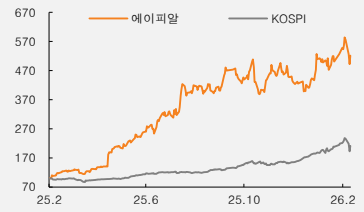


| | |
|--------------|-------------------|
| 투자 의견(유지) | 매수 |
| 목표주가(상향) | ▲ 450,000원 |
| 현재주가(26/3/5) | 283,000원 |
| 상승여력 | 59.0% |

| | |
|-------------------------|----------|
| 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 | 5,583.90 |
| 시가총액(십억원) | 10,594 |
| 발행주식수(백만주) | 37 |
| 유동주식비율(%) | 65.0 |
| 외국인 보유비중(%) | 33.3 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.73 |
| 52주 최저가(원) | 62,200 |
| 52주 최고가(원) | 317,000 |

| | | | |
|------|------|-------|-------|
| (%) | 1M | 6M | 12M |
| 절대주가 | 1.8 | 31.3 | 346.4 |
| 상대주가 | -5.9 | -24.6 | 104.5 |



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

에이피알

에이피알의 시간이 다시 왔다

상반기 모멘텀 집중, 서프라이즈 가능성 고조

에이피알은 지난해부터 매 분기 폭발적인 성장을 기록하고 있으나, 주가는 2H25 이후로 오름세가 완만해져있다. 견고한 펀더멘탈에도 불구하고 특정 지역(미국), 특정 채널(온라인)에 성장이 급격하게 집중되면서, 시장의 높아진 기대 이상의 실적을 시현하기 쉽지 않은 구조에 이르렀기 때문이다. 미국 온라인은 트렌드를 가장 빠르게 반영하지만 정보가 노출되어 있어(랭킹, 거래액 등) 실적 기대감에 즉각적으로 반영되는 채널이다. 25년 기준 에이피알의 미국 비중은 37%로 가장 비중이 큰 권역이 되었고, 이 중 온라인이 90% 이상이었다.

에이피알의 어닝 서프라이즈 가능성이 다시금 고조되는 구간에 진입했다고 판단된다. 상반기 내 신성장 지역과(유럽 온라인) 채널에(미국 오프라인) 본격적으로 진입하기 때문이다. 특히 유럽 온라인은 현재 영국 아마존만 운영 중으로, 특별히 마케팅을 공격적으로 투입하지 않았지만 미국에서 쌓인 인지도가 번져나가 최상위 랭킹을 기록하고 있다. 초기 반응이 좋은 핵심 제품 제로모공패드가 직전 분기 4Q25에 일부 물류, 생산에서 병목 현상을 겪은 것을 감안하면 놀라운 성과이다. 1Q26 현재 물류는 정상화, 생산은 제조사 증설을 통해 이슈 모두 해소되었으며, 3월 중 주요 서유럽 국가 아마존 진출을 통해 실적이 본격화될 것으로 예상된다.

미국 오프라인은 이미 4Q25 분기 매출이 240억원 수준으로 사측의 26년 연간 가이드스 1천억원에 도달해있다. 얼타 입점 SKU를 10개에서 15개로 크게 확대했고, 상반기 중 추가 채널 입점이 유력하기 때문에 상방이 크게 열려있는 상황이다.

2026년 실적 50% 성장, 가격은 12MF PER 22배

26년 에이피알 매출액은 전년비 50% 성장한 2.3조원으로 추정한다. 유럽 온라인 700억원, 미국 오프라인 1,500억원을 가정하였다. 해당 모멘텀들이 가시화되기 직전이고(유럽 온라인 3월, 미국 오프라인 상반기 내), 가격 매력도 높기 때문에(12MF PER 22배) 지금이 매수 적기로 판단된다.

추정치 상향과 멀티플 조정(아모레퍼시픽 리레이팅 구간 평균 35배 적용)을 반영하여 목표주가를 36만원에서 45만원으로 올린다. 매수를 추천한다.

| 결산기 (12월) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 524 | 723 | 1,527 | 2,297 | 2,908 |
| 영업이익 (십억원) | 104 | 123 | 365 | 569 | 742 |
| 영업이익률 (%) | 19.8 | 17.0 | 23.9 | 24.8 | 25.5 |
| 순이익 (십억원) | 82 | 108 | 290 | 453 | 594 |
| EPS (원) | 2,249 | 2,842 | 7,724 | 12,098 | 15,874 |
| ROE (%) | 54.9 | 41.3 | 75.3 | 71.1 | 55.2 |
| P/E (배) | - | 17.6 | 29.9 | 23.4 | 17.8 |
| P/B (배) | - | 5.0 | 19.3 | 12.8 | 8.0 |
| 배당수익률 (%) | - | 0.0 | 2.0 | 0.7 | 0.9 |

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

CONTENTS

| | |
|----------------------------|----------|
| I. 유럽 온라인 | 3 |
| 1. 이미 확보된 인지도 | 3 |
| 2. 병목 현상 해소 | 6 |
| II. 미국 오프라인 | 7 |
| III. 실적 & 밸류에이션 | 9 |

I. 유럽 온라인

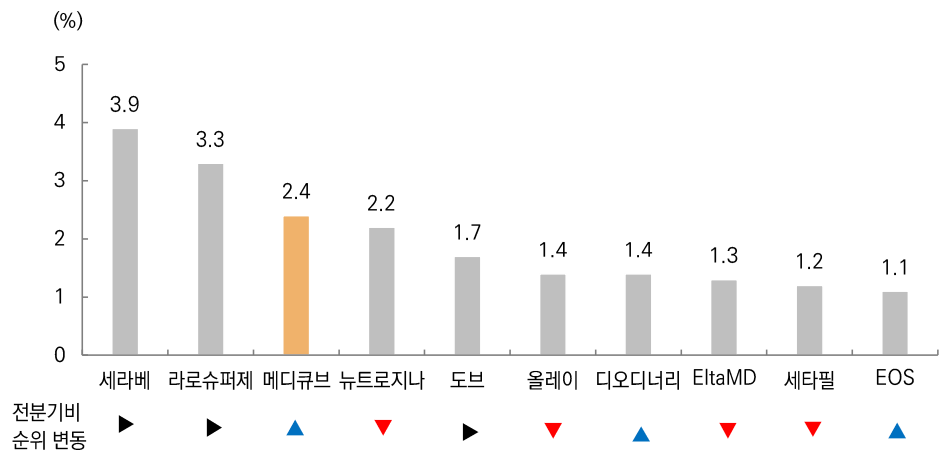
1. 이미 확보된 인지도

에이피알의 25년 실적은 미국 온라인의 폭발적 성장이 주도하였다. 제로모공패드, 콜라겐 래핑마스크, PDRN 세럼 등 주요 제품들이 미국 아마존 최상위권에 안착해있다. 시장조사 기관에 따르면 메디큐브는 4Q25 글로벌 아마존 스킨케어 3위까지 올라선 것으로 파악된다. 뉴트로지나, 올레이, 세타필 등 글로벌 브랜드의 순위는 메디큐브의 약진으로 인해 하락했다. 메디큐브가 글로벌 아마존 중 미국을 핵심적으로 육성한 것을 감안하면 미국 기준으로는 순위가 더 높을 것으로 추정된다.

