

Weekly Retail-Cos. Letter

밸류에이션 하락이 과도하다 2026.09.21



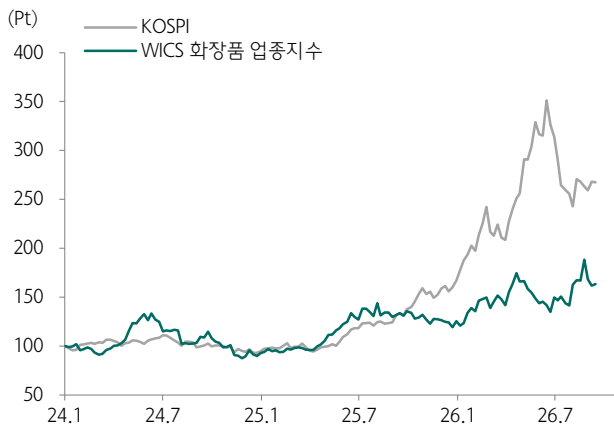
Analyst 박종대 forsword@hanafn.com

RA 양정석 jsyang@hanafn.com

- ✓ **화장품** 에이피알/달바글로벌 저점 매수 기회
- ✓ **유통** 이자율 상승은 가계소비에 부담 요인
편의점: 3분기 동일점 성장을 낮아져도 컨센서스 지킬 듯

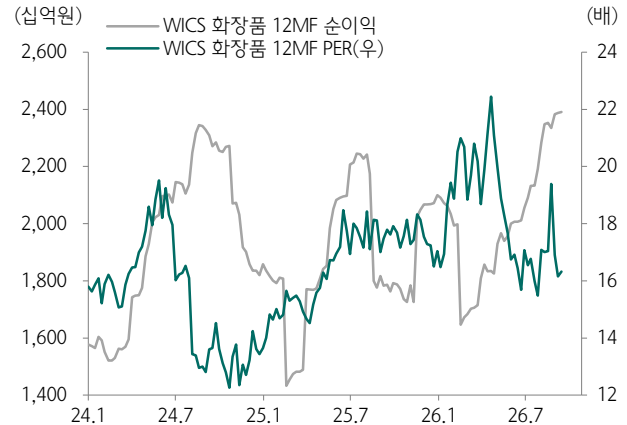
I. 화장품: 에이피알/달바글로벌 저점 매수 기회

코스피 vs. 화장품 업종 주가지수



주: WICS 화장품 기준, 2024년 1월 2일=100
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

화장품 업종 12M FWD 순이익, PER 추이

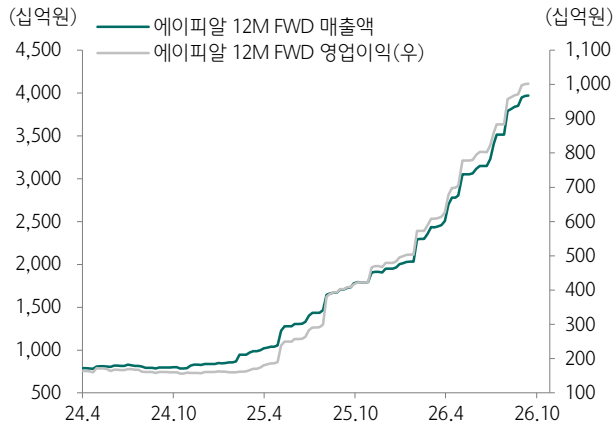


자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

- 에이피알과 달바글로벌의 밸류에이션이 크게 떨어진 상태다. 원화 강세와 밸류에이션 부담이 겹치면서 고점 대비 30% 내외 주가가 하락했다. 이에 따라 에이피알의 현재 주가는 12MF PER 17.5배, 달바글로벌은 13.8배까지 하락했다. 단일 중저가 브랜드로 연간 매출 규모 3조원에 이르는 상황이 향후 성장 여력과 가시성 측면에서 오히려 부담으로 와 닿는 것은 사실이다. 매출이 커질 수록 밸류에이션 하락 요인이 발생하게 되는 역설적인 상황이다. 로레알이나 아모레퍼시픽과 같은 멀티브랜드 대기업과 달리 단일 매스 브랜드 기업의 밸류에이션은 매출 성장률과 같이 움직일 가능성이 크기 때문이다. 즉, 에이피알의 매출 성장률이 YoY 10%로 둔화된다면, PER도 10배 이하로 하락할 것이다.
- 다만, i) 아직 두 회사 모두 성장을 둔화 조짐은 전혀 보이지 않고 있다. 에이피알의 2025년 영업이익이 YoY 195% 증가한데 이어, 2026년 YoY 112% 증가할 전망이다. 기세를 따지려면 증가액을 봐야 한다. 2025년 영업이익 증가액이 YoY 239억원이었는데, 2026년에는 YoY 405억원으로 오히려 증가폭이 커지고 있다. ii) 아직 갈 길은 멀다. 이제 오프라인 채널에 본격적으로 깔리기 시작했고, 유럽은 올해 시작했다. 에이피알의 경우 내년에는 실리콘투를 따라 중남미 모멘텀이 클 것으로 예상된다. 그 다음은 중국과 인도가 기다리고 있다. 이미 대 중국 매출은 미국 아마존 성공 영향을 타고 YoY 20~30% 꾸준한 성장세를 지속하고 있다. 달바글로벌은 중국 법인을 세웠다. iii) 막강한 마케팅 역량을 기반으로 한 에이피알의 패스트 팔로우(Fast follow) 전략은 K뷰티 산업 내에서도 압도적인 확장력을 자랑한다. iv) 환율 하락의 실질적인 영향은 제한적이다. 현지 달러 유보 현금과 비용을 감안하면, 편더멘탈과 거리가 먼 회계적인 이슈에 그칠 가능성이 크다. 더구나 환율 하락은 일단락됐다.

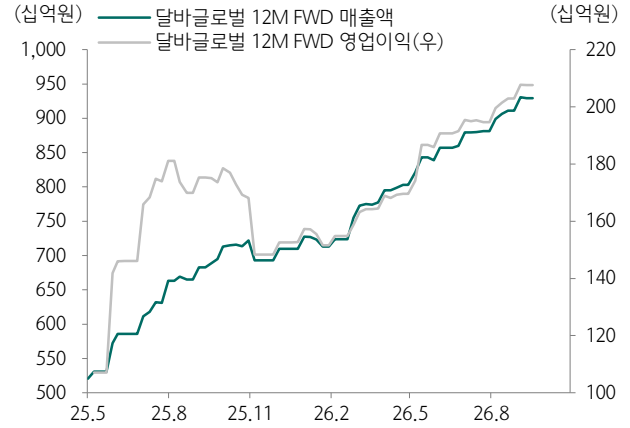
- 단일 브랜드라는 점이 분명한 한계이며, 불안 요인이지만, 아직 나타나지도 않은 문제를 걱정하는 것은 기우다. 점진적인 밸류에이션의 하락세를 감안하더라도 몇개월 사이 12MF PER 30배에서 17배로 떨어지는 것은 과도하다. 달바글로벌의 경우 에이피알 대비 밸류에이션 할인은 불가피하지만, PER 14배까지 하락한 것은 지나치다. 전세계 어떤 회사도 가보지 않은 길이라는 생소함이 불안감의 원천일 수 있다. 저점 매수 전략이 유효하다.

