는 취약, 답은 오프라인 재발주

In-depth
브랜드 수명

- 미국 아마존에서 특정 메가 인디브랜드의 진입 품목 집중도는 한때 60%까지 치솟았다가 42%로 낮아진 상황. 아누아·바이오던스 등 후발 주자가 동시에 부상하며 경쟁이 분산된 결과
- 2Q26 아마존 미국 스킨케어 베스트셀러 내 한국 브랜드 SKU 수는 29개 → 10개 → 26개로 출렁임. 온라인은 이벤트에 따라 변동성이 큼

브랜드	지역	글로벌 오프라인 진출 현황
에이피알	미국 / 북미	얼타 1,400개(독점 4월 종료), 타겟 약 1,500개 입점, 코스트코·월마트(약 3,000개) 추가 계획
	일본 / 유럽	25년 말 4,000개 입점(마츠모토키요시·돈키호테 등) / 세포라 450개 매장
달바글로벌	미국 / 북미	얼타 1,500개 전점 완료, SKU 7→15개 확장, 코스트코 670개 입점
	일본 / 유럽	마츠모토키요시 등 4,500개, 이온몰 약 100개 / 스페인 드루니·부츠, 코스트코 UK·아이슬란드·스웨덴 확정
아모레퍼시픽	미국 / 유럽	세포라 단독 계약(라네즈·설화수·이니스프리·에스트라·아이오페) / 부츠·슈퍼드럭, 에스트라 17개국
LG생활건강	미국 / 북미	닥터그루트(틱톡·아마존·코스트코 682개), belif 세포라 8월 전점, CNP 얼타 전점
브이티	미국 / 러시아	얼타뷰티 SKU 40개, 코스트코 번들형 리들샷·PDRN, 타겟 SKU 10개 전점 / 골드애플·레두알 전점

주) 2026년 7월 기준. 자료: 각 사, BNK투자증권

So What — 비대칭성이 핵심

단일 히어로 SKU 의존 브랜드는 노후화 리스크가 크고, 후속 파이프라인과 재구매 기반을 가진 브랜드는 급변하는 트렌드를 견딜 수 있다. 달바는 유럽 아마존에서 흔들림 없이 순위를 유지 또는 신규 진입하고 있으며, 미국 아마존 존재감이 약한 것은 온라인 마케팅보다 오프라인 매장 확대가 우선되고 있는 상황

03

K-뷰티라서 팔리는가, 제품이 좋아서 팔리는가

In-depth
자생력

- K-뷰티의 부상이 K-컬처의 확산과 동행해 온 것은 사실. 강력한 순풍이지만 동시에 의존이기도 함
- **판별 기준은 명확.** 제품이 좋거나, SNS 마케팅이 확실한 브랜드는 K-컬처 사이클과 무관하게 자생. 이번 사이클은 그 체력을 갖췄다고 판단

2026년 7월 누계 수출

68억달러

YoY +28%, 사상 최대

미국 수출

22억달러

비중 19.1%, 중국(20억) 추월

수출국 수

202개국

172개국에서 확대

인디 브랜드 비중

90%+

전체 수출 중

양면적 의미

- 미국 내 K-뷰티 소비층은 아직 특정 팬덤·서브컬처에 편중, 메인스트림 침투는 진행 중
- 침투율이 낮다는 것은 성장 여지가 크다는 뜻
- 동시에 K-라벨에만 기댄 브랜드는 후광이 약해질 때 흔들릴 수 있다는 뜻

이번 사이클의 자생력

- 초기 진입 장벽은 K-컬처(색조·바이럴)가 낮춰준 것이 사실
- 그러나 서구권 메인스트림 유통망을 뚫은 것은 독자적 제품력과 성분 마케팅을 앞세운 스킨케어 브랜드
- 수출 제품 믹스가 기초·선헤어로 재편되는 데이터와 정확히 일치

결론

혁신은 수요의 크기를 키우지만 그 수요를 누가 가져갈지는 결정하지 않는다. 귀속을 결정하는 것은 전문성·매대·규제 대응이라는, 트렌드보다 모방이 어려운 자산. 지금 무엇이 잘 팔리는가가 아니라 트렌드가 바뀌어도 무엇이 남는가를 생각해 보아야할 시점

투자의견 매수 (유지) | 목표주가 175,000원 (상향) | 현재주가 137,800원 | 상승여력 +27.0%

한국콜마
161890연결 매출
8,613억
YoY +17.8%연결 영업이익
1,103억
YoY +50.2%, 첫 1,000억연결 OPM
12.8%
+2.8%p YoY별도 OPM
16.4%
+1.5%p, 사상 최대

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,452	2,722	3,229	3,700	4,180
영업이익	194	240	341	430	500
세전이익	140	212	318	398	473
순이익(지배)	90	125	195	245	292
EPS(원)	3,830	5,299	8,281	10,387	12,354
증감률(%)	1587.9	38.4	56.3	25.4	18.9
PER(배)	14.4	11.7	16.6	13.3	11.2
PBR	1.6	1.6	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.3	9.1	11.0	8.8	7.2
ROE(%)	12.5	14.7	19.8	20.8	20.4
배당수익률	1.3	1.4	0.6	0.6	0.6

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: 한국콜마, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 별도 매출 4,304억원(+31.2%), OP 708억원(+44.3%). 2분기 연속 사상 최대
- 카테고리 믹스 스킨케어 49% + 선풍기 35% = 84%. 수출 기초+선 비중과 정확히 일치
- 글로벌 선풍기 3위 → 올해 2위, 내년 1위 달성 전망
- 연우 영업이익 흑자전환, 인디 브랜드 매출 +61%. 고부가 펌프 채택률 상승
- 최대 고객사 비중 50%까지 하락, 글로벌 MNC 색조가 Top5 진입

3Q26 관전 포인트

3Q 가이던스는 별도 매출 4,300억원·OP 마진 15% 이상
 상반기 매출 비중 50.5% / 하반기 49.5%로 상고하고
 미국 가동률 9%·색조 비중 88%인 북미 턴어라운드에는 주가에 전혀 반영되지 않은 옵션
 세종 신공장 완공(내년 하반기)까지는 수주가 아니라 캐파가 성장의 상한

한국콜마 (161890) · 현재주가 137,800원 (2026.08.20)

한국콜마
161890

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
한국콜마 (161890)	26/05/06	매수	112,000원	88,700원	26.3%	-11.4	H
한국콜마 (161890)	26/08/21	매수	175,000원	137,800원	+27.0%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
2027F EPS	원	10,387	(a) BNK 추정
Target PER	배	16.8	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	175,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	175,000	(d) 반올림
현재주가	원	137,800	2026.08.20 종가
상승여력	%	+27.0	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)



Target PER 적용 근거 목표주가 112,000원 → 175,000원 상향(+56.3%). 투자의견 매수 유지.

글로벌 Peer의 2027E 평균 PER 25.4배 대비 34% 할인, 국내 ODM이 리레이팅됐던 2024년 국면의 고점 18.0배 대비로도 7% 할인한 수준이다. 할인을 유지하는 이유는 세 가지다. 첫째, 3Q에 연우의 미지급 성과급이 일시 반영되며 자회사 이익 기여가 제한된다. 둘째, 중국 법인은 적자 전환 또는 둔화 가능성이 상존하고 미국 법인은 선수금 제도가 없어 실적 가시성이 낮다. 셋째, 세종 신공장이 내년 하반기 완공될 때까지는 수주가 아니라 캐파가 성장의 상한이다. 반대로 BEMT 선크림 성분의 미국 OTC 승인 효과는 목표주가에 반영하지 않았다. 단일 SKU 물량 확대에 따른 이익 레버리지가 확인되면 Target PER을 18배 이상으로 복원할 근거가 된다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

한국콜마
161890

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	898	859	1,010	1,278	1,606	2,010
현금성자산	171	142	225	379	604	920
매출채권	318	284	333	376	418	460
재고자산	281	328	325	370	411	432
비유동자산	2,111	2,268	2,448	2,570	2,612	2,648
투자자산	53	55	135	115	118	122
유형자산	660	811	902	1,023	1,042	1,053
무형자산	1,271	1,249	1,243	1,264	1,284	1,304
자산총계	3,009	3,127	3,458	3,848	4,218	4,658
유동부채	1,284	1,215	1,360	1,547	1,621	1,704
매입채무	190	188	231	256	282	307
단기차입금	400	667	639	810	810	810
비유동부채	307	406	430	437	448	460
사채 및 장기차입금	198	309	330	323	323	323
부채총계	1,591	1,621	1,790	1,985	2,069	2,165
지배기업지분	649	793	910	1,066	1,291	1,562
자본금	11	12	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	301	256	256	256
이익잉여금	368	488	593	799	1,024	1,295
자본총계	1,419	1,506	1,667	1,863	2,149	2,493
총차입금	1,103	1,151	1,233	1,339	1,342	1,345
순차입금	821	942	917	851	614	282

