2026/11/27

권우정 책임연구원
20240006@iprovest.com

화장품

에이피알, 닥터멜락신 인수 관련 코멘트

- 11/26 에이피알, 닥터멜락신 운영사 브랜드 501 지분 87.3%를 3,900억원에 인수 공시
- 에이피알의 글로벌 유통망과 마케팅, 운영 역량을 활용해 닥터멜락신 성장을 가속화할 방침

에이피알, 닥터멜락신 인수 관련 코멘트

에이피알은 11/26 공시를 통해 브랜드 닥터멜락신 운영사 브랜드 501의 지분 87.3%를 총 3,900억원에 취득 발표. 기존 주주가 보유한 구주를 3,200억원에 인수하고, 700억원 규모의 제3자배정 유상증자에 참여. 취득 예정일은 2026년 12월 31일임. 거래 완료 후 브랜드 501은 에이피알의 연결 자회사로 편입 예정. 브랜드 501의 기존 경영진들은 일정 지분 보유를 지속하면서 경영 활동을 이어갈 계획. 에이피알의 글로벌 사업 운영 경험, 마케팅, 글로벌 유통망, 인프라를 공유하면서 닥터멜락신 성장을 가속화할 전망. 금번 거래가액 기준 브랜드 501의 100% 단순 환산 지분가치는 약 4,500억원 수준으로, 기존 언론보도를 통해 거론되던 2~3조원 수준을 크게 하회하며, 시장 예상 대비 인수에 따른 재무 부담은 제한적일 전망. 외부평가의견서상 2026년 예상 매출액 6,571억원, 영업이익 493억원, 순이익 418억원 기준으로 Implied P/E는 약 11배로, 인수 가격은 매우 매력적인 수준으로 판단함.

외부평가의견서는 DCF 방식으로 적정 인수가액을 3,618~4,301억원으로 산출함. WACC 11.67%, 영구 성장률 1.0%를 적용했으며, 2031년까지 연평균 매출 성장률 약 8%, OPM 7~10% 수준 가정. 최근 브랜드 501의 성장성 감안시 매우 보수적인 가정치. 향후 에이피알의 유통망을 활용한 채널 확대까지 고려하면 인수 가격의 매력은 더욱 높다고 판단함.

최근 화장품 M&A 사례로는 구다이글로벌의 서린컴퍼니와 크레이버코퍼레이션 인수가 있음. 구다이글로벌은 2025년 7월 서린컴퍼니의 지분 100%을 약 6,000억원에 인수함. 서린컴퍼니의 25년 매출액과 영업이익은 각각 2,269억원, 846억원임. 2024년 말 인수한 크레이버코퍼레이션 지분 100% 환산가치는 약 2,900억원으로, 2024년 별도 매출액과 영업이익은 각각 3,034억원, 701억원임. 브랜드 501의 2026년 예상 매출액은 두 거래 대상의 거래연도 매출액을 두 배 이상 상회함. 영업이익은 두 사례보다 낮아, 이번 거래의 특징은 확보하는 매출 규모와 향후 수익성 개선 여력에 있음.

새로운 주가 트리거의 형성

8월 이후 에이피알의 주가는 환율 급락에 따른 수익성 부진 우려로 고점 대비 최대 50%까지 조정받았음. 12개월 Fwd P/E도 26년 4월 30배에서 26년 11월 12배 수준으로 과도한 디레이팅이 진행됨. 3분기 유럽 매출이 YoY 약 700% 성장했음에도 시장의 관심은 환율에 따른 수익성 악화에 집중됐음. 환율 하락에 따른 수익성 부담에도 소비재 성장의 핵심인 글로벌 판매량은 견조하게 이어지고 있음. 현재 아마존 BFCM 행사에서도 글로벌 1위 지위를 견조하게 유지 중. 견조한 성장성 대비 주가 조정폭이 컸던 만큼, 이번 인수를 통해 새로운 주가 트리거를 마련했다고 판단. 이번 인수로 브랜드 포트폴리오가 다변화되면서 그간 할인 요인으로 작용해 온 단일 브랜드 의존도에 대한 우려도 완화될 전망임.

닥터멜락신 성장 시나리오 ①: 외형 확대

에이피알은 메디큐브의 글로벌 사업 운영 경험을 활용해 닥터멜락신의 외형 확대를 추진할 계획임. 브랜드 501의 3Q26 누계 해외 매출액은 4,625억원으로, 전체 매출의 97%(YoY +12%p)를 차지함. 해외 매출은 B2C 82%(3,774억원), B2B 18%(850억원)로 구성됨. 닥터멜락신은 아마존이 주력인 다수의 K-뷰티 브랜드와 달리 틱톡샵 매출 비중이 높은 것으로 파악됨. FastMoss에 따르면 2026년 9월 누계 닥터멜락신의 틱톡샵 GMV는 미국 약 1,800억원($136M), 영국 약 510억원(£28.7M)을 기록함. 같은 기간 메디큐브의 틱톡샵 GMV는 미국 $237M, 영국 £47.2M였음.