미국에서 확보한 높은 인지도가 유럽까지 자연스럽게 확산되는 흐름이 관찰된다. 에이피알은 지난 11월부터 영국 아마존을 직접 운영하기 시작했고, 운영 직후부터 다수 제품들이 최상위권에 자리하고 있다. 제로모공패드, PDRN 콜라겐 겔마스크, PDRN 세럼 등 미국과 히트 상품의 구성이 유사하다. 사측은 영국향으로 특별히 마케팅 드라이브를 걸지는 않았다고 한다. 영국 시장 특성상 미국과 소비 트렌드가 유사하기 때문에 미국에서의 성공이 긍정적인 영향을 미쳤다고 판단된다.

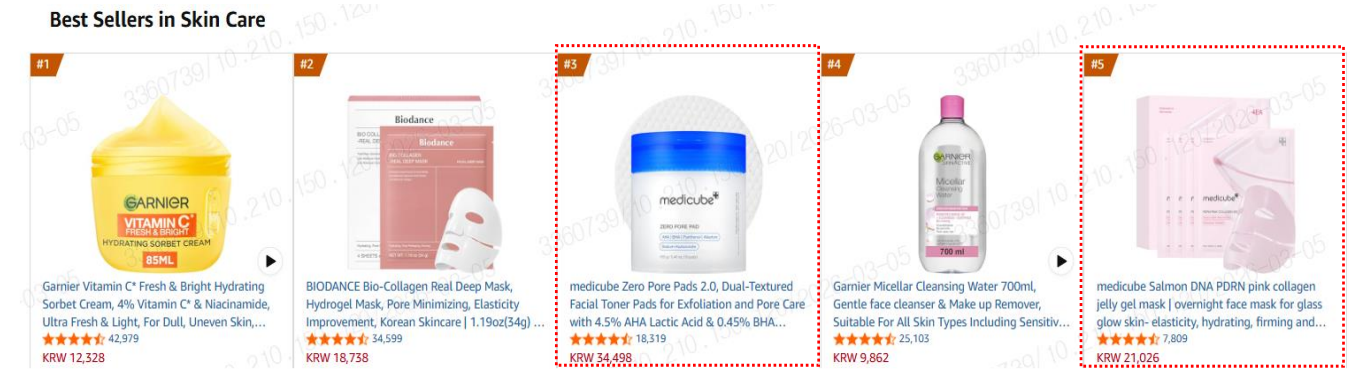
영국에서 감지되는 초기 성과에 비롯해, 추가 지역 진출과 마케팅 투자가 더해질 경우 유의미한 성과가 나타날 가능성이 높다고 판단된다. 사측은 3월 중 서유럽 주요 국가(독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인) 아마존에 진출이 예정되어 있으며, 마케팅 역시 본격화할 계획이다. 온라인, B2C 채널 특성상 진출 초기에 마케팅 강화에 따라 마진 희석 가능성이 있으나, 높은 마케팅 효율이 예상되는 만큼 비용보다 실적 증분이 훨씬 더 클 것으로 기대된다.

그림 1. 4Q25 글로벌 아마존 스킨케어 브랜드 점유율:
메디큐브 3위로 상승↔글로벌 브랜드 순위 하락. 미국 기준으로 메디큐브 순위 더 높을 것으로 추정



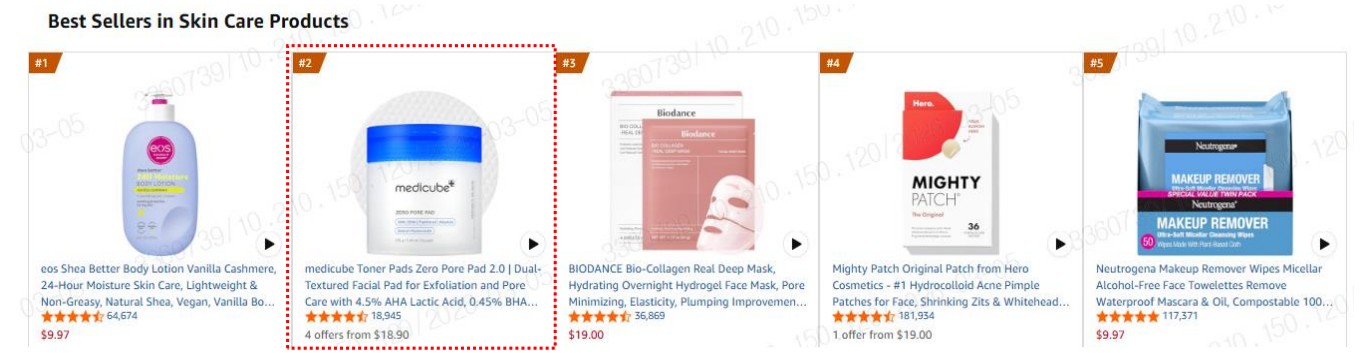
자료: Playbook of Beauty, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 영국 아마존 스킨케어 베스트셀러: 제로모공패드, PDRN 콜라겐 젤마스크 Top5 진입



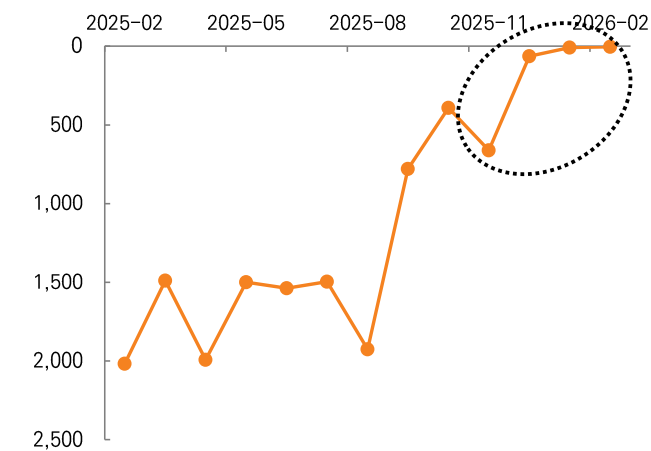
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 아마존 스킨케어 베스트셀러: 영국 아마존과 유사한 구성



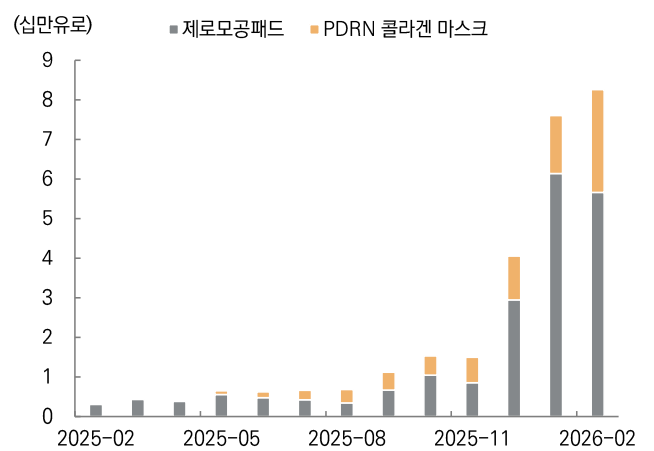
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 영국 아마존 제로모공패드 랭킹 추이: 11월부터 직접 운영, 이전 순위는 리셀러 추정