도표 1. 에이피알 12MF 매출액과 영업이익



자료: QuantiWise, 하나증권

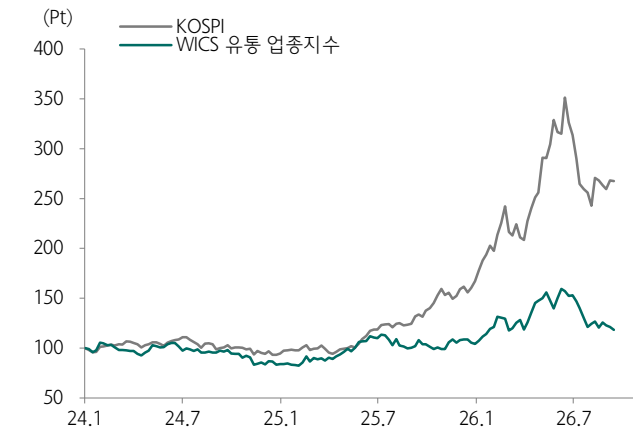
도표 2. 달바글로벌 12MF 매출액과 영업이익



자료: QuantiWise, 하나증권

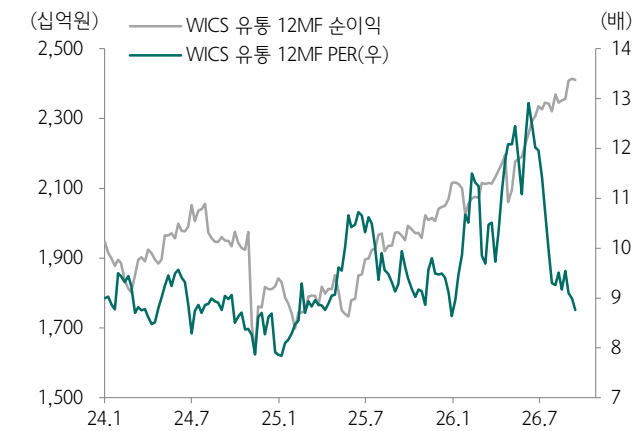
II. 유통: 아직 가계소득은 정체

코스피 vs. 유통 업종 주가지수



주: WICS 유통 기준, 2024년 1월 2일=100
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

유통 업종 12M FWD 순이익, PER 추이



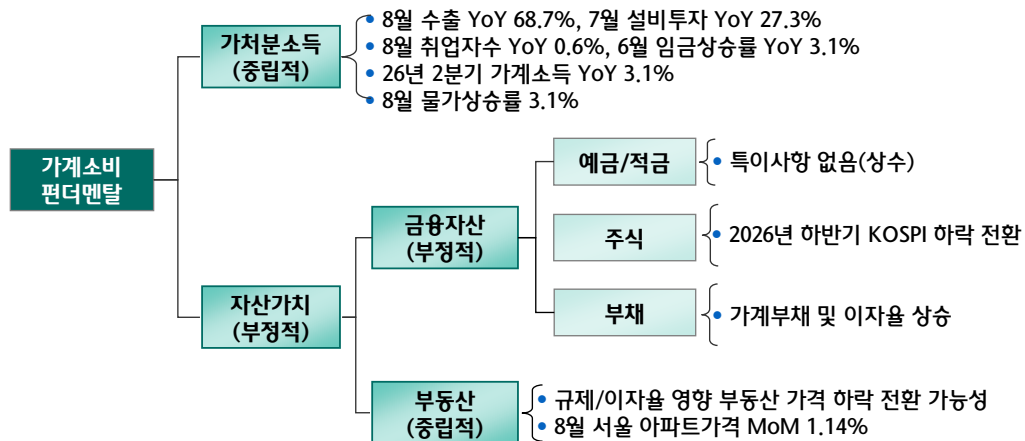
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

1. 이자율 상승은 가계소비에 부담 요인

- 국내 유통업체들의 실적의 출발점은 '가계 소비의 펀더멘탈' 즉, 가계 구매력이다. 가계 구매력은 두가지로 나눌 수 있다. 가처분소득과 자산이다. 가처분소득은 대체로 근로소득을 말한다. 자산은 다시 금융자산과 부동산으로 구분할 수 있다. 최근 경제지표를 보고 이들 현황을 살펴보면 다음과 같다.
- 먼저 가계소득 관련 지표를 보면, 선행지표들은 대단히 좋다. 8월 수출은 YoY 69%나 증가했다. 수출 증가로 기업의 이익이 크게 늘어나면, 신규 투자를 확대하게 되고, 이게 임금 상승과 고용 증가로 이어지고, 그러면 가계소득이 증가하게 되고, 소비성향을 따라 소비도 증가하게 되는게 일반적이다. 이러한 경기순환의 고리를 생각하면, 높은 수출 증가율은 아주 고무적인 현상이다. 다만, 이 수출 증가 효과는 아직 가계소득으로 넘어오지 않고 있다. 취업자수(8월 YoY 0.6%)와 임금상승률(6월 YoY 3.1%)은 제한적인 수준에 머물러 있다. 2분기 명목가계소득은 YoY 3.1% 증가했는데, 물가상승률(8월 YoY 3.1%)을 감안하면 실질가처분소득은 정체되어 있는 것이나 다름 없다. 수출 모멘텀은 아직 설비투자(7월 YoY 27%)까지 밖에 안왔다. 이게 고용과 임금 상승의 다리를 건너 가계소득과 소비로 이어진다고 가정하는 게 2027년 가계소득 모멘텀이다. 미래는 긍정적이지만 아직 모른다. 중간에 연결고리가 끊길 수도 있다. 아무튼 실질가처분소득 변화가 없기 때문에 현재는 중립적이다.
- 자산가치 측면에서 볼 때, KOSPI가 상반기 Peak out 하면서 주식자산 모멘텀도 정점을 지났다. 부동산은 중립적이라고 보는게 합리적이다. 서울 아파트 가격은 계속 상승하고 있지만, 정부 세제 개편과 이자율 상승 영향으로 고가 아파트를 중심으로 하락 전환할 가능성도 배제할 수 없다. 여기서 주목해야할 게 이자율이다. 이자율은 최근 가장 크게 변하고 있는 경제지표다. 한국은행이 기준금리를 8월 0.25%p를 올리면서 3.00%가 되었고, YoY 26.4%에 이르는 명목 GDP 증가율을 감안하면 추가적인 인상 가능성도 열려 있다.
- 이자율 상승은 가계 구매력에 긍정적일까? 부정적일까? 이자율 상승은 예금 자산이 많은 가계에 금융소득을 증가시키기 때문에 가계 구매력을 높일 수 있지만, 반대로 부채가 많은 가계 입장에는 이자부담이 증가하기 때문에 부정적이다. 한국 가계의 2026년 2분기 기준 부채 규모는 2,020조 원, 저축성예금 규모는 1,867조 원이다. 가계부채가 예금보다 8% 크다. 2021년에는 가계신용이 30%이상 컸지만, 이자율이 상승 전환하면서 간극이 줄고 있다. 아무튼, 정도의 차이는 있지만, 최근 이자율 상승은 가계 구매력에 좀 더 부정적이라고 보는 게 타당하다.
- 모든 매크로 지표는 경우에 따라 긍정과 부정이 엇갈린다. 부동산 가격도 마찬가지다. 부동산 가격이 상승하면 서민들 입장에서 집값 마련 부담이 커지니까 소비를 줄이지 않을까라는 우려를 할 수 있지만, 한국의 전체 가계 자산의 70% 이상이 부동산이기 때문에 부동산 가격 상승은 소비에 긍정적이다. 특히 사치재 소비에 그렇다. 월급이 오르면 기념으로 서민 가계는 삼겹살 회식을 하지만 아파트 가격이 오르면 백화점에서 명품을 산다. 백화점 소매 판매는 서울 아파트 가격 추이와 상당한 상관관계를 보인다

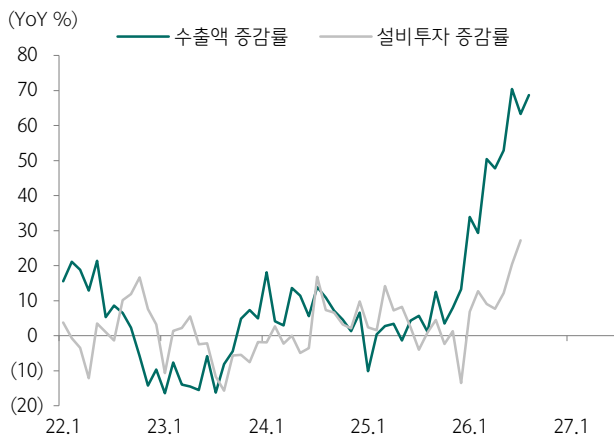
- 가계부채 증가도 마찬가지다. 부동산 가격 상승으로 인한 자산가치 증가분이 가계부채 증가나 이자율 상승으로 인한 이자부담을 넘어선다면 부채 증가가 소비를 제약하지 않을 것이다. 다만, 금리가 가파르게 상승하여 이자부담이 갑자기 커지거나, 부동산 가격 하락 전환으로 자산가치 하락과 원리금 상환 부담이 동시에 증가할 때는 문제가 될 수 있다.
- 물가를 가처분소득의 한 지표로 넣는 이유는 실질가처분소득을 좌우하기 때문이다. 물가는 가계의 동일한 예산에 대한 구매력을 결정 짓는 요소다. 물가가 상승하면 화폐의 구매력은 하락하는 것이고, 물가가 하락하면 구매력은 상승한다. 따라서, 물가 하락은 일반적으로 소비에는 우호적 환경이 된다. 물론, 물가 하락이 반드시 긍정적인 것은 아니다. 물가는 일반적으로 '원가' 상승 또는 하락과 같은 공급 측 요인에 의해 발생할 수 있고, 소비 수요의 개선과 위축 등 '수요' 측 요인에 의해서도 나타날 수 있다. 만일, 물가 하락이 공급 원가 하락에 의해서 발생한 것이라면 소비에 긍정적이다. 반대로, 수요 위축에 의해 발생했다면, 부정적일 수밖에 없다.
- 물가 상승은 반대로 보면 된다. 물가 상승은 일반적으로 소비에 부담이지만, 소비 수요 회복에 의한 '수요견인 인플레이션(Demand-pull inflation)'이라면 굳이 부정적으로 해석할 필요가 없다. 물가상승과 소비심리 개선이 동시에 나타날 수 있다. 2027년 한국은행에서 걱정하고 있는게 바로 이 수요견인 인플레이션이다. 만일, 공급 원가 상승에 의한 '비용인상 인플레이션(Cost-push inflation)'이라면 소비 심리 위축 요인이 될 것이다. 대표적인 예가 2011년과 2022년이다. 글로벌 상품 가격이 계속 상승하면서 국내 소비자물가 상승률은 5~6%에 육박했고, 국내 소비와 소비심리가 모두 크게 위축되었다.

