EARNINGS REVIEW

7 Nov. 2025

박종현 화장품 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

에이피알 (278470)

가장 높은 산, 가장 긴 강

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	320,000	300,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (11/06)	234,000원
예상 주가상승률	36.8%
시가총액	87,588억원
비중(KOSPI내)	0.27%
발행주식수	37,431천주
52주 최저가/최고가	41,900 - 276,000원
90일 일평균거래대금	1,344억원
외국인 지분율	26.2%
주요주주지분율(%)	
김병훈 (외 6인)	34.8
국민연금공단 (외 1인)	0.8
Morgan Stanley (외 1인)	0.8

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	17.7	31.4	24.0
PBR(배)	6.0	20.5	11.1
EV/EBITDA(배)	13.1	23.0	16.6
배당수익률(%)	0.0	1.5	1.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(8.2)	207.1	348.3	368.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(21.7)	149.8	291.2	300.2

Issue

3Q25P Review

Pitch

미국 판매 호조에 따른 영업 레버리지로 컨센서스 상회. 추정치 상향하며, 적정주가 32만원 상향

Rationale

- 3Q25P 매출액 3,859억원(YoY +122%, QoQ +18%), 영업이익 961억원(YoY +253%, QoQ +14%)을 기록하며, 컨센서스 소폭 상회. 탑라인 부합에도 불구, 이익률 상회는 영업 레버리지에 기인. 1) 전분기 대비 B2C 비중 증가에 따른 원가율 감소와 2) 해외 비중 증가에 따른 판가 상승으로 인한 GPM 개선 주효. 다만, 해외 매출 비중 80% 수준으로 해외 비중 증가에 따른 GPM 개선은 향후 제한적 발생 전망
- [미국] 매출액 1,505억원으로 YoY +280% 증가하였으며, 매출 비중 60% 차지하는 아마존에서 프라임 데이 성과 기반 견조한 실적 기록하였으며, 틱톡샵 또한 20% 비중으로 성장을 견인. Ulta Beauty Sell-in 매출은 70 - 80억원 수준으로 2Q25대비 +100% 가까이 성장하며, Ulta Beauty 내 상위권 K뷰티 브랜드로 안정적으로 안착 중. [일본] 오프라인 초도 부재에 따라 매출액 466억원 기록하며, QoQ +6% 증가. [기타] 854억원으로 YoY +292%, QoQ +7%. B2B 매출은 강력한 Sell-Through가 나타나기보다는 유럽 주요 시장에 입점이 확대되며, 2026E 본격적인 재고 소진 관측 기대
- 4Q25E 매출액 4,524억원(YoY +85%, QoQ +17%), 영업이익 1,102억원(YoY +178%, QoQ +15%)을 전망. 블랙프라이 데이를 앞둔 10월 프라임 빅딜 데이 성과로 아마존 주요 8개 제품 매출액이 MoM +40% 증가. 아마존에서 K뷰티 카테고리를 전략 품목으로 설정한만큼 금번 블랙프라이데이 행사에 따른 성수기 효과 기대
- 시장의 기대 속도 대비 미국 오프라인 침투가 빠른 속도로 나타나고 있음. 2026E에는 미국 MS 확대와 유럽 매출 본격화가 성장 포인트. 추정치 상향에 따라 적정주가 32만원 상향