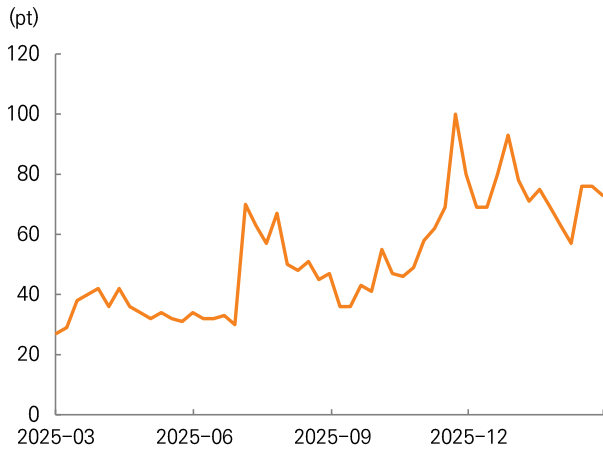
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 영국 아마존 메디큐브 주력 제품 거래액 추이



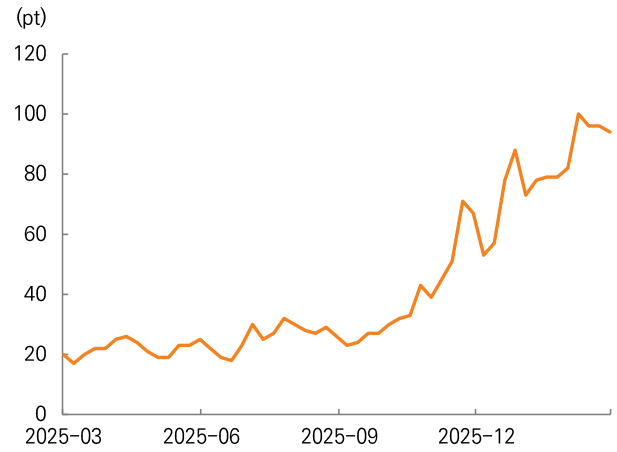
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 메디큐브 미국 구글 트렌드: 꾸준한 우상향



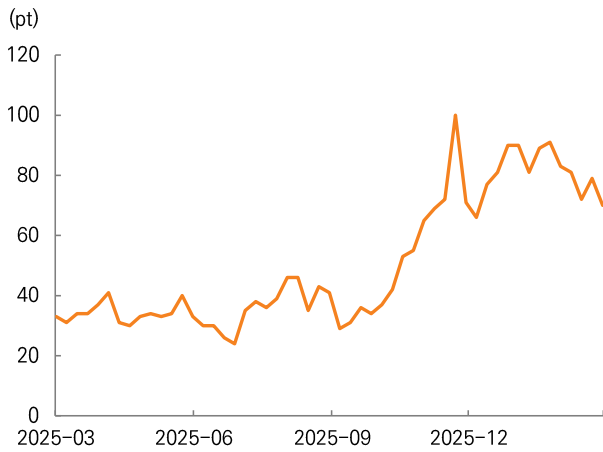
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 메디큐브 영국 구글 트렌드: 아마존 진출 시점 이후 급성장



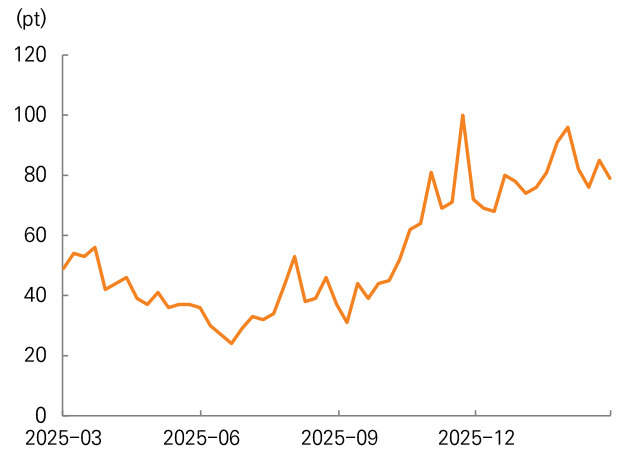
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 메디큐브 독일 구글 트렌드: 주요 서유럽 지역 전반 트렌드 상승 중. 본격 진출 후 가속화 예상



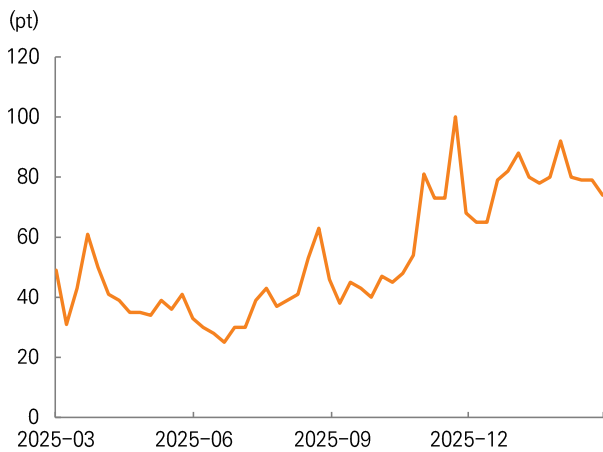
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 메디큐브 프랑스 구글 트렌드



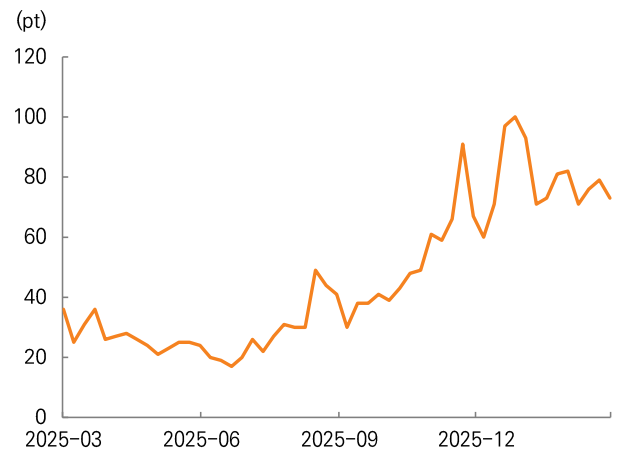
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 메디큐브 이탈리아 구글 트렌드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 메디큐브 스페인 구글 트렌드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

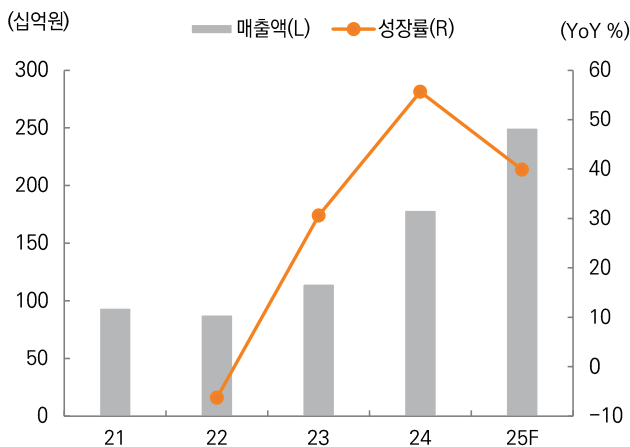
2. 병목 현상 해소

4Q25 직전 분기 에이피알은 일부 사업지역에서 물류, 생산 측면에서 병목 현상을 겪었다. 급증하는 수요를 생산이 따라가지 못했으며, 특히 유럽은 두달여의 긴 해상운송 리드타임까지 겹쳐 재고가 충분히 갖춰지지 않았던 상황이었다. 다만 해당 이슈들 모두 예상보다 빠르게 1분기 중 해소된 것으로 파악된다. 추가 지역까지 오퍼레이션에 차질 없을 것으로 예상된다.

