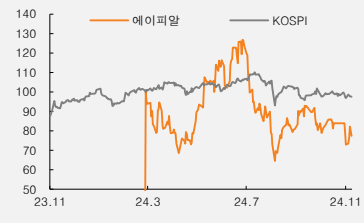


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	78,000원
현재주가(24/11/8)	49,200원
상승여력	58.5%

영업이익(24F,십억원)	125		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0		
EPS 성장률(24F,%)	21.7		
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.4		
P/E(24F,x)	18.0		
MKT P/E(24F,x)	10.6		
KOSPI	2,561.15		
시가총액(십억원)	1,875		
발행주식수(백만주)	38		
유동주식비율(%)	64.3		
외국인 보유비중(%)	13.7		
베타(12M) 일간수익률	-0.03		
52주 최저가(원)	41,000		
52주 최고가(원)	80,500		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.9	-15.8	0.0
상대주가	-6.7	-9.7	0.0



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

278470 · 화장품

에이피알

NDR 후기: 메디큐브가 잘 팔려요

4분기 최고 성수기 맞을 준비 완료

에이피알의 3Q24 실적은 매출액 1,741억원(YoY +43%), 영업이익 272억원(YoY +25%)을 기록했다. 매출액 기준 분기 최대 실적을 경신하며 기대치를 상회했으나 이익은 하회했다. 4분기 최고 성수기를 앞두고 선제적인 재고 확보를 위해 3분기 대량 선적을 진행, 운반비 지출이 늘었기 때문이다. 사측에서는 금번 분기 확보한 재고를 바탕으로 4분기 역대 최대 실적을 재차 경신할 것으로 기대하고 있다.

11/7~8일 양일간 진행된 기관 투자자 대상 NDR에서 투자자들의 관심 역시 운반비를 비롯한 비용과 주력 사업 부문인 디바이스 전략, 금번 분기 디바이스 이상의 매출을 실현하며 타사인 기여가 크게 확대된 화장품 사업 동향 등에 집중되었다.

글로벌 채널 및 지역 확장 전략에 비롯해 차별적인 성장 시현 중

금번 분기 운반비 외 우려될만한 비용 증가는 없었던 것으로 파악된다. 오히려 마케팅비와 같이 지출 비중이 큰 비용 항목들은 안정화되었다(매출 대비 비중 운반비 기준 7%→9.5%, 마케팅비 기준 20% 이상→20%). 관건은 공격적으로 확보해놓은 재고를 판매로 연결시킬 수 있을지 여부이다.

최근 매출 추세와 사업 전략에 비추어 달성 가능성이 높다고 판단한다. 금번 분기 디바이스 매출은 YoY +62%, QoQ +9%, 화장품 매출은 YoY +54%, QoQ +19% 성장했다. 해외 매출 기준으로는 디바이스와 화장품 모두 배증하였다. 폭발적인 성장에 비롯해 연중 QoQ로도 신장하며 계절성이 무색해진 모습이다.

이러한 고성장의 배경에는 글로벌 채널 및 지역 확장 전략이 주요하게 작용하였다. 주력 지역인 미국은 올해부터 아마존 등 신규 채널에 본격 진입하였는데 금번 분기 해당 채널 비중이 50%까지 크게 확대되었다. 아울러 B2B 형태의 속도감 있는 지역 확장을 통해 기타 해외 역시 YoY +184%, 해외 내 비중 24%로 확대되었다. 전략 방향성이 유효하고 확장 여력이 여전히 충분한 바, 매출 고성장이 이어질 전망이다.

가격 매력 부각, 매수 추천

3분기 이익 부진에도 불구하고 견고한 매출 흐름과 비용 이슈의 완화에 비롯해 향후 실적 추정치 하향은 불필요하다. 현재 주가는 12MF PER 14배로 업종 평균 수준이다. 차별적인 성장성에 비롯해 가격 매력 부각되는 구간이다. 매수 추천한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	398	524	688	829	934
영업이익 (십억원)	39	104	125	157	185
영업이익률 (%)	9.8	19.8	18.2	18.9	19.8
순이익 (십억원)	30	82	104	129	151
EPS (원)	845	2,249	2,736	3,553	4,162
ROE (%)	36.0	54.9	36.9	30.1	26.6
P/E (배)	-	-	18.0	13.8	11.8
P/B (배)	-	-	4.9	3.5	2.7
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

운반비 증가가 얼마나 영향을 미쳤는지? 운반비 외 다른 비용은?