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	112	215	291	402	409	505
당기순이익	25	125	168	245	306	365
비현금비용	241	244	226	193	244	269
감가상각비	94	92	104	103	109	117
비현금수익	-22	-49	-24	-17	-11	-17
자산및부채의증감	-76	-40	0	61	-6	23
매출채권 감소	-60	40	-47	-30	-41	-42
재고자산 감소	-41	-53	4	-34	-41	-21
매입채무 증가	26	-7	44	13	26	25
법인세환급(납부)	-18	-25	-42	-45	-92	-109
투자활동현금흐름	-156	-205	-248	-216	-167	-171
유형자산 증가	-107	-247	-164	-141	-118	-118
유형자산 감소	1	2	2	1	0	0
무형자산 순감	-16	-13	-15	-31	-30	-30
재무활동현금흐름	-8	-43	40	-46	-18	-17
차입금증가	36	48	82	106	3	3
자본의 증가	-2	33	6	-45	0	0
배당금지급	-17	-19	-23	-20	-20	-20
현금의 증감	-49	-29	83	154	224	316
기말현금	171	142	225	379	604	920
잉여현금흐름(FCF)	5	-32	127	261	291	387

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,156	2,452	2,722	3,229	3,700	4,180
매출원가	1,578	1,753	1,931	2,276	2,583	2,906
매출총이익	578	699	791	954	1,117	1,274
매출총이익률	26.8	28.5	29.1	29.5	30.2	30.5
판매비와관리비	442	505	552	612	687	774
판매비율	20.5	20.6	20.3	19.0	18.6	18.5
영업이익	136	194	240	341	430	500
영업이익률(%)	6.3	7.9	8.8	10.6	11.6	12.0
EBITDA	230	286	344	444	539	617
영업외손익	-102	-54	-28	-23	-32	-27
이자손익	-37	-40	-32	-34	-32	-27
외화거래손익	1	15	-1	7	0	0
기타영업외손익	-66	-29	5	4	0	0
세전계속사업이익	34	140	212	318	398	473
세전이익률	1.6	5.7	7.8	9.8	10.8	11.3
법인세	9	14	44	73	92	109
법인세율	26.5	10.0	20.8	23.0	23.1	23.0
계속사업이익	25	125	168	245	306	365
당기순이익	25	125	168	245	306	365
당기순이익률	1.2	5.1	6.2	7.6	8.3	8.7
지배주주순이익	5	90	125	195	245	292
총포괄이익	14	105	178	238	306	365

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	226.9	3,830	5,299	8,281	10,387	12,354
BPS	28,347	33,579	38,566	45,171	54,694	66,184
CFPS	10,688	13,611	15,707	17,841	22,832	26,138
DPS	600	720	864	864	864	864
PER (배)	236.2	14.4	11.7	16.6	13.3	11.2
PSR	0.6	0.5	0.5	1.0	0.9	0.8
PBR	1.9	1.6	1.6	3.1	2.5	2.1
PCR	5.0	4.0	4.0	7.7	6.0	5.3
EV/ EBITDA	12.3	10.3	9.1	11.0	8.8	7.2
배당성향 (%)	54.6	13.6	12.1	8.3	6.7	5.6
배당수익률	1.1	1.3	1.4	0.6	0.6	0.6
매출액증가율	15.5	13.7	11.0	18.6	14.6	13.0
영업이익증가율	85.8	42.4	23.6	42.4	26.0	16.3
순이익증가율	0.0	1,634.9	38.9	56.3	25.4	18.9
EPS증가율	0.0	1,588.1	38.3	56.3	25.4	18.9
부채비율 (%)	112.1	107.7	107.4	106.5	96.3	86.8
차입금비용	77.8	76.4	74.0	71.9	62.4	53.9
순차입금/자기자본	57.9	62.5	55.0	45.7	28.5	11.3
ROA (%)	0.8	4.1	5.1	6.7	7.6	8.2
ROE	0.8	12.5	14.7	19.8	20.8	20.4
ROIC	4.5	7.6	7.9	10.7	13.1	15.0

자료: 한국콜마, BNK투자증권 리서치센터

코스맥스
192820연결 매출
7,949억

YoY +27.5%, 사상 최대

연결 영업이익
737억

YoY +21.2%

연결 OPM
9.3%

-0.5%p YoY

지배주주순이익
487억

YoY +132.7%

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,166	2,399	3,029	3,480	3,850
영업이익	175	196	265	330	370
세전이익	138	157	226	266	308
순이익[지배]	86	123	158	172	199
EPS(원)	7,560	10,843	13,921	15,169	17,576
증감률(%)	50.2	43.4	28.4	9.0	15.9
PER(배)	19.7	15.0	18.7	17.2	14.8
PBR	3.6	3.3	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	9.8	10.1	11.2	9.1	8.1
ROE(%)	20.5	23.9	24.8	22.0	21.4
배당수익률	1.5	2.0	1.3	1.3	1.3

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: 코스맥스, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 한국 스킨케어 비중 67%, 선케어 매출 YoY +20% 성장하며 비중 첫 두 자릿수 진입
- 겔 마스크 수율 개선과 미국 아이패치 대규모 수주가 수익성에 기여
- 미국은 OTC 비중 20%까지 확대되며 창사 이래 첫 분기 영업 흑자 달성
- 상해와 광저우의 양극화. 광저우는 색조 전환 과정의 디레버리지
- 쿠션 선케어·틴티드는 회계상 색조 → 색조라서 불리 프레이밍은 부정확

3Q26 관전 포인트

- 국내 법인 YoY +35~40%
- 미국 법인 YoY +40% 이상
- 중국 법인 YoY +20% 내외
- 인도네시아 법인 YoY +30% 이상
- 태국 법인 YoY +30% 수준
- 미국 흑자가 2개 분기 연속으로 이어지는지와 광저우 마진 회복 여부가 리레이팅의 조건

코스맥스 (192820) · 현재주가 260,500원 (2026.08.20)

코스맥스
192820

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
코스맥스 (192820)	26/05/06	매수	240,000원	209,000dnjs	+14.8%	-23.6	H
코스맥스 (192820)	26/08/21	매수	320,000원	260,500원	+22.8%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
2027F EPS	원	15,169	(a) BNK 추정
Target PER	배	21.1	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	320,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	320,000	(d) 반올림
현재주가	원	260,500	2026.08.20 종가
상승여력	%	+22.8	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)



Target PER 적용 근거 목표주가 240,000원 → 320,000원 상향(+33.3%). 투자의견 매수 유지.

글로벌 Peer 25.4배 대비 17% 할인이다. 프로야 14.0배·마오거핑 13.6배 같은 C-뷰티 Peer 대비로는 큰 폭의 할인인데, 코스맥스 중국 법인이 C-뷰티의 경쟁자가 아니라 공급자이기 때문이다. 상해 법인은 Mistine·lore·Muji·Dr.Wu를 고객사로 두고 2Q에 매출 +33.3%, 순이익 +126.5%를 기록했다. 3Q 가이드언스는 한국 +35~40%, 미국 +40% 이상으로 커버리지에서 가장 공격적이고, 미국 법인은 OTC 비중 20% 확대로 창사 첫 분기 영업흑자를 냈다. 다만 미국 흑자가 2개 분기 연속으로 이어지는지, 색조 전환 과정에서 디레버리지가 발생한 광저우 법인의 마진이 회복되는지가 확인되기 전까지 Peer 대비 할인은 유지한다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

코스맥스
192820

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	822	943	975	1,326	1,466	1,638
현금성자산	257	256	192	491	532	616
매출채권	272	349	427	470	526	573
재고자산	218	257	271	292	325	357
비유동자산	735	991	1,150	1,386	1,524	1,642
투자자산	82	56	53	61	69	75
유형자산	547	778	926	1,148	1,280	1,394
무형자산	54	63	64	66	65	63
자산총계	1,557	1,934	2,125	2,712	2,990	3,280
유동부채	989	1,114	1,201	1,448	1,557	1,651
매입채무	241	231	271	303	347	389
단기차입금	403	464	499	624	624	624
비유동부채	209	311	312	478	493	506
사채 및 장기차입금	106	188	195	322	322	322
부채총계	1,199	1,425	1,513	1,926	2,051	2,156
지배기업지분	363	474	558	715	850	1,011
자본금	6	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	13	13	13	13
이익잉여금	313	384	483	604	739	901
자본총계	359	509	612	786	940	1,124
총차입금	713	968	1,044	1,371	1,415	1,449
순차입금	415	673	818	872	874	823

