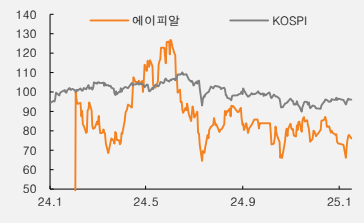


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 65,000원
현재주가(25/2/10)	48,350원
상승여력	34.4%

영업이익(24F, 십억원)	123
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	123
EPS 성장률(24F, %)	25.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.0
P/E(24F, x)	17.8
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSPI	2,521.27
시가총액(십억원)	1,801
발행주식수(백만주)	37
유동주식비율(%)	64.7
외국인 보유비중(%)	15.4
벤투(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	41,000
52주 최고가(원)	80,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.2	6.5	0.0
상대주가	-7.4	9.3	0.0



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

278470 · 화장품

에이피알

압도적 성장

4Q24 Review: 매출액 YoY +61%, QoQ +40% 성장

에이피알의 4Q24 실적은 매출액 2,442억원(YoY +61%), 영업이익 396억원(YoY +15%)으로 시장 기대치를 상회했다. 특히 매출 성장이 예상을 큰 폭으로 상회하였다. 해외 매출이 전년 대비 135% 급증한 점이 주효하다. 해외 매출 고성장에 비롯해 금번 분기 해외 비중은 64%(YoY +20%p, QoQ +6%p)까지 확대되었다.

해외 매출은 지역별, 카테고리별로 고른 성장을 시현하였다. 지역별로는 미국(YoY +131%), 일본(YoY +125%), 홍콩(YoY +143%) 등 주요 지역 전반 비중 이상하였으며, B2B(YoY +1,171%)가 특히 폭발적으로 성장하였다. 규모 기준으로도 금번 분기 미국(690억원) 다음으로 B2B(300억원)가 비중 있는 채널로 올라섰다. B2B 매출은 1Q24 49억원, 2Q24 113억원, 3Q24 140억원, 4Q24 300억원으로 분기별로도 고성장 중이다. 지난 해부터 주요 글로벌 벤더들과의 거래를 통해 진출 지역을 빠르게 확보하고 있는 것으로 파악된다.

카테고리별로도 화장품(YoY +103%), 디바이스(YoY +47%) 모두 고성장하였다. 화장품이 주요 사업지역인 미국과 일본에서 폭발적인 성장을 시현했다. 디바이스는 판매 대수 기준으로는 화장품과 유사하게 배증한 것으로 파악된다. 디바이스는 화장품 대비 가격이 높아 초기 접근성이 상대적으로 떨어진다. 카테고리 확장 초입인 만큼 가격 접근성 개선을 통한 물량 성장 전략이 유효하다 판단한다.

압도적 성장 지속되는 가운데 마진 구조 개선 중

동사에 대한 투자자들의 주요한 우려는 제한적인 영업 레버리지에 있다. 동사는 미국, 아마존 등 규모와 성장성이 큰 시장에서 B2C로 사업을 전개하고 있어 매출과 함께 판매 부대비용도 증가하는 구조를 갖추고 있다. 경쟁사 대비 마케팅비 지출도 큰 편이다. 다만 최근 마진이 우호적인 B2B 기여가 빠르게 확대되고 있으며, 마케팅비도 꾸준히 효율화되는 흐름이 나타난다(4Q24 마케팅비 비중 17%). 무엇보다도 압도적인 외형 성장이 마진 불확실성을 상쇄하고 있다. 이에 금번 분기 영업이익률도 전 분기비 개선된 모습이다.

할인 소비행사가 집중되었던 4분기를 지나 현재까지도 동사는 성장 추세를 유지하고 있는 것으로 파악된다. 2025년 매출과 이익 전반 20% 이상 고성장을 예상하여 추정치를 상향, 목표주가를 6만원에서 6.5만원으로 조정한다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	398	524	723	887	1,065
영업이익 (십억원)	39	104	123	159	196
영업이익률 (%)	9.8	19.8	17.0	17.9	18.4
순이익 (십억원)	30	82	106	128	160
EPS (원)	845	2,249	2,813	3,425	4,285
ROE (%)	36.0	54.9	37.8	30.8	30.6
P/E (배)	-	-	17.8	14.1	11.3
P/B (배)	-	-	4.9	3.7	3.0
배당수익률 (%)	-	-	0.6	1.9	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 에이피알 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	259	398	524	723	887	1,065
뷰티	172	297	430	651	836	1,020
디바이스		120	216	313	398	478
화장품		176	214	338	438	541
기타	87	101	93	72	51	46
국내	154	254	319	323	321	325
디바이스	8	85	139	130	127	129
화장품	77	83	108	133	143	150
해외	105	144	205	400	566	741
디바이스	2	35	76	182	271	349
화장품	83	92	108	205	295	392
미국	22	30	68	158	244	336
일본	19	37	33	52	61	72
중국	26	22	37	28	16	16
홍콩	15	26	32	60	84	97
기타	24	28	35	41	52	61
B2B	4	4	7	60	109	158
영업이익	14	39	104	123	159	196
당기순이익	11	30	82	106	127	159
영업이익률 (%)	5.5	9.9	19.9	17.0	17.9	18.4
매출액(YoY %)	17.8	53.5	31.7	38.0	22.7	20.2
뷰티	5.1	72.2	45.1	51.3	28.4	22.0
디바이스			79.8	44.7	27.2	20.2
화장품			21.4	57.9	29.4	23.6
기타	55.2	16.3	(7.6)	(23.3)	(29.0)	(10.0)
국내	23.2	65.3	25.4	1.4	(0.7)	1.2
디바이스		970.7	62.5	(6.4)	(2.1)	1.5
화장품		7.8	30.3	23.5	7.1	4.9
해외		36.2	42.8	94.8	41.5	30.9
디바이스		1,308.3	116.8	140.8	48.6	29.0
화장품		10.3	18.1	89.8	43.8	32.7
미국		34.7	127.3	133.0	54.1	37.9
일본		98.0	(11.1)	57.2	17.4	17.6
중국		(13.0)	65.8	(25.3)	(43.3)	4.1
홍콩		74.0	22.8	86.2	38.3	16.1
기타		17.3	25.1	18.4	26.9	16.9
B2B		15.4	54.2	777.1	81.3	44.8
영업이익(YoY %)	(1.4)	174.8	165.6	17.7	29.4	23.3
당기순이익(YoY %)	44.4	162.8	172.2	30.2	19.9	25.0

