

EARNINGS  
REVIEW

## 에이피알 (278470/KS)

## 남다른 체급

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

**Signal:** 시장 컨센서스 상회하는 3분기 실적 발표**Key:** 미국 매출 고성장, 수익성 개선**Step:** 주가 조정은 매수 기회, 'Buy' 의견 유지

## 매수(유지)

목표주가: 320,000 원(상향)

현재주가: 234,000 원

상승여력: 36.8%

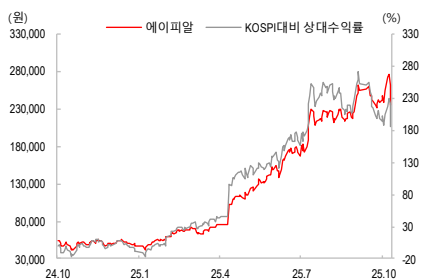
## STOCK DATA

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/11/06) | 234,000 원   |
| KOSPI        | 4,026.45 pt |
| 52 주 최고가     | 276,000 원   |
| 60 일 평균 거래대금 | 127 십억원     |

## COMPANY DATA

|          |           |
|----------|-----------|
| 발행주식수    | 3,743 만주  |
| 시가총액     | 8,759 십억원 |
| 주요주주     |           |
| 김병훈(외 5) | 34.81%    |
| 자사주      | 0.00%     |
| 외국인 지분율  | 26.22%    |

## 주가 및 상대수익률



## 3Q25 Review: 시장 컨센서스 상회

3 분기 매출액 3,859 억 원(+121.7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 961 억 원(+252.8%, OPM 24.8%) 기록해 시장 컨센서스 대비 매출액과 영업이익 각각 4.0%, 11.6% 상회했다. 화장품/뷰티 매출 2,723 억 원(+219.8%) 기록해 높은 성장세가 지속되었으며, 지역별로 미국 매출이 1,505 억 원(+280.1%) 기록해 전사 실적 성장을 견인했다. GPM 이 직전 분기 대비 0.5%p 개선되었는데, 관세로 인한 1%p 마진을 하락 요인에도 원달러 환율 강세 및 ASP 가 높은 해외 B2C 매출 비중이 증가한 영향이다. 판매비율은 전년 동기 대비 7.7%p 감소했는데, 광고비 효율 증가 및 탑라인 성장에 따른 고정비 희석 효과가 있었다.

## 아직 보여줄 게 많다

단기적으로 미국 온라인 채널, 중장기적으로 미국 오프라인과 유럽 시장을 중심으로 높은 외형 성장세 지속할 것으로 전망한다. 4 분기 들어 메디큐브의 미국 아마존 BSR 이 3 분기 대비 개선되는 흐름이며, 10 월부로 미국 얼타 온라인 트래픽도 유의미하게 증가하고 있다. 온라인에서 키워 놓은 브랜드 인지도를 바탕으로 미국 오프라인 시장에도 무난히 안착할 것이다. 유럽은 연말부터 B2C 채널에서 소비자 점점 확대되며 내년 큰 폭의 실적 성장을 예상한다.

## 목표주가 320,000 원으로 상향

호실적에도 불구하고 주가는 차익 실현에 하락했다. 하지만 동사의 펀더멘탈은 바뀌지 않았다. 미국 온오프라인 트래픽 모두 긍정적이며, 내년에 본격적으로 더해질 유럽 B2C 매출을 감안하면 실적의 업사이드는 아직 많이 남았다. '25 년과 '26 년 이익 추정치를 상향함에 따라 목표주가를 320,000 원으로 상향하며, 투자의견 '매수', 업종 내 최선호주 관점 유지한다.

## 추정치 변경 및 컨센서스 비교

|              | 25년 3분기   |              |       |      |       | 25년 연간실적  |           |       |       |       |
|--------------|-----------|--------------|-------|------|-------|-----------|-----------|-------|-------|-------|
|              | 실적<br>확정치 | SK 증권<br>추정치 | 차이(%) | 컨센서스 | 차이(%) | 신규<br>추정치 | 이전<br>추정치 | 차이(%) | 컨센서스  | 차이(%) |
| 매출액(십억원)     | 386       | 368          | 4.9   | 371  | 4.0   | 1,464     | 1,384     | 5.8   | 1,384 | 5.8   |
| 영업이익(십억원)    | 96        | 86           | 11.6  | 86   | 11.6  | 342       | 314       | 8.9   | 319   | 7.2   |
| 지배주주순이익(십억원) | 75        | 67           | 11.9  | 69   | 8.7   | 269       | 248       | 8.5   | 263   | 2.3   |
| 영업이익률(%)     | 24.9      | 23.4         | -     | 23.2 | -     | 23.4      | 22.7      | -     | 23.0  | -     |
| 지배주주순이익률(%)  | 19.4      | 18.2         | -     | 18.6 | -     | 18.4      | 17.9      | -     | 19.0  | -     |