도표 3. 가계소비의 편더멘탈



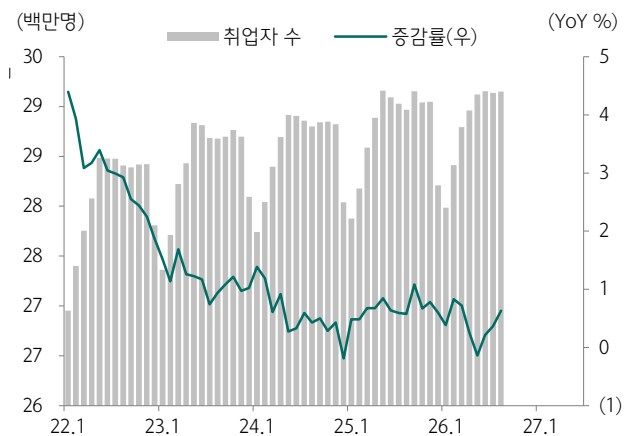
자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나증권

도표 4. 수출과 설비투자 증가율



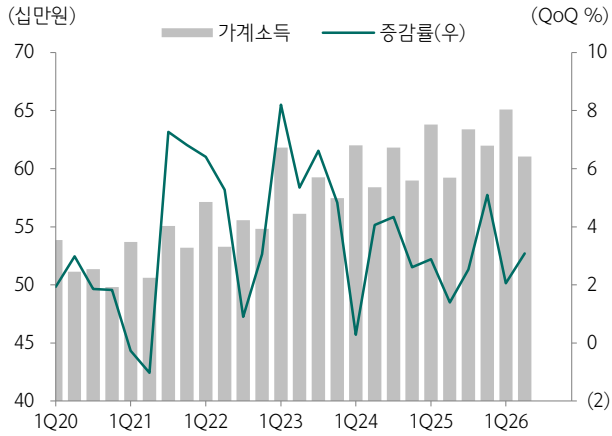
자료: 관세청, 통계청, 하나증권

도표 5. 취업자 수 추이



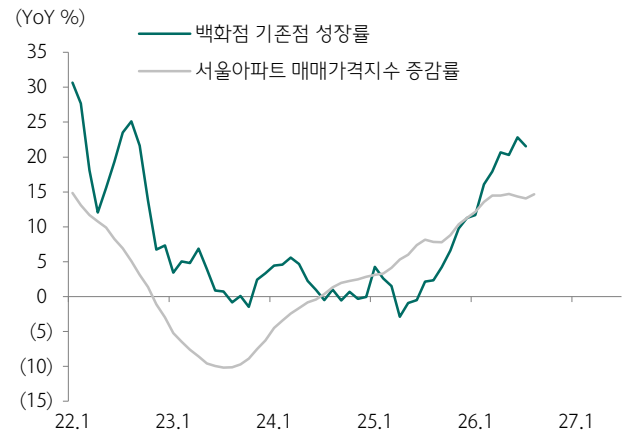
자료: 통계청, 하나증권

도표 6. 월평균 가계소득 추이



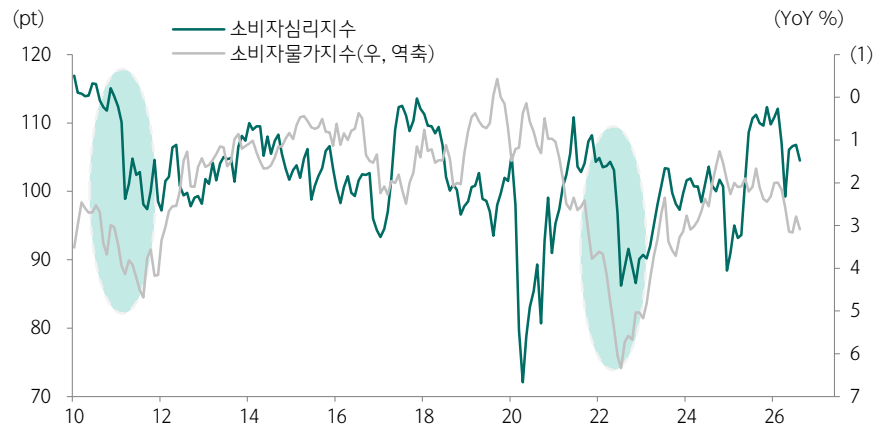
주: 도시(명목), 2인 이상, 근로자가구 기준
자료: 통계청, 하나증권

도표 7. 서울 아파트 가격과 백화점 기준점 성장률



자료: KB국민은행, 산업통상자원부, 하나증권

도표 8. 소비자물가상승률과 소비심리



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나증권

2. 편의점: 3분기 동일점 성장을 낮아져도 컨센서스 지킬 듯

- 2분기 YoY 4~7%에 달하던 편의점 동일점 성장률이 전년도 높은 베이스(소비쿠폰 발행)와 폭염 영향, 7~8월 0~3%로 크게 둔화되면서 BGF리테일과 GS리테일의 실적에도 우려가 생길 수 있다. 하지만, 시장 기대치(OP BGF리테일 1,100억원, GS리테일 1,250억원) 달성에는 큰 무리가 없어 보인다.
- 우선, i) 두 회사 모두 감가상각비를 비롯 고정비 부담이 완화되면서 영업레버리지 효과가 본격화되고 있다. 주요 유통업체 7개사 가운데 판관비에서 감가상각비 비중이 가장 큰 업종이 편의점이다. 그만큼, 감가상각비 감소 효과도 크다. ii) 상품 믹스 개선 효과도 이어지고 있다. 담배 구성비가 하락하고 일반상품, 특히 고마진 식품/가공식품 비중이 상승하고 있다. iii) 외국인 매출 비중 상승은 수익성 개선에도 긍정적이다. 저마진 담배 비중이 대단히 낮기(12% 추정) 때문이다. 더구나, iv) GS리테일 수퍼 사업은 전년도 소비쿠폰 영향 오히려 기저효과를 누릴 수 있는 상황이다. 킥커머스 효과도 커지고 있다(GS수퍼 매출 비중 10%).
- 7~8월 편의점 성장을 둔화는 일시적인 요인으로 보는 게 바람직하다. 전년도 베이스가 정상화되면서 9월 동일점 성장률은 3~5%로 회복이 예상되고 있다. 현재 주가는 12MF PER BGF리테일 9.7배, GS리테일 8.4배까지 떨어진 상태다. 점포수 정체로 인한 외형 성장을 저하를 감안하더라도, i) 사업 구조 개선과 ii) 비용 구조 슬림화, iii) 외국인 관광객 증가에 의한 성장성과 수익성 제고 등을 감안하면 현저한 저평가 상태다.

