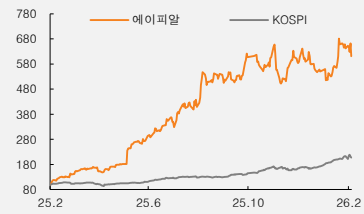


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 360,000원
현재주가(26/2/6)	256,500원
상승여력	40.4%

영업이익(25F,십억원)	365
Consensus 영업이익(25F,십억원)	348
EPS 성장률(25F,%)	171.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	29.9
MKT P/E(25F,x)	17.5
KOSPI	5,089.14
시가총액(십억원)	9,601
발행주식수(백만주)	37
유동주식비율(%)	65.0
외국인 보유비중(%)	29.6
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	48,350
52주 최고가(원)	286,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	18.5	23.0	422.4
상대주가	5.4	-22.7	160.4



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

278470 · 화장품

에이피알

[NDR 후기] 가이던스가 보수적인 세 가지 이유: 오프라인, 유럽, 디바이스

오프라인: SKU 확장 + 채널 확장

에이피알은 4Q25 어닝 서프라이즈를 기록했지만 주가는 변동성이 커지는 흐름이다. 시장의 높은 기대와 비교하여 가이던스가 보수적으로 발표된 영향이 크다고 판단된다. 투자자들의 질의도 향후 성장여력과 전략에 집중되었다. NDR을 통해 확인한 사측 전략에 따라 가이던스는 충분히 달성 가능한 보수적 수준이라고 판단된다. 우선 오프라인 성과가 기대를 상회할 가능성이 높다. 현재 유폴타부터 독점 유폴통 중으로 유폴타부터향만으로도 QoQ 큰 폭으로 신장하는 중이다(유폴타 매출 2Q25 35억원, 3Q25 75억원, 4Q25 160억원). 사측은 독점 계약이 만료되는 상반기 중 추가 채널 입점을 계획하고 있다. 기존 유폴타 내에서도 SKU 확장을 예정하고 있는 가운데(기존 10개→올해 15개), 추가 채널 진입 효과가 더해질 전망이다. 오프라인 가이던스 1천억원 제시하였으나 1,500~2,000억원 수준 달성 가능하다고 판단된다.

유럽: 초기 성과 매우 고무적

동사 유럽 사업은 25년 B2B로 주로 이루어졌고, 26년 온라인 B2C 확장이 본격적으로 진행될 전망이다. 지난 11월 시작한 영국 아마존 초기 성과가 매우 고무적이다. 본격화한지 4개월여만에 주력 제품 제로모공패드가 Top10 랭킹에 안착하였다. 아직 유럽에서 본격적으로 마케팅하지 않았지만 B2B/오프라인에서 축적된 인지도가 온라인에도 반영되는 것으로 판단된다. 25년 B2B 포함 유럽 매출은 6~700억원으로 타 지역 대비 크지 않았다(미국 5,727억, 일본 1,888억, 중화권 1,223억). B2B만으로도 업사이드 열려있는 가운데, 온라인 채널 확장도 기대되는 상황이다.

디바이스: 신제품 출시로 모멘텀 재점화

화장품이 폭발적으로 성장하면서 그간 디바이스 성장률이 상대적으로 낮았으나, 사측은 여전히 홈 뷰티 디바이스를 중장기 미래 먹거리로 적극 육성하고 있다. 26년 상반기 중 대표 제품 부스터프로 업그레이드 버전을 출시할 예정이며, 상대적으로 홈 뷰티 디바이스에 대한 이해도가 낮은 서구권에 마케팅을 강화할 계획이다. 홈 뷰티 디바이스 시장이 활성화된 한국과 일본의 경우 디바이스 매출 비중이 4~50%에 이르지만, 서구권은 10~20%에 불과하다. 사측은 서구권 내에서도 한국, 일본에 준하는 비중을 목표로 하고 있다.