자료: SK 증권

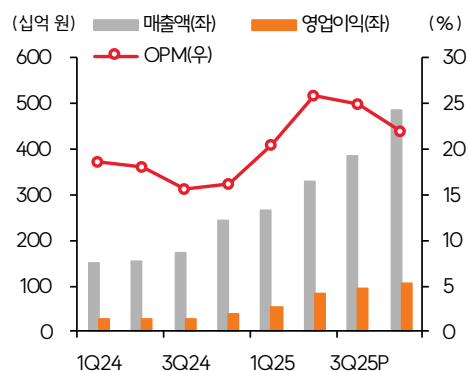
| 에이피알 실적 추정치 |      |      |      |      |      |      |       |       | (단위: 십억 원, %) |     |       |       |
|-------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|---------------|-----|-------|-------|
|             | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25E | '23           | '24 | '25E  | '26E  |
| 매출액         | 149  | 155  | 174  | 244  | 266  | 328  | 386   | 484   | 524           | 723 | 1,464 | 1,859 |
| /YoY        | 22   | 22   | 43   | 61   | 79   | 111  | 122   | 98    | 32            | 38  | 103   | 27    |
| 지역별         |      |      |      |      |      |      |       |       |               |     |       |       |
| 한국          | 83   | 78   | 74   | 88   | 77   | 73   | 76    | 91    | 319           | 323 | 317   | 326   |
| 미국          | 25   | 25   | 40   | 69   | 71   | 96   | 151   | 214   | 68            | 158 | 532   | 723   |
| 일본          | 10   | 9    | 15   | 18   | 29   | 44   | 47    | 54    | 33            | 52  | 174   | 205   |
| 중화권         | 20   | 23   | 22   | 25   | 28   | 35   | 27    | 32    | 69            | 91  | 122   | 135   |
| 기타          | 11   | 20   | 24   | 44   | 61   | 80   | 85    | 94    | 35            | 99  | 320   | 469   |
| 지역별 매출액 YoY |      |      |      |      |      |      |       |       |               |     |       |       |
| 한국          | -2   | -6   | 12   | 3    | -7   | -7   | 3     | 3     |               | 1   | -2    | 3     |
| 미국          | 196  | 109  | 123  | 131  | 187  | 286  | 280.1 | 210   |               | 133 | 236   | 36    |
| 일본          | 16   | 13   | 79   | 125  | 198  | 366  | 207   | 203   |               | 57  | 233   | 18    |
| 중화권         | 49   | 45   | 1    | 40   | 39   | 50   | 26    | 26    |               | 31  | 35    | 10    |
| B2B 및 기타    | 46   | 139  | 184  | 316  | 442  | 308  | 260   | 113   |               | 183 | 224   | 47    |
| 영업이익        | 28   | 28   | 27   | 40   | 55   | 85   | 96    | 107   | 104           | 123 | 342   | 452   |
| /YoY        | 20   | 13   | 25   | 15   | 97   | 202  | 253   | 169   | 166           | 18  | 179   | 32    |
| /OPM        | 19   | 18   | 16   | 16   | 21   | 26   | 25    | 22    | 20            | 17  | 23    | 24    |

자료: 에이피알, SK 증권

| 에이피알 목표주가 산정 로직 |      |     |            |                           |
|-----------------|------|-----|------------|---------------------------|
| 항목              | 단위   | 구분  | 값          | 산식                        |
| 12MF 지배주주순이익    | 십억 원 | (A) | 343        |                           |
| 유통주식수           | 주    | (B) | 37,430,655 |                           |
| 12MF EPS        | 원    | (C) | 9,153      | (A)/(B)                   |
| Target 멀티플      | 배    | (D) | 36         | 화장품 업종 12MF PER 에 100% 할증 |
| 목표주가            | 원    | (E) | 320,000    | (C)*(D)                   |
| 현재 주가           | 원    | (F) | 234,000    |                           |
| 주가 상승여력         | %    | (G) | 36.8%      | (E)/(F) - 1               |