도표 9. 편의점 2사 3분기 실적 전망 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

기업명	항목	3Q25	3Q26F	%YoY	2025	2026F	%YoY	컨센서스	
								3Q26	2026
GS리테일 007070	매출액	3,205.4	3,335.7	4%	11,957.4	12,503.0	5%	3,336.5	12,506.7
	영업이익	111.2	118.6	7%	292.1	358.2	23%	124.2	362.0
	순이익	94.5	77.1	-18%	43.4	205.6	373%	86.0	224.3
	OPM(%)	3.5%	3.6%		2.4%	2.9%		3.7%	2.9%
BGF리테일 282330	매출액	2,462.2	2,569.3	4%	9,061.2	9,490.8	5%	2,565.3	9,509.7
	영업이익	97.6	108.8	11%	254.0	304.6	20%	109.5	307.0
	순이익	79.3	83.0	5%	195.3	224.7	15%	84.4	233.0
	OPM(%)	4.0%	4.2%		2.8%	3.2%		4.3%	3.2%

주: 순이익은 지배주주순이익

자료: 각 사, 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

도표 10. 유통업체 판매동향

구 분	2025 년						2026 년						
	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
전체 유통 업체 매출 증가율(%)	9.1	3.6	9.1	5.3	4.2	4.4	4.5	8.3	5.6	7.2	9.0	7.3	6.4
오프라인	2.5	-3.3	-1.4	6.3	2.6	1.7	-0.5	15.2	1.9	6.7	9.3	6.2	3.2
온라인	14.1	9.2	17.6	4.6	5.3	6.3	8.2	3.9	8.1	7.5	8.8	8.1	8.5
기존점 성장률(전년 동월비%)													
백화점	5.1	2.8	4.8	12.2	12.3	9.3	13.4	25.6	14.7	21.7	24.5	22.2	17.9
대형마트	-2.2	-15.1	-11.6	9.6	-8.3	-9.0	-18.5	19.8	-15.2	-6.6	-5.1	-10.5	-11.2
편의점(전점)	3.5	0.7	0.6	0.3	0.3	1.4	0.8	4.0	2.7	3.3	5.9	5.1	1.1
SSM	1.8	-5.9	-0.2	-1.7	0.8	-1.3	-4.4	-0.4	-8.6	-6.9	-8.0	-10.8	-2.9
백화점													
여성 캐주얼	2.7	0.9	2.4	13.9	2.2	13.9	17.0	25.1	12.8	21.1	25.7	9.8	13.6
명품(해외 유명 브랜드)	11.3	12.4	12.6	19.5	23.3	13.7	31.0	22.6	21.7	38.1	37.3	34.3	28.9
구매 단가 증감율	6.0	5.6	10.1	9.0	12.0	4.3	1.7	15.6	7.4	9.3	9.8	15.2	8.1
구매 건수 증감율	-0.8	-2.6	-4.8	3.0	0.3	4.8	11.5	8.7	6.8	11.4	13.4	6.0	9.1
대형마트													
식품	-0.8	-16.0	-8.9	11.4	-7.3	-8.9	-19.3	25.2	-18.2	-9.4	-8.1	-12.8	-12.8
구매 단가 증감율	-0.3	-7.3	-2.7	10.7	-0.7	-1.4	-8.7	17.5	-3.3	-0.1	2.4	1.0	8.4
구매 건수 증감율	-1.9	-8.4	-9.2	-0.9	-7.6	-7.8	-10.7	2.0	-12.3	-6.7	-7.4	-11.4	-18.0
편의점													
식품	5.0	1.7	-0.4	1.4	1.5	2.9	2.1	7.3	3.3	5.1	8.8	7.8	2.6
담배 등 기타	1.7	-0.7	1.8	-1.2	-1.3	-0.5	-0.8	0.1	1.9	0.9	2.2	1.5	-1.0
구매 단가 증감율	3.6	3.5	1.9	4.8	2.5	2.1	1.1	-3.4	1.8	1.7	3.1	2.0	1.6
구매 건수 증감율	0.0	-2.7	-1.3	-4.3	-2.1	-0.7	-0.2	0.6	0.9	1.6	2.8	3.1	-0.5
점포 증가율	-2.7	-2.6	-2.7	-3.4	-3.2	-2.9	-2.9	-2.9	-2.7	-2.4	-2.0	-1.4	-1.0
점포당 매출 증가율	6.4	3.3	3.4	3.8	3.6	4.4	3.9	7.1	5.5	5.8	8.1	6.6	2.1

도표 11. 주요 화장품 업체별 3분기 실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

기업명	항목	3Q25	3Q26F	%YoY	2025	2026F	%YoY	컨센서스	
								3Q26	2026
에이피알 278470	매출액	385.9	760.9	97%	1,527.3	3,067.6	101%	777.1	3,083.0
	영업이익	96.1	194.0	102%	365.5	766.9	110%	195.9	765.9
	순이익	74.6	150.0	101%	289.7	593.2	105%	151.9	588.3
	OPM(%)	24.9%	25.5%		23.9%	25.0%		25.2%	24.8%
아모레퍼시픽 090430	매출액	1,016.9	1,125.4	11%	4,252.8	4,709.8	11%	1,131.9	4,725.8
	영업이익	91.9	115.1	25%	335.8	484.2	44%	118.3	487.1
	순이익	66.0	83.7	27%	235.7	351.6	49%	89.2	373.4
	OPM(%)	9.0%	10.2%		7.9%	10.3%		10.5%	10.3%
LG 생활건강 051900	매출액	1,580.0	1,677.9	6%	6,355.5	6,516.6	3%	1,654.4	6,466.8
	영업이익	46.2	115.7	150%	170.7	391.3	129%	111.0	379.1
	순이익	18.2	75.2	313%	-100.1	265.7	흑전	76.9	234.6
	OPM(%)	2.9%	6.9%		2.7%	6.0%		6.7%	5.9%
달바글로벌 483650	매출액	114.2	176.4	54%	519.7	773.0	49%	175.6	755.9
	영업이익	16.7	30.9	85%	101.5	166.2	64%	32.6	164.4
	순이익	14.0	24.3	74%	79.1	129.8	64%	25.8	130.4
	OPM(%)	14.6%	17.5%		19.5%	21.5%		18.5%	21.7%
실리콘투 257720	매출액	299.4	466.6	56%	1,116.3	1,645.4	47%	440.0	1,611.4
	영업이익	63.1	93.3	48%	205.4	297.8	45%	87.8	296.1
	순이익	58.4	76.2	30%	168.6	245.8	46%	73.9	248.7
	OPM(%)	21.1%	20.0%		18.4%	18.1%		20.0%	18.4%
한국콜마 161890	매출액	683.0	836.8	23%	2,722.4	3,229.9	19%	834.5	3,193.2
	영업이익	58.3	88.8	52%	239.6	346.5	45%	92.1	345.8
	순이익	31.8	54.9	73%	125.1	204.0	63%	49.8	195.5
	OPM(%)	8.5%	10.6%		8.8%	10.7%		11.0%	10.8%
코스맥스 192820	매출액	585.6	769.5	31%	2,398.8	3,057.4	27%	763.3	2,969.9
	영업이익	42.7	68.0	59%	195.8	268.6	37%	67.6	256.9
	순이익	9.0	48.7	444%	123.1	192.4	56%	41.0	169.5
	OPM(%)	7.3%	8.8%		8.2%	8.8%		8.8%	8.6%
코스메카코리아 241710	매출액	182.4	229.5	26%	640.9	832.5	30%	226.5	843.3
	영업이익	27.2	31.8	17%	83.5	112.6	35%	33.1	114.5
	순이익	16.7	21.1	26%	45.4	72.4	59%	21.8	74.0
	OPM(%)	14.9%	13.9%		13.0%	13.5%		14.6%	13.6%
펄텍코리아 251970	매출액	97.7	117.4	20%	372.0	442.9	19%	119.3	448.4
	영업이익	15.3	19.9	30%	56.5	70.3	24%	20.6	73.2
	순이익	11.2	14.2	26%	34.4	55.7	62%	13.8	54.6
	OPM(%)	15.7%	17.0%		15.2%	15.9%		17.2%	16.3%
코웨이 021240	매출액	1,254.4	1,385.9	10%	4,963.6	5,504.2	11%	1,439.9	5,696.7
	영업이익	243.1	249.0	2%	878.7	984.1	12%	264.9	1,013.3
	순이익	176.0	180.9	3%	617.7	714.4	16%	191.2	720.8
	OPM(%)	19.4%	18.0%		17.7%	17.9%		18.4%	17.8%
동국제약 086450	매출액	226.8	272.3	20%	926.9	1,069.8	15%	262.1	1,050.1
	영업이익	24.8	27.5	11%	96.6	109.6	13%	27.3	109.3
	순이익	20.0	20.3	2%	66.0	84.5	28%	21.4	86.4
	OPM(%)	10.9%	10.1%		10.4%	10.2%		10.4%	10.4%