물류는 4Q25 긴급한 물량을 에어로 일부 처리하였으며, 해상운송도 시간이 지나면서 정상화되어 현재 재고 이슈는 대부분 완화된 상황으로 파악된다. 여전히 에어 물량이 있으나 전 분기 대비 비중은 낮아질 것으로 보인다. 병목 구간 재고 부족으로 인해 일부 매출 로스도 있었으나, 이 역시 현재 해소되었다. 아울러 향후 증가할 것으로 예상되는 수요에 맞춰 셀 인을 꾸준히 확보하는 중으로 파악된다.

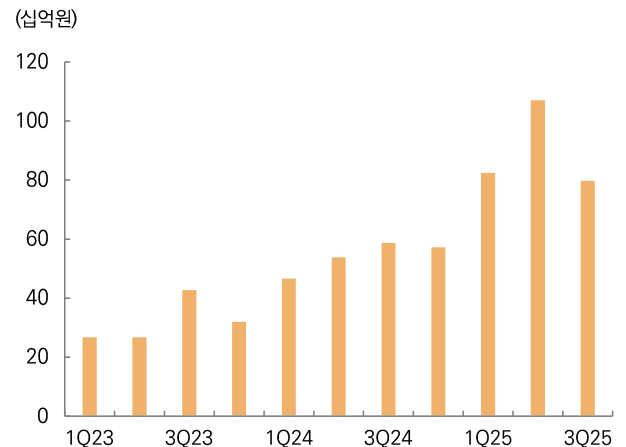
생산은 핵심 제품 제로모공패드 제조사인 엔코스의 증설로 해소되었다. 엔코스는 메디큐브의 고성장에 힘입어 24년 이후로 큰 폭의 실적 성장을 시현하고 있다. 제로모공패드 생산도 Full-capacity로 진행 중으로 파악된다. 다만 2대 주주인 사모펀드와 수년간의 법적 공방을 치르면서 증설 및 투자 시기를 놓쳤고 에이피알의 매입 이슈로 일부 연결될 가능성이 있었다. 다행히 지난 7월 최대주주가 다른 사모펀드로 변경되면서 상황이 정리되었고, 최대주주 변경 이후 엔코스는 그동안 요원했던 투자를 공격적으로 진행하는 중으로 파악된다. 제로모공패드 생산 시설도 1분기 중 증설이 완료되었으며, 증가하는 물량을 충분히 대비할 수 있을 것으로 예상된다. 유럽 지역 초기 성과가 제로모공패드를 중심으로 나타나는 만큼, 증설의 효과가 유럽 사업 실적에 기여할 것으로 기대한다.

그림 12. 엔코스 실적 추이: 메디큐브 고성장에 비롯해 24년부터 급성장



자료: 엔코스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 에이피알 ODM 매입액 추이: 3Q25 매입액 하락



자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

II. 미국 오프라인

미국 오프라인은 온라인보다 시장 규모가 수 배 이상 큰 채널이다. 에이피알은 25년 미국 온라인에서만 5천억원 이상 매출을 올렸다. 26년은 미국 오프라인이 온기로 기여하는 원년이며, 오프라인 채널 성과에 따라 미국 실적 규모가 크게 영향받을 것으로 예상된다.

사측의 공식적인 미국 오프라인 매출 가이드는 1천억원이다. 다만 최근 채널 성과에 비추어 매우 보수적인 가이드라고 판단된다. 25년 말 기준 엘타 내 메디큐브 순위는 단숨에 4위로 올라선 것으로 파악된다. 더욱 고무적인 부분은 입점 SKU와 Hit-ratio이다. 현재 메디큐브의 엘타 입점 SKU는 총 15개로 경쟁 브랜드 대비 현저하게 적은 반면, Top50 내 SKU는 3개로 Hit-ratio는 매우 높다. 향후 입점 SKU를 원활하게 확장할 수 있는 환경으로 판단된다. 엘타 상위권 브랜드들은 연간 엘타에서만 1~2천억원 이상의 매출을 올리는 것으로 추정된다. 엘타 성과만 감안해도 가이드 달성이 어렵지 않다고 판단된다.

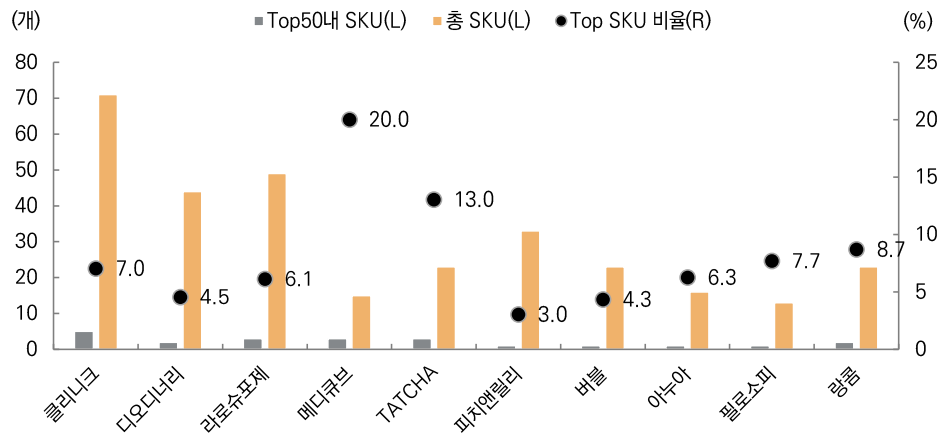
상반기 중 예상되는 추가 채널 진입도 기대되는 부분이다. 미국의 오프라인 리테일 시장은 엘타/세포라와 같은 뷰티 전문 리테일러보다 일반 리테일러(마트, 백화점 등)의 규모가 더 크다. 추가 채널은 일반 리테일러일 가능성이 높다. 보다 큰 양적 성장이 기대되는 이유이다.

