



BUY (Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(7/3) 146,700원

시가총액: 5조 5,811억원



화장품/섬유 의복 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/3)	3,116.27pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	154,200 원	41,000 원
등락률	-4.9%	257.8%
수익률	절대	상대
1M	19.1%	3.1%
6M	171.2%	112.5%
1Y	116.7%	94.3%

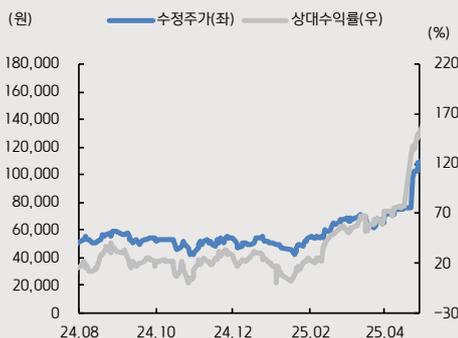
Company Data

발행주식수	38,044천주
일평균 거래량(3M)	606천주
외국인 지분율	24.0%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	14,194원
주요 주주	김병훈 외 5 인 34.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	523.8	722.8	1,315.7	1,842.1
영업이익	104.2	122.7	249.7	365.0
EBITDA	118.1	145.2	254.3	366.0
세전이익	105.8	133.3	270.9	386.3
순이익	81.5	107.6	219.4	309.0
지배주주지분순이익	81.5	107.6	219.4	309.0
EPS(원)	2,249	2,842	5,754	8,105
증감률(% YoY)	166.3	26.4	102.4	40.9
PER(배)	0.0	17.6	25.5	18.1
PBR(배)	0.00	5.89	10.33	6.59
EV/EBITDA(배)		13.1	21.4	14.3
영업이익률(%)	19.9	17.0	19.0	19.8
ROE(%)	54.9	41.3	50.7	44.5
순차입금비율(%)	-55.9	-2.9	-24.4	-41.5

Price Trend



에이피알 (278470)

B2B/미국/일본이 이끄는 성장



2분기 매출액은 3,158억원 (+103% YoY), 영업이익은 620억원 (+77% YoY, OPM 19.6%)으로 시장기대치를 상회할 전망. 해외 채널이 성장을 이끌고 있으며, 특히 글로벌 B2B, 미국, 일본 채널이 돋보임. 하반기에도 미국과 일본 채널의 성장세는 온라인 성장 모멘텀 지속과 오프라인 채널 확장 덕에 가파른 성장을 보일 전망이다. 이에 추정치를 상향조정. 아울러 최근 K뷰티 브랜드사에 대한 관심 증가와 동사의 견고한 성장세를 반영하여 타겟 PER도 상향조정하였음. 최선호주 유지, 목표주가 200,000원 제시.

>>> 2Q: 해외 성장 가속화

에이피알의 2분기 매출액은 3,158억원 (+103% YoY), 영업이익은 620억원 (+77% YoY, OPM 19.6%)으로 시장기대치를 상회할 전망이다. **해외 채널이 기대보다 더 빠르게 성장하고 있기 때문이다.**

해외 사업 매출액은 2,398억원 (+211% YoY)을 기록할 전망이다. **1분기와 마찬가지로, 미국/일본/글로벌B2B가 성장을 견인할 것이다. 채널별 YoY 성장률은 글로벌B2B +409%, 미국 +266%, 일본 +225%을 예상한다.**

- **글로벌 B2B:** 진출 국가와 채널이 증가한 덕분이다. 특히 유럽 지역은 인기 제품들에 대한 수요도 함께 증가하면서 높은 성장률을 기록할 전망이다.
- **미국:** QoQ 성장 흐름이 지속되면서, 계절성이 사라지고 있다. 아마존 채널을 중심으로 제로패드, 콜라겐팩, 비타C크림이 성장을 이끌고 있다.
- **일본:** 온라인 행사 흥행과 오프라인 채널 확장 덕분에 높은 성장률을 기록할 전망이다.