주: 순이익은 지배주주순이익

자료: 각 사, 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

도표 12. 주요 유통 업체별 3분기 실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

기업명	항목	3Q25	3Q26F	%YoY	2025	2026F	%YoY	컨센서스	
								3Q26	2026
이마트 139480	매출액	7,400.8	7,659.8	4%	28,970.4	29,404.9	1%	7,569.3	29,100.4
	영업이익	151.5	191.5	26%	322.5	441.1	37%	176.6	414.7
	순이익	265.9	83.5	-69%	136.2	74.9	-45%	64.9	-6.8
	OPM(%)	2.0%	2.5%		1.1%	1.5%		2.3%	1.4%
롯데쇼핑 023530	매출액	3,410.1	3,613.9	6%	13,738.4	14,281.7	4%	3,593.0	14,304.1
	영업이익	130.5	172.3	32%	547.0	805.6	47%	181.1	795.9
	순이익	-56.6	46.1	흑전	51.6	324.7	530%	62.6	342.5
	OPM(%)	3.8%	4.8%		4.0%	5.6%		5.0%	5.6%
신세계 004170	매출액	1,636.1	1,591.1	-3%	6,929.5	7,085.3	2%	1,708.9	7,304.9
	영업이익	99.8	164.7	65%	480.0	792.0	65%	181.5	790.6
	순이익	35.2	82.6	135%	13.9	422.2	2,929%	94.5	418.6
	OPM(%)	6.1%	10.4%		6.9%	11.2%		10.6%	10.8%
현대백화점 069960	매출액	1,010.3	1,105.7	9%	4,230.3	4,350.3	3%	1,094.7	4,309.9
	영업이익	72.7	80.6	11%	378.0	398.2	5%	96.6	417.0
	순이익	45.3	63.4	40%	207.7	270.6	30%	71.1	272.4
	OPM(%)	7.2%	7.3%		8.9%	9.2%		8.8%	9.7%
GS 리테일 007070	매출액	3,205.4	3,335.7	4%	11,957.4	12,503.0	5%	3,336.5	12,506.7
	영업이익	111.2	118.6	7%	292.1	358.2	23%	124.2	362.0
	순이익	94.5	77.1	-18%	43.4	205.6	373%	86.0	224.3
	OPM(%)	3.5%	3.6%		2.4%	2.9%		3.7%	2.9%
BGF 리테일 282330	매출액	2,462.2	2,569.3	4%	9,061.2	9,490.8	5%	2,565.3	9,509.7
	영업이익	97.6	108.8	11%	254.0	304.6	20%	109.5	307.0
	순이익	79.3	83.0	5%	195.3	224.7	15%	84.4	233.0
	OPM(%)	4.0%	4.2%		2.8%	3.2%		4.3%	3.2%
호텔신라 008770	매출액	1,025.7	959.1	-6%	4,068.3	3,970.6	-2%	983.2	4,007.5
	영업이익	11.4	61.8	440%	13.5	200.6	1,385%	63.5	197.8
	순이익	-149.2	29.8	흑전	-172.9	100.8	흑전	42.4	114.4
	OPM(%)	1.1%	6.4%		0.3%	5.1%		6.5%	4.9%

주: 순이익은 지배주주순이익

자료: 각 사, 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

III. 산업 동향과 매크로 분석

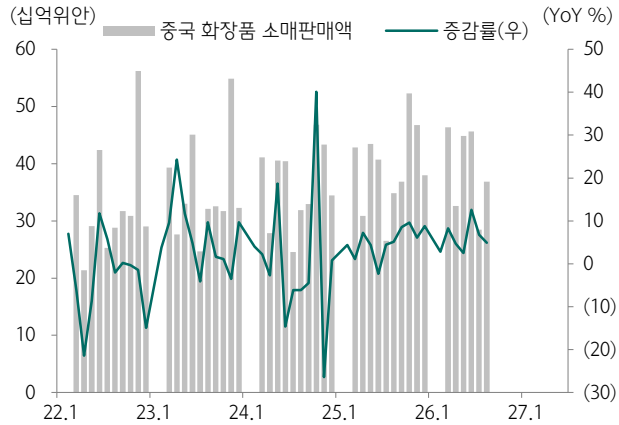
✓ 8월 중국 소매판매액

- 8월 화장품 소매판매액: 368억 위안(YoY 4.9%)

✓ 8월 생산자물가지수

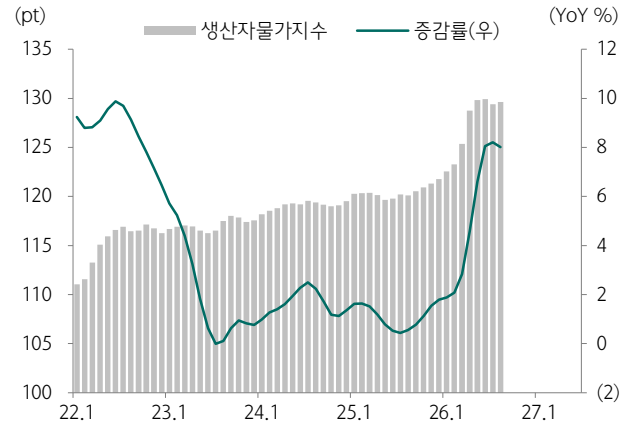
- 8월 생산자물가지수 129.64(YoY 7.9%)

도표 13. 중국 화장품 소매판매액 추이



자료: 중국 국가통계국, 하나증권

도표 14. 생산자물가지수 추이



자료: 통계청, 하나증권

도표 15. 화장품 업종 추가수익률

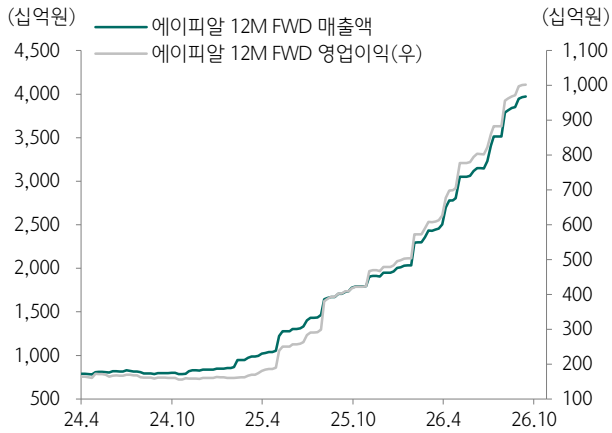
종목	종목코드	절대주가 수익률(%)					시장대비 초과수익률(%p)				
		1W	1M	3M	6M	1Y	1W	1M	3M	6M	1Y
KOSPI	KOSPI	-0.2	0.4	-23.9	16.4	99.2	-	-	-	-	-
KOSDAQ	KOSDAQ	0.8	-0.9	-17.4	-29.0	-3.5	-	-	-	-	-
업종지수	WICS 소매(화장품)	1.1	-0.7	15.4	9.5	22.7	1.3	-1.1	39.3	-6.8	-76.5
에이피알	278470	-1.3	-7.4	-2.9	1.4	69.1	-1.1	-7.8	21.0	-15.0	-30.1
아모레퍼시픽	090430	2.1	8.5	34.9	5.8	13.9	2.3	8.1	58.8	-10.6	-85.3
LG 생활건강	051900	1.6	-1.5	24.7	20.4	1.0	1.8	-1.9	48.6	4.0	-98.2
달바글로벌	483650	7.6	-18.1	-10.1	15.3	5.5	7.8	-18.4	13.9	-1.1	-93.7
실리콘투	257720	-4.5	-6.6	22.9	9.2	-9.3	-4.3	-7.0	46.9	-7.2	-108.5
한국콜마	161890	2.8	12.0	65.4	106.5	80.8	3.0	11.6	89.3	90.2	-18.4
코스맥스	192820	0.9	14.2	64.9	55.2	17.9	1.2	13.9	88.8	38.8	-81.3
코스메카코리아	241710	4.5	6.9	90.4	75.0	93.2	4.8	6.6	114.4	58.6	-5.9
펄텍코리아	251970	16.9	12.2	70.4	31.7	-1.0	17.1	11.8	94.4	15.3	-100.1
코웨이	021240	6.2	4.8	11.1	34.8	-6.1	6.4	4.4	35.0	18.4	-105.3
동국제약	086450	4.0	13.5	9.8	12.8	9.2	4.3	13.1	33.7	-3.6	-90.0