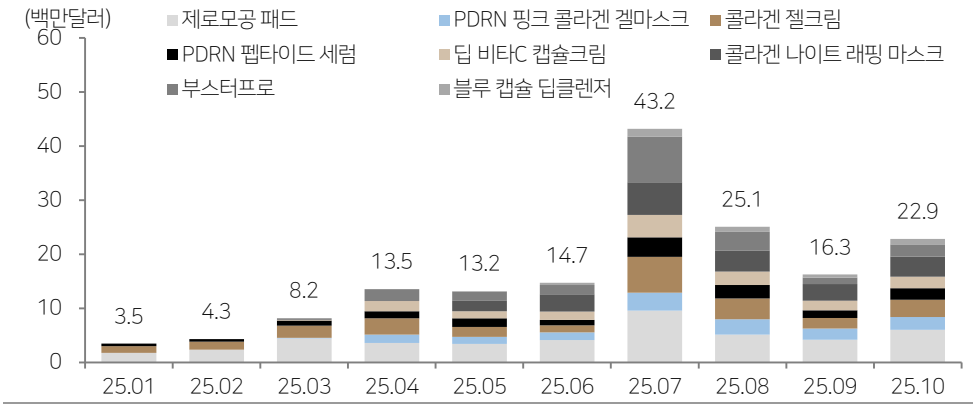
3Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.09(P)	2025.09(E)	vs Chg	2025.09(E)	vs Con	2024.09(A)	YoY	2025.06(A)	QoQ
매출액	385.9	387.6	(0.4)	371.2	4.0	174.1	121.7	327.7	17.8
영업이익	96.1	89.2	7.8	86.2	11.5	27.2	252.8	84.6	13.7
지배주주순이익	74.6	67.3	10.8	68.7	8.6	16.0	366.3	66.3	12.6
OPM	24.9	23.0	1.9	23.2	1.7	15.6	9.3	25.8	(0.9)
NIM	19.3	17.4	2.0	18.5	0.8	9.2	10.1	20.2	(0.9)

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: **메디큐브 아마존 BSR 상위 8개 제품 매출 추정**



Source: Helium10, 다올투자증권

Fig. 2: **PER 밸류에이션**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
EPS(원)	229	326	834	2,242	2,822	7,443	9,760
YOY		*42%*	*156%*	*169%*	*26%*	*164%*	*31%*
적정 PER(배)							33.0
적정주가(원)							322,085
적정주가(원)						320,000	

Note: 글로벌 화장품 평균 PER 적용
Source: 다올투자증권

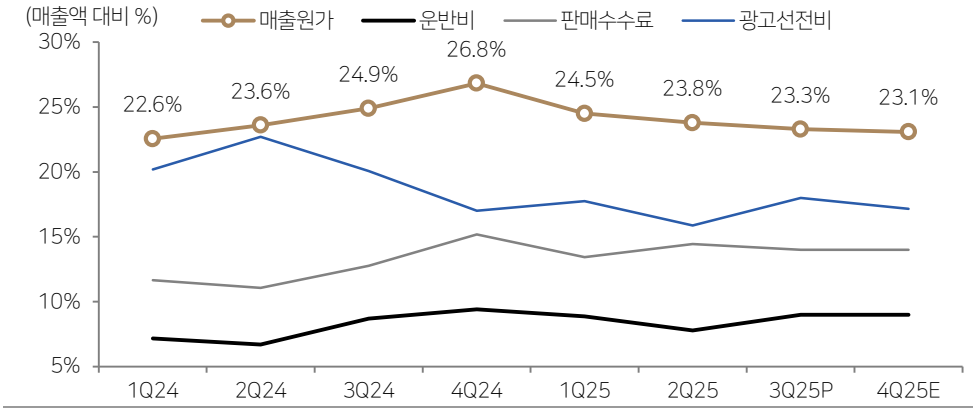
Fig. 3: **에이피알 실적변경**

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09
매출액	437.1	366.1	427.9	503.2	452.4	381.7	443.6	506.9	3.5	4.2	3.7	0.7
영업이익	98.7	79.6	99.1	117.8	110.2	89.5	111.2	129.3	11.6	12.4	12.2	9.7
영업이익률	22.6	21.7	23.2	23.4	24.4	23.4	25.1	25.5	1.8	1.7	1.9	2.1
EBITDA	106.2	87.2	106.8	125.6	117.7	97.0	118.9	137.0	10.8	11.3	11.3	9.1
EBITDA이익률	24.3	23.8	24.9	25.0	26.0	25.4	26.8	27.0	1.7	1.6	1.8	2.1
지배주주순이익	74.7	60.8	74.7	89.2	83.4	68.3	83.9	98.1	11.6	12.3	12.3	10.0