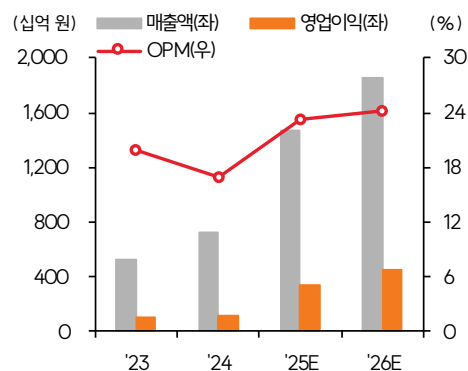
자료: SK 증권

## 에이피알 분기 실적 추이 및 추정치



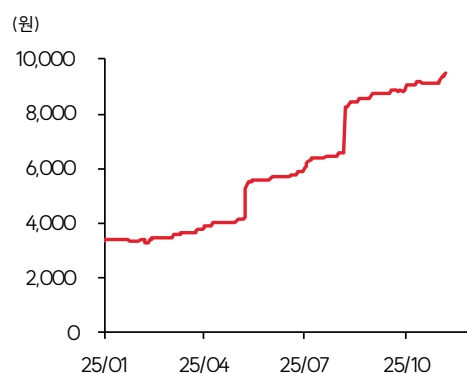
자료: 에이피알, SK 증권

## 에이피알 연간 실적 추이 및 추정치



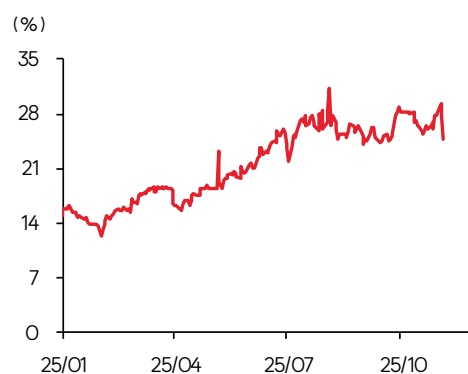
자료: 에이피알, SK 증권

## 에이피알 12MF EPS 추이



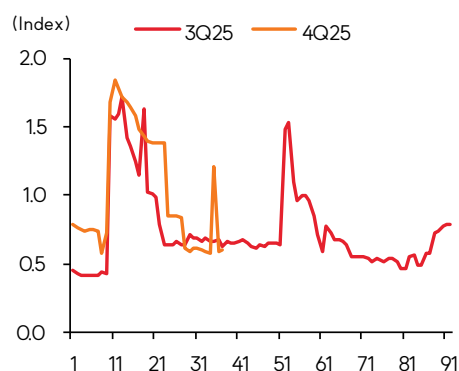
자료: Quantiwise, SK 증권

## 에이피알 12MF PER 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

## 메디큐브 미국 아마존 BSR 지수 일별 추이

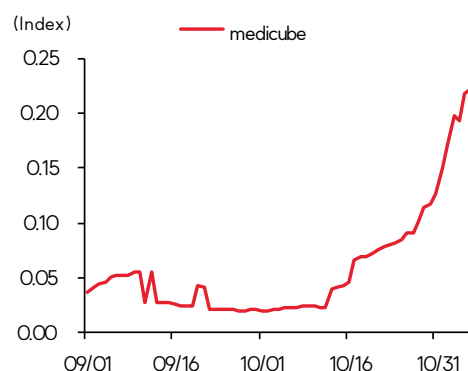


자료: Amazon, SK 증권

주1: Facial Skin Care 카테고리 기준임

주2: BSR 지수 = 제품별 순위의 역수 값의 합산치

## 메디큐브 미국 ULTA BSR 지수 일별 추이



자료: Amazon, SK 증권

주1: ULTA 온라인 물 스킨케어 카테고리 기준임

주2: BSR 지수 = 제품별 순위의 역수 값의 합산치

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 219  | 286  | 591   | 958   | 1,394 |
| 현금및현금성자산       | 125  | 90   | 180   | 282   | 473   |
| 매출채권 및 기타채권    | 24   | 49   | 99    | 126   | 144   |
| 재고자산           | 57   | 110  | 222   | 282   | 323   |
| <b>비유동자산</b>   | 68   | 279  | 352   | 409   | 457   |
| 장기금융자산         | 19   | 62   | 139   | 181   | 215   |
| 유형자산           | 14   | 51   | 51    | 55    | 59    |
| 무형자산           | 4    | 6    | 5     | 4     | 4     |
| <b>자산총계</b>    | 287  | 565  | 944   | 1,366 | 1,851 |
| <b>유동부채</b>    | 82   | 145  | 250   | 306   | 344   |
| 단기금융부채         | 18   | 25   | 50    | 64    | 73    |
| 매입채무 및 기타채무    | 39   | 68   | 139   | 176   | 201   |
| 단기충당부채         | 1    | 2    | 3     | 4     | 5     |
| <b>비유동부채</b>   | 8    | 96   | 103   | 117   | 128   |
| 장기금융부채         | 6    | 88   | 86    | 95    | 104   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 2    | 8    | 15    | 20    | 22    |
| <b>부채총계</b>    | 90   | 242  | 353   | 422   | 472   |
| <b>지배주주지분</b>  | 197  | 324  | 591   | 944   | 1,379 |
| 자본금            | 4    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금          | 61   | 137  | 137   | 137   | 137   |
| 기타자본구성요소       | 8    | -47  | -47   | -47   | -47   |
| 자기주식           | 0    | -60  | -60   | -60   | -60   |