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	231	73	87	277	273	317
당기순이익	38	88	131	169	191	222
비현금비용	179	227	208	221	233	258
감가상각비	59	69	74	85	99	112
비현금수익	-18	-42	-62	-25	-8	-8
자산및부채의증감	79	-127	-87	9	-17	-16
매출채권 감소	8	-68	-73	-22	-56	-47
재고자산 감소	-15	-20	-13	-10	-32	-32
매입채무 증가	60	-38	40	16	44	42
법인세환급(납부)	-26	-50	-74	-56	-75	-86
투자활동현금흐름	-105	-160	-179	-216	-239	-230
유형자산 증가	-86	-165	-187	-237	-227	-220
유형자산 감소	5	4	4	2	0	0
무형자산 순감	-4	-4	-6	-4	-3	-3
재무활동현금흐름	-39	68	28	221	6	-3
차입금증가	105	256	76	327	43	35
자본의 증가	-258	0	-16	0	0	0
배당금지급	0	-6	-26	-37	-37	-37
현금의 증감	88	-1	-64	299	41	84
기말현금	257	256	192	491	532	616
잉여현금흐름(FCF)	145	-92	-100	39	46	97

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,777	2,166	2,399	3,029	3,480	3,850
매출원가	1,484	1,748	1,990	2,491	2,841	3,131
매출총이익	294	418	409	538	639	719
매출총이익률	16.5	19.3	17.0	17.8	18.4	18.7
판매비와관리비	178	243	213	273	309	349
판매비용	10.0	11.2	8.9	9.0	8.9	9.1
영업이익	116	175	196	265	330	370
영업이익률(%)	6.5	8.1	8.2	8.7	9.5	9.6
EBITDA	175	244	270	350	429	481
영업외손익	-31	-38	-39	-39	-64	-62
이자손익	-26	-38	-40	-48	-52	-52
외화거래손익	-1	16	-7	11	0	0
기타영업외손익	-4	-16	8	-2	-12	-10
세전계속사업이익	84	138	157	226	266	308
세전이익률	4.7	6.4	6.5	7.5	7.6	8.0
법인세	46	49	25	57	75	86
법인세율	54.8	35.5	15.9	25.2	28.2	27.9
계속사업이익	38	88	131	169	191	222
당기순이익	38	88	131	169	191	222
당기순이익률	2.1	4.1	5.5	5.6	5.5	5.8
지배주주순이익	57	86	123	158	172	199
총포괄이익	29	120	134	211	191	222

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	5,034	7,560	10,843	13,921	15,169	17,576
BPS	31,968	41,737	49,206	62,965	74,835	89,112
CFPS	17,550	24,144	24,457	32,201	36,725	41,532
DPS	500	2300	3300	3300	3300	3300
PER (배)	25.1	19.7	15.0	18.7	17.2	14.8
PSR	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	0.8
PBR	4.0	3.6	3.3	4.1	3.5	2.9
PCR	7.2	6.2	6.7	8.1	7.1	6.3
EV/ EBITDA	10.5	9.8	10.1	11.2	9.1	8.1
배당성향 (%)	15.0	29.5	28.6	22.1	19.6	16.9
배당수익률	0.4	1.5	2.0	1.3	1.3	1.3
매출액증가율	11.1	21.9	10.7	26.3	14.9	10.6
영업이익증가율	117.9	51.6	11.6	35.2	24.7	12.1
순이익증가율	174.1	50.2	43.4	28.4	9.0	15.9
EPS증가율	174.1	50.2	43.4	28.4	9.0	15.9
부채비용 (%)	334.3	280.0	247.1	245.1	218.3	191.9
차입금비용	198.7	190.3	170.5	174.5	150.6	129.0
순차입금/자기자본	115.8	132.3	133.6	111.0	93.0	73.3
ROA (%)	2.6	5.1	6.5	7.0	6.7	7.1
ROE	12.1	20.5	23.9	24.8	22.0	21.4
ROIC	6.8	12.1	13.1	13.3	14.1	14.5

자료: 코스맥스, BNK투자증권 리서치센터

투자의견 매수 (유지) | 목표주가 500,000원 (유지) | 현재주가 386,000원 | 상승여력 +29.5%

에이피알
278470

연결 매출
7,675억
YoY +134.2%

연결 영업이익
1,906억
YoY +134.5%

연결 OPM
24.8%
1Q 25.7% → 하락

해외 비중
92%
미국 중심축 순수 플레이

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	723	1,527	3,151	4,100	4,800
영업이익	123	366	767	1,005	1,200
세전이익	133	364	815	1,063	1,261
순이익[지배]	108	290	616	806	956
EPS(원)	2,842	7,704	16,456	21,528	25,529
증감률(%)	26.4	171.1	113.6	30.8	18.6
PER(배)	17.6	30.0	23.5	17.9	15.1
PBR	5.0	19.4	17.7	10.1	6.6
EV/EBITDA	13.1	21.4	17.6	12.8	10.1
ROE(%)	41.3	75.3	97.7	71.8	52.7
배당수익률	0.0	2.2	1.3	1.3	1.3

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: 에이피알, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 매출은 컨센서스 상단을 12% 상회했으나 영업이익은 2.5% 상회에 그침
- 미국 오프라인: 알타 1,400개, 타겟 약 1,500개 완료. 하반기 월마트 3,000개·코스트코 가시화
- 화장품·디바이스·EBD·스킨부스터를 한 유니버스로 묶은 안티에이징 플랫폼
- 아마존 블랙프라이데이 뷰티·퍼스널케어 점유율 16.4%로 압도적 1위(2위 5%)

3Q26 관전 포인트

스케일이 두 배 넘게 커졌는데 마진이 붙지 않았다는 점이 핵심 쟁점. 3Q에 OPM이 25%대로 회복되면 차선후에서 Top Pick 후보로 재평가할 근거가 생기고, 24%대가 이어지면 마케팅·물류 부담 해석이 우세

에이피알 (278470) · 현재주가 386,000원 (2026.08.20)

에이피알
278470

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
에이피알 (278470)	26/07/01	매수	500,000원	385,500원	+29.7%	-25.7%	H
에이피알 (278470)	26/08/21	매수	500,000원	386,000원	+29.5%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
2027F EPS	원	21,528	(a) BNK 추정
Target PER	배	23.2	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	499,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	500,000	(d) 반올림
현재주가	원	386,000	2026.08.20 종가
상승여력	%	+29.5	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)



Target PER 적용 근거 목표주가 500,000원 유지. 이익 추정 상향과 멀티플 하향이 상쇄.

2027F EPS를 19,210원에서 21,528원으로 12.1% 상향했으나 Target PER은 26.0배에서 23.2배로 낮췄다. 2Q26 OPM이 1Q 25.7%에서 24.8%로 하락하며 매출이 두 배 이상 늘어나는 동안에도 마진 레버리지가 확인되지 않았기 때문이다. 매출은 컨센서스 상단을 12% 상회했으나 영업이익은 2.5% 상회에 그쳤다. 결과적으로 목표주가는 500,000원을 유지한다. 23.2배는 글로벌 Peer 25.4배 대비 9% 할인이며, ROE 71%는 Peer 중 최고 수준이다. 3Q에 OPM이 25%대로 회복되면 26배 복원의 근거가 확보된다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

에이피알
278470

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	219	286	546	1,058	1,785	2,675
현금성자산	125	90	154	484	1,082	1,862
매출채권	22	39	78	65	78	91
재고자산	57	110	165	281	380	456
비유동자산	68	279	226	228	190	143
투자자산	18	62	45	77	84	91
유형자산	14	51	60	38	-2	-48
무형자산	4	6	7	3	-2	-10
자산총계	287	565	772	1,286	1,975	2,818
유동부채	82	145	238	379	449	524
매입채무	12	34	64	53	64	75
단기차입금	8	0	0	0	0	0
비유동부채	8	96	88	93	96	99
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	0
부채총계	90	242	326	471	545	623
지배기업지분	197	324	446	815	1,430	2,195
자본금	4	4	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	13	13	13	13
이익잉여금	124	229	427	797	1,412	2,177
자본총계	197	324	446	815	1,430	2,195
총차입금	23	113	101	117	124	133
순차입금	-109	-6	-178	-425	-1,026	-1,810

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	108	79	341	595	783	956
당기순이익	82	108	290	616	806	956
비현금비용	46	73	120	198	302	359
감가상각비	14	22	30	37	45	54
비현금수익	-7	-19	-19	-10	-15	-26
자산및부채의증감	1	-58	-32	-58	-53	-28
매출채권 감소	-2	-20	-41	-145	-12	-13
재고자산 감소	-5	-63	-55	-115	-98	-76
매입채무 증가	10	31	74	99	10	11
법인세환급(납부)	-17	-30	-25	-186	-257	-305
투자활동현금흐름	-28	-110	-94	-89	-3	7
유형자산 증가	-10	-45	-15	-5	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0	0
무형자산 손익	-2	-3	-3	-1	0	0
재무활동현금흐름	-11	-5	-182	-178	-183	-182
차입금증가	-12	90	-12	16	8	8
자본의 증가	9	76	-123	0	0	0
배당금지급	0	0	-134	-191	-191	-191
현금의 증감	68	-35	64	330	597	781
기말현금	125	90	154	484	1,082	1,862
잉여현금흐름(FCF)	98	34	326	590	783	956