도표 16. 유통 업종 추가수익률

종목	종목코드	절대주가 수익률(%)					시장대비 초과수익률(%p)				
		1W	1M	3M	6M	1Y	1W	1M	3M	6M	1Y
KOSPI	KOSPI	-0.2	0.4	-23.9	16.4	99.2	-	-	-	-	-
KOSDAQ	KOSDAQ	0.8	-0.9	-17.4	-29.0	-3.5	-	-	-	-	-
업종지수	WICS 소매(유통)	-2.5	-5.4	-27.1	-4.8	10.4	-2.3	-5.8	-3.2	-21.1	-88.8
이마트	139480	0.4	-2.8	-15.4	-23.2	-7.7	0.6	-3.1	8.5	-39.5	-106.9
롯데쇼핑	023530	1.3	10.1	-39.9	7.6	56.2	1.5	9.7	-16.0	-8.8	-43.0
현대백화점	004170	-0.8	-1.8	-51.9	10.7	12.6	-0.6	-2.2	-27.9	-5.7	-86.6
신세계	069960	-4.9	-14.6	-50.3	4.9	86.0	-4.6	-15.0	-26.4	-11.4	-13.2
GS 리테일	007070	-6.8	-14.3	1.3	17.6	39.5	-6.6	-14.7	25.2	1.3	-59.7
BGF 리테일	282330	-4.6	-3.4	17.8	14.0	26.6	-4.3	-3.7	41.7	-2.4	-72.6
호텔신라	008770	-0.7	-6.5	-29.2	-8.0	-23.0	-0.5	-6.9	-5.2	-24.4	-122.2