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 에이피알, 다올투자증권

Fig. 4: **매출액 대비 계정별 비중의 추이 및 전망**



Source: 다올투자증권

Fig. 5: **에이피알 실적**

(단위: 십억원, %, %p)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	148.9	155.5	174.1	244.2	266.0	327.7	385.9	452.4	722.8	1,432.1	1,905.4
YoY	*21.9%*	*21.8%*	*42.8%*	*60.6%*	*78.6%*	*110.8%*	*121.7%*	*85.3%*	*38.0%*	*98.1%*	*33.0%*
해외	66.1	77.1	100.3	156.2	189.3	254.5	309.9	361.8	399.6	1,115.5	1,579.3
YoY	*73.5%*	*73.3%*	*78.6%*	*134.9%*	*186.2%*	*230.3%*	*209.1%*	*131.6%*	*94.8%*	*179.1%*	*41.6%*
미국	24.8	24.9	39.6	69.0	70.9	96.2	150.5	196.6	158.3	514.2	753.6
YoY	*196.4%*	*108.8%*	*123.3%*	*130.7%*	*186.2%*	*285.8%*	*280.1%*	*185.0%*	*133.0%*	*224.9%*	*46.6%*
일본	9.8	9.4	15.2	17.7	29.3	43.9	46.6	53.1	52.2	172.9	249.4
YoY	*16.1%*	*13.2%*	*78.6%*	*125.0%*	*198.3%*	*366.1%*	*206.5%*	*200.0%*	*57.2%*	*231.6%*	*44.2%*
중화권	20.0	26.4	23.7	27.8	28.4	34.7	27.4	29.6	88.6	109.7	142.3
YoY	*26.3%*	*43.5%*	*0.8%*	*34.6%*	*41.8%*	*31.6%*	*15.8%*	*6.6%*	*27.8%*	*23.7%*	*29.8%*
기타	11.5	16.3	21.8	41.7	60.7	79.7	85.4	82.4	68.5	279.1	385.1
YoY	*111.5%*	*181.0%*	*239.6%*	*416.7%*	*426.8%*	*388.7%*	*292.0%*	*97.5%*	*799.6%*	*307.1%*	*38.0%*
국내	82.8	78.4	73.9	88.0	76.8	73.2	76.0	90.7	323.1	316.7	326.2
YoY	*-1.5%*	*-5.7%*	*12.3%*	*2.9%*	*-7.3%*	*-6.7%*	*2.9%*	*3.0%*	*1.4%*	*-2.0%*	*3.0%*
화장품/뷰티	65.4	71.6	85.0	116.3	165.0	227.1	272.3	303.2	338.4	967.6	1,323.8
YoY	*36.6%*	*33.1%*	*53.6%*	*103.2%*	*152.3%*	*216.9%*	*220.4%*	*160.7%*	*57.9%*	*186.0%*	*36.8%*
뷰티 디바이스	66.8	68.2	74.5	103.4	90.9	90.0	103.1	131.8	312.8	415.9	544.0
YoY	*30.0%*	*39.8%*	*62.2%*	*47.4%*	*36.2%*	*32.1%*	*38.5%*	*27.5%*	*44.7%*	*33.0%*	*30.8%*
기타	16.8	15.7	14.7	24.5	10.1	12.2	10.5	17.4	71.6	50.2	37.7
YoY	*-27.0%*	*-37.5%*	*-29.1%*	*-0.5%*	*-39.7%*	*-22.0%*	*-28.4%*	*-29.0%*	*-23.3%*	*-29.8%*	*-25.0%*
OP	27.8	28.0	27.2	39.7	54.6	84.6	96.1	110.2	122.7	345.4	474.8
YoY	*19.7%*	*13.0%*	*24.6%*	*15.5%*	*96.5%*	*201.8%*	*252.8%*	*177.6%*	*17.8%*	*181.5%*	*37.4%*
OPM	18.6%	18.0%	15.6%	16.3%	20.5%	25.8%	24.9%	24.4%	17.0%	24.1%	24.9%
매출원가율	*22.6%*	*23.6%*	*24.9%*	*26.8%*	*24.5%*	*23.8%*	*23.3%*	*23.1%*	*24.8%*	*23.6%*	*23.1%*
판관비율	*58.8%*	*58.4%*	*59.5%*	*56.9%*	*55.0%*	*50.4%*	*51.8%*	*52.6%*	*58.2%*	*52.3%*	*52.0%*
판관비	87.6	90.8	103.5	139.0	146.3	165.2	199.9	237.8	420.9	749.3	989.9
인건비	12.4	11.2	11.6	13.5	15.0	17.1	17.4	22.2	48.7	71.8	87.6
운반비	10.7	10.4	15.2	23.0	23.6	25.5	34.7	40.7	59.2	124.6	171.0
광고선전비	30.1	35.3	34.9	41.5	47.2	52.0	69.5	77.6	141.9	246.4	327.8
판매수수료	17.4	17.2	22.2	37.1	35.7	47.3	54.0	63.3	93.8	200.4	271.3
NP(지배)	24.1	24.1	16.0	43.4	49.9	66.3	74.6	83.4	107.6	274.2	359.6
YoY	*18.7%*	*28.4%*	*-12.9%*	*80.0%*	*107.3%*	*175.2%*	*366.3%*	*92.1%*	*31.9%*	*154.9%*	*31.1%*
NPM	16.2%	15.5%	9.2%	17.8%	18.8%	20.2%	19.3%	18.4%	14.9%	19.1%	18.9%