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	524	723	1,527	3,151	4,100	4,800
매출원가	128	179	357	724	943	1,104
매출총이익	395	544	1,171	2,427	3,157	3,696
매출총이익률	75.4	75.2	76.7	77.0	77.0	77.0
판매비와관리비	291	421	805	1,667	2,152	2,496
판매비율	55.5	58.2	52.7	52.9	52.5	52.0
영업이익	104	123	366	767	1,005	1,200
영업이익률(%)	19.8	17.0	24.0	24.3	24.5	25.0
EBITDA	118	145	396	797	1,050	1,254
영업외손익	2	11	-1	48	58	61
이자손익	2	2	0	6	14	26
외화거래손익	-1	6	-4	4	0	0
기타영업외손익	1	3	3	38	44	35
세전계속사업이익	106	133	364	815	1,063	1,261
세전이익률	20.2	18.4	23.8	25.9	25.9	26.3
법인세	24	26	75	199	257	305
법인세율	22.6	19.5	20.6	24.4	24.2	24.2
계속사업이익	82	108	290	616	806	956
당기순이익	82	108	290	616	806	956
당기순이익률	15.6	14.9	19.0	19.5	19.7	19.9
지배주주순이익	82	108	290	616	806	956
총포괄이익	81	106	288	616	806	956

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	2,249	2,842	7,704	16,456	21,528	25,529
BPS	5,414	10,058	11,910	21,765	38,203	58,642
CFPS	3,349	4,282	10,405	21,482	29,205	34,424
DPS	0	0	5090	5090	5090	5090
PER (배)	-	17.6	30.0	23.5	17.9	15.1
PSR	-	2.6	5.7	4.6	3.5	3.0
PBR	-	5.0	19.4	17.7	10.1	6.6
PCR	-	11.7	22.2	18.0	13.2	11.2
EV/ EBITDA	-	13.1	21.4	17.6	12.8	10.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	65.8	30.9	23.6	19.9
배당수익률	0.0	0.0	2.2	1.3	1.3	1.3
매출액증가율	31.7	38.0	111.3	106.3	30.1	17.1
영업이익증가율	165.6	17.8	197.9	109.8	31.1	19.4
순이익증가율	172.2	31.9	169.2	112.7	30.8	18.6
EPS증가율	166.3	26.4	171.1	113.6	30.8	18.6
부채비율 (%)	45.9	74.7	73.1	57.8	38.1	28.4
차입금비용	11.9	34.9	22.6	14.3	8.7	6.0
순차입금/자기자본	-55.4	-1.8	-39.9	-52.2	-71.7	-82.4
ROA (%)	34.6	25.2	43.3	59.9	49.4	39.9
ROE	54.9	41.3	75.3	97.7	71.8	52.7
ROIC	135.3	71.1	130.4	227.7	263.5	319.9

자료: 에이피알, BNK투자증권 리서치센터

달바글로벌
483650연결 매출
1,869억

YoY +45.6%, 사상 최대

연결 영업이익
472억

YoY +61.6%

연결 OPM
25.3%

+2.5%p YoY

해외 비중
76%

해외 매출 +74%

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	309	520	789	1,030	1,270
영업이익	60	101	179	232	297
세전이익	29	103	192	247	313
순이익[지배]	15	79	144	185	235
EPS(원)	1,427	6,599	11,542	14,812	18,790
증감률(%)	-2.7	362.4	74.9	28.3	26.9
PER(배)	-	22.4	19.5	15.2	12.0
PBR	-	9.2	9.2	6.1	4.3
EV/EBITDA	-	16.5	14.8	10.9	7.9
ROE(%)	26.2	52.6	56.9	48.3	41.9
배당수익률	0.0	1.8	1.2	1.2	1.2

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: 달바글로벌, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 연속 YoY 매출 성장. 역대 최대 분기 매출·영업이익 동시 경신
- 매출원가율 23.2%. B2B 비중이 35%→39%로 올랐음에도 방어
- 판관비율 51.5%(-3.2%p), 마케팅비/매출 18%(-4%p)로 효율화 입증
- 미스트 41.4% + 선케어 26.3% = 67.7%. 수출 제품축과 정합성 최고
- 쿠팡이츠 96억원 지분 33.61% 취득으로 K-프래그런스 선점

3Q26 관전 포인트

국내 -4%는 홈쇼핑 편성 축소와 PP 용기 이슈 등 일시적 요인
선크림 공급은 3Q 정상화
러시아 선적 매출 이연분(약 30억원)의 7월 반영도 확인 필요

달바글로벌 (483650) · 현재주가 225,000원 (2026.08.20)

달바글로벌
483650

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
달바글로벌 (483650)	26/07/01	매수	350,000원	231,500원	+51.2%	-34.7	H
달바글로벌 (483650)	26/08/21	매수	350,000원	225,000원	+55.6%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
2027F EPS	원	14,812	(a) BNK 추정
Target PER	배	23.6	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	350,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	350,000	(d) 반올림
현재주가	원	225,000	2026.08.20 종가
상승여력	%	+55.6	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)



Target PER 적용 근거 목표주가 350,000원 유지. 상승여력 55.6%로 커버리지 최대.

2027F EPS를 13,274원에서 14,812원으로 11.6% 상향했으나 Target PER은 26.3배에서 23.6배로 낮췄다. B2B 비중이 35%에서 39%로 오르며 원가율이 구조적으로 상승하는 구간에 진입했고, 상승여력이 55.6%로 커버리지 최대인 만큼 실적 상향분을 멀티플 보수화로 흡수하는 것이 적절하다고 판단했다. 목표주가 350,000원을 유지한다. 3Q 가이드스(매출 1,700억원, OPM 17% 이상)는 2Q 25.3% 대비 8.3%p를 낮춰 잡은 보수적 수치로 상회 여지가 크며, 미스트와 선케어가 매출의 67.7%를 차지해 수출 제품 믹스 재편과의 정합성은 커버리지에서 가장 높다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

달바글로벌
483650

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	74	128	239	376	550	776
현금성자산	41	54	101	136	274	462
매출채권	14	20	40	52	65	78
재고자산	17	48	66	86	108	129
비유동자산	4	8	16	18	18	18
투자자산	0	0	4	4	4	4
유형자산	0	1	1	2	2	2
무형자산	0	0	0	0	0	0
자산총계	78	136	255	393	568	794
유동부채	56	31	54	82	103	127
매입채무	6	8	15	23	29	35
단기차입금	0	0	0	0	0	0
비유동부채	6	3	3	5	5	6
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	0
부채총계	62	34	57	87	108	132
지배기업지분	16	102	199	307	459	661
자본금	1	1	1	1	1	1
자본잉여금	0	74	91	92	92	92
이익잉여금	13	26	101	208	361	563
자본총계	16	102	199	307	459	661
총차입금	40	3	3	4	5	5
순차입금	-1	-51	-124	-132	-269	-457

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	24	16	68	131	171	223
당기순이익	14	15	79	144	185	235
비현금비용	25	52	36	53	64	81
감가상각비	0	1	1	2	2	2
비현금수익	-1	-4	-6	-8	-3	-5
자산및부채의증감	-11	-42	-24	-16	-16	-14
매출채권 감소	-5	-7	-20	-11	-13	-13
재고자산 감소	-10	-31	-19	-19	-22	-22
매입채무 증가	2	5	14	4	6	7
법인세환급(납부)	-3	-5	-18	-43	-62	-78
투자활동현금흐름	0	-2	-30	-65	-2	-2
유형자산 증가	0	-1	0	-2	-2	-2
유형자산 감소	0	0	0	0	0	0
무형자산 순감	0	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-2	-2	9	-32	-32	-32
차입금증가	40	-37	0	1	0	0
자본의 증가	1	74	17	1	0	0
배당금지급	-2	-2	-31	-33	-33	-33
현금의 증감	22	13	47	35	137	189
기말현금	41	54	101	136	274	462
잉여현금흐름(FCF)	24	15	68	129	169	221

