

2025. 3. 11



▲ 생활소비재

Analyst 박종대

02. 6454-4892

jdpark@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 84,000 원

현재주가 (3.10) 65,300 원

상승여력 28.6%

KOSPI 2,570.39pt

시가총액 24,319억원

발행주식수 3,724만주

유동주식비율 64.16%

외국인비중 16.07%

52주 최고/최저가 80,500원/41,000원

평균거래대금 348.3억원

주요주주(%)

김병호 외 3 인 33.36

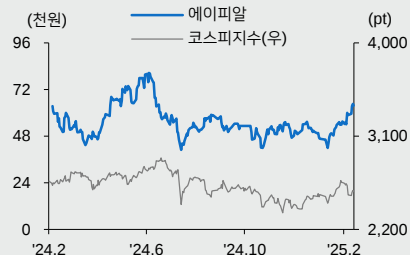
국민연금공단 8.57

주가상승률(%)

1개월 35.1 6개월 17.7 12개월 24.6

절대주가 상대주가 32.5 15.5 29.9

주가그래프



에이피알 278470

K-홈뷰티 디바이스를 전세계에 알리다

- ✓ 화장품+디바이스 → 글로벌, 매출 2020~'24년 CAGR 35% 고신장
- ✓ 2025년 매출 1조원 대기업을 향하여
- ✓ 적정주가 84,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

화장품+디바이스 → 글로벌, 매출 2020~'24년 CAGR 35% 고신장

2024년 매출 규모는 7,728억원(YoY 38%)으로 뷰티 디바이스 매출 비중이 43%, 화장품이 46%를 차지하고 있다. 2020년 매출 2,199억원부터 지난 4년 동안 연평균 35% 고신장했다. 해외 매출 비중이 54%에 달한다. 미국과 일본 등 해외 7개 지역은 온라인 중심으로, 이외 지역은 2024년 B2B 비즈니스를 통해 빠르게 진출하고 있다. 뷰티 디바이스 사업은 높은 가성비로 국내는 물론 해외에서도 고성장 중이다. 화장품 사업은 높은 마케팅 역량 및 뷰티 디바이스와 시너지로 2024년 매출 천억원을 넘어섰다.

2025년 매출 1조원 대기업을 향하여

회사는 2025년 매출 1조원, 연간 영업이익률 17~18%를 가이드선으로 제시하고 있다. 2025년 일본 매출이 700억원 이상, 미국 매출은 3천억원 이상, 해외 B2B 매출은 1,200억원 수준이 가능할 전망이다. 유럽 진출을 본격화하고 있는 점을 주목할 필요가 있다. 1분기를 저점으로 점진적으로 QoQ 매출이 증가하는 모습이 기대된다. 2025년 연간 매출과 영업이익은 각각 전년 대비 38%, 41% 성장한 9,972억원과 1,725억원, 1분기 매출과 영업이익은 각각 2,185억원(YoY 47%), 361억원(YoY 30%) 수준으로 추정한다.

적정주가 84,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

적정주가 84,000원은 12MF EPS에 적정 PER 21배를 적용한 가격이다. 2024년~'27년 연평균 EPS 성장률 26%에 PEG 1배를 적용한 후 20% 할인했다. i) 글로벌 홈뷰티 디바이스 시장의 고성장과 함께 국내 시장 점유율 1위 사업자로, ii) 미국 시장에 안착하고 일본과 유럽 등지로 확장을 본격화하고 있어 성장 여력과 실적 가시성이 높다. 다만 ii) 홈뷰티 디바이스가 기술 진입장벽이 높지 않은 만큼 중장기 경쟁심화 우려는 밸류에이션 할인 요인이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	523.8	104.2	81.6	2,249	166.3	5,414	0.0	0.0	-0.9	54.9	45.9
2024P	722.8	122.7	106.2	2,805	24.7	7,951	17.8	6.3	13.5	42.5	39.2
2025E	997.2	172.5	139.9	3,752	33.8	11,897	17.4	5.5	12.0	37.5	35.6
2026E	1,211.4	218.1	175.7	4,719	25.8	16,616	13.8	3.9	8.8	33.1	30.5
2027E	1,408.5	267.6	214.7	5,764	22.2	22,380	11.3	2.9	6.4	29.6	26.0

1. 사업구조: 화장품+디바이스 → 글로벌

1) 기업 현황: 매출 규모 7,230억원, 2020~'24년 CAGR 35%

4년간 CAGR 35% 고신장

2024년 매출 규모는 7,728억원(YoY 38%)으로 뷰티 디바이스(이하 디바이스) 매출 비중이 43%, 화장품이 46%를 차지하고 있다. 2020년 매출 2,199억원부터 지난 4년 동안 연평균 35% 고신장했다. 해외 매출 비중이 54%에 달하며, 온라인에서 대부분 매출이 발생하고 있다. 과거에는 자사몰이 컸는데, 2024년 하반기부터 일본과 미국 아마존 매출이 커지면서 채널 구조는 물론 계절성도 바뀌었다. 블랙프라이데이 같은 행사 영향이다.

마케팅 이해도 높음

2014년 회사 설립할 때부터 업종은 기초 화장품이었다. 온라인 마케팅을 중심으로 판매를 했기 때문에 마케팅에 대한 이해도가 굉장히 높다. 현재 600명 직원 가운데 250명이 마케팅 콘텐츠를 만들고 인플루언서와 협업하고, 콘텐츠를 제작하는 업무를 하고 있을 정도이다. 작은 광고회사 하나가 회사 안에 있다고 보면 된다. 2022년부터 디바이스 사업을 하게 되었다. 2023년 국내부터 가파른 성장세를 보였고, 2023년 하반기부터 해외에서도 고성장 중이다. 화장품에서 일정 고객 확보했기 때문에 디바이스 카테고리도 빠르게 전파될 수 있었다.