>>> 브랜드사 최선호주 유지, 목표주가 200,000원 상향

2025년 실적 추정치를 매출 1조 3,158억원(+82% YoY), 영업이익 2,497억원 (+104% YoY, OPM 19%)으로 **상향조정한다.** 상반기 성장을 견인한 글로벌 B2B, 미국, 일본 채널은 하반기에도 주요 성장 동력으로 작용할 전망이다. 이중 글로벌 B2B 채널은 작년부터 이어진 진출 국가 수 증가로 하반기부터 QoQ 성장률이 비교적 완만해질 수 있으나, 일본과 미국 채널은 온라인 성장 모멘텀과 오프라인 유통망 확대를 기반으로 보다 가파른 성장세가 기대된다. 일본은 연말까지 3,000개 매장, 미국은 8월까지 Ulta Beauty 1,400개 매장 입점(온/오프라인 SKU 20개 이상)이 마무리 될 전망이다. 온라인 채널 내 제품에 대한 긍정적인 소비자 반응이 오프라인 구매로 이어질 것이기에, 하반기에도 의미있는 외형 성장이 지속될 것으로 예상된다.

한편, 최근 국내 화장품 수출 호조로 글로벌 K-뷰티의 성장에 힘입어, 최근 화장품 업종 평균 PER이 상승하고 있다. (작년 연말 14배 → 21배) 동사는 업종 내에서도 평균 이상을 상회하는 해외 성장률을 보이고 있고, 글로벌 전 지역에서 성장 모멘텀이 가시화되고 있다는 점을 고려하여, 업종 평균 PER에 36% 프리미엄을 적용, 타겟 PER을 28배로 상향조정하였다.

타겟 멀티플
상향 배경

최근 국내 화장품 수출이 호조를 보이면서, 국내 화장품 업체들에 대한 기대감이 높아지고 있다. 상반기 국내 화장품 수출액은 전년 대비 +13% 증가했으며, 특히 미국(+14%), 일본(+16%), 폴란드(+142%), 러시아(+15%), 아랍에미리트(+68%) 등 주요 시장에서의 고른 성장세가 확인된다. 이에 따라 화장품 산업 전반의 밸류에이션도 상승 흐름을 보이고 있으며, 작년 연말 약 14배 수준이었던 업종 평균 PER은 현재 약 21배까지 상승한 상황이다.

전일 기준 에이피알의 주가는 선행 PER 24배 수준에서 거래되고 있다. 동사는 업종 내에서도 가장 두드러진 해외 성장률을 기록하고 있어, 밸류에이션 프리미엄을 정당화할 수 있다. 상반기 해외 매출 성장률은 +200%에 달할 것으로 예상되며, 특히 미국(+227%), 일본(+212%), 글로벌 B2B(+591%) 채널에서의 고성장이 두드러진다. 이에 따라 2024년 말 약 55%였던 해외 매출 비중은 2025년 76%, 2026년에는 83%까지 확대될 전망이며, 해외 채널이 명실상부한 성장의 중심축으로 자리잡고 있다.

과거에도 해외 수출을 기반으로 빠르게 성장한 화장품 브랜드사들은 업종 평균 대비 높은 멀티플을 적용받았다. 예컨대, 2012~2019년 중국향 수출 호조 시기에는 WICS 화장품 업종의 선행 PER이 평균 24배, 최고 40배까지 상승했는데, 당시 화장품 Pure Player이자 중국 내에서 성장성이 부각됐던 아모레퍼시픽은 업종 평균 대비 +12~36%의 프리미엄이 반영되었다.

에이피알 역시 화장품 매출 비중이 높고, 해외 성장률이 업계 평균을 크게 상회하고 있는 만큼, 유사한 프리미엄 적용이 가능하다. 특히 특정 국가에 집중됐던 과거 사례와 달리, 동사는 미국·일본·유럽 등 선진국 중심의 동시 고성장을 기반으로 보다 견고하고 분산된 성장세를 보이고 있다. 이에 따라 업종 평균 PER 21배에 과거 프리미엄 상단 수준인 +36%를 적용, 타겟 PER을 기존 24배에서 28배로 상향 조정하였다.

화장품 지수 & 아모레퍼시픽 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

기초 화장품 브랜드사 Peer 밸류에이션 테이블

	매출			YoY		영업이익			YoY		OPM			PER	
	24	25	26	25	26	24	25	26	25	26	24	25	26	25	26
	억 원			%		억 원			%		%			배	
아모레퍼시픽	38,851	43,418	47,287	12%	9%	2,205	4,136	4,839	88%	17%	6%	10%	10%	27.4	23.9
LG 생활건강	68,119	68,452	70,552	0%	3%	4,590	4,877	5,255	6%	8%	7%	7%	7%	20.6	18.1
클리오	3,514	3,748	4,076	7%	9%	246	271	336	10%	24%	7%	7%	8%	13.6	11.8
달바글로벌	4,317	5,101	6,843	18%	34%	1,109	1,300	1,916	17%	47%	26%	25%	28%	23.4	16.7
에이피알	7,228	11,768	15,109	63%	28%	1,227	2,313	3,068	89%	33%	17%	20%	20%	28.4	22.0
평균														22.7	18.5