표 1. 2025년 11~12월 얼타 스킨케어 순위

| | 브랜드 | 순위 변동 | 가격대 | Top50내 SKU | Top100내 SKU | 총 SKU |
|----|--------|-------|------------------|------------|-------------|-------|
| 1 | 클리닉 | 0 | Premium | 5 | 12 | 71 |
| 2 | 디오디너리 | +1 | Masstige | 2 | 4 | 44 |
| 3 | 라로슈포제 | -1 | Affordable | 3 | 7 | 49 |
| 4 | 메디큐브 | 신규 | Affordable | 3 | 3 | 15 |
| 5 | TATCHA | +9 | Premium | 3 | 3 | 23 |
| 6 | 피치앤탈리 | +5 | Premium-Prestige | 1 | 2 | 33 |
| 7 | 버블 | -2 | Masstige | 1 | 3 | 23 |
| 8 | 아누아 | +13 | Affordable | 1 | 3 | 16 |
| 9 | 필로소피 | +23 | Prestige | 1 | 2 | 13 |
| 10 | 랑콤 | -3 | Luxury | 2 | 2 | 23 |

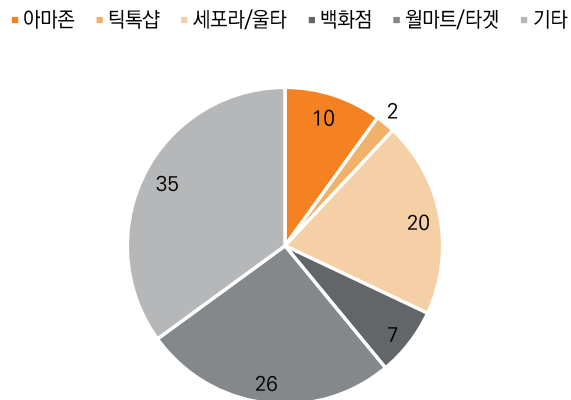
자료: Jump, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 얼타 스킨케어 브랜드 Top SKU 비율: 에이피알 적은 SKU 불구, Hit-ratio 압도적



자료: Jump, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 미국 화장품 리테일 채널별 시장 비중: 일반 리테일러)뷰티 전문 리테일러



자료: 미래에셋증권 리서치센터

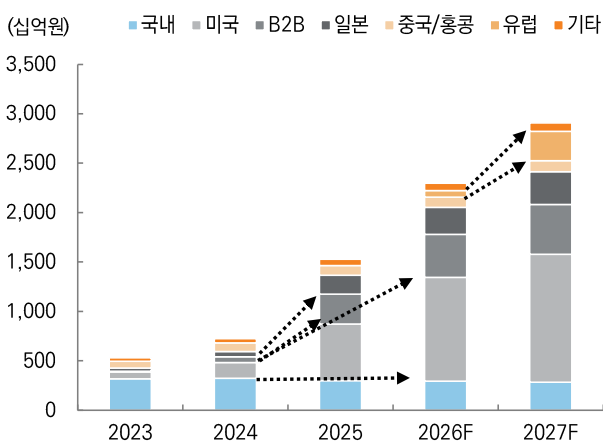
III. 실적 & 밸류에이션

에이피알의 2026년 실적은 매출액 22,973억원 (YoY +50%), 영업이익 5,694억원 (YoY +56%, OPM 24.8%)으로 전망한다. 유럽 온라인 700억원, 미국 오프라인 1,500억원을 가정하였다. 유럽 온라인은 영국 아마존에서만 별다른 마케팅 없이도 월 20억원 내외 거래액을 시현하는 중으로 파악된다. 마케팅 본격화, 추가 지역 진출, 병목 해소 등 모멘텀이 맞물려 1분기 말부터 큰 폭의 성장이 나타날 것으로 가정하였다. 미국 오프라인은 사측 가이드스 대비 50% 상회하는 수준으로 추정하였다. 채널 진입 이후 QoQ 성장세에 비추어 여전히 상방이 열려있다는 판단이다(미국 오프라인 2Q25 35억원→3Q25 75억원→4Q25 240억원 추정).

신규 지역/채널 외 기존 지역/채널의 성장도 여전히 고무적이다. 미국 온라인은 전년비 70% 가까이 성장한 9천억원으로 예상하며, 일본도 온오프라인 모두 고르게 성장하여 전년비 46% 성장, 2,700억원 수준 시현할 것으로 전망한다.

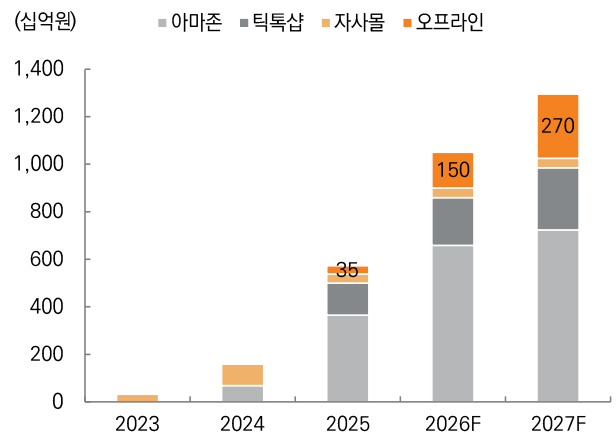
실적 추정치가 거듭 상향되는 가운데, 모멘텀이 1분기 말부터 본격적으로 가시화되는 만큼 밸류에이션 리레이팅 시점도 지금이 적기라고 판단된다. 아모레퍼시픽이 해외 확장으로 인해 가파르게 리레이팅되었던 14~16년 평균 멀티플 35배를 적용하여 목표주가 산출하였다. 에이피알의 멀티플 고점은 2Q25 어닝 시즌으로 12MF PER 28배 수준이며, 그 이후 정체되어 현재 가격은 12MF PER 22배까지 낮아졌다. 실적과 주가의 괴리가 크다. 다시금 주가 상승이 가속화될 수 있는 구간으로 판단한다. 매수 접근을 권한다.

