

# 에이피알 (278470/KS)

## Keep Going

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

**Signal:** Ulta 온라인 순위 트래픽 및 영국 아마존 순위 트래픽 긍정적  
**Key:** 높은 실적 성장성에 더해, 유럽 내러티브 구체화 시 리레이팅 가능  
**Step:** 화장품 업종 Top-pick 관점 유지, 매수 추천

### 매수(유지)

목표주가: 440,000 원(상향)  
 현재주가: 317,000 원  
 상승여력: 38.8%

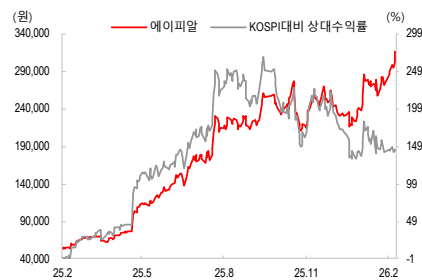
### STOCK DATA

주가(26/02/26)	317,000 원
KOSPI	6,307.27 pt
52주 최고가	317,000 원
60일 평균 거래대금	138 십억원

### COMPANY DATA

발행주식수	3,743 만주
시가총액	11,866 십억원
주요주주	
김병훈(외 5)	34.81%
자사주	0.00%
외국인 지분율	32.54%

### 주가 및 상대수익률



### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,457	1,846	2,191
영업이익	십억원	348	459	600
순이익(지배주주)	십억원	273	359	470
EPS	원	7,298	9,600	12,560
PER	배	31.7	33.0	25.2
PBR	배	16.6	20.6	17.8
EV/EBITDA	배	23.3	17.8	13.7
ROE	%	69.7	73.6	83.6
배당성향	%	104.0	93.8	87.6

### 성장의 축 #1: 미국 오프라인

동사의 메디큐브 브랜드는 현재 미국 오프라인 시장에서 Ulta 에 입점해 있으며, 입점 후 순위 트래픽이 빠르게 올라오고 있다. 당사가 집계한 BSR 점수를 기준으로 Ulta 전체 스킨케어 카테고리에서 메디큐브는 4 위를 기록 중이다. 이를 근거로 올해 Ulta 에서 1,000억 원 넘는 매출을 무난히 기록할 것으로 전망한다. Ulta 향 매출은 B2B 방식으로, 아마존과 틱톡 등 온라인 채널과 달리 판관비가 절감되어 상대적으로 수익성이 좋은 것으로 파악된다. 절대적인 매출이 더해지는 것도 좋지만, 이익 기여도가 높은 채널이라는 점에 주목할 필요가 있다. 내러티브 관점에서도 Ulta 에서의 성과는 중요하다. Ulta는 4,460만 활성 로열티 회원을 보유하고 있으며, 총매출의 95%가 회원에서 발생할 정도로 로열티 회원은 Ulta만의 고유 무형자산이다. 또한 회원 중 75%는 매장만 이용하는 것으로 파악된다. 즉, 동사가 작년에 주력했던 미국 온라인 화장품 시장과 별개의 영역에서 새로운 고객층에 접근이 가능해진다는 점에서 고객 풀이 넓어지는 효과를 기대할 수 있다.

### 성장의 축 #2: 유럽 온라인 B2C 시장 침투

동사는 작년 10 월 영국을 시작으로 올해 유럽 온라인 B2C 시장을 본격적으로 공략할 계획이다. 이 시장을 공략함으로써 ① B2C 매출 볼륨 확대에 더해 ② B2C 인지도를 발판으로 한 오프라인 채널 침투까지 내러티브의 확장이 가능하다. 영국이 B2C 채널 입점이 가장 빨랐는데, 당사가 파악하는 바로는 영국 아마존에서 메디큐브는 이미 매우 높은 성과를 내고 있다. 당사가 집계한 페이스 스킨케어 카테고리에서 메디큐브의 BSR 점수는 800 점 수준을 기록 중이다. 같은 방식으로 산출한 미국 아마존 BSR 점수가 약 800 점 수준이기에, 영국 아마존에서 메디큐브 브랜드의 인지도가 벌써 미국만큼 올라왔다는 걸 확인할 수 있다. 올해 3월부터는 독일을 시작으로 다른 서유럽 국가들까지 B2C 채널 침투가 시작될 예정이다. 언어가 미국과 다르기에, 지역별 맞춤형 마케팅이 필요하나, 동사의 뛰어난 인하우스 마케팅 역량을 고려했을 때 유럽 시장으로의 침투 성공 가능성이 높다. 유럽 온라인 B2C 사업이 성공적일 경우, 온라인에서 쌓은 인지도를 바탕으로 오프라인 채널에 입점했던 미국의 사업 전략이 재현될 가능성이 높다.