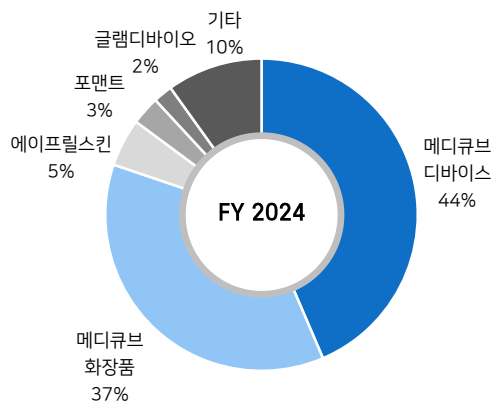
'24년 하반기부터
B2B 확장

미국, 일본, 중국, 홍콩, 대만, 싱가포르와 말레이까지 해외 7개 지역은 온라인 중심으로 국내 마케팅팀에서 관리하고 있고, B2B 비즈니스가 2024년 본격화되어, 해외 벤더를 영업 조직이 20명 내외로 꾸려져 있다. 7개 지역 이외는 온라인(국내 마케팅) 중심이 아니라 벤더를 통해 빠르게 진출하는 것을 목표로 하고 있다. 박람회 같은 행사에 나가서 딜러들을 만나 계약했고, 2024년 하반기부터는 실리콘투나 예스아시안을 통해서 B2B사업을 확장하고 있다. B2B 사업 내에서 실리콘투가 40%, 예스아시아가 20%, 나머지가 직접 영업이다.

B2B 비중 상승 시
수익성 확대 가능

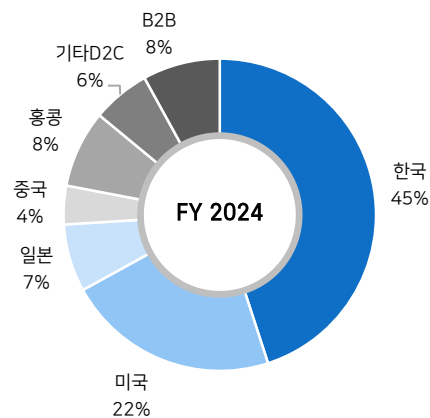
수익성을 보면 디바이스의 영업이익률이 22%, 화장품이 10% 후반 정도 된다. 2024년 말 미국 프로모션 기간 매출이 대단히 좋았는데, 블랙프라이데이 이후에도 매출이 계속 이어지고 있다. 마케팅 비용은 매출의 20~25% 정도를 목표하고 있으며, 전년도 4분기에는 20% 미만이었다. 최근 온라인 플랫폼 매출 비중이 상승하면서 판매수수료와 운반비 비중이 상승하고 있다. B2B 매출 비중이 상승하게 되면 도매 가격 기준 매출이므로 수익성이 다소 올라갈 수 있다. 영업이익은 2020년 145억원에서 2024년 1,227억원까지 8.8배 증가했다.

그림1 에이피알 브랜드별 매출 비중



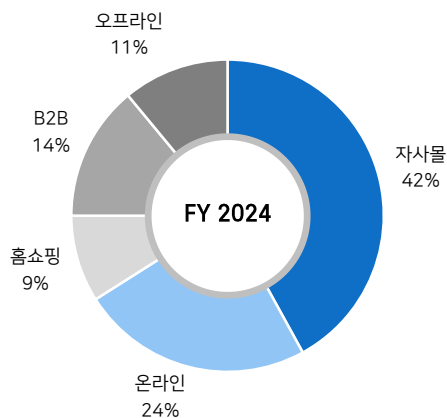
자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에이피알 지역별 매출 비중



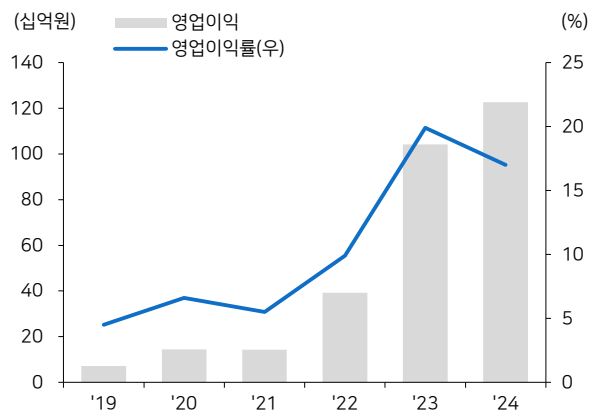
자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

그림3 에이피알 판매 채널별 매출 비중



자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에이피알 영업이익, 영업이익률



자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

2) 뷰티 디바이스: 높은 가성비로 글로벌 진출 본격화

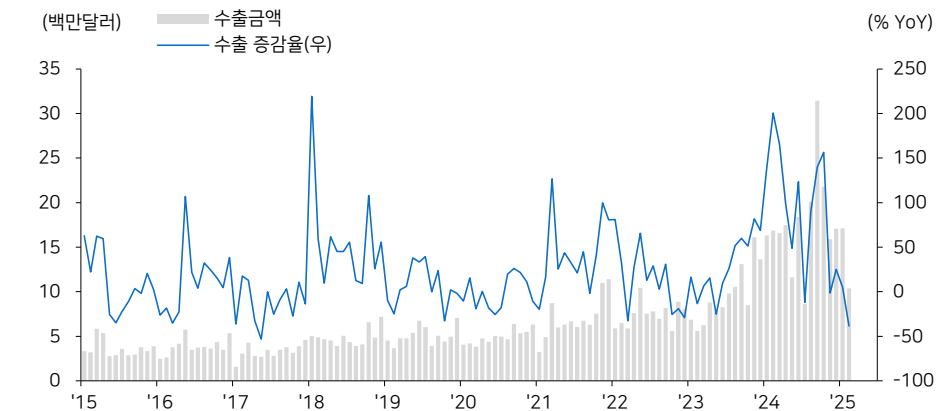
디바이스 개발/생산 내재화

디바이스는 기술개발부터 내재화했다. 2022년 하반기부터 에이피알 디자인센터를 설립했고, 2024년 자체 생산을 시작했다. 직접 생산한 신제품 판매가 잘 되어서 2 공장을 바로 지었다. 2024년 1분기 4.9만대, 2분기 4.2만대, 3분기 6.7만대에 이어 4분기 19.2만대 판매 추이를 보일 정도로 성장이 가파르다. 2024년 4분기에만 미국에서 매출이 320억원 발생했다. 아마존에서는 2024년 2분기부터 디바이스 매출이 발생했는데, 4분기에 급격하게 커졌다. 이미 K뷰티 수요는 있었고, 마침 디바이스 수요가 있던 차에 들어가서 같이 커졌다는 분석이다.