그림 16. 에이피알 지역별 매출 전망: 24~25년 미국/B2B 주도, 26~27년 미국/유럽 주도 전망



자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 에이피알 미국 채널별 매출 전망



자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에이피알 연간 실적 전망

(십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 524 | 723 | 1,527 | 2,297 | 2,908 | 3,370 |
| 뷰티 | 430 | 651 | 1,484 | 2,263 | 2,880 | 3,347 |
| 디바이스 | 216 | 313 | 407 | 511 | 598 | 676 |
| 화장품 | 214 | 338 | 1,077 | 1,752 | 2,282 | 2,672 |
| 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 | 2,004 | 2,624 | 3,094 |
| 디바이스 | 76 | 182 | 294 | 395 | 488 | 571 |
| 화장품 | 108 | 205 | 934 | 1,608 | 2,135 | 2,523 |
| 미국 | 68 | 158 | 573 | 1,050 | 1,295 | 1,527 |
| 일본 | 33 | 52 | 189 | 275 | 331 | 365 |
| 중국/홍콩 | 69 | 88 | 98 | 103 | 111 | 120 |
| 유럽 | | | 2 | 70 | 300 | 438 |
| 기타 | 35 | 41 | 64 | 72 | 83 | 95 |
| B2B | 7 | 60 | 304 | 435 | 504 | 550 |
| 영업이익 | 104 | 123 | 365 | 569 | 742 | 864 |
| 당기순이익 | 82 | 108 | 290 | 453 | 594 | 694 |
| 영업이익률 (%) | 19.9 | 17.0 | 23.9 | 24.8 | 25.5 | 25.6 |
| 매출액(YoY %) | 31.7 | 38.0 | 111.3 | 50.4 | 26.6 | 15.9 |
| 뷰티 | 45.1 | 51.3 | 127.9 | 52.5 | 27.3 | 16.2 |
| 디바이스 | 79.8 | 44.7 | 30.1 | 25.5 | 17.1 | 13.0 |
| 화장품 | 21.4 | 57.9 | 218.3 | 62.6 | 30.3 | 17.1 |
| 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 | 63.1 | 30.9 | 17.9 |
| 디바이스 | 116.8 | 140.8 | 61.5 | 34.3 | 23.5 | 17.0 |
| 화장품 | 18.1 | 89.8 | 355.1 | 72.2 | 32.8 | 18.2 |
| 미국 | 127.3 | 133.0 | 261.8 | 83.4 | 23.3 | 17.9 |
| 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 |
| 유럽 | | | | | 331.1 | 45.8 |
| 기타 | 25.1 | 18.4 | 56.6 | 11.6 | 15.0 | 15.0 |
| B2B | 54.2 | 777.1 | 405.1 | 43.0 | 15.9 | 9.1 |
| 영업이익(YoY %) | 165.6 | 17.8 | 197.8 | 55.8 | 30.3 | 16.4 |
| 당기순이익(YoY %) | 172.2 | 31.9 | 169.9 | 55.9 | 31.2 | 16.9 |

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에이피알 분기 실적 전망

(십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25P | 2025년 | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2026년 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 매출액 | 266 | 328 | 386 | 548 | 1,527 | 521 | 550 | 568 | 658 | 2,297 |
| 뷰티 | 256 | 317 | 375 | 536 | 1,484 | 513 | 542 | 561 | 647 | 2,263 |
| 디바이스 | 91 | 90 | 103 | 123 | 407 | 118 | 119 | 127 | 147 | 511 |
| 화장품 | 165 | 227 | 272 | 413 | 1,077 | 395 | 424 | 434 | 499 | 1,752 |
| 기타 | 10 | 11 | 11 | 12 | 43 | 8 | 7 | 8 | 11 | 35 |
| 국내 | 77 | 73 | 76 | 73 | 299 | 77 | 72 | 72 | 72 | 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 | 444 | 478 | 496 | 586 | 2,004 |
| 디바이스 | 59 | 68 | 71 | 95 | 294 | 84 | 92 | 100 | 119 | 395 |
| 화장품 | 130 | 186 | 238 | 379 | 934 | 360 | 385 | 396 | 467 | 1,608 |
| 미국 | 71 | 96 | 151 | 255 | 573 | 223 | 247 | 261 | 319 | 1,050 |
| 일본 | 29 | 44 | 47 | 69 | 189 | 64 | 59 | 69 | 83 | 275 |
| 중국/홍콩 | 23 | 26 | 22 | 27 | 98 | 22 | 29 | 24 | 27 | 103 |
| 유럽 | | | | 2 | 2 | 6 | 16 | 20 | 27 | 70 |
| 기타 | 15 | 16 | 16 | 15 | 63 | 18 | 18 | 18 | 17 | 72 |
| B2B | 51 | 72 | 74 | 107 | 304 | 111 | 108 | 104 | 112 | 435 |
| 영업이익 | 55 | 85 | 96 | 130 | 365 | 119 | 142 | 147 | 161 | 569 |
| 당기순이익 | 50 | 66 | 75 | 100 | 290 | 95 | 113 | 117 | 128 | 453 |
| 영업이익률 (%) | 20.5 | 25.8 | 24.9 | 23.8 | 23.9 | 22.9 | 25.8 | 25.9 | 24.5 | 24.8 |
| 매출액(YoY %) | 78.6 | 110.8 | 121.7 | 124.2 | 111.3 | 95.9 | 67.8 | 47.3 | 20.1 | 50.4 |
| 뷰티 | 93.6 | 126.8 | 135.4 | 143.8 | 127.9 | 100.5 | 71.0 | 49.3 | 20.7 | 52.5 |
| 디바이스 | 36.2 | 32.1 | 38.5 | 18.8 | 30.1 | 29.6 | 32.0 | 23.1 | 19.8 | 25.5 |
| 화장품 | 152.3 | 216.9 | 220.4 | 254.8 | 218.3 | 139.5 | 86.5 | 59.2 | 21.0 | 62.6 |
| 기타 | (39.6) | (32.2) | (28.4) | (51.0) | (39.6) | (20.0) | (30.0) | (25.0) | (6.8) | (20.0) |
| 국내 | (7.3) | (6.7) | 2.9 | (17.0) | (7.4) | 0.4 | (1.8) | (4.8) | (1.2) | (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 | 134.6 | 87.8 | 60.1 | 23.4 | 63.1 |
| 디바이스 | 84.8 | 92.1 | 64.7 | 33.8 | 61.5 | 42.3 | 35.2 | 39.7 | 24.8 | 34.3 |
| 화장품 | 332.3 | 405.8 | 347.3 | 346.1 | 355.1 | 176.6 | 107.1 | 66.2 | 23.1 | 72.2 |
| 미국 | 186.2 | 285.8 | 280.1 | 269.7 | 261.8 | 214.5 | 156.4 | 73.4 | 25.2 | 83.4 |
| 일본 | 198.2 | 366.1 | 206.5 | 289.3 | 261.9 | 118.0 | 35.5 | 47.5 | 19.6 | 45.5 |
| 중국/홍콩 | 28.1 | 13.8 | 3.1 | 5.7 | 11.7 | (1.5) | 10.5 | 5.1 | 2.4 | 4.3 |
| 유럽 | | | | | | | | | | |
| 기타 | 72.8 | 94.0 | 64.6 | 4.9 | 51.9 | 20.0 | 10.0 | 15.0 | 15.3 | 15.0 |
| B2B | 933.1 | 536.7 | 431.9 | 256.4 | 405.1 | 117.0 | 51.1 | 40.0 | 4.5 | 43.0 |
| 영업이익률(YoY %) | 96.5 | 201.9 | 252.8 | 227.9 | 197.8 | 118.4 | 67.9 | 53.1 | 23.8 | 55.8 |
| 당기순이익률(YoY %) | 107.3 | 175.2 | 366.3 | 129.4 | 169.9 | 89.6 | 70.2 | 56.8 | 28.7 | 55.9 |

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

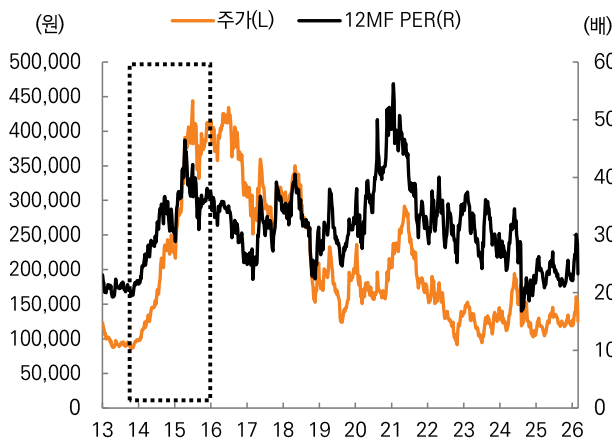
표 4. 에이피알 Valuation Table

(원)