자주 오지 않는 매수 기회

전술한 세 가지 근거는 모두 25년에는 없었거나 약했던, 26년에 추가로 더해지는 모멘텀들이다. 실적의 질도 개선시킬 수 있는 재료들로 판단된다. 가시성이 높은 부분들만 일부 반영하여 실적 추정치를 소폭 상향, 목표주가를 35만원에서 36만원으로 올린다. 12MF PER 21배는 자주 오지 않는 매수 기회이다. 매수를 추천한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	524	723	1,527	2,202	2,699
영업이익 (십억원)	104	123	365	545	688
영업이익률 (%)	19.8	17.0	23.9	24.8	25.5
순이익 (십억원)	82	108	290	434	551
EPS (원)	2,249	2,842	7,724	11,582	14,723
ROE (%)	54.9	41.3	75.3	69.1	53.2
P/E (배)	-	17.6	29.9	22.1	17.4
P/B (배)	-	5.0	19.3	11.9	7.6
배당수익률 (%)	-	0.0	2.0	0.8	1.0

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

주요 Q&A

오프라인

미국 오프라인 전략

- 유타부터 독점이 상반기 중 종료 예정. 연장 않고 채널 확장할 계획
주요 6대 채널(유타/세포라/CVS/타겟/코스트코/월마트) 중 연내 2~3개 입점하는 것이 목표. 독점 종료 후 빠르게 진입할 수 있도록 준비
- 25년 오프라인 매출 400억원 정도. 올해 1,500~2,000억 정도 가능할 듯

SKU, 매장

- 유타의 경우 처음 10개로 시작했고 올해 15개 정도로 늘리려고 하고 있음(참고로 아마존 SKU는 100여개)
- 일본은 오프라인에서 올라온 인지도가 기존 큐텐 외 아마존, 라쿠텐까지 끌어올리는 중. 25년말 기준 4천개 입점했고, 드럭스토어 침투가 덜 되어서 추가 확장하려고 함. 기존 매장에 대해서도 입점 SKU가 매장마다 차이가 큼. 평균 SKU 15개로 맞춰서 매장당 매출 개선 작업할 것
- 유럽은 영국 부츠, 수퍼드러그 등 입점해 있지만 아직 매출이 미미하고 매대도 구성이 잘 안되어 있음. SKU 및 매장 수 확대하려고 함

유럽

유럽 초기 분위기

- 11월부터 아마존 시작했고 랭킹 잘 올라오고 있음. 특별히 마케팅 드라이브하지 않았지만 알아서 올라오고 있어서 긍정적으로 생각
이르면 3월부터 독일/프랑스/이탈리아/스페인 추가 진출 예정

미국처럼 온라인 위주로 가게 될지

- 유럽은 오프라인 비중이 높고, 온라인도 미국처럼 아마존이 메인 채널은 아님. 아마존도 집중하고 B2B, 오프라인도 같이 집중하는 투트랙 전략으로 갈 것
- 아직 미국처럼 추세를 탄 상황은 아니기 때문에 구체적 목표를 공유하기는 어렵지만 내 부적으로는 공격적으로 보고 있음. 올해 공격적으로 마케팅할 예정이고, 중장기적으로는 유럽이 미국만큼 커질 수 있다고 생각

디바이스

중장기적으로 추가될 성장의 축

- 화장품 이상의 가치 창출은 홈 뷰티 디바이스
현재는 상대적으로 슬로우해 보이지만 디바이스는 기술적으로 차별화 포인트를 가져갈 수 있음. 기본적으로 진입 장벽이 높고 기술적으로 진화시킬 수 있는 카테고리

신제품과 올해 디바이스 전략

- 미국은 홈 뷰티 디바이스 시장에서 아직 매우 초기시장. 한국과 일본은 디바이스 비중이 거의 절반인데 미국은 15% 수준. 이 시장을 빠르게 접근하기 위해 부스터프로 미니 등 저렴한 라인으로 젠지들에게 다가가고 있음
- 올해 상반기 중 부스터프로 업그레이드 버전 신제품을 출시하고 미국, 유럽향으로 마케팅을 강화하려고 함