홈뷰티 디바이스 시장 고성장 전망

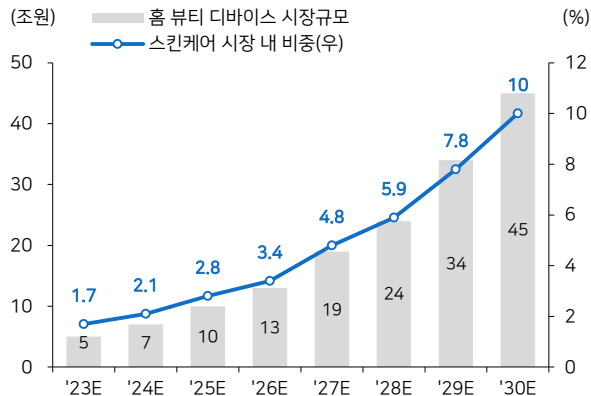
세계 홈뷰티 디바이스 시장규모는 2024년 약 7조원 수준으로 추산되고 있는데, 2030년 45조원으로 연평균 36% 고신장할 전망이다. 지역적으로 보면 미국이 1.9조원에서 2030년 9.7조원으로 가장 큰 폭 성장이 예상되는데, 그만큼 에이피알의 미국 사업 안착이 큰 의미가 있다. 한국의 2024년 가정용 미용기기 가파른 수출 증가는 대부분 에이피알이 담당했다고 해도 과언이 아니다.

그림5 가정용 미용기기 수출 추이



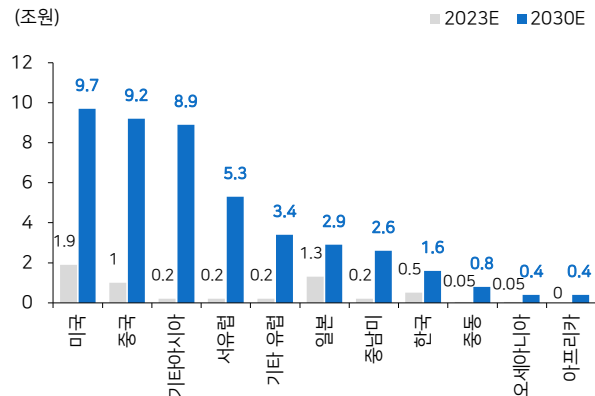
주: HS CODE 8543702020 기준
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 세계 홈뷰티 디바이스 시장 규모



자료: Euromonitor, GlobalData, Kearny, 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국가별 홈뷰티 디바이스 시장 규모 전망



자료: Kearny, 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

에너지원 별로 분류 가능

홈뷰티 디바이스의 종류는 크게는 에너지원별로 HIFU/RF 원천기술 디바이스와 EP/MC 디바이스로 나눌 수 있다. HIFU/RF는 데일리 스킨케어와 피부과 시술 사이에 포지셔닝 되어 있으며, 피부과의 전문 미용의료기기 울썸라(HIFU), 써마지(RF)를 벤치마크해서 직접적인 피부 개선을 추구한다. EP/MC 디바이스는 기초화장품의 흡수율을 높여주는 것이 핵심이다. 즉, HIFU/RF는 집에서 피부과 시술을 유사하게 따라할 수 있게 만든 것이며, EP/MC는 데일리 스킨케어 개념이라고 할 수 있다.

기술력 차이는 크지 않음

디바이스의 가격대별로는 100만원~200만원 이상의 고가 디바이스와 보급형 중저가 디바이스로 나뉜다. 가격대별/에너지원별 세그먼트가 확실히 구분되어 있다. 어떤 원천기술을 사용했는지, 효능을 어디에 중점으로 두었는지 정도의 차이는 있지만 디바이스별 기술력 차이는 크게 없다는 분석이다. 고가 디바이스는 대부분 HIFU/RF 원천기술 기반 전문 의료기기 업체의 제품이며, 중저가(30~50만) 가격대는 원래부터 유명했던 누페이스 트리니티, 미국 로컬 브랜드 몇 개와 에이피알, 동국제약 정도이다. 에이피알 하이포커스샷이 HIFU 디바이스이다.

표1 뷰티 디바이스 에너지원별 특성

에너지원	방식	기능	상세
HIFU	초음파(고주파)	탄력, 리프팅	근막층 타겟, 전체적인 리프팅, 윤곽개선
EMS	중주파(전기자극)	탄력, 리프팅	근막층 타겟, 전체적인 리프팅, 윤곽개선
RF	고주파	콜라겐 생성	진피층 타겟, 콜라겐 재생, 주름개선, 피부탄력
EP	전기천공법	흡수 촉진/모공	전기 펄스를 통해 피부 표면에 미세한 홀 형성
MC	미세전류	콜라겐 생성	전기자극을 통해 콜라겐 생성