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 에이피알, 다올투자증권

에이피알 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	219.3	286.0	521.7	896.3	1,238.1
현금성자산	132.5	114.9	227.4	498.5	750.5
매출채권	23.6	49.1	72.9	92.4	111.1
재고자산	56.5	109.7	208.9	292.8	363.8
비유동자산	68.0	279.1	214.0	235.1	263.8
투자자산	49.5	221.9	146.8	152.8	159.0
유형자산	14.2	51.4	60.5	74.6	96.3
무형자산	4.3	5.8	6.7	7.7	8.6
자산총계	287.3	565.1	735.7	1,131.4	1,501.9
유동부채	82.3	145.1	209.9	245.7	280.1
매입채무	39.8	70.1	132.1	167.4	201.4
유동성이자부채	17.6	24.9	27.1	27.1	27.1
비유동부채	8.1	96.5	90.9	91.2	91.6
비유동이자부채	5.8	88.1	81.7	81.7	81.7
부채총계	90.4	241.6	300.8	336.9	371.8
자본금	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	61.1	136.8	147.6	147.6	147.6
이익잉여금	123.7	229.1	312.3	671.9	1,007.5
자본조정	8.5	(46.2)	(28.8)	(28.8)	(28.8)
자기주식	0.0	(59.9)	0.0	0.0	0.0
자본총계	196.9	323.5	434.9	794.5	1,130.1
투하자본	81.9	293.2	288.3	375.6	458.1
순차입금	(109.2)	(1.9)	(118.6)	(389.7)	(641.7)
ROA	34.6	25.2	42.2	38.5	32.4
ROE	54.9	41.3	72.3	58.5	44.4
ROIC	101.8	52.8	94.8	108.4	102.5

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	523.8	722.8	1,432.1	1,905.4	2,281.3
증가율 (Y-Y,%)	31.7	38.0	98.1	33.0	19.7
영업이익	104.2	122.7	345.4	474.8	563.7
증가율 (Y-Y,%)	165.6	17.8	181.5	37.4	18.7
EBITDA	118.1	145.2	375.0	505.6	595.9
영업외손익	1.6	10.6	(1.9)	(0.4)	(0.4)
순이자수익	2.2	2.1	0.4	0.5	0.6
외화관련손익	(0.5)	6.3	(5.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	105.8	133.3	343.5	474.4	563.3
당기순이익	81.5	107.6	274.2	359.6	427.0
지배기업당기순이익	81.5	107.6	274.2	359.6	427.0
증가율 (Y-Y,%)	172.2	31.9	154.9	31.1	18.7
NOPLAT	80.3	99.0	275.8	359.9	427.3
(+) Dep	13.9	22.5	29.5	30.8	32.1
(-) 운전자본투자	(9.7)	28.8	60.6	67.7	55.4
(-) Capex	9.7	45.0	27.0	43.8	52.5
OpFCF	94.3	47.6	217.7	279.2	351.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	33.5	40.8	53.3	53.8	46.7
영업이익증가율(3Yr)	93.1	104.9	106.5	65.8	66.2
EBITDA증가율(3Yr)	81.5	88.8	95.8	62.4	60.1
순이익증가율(3Yr)	117.8	111.3	109.2	64.0	58.3
영업이익률(%)	19.9	17.0	24.1	24.9	24.7
EBITDA마진(%)	22.5	20.1	26.2	26.5	26.1
순이익률(%)	15.6	14.9	19.1	18.9	18.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	107.8	79.1	360.9	323.1	404.2
당기순이익	81.5	107.6	274.2	359.6	427.0
자산상각비	13.9	22.5	29.5	30.8	32.1
운전자본증감	1.1	(58.3)	53.1	(67.7)	(55.4)
매출채권감소(증가)	(1.7)	(20.3)	(24.4)	(19.5)	(18.7)
재고자산감소(증가)	(4.5)	(63.5)	(101.3)	(83.9)	(71.0)
매입채무증가(감소)	10.0	31.3	63.3	35.3	33.9
투자현금	(28.3)	(109.7)	(120.5)	(53.5)	(62.4)
단기투자자산감소	(4.3)	(37.3)	(88.0)	(1.5)	(1.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.6)	(1.1)	(1.2)
설비투자	(9.7)	(45.0)	(27.0)	(43.8)	(52.5)
유무형자산감소	(2.2)	(2.6)	(1.9)	(2.2)	(2.2)
재무현금	(11.5)	(4.8)	(139.2)	0.0	(91.4)
차입금증가	(19.7)	(16.6)	(9.8)	0.0	0.0
자본증가	9.0	15.4	(127.3)	0.0	(91.4)
배당금지급	0.0	0.0	131.2	0.0	91.4
현금 증감	68.1	(35.0)	99.9	269.6	250.4
총현금흐름(Gross CF)	121.4	162.1	316.5	390.8	459.5
(-) 운전자본증가(감소)	(9.7)	28.8	60.6	67.7	55.4
(-) 설비투자	9.7	45.0	27.0	43.8	52.5
(+) 자산매각	(2.2)	(2.6)	(1.9)	(2.2)	(2.2)
Free Cash Flow	94.3	(5.9)	249.1	269.6	341.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.6	1.1	1.2
잉여현금	94.3	(5.9)	248.5	268.5	340.6