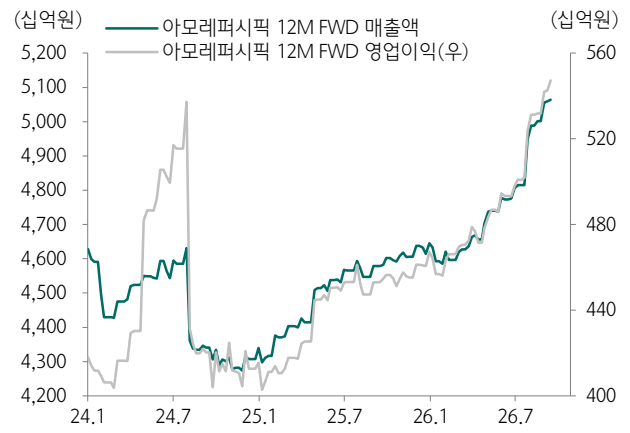
도표 17. 12M FWD 컨센서스 추이

에이피알



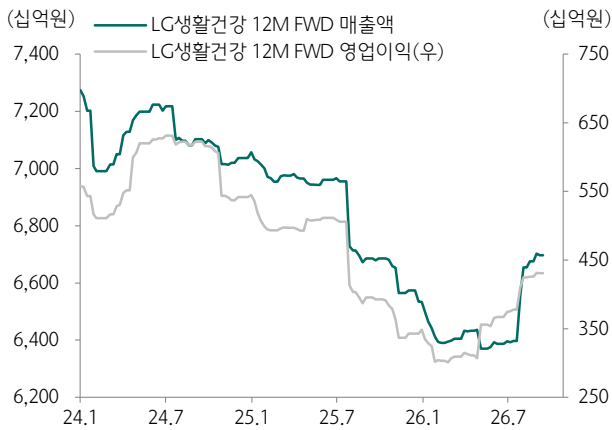
자료: QuantiWise, 하나증권

아모레퍼시픽



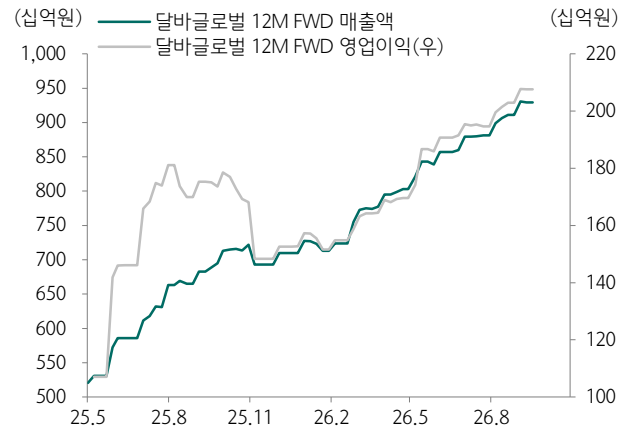
자료: QuantiWise, 하나증권

LG생활건강



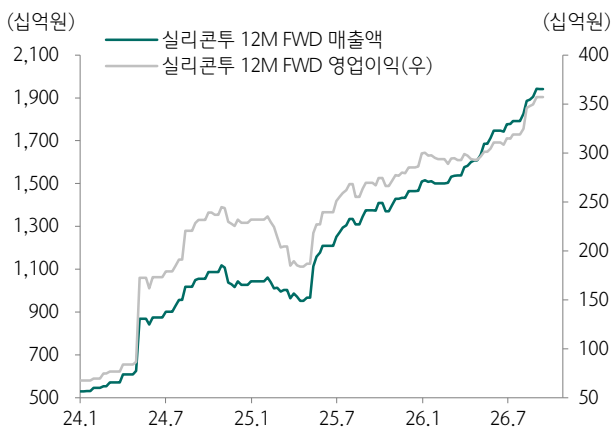
자료: QuantiWise, 하나증권

달바글로벌



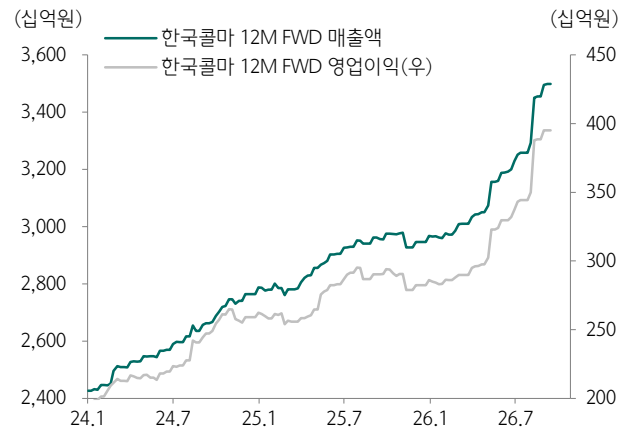
자료: QuantiWise, 하나증권

실리콘투



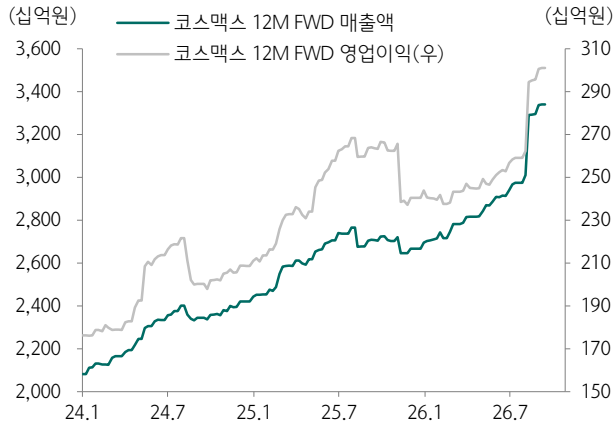
자료: QuantiWise, 하나증권

한국콜마



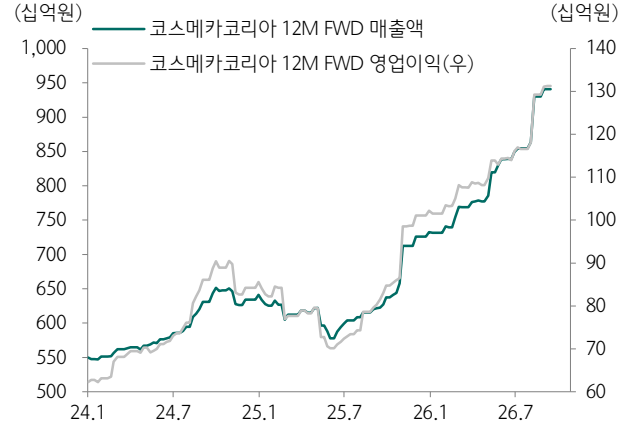
자료: QuantiWise, 하나증권

코스맥스



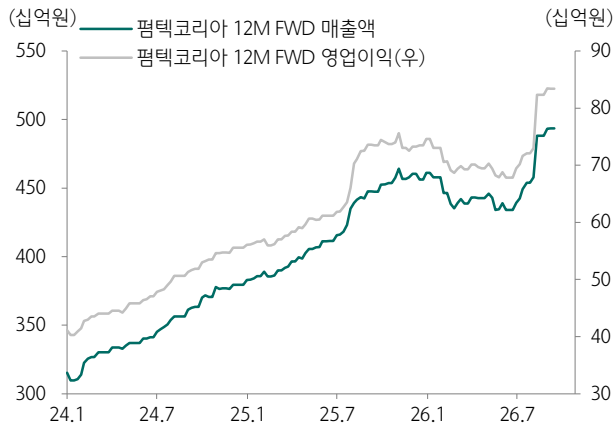
자료: QuantiWise, 하나증권

코스메카코리아



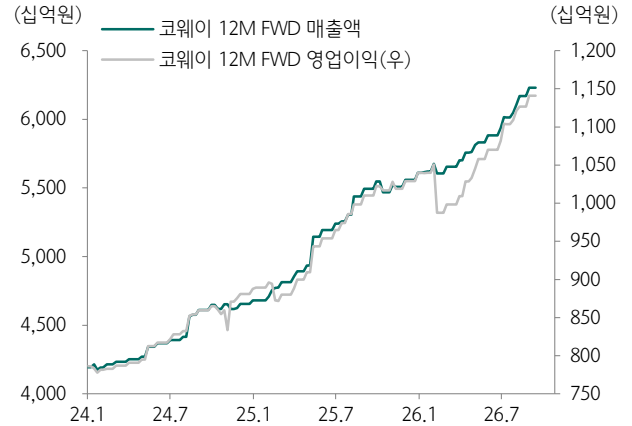
자료: QuantiWise, 하나증권

펄텍코리아



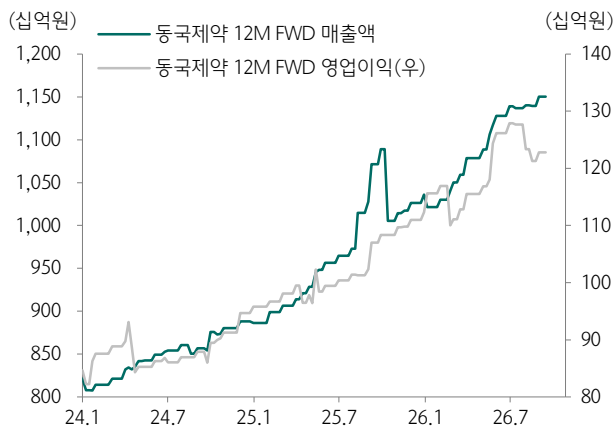
자료: QuantiWise, 하나증권

코웨이



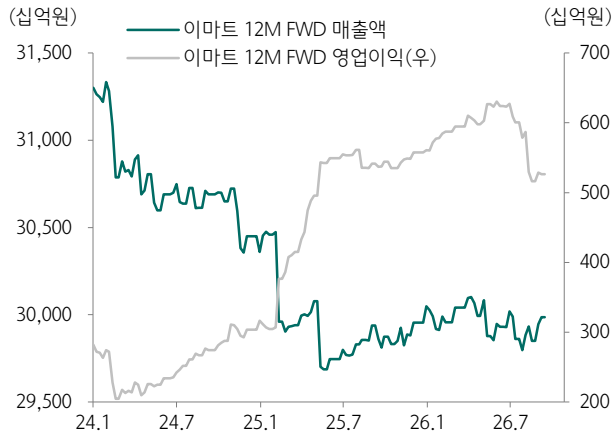
자료: QuantiWise, 하나증권

동국제약



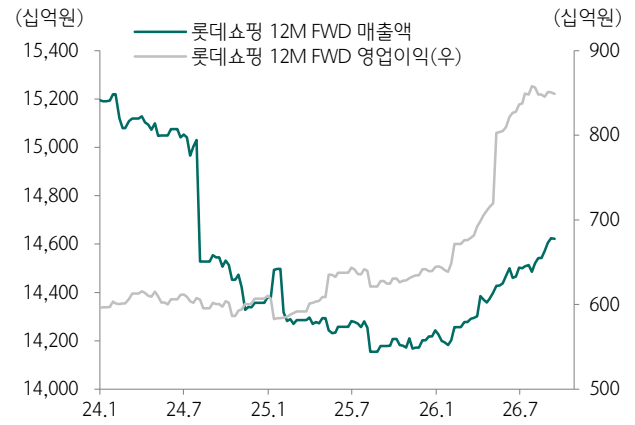
자료: QuantiWise, 하나증권

이마트



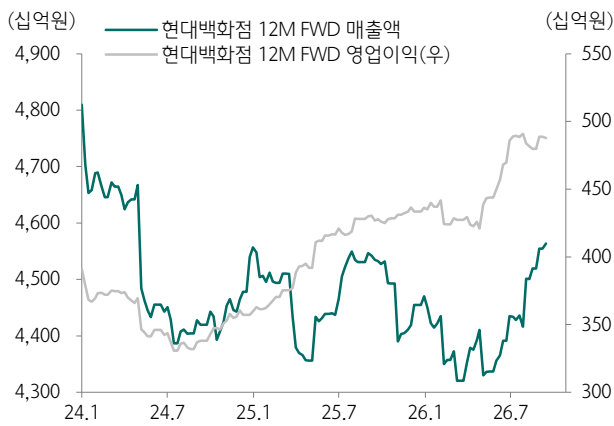
자료: QuantiWise, 하나증권

롯데쇼핑



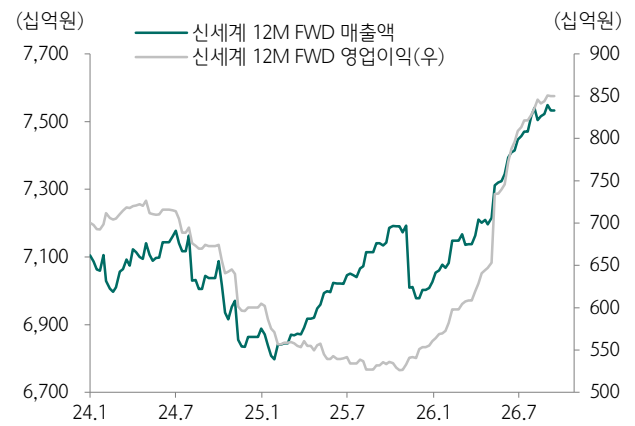
자료: QuantiWise, 하나증권

현대백화점



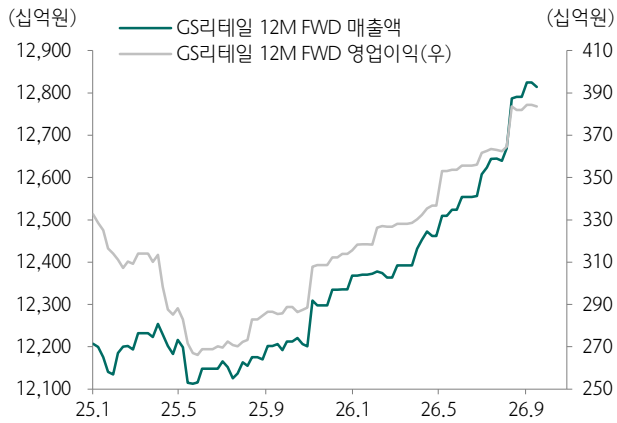
자료: QuantiWise, 하나증권

신세계



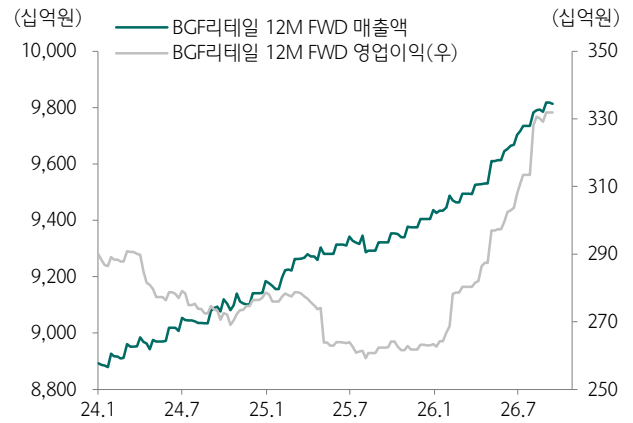
자료: QuantiWise, 하나증권

GS리테일



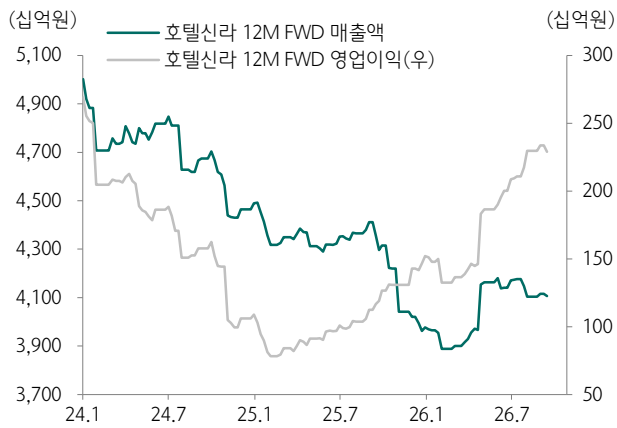
자료: QuantWise, 하나증권

BGF리테일



자료: QuantWise, 하나증권

호텔신라



자료: QuantWise, 하나증권

News Clipping

● 해외 선호도, 한국 화장품 1위·의약품 4위 바이오헬스 전 분야 글로벌 상위권(약업신문)