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 주요 홈뷰티 디바이스 비교

회사명	기기명	가격
하이로닉	홈썸라	210만원
이루다	뉴즈미 라인소닉	249만원
	뉴즈원	89.9만원
지온메디텍	듀얼소닉	89.5~500만원
파마리서치	리쥬리프	159만원
동국제약	마데카프라임 인피니티	90만원
	마데카프라임 탕글샷	25.9만원
	마데카프라임 탕글샷	42.9만원
에이피알	AGE-R 부스터프로	32.9만원
	AGE-R 하이 포커스 샷	27.9만원
	AGE-R 울트라톤 40.68	34.9만원
	AGE-R 부스터프로 미니	10.9만원
아모레퍼시픽	스킨라이트 테라피 3	35만원
달바	시그니처 울썸라 더블 샷	29.9만원
뉴스킨(미국)	에이지락 페이스 갈바닉 스파	37.5만원
야만(일본)	프레스티지 SP	880달러
테라바디(미국)	테라페이스 프로	399달러
누페이스(미국)	트리니티 플러스	395달러
솔라웨이브(미국)	래디언트 페이스 왓드	189달러

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

에이피알의 높은 가성비

아마존에 디바이스 제품군은 있는데, 에이피알과 경쟁관계는 성립하지 않는 듯 하다. 화장품 흡수를 잘 시켜주는 '부스터 프로'가 에이피알 핵심 제품인데, 200달러가 평균 가격이다. 뉴스킨 외 기타 제품 가격은 평균 400~500달러로 상당히 높다. 이외 LED 마스크처럼 효용이 낮은 제품들이 30~40달러 가격을 형성하고 있어 에이피알의 경쟁 상대는 아니다. 가격의 틈새를 잘 파고들어 가성비 높은 제품으로 어필하고 있는 것이다.

뉴스킨은 갈바닉 기술로 흡수를 높여준다. 갈바닉 기술은 같은 극끼리 밀어내는 성질이 있는 매우 약한 전류로化妆품을 이온화시켜 피부에 침투시키는데, 상호작용하는 화장품이 제한돼 있다. 즉, 비타민C 계열 화장품 흡수율만 높여주는 다바이스라고 할 수 있다. 기계에서 음이온 성분을 내보내서 척력으로 비타민C를 밀어 넣어주는 방식이다. 에이피알 제품은 순간적인 전기 자극으로 세포간 간격을 일시적으로 열어주면서 흡수를 높인다. 아마존에 유사한 제품은 거의 없으며, 유사한 방식이더라도 성능이 다르다.

자체개발+생산
→ 차별화

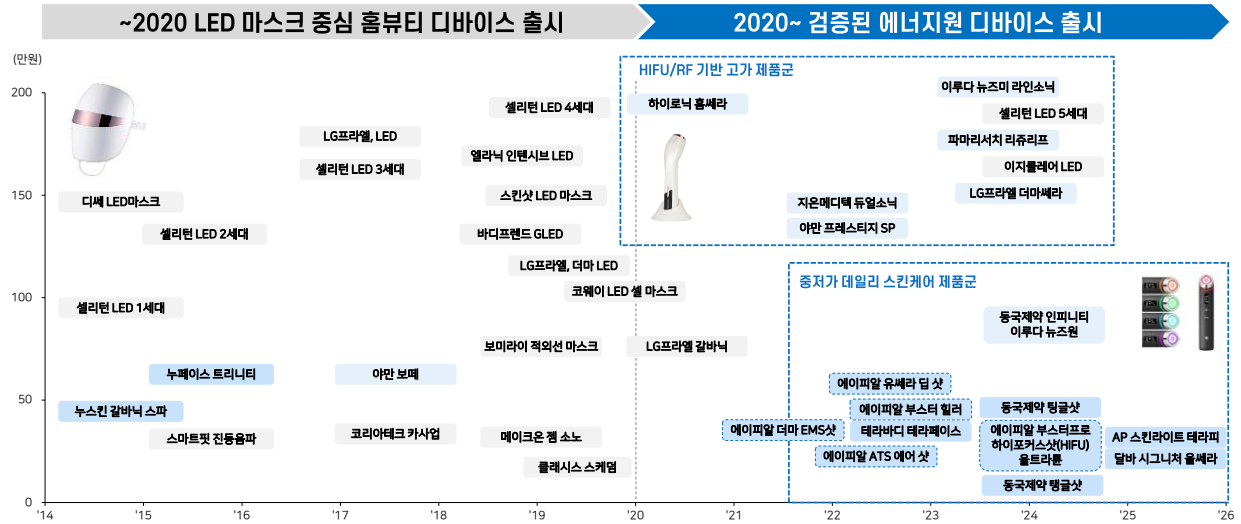
에이피알 디바이스 1세대는 '부스터 힐러'로 화장품 흡수율을 430% 개선시켜주는 데, 2세대는 800% 올려준다. 동국제약에서 에이피알 1세대와 유사 제품을 출시한 바 있는데, 가격은 오히려 동국제약 제품이 더 비싼 편이다. 디바이스는 갈수록 차별화를 심화시킬 것으로 보고 있다. 자체생산 시설과 R&D센터(연구 인력 30여명)를 두고 하위 업체와 격차를 더 벌리고 있는데, 국내 시장 2023년 판매 점유율 33%, 2024년 60% 이상으로 보고 있다. 더 강력한 경쟁자가 들어올 수도 있다는 생각 때문에 글로벌로 치고 나가고 있는 것이라고 한다.

대기업 진출 가능성 존재

대기업 진출 가능성도 염두에 두어야 한다. LG전자가 디바이스 사업을 하고 있는데, 외주 생산으로 소수의 고객에게 높은 가격으로 판매하는 전략을 구사하고 있다. 듀얼소닉(지온메디텍)도 초음파 활용 모델인데, 대당 가격 100만원 이상, 백화점에서 판매하고 있다. 에이피알은 경쟁력 있는 가격으로 빠르게 보급을 확대하는 전략으로 현재 사업이 겹친다고 보기 힘들다. 하지만 특별한 기술 장벽이 존재하지 않기 때문에 국내는 물론 글로벌 대기업들의 진출 가능성을 열어놔야 한다.

제품별로 특징이 있는데, 부스터프로는 표피층에 화장품 흡수율을 높여주고, 울트라튠은 진피에 콜라겐을 생성시키며, 하이포커스샷은 SMAS에 열을 주어 수축하면서 피부에 탄력을 개선시킨다. 디바이스 매출에서, 부스터프로 65%, 울트라튠 하이포커스샷이 각각 5%를 차지하고 있다.