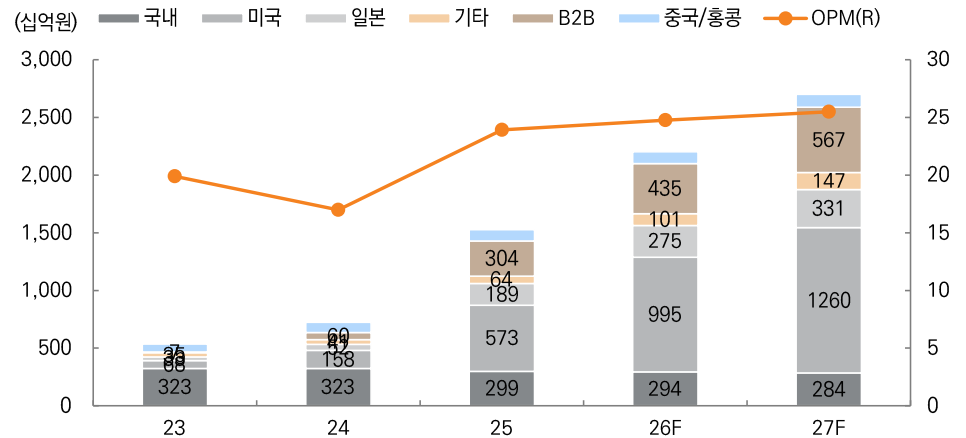
가이던스

매출 가이던스 2.1조원 중 지역별 컬러

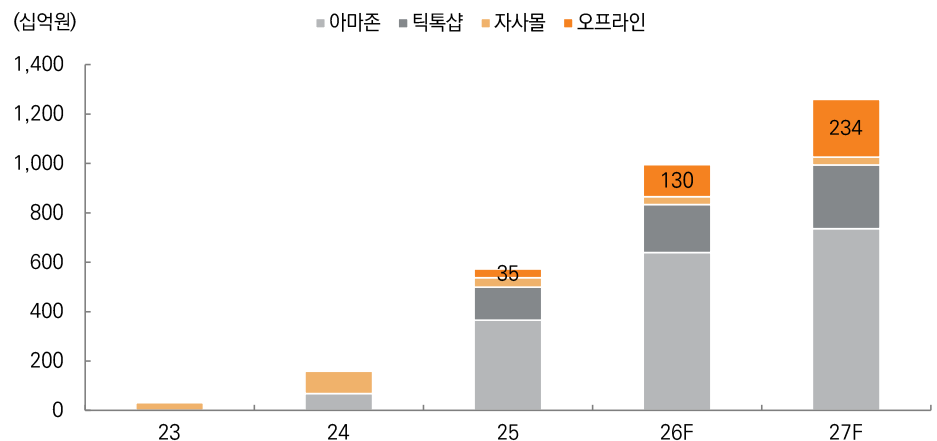
- 26년 전략은 SKU/채널/지역 확장. 지역 중에서는 미국과 유럽에 집중
- 앰비셔스한 목표 기준으로 미국은 1조원 수준 타겟
유럽은 3월 이후로 본격화되기 때문에 구체적인 목표를 공유하기 어렵지만 내부적으로는 공격적으로 보고 있음
일본은 추가 매출 천억 정도

OPM 가이던스 25%

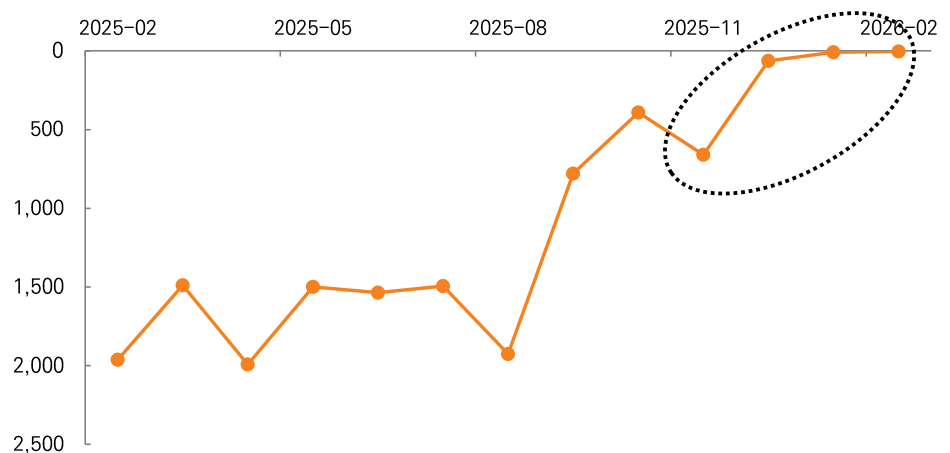
- GPM 유지된다면 무난하게 달성할 수 있음. 참고로 4분기에는 관세 부담이 더 늘었지만 GPM 오히려 개선되었음
- 마케팅비는 매출액의 20% 내외로 지속적으로 지출할 것. 올해 유럽향으로 다소 지출될 예정. 현저하게 이익을 저해하지 않는 선에서 매출 달성이 더 중요한 목표