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	201	309	520	789	1,030	1,270
매출원가	54	75	125	186	247	305
매출총이익	147	234	394	604	783	965
매출총이익률	73.1	75.7	75.8	76.6	76.0	76.0
판매비와관리비	114	175	293	424	551	668
판매비용	56.7	56.6	56.3	53.7	53.5	52.6
영업이익	32	60	101	179	232	297
영업이익률(%)	15.9	19.4	19.4	22.7	22.5	23.4
EBITDA	33	61	103	181	234	299
영업외손익	-17	-31	1	13	15	16
이자손익	-1	0	2	2	3	5
외화거래손익	0	2	-1	5	0	0
기타영업외손익	-16	-33	0	6	12	11
세전계속사업이익	15	29	103	192	247	313
세전이익률	7.5	9.4	19.8	24.3	24.0	24.6
법인세	2	14	24	48	62	78
법인세율	13.3	48.3	23.3	25.0	25.1	24.9
계속사업이익	14	15	79	144	185	235
당기순이익	14	15	79	144	185	235
당기순이익률	7.0	4.9	15.2	18.3	18.0	18.5
지배주주순이익	14	15	79	144	185	235
총포괄이익	13	14	79	144	185	235

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	1,466	1,427	6,599	11,542	14,812	18,790
BPS	1,658	8,902	16,022	24,550	36,751	52,930
CFPS	4,096	5,852	9,079	15,131	19,669	24,836
DPS	1333	305	2629	2629	2629	2629
PER (배)	-	-	22.4	19.5	15.2	12.0
PSR	-	-	3.4	3.6	2.7	2.2
PBR	-	-	9.2	9.2	6.1	4.3
PCR	-	-	16.2	14.9	11.4	9.1
EV/ EBITDA	-	-	16.5	14.8	10.9	7.9
배당성향 (%)	17.4	22.7	41.1	22.7	17.6	13.9
배당수익률	0.0	0.0	1.8	1.2	1.2	1.2
매출액증가율	0.0	53.9	68.2	51.8	30.5	23.3
영업이익증가율	0.0	84.4	69.6	76.7	29.4	28.0
순이익증가율	0.0	13.3	413.0	81.9	28.7	26.9
EPS증가율	0.0	-2.7	362.6	74.9	28.3	26.9
부채비율 (%)	402.8	33.3	28.6	28.2	23.6	20.0
차입금비용	259.8	2.8	1.5	1.4	1.0	0.8
순차입금/자기자본	-6.5	-50.1	-62.2	-43.1	-58.6	-69.2
ROA (%)	17.4	14.4	40.4	44.3	38.5	34.5
ROE	87.7	26.2	52.6	56.9	48.3	41.9
ROIC	161.6	94.6	134.0	116.4	101.4	119.2

자료: 달바글로벌, BNK투자증권 리서치센터

투자의견 매수 (유지) | 목표주가 165,000원 (상향) | 현재주가 136,600원 | 상승여력 +20.8%

아모레퍼시픽
090430연결 매출
1조 1,759억
YoY +17.0%연결 영업이익
1,173억
YoY +59.3%연결 OPM
10.0%
+2.6%p YoY해외 영업이익
718억
YoY +99.4%, OPM 13.0%

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	3,885	4,253	4,742	5,150	5,600
영업이익	220	336	457	530	610
세전이익	621	344	513	567	651
순이익(지배)	593	236	365	403	463
EPS(원)	8,591	3,413	5,279	5,833	6,698
증감률(%)	229.4	-60.3	54.7	10.5	14.8
PER(배)	12.2	35.0	25.9	23.4	20.4
PBR	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.0	11.2	10.9	9.1	7.5
ROE(%)	11.7	4.4	6.6	6.9	7.5
배당수익률	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: 아모레퍼시픽, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 코스알엑스 연결 효과를 제외해도 +13% 성장. 해외 OPM 13.0% 달성
- 관세 환급 190억원과 인센티브 150억원이 상쇄되어 일회성 순 효과는 약 40억원
- 실질 개선은 서구권 매출 호조와 북미·EMEA 수익성 체질화
- 에스트라 북미 세 자릿수 성장, 이니스프리 북미 세포라 스킨케어 Top10 진입
- 미주 2,104억원이 중화권 1,245억원을 크게 상회 — 중심시장 교체와 일치

3Q26 관전 포인트

관건은 광고판촉비

2Q +37.0%가 판관비 +14.9% 증가의 주범

이 증가율이 둔화되지 않으면 OPM 10% 유지 어려움

반대로 광고판촉비 증가율이 한 자릿수로 내려오면서 서구권 성장이 유지되면 이익 레버리지 본격화

아모레퍼시픽 (090430) · 현재주가 136,600원 (2026.08.20)

아모레퍼시픽
090430

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
아모레퍼시픽 (090430)	26/07/01	매수	145,000원	105,700원	+37.2%	-12.5	H
아모레퍼시픽 (090430)	26/08/21	매수	165,000원	136,600원	+20.8%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
2028F EPS	원	6,698	(a) BNK 추정
Target PER	배	24.6	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	165,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	165,000	(d) 반올림
현재주가	원	136,600	2026.08.20 종가
상승여력	%	+20.8	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)

**Target PER 적용 근거 목표주가 145,000원 → 165,000원 상향(+13.8%). 산출 기준을 2027F에서 2028F EPS로 변경.**

산출 기준을 2027F에서 2028F EPS로 변경했다. 광고판촉비가 2Q26에 +37.0% 증가하며 판관비 +14.9%의 주된 요인이 됐고, 이 부담이 2027년까지 이익 레버리지를 제약하는 반면 북미·EMEA의 수익성 체질화 효과는 2028년에 온기로 반영되기 때문이다. Target PER 24.6배는 글로벌 Peer 25.4배 대비 3% 할인으로, 중국 본토 설화수 오프라인 구조조정이 진행 중인 점을 반영했다. 같은 목표주가를 2027F 기준으로 환산하면 28.3배가 되어 로레알 25.8배·에스티로더 25.3배를 상회하게 되므로, 기준 변경이 오히려 보수적인 접근이다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

아모레퍼시픽
090430

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,952	1,735	2,004	2,498	3,060	3,695
현금성자산	506	452	525	985	1,460	2,009
매출채권	293	386	358	400	435	472
재고자산	394	498	480	514	550	583
비유동자산	3,934	5,049	4,957	4,808	4,695	4,575
투자자산	380	74	66	72	78	83
유형자산	2,442	2,296	2,225	2,114	1,961	1,799
무형자산	341	1,774	1,723	1,743	1,777	1,814
자산총계	5,887	6,784	6,961	7,306	7,754	8,270
유동부채	813	1,096	1,121	1,230	1,316	1,405
매입채무	86	96	109	122	133	144
단기차입금	244	306	256	264	264	264
비유동부채	201	362	337	369	398	428
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	0
부채총계	1,014	1,457	1,458	1,600	1,714	1,833
지배기업지분	4,898	5,252	5,449	5,641	5,959	6,336
자본금	35	35	35	35	35	35
자본잉여금	794	623	633	633	633	633
이익잉여금	4,101	4,601	4,775	4,959	5,276	5,653
자본총계	4,873	5,326	5,503	5,706	6,041	6,437
총차입금	350	440	350	362	367	372
순차입금	-842	-335	-745	-722	-1,200	-1,753

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	348	335	584	628	722	810
당기순이익	174	602	247	380	420	482
비현금비용	474	496	457	419	430	469
감가상각비	252	257	268	258	275	292
비현금수익	-207	-552	-36	-32	-12	-9
자산및부채의증감	-36	-164	13	-27	31	37
매출채권 감소	-13	-53	28	-37	-35	-37
재고자산 감소	-11	-42	-14	-41	-36	-33
매입채무 증가	7	-27	14	13	11	11
법인세환급(납부)	-53	-87	-91	-112	-147	-169
투자활동현금흐름	-186	-312	-295	-75	-166	-181
유형자산 증가	-134	-81	-65	-106	-122	-130
유형자산 감소	27	1	1	8	0	0
무형자산 순감	-39	-21	1	-31	-34	-37
재무활동현금흐름	-99	-99	-222	-109	-81	-81
차입금증가	-7	90	-90	12	5	5
자본의 증가	2	-171	10	0	0	0
배당금지급	-47	-63	-92	-86	-86	-86
현금의 증감	57	-55	73	461	475	549
기말현금	506	452	525	985	1,460	2,009
잉여현금흐름(FCF)	214	254	519	522	600	680