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권리서치

국내 화장품 수출 추이



자료: Trass, 키움증권리서치

에이피알 선행 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

에이피알 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출		148.9	155.5	174.1	244.2	266.0	315.8	322.6	411.3	722.8	1,315.8	1,842
YoY		22%	22%	43%	61%	79%	103%	85%	68%	38%	82%	40%
(사업부)	디바이스	66.8	68.2	74.5	103.4	90.9	96.0	112.7	117.9	312.8	417.6	540.5
	YoY	30%	40%	62%	47%	36%	41%	51%	14%	45%	33%	29%
	화장품 등	65.4	71.6	85.0	116.3	165.0	212.0	228.6	238.8	338.4	847.8	1,261.2
	YoY	37%	33%	54%	103%	152%	196%	169%	105%	58%	151%	49%
	미국	11	13	25	37	57	76	62	84	86	278	645
	YoY	96%	79%	146%	182%	415%	480%	149%	126%	138%	223%	132%
	기타	16.8	15.7	14.7	24.5	10.1	11.5	11.5	15.7	71.6	50.4	40.3
	YoY	-27%	-37%	-29%	0%	-40%	-26%	-22%	-36%	-23%	-30%	-20%
(채널)	국내	82.8	78.4	73.9	88.0	76.8	76.0	72.8	91.1	323.1	316.6	307.1
	YoY	-2%	-6%	12%	3%	-7%	-3%	-1%	3%	1%	-2%	-3%
	해외	66.1	77.1	100.3	156.2	189.3	239.8	249.8	320.3	399.6	999.1	1,534.9
	YoY	73%	73%	79%	135%	186%	211%	149%	105%	95%	150%	54%
	미국	24.8	25.8	39.6	69.0	70.9	94.4	112.4	152.9	159.1	449.6	921.0
	YoY	196%	116%	123%	131%	186%	266%	184%	122%	134%	183%	105%
	일본	9.8	10.8	15.2	17.7	29.3	35.2	38.7	42.6	54	146	179
	YoY	16%	30%	79%	125%	198%	225%	155%	140%	61%	172%	23%
	기타 (B2B 포함)	14	21	24	44	61	64	66	68	60	220	418
	YoY	80%	154%	184%	316%	340%	207%	177%	53%	-	267%	90%
영업이익		27.8	28.0	27.2	39.6	54.5	62.0	64.0	69.2	122.7	249.7	365.0
YoY		20%	13%	25%	15%	49%	77%	103%	46%	18%	104%	46%
OPM		18.6%	18.0%	15.6%	16.2%	20.5%	19.6%	19.8%	16.8%	17.0%	19.0%	19.8%
순이익		24.1	24.1	16.0	42.0	49.9	51.7	53.3	64.1	106.2	219.0	308.7
YoY		19%	28%	-13%	74%	107%	114%	233%	53%	30%	106%	41%
OPM		16.2%	15.5%	9.2%	17.2%	18.8%	16.4%	16.5%	15.6%	14.7%	16.6%	16.8%

자료: 에이피알, 키움증권리서치

연간 실적 추정치 변경

	현재 추정치		이전추정치		시장 예상치		예상치 차이	
	25	26	25	26	25	26	25	26
매출	13,157	18,421	11,959	14,350	11,907	15,387	10%	20%
영업이익	2,497	3,650	2,338	2,805	2,344	3,136	7%	16%
OPM	19.0%	19.8%	19.6%	19.5%	19.7%	20.4%	-0.7%	-0.6%
순이익	2,194	3,090	2,063	2,411	1,976	2,594	11%	19%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