그림 1. 에이피알 지역별 실적 전망: 미국 1조원 수준 예상 + 유럽(기타/B2B) 기여 확대


자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 에이피알 미국 채널별 매출액 전망: 오프라인 사측 가이드스 상회 예상


자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메디큐브 제로모공패드 영국 아마존 순위: 25년 11월부터 개시(이전 순위는 리셀러 추정)


자료: Jungle scout, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 에이피알 연간 실적 전망

(십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	524	723	1,527	2,202	2,699	3,203
뷰티	430	651	1,484	2,167	2,672	3,181
디바이스	216	313	407	511	598	672
화장품	214	338	1,077	1,656	2,073	2,509
기타	93	72	43	35	28	22
국내	319	323	299	294	284	275
디바이스	139	130	117	116	110	104
화장품	108	134	139	143	147	149
해외	205	400	1,228	1,908	2,415	2,928
디바이스	76	182	294	395	488	568
화장품	108	205	934	1,513	1,927	2,360
미국	68	158	573	995	1260	1567
일본	33	52	189	275	331	365
중국/홍콩	69	88	98	103	111	120
기타	35	41	64	101	147	188
B2B	7	60	304	435	567	688
영업이익	104	123	365	545	688	821
당기순이익	82	108	290	434	551	660
영업이익률 (%)	19.9	17.0	23.9	24.8	25.5	25.6
매출액(YoY %)	31.7	38.0	111.3	44.2	22.6	18.7
뷰티	45.1	51.3	127.9	46.0	23.3	19.1
디바이스	79.8	44.7	30.1	25.5	17.1	12.4
화장품	21.4	57.9	218.3	53.8	25.2	21.0
기타	(7.6)	(23.3)	(39.6)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
국내	25.4	1.4	(7.4)	(1.8)	(3.3)	(3.1)
디바이스	62.5	(6.2)	(10.3)	(1.0)	(5.0)	(5.0)
화장품	30.3	24.0	3.9	3.1	2.2	1.5
해외	42.8	94.8	207.2	55.4	26.6	21.2
디바이스	116.8	140.8	61.5	34.3	23.5	16.3
화장품	18.1	89.8	355.1	62.0	27.4	22.5
미국	127.3	133.0	261.8	73.8	26.6	24.4
일본	(11.1)	57.2	261.9	45.5	20.5	10.2
중국/홍콩	42.4	26.9	11.7	4.3	8.1	8.2
기타	25.1	18.4	56.6	56.8	45.1	28.3
B2B	54.2	777.1	405.1	43.0	30.4	21.4
영업이익(YoY %)	165.6	17.8	197.8	49.2	26.2	19.3
당기순이익(YoY %)	172.2	31.9	169.9	49.2	27.1	19.8