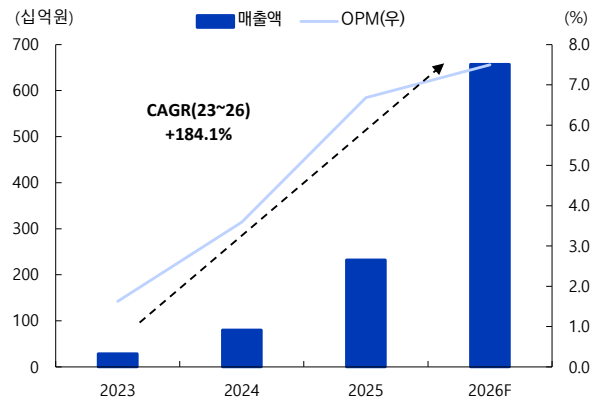
메디큐브의 채널 운영 방식을 적용하면 닥터멜락신의 아마존 및 오프라인 매출 확대 여력이 크다고 판단함. 틱톡에서 제품을 접한 소비자가 아마존에서 제품을 검색하고 구매하는 경로가 활성화될 전망임. 에이피알의 미국 아마존 매출이 틱톡샵 매출의 1.6~2배 수준인 점을 감안하면, 닥터멜락신도 아마존을 통한 온라인 매출 확대 여력이 큼. 오프라인에서는 에이피알이 확보한 글로벌 유통망을 활용해 주요 리테일러 입점 기회를 넓힐 수 있음. 중소 브랜드가 글로벌 대형 리테일러에 단독으로 입점하기 어려운 점을 감안하면, 에이피알의 기존 유통망이 오프라인 진출 속도를 높일 것으로 판단함. 언론 보도에 따르면 브랜드 501의 유 대표는 에이피알의 글로벌 유통망과 마케팅 역량을 고려해 인수 가격 협상에서 양보한 것으로 파악됨.

닥터멜락신 성장 시나리오 ②: 수익성 개선

닥터멜락신은 틱톡 마케팅을 통해 외형을 키워 왔으며, 향후 오프라인 중심의 해외 B2B 매출 확대가 수익성 개선에 기여할 전망임. 브랜드 501의 영업이익률은 2025년 6.7%, 3Q26 누계 8.8%를 기록했으며, 에이피알의 영업이익률은 20% 중반대임. 외부평가의견서는 해외 B2B 매출 비중이 2031년 24%까지 확대될 것으로 가정함. 이는 오프라인 채널 확대를 반영한 것으로 판단하며, 2026~2031년 해외 B2B 매출의 연평균 성장률은 14.1%로 채널 중 가장 높게 가정됨.

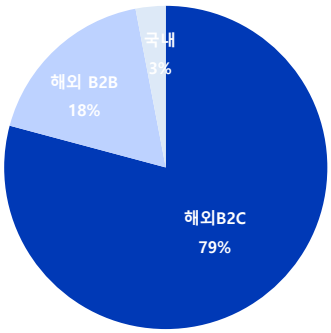
외부평가의견서의 비용 추정치를 바탕으로 채널별 수익성을 추산하면 B2B 영업이익률은 약 46%, B2C는 BEP(0.7%) 수준임. 인건비, 고정비, 감가상각비는 매출 비중에 따라 배분하고, 마케팅비는 B2B 채널에 배분율 30%를 적용함. B2C 추정 수익성은 타 K-뷰티 브랜드들이 언급하는 틱톡샵 영업이익률 범위(손익분기점~10% 미만)과 유사해 합리적 추정. 향후 해외 B2B 매출 비중 확대는 브랜드 501의 전사 영업이익률 개선에 기여할 것으로 판단함.

[도표 1] 브랜드 501 매출 추이



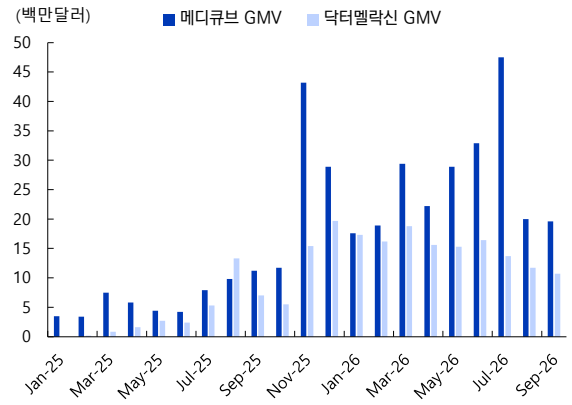
자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 닥터멜락신 매출 구성