분기 실적 추정치 비교

	키움증권	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	3,158	1,555	103%	2,660	19%	2,809	12%
영업이익	620	280	121%	545	14%	568	9%
OPM	19.6%	18.0%	1.6%	20.5%	73.5%	20.2%	-0.6%
순이익	517	241	115%	499	4%	463	12%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	523.8	722.8	1,315.7	1,842.1	2,026.3
매출원가	128.4	179.2	339.9	460.5	506.6
매출총이익	395.4	543.6	975.8	1,381.5	1,519.7
판매비	291.3	420.9	726.1	1,016.6	1,118.2
영업이익	104.2	122.7	249.7	365.0	401.5
EBITDA	118.1	145.2	254.3	366.0	405.3
영업외손익	1.6	10.6	21.3	21.3	21.3
이자수익	3.5	5.5	11.1	21.3	35.7
이자비용	1.3	3.8	3.8	3.8	3.8
외환관련이익	4.8	17.2	10.8	10.8	10.8
외환관련손실	5.3	10.9	9.8	9.8	9.8
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	2.6	13.0	2.8	-11.6
법인세차감전이익	105.8	133.3	270.9	386.3	422.8
법인세비용	24.3	25.7	51.6	77.3	84.6
계속사업손익	81.5	107.6	219.4	309.0	338.2
당기순이익	81.5	107.6	219.4	309.0	338.2
지배주주순이익	81.5	107.6	219.4	309.0	338.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	31.7	38.0	82.0	40.0	10.0
영업이익 증감율	165.6	17.8	103.5	46.2	10.0
EBITDA 증감율	136.3	22.9	75.1	43.9	10.7
지배주주순이익 증감율	172.1	32.0	103.9	40.8	9.4
EPS 증감율	166.3	26.4	102.4	40.9	9.4
매출총이익율(%)	75.5	75.2	74.2	75.0	75.0
영업이익률(%)	19.9	17.0	19.0	19.8	19.8
EBITDA Margin(%)	22.5	20.1	19.3	19.9	20.0
지배주주순이익률(%)	15.6	14.9	16.7	16.8	16.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	107.8	79.1	127.0	224.8	316.4
당기순이익	81.5	107.6	219.4	309.0	338.2
비현금항목의 가감	39.9	54.5	51.3	63.1	58.9
유형자산감가상각비	13.5	21.6	3.4	0.0	3.1
무형자산감가상각비	0.4	0.9	1.2	1.0	0.7
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	26.0	32.0	46.7	62.1	55.1
영업활동자산부채증감	1.1	-58.3	-99.8	-88.0	-28.5
매출채권및기타채권의감소	-1.7	-20.3	-40.3	-35.7	-12.5
재고자산의감소	-4.5	-63.5	-90.0	-79.9	-28.0
매입채무및기타채무의증가	10.0	31.3	31.3	28.6	13.0
기타	-2.7	-5.8	-0.8	-1.0	-1.0
기타현금흐름	-14.7	-24.7	-43.9	-59.3	-52.2
투자활동 현금흐름	-28.3	-109.7	0.8	0.5	0.2
유형자산의 취득	-9.7	-45.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.2	-2.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.9	-44.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-6.3	-21.3	-2.9	-3.1	-3.5
기타	-0.2	3.6	3.7	3.6	3.7
재무활동 현금흐름	-11.5	-4.8	-11.7	-11.7	-11.7
차입금의 증가(감소)	-11.1	-7.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	9.0	74.3	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-59.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-9.4	-11.7	-11.7	-11.7	-11.7
기타현금흐름	0.0	0.4	3.5	3.5	3.5
현금 및 현금성자산의 순증가	68.1	-35.0	119.6	217.1	308.4
기초현금 및 현금성자산	57.3	125.3	90.4	210.0	427.1
기말현금 및 현금성자산	125.3	90.4	210.0	427.1	735.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
유동자산	219.3	286.0	539.6	876.4	1,229.8
현금 및 현금성자산	125.3	90.4	210.0	427.1	735.5
단기금융자산	7.2	28.5	31.4	34.5	38.0
매출채권 및 기타채권	23.6	49.1	89.3	125.1	137.6
재고자산	56.5	109.7	199.8	279.7	307.7
기타유동자산	6.7	8.3	9.1	10.0	11.0
비유동자산	68.0	279.1	274.5	273.5	269.7
투자자산	17.7	62.0	62.0	62.0	62.0
유형자산	14.2	51.4	48.0	47.9	44.8
무형자산	4.3	5.8	4.6	3.7	2.9
기타비유동자산	31.8	159.9	159.9	159.9	160.0
자산총계	287.3	565.1	814.1	1,150.0	1,499.4
유동부채	82.3	145.1	176.5	205.1	218.1
매입채무 및 기타채무	39.8	70.1	101.4	130.0	143.0
단기금융부채	16.8	21.5	21.5	21.5	21.5
기타유동부채	25.7	53.5	53.6	53.6	53.6
비유동부채	8.1	96.5	96.5	96.5	96.5
장기금융부채	5.8	88.1	88.1	88.1	88.1
기타비유동부채	2.3	8.4	8.4	8.4	8.4
부채총계	90.4	241.6	273.0	301.6	314.6
자본지분	196.9	323.5	541.1	848.4	1,184.9
자본금	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	61.1	136.8	136.8	136.8	136.8
기타자본	7.9	-47.2	-47.2	-47.2	-47.2
기타포괄손익누계액	0.6	1.1	-0.7	-2.4	-4.2
이익잉여금	123.7	229.1	448.5	757.5	1,095.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	196.9	323.5	541.1	848.4	1,184.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	2,249	2,842	5,754	8,105	8,871
BPS	5,414	8,486	14,194	22,253	31,078
CFPS	3,349	4,282	7,098	9,760	10,415
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	17.6	25.5	18.1	16.5
PER(최고)	0.0	32.9	27.6		
PER(최저)	0.0	13.5	7.2		
PBR	0.00	5.89	10.33	6.59	4.72
PBR(최고)	0.00	11.02	11.20		
PBR(최저)	0.00	4.52	2.93		
PSR	0.00	2.62	4.25	3.03	2.76
PCFR	0.0	11.7	20.7	15.0	14.1
EV/EBITDA		13.1	21.4	14.3	12.1
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	34.6	25.2	31.8	31.5	25.5
ROE	54.9	41.3	50.7	44.5	33.3
ROIC	132.1	49.8	77.0	82.6	78.5
매출채권회전율	23.4	19.9	19.0	17.2	15.4
재고자산회전율	9.8	8.7	8.5	7.7	6.9
부채비율	45.9	74.7	50.4	35.5	26.5
순차입금비율	-55.9	-2.9	-24.4	-41.5	-56.0
이자보상배율	82.3	32.6	66.2	96.8	106.5
총차입금	22.6	109.5	109.5	109.5	109.5
순차입금	-110.0	-9.4	-131.8	-352.1	-663.9
NOPLAT	118.1	145.2	254.3	366.0	405.3
FCF	80.3	-15.8	107.0	205.0	296.6