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에이피알 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
매출액	266	328	386	548	1,527	476	518	548	660	2,202
뷰티	256	317	375	536	1,484	467	511	540	650	2,167
디바이스	91	90	103	123	407	118	119	127	148	511
화장품	165	227	272	413	1,077	349	392	413	503	1,656
기타	10	11	11	12	43	9	7	8	10	35
국내	77	73	76	73	299	78	72	72	71	294
디바이스	33	26	29	29	117	34	26	27	28	116
화장품	34	37	37	32	139	35	38	37	33	143
해외	189	255	310	475	1,228	398	446	475	589	1,908
디바이스	59	68	71	95	294	84	92	99	119	395
화장품	130	186	238	379	934	314	354	376	470	1,513
미국	71	96	151	255	573	202	225	251	317	995
일본	29	44	47	69	189	62	59	69	84	275
중국/홍콩	23	26	22	27	98	22	29	24	27	103
기타	15	16	16	17	64	18	25	27	31	101
B2B	51	72	74	107	304	93	108	104	130	435
영업이익	55	85	96	130	365	108	135	142	160	545
당기순이익	50	66	75	100	290	86	107	113	127	434
영업이익률 (%)	20.5	25.8	24.9	23.8	23.9	22.7	26.1	25.9	24.3	24.8
매출액(YoY %)	78.6	110.8	121.7	124.2	111.3	78.9	58.1	41.9	20.6	44.2
뷰티	93.6	126.8	135.4	143.8	127.9	82.4	61.1	43.8	21.4	46.0
디바이스	36.2	32.1	38.5	18.8	30.1	29.6	32.0	22.8	20.1	25.5
화장품	152.3	216.9	220.4	254.8	218.3	111.5	72.6	51.7	21.7	53.8
기타	(39.6)	(32.2)	(28.4)	(51.0)	(39.6)	(10.0)	(30.0)	(25.0)	(15.2)	(20.0)
국내	(7.3)	(6.7)	2.9	(17.0)	(7.4)	1.7	(1.8)	(4.8)	(2.5)	(1.8)
디바이스	(5.1)	(21.5)	(2.2)	(12.0)	(10.3)	2.0	3.0	(6.0)	(3.0)	(1.0)
화장품	(4.6)	6.0	10.2	4.5	3.9	5.0	3.0	2.0	2.6	3.1
해외	186.1	229.7	209.1	203.8	207.2	110.2	75.3	53.3	24.1	55.4
디바이스	84.8	92.1	64.7	33.8	61.5	42.3	35.2	39.2	25.2	34.3
화장품	332.3	405.8	347.3	346.1	355.1	141.0	90.1	57.6	23.9	62.0
미국	186.2	285.8	280.1	269.7	261.8	185.3	133.6	67.0	24.2	73.8
일본	198.2	366.1	206.5	289.3	261.9	112.0	35.5	47.5	22.2	45.5
중국/홍콩	28.1	13.8	3.1	5.7	11.7	(1.5)	10.5	5.1	2.4	4.3
기타	72.8	94.0	64.6	18.6	56.6	19.0	50.5	71.0	84.2	56.8
B2B	933.1	536.7	431.9	256.4	405.1	82.0	51.1	40.0	21.2	43.0
영업이익(YoY %)	96.5	201.9	252.8	227.9	197.8	98.2	59.8	47.4	23.2	49.2
당기순이익(YoY %)	107.3	175.2	366.3	129.4	169.9	72.0	61.9	50.9	28.0	49.2

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에이피알 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	12,029	
Target PER(배)	30	아모레퍼시픽 리레이팅 구간(2014~15년) 평균 35배
적정 주가	360,864	
목표 주가	360,000	
현재 주가	256,500	
상승 여력(%)	40.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 (278470)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	723	1,527	2,202	2,699
매출원가	179	357	509	618
매출총이익	544	1,170	1,693	2,081
판매비와관리비	421	805	1,148	1,393
조정영업이익	123	365	545	688
영업이익	123	365	545	688
비영업손익	10	-1	-1	3
금융손익	2	-1	4	12
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	133	364	544	691
계속사업법인세비용	26	74	110	140
계속사업이익	108	290	434	551
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	108	290	434	551
지배주주	108	290	434	551
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	106	290	434	551
지배주주	106	290	434	551
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	145	399	578	720
FCF	34	274	411	533
EBITDA 마진율 (%)	20.1	26.1	26.2	26.7
영업이익률 (%)	17.0	23.9	24.8	25.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.9	19.0	19.7	20.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	286	560	1,036	1,580
현금 및 현금성자산	90	96	390	796
매출채권 및 기타채권	48	108	147	180
재고자산	110	246	355	435
기타유동자산	38	110	144	169
비유동자산	279	308	340	364
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	51	77	75	74
무형자산	6	9	10	10
자산총계	565	868	1,376	1,944
유동부채	145	320	461	565
매입채무 및 기타채무	68	153	221	271
단기금융부채	25	50	72	88
기타유동부채	52	117	168	206
비유동부채	96	100	109	115
장기금융부채	88	81	81	81
기타비유동부채	8	19	28	34
부채총계	242	420	569	680
지배주주지분	324	448	807	1,264
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	137	13	13	13
이익잉여금	229	430	788	1,246
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	324	448	807	1,264