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,674	3,885	4,253	4,742	5,150	5,600
매출원가	1,155	1,138	1,177	1,249	1,365	1,484
매출총이익	2,519	2,747	3,076	3,493	3,785	4,116
매출총이익률	68.6	70.7	72.3	73.7	73.5	73.5
판매비와관리비	2,411	2,526	2,740	3,036	3,255	3,506
판매비율	65.6	65.0	64.4	64.0	63.2	62.6
영업이익	108	220	336	457	530	610
영업이익률(%)	2.9	5.7	7.9	9.6	10.3	10.9
EBITDA	360	478	604	715	805	902
영업외손익	172	400	8	56	37	41
이자손익	-4	-16	-9	0	0	0
외화거래손익	0	0	0	0	0	0
기타영업외손익	176	416	17	56	37	41
세전계속사업이익	281	621	344	513	567	651
세전이익률	7.6	16.0	8.1	10.8	11.0	11.6
법인세	107	19	97	133	147	169
법인세율	38.1	3.1	28.2	25.9	25.9	26.0
계속사업이익	174	602	247	380	420	482
당기순이익	174	602	247	380	420	482
당기순이익률	4.7	15.5	5.8	8.0	8.2	8.6
지배주주순이익	180	593	236	365	403	463
종분류이익	133	600	269	385	420	482

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	2,608	8,591	3,413	5,279	5,833	6,698
BPS	70,987	76,206	79,025	81,949	86,544	92,003
CFPS	6,391	7,905	9,681	11,101	12,130	13,638
DPS	910	1,125	1,240	1,240	1,240	1,240
PER (배)	55.6	12.2	35.0	25.9	23.4	20.4
PSR	2.7	1.9	1.9	2.0	1.8	1.7
PBR	2.0	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
PCR	22.7	13.3	12.3	12.3	11.3	10.0
EV/ EBITDA	22.2	13.0	11.2	10.9	9.1	7.5
배당성향 (%)	30.6	10.9	29.3	19.1	17.3	15.0
배당수익률	0.6	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
매출액증가율	-11.1	5.7	9.5	11.5	8.6	8.7
영업이익증가율	-49.5	103.8	52.3	36.1	16.0	15.1
순이익증가율	33.9	229.4	-60.3	54.7	10.5	14.8
EPS증가율	33.9	229.4	-60.3	54.7	10.5	14.8
부채비율 (%)	20.8	27.4	26.5	28.0	28.4	28.5
차입금비용	7.2	8.3	6.4	6.3	6.1	5.8
순차입금/자기자본	-17.3	-6.3	-13.5	-12.6	-19.9	-27.2
ROA (%)	3.0	9.5	3.6	5.3	5.6	6.0
ROE	3.7	11.7	4.4	6.6	6.9	7.5
ROIC	2.0	5.4	5.4	7.6	8.7	10.3

자료: 아모레퍼시픽, BNK투자증권 리서치센터

투자의견 매수 (유지) | 목표주가 18,000원 (유지) | 현재주가 12,620원 | 상승여력 +42.6%

브이티
018290연결 매출
1,317억
YoY +18.1%연결 영업이익
107억
감익연결 OPM
8.1%
마케팅 선투자 영향뷰티 부문
1,239억
YoY +20%, 비중 94%

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	432	437	523	610	685
영업이익	111	83	60	88	106
세전이익	134	81	61	87	108
순이익[지배]	98	61	45	66	82
EPS(원)	2,739	1,713	1,292	1,891	2,334
증감률(%)	253.2	-37.5	-24.6	46.4	23.4
PER(배)	14.6	10.2	9.8	6.7	5.4
PBR	6.0	2.5	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.9	6.5	5.8	3.5	2.3
ROE(%)	56.1	25.7	17.0	20.6	20.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: 브이티, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 별도 170억원 대비 연결 107억원. 63억원은 자회사(이앤씨 등)에서 발생
- 유럽·중동·러CIS 신규 시장이 세 자릿수 성장하며 지역 다변화 진행
- 국내는 다이소 +65%, 올리브영 QoQ +47%로 오프라인 채널 회복
- 코스트코 번들형 리들샷·PDRN 납품, 얼타 SKU 40개, 타겟 SK U 10개 전점 입점
- 감익은 매출 대비 15~20% 수준의 마케팅 선투자에 따른 일시적 요인

3Q26 관전 포인트

3Q는 선투자가 이익으로 전환되는지를 판정하는 분기

코스트코 재납품과 유럽 재발주가 실제로 발생하는지

마케팅비 비율이 15% 이하로 정상화되는지.

자사주 150억원 매입·소각은 하방을 지지하나, 연결·별도 괴리가 좁혀지지 않으면 밸류에이션 할인은 지속될 것

브이티 (018290) · 현재주가 12,620원 (2026.08.20)

브이티
018290

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
브이티 (018290)	26/07/01	매수	18,000원	11,530원	+56.1%	-31.8	H
브이티 (018290)	26/08/21	매수	18,000원	12,620원	+42.6%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
12M Fwd EPS	원	1,675	(a) BNK 추정
Target PER	배	10.7	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	18,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	18,000	(d) 반올림
현재주가	원	12,620	2026.08.20 종가
상승여력	%	+42.6	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)



Target PER 적용 근거 목표주가 18,000원 유지. 상승여력 42.6%로 실적 추정만 조정.

국내 Peer의 12M Fwd 예상 PER 대비 10% 할인 기초를 유지한다. 할인 사유도 그대로다. 별도 영업이익 170억원 대비 연결 107억원이라는 이익의 질, 리들샷 중심의 SKU 집중도, 일본 매출 둔화다. 현재 상승여력이 42.6%로 충분히 실적 추정만 조정하고 목표주가는 유지한다. 3Q에 마케팅비 비율이 매출 대비 15% 이하로 정상화되고 코스트코 재납품·유럽 재발주가 이익으로 전환되는 것이 확인되면 할인 폭 축소를 검토한다. 자사주 150억원 매입·소각은 하방을 지지하는 요인이다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

브이티
018290

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	155	213	213	258	336	429
현금성자산	50	41	84	93	150	225
매출채권	46	50	41	51	58	65
재고자산	26	54	73	83	94	102
비유동자산	101	147	141	151	153	156
투자자산	6	19	18	23	27	30
유형자산	34	47	44	47	46	45
무형자산	44	69	69	70	70	70
자산총계	257	360	354	409	489	584
유동부채	102	104	94	101	112	122
매입채무	19	14	16	20	23	26
단기차입금	25	44	35	30	30	30
비유동부채	8	15	6	8	9	10
사채 및 장기차입금	0	8	0	0	0	0
부채총계	109	119	100	109	121	132
지배기업지분	117	233	242	288	354	436
자본금	18	18	18	18	18	18
자본잉여금	61	61	61	61	61	61
이익잉여금	77	176	207	252	318	399
자본총계	147	241	253	300	368	452
총차입금	32	57	38	33	33	33
순차입금	-36	-47	-46	-60	-117	-192

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	32	87	50	45	67	85
당기순이익	32	104	64	47	68	84
비현금비용	29	44	29	29	29	34
감가상각비	8	6	6	8	8	9
비현금수익	-7	-30	-4	-10	-2	-2
자산및부채의증감	-21	-21	-4	-12	-9	-7
매출채권 감소	-16	-13	18	-9	-7	-7
재고자산 감소	-7	-24	2	-11	-10	-8
매입채무 증가	4	10	-20	1	3	3
법인세환급(납부)	-1	-9	-37	-9	-19	-24
투자활동현금흐름	2	-106	61	-29	-10	-10
유형자산 증가	-7	-4	-4	-8	-7	-8
유형자산 감소	0	0	3	0	0	0
무형자산 순감	-2	-1	-1	-1	0	0
재무활동현금흐름	-17	10	-67	-7	0	0
차입금증가	-21	25	-19	-6	0	0
자본의 증가	11	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0	0
현금의 증감	17	-8	43	9	57	75
기말현금	50	41	84	93	150	225
잉여현금흐름(FCF)	25	83	46	36	60	77

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	296	432	437	523	610	685
매출원가	156	193	172	210	232	257
매출총이익	140	239	265	313	378	428
매출총이익률	47.3	55.3	60.6	59.8	62.0	62.5
판매비와관리비	94	128	182	253	290	322
판매비용	31.8	29.6	41.6	48.4	47.5	47.0
영업이익	46	111	83	60	88	106
영업이익률(%)	15.5	25.7	19.0	11.5	14.4	15.5
EBITDA	54	117	89	68	96	115
영업외손익	-4	23	-2	1	-1	2
이자손익	0	0	0	0	0	0
외화거래손익	0	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	23	-2	1	-1	2
세전계속사업이익	42	134	81	61	87	108
세전이익률	14.2	31.0	18.5	11.7	14.3	15.8
법인세	10	30	17	14	19	24
법인세율	23.8	22.4	21.0	23.0	21.8	22.2
계속사업이익	32	104	64	47	68	84
당기순이익	32	104	64	47	68	84
당기순이익률	10.8	24.1	14.6	9.0	11.1	12.3
지배주주순이익	27	98	61	45	66	82
총포괄이익	32	103	64	47	68	84