### 화장품 업종 Top-pick 유지

'25 년에 미국 온라인 채널을 중심으로 워낙 빠르게 성장했고 매출 볼륨이 커졌음에도, 올해 미국 오프라인과 유럽 B2C 침투를 성장의 축으로 삼아 높은 실적 성장성을 보여 줄 것이다. 실적 외에도, 유럽 B2C 침투가 가시적인 성과를 낼 경우 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것이다. 서유럽 B2C 시장에서 유의미하게 침투한 K 뷰티 브랜드의 사례는 아직 미국에 비해 희소하며, 희소성은 곧 높은 가치를 정당화는 요소라고 판단한다. 실적 성장성과 내러티브 관점에서 추가적인 주가 상승 여력이 충분하다고 판단해 목표 주가를 440,000 원으로 상향하며, 에이피알에 대해 화장품 업종 내 Top-pick 관점을 유지한다.

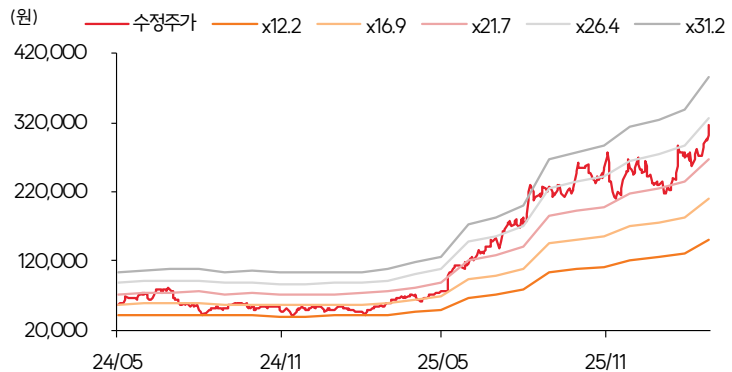
에이피알 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'24	'25P	'26E
<b>매출액</b>	266	328	386	548	504	547	595	692	723	1,527	2,338
/YoY	79	111	122	124	90	67	54	26	38	111	53
<b>지역별</b>											
한국	77	73	76	73	79	75	78	75	323	299	308
미국	71	96	151	255	209	229	257	306	158	573	1,001
일본	29	44	47	69	63	70	79	86	52	189	297
중화권	28	35	27	32	31	38	30	35	91	122	135
기타	61	80	85	119	123	135	151	189	99	345	597
<b>매출액 YoY</b>											
<b>지역별</b>											
한국	-7	-7	3	-17	3	3	3	3	1	-7	3
미국	187	286	280	270	195	138	71	20	133	262	75
일본	198	366	207	289	114	59	69	25	57	262	57
중화권	39	50	26	25	10	10	10	10	31	35	10
B2B 및 기타	442	308	260	169	102	70	76	59	183	249	73
<b>영업이익</b>	55	85	96	130	128	140	147	169	123	365	585
/YoY	97	202	253	228	135	66	53	30	18	198	60
/OPM	21	26	25	24	25	26	25	24	17	24	25

자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	481	
유통주식수	주	(B)	37,430,655	
12MF EPS	원	(C)	12,850	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	35	대형 브랜드사 12MF PER 에 외형 성장성 차이를 고려해 20% 할증
목표주가	원	(E)	440,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	317,000	
주가 상승여력	%	(G)	38.8%	(E)/(F) - 1