Compliance Notice

- 당사는 7월 3일 현재 '에이피알(278470)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

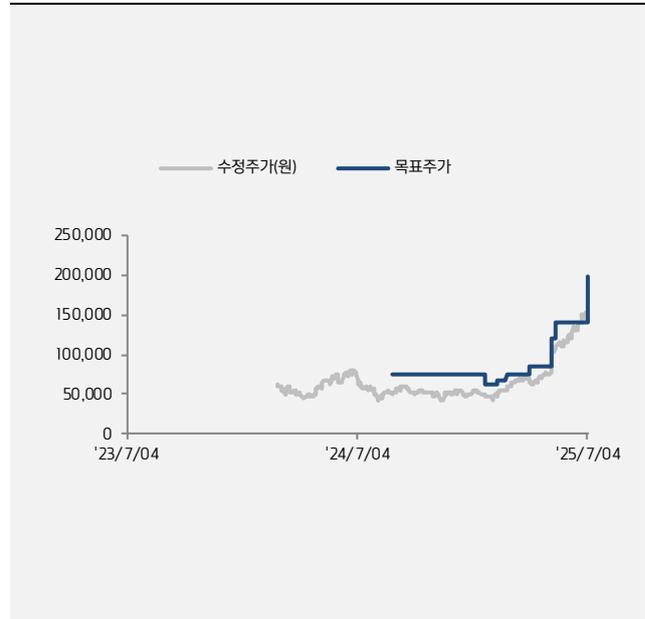
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에이피알 (278470)	2024-08-27	Buy(Initiate)	74,000원	6개월	-27.41	-20.27
	2024-11-07	Buy(Maintain)	74,000 원	6 개월	-29.63	-20.27
	2025-01-23	Buy(Maintain)	63,000 원	6 개월	-25.38	-21.43
	2025-02-11	Buy(Maintain)	68,000 원	6 개월	-20.54	-18.24
	2025-02-25	Buy(Maintain)	76,000 원	6 개월	-13.84	-6.18
	2025-04-02	Buy(Maintain)	86,000 원	6 개월	-17.06	14.42
	2025-05-09	Buy(Maintain)	120,000 원	6 개월	-12.63	-8.83
	2025-05-15	Buy(Maintain)	140,000 원	6 개월	-8.54	10.14
	2025-07-04	Buy(Maintain)	200,000 원	6 개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%