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	775.5	2,739	1,713	1,292	1,891	2,334
BPS	3,993	6,631	7,074	8,393	10,284	12,618
CFPS	1,525	3,311	2,511	1,887	2,729	3,301
DPS	0	0	0	0	0	0
PER (배)	21.0	14.6	10.2	9.8	6.7	5.4
PSR	1.9	3.3	1.4	0.8	0.7	0.6
PBR	4.1	6.0	2.5	1.5	1.2	1.0
PCR	10.7	12.1	7.0	6.7	4.6	3.8
EV/ EBITDA	10.7	11.9	6.5	5.8	3.5	2.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	23.0	46.1	1.3	19.6	16.6	12.3
영업이익증가율	93.4	143.5	-25.3	-27.6	46.6	20.4
순이익증가율	144.6	259.6	-37.9	-25.9	46.3	23.5
EPS증가율	139.9	253.2	-37.5	-24.5	46.3	23.5
부채비율 (%)	74.2	49.4	39.6	36.4	32.8	29.2
차입금비용	21.8	23.9	15.1	10.9	9.0	7.4
순차입금/자기자본	-24.4	-19.4	-18.3	-20.1	-31.9	-42.4
ROA (%)	13.3	33.8	18.0	12.2	15.2	15.7
ROE	28.0	56.1	25.7	17.0	20.6	20.6
ROIC	36.4	60.6	35.0	22.0	30.1	34.9

자료: 브이티, BNK투자증권 리서치센터

LG생활건강
051900

연결 매출
1조 6,574억
YoY +3.3%

연결 영업이익
1,028억
YoY +87.5%

연결 OPM
6.2%
관세환급 150억 포함

북미 매출
2,058억
YoY +47.3%, 중국 첫 추월

재무제표 요약 (연결)

구분	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	6,812	6,355	6,484	6,700	6,950
영업이익	459	171	361	425	470
세전이익	317	-63	340	399	453
순이익[지배]	189	-100	242	281	319
EPS(원)	10,675	-5,688	14,100	16,459	18,711
증감률(%)	32.5	적자전환	흑자전환	16.7	13.7
PER(배)	28.6	-	21.6	18.5	16.3
PBR	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.3	8.2	5.5	4.3	3.5
ROE(%)	3.4	-1.8	4.3	4.8	5.2
배당수익률	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7

주) 2026.08.20 종가 기준. 자료: LG생활건강, BNK투자증권

2Q26 리뷰 코멘트

- 북미 2,058억원이 중국 1,760억원을 회사 역사상 처음으로 추월
- 뷰티 영업이익 444억원 흑자전환. 다만 미국 관세 환입 약 120억원 포함
- 마케팅비는 뷰티 매출의 16%로 전년 대비 1.0%p 상승
- 더후 3세대 천기단 안착을 위해 면세 물량 조절을 연말까지 연장
- 닥터그루트 북미 세 자릿수 성장, 8월 세포라 전점 확대

3Q26 관전 포인트

3Q는 2Q 관세 환입 일회성이 소멸하는 동시에 중동발 원부자재·물류비 상승으로 약 200억원의 추가 비용이 예상
북미도 작년 3Q 코스트코 입점 본격화에 따른 기저 부담과 아마존 프라임데이 일정 변경(6월 실시) 영향으로 성장을 완만
면세 물량 조절 종료 시점이 재평가의 트리거

LG생활건강 (051900) · 현재주가 304,500원 (2026.08.20)

LG생활건강
051900

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	기준주가	상승여력	괴리율 평균	괴리율 H/L
LG생활건강 (051900)	26/07/01	보유	267,000원	229,500원	+16.3%	2.3	H
LG생활건강 (051900)	26/08/21	매수	370,000원	304,500원	+21.5%	-	-

주) 목표주가는 6개월 기준. 괴리율은 향후 발간 시점부터 산출. 자료: BNK투자증권

목표주가 산출

항목	단위	값	비고
12M Fwd EPS	원	15,610	(a) BNK 추정
Target PER	배	23.7	(b) 하단 근거 참조
적정주가	원	370,000	(c) = (a) × (b)
목표주가	원	370,000	(d) 반올림
현재주가	원	304,500	2026.08.20 종가
상승여력	%	+21.5	(d) / 현재주가 - 1

주가 및 목표주가 변동 추이 (2Y)

**Target PER 적용 근거 투자의견 보유 → 매수 상향. 목표주가 267,000원 → 370,000원 상향(+38.6%).**

Target PER을 18.2배에서 23.7배로 상향한다. 북미 매출 2,058억원이 중국 1,760억원을 회사 역사상 처음 추월한 것은 중국 의존도 탈피라는 장기 과제가 처음으로 숫자로 확인된 사례다. 닥터그루트가 틱톡 바이럴에서 코스트코 682개를 거쳐 8월 세포라 전점으로 확대되는 경로는 온라인 검증 후 오프라인 안착이라는 정석을 밟고 있다. 23.7배는 글로벌 Peer 25.4배 대비 7% 할인이며, 2027F EV/EBITDA 5.6배는 로레알 17.8배·에스티로더 12.2배 대비 과도한 디스카운트다. 다만 3Q는 관세 환입 소멸과 중동발 원가 200억원 추가 부담이 겹치는 구간이라는 점은 감안해야 한다.

투자등급) 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

단위: 십억원 · 2026.08.20 종가 기준 · K-IFRS 연결

LG생활건강
051900

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,430	2,856	2,635	3,163	3,685	4,233
현금성자산	910	1,253	1,086	1,481	1,941	2,426
매출채권	529	576	488	530	550	569
재고자산	885	922	832	904	938	972
비유동자산	4,791	4,550	4,234	4,070	3,859	3,663
투자자산	139	89	72	79	81	84
유형자산	2,307	2,226	2,063	1,904	1,729	1,568
무형자산	2,008	1,964	1,799	1,794	1,756	1,719
자산총계	7,220	7,406	6,869	7,233	7,544	7,896
유동부채	1,090	1,296	945	1,033	1,070	1,106
매입채무	253	231	203	221	229	237
단기차입금	138	241	56	67	67	67
비유동부채	582	424	354	374	384	393
사채 및 장기차입금	2	0	0	0	0	0
부채총계	1,671	1,720	1,299	1,408	1,453	1,499
지배기업지분	5,434	5,566	5,449	5,400	5,948	6,233
자본금	89	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,604	5,696	5,540	5,742	5,989	6,275
자본총계	5,549	5,686	5,570	5,825	6,091	6,397
총차입금	541	634	272	292	296	300
순차입금	-387	-638	-933	-1,302	-1,762	-2,248

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	659	528	446	528	587	618
당기순이익	164	204	-86	257	299	340
비현금비용	617	582	558	415	422	425
감가상각비	270	256	240	296	309	297
비현금수익	-81	-69	-49	-54	-63	-73
자산및부채의증감	113	-114	123	-56	-16	-16
매출채권 감소	24	-33	87	-41	-20	-20
재고자산 감소	75	-3	86	-56	-34	-34
매입채무 증가	39	-33	-25	12	8	8
법인세환급(납부)	-166	-104	-110	-73	-100	-113
투자활동현금흐름	-141	-152	-171	-111	-98	-103
유형자산 증가	-152	-131	-79	-92	-95	-99
유형자산 감소	22	2	5	0	0	0
무형자산 순감소	-10	-16	-16	-3	0	0
재무활동현금흐름	-268	-53	-443	-40	-30	-30
차입금증가	-130	94	-362	20	4	4
자본의 증가	0	0	0	0	0	0
배당금지급	-97	-60	-98	-34	-34	-34
현금의 증감	255	343	-167	395	460	485
기말현금	910	1,253	1,086	1,481	1,941	2,426
잉여현금흐름(FCF)	507	396	368	436	492	519

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,805	6,812	6,355	6,484	6,700	6,950
매출원가	3,178	3,251	3,211	3,174	3,317	3,426
매출총이익	3,627	3,561	3,145	3,310	3,384	3,524
매출총이익률	53.3	52.3	49.5	51.0	50.5	50.7
판매비와관리비	3,140	3,102	2,974	2,949	2,958	3,054
판매비율	46.1	45.5	46.8	45.5	44.1	43.9
영업이익	487	459	171	361	425	470
영업이익률(%)	7.2	6.7	2.7	5.6	6.3	6.8
EBITDA	757	715	411	657	734	767
영업외손익	-211	-142	-234	-20	-26	-17
이자손익	7	16	8	19	28	37
외화거래손익	-1	6	-4	8	6	6
기타영업외손익	-217	-164	-238	-47	-60	-60
세전계속사업이익	276	317	-63	340	399	453
세전이익률	4.1	4.7	-1.0	5.2	6.0	6.5
법인세	113	113	22	83	100	113
법인세율	40.9	35.6	-34.9	24.4	25.1	24.9
계속사업이익	164	204	-86	257	299	340
당기순이익	164	204	-86	257	299	340
당기순이익률	2.4	3.0	-1.4	4.0	4.5	4.9
지배주주순이익	143	189	-100	242	281	319
총포괄이익	136	251	-57	306	299	340