그림8 2014~2024: 대표 홈뷰티 디바이스 분류



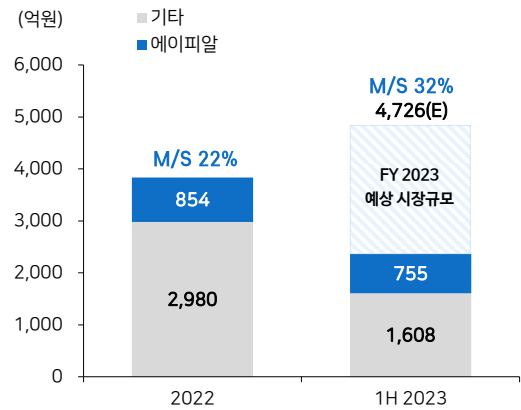
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 에이피알 디바이스 종류와 기술 및 효과



자료: 에이피알

그림10 AGE-R 국내 홈뷰티 디바이스 시장 점유율



자료: Kearney, 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

3) 화장품: 높은 마케팅 역량으로 디바이스와 시너지

화장품 매출 빠르게 증가

2024년 상반기에 마케팅 중심으로 인력을 강화하면서 화장품 매출이 빠르게 늘고 있다. 원래 화장품이 베이스 회사였기 때문에 이상한 현상은 아니다. 디바이스가 후속으로 나왔는데 매출 규모가 더 커지니까 인력을 디바이스 부문으로 이전했다가 상장 후 화장품 인력을 보충하고 있다. 외형 성장에는 일본 큐텐과 미국 아마존 효과가 크다. 아마존에서는 2024년 상반기 '제로 모공 패드'를 중심으로 하반기 '콜라겐 나이트 랩핑 마스크', '콜라겐 젤리 크림', '제로 엑소솜 샷' 등 단기간에 차기 히어로 프로젝트가 지속적인 성장을 기록하고 있고, PDRN 라인으로 확대 중이다.

다양한 채널 보유

미국 판매 채널은 3가지로 아마존(FBA) 55%, 틱톡샵 20%, 나머지 25%가 자사몰이다. 틱톡샵과 자사몰은 미국 현지 한진물류를 활용하고 있으며, 일본 큐텐은 직접 컨트롤하고 있다. 미국 현지 법인이 존재하지만 인력은 다 본사에 있다. 일본은 총판을 통해서 버라이어티숍, 돈키호테, 드럭스토어까지 진출을 도모하고 있다.

2. 향후 사업 및 투자 전략: 매출 구조를 보면 성장 여력이 더 커 보인다

글로벌 확장 진행 중

1) 매출 확대 전략: 미국 + 일본/유럽 중심 B2B 확장력 기대

빠른 글로벌 확장을 도모하고자 노력하는 모습이다. 2024년 상반기까지는 7개 지역 자사몰 중심으로 성장했다면, 하반기부터는 미국 채널과 일본, B2B 사업 확장이 두드러진다. 온라인은 자사몰에서 아마존/틱톡샵/일본큐텐으로 넓히고 있다. 해외 7개국 매출이 전체 매출의 52% 대부분 온라인인데, 일본만 오프라인을 시작, 2025년 초부터 입점을 시작했다. 일본의 현재 오프라인 진입 점포수는 1월말 기준 600여개(버라이어티숍 300여개, 돈키호테 300여개), 연말 3,000개 입점이 목표다. 디바이스도 앳코스메와 같은 버라이어티숍, 돈키호테도 입점 검토 중이며 우선 가전양판점 위주로 전개 계획이다. 일본 매출은 작년 540억원이며, 올해 40% 성장이 예상된다. B2B 판매 중 유럽과 중동 지역 비중은 2024년 4분기 기준 B2B 매출 가운데 각각 10%씩이다. 유럽은 2025년 내에 20%까지 증가할 전망이며, 중동 지역은 2025년 하반기부터 점진적 매출 비중 상승이 기대된다.

공장 투자 완료

2) 투자계획: 3공장까지 투자 완료, 2025년 별도 투자계획은 없음

2024년 제2, 제3공장 건설을 위해 500억원 투자를 한 만큼 올해 특별한 투자계획은 없다. 1공장은 서울 가산디지털단지에 있다. 2023년에 생산 내재화 진행하기 위해서 지었는데, 처음이라서 크게 짓지는 않았다. R&D 센터가 가산에 있어서 1공장과 같이 두고 있다. 1공장은 의료용 디바이스를 생산할 예정이다. 현재 홈뷰티 디바이스 라인은 다 2공장으로 이전했다. 2공장과 3공장은 평택에 있다. 가동률은 2공장 50% 정도이고, 디바이스는 100% 자체 생산하고 있다. 1공장 병목현상이 있었기 때문에 2공장은 넉넉한 캐파로 설립/운용하고 있다. 3공장은 연어 PDRN 추출 공장으로 성격이 다르며, 현재 시설 설비까지 들어와 있는 상태다. 올해 2분기 시가동 예정인데, 파마리서치의 리쥬란 같은 주사기 형태의 의료기기를 만드는 것이다.

3. 실적 추정과 밸류에이션

1) 4분기 실적 리뷰: 중장기 성장 여력 확인

4분기 화장품

YoY 100% 이상 성장

매출 2,442억원(YoY 61%)으로 압도적 성과를 기록했다. 뷰티 디바이스와 화장품 분기 매출이 각각 천억원을 돌파했다. 특히 화장품은 YoY 100% 이상 성장하는 기염을 토했고, 글로벌 유통망 확장의 성과를 보이며 중장기 외형 성장의 기반을 마련했다고 평가할 수 있다. 영업이익 396억원(YoY 15.4%)으로 매출 성장 대비 다소 저조했지만, 마케팅비 확대와 물류비 증가(항공 운송)에 의한 것으로 매출 성장이 가시화된 상황에서는 부정적으로 볼 요인이 아니다.