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,242	2,822	7,443	9,760	11,590
BPS	26,480	8,333	11,440	21,020	29,964
DPS	0	0	3,590	2,500	3,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	17.7	31.4	24.0	20.2
PBR	n/a	6.0	20.5	11.1	7.8
EV/ EBITDA	n/a	13.1	23.0	16.6	13.6
배당수익율	0.0	0.0	1.5	1.1	1.3
PCR	n/a	11.8	27.2	22.1	18.8
PSR	n/a	2.6	6.0	4.5	3.8
재무건전성 (%)					
부채비율	45.9	74.7	69.2	42.4	32.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	266.5	197.1	248.5	364.8	441.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	31.0	46.5	43.5	36.6	33.5
현금+투자자산(%)	69.0	53.5	56.5	63.4	66.5
자본구조					
차입금(%)	10.6	25.9	20.0	12.0	8.8
자기자본(%)	89.4	74.1	80.0	88.0	91.2

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 90.9%	HOLD : 9.1%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

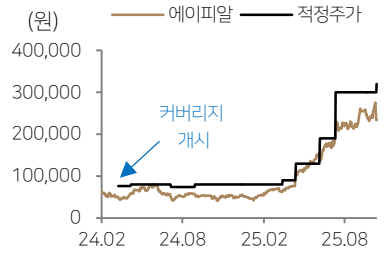
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단.
적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

에이피알 (278470)



일자	커버리지 개시	2024.04.04	2024.05.03	2024.08.01	2024.08.01	2024.09.25
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		380,000원	400,000원	370,000원	370,000원	400,000원
일자	2024.11.07	2025.04.09	2025.05.09	2025.07.03	2025.08.06	2025.11.07
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	80,000원	90,000원	130,000원	190,000원	300,000원	320,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.04.04	380,000원	49,032원	57,800원	-35.5	-24.0
2024.05.03	400,000원	66,730원	80,500원	-16.6	0.6
2024.08.01	370,000원	52,437원	59,000원	-29.1	-20.3
2024.09.25	400,000원	52,271원	54,500원	-34.7	-31.9
2024.11.07	80,000원	54,983원	71,300원	-31.3	-10.9
2025.04.09	90,000원	72,832원	98,400원	-19.1	9.3
2025.05.09	130,000원	126,376원	154,200원	-2.8	18.6
2025.07.03	190,000원	169,061원	183,700원	-11.0	-3.3
2025.08.07	300,000원	231,831원	276,000원	--22.7	-8.0
2025.11.07	320,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 11월 06일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.