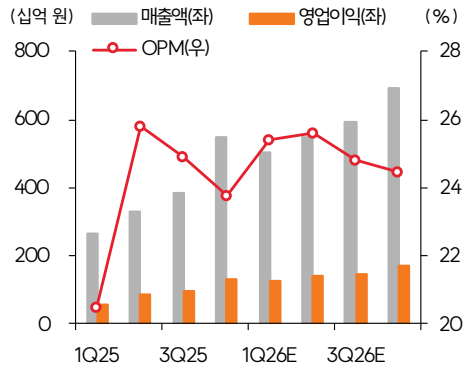
자료: SK 증권

에이피알 주가와 12MF PER 밴드차트



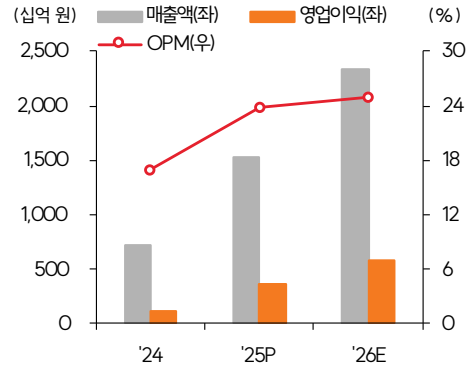
자료: Quantwise, SK 증권

에이피알 분기 실적 추이 및 추정치



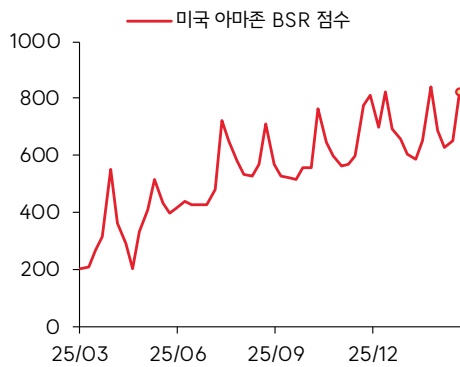
자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 연간 실적 추이 및 추정치



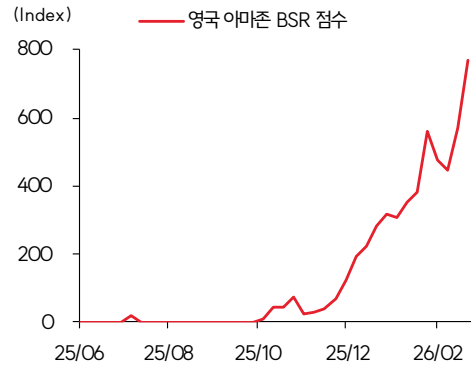
자료: 에이피알, SK 증권

메디큐브 미국 아마존 페이스 스킨케어 BSR 점수



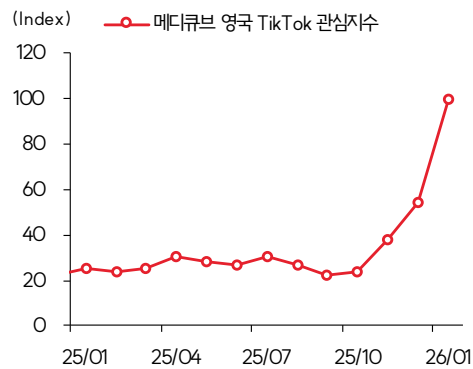
자료: Amazon U.S., SK 증권

메디큐브 영국 아마존 페이스 스킨케어 BSR 점수



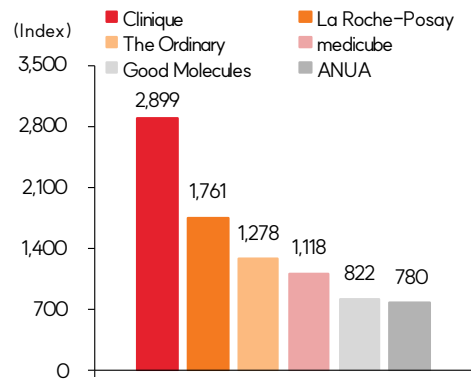
자료: Amazon U.K., SK 증권

메디큐브 영국 지역 TikTok 관심지수 추이



자료: TikTok, SK 증권

미국 Ultra 온라인몰 스킨케어 상위 6개 브랜드 BSR 점수 현황



자료: Ultra, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	219	286	500	588	708
현금및현금성자산	125	90	90	67	89
매출채권 및 기타채권	24	49	99	125	149
재고자산	57	110	221	280	333
<b>비유동자산</b>	68	279	312	348	382
장기금융자산	19	62	99	120	140
유형자산	14	51	51	55	59
무형자산	4	6	5	4	4
<b>자산총계</b>	287	565	812	937	1,090
<b>유동부채</b>	82	145	249	304	353
단기금융부채	18	25	50	64	75
매입채무 및 기타채무	39	68	138	175	207
단기충당부채	1	2	3	4	5
<b>비유동부채</b>	8	96	103	116	129
장기금융부채	6	88	86	95	104
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	8	15	20	23
<b>부채총계</b>	90	242	352	420	482
<b>지배주주지분</b>	197	324	460	516	608
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	368	428	524
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	197	324	460	516	608
<b>부채외자본총계</b>	287	565	812	937	1,090