디바이스 58만대 판매

디바이스 판매대수는 58만대를 기록했다. 아마존에서 프로모션 기간 동안 부스터 프로 랭킹 1위를 지속했다. 국내에서는 지난 11월 부스터프로의 실속형 모델인 부스터프로 미니를 런칭했다. 합리적 가격대로 접근성 높이고, 10~20대까지 디바이스 고객층을 확대한다는 전략이다. 화장품 부문 매출은 처음으로 분기 매출 천억원을 넘었다. 매출 1,163억원(YoY 141%)을 기록했는데, 베스트셀러 제로모공패드의 견조한 매출 증가가 돋보였다. PDRN 등 기능성 화장품 라인 강화로 경쟁력을 제고하고 있다. 에이프릴 스킨은 미국 중심으로 성장 중이며, 메디큐브 다음 브랜드로 가능성을 보이고 있다.

해외매출 비중 대폭 상승

해외매출 비중이 64%로 YoY 20%p나 상승했다는 점이 고무적이며, 특히 미국을 중심으로 B2B 지역 가파른 성장이 추가적인 성장 여력을 높이고 있다. 미국 등 선진 시장 판매 호조 바탕으로 유럽과 중동 등 신규 시장 진출이 가속화될 것으로 예상된다. 미국 매출 690억원(YoY 131%)을 기록했다. 아마존에서 제로모공패드/콜라겐래핑마스크팩/부스터프로 등 주요 제품들이 랭킹 상위권에 오르면서 기록적인 성장을 했다. 화장품 부문만 YoY 182% 성장한 것이다.

'25년 B2B 매출

3배 증가 예상

일본 역시 177억원(YoY 125%)으로 고신장했는데, 11월 메가와리 프로모션 기간 브랜드 전체에서 2위를 기록할 정도였다. 화장품은 YoY 340% 성장했다. 중국 사업이 46억원으로 YoY 52% 감소한 점은 아쉬움이 있으나, 홍콩(매출 207억원, YoY 143%) 고신장으로 상쇄했다. 12월 오프라인 팝업 스토어 통해 현지 메디큐브 높은 브랜드 인지도 영향력을 확인했다. 이외 대만/싱가포르/말레이 포함 기타 지역 매출이 141억원으로 YoY 71% 성장세를 보였다. B2B 매출은 300억원으로 YoY 1,171%로 크게 뛰었는데, 불가리아/슬로바키아/그리스 등 유럽 국가 추가 진출 효과가 컸다. B2B 매출은 2022년 45억원에서 2023년 69억원, 2024년 600억원으로 크게 증가했는데, 2025년 3배 이상 증가를 예상하고 있다.

2) 2025년 가이드선스와 1분기 전망

가이드선스:

매출 1조원, OPM 17~18%

회사는 2025년 매출 1조원, 연간 영업이익률 17~18%를 가이드선스로 제시하고 있다. 일본 매출이 700억원 이상으로 늘어날 전망이다, 오프라인 3천개 점포에 입점한다면 더 클 듯 하다. 미국 매출은 4분기에 700억원을 기록한 만큼 2025년 3천억원 이상 가능할 전망이다. 미국 매출은 2022년 300억원 → '23년 600억원 → '24년 1,600억원을 달성한 바 있다. 회사 내부적으로는 2024년 대비 3배 이상 매출을 목표하고 있다. 해외 B2B 4분기 매출이 300억원이었는데, 2025년 연간 매출은 1,200억원 수준이 가능할 전망이다. 이 부문 가이드선스로는 1,500억원이다.

유럽 진출 본격화

유럽 진출을 본격화하고 있는 점을 주목할 필요가 있다. 주요 제품에 대한 CPNP 등록을 완료하면서 유럽 27개국 모두 진출 가능해졌다. 이어서 중동과 동남아 등 성장성 큰 신규 시장 진출을 적극적으로 확대한다는 전략이다. 최근 한국 화장품의 유럽 수출이 크게 늘어나고 있는 점을 감안하면 시의적절한 전략이다. 국내 사업은 매출 3천억원 수준을 유지하고, 홍콩+중국 1,000억원(2024년 홍콩 600억원, 중국 280억원), 기타 싱가포르/대만/말레이 등 500억원(2024년 400억원)을 목표하고 있다.

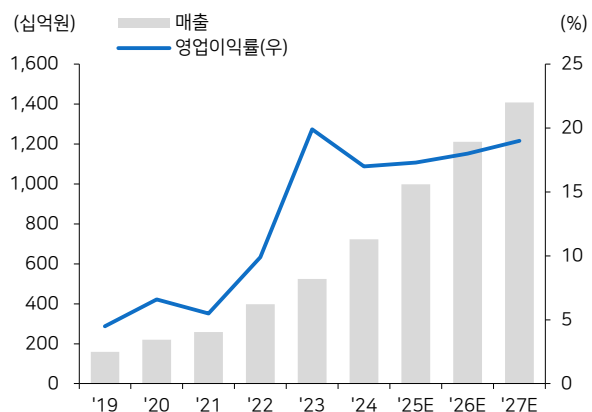
1분기 저점으로

QoQ 성장 기대

다만, 1분기 매출은 4분기보다 조금 떨어질 듯 하다. 4분기 블랙프라이데이 효과가 컸기 때문이다. 1분기 매출을 연간 저점으로 점진적으로 QoQ 매출이 증가하는 모습이 기대된다. 올해 가장 리스크 요인은 미국 화장품 시장 경쟁 심화 또는 둔화 가능성이다. 다만 에이피알이 미국 시장 경쟁을 심화시키는데 일조한 것도 사실이다. 국내 성장 정체는 아쉬운 부분이나 매출의 70%가 해외에서 나오게 되면 국내 사업은 캐시카우 역할 만으로도 충분하다.