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	79	316	441	563
당기순이익	108	290	434	551
비현금수익비용가감	55	107	139	160
유형자산감가상각비	22	32	31	31
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	32	74	107	128
영업활동으로인한자산및부채의변동	-58	-38	-30	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-114	-39	-29
재고자산 감소(증가)	-63	-136	-109	-80
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	104	33	25
법인세납부	-30	-50	-110	-140
투자활동으로 인한 현금흐름	-110	-132	-104	-92
유형자산처분(취득)	-45	-41	-30	-30
무형자산감소(증가)	-3	-4	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-39	-72	-58	-42
기타투자활동	-23	-15	-14	-18
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	-158	-118	-160
장단기금융부채의 증가(감소)	90	18	22	16
자본의 증가(감소)	76	-123	0	0
배당금의 지급	0	-134	-75	-94
기타재무활동	-171	81	-65	-82
현금의 증가	-35	6	294	405
기초현금	125	90	96	390
기말현금	90	96	390	796

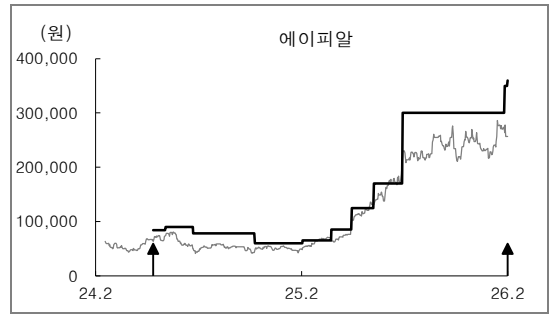
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	17.6	29.9	22.1	17.4
P/CF (x)	11.7	21.8	16.8	13.5
P/B (x)	5.0	19.3	11.9	7.6
EV/EBITDA (x)	13.1	21.5	16.0	12.3
EPS (원)	2,842	7,724	11,582	14,723
CFPS (원)	4,282	10,573	15,301	18,992
BPS (원)	10,058	11,975	21,557	33,780
DPS (원)	0	4,590	2,000	2,500
배당성향 (%)	0.0	59.2	17.3	17.0
배당수익률 (%)	0.0	2.0	0.8	1.0
매출액증가율 (%)	38.0	111.3	44.2	22.6
EBITDA증가율 (%)	22.9	174.8	44.9	24.6
조정영업이익증가율 (%)	17.8	197.7	49.2	26.2
EPS증가율 (%)	26.4	171.8	50.0	27.1
매출채권 회전율 (회)	23.4	24.0	20.5	19.1
재고자산 회전율 (회)	8.7	8.6	7.3	6.8
매입채무 회전율 (회)	7.9	6.5	5.5	5.1
ROA (%)	25.2	40.5	38.6	33.2
ROE (%)	41.3	75.3	69.1	53.2
ROIC (%)	71.1	125.8	134.8	152.9
부채비율 (%)	74.7	93.7	70.6	53.7
유동비율 (%)	197.1	175.3	224.8	279.6
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-12.1	-43.4	-59.9
조정영업이익/금융비용 (x)	32.6	79.6	101.9	113.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에이피알 (278470)				
2026.02.09	매수	360,000	-	-
2026.02.04	매수	350,000	-23.64	-20.57
2025.08.07	매수	300,000	-20.65	-4.67
2025.06.17	매수	170,000	-3.90	22.65
2025.05.09	매수	125,000	-5.18	8.80
2025.04.03	매수	85,000	-15.90	15.76
2025.02.11	매수	65,000	-3.61	9.69
2024.11.18	매수	60,000	-15.35	-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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 에이피알 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.