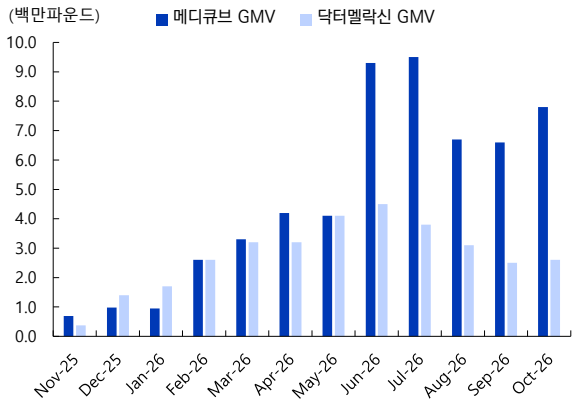
자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 미국 틱톡샵 GMV 추이



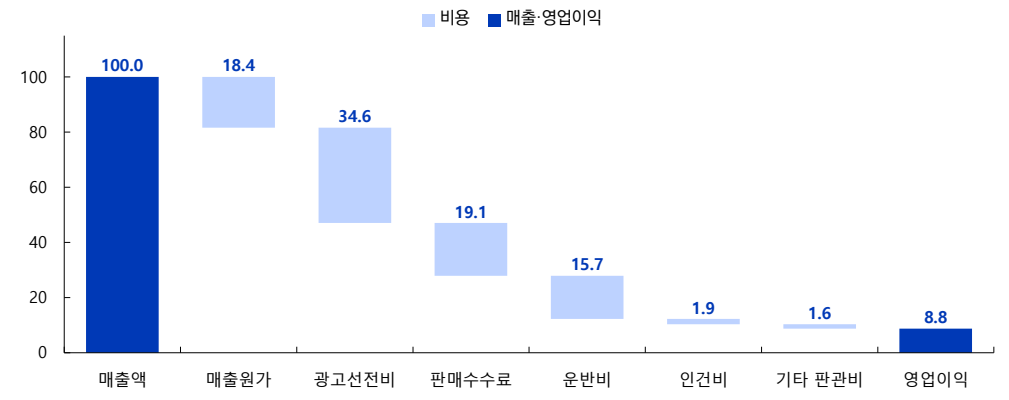
자료: FastMoss, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 영국 틱톡샵 GMV 추이



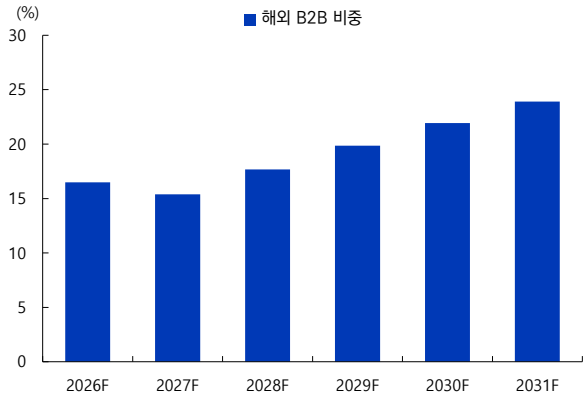
자료: FastMoss, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 3Q26 누계 기준 브랜드 501 비용 구성



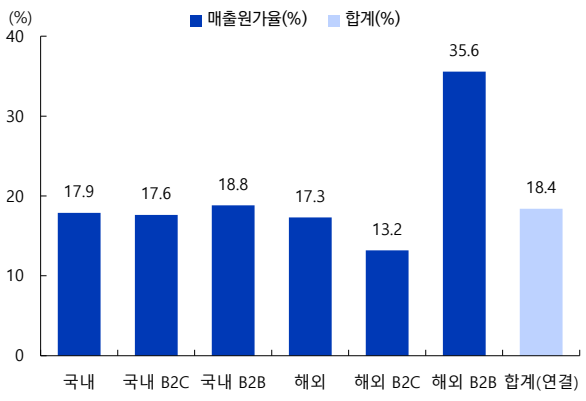
자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 브랜드 501 해외 B2B 비중 추이 가정



자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 브랜드 501 지역/판매 채널별 매출원가율



자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 브랜드 501 해외 B2B 수익성 추정

항목	단위	2026 1~9월 실적
해외 B2B 매출	백만원	85,053
전사 매출액	백만원	477,229
해외 B2B 매출비중	%	17.8%
해외 B2B 매출원가	백만원	30,255
해외 B2B 매출총이익	백만원	54,798
해외 B2B GPM	%	64.4%
배분 판매수수료	백만원	-
배분 광고선전비(변동)	백만원	8,732
배분 운반비	백만원	4,000
배분 결제·송금 수수료	백만원	-
배분 인건비	백만원	1,630
배분 고정비	백만원	1,465
배분 감가상각비	백만원	74
해외 B2B 배분 판관비 합계	백만원	15,900
해외 B2B 영업이익 (개략)	**백만원**	**38,898**
해외 B2B OPM (개략)	**%**	**45.7%**
(참고) 전사 OPM	*%*	*8.8%*
(참고) 해외 B2B 외 잔여 OPM	*%*	*0.7%*

자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2026.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	3.6%	0.0%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하