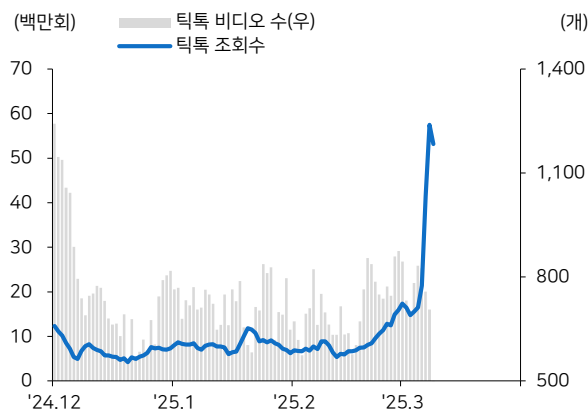
2025년 연간 매출과 영업이익은 각각 전년 대비 38%, 41% 성장한 9,972억원과 1,725억원, 1분기 매출과 영업이익은 각각 2,185억원(YoY 47%), 361억원(YoY 30%) 수준으로 추정한다.

그림11 에이피알 연간 실적 추이와 전망



자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

그림12 메리큐브 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

표3 에이피알 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출	148.9	155.5	174.1	244.2	218.5	205.6	244.2	328.9	523.8	722.8	997.2
뷰티 디바이스	66.8	68.2	74.3	103.4	88.2	93.4	106.7	160.7	216.2	312.6	449.0
국내	34.8	32.6	29.2	33.3	31.3	33.0	29.5	37.4	138.8	129.9	131.2
해외	32.0	35.6	45.1	70.1	56.9	60.4	77.2	123.3	75.6	182.7	317.8
화장품	65.4	71.6	85.1	116.3	116.8	100.0	124.6	146.2	214.3	338.5	487.5
국내	35.3	34.9	30.8	30.5	41.6	41.9	37.0	37.3	108.0	131.5	157.8
해외	30.1	36.8	54.3	85.8	75.1	58.1	87.7	108.8	108.1	207.1	329.8
기타	16.8	15.7	14.7	24.5	13.5	12.2	12.9	21.9	93.3	71.6	60.6
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.6	36.1	34.3	42.2	59.9	104.2	122.7	172.5
순이익	24.1	24.1	16.0	42.0	29.5	28.1	34.3	48.0	81.6	106.2	139.9
영업이익률(%)	18.6	18.0	15.6	16.2	16.5	16.7	17.3	18.2	19.9	17.0	17.3
매출(% YoY)	21.9	21.8	42.8	60.6	46.7	32.2	40.3	34.7	31.7	38.0	38.0
뷰티 디바이스	30.0	39.8	61.8	47.4	32.2	37.0	43.5	55.5	79.8	44.6	43.6
국내	-13.6	-4.4	19.1	-16.5	-10.0	1.0	1.0	12.5	62.5	-6.4	1.0
해외	194.8	149.7	116.3	136.1	78.0	70.0	71.1	75.9	116.8	141.6	73.9
화장품	36.6	33.1	53.9	103.2	78.5	39.5	46.4	25.7	21.4	58.0	44.0
국내	34.5	23.2	5.4	26.1	18.0	20.0	20.0	22.3	30.3	21.8	20.0
해외	37.6	42.0	103.9	155.0	149.3	58.1	61.3	26.9	18.1	91.5	59.3
기타	-27.0	-37.5	-29.1	-0.5	-19.3	-22.0	-12.0	-10.4	-7.6	-23.3	-15.4
영업이익(% YoY)	19.7	13.0	24.6	15.4	29.8	22.6	55.1	51.0	165.7	17.7	40.6
순이익(% YoY)	18.7	28.4	-12.9	74.1	22.3	16.7	114.2	14.4	172.3	30.2	31.8

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

표4 에이피알 연간 실적 전망과 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	397.7	523.8	722.8	997.2	1,211.4	1,408.5
뷰티 디바이스	120.3	216.2	312.6	449.0	563.7	674.3
국내	85.4	138.8	129.9	131.2	132.5	133.8
해외	34.9	75.6	182.7	317.8	431.1	540.5
화장품	176.5	214.3	338.5	487.5	594.2	686.4
국내	82.9	108.0	131.5	157.8	181.4	199.6
해외	91.5	108.1	207.1	329.8	412.8	486.8
기타	101.0	93.3	71.6	60.6	53.6	47.8
영업이익	39.2	104.2	122.7	172.5	218.1	267.6
지배주주순이익	30.0	81.6	106.2	139.9	175.7	214.7
적정시가총액(십억원)	629	1,713	2,230	2,939	3,690	4,508
주식수(천주)	35,926	36,377	37,242	37,242	37,242	37,242
적정주가(원)	17,507	47,084	59,876	78,905	99,090	121,052
적정PER(배)	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
EPS(원)	833.7	2,242.1	2,851.2	3,757.4	4,718.6	5,764.4
영업이익률(%)	9.9	19.9	17.0	17.3	18.0	19.0
매출(% YoY)	53.5	31.7	38.0	38.0	21.5	16.3
뷰티 디바이스	1,050.8	79.8	44.6	43.6	25.5	19.6
국내	970.7	62.5	-6.4	1.0	1.0	1.0
해외	1,308.3	116.8	141.6	73.9	35.6	25.4
화장품	9.0	21.4	58.0	44.0	21.9	15.5
국내	7.8	30.3	21.8	20.0	15.0	10.0
해외	10.3	18.1	91.5	59.3	25.2	17.9
기타	16.3	-7.6	-23.3	-15.4	-11.6	-10.7
영업이익(% YoY)	174.6	165.7	17.7	40.6	26.4	22.7
순이익(% YoY)	162.7	172.3	30.2	31.8	25.6	22.2

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

4. 투자 포인트: 적정주가 84,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

적정주가 84,000원은 12MF EPS에 적정 PER 21배를 적용한 가격이다. 2024년~'27년 연평균 EPS 성장률 26%에 PEG 1배를 적용한 후 20% 할인했다. i) 글로벌 홈뷰티 디바이스 시장의 고성장과 함께 국내 시장점유율 1위 사업자로, ii) 미국 시장에 안착하고 일본과 유럽 등지로 지역 확장을 본격화하고 있다는 점은 높은 성장 여력과 실적 가시성을 보여준다. 다만, iii) 홈뷰티 디바이스가 기술 진입장벽이 높지 않은 만큼 언제든지 글로벌 대기업의 사업 진출 가능성을 열어놓아야 한다는 점은 밸류에이션 할인 요인이다.