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---------------|---------|---------------------------------|
| 12MF EPS | 12,926 | |
| Target PER(배) | 35 | 아모레퍼시픽 리레이팅 구간(2014~15년) 평균 35배 |
| 적정 주가 | 452,426 | |
| 목표 주가 | 450,000 | |
| 현재 주가 | 283,000 | |
| 상승 여력(%) | 59.0 | |

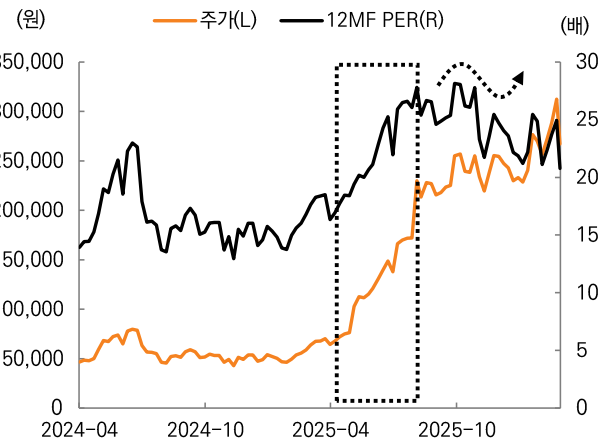
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 아모레퍼시픽 주가와 멀티플 추이: 2014~16년 해외 확장으로 추세적 리레이팅



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 에이피알 주가와 멀티플 추이: 1H25 리레이팅 후, 해외 확장 모멘텀에도 불구하고 정체



자료: 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 (278470)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 723 | 1,527 | 2,297 | 2,908 |
| 매출원가 | 179 | 357 | 531 | 666 |
| 매출총이익 | 544 | 1,170 | 1,766 | 2,242 |
| 판매비와관리비 | 421 | 805 | 1,197 | 1,500 |
| 조정영업이익 | 123 | 365 | 569 | 742 |
| 영업이익 | 123 | 365 | 569 | 742 |
| 비영업손익 | 10 | -1 | -1 | 3 |
| 금융손익 | 2 | -1 | 4 | 13 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 133 | 364 | 568 | 745 |
| 계속사업법인세비용 | 26 | 74 | 115 | 151 |
| 계속사업이익 | 108 | 290 | 453 | 594 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 108 | 290 | 453 | 594 |
| 지배주주 | 108 | 290 | 453 | 594 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 106 | 290 | 453 | 594 |
| 지배주주 | 106 | 290 | 453 | 594 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 145 | 399 | 602 | 774 |
| FCF | 34 | 274 | 426 | 571 |
| EBITDA 마진율 (%) | 20.1 | 26.1 | 26.2 | 26.6 |
| 영업이익률 (%) | 17.0 | 23.9 | 24.8 | 25.5 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 14.9 | 19.0 | 19.7 | 20.4 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 79 | 316 | 456 | 601 |
| 당기순이익 | 108 | 290 | 453 | 594 |
| 비현금수익비용가감 | 55 | 107 | 144 | 170 |
| 유형자산감가상각비 | 22 | 32 | 31 | 31 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 32 | 74 | 112 | 138 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -58 | -38 | -35 | -32 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -20 | -114 | -44 | -35 |
| 재고자산 감소(증가) | -63 | -136 | -124 | -98 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 31 | 104 | 38 | 30 |
| 법인세납부 | -30 | -50 | -115 | -151 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -110 | -132 | -112 | -101 |
| 유형자산처분(취득) | -45 | -41 | -30 | -30 |
| 무형자산감소(증가) | -3 | -4 | -2 | -2 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -39 | -72 | -66 | -52 |
| 기타투자활동 | -23 | -15 | -14 | -17 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | -5 | -158 | -114 | -156 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 90 | 18 | 25 | 20 |
| 자본의 증가(감소) | 76 | -123 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -134 | -75 | -94 |
| 기타재무활동 | -171 | 81 | -64 | -82 |
| 현금의 증가 | -35 | 6 | 303 | 437 |
| 기초현금 | 125 | 90 | 96 | 399 |
| 기말현금 | 90 | 96 | 399 | 836 |

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

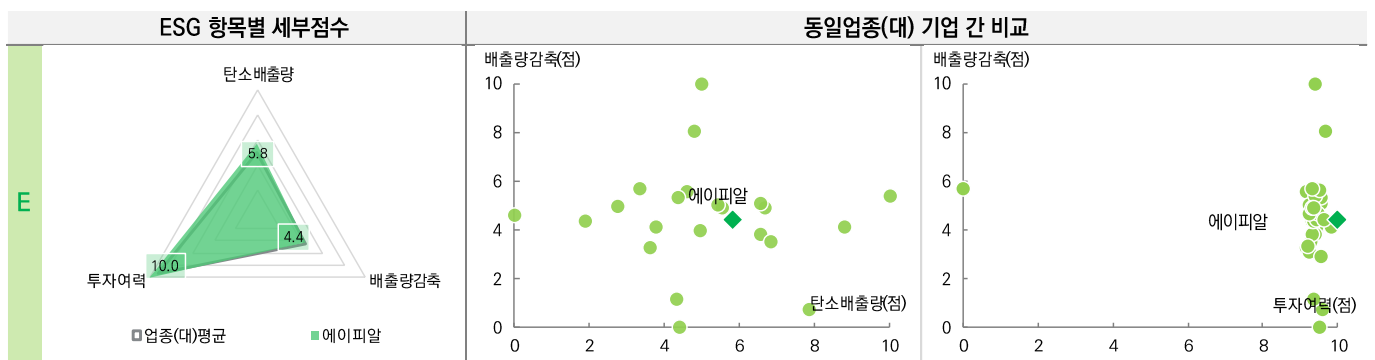
| (십억원) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 286 | 560 | 1,072 | 1,678 |
| 현금 및 현금성자산 | 90 | 96 | 399 | 836 |
| 매출채권 및 기타채권 | 48 | 108 | 154 | 194 |
| 재고자산 | 110 | 246 | 370 | 468 |
| 기타유동자산 | 38 | 110 | 149 | 180 |
| 비유동자산 | 279 | 308 | 345 | 375 |
| 관계기업투자등 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 51 | 77 | 75 | 74 |
| 무형자산 | 6 | 9 | 10 | 10 |
| 자산총계 | 565 | 868 | 1,417 | 2,053 |
| 유동부채 | 145 | 320 | 481 | 609 |
| 매입채무 및 기타채무 | 68 | 153 | 231 | 292 |
| 단기금융부채 | 25 | 50 | 75 | 95 |
| 기타유동부채 | 52 | 117 | 175 | 222 |
| 비유동부채 | 96 | 100 | 110 | 117 |
| 장기금융부채 | 88 | 81 | 81 | 81 |
| 기타비유동부채 | 8 | 19 | 29 | 36 |
| 부채총계 | 242 | 420 | 591 | 726 |
| 지배주주지분 | 324 | 448 | 826 | 1,327 |
| 자본금 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 137 | 13 | 13 | 13 |
| 이익잉여금 | 229 | 430 | 808 | 1,308 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 324 | 448 | 826 | 1,327 |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