- 한국보건산업진흥원 조사 결과 한국은 화장품 1위·의료서비스 3위 등 바이오헬스 전 분야 5위권에 들었으며, 해외 소비자 선호 의료국가 1위로도 꼽혔음
- 국가 호감도가 전년 대비 크게 상승(10위→4위)했고 방한 의향도 61.2%로 늘었으며, 피부과·한의학 등 진료 수요가 다변화하고 있음

URL: <https://buly.kr/G3G4PcE>

● '정품 둔갑' 가짜 화장품...쿠팡·네이버 등서 45억 원어치 팔렸다(국제신문)

- 중국산 가짜 화장품·건강기능식품 등 위조 상품을 정품으로 속여 온라인 오픈마켓에서 약 45억원어치를 판매했던 브로커가 검찰에 송치됨
- '조선미녀', '가히' 등 유명 화장품 28종을 포함해 총 10만984개를 반입, 이 중 8만2860개가 유통됐으며 기능성 성분은 전혀 검출되지 않았음

URL: <https://buly.kr/FWVnTE1>

● "만들고 나르고 바쁘다 바빠"...K뷰티 열풍에 생산·물류 '확장전'(이데일리)

- K뷰티 수출이 8월 역대 최대(전년비 52.1% ↑)를 기록하며 코스메카코리아·한국콜마·코스맥스 등 ODM 업체들이 수천억원 규모 생산시설 증설에 나선
- 아모레퍼시픽·에이피알은 AI·자동화로 생산 효율화에 나섰고, 실리콘투 등 유통업체도 물류센터를 확충하며 산업 전반의 투자가 확대되고 있음

URL: <https://buly.kr/BIXbk9>

● 로레알, 파리 증시 시가총액 최고 상장기업 올라(뷰티누리)

- 경기 침체 속 실적 둔화를 겪는 LVMH를 제치고 로레알이 프랑스 증시 시가총액 1위(약 2,030억 유로)에 등극함(2017년 이후 비(非)럭셔리 기업 최초)
- 고가 대신 스몰 럭셔리를 찾는 '립스틱 효과'와 중국 경기 둔화 등이 두 기업의 주가 방향을 갈랐으며, 당분간 뷰티 중심의 시장 우위가 이어질 전망

URL: <https://buly.kr/EzIWkPI>

● 홈플러스 매각 재개...유통공룡부터 해외자본까지 '군침'(아시아경제)

- 회생계획안이 인가된 홈플러스가 흑자 67개 점포(마트 사업부)와 폐점 19개 점포(부동산)를 분리 매각하는 '맞춤형 딜' 방식으로 재매각 절차에 착수함 (추정 매각가 약 2조 1,000억 원)
- 외형 확장을 노리는 유통·식품 그룹, 부지 재개발 겨냥한 디벨로퍼·건설사, 전국 물류 거점 노리는 글로벌 커머스 자본 등이 잠재 인수 후보군으로 거론됨

URL: <https://buly.kr/CWwub7G>

● 국내서 키운 K-패션 도쿄로...현대백화점, 'MD 수출' 실험 본격화(아시아투데이)

- 현대백화점이 일본 도쿄에 오픈한 '더현대 글로벌' 플래그십 매장이 K패션 등 신진 브랜드의 인기에 힘입어 세 달 연속 매출 목표를 30% 이상 초과 달성함
- 대규모 부동산 투자 대신 상설 플래그십 매장을 통해 국내에서 검증된 브랜드를 선보이는 새로운 방식을 채택했으며, 이를 바탕으로 2030년까지 대만, 홍콩 등 아시아 주요 거점에 10여 개의 매장을 구축할 계획

URL: <https://buly.kr/DwGyRg2>

● 대형마트의 납품업체 대금 지급 기한, 절반 수준으로 축소된다(연합뉴스)

- 대규모유통업법 개정안이 국회 본회의를 통과해 대형마트의 특약매입 대금 지급 기한이 40일→20일, 직매입은 60일→35일로 단축됨
- 티몬·위메프 사태 등을 계기로 마련된 개정안은 월 1회 정산 방식 등 예외 규정도 뒀으며, 공포 후 1년 뒤부터 시행됨

URL: <https://buly.kr/AlnKzA7>

Coverage 실적 추정과 Valuation

	종목코드	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
에이피알	278470	2026F	3,067.6	766.9	593.2	15,844.2	23.2	14.0	16.4	83.0
		2027F	4,364.5	1,095.5	842.7	22,509.6	16.3	9.0	11.2	67.2
아모레퍼시픽	090430	2026F	4,709.8	484.2	351.6	5,092.4	28.2	1.7	10.6	6.3
		2027F	5,218.4	567.9	413.1	5,982.8	24.0	1.6	9.2	7.0
LG 생활건강	051900	2026F	6,516.6	391.3	265.7	15,454.5	19.1	0.9	5.6	4.8
		2027F	6,858.4	418.3	320.4	18,768.3	15.7	0.8	4.9	5.5
달바글로벌	483650	2026F	773.0	166.2	129.8	10,424.8	17.3	7.6	12.4	52.5
		2027F	1,001.3	220.3	172.9	13,867.7	13.0	5.2	8.9	47.3
실리콘투	257720	2026F	1,645.4	297.8	245.8	3,748.8	11.1	4.0	9.0	43.1
		2027F	2,141.6	387.6	322.0	4,909.7	8.5	2.8	6.7	38.6
한국콜마	161890	2026F	3,229.9	346.5	204.0	8,641.1	16.8	3.1	11.0	20.4
		2027F	3,745.2	412.4	257.1	10,890.7	13.3	2.6	9.2	21.2
코스맥스	192820	2026F	3,057.4	268.6	192.4	16,951.3	16.1	7.6	12.4	52.5
		2027F	3,752.4	345.8	250.9	22,107.4	12.3	3.3	9.1	30.6
코스메카코리아	241710	2026F	832.5	112.6	72.4	6,781.2	19.4	4.4	12.0	25.2
		2027F	1,024.3	145.3	94.7	8,867.5	14.8	3.4	9.2	25.8
펄텍코리아	251970	2026F	442.9	70.3	55.7	4,488.2	13.7	2.2	8.1	17.4
		2027F	510.3	87.1	58.9	4,749.6	13.0	1.9	6.2	15.9
코웨이	086450	2026F	5,504.2	984.1	714.4	10,077.0	10.0	1.7	5.3	18.3
		2027F	6,049.7	1,089.1	814.5	11,508.9	8.8	1.4	4.5	18.0
동국제약	086450	2026F	1,069.8	109.6	84.5	1,868.6	11.1	1.3	6.7	12.0
		2027F	1,226.5	138.3	108.3	2,395.4	8.6	1.1	5.1	13.7
이마트	139480	2026F	29,404.9	441.1	74.9	2,713.9	27.3	0.2	8.3	0.7
		2027F	29,993.0	472.4	87.3	3,165.3	23.4	0.2	8.8	0.8
롯데쇼핑	023530	2026F	14,281.7	805.6	324.7	11,479.3	9.9	0.2	8.8	2.1
		2027F	14,852.8	929.6	404.7	14,307.6	7.9	0.2	8.2	2.6
현대백화점	004170	2026F	4,350.3	398.2	270.6	12,354.2	7.9	0.4	5.5	5.8
		2027F	4,761.8	507.3	356.3	16,522.5	5.9	0.4	4.2	7.2
신세계	069960	2026F	7,085.3	792.0	422.2	44,475.6	8.2	0.7	7.3	9.1
		2027F	7,671.3	939.5	526.0	55,685.4	6.5	0.6	6.1	10.4
GS 리테일	007070	2026F	12,503.0	358.2	205.6	2,459.3	9.5	0.6	4.6	6.1
		2027F	12,806.6	381.2	240.8	2,880.4	8.1	0.5	5.1	6.8
BCF 리테일	282330	2026F	9,490.8	304.6	224.7	12,999.6	10.6	1.6	4.1	16.2
		2027F	9,888.8	332.1	250.3	14,480.0	9.6	1.5	4.3	16.1
호텔신라	008770	2026F	3,970.6	200.6	100.8	2,520.1	16.2	1.2	8.1	8.7
		2027F	4,026.0	224.4	131.5	3,288.5	12.4	1.1	7.5	10.3

Compliance Notice

- 당사는 2026년 9월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2026년 9월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.18%	1.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 09월 18일