투자 포인트는 세가지로 요약된다.

1. 높은 성장 여력
첫째, 홈뷰티 디바이스, 미용기기 사업의 높은 성장 여력이다. 연평균 36% 고신장이 예상되는 미용기기 시장에서 높은 가성비와 마케팅 역량으로 세계 최대 시장 미국에 성공적으로 안착했다. 자체 생산설비와 R&D 기반으로 시장을 선도할 것으로 예상된다. K컬처는 이를 뒷받침해주는 든든한 후원군이 될 수 있다.
2. 글로벌 지역 확장
둘째, 글로벌 지역 확장 여력이 크다. 2024년 B2B 사업을 본격화하면서 사업 권역이 빠르게 확대되고 있다. 4분기에는 1년만에 B2B 매출 비중이 12%(약 300억원)까지 상승했다. 유럽과 미국 오프라인은 실리콘투 통해서, 일본 오프라인은 현지 총판을 활용하는 등 현지 유통에 가시성 높은 중간 벤더를 활용, 유연하게 접근하고 있어 실적 가시성이 높다.
3. 명확한 방향성
셋째, 명확히 외형 성장에 맞춰진 예산과 조직 운용이다. 전체 인원의 40%가 마케팅 조직이다. 마케팅비를 전체 매출의 25% 수준까지 열어놓고 외형 성장에 초점을 두고 있다. 화장품이 기술보다 브랜드와 마케팅이 중요하다는 점, 그리고 K컬처 확산과 더불어 글로벌 확장의 최적기라는 점을 감안하면 경영진의 명확한 방향성과 조직 및 예산 운용은 실적 가시성을 높게 하는 요인이다.

에이피알 (278470)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	523.8	722.8	997.2	1,211.4	1,408.5
매출액증가율(%)	31.7	38.0	38.0	21.5	16.3
매출원가	128.4	182.2	249.3	302.9	352.1
매출총이익	395.5	540.6	747.9	908.6	1,056.4
판매관리비	291.3	417.9	575.4	690.5	788.8
영업이익	104.2	122.7	172.5	218.1	267.6
영업이익률(%)	19.9	17.0	17.3	18.0	19.0
금융손익	2.4	11.6	8.1	8.6	9.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	105.8	133.3	179.6	225.6	275.6
법인세비용	24.3	27.1	39.7	49.9	60.9
당기순이익	81.6	106.2	139.9	175.7	214.7
지배주주지분 순이익	81.6	106.2	139.9	175.7	214.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	107.8	103.4	133.6	171.1	210.3
당기순이익(손실)	81.6	106.2	139.9	175.7	214.7
유형자산상각비	13.5	2.8	2.1	1.6	1.2
무형자산상각비	0.4	0.9	0.7	0.5	0.4
운전자본의 증감	1.1	-7.5	-10.4	-8.1	-7.5
투자활동 현금흐름	-28.3	-7.2	-10.0	-7.8	-7.2
유형자산의증가(CAPEX)	-9.7	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.9	-4.5	-6.2	-4.9	-4.5
재무활동 현금흐름	-11.5	1.9	2.8	1.8	1.4
차입금의 증감	-11.6	2.9	4.1	3.2	2.9
자본의 증가	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	68.1	98.0	126.4	165.1	204.6
기초현금	57.3	125.3	223.3	349.7	514.8
기말현금	125.3	223.3	349.7	514.8	719.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	219.3	353.0	528.6	732.2	972.1
현금및현금성자산	125.3	223.3	349.7	514.8	719.4
매출채권	22.5	31.0	42.8	52.0	60.4
재고자산	56.5	78.0	107.6	130.7	152.0
비유동자산	68.0	68.9	72.3	75.1	78.0
유형자산	14.2	11.4	9.4	7.8	6.6
무형자산	4.3	3.4	2.8	2.2	1.8
투자자산	17.7	22.2	28.4	33.3	37.7
자산총계	287.3	421.9	601.0	807.2	1,050.0
유동부채	82.3	109.8	147.8	177.4	204.7
매입채무	11.6	16.0	22.0	26.8	31.1
단기차입금	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	8.9	10.1	11.0	11.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	90.4	118.7	157.9	188.5	216.6
자본금	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
자본잉여금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
기타포괄이익누계액	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	123.7	229.9	369.8	545.6	760.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	197.0	303.1	443.1	618.8	833.5

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	14,445	19,093	26,736	32,528	37,822
EPS(지배주주)	2,249	2,805	3,752	4,719	5,764
CFPS	3,349	3,468	4,630	5,711	6,860
EBITDAPS	3,257	3,336	4,699	5,911	7,229
BPS	5,414	7,951	11,897	16,616	22,380
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	17.8	17.4	13.8	11.3
PCR	0.0	14.4	14.1	11.4	9.5
PSR	0.0	2.6	2.4	2.0	1.7
PBR	0.0	6.3	5.5	3.9	2.9
EBITDA(십억원)	118.1	126.3	175.3	220.2	269.2
EV/EBITDA	-0.9	13.5	12.0	8.8	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	54.9	42.5	37.5	33.1	29.6
EBITDA 이익률	22.5	17.5	17.6	18.2	19.1
부채비율	45.9	39.2	35.6	30.5	26.0
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	82.3	113.8	140.2	157.2	176.2
매출채권회전율(x)	24.2	27.0	27.0	25.6	25.1
재고자산회전율(x)	9.8	10.7	10.7	10.2	10.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

에이피알 (278470) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