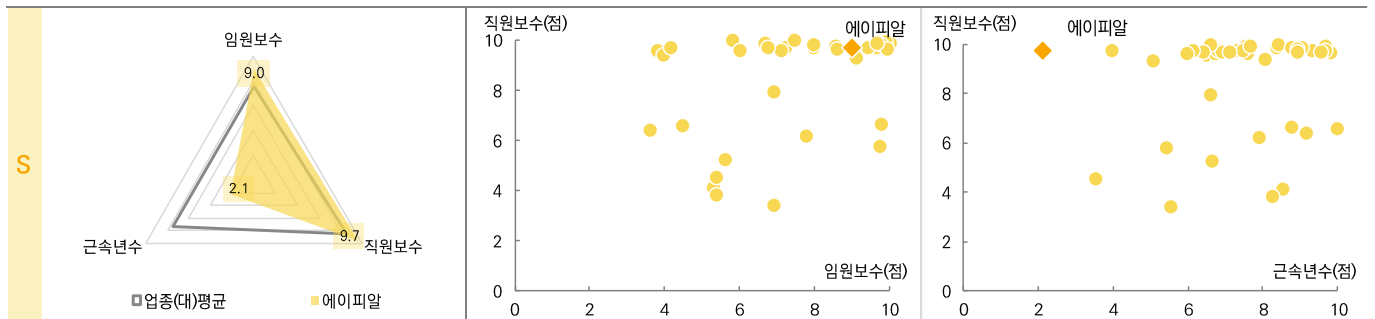
| | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x) | 17.6 | 29.9 | 23.4 | 17.8 |
| P/CF (x) | 11.7 | 21.8 | 17.7 | 13.9 |
| P/B (x) | 5.0 | 19.3 | 12.8 | 8.0 |
| EV/EBITDA (x) | 13.1 | 21.5 | 17.0 | 12.6 |
| EPS (원) | 2,842 | 7,724 | 12,098 | 15,874 |
| CFPS (원) | 4,282 | 10,573 | 15,945 | 20,419 |
| BPS (원) | 10,058 | 11,975 | 22,073 | 35,447 |
| DPS (원) | 0 | 4,590 | 2,000 | 2,500 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 59.2 | 16.5 | 15.7 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 2.0 | 0.8 | 1.0 |
| 매출액증가율 (%) | 38.0 | 111.3 | 50.4 | 26.6 |
| EBITDA증가율 (%) | 22.9 | 174.8 | 51.0 | 28.6 |
| 조정영업이익증가율 (%) | 17.8 | 197.7 | 55.9 | 30.3 |
| EPS증가율 (%) | 26.4 | 171.8 | 56.6 | 31.2 |
| 매출채권 회전을 (회) | 23.4 | 24.0 | 20.8 | 19.4 |
| 재고자산 회전을 (회) | 8.7 | 8.6 | 7.5 | 6.9 |
| 매입채무 회전을 (회) | 7.9 | 6.5 | 5.6 | 5.2 |
| ROA (%) | 25.2 | 40.5 | 39.6 | 34.3 |
| ROE (%) | 41.3 | 75.3 | 71.1 | 55.2 |
| ROIC (%) | 71.1 | 125.8 | 139.4 | 160.3 |
| 부채비율 (%) | 74.7 | 93.7 | 71.5 | 54.7 |
| 유동비율 (%) | 197.1 | 175.3 | 222.9 | 275.7 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -0.6 | -12.1 | -43.5 | -60.2 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 32.6 | 79.6 | 105.3 | 118.5 |

ESG 레이팅 : 에이피알 (278470)

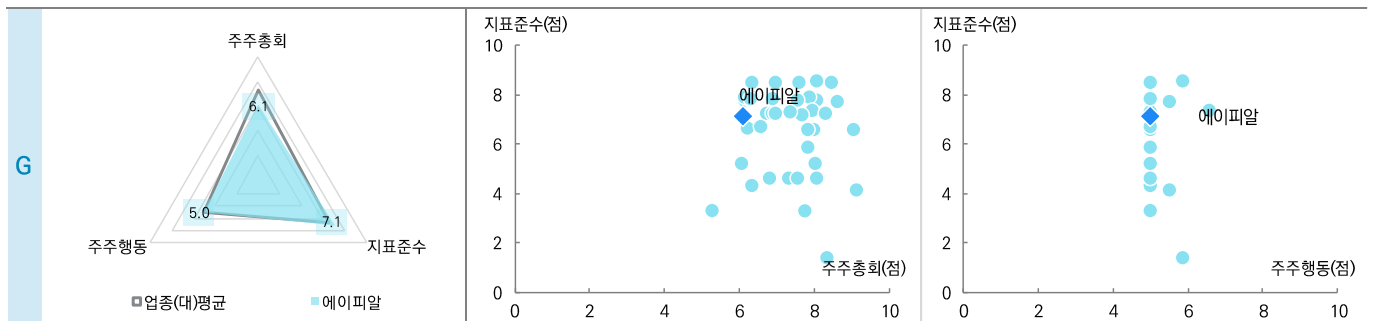
| 종합 | | 세부항목 | | | | | | |
|-----|--|---------|-----|----|--------|-----|----------------------|----------|
| ESG | | ESG 점수 | 5.4 | = | 직전점수 | 5.4 | 업종(대) | 경기관련소비재 |
| | | ESG 등급 | BBB | = | 직전등급 | BBB | 업종(중) | 내구소비재와의류 |
| | | 세부항목 | 점수 | 등급 | 가중치(%) | | 담당자 | 배송이 |
| | | 카본(E) | 5.4 | A | 40 | = | 담당자 코멘트 가중치 변경 없음 | |
| | | 인센티브(S) | 7.0 | A | 10 | = | | |
| | | 거버넌스(G) | 5.0 | A | 50 | = | | |



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



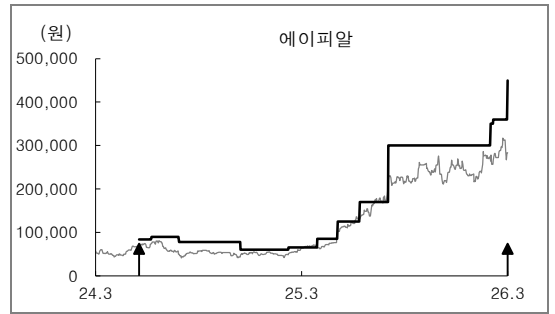
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대:기권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안:공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 적동함을 의미

| 점수 | 산정식 및 설명 |
|----------|--|
| ESG 점수 | ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어) |
| 카본 스코어 | 카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수) |
| 인센티브 스코어 | 인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수 |
| 거버넌스 스코어 | 거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수 |

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|---------------|------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 에이피알 (278470) | | | | |
| 2026.03.06 | 매수 | 450,000 | - | - |
| 2026.02.09 | 매수 | 360,000 | -19.74 | -11.94 |
| 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

투자의견 분류 및 적용기준

| 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 주가하락이 예상 | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화 |

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 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.