주요투자지표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	8,057	10,675	-5,688	14,100	16,459	18,711
BPS	310,665	318,161	315,868	336,655	351,145	367,887
CFPS	39,496	40,435	24,018	35,943	38,508	40,542
DPS	3500	3500	2000	2000	2000	2000
PER (배)	44.1	28.6	-	21.6	18.5	16.3
PSR	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
PBR	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
PCR	9.0	7.5	10.8	8.5	7.9	7.5
EV/ EBITDA	7.4	6.3	8.2	5.5	4.3	3.5
배당성향 (%)	31.4	25.2	-34.2	11.4	9.8	8.6
배당수익률	1.0	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율	-5.3	0.1	-6.7	2.0	3.3	3.7
영업이익증가율	-31.5	-5.7	-62.8	111.3	17.9	10.6
순이익증가율	-39.7	32.5	0.0	0.0	15.9	13.7
EPS증가율	-39.7	32.5	0.0	0.0	16.7	13.7
부채비용 (%)	30.1	30.2	23.3	24.2	23.9	23.4
차입금비용	9.8	11.2	4.9	5.0	4.9	4.7
순차입금/자기자본	-7.0	-11.2	-16.8	-22.4	-28.9	-35.1
ROA (%)	2.3	2.8	-1.2	3.6	4.0	4.4
ROE	2.7	3.4	-1.8	4.3	4.8	5.2
ROIC	5.4	5.7	4.7	5.9	7.1	8.2

자료: LG생활건강, BNK투자증권 리서치센터

커버리지 외 스몰캡 관심종목 (NDR 기반)

관심종목
아로마티카2Q26 매출
177억
YoY +38.8%영업이익
22.5억
YoY +102.7%보고 OPM
12.7%
인센티브 6.3억 포함실질 OPM
15~16%
일회성 제외 기준

▪ 실제 드라이버는 채널 믹스

B2C 온라인 공헌이익률은 10% 후반~20%

B2B 오프라인 총판은 FOB 기준으로 약 40%

B2B 매출 비중	블렌디드 공헌이익률	고정비 +0%	고정비 +20% (Base)	고정비 +40%
30%	24.6%	12.3%	10.4%	8.4%
40% (현 수준 추정)	26.8%	14.5%	12.6%	10.6%
50%	29.0%	16.7%	14.8%	12.8%
60%	31.2%	18.9%	17.0%	15.0%

주) 하반기 영업이익률(%). 2Q 실질 OP 28.8억원 기준 반기 고정비 약 37억원 역산, 하반기 매출 384억원·틱톡샵 마케팅 10억원 반영. 공헌이익률은 B2C 18%·B2B 40% 가정. 자료: 아로마티카 NDR, BNK투자증권

Base Case

B2B 40% 유지 + 고정비 20% 증가 → 하반기 OPM 12.6%, 연간 영업이익 약 84억원(연간 OPM 12.0%). 시장 기대치에 근접

확인해야 할 단 하나의 지표

3Q 실적의 B2B 매출 비중. 회사 가이드스(OPM 10% 초반)는 고정비 +40% 시나리오에 해당하므로, 근거를 매장 수가 아니라 믹스에 두어야 방어가 가능

Peer
Comparison

국가	기업명	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			1M	3M	6M	12M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
한국	한국콜마	2,338	35.5	54.5	87.0	73.8	16.6	13.3	3.1	2.5	11.0	8.8	19.8	20.8
한국	코스맥스	2,126	51.3	47.6	30.2	26.8	18.7	17.2	4.1	3.5	11.2	9.1	24.8	22.0
한국	달바글로벌	2,021	3.2	2.0	30.8	34.6	21.5	15.9	9.5	6.5	15.8	11.6	53.0	48.7
한국	에이피알	10,274	4.0	-1.7	34.7	81.8	24.6	17.8	16.5	10.4	17.9	13.0	88.5	71.1
한국	아모레퍼시픽	5,741	16.9	16.9	-11.7	11.4	23.7	20.3	1.7	1.5	10.0	9.1	6.7	7.3
한국	LG생활건강	3,277	25.9	22.6	12.3	1.9	22.8	18.9	0.9	0.9	6.1	5.6	4.0	4.6
한국	브이티	316	13.1	-10.4	-34.4	-66.0	-	-	-	-	-	-	-	-
한국	아로마티카	83	85.0	29.6	-38.5	-	12.4	10.8	2.2	1.9	8.9	6.9	-	-
프랑스	로레알	239,489	1.1	6.8	-2.2	-3.5	28.2	25.8	5.5	5.0	19.1	17.8	20.9	21.7
미국	에스티로더	35,460	17.2	25.8	-13.6	14.9	30.0	25.3	8.0	7.0	13.6	12.2	29.8	30.5
중국	프로야	3,379	1.9	4.5	-19.7	-32.0	14.0	12.8	3.2	2.8	9.1	8.3	23.4	22.2
중국	마오거핑	3,159	-8.1	-12.1	-40.0	-47.8	13.6	10.9	3.6	2.9	8.4	6.8	28.2	28.3

주) 2026년 8월 20일 종가 기준. 한국콜마·코스맥스·아모레퍼시픽·LG생활건강·달바글로벌·에이피알은 BNK 추정, 그 외는 시장 컨센서스. 브이티는 추정치 변경 구간으로 배수 표기를 유보. 자료: Bloomberg, BNK투자증권

투자 전략

ODM·용기는 개별 선별 없이 비중 확대 무방. 한국콜마 하나로 ODM과 용기(연우)를 동시에 커버 가능. 브랜드는 마케팅비 통제와 오프라인 재발 추가 확인된 달바·에이피알 우선, 브이티·LG생건은 3Q 실적 확인 후 판단 필요

Risk & Catalyst

순위	모니터링 지표	현재 수준	판단 기준
1	미국/중화권 비율	7월 1.21배	3개월 연속 1배 ↑
2	중화권 제외 비중	7월 82%	80% 전후 유지
3	Europe Final-Demand	2Q26 20.5%	25~30%로 상승
4	기초+선케어 비중	7월 87.5%	85% 이상 유지
5	ODM 가동률·수주	콜마 별도 81%	20~30% 성장 지속
6	브랜드 광고비/매출	아모레 +37%	기업별 차별화

자료: 관세청, TRASS, 각 사 공시, BNK투자증권

시기	이벤트	관련 기업
8~9월	월별 수출 통관 — 미국/중화권 비율	섹터 전체
9월	닥터그루트 세포라 공식 입점	LG생활건강
10월	아로마티카 엘타 505개 점 입점	아로마티카
10~11월	3Q26 실적 발표	커버리지
11월	중국 광군제 마케팅비 확대	아모레, LG생건
4Q26	달바 코스트코 625개 전점 연말 이벤트(블랙프라이데이 등)	달바글로벌, 브랜드 기업
27년 상반기	한국콜마 세종 신공장 진척	한국콜마

자료: 각 사 IR 및 공시, BNK투자증권

섹터 하방 리스크

- ① 유럽 허브국 재고조정 현실화 시 하반기 수출 성장을 급감
- ② 미국 관세 정책 변화 — 2Q 반영 환급금은 일부 일회성
- ③ 중동발 원부자재·물류비 상승 (LG생건 3Q 200억원 추가)

ODM 고유 리스크

- ① 단가 인하 압박 — 고객사 규모 확대 시 교섭력 역전 가능성
- ② 캐파 증설 시점 미스매치 — 콜마 세종 내년 하반기
- ③ 인디 브랜드 이탈률 — 고객사 수 확대가 매출 안정성으로 직결되지 않음

가장 중요한 이벤트 — 3Q26 실적

한국콜마 별도 매출 4,300억원·OPM 15% 이상, 코스맥스 한국 +35~40% 달성 여부가 Top Pick 유지 조건
달성 시 ODM 비중을 추가 확대하고, 미달 시 브랜드 선별 논리로 무게중심

BNK 투자증권

BNK 투자증권

Compliance
Notice

투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
 기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
 산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)
 조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30 기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인한다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바란다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있다.

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56 한화손해보험빌딩 10층 / www.bnkfn.co.kr / 고객센터 1577-2601

화장품/소비재 김지은 / juliakim@bnkfn.co.kr / 02-2071-7687

BNK 투자증권

BNK 자산은행 **BNK** 기업은행 **BNK** 캐피탈 **BNK** 투자증권 **BNK** 저축은행
BNK 자산공용 **BNK** 신용정보 **BNK** 시가 **BNK** 배차투자 **BNK** 씨옥구단

BNK