| 이익잉여금          | 124  | 229  | 498   | 856   | 1,295 |
| 비지배주주지분        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>    | 197  | 324  | 591   | 944   | 1,379 |
| <b>부채와자본총계</b> | 287  | 565  | 944   | 1,366 | 1,851 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 108  | 79   | 210   | 184   | 266   |
| 당기순이익(손실)         | 82   | 108  | 269   | 357   | 439   |
| 비현금성항목등           | 40   | 55   | 93    | 117   | 138   |
| 유형자산감가상각비         | 13   | 22   | 21    | 23    | 25    |
| 무형자산상각비           | 0    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 기타                | 26   | 32   | 72    | 93    | 112   |
| 운전자본감소(증가)        | 1    | -58  | -83   | -198  | -201  |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | -2   | -20  | -50   | -27   | -18   |
| 재고자산의감소(증가)       | -5   | -63  | -113  | -60   | -40   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | 10   | 31   | 70    | 37    | 25    |
| 기타                | -32  | -55  | -146  | -192  | -234  |
| 법인세납부             | -17  | -30  | -76   | -101  | -124  |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -28  | -110 | -163  | -119  | -106  |
| 금융자산의감소(증가)       | -4   | -37  | -68   | -37   | -31   |
| 유형자산의감소(증가)       | -10  | -45  | -21   | -27   | -29   |
| 무형자산의감소(증가)       | -2   | -3   | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -12  | -25  | -74   | -55   | -47   |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | -11  | -5   | 20    | 19    | 14    |
| 단기금융부채의증가(감소)     | -14  | -8   | 26    | 14    | 9     |
| 장기금융부채의증가(감소)     | -6   | -9   | -2    | 9     | 9     |
| 자본의증가(감소)         | 9    | 76   | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -1   | -64  | -3    | -4    | -4    |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 68   | -35  | 89    | 102   | 191   |
| 기초현금              | 57   | 125  | 90    | 180   | 282   |
| 기말현금              | 125  | 90   | 180   | 282   | 473   |
| FCF               | 98   | 34   | 189   | 157   | 237   |