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	108	79	214	338	458
당기순이익(손실)	82	108	273	359	470
비현금성항목등	40	55	96	122	155
유형자산감가상각비	13	22	21	23	25
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	26	32	74	98	129
운전자본감소(증가)	1	-58	-82	-47	-40
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-20	-50	-26	-23
재고자산의감소(증가)	-5	-63	-112	-59	-52
매입채무및기타채무의증가(감소)	10	31	69	37	33
기타	-32	-55	-150	-198	-260
법인세납부	-17	-30	-77	-101	-133
<b>투자활동현금흐름</b>	-28	-110	-83	-78	-76
금융자산의감소(증가)	-4	-37	-28	-16	-15
유형자산의감소(증가)	-10	-45	-21	-27	-29
무형자산의감소(증가)	-2	-3	0	0	0
기타	-12	-25	-34	-35	-32
<b>재무활동현금흐름</b>	-11	-5	-115	-281	-358
단기금융부채의증가(감소)	-14	-8	25	13	12
장기금융부채의증가(감소)	-6	-9	-2	9	9
자본의증가(감소)	9	76	0	0	0
배당금지급	0	0	-134	-299	-374
기타	-1	-64	-3	-4	-4
<b>현금의 증가(감소)</b>	68	-35	-0	-23	23
기초현금	57	125	90	90	67
기말현금	125	90	90	67	89
FCF	98	34	193	311	429

자료 : 에이피알, SK증권 추정

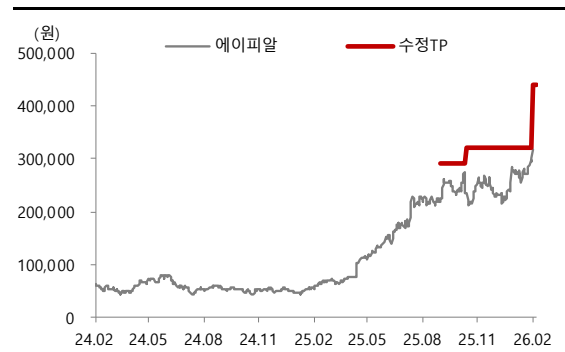
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	524	723	1,457	1,846	2,191
매출원가	128	179	353	439	525
<b>매출총이익</b>	395	544	1,104	1,407	1,666
매출총이익률(%)	75.5	75.2	75.7	76.2	76.0
<b>판매비와 관리비</b>	291	421	756	948	1,065
<b>영업이익</b>	104	123	348	459	600
영업이익률(%)	19.9	17.0	23.9	24.8	27.4
<b>비영업손익</b>	2	11	2	2	2
순금융손익	2	2	1	0	0
외환관련손익	-1	6	2	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	106	133	350	461	603
세전계속사업이익률(%)	20.2	18.4	24.0	25.0	27.5
<b>계속사업법인세</b>	24	26	77	101	133
<b>계속사업이익</b>	82	108	273	359	470
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	82	108	273	359	470
순이익률(%)	15.6	14.9	18.7	19.5	21.5
지배주주	82	108	273	359	470
지배주주귀속 순이익률(%)	15.6	14.9	18.7	19.5	21.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	81	106	271	355	466
지배주주	81	106	271	355	466
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	118	145	370	483	626

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	31.7	38.0	101.6	26.7	18.7
영업이익	165.6	17.8	183.8	31.7	30.9
세전계속사업이익	171.9	26.0	162.7	31.5	30.8
EBITDA	136.3	22.9	154.8	30.4	29.8
EPS	168.9	25.9	158.6	31.5	30.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	34.6	25.2	39.7	41.1	46.4
ROE	54.9	41.3	69.7	73.6	83.6
EBITDA마진	22.5	20.1	25.4	26.1	28.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	266.5	197.1	200.7	193.4	200.5
부채비율	45.9	74.7	76.4	81.5	79.3
순차입금/자기자본	-55.4	-1.8	-1.7	4.8	1.9
EBITDA/이자비용(배)	93.3	38.5	112.1	123.6	139.8
배당성향	0.0	0.0	104.0	93.8	87.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,242	2,822	7,298	9,600	12,560
BPS	5,414	10,058	13,899	15,392	17,845
CFPS	2,624	3,412	7,879	10,239	13,255
주당 현금배당금	0	0	7,590	9,000	11,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	0.0	17.7	31.7	33.0	25.2
PBR	0.0	5.0	16.6	20.6	17.8
PCR	0.0	14.7	29.3	31.0	23.9
EV/EBITDA	-0.9	13.1	23.3	17.8	13.7
배당수익률	0.0	0.0	3.3	3.9	4.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.02.26	매수	440,000원	6개월		
2025.11.07	매수	320,000원	6개월	-21.68%	-5.63%
2025.09.24	매수	290,000원	6개월	-14.88%	-4.83%
2024.10.14	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(증권권)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 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 (2026 년 02 월 27 일 기준)	매수	중립	매도
	92.86%	7.14%	0.00%