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에이피알 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2024년	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	149	155	174	244	723	194	195	210	288	887
뷰티	132	140	159	220	651	182	186	201	266	836
디바이스	67	68	74	103	313	87	89	93	130	398
화장품	65	72	85	116	338	95	97	108	137	438
기타	17	16	15	24	72	11	9	9	22	51
국내	83	78	74	88	323	83	79	73	86	321
디바이스	35	33	30	33	130	34	32	29	33	127
화장품	35	35	33	30	133	37	38	36	32	143
해외	66	77	100	156	400	111	116	137	202	566
디바이스	32	36	43	71	182	53	57	64	97	271
화장품	30	37	53	85	205	58	59	73	105	295
미국	25	25	40	69	158	47	47	54	94	244
일본	10	9	15	18	52	12	12	18	19	61
중국	8	10	5	5	28	4	5	2	5	16
홍콩	10	13	16	21	60	16	18	22	28	84
기타	9	8	10	14	41	12	11	13	16	52
B2B	5	11	14	30	60	19	23	28	39	109
영업이익	28	28	27	40	123	34	36	38	51	159
당기순이익	24	24	16	42	106	28	29	31	40	127
영업이익률 (%)	18.6	18.0	15.6	16.2	17.0	17.7	18.2	18.0	17.7	17.9
매출액(YoY %)	21.9	21.8	42.8	60.7	38.0	30.0	25.3	20.6	18.0	22.7
뷰티	33.2	36.3	57.5	72.5	51.3	37.8	33.1	26.2	21.2	28.4
디바이스	30.0	39.8	62.2	47.4	44.7	29.9	30.0	24.7	25.4	27.2
화장품	36.6	33.1	53.6	103.2	57.9	45.9	36.1	27.4	17.5	29.4
기타	(27.0)	(37.5)	(29.1)	(0.5)	(23.3)	(31.6)	(44.2)	(39.5)	(11.3)	(29.0)
국내	(1.5)	(5.7)	12.3	2.9	1.4	(0.0)	0.4	(1.1)	(2.0)	(0.7)
디바이스	(13.6)	(4.4)	20.4	(17.2)	(6.4)	(2.5)	(2.0)	(3.0)	(1.0)	(2.1)
화장품	34.5	23.2	13.8	23.9	23.5	6.0	9.0	7.0	6.1	7.1
해외	73.6	73.6	78.6	134.9	94.8	67.5	50.4	36.6	29.2	41.5
디바이스	195.1	150.1	108.1	139.5	140.8	65.0	59.1	48.0	36.3	48.6
화장품	37.4	42.1	99.9	152.8	89.8	92.8	61.6	36.5	23.3	43.8
미국	196.4	108.8	123.3	130.7	133.0	91.7	90.4	37.6	36.9	54.1
일본	16.1	13.1	78.6	125.0	57.2	25.9	27.3	17.1	7.6	17.4
중국	6.2	41.0	(59.3)	(51.6)	(25.3)	(52.0)	(51.3)	(58.6)	5.9	(43.3)
홍콩	56.5	47.2	93.2	142.5	86.2	57.4	32.8	32.5	37.1	38.3
기타	16.2	3.2	16.5	33.1	18.4	35.6	33.3	33.7	12.9	26.9
B2B	215.5	579.2	993.0	1,171.1	777.1	292.0	104.5	98.0	30.2	81.3
영업이익률(YoY %)	19.7	13.0	24.6	15.4	17.7	23.5	26.9	38.7	28.8	29.4
당기순이익률(YoY %)	18.7	28.4	(12.9)	74.2	30.2	14.3	19.3	90.9	(3.7)	19.9