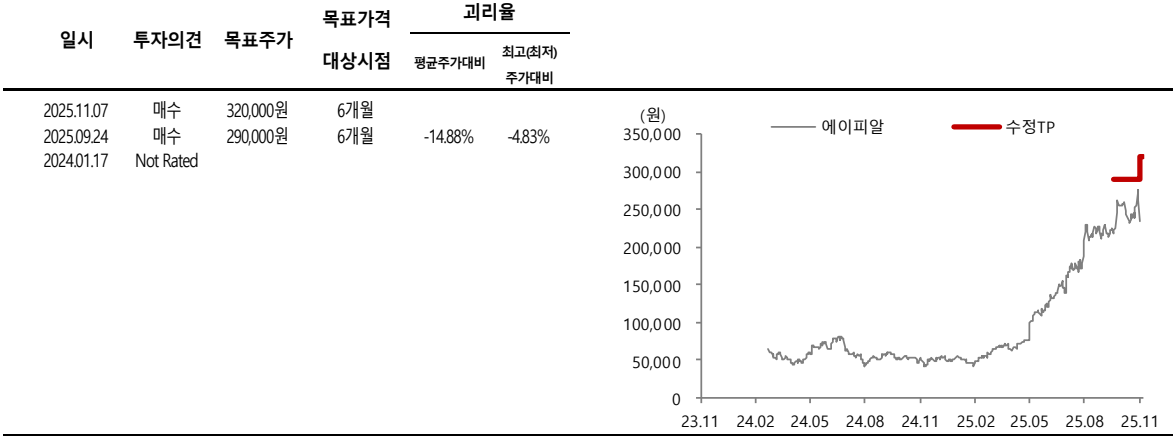
자료 : 에이피알 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 524  | 723  | 1,464 | 1,859 | 2,125 |
| <b>매출원가</b>     | 128  | 179  | 355   | 443   | 510   |
| <b>매출총이익</b>    | 395  | 544  | 1,109 | 1,416 | 1,615 |
| 매출총이익률(%)       | 75.5 | 75.2 | 75.7  | 76.2  | 76.0  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 291  | 421  | 767   | 964   | 1,063 |
| <b>영업이익</b>     | 104  | 123  | 342   | 451   | 552   |
| 영업이익률(%)        | 19.9 | 17.0 | 23.4  | 24.3  | 26.0  |
| <b>비영업손익</b>    | 2    | 11   | 3     | 7     | 11    |
| 순금융손익           | 2    | 2    | 2     | 5     | 9     |
| 외환관련손익          | -1   | 6    | 2     | 2     | 3     |
| 관계기업등 투자손익      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 106  | 133  | 345   | 458   | 563   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 20.2 | 18.4 | 23.6  | 24.6  | 26.5  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 24   | 26   | 76    | 101   | 124   |
| <b>계속사업이익</b>   | 82   | 108  | 269   | 357   | 439   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 82   | 108  | 269   | 357   | 439   |
| 순이익률(%)         | 15.6 | 14.9 | 18.4  | 19.2  | 20.7  |
| <b>지배주주</b>     | 82   | 108  | 269   | 357   | 439   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 15.6 | 14.9 | 18.4  | 19.2  | 20.7  |
| <b>비지배주주</b>    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>총포괄이익</b>    | 81   | 106  | 267   | 353   | 435   |
| <b>지배주주</b>     | 81   | 106  | 267   | 353   | 435   |
| <b>비지배주주</b>    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>EBITDA</b>   | 118  | 145  | 364   | 475   | 578   |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |       |        |        |        |        |
| 매출액                    | 31.7  | 38.0   | 102.6  | 26.9   | 14.3   |
| 영업이익                   | 165.6 | 17.8   | 178.7  | 31.9   | 22.2   |
| 세전계속사업이익               | 171.9 | 26.0   | 159.1  | 32.6   | 22.9   |
| EBITDA                 | 136.3 | 22.9   | 150.5  | 30.6   | 21.6   |
| EPS                    | 168.9 | 25.9   | 155.0  | 32.6   | 22.9   |
| <b>수익성 (%)</b>         |       |        |        |        |        |
| ROA                    | 34.6  | 25.2   | 35.7   | 30.9   | 27.3   |
| ROE                    | 54.9  | 41.3   | 58.9   | 46.5   | 37.8   |
| EBITDA마진               | 22.5  | 20.1   | 24.8   | 25.6   | 27.2   |
| <b>안정성 (%)</b>         |       |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 266.5 | 197.1  | 236.5  | 313.1  | 405.7  |
| 부채비율                   | 45.9  | 74.7   | 59.7   | 44.7   | 34.2   |
| 순차입금/자기자본              | -55.4 | -1.8   | -16.5  | -20.2  | -27.0  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 93.3  | 38.5   | 110.1  | 121.5  | 129.7  |
| 배당성향                   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |       |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 2,242 | 2,822  | 7,196  | 9,543  | 11,730 |
| BPS                    | 5,414 | 10,058 | 17,388 | 26,824 | 38,447 |
| CFPS                   | 2,624 | 3,412  | 7,778  | 10,182 | 12,425 |
| 주당 현금배당금               | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |       |        |        |        |        |
| PER                    | 0.0   | 17.7   | 32.5   | 24.5   | 19.9   |
| PBR                    | 0.0   | 5.0    | 13.5   | 8.7    | 6.1    |
| PCR                    | 0.0   | 14.7   | 30.1   | 23.0   | 18.8   |
| EV/EBITDA              | -0.9  | 13.1   | 22.7   | 17.2   | 13.8   |
| 배당수익률                  | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

|                                          |    |        |    |       |    |       |
|------------------------------------------|----|--------|----|-------|----|-------|
| SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 07 일 기준) | 매수 | 92.02% | 중립 | 7.98% | 매도 | 0.00% |
|------------------------------------------|----|--------|----|-------|----|-------|