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에이피알 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	3,488	
Target PER(배)	18	홈 디바이스 사업 영위. 업종 평균 대비 20% 할인 적용
적정 추가	64,048	
목표 추가	65,000	
현재 추가	48,350	
상승 여력(%)	34.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 (278470)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	524	723	887	1,065
매출원가	128	182	226	270
매출총이익	396	541	661	795
판매비와관리비	291	418	502	600
조정영업이익	104	123	159	196
영업이익	104	123	159	196
비영업손익	2	11	1	4
금융손익	2	6	9	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	106	134	160	200
계속사업법인세비용	24	27	33	41
계속사업이익	82	106	128	160
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	82	106	128	160
지배주주	82	106	128	160
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	81	107	128	160
지배주주	81	107	128	160
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	118	143	183	223
FCF	98	50	121	154
EBITDA 마진율 (%)	22.5	19.8	20.6	20.9
영업이익률 (%)	19.8	17.0	17.9	18.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.6	14.7	14.4	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	219	343	453	593
현금 및 현금성자산	125	187	263	366
매출채권 및 기타채권	23	37	45	54
재고자산	57	91	111	134
기타유동자산	14	28	34	39
비유동자산	68	184	196	206
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	14	48	55	59
무형자산	4	5	6	7
자산총계	287	527	649	799
유동부채	82	124	150	179
매입채무 및 기타채무	39	62	76	91
단기금융부채	18	20	23	26
기타유동부채	25	42	51	62
비유동부채	8	36	37	38
장기금융부채	6	33	33	33
기타비유동부채	2	3	4	5
부채총계	90	160	187	217
지배주주지분	197	367	462	582
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	137	137
이익잉여금	124	230	325	445
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	197	367	462	582

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	108	98	151	184
당기순이익	82	106	128	160
비현금수익비용가감	40	49	48	53
유형자산감가상각비	13	20	24	26
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	27	28	23	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	1	-32	-7	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-41	-8	-9
재고자산 감소(증가)	-5	-38	-21	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	33	4	5
법인세납부	-17	-35	-33	-41
투자활동으로 인한 현금흐름	-28	-85	-48	-52
유형자산처분(취득)	-10	-48	-30	-30
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-11	-12	-7	-8
기타투자활동	-5	-23	-9	-12
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	48	-63	-76
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	29	3	3
자본의 증가(감소)	9	76	0	0
배당금의 지급	0	0	-33	-40
기타재무활동	-8	-57	-33	-39
현금의 증가	68	62	76	102
기초현금	57	125	187	263
기말현금	125	187	263	366

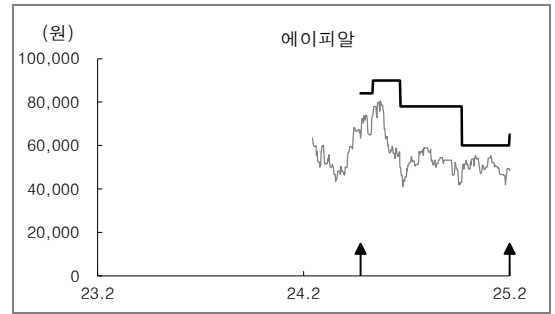
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	17.8	14.1	11.3
P/CF (x)	-	12.2	10.3	8.5
P/B (x)	-	4.9	3.7	3.0
EV/EBITDA (x)	-	12.2	8.6	6.6
EPS (원)	2,249	2,813	3,425	4,285
CFPS (원)	3,349	4,111	4,709	5,714
BPS (원)	5,414	10,125	12,917	16,128
DPS (원)	0	300	900	1,100
배당성향 (%)	0.0	10.5	25.6	25.1
배당수익률 (%)	0.0	0.6	1.8	2.2
매출액증가율 (%)	31.7	38.0	22.7	20.2
EBITDA증가율 (%)	136.3	21.4	27.8	21.6
조정영업이익증가율 (%)	165.6	17.7	29.4	23.3
EPS증가율 (%)	166.3	25.1	21.8	25.1
매출채권 회전율 (회)	24.2	24.7	22.1	21.9
재고자산 회전율 (회)	9.8	9.8	8.8	8.7
매입채무 회전율 (회)	12.9	12.1	10.9	10.8
ROA (%)	34.6	26.1	21.7	22.0
ROE (%)	54.9	37.8	30.8	30.6
ROIC (%)	135.3	77.2	83.6	93.9
부채비율 (%)	45.9	43.6	40.6	37.3
유동비율 (%)	266.5	277.0	301.8	331.1
순차입금/자기자본 (%)	-55.4	-41.2	-49.2	-56.6
조정영업이익/금융비용 (x)	82.3	31.7	28.8	33.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에이피알 (278470)				
2025.02.11	매수	65,000	-	-
2024.11.18	매수	60,000	-15.27	-7.67
2024.08.01	매수	78,000	-33.75	-24.36
2024.06.13	매수	90,000	-26.73	-10.56
2024.05.22	매수	84,000	-16.54	-12.02



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.