3분기 OPM 15.6%로 전년비 -2.3%p 하락. 원가율은 1%p 개선되었기 때문에 판관비 증가 영향. 매출 대비 성장률 높았던 비용은 운반비와 판매수수료

상반기 7% 수준이었던 운반비 비중이 9.5%까지 증가(금액 기준 분기 100억원 수준에서 165억원). 대부분 미국향으로 선적되었음. 블프 대응하려면 10월 중순까지는 재고 확보해야 안전하다 판단. 판매수수료는 아마존, 틱톡샵 등 신규 채널 진입으로 인해 채널향으로 지출되는 비용. 그 외 인건비, 감가상각비 등 증가했지만 매출 성장 대비 하회하여 비율 축소

안전재고는 얼마나 확보되었는지? 운반비 정상화되는건지?

내년 초까지 대응할 수 있는 물량 확보. 재고 소진 정도에 따라 내년 이후 sell-in 조절. 4분기 선적 크지 않기 때문에 운반비는 상반기 수준으로 정상화 예상

아마존 등 채널 입점에 따라 판매수수료가 증가된다면 향후 마진은 어떤 방향으로 예상해야할지?

판매수수료 증가했지만 마케팅비 비중 축소로 상쇄. 당분간 이러한 기조로 유지될 듯. 탑라인 스케일업이 마진 개선에 가장 중요

아마존 등 신규 채널 동향?

아마존, 틱톡샵 등 올해부터 본격적으로 전개. 미국 작년까지 거의 자사몰 위주로 매출 발생했지만 3분기 아마존 등 신규 채널 비중 50%까지 확대. 화장품도 아마존 7월부터 본격화. 화장품 매출 고성장에 기여했다고 판단됨

아마존 등 신규 채널 동향?

아마존, 틱톡샵 등 올해부터 본격적으로 전개. 미국 내 아마존 비중 작년 10%, 2분기 20%, 3분기 50% 수준까지 확대. 화장품도 아마존 7월부터 본격화. 화장품 매출 고성장에 기여했다고 판단됨. 화장품이 확장성이 좋다보니 아마존 진입 효과가 상대적으로 크게 나타남

화장품 성장이 예상보다 강하다. 어떤 변화가 있는지?

화장품 시장 전반적으로 우호적이었고 우리도 디바이스에만 집중되었던 역량을 화장품에도 확장할 여력이 생김. 인력, 마케팅 강화 등 노력이 있었고 매출로 연결되는 중

메디큐브 제로모공패드가 스테디셀러로 제일 유명했고 그 이후 라인업 부족했음. 최근 국내는 엑소좀, 미국은 콜라겐라인(크림, 랩핑마스크 등), 한/미/일 PDRN 앰플 등 지역별로 라인업 강화 나타나고 있음

디바이스 해외 진출 스케줄?

울트라툰 홍콩 9월, 일본 10월 진출. 미국은 내년 예상

하이포커스샷은 인증 레벨이 높아서 국내에 좀 더 타겟해서 출시. 아시아 국가와 기타 B2B 국가 위주로 진출 검토 중

하이포커스샷 성과?

아직 출시 초기지만 울트라툰 대비 즉각적인 효과로 긍정적 반응. 9월 자사몰에만 판매하고 광고도 크게 집행하지 않았지만 울트라툰+하이포커스샷 국내 매출 기준 40% 비중

미니 출시 계획과 가격대? 기존 제품과의 카니발은 없을지?

11월 국내 출시해 국내 블프 대응 예정. 해외는 내년 진출. 가격대는 10만원대로 설정. 가격대가 낮은 만큼 높은 확장성 기대

카니발은 크지 않다고 판단. 자체 어플 집계 데이터에 따르면 흡수율 기능 사용 비율이 40%로 가장 높긴 하지만 다른 기능들도 20% 수준씩 꾸준히 사용

오프라인 진출 현황?

일부 채널 테스트 정도 진행. 대부분 침투가 거의 안되어 있음

프라임데이 할인율? 이번 블프 전략?

9월 프라임데이 평균 할인율 대비 소폭 높았음. 7월 프라임데이는 첫 행사다보니 소극적으로 대응, 9월 프라임데이 적극적으로 대응해서 좋은 성과 냈음. 이번 블프도 프로모션 진행 예정. 다만 원가에 부담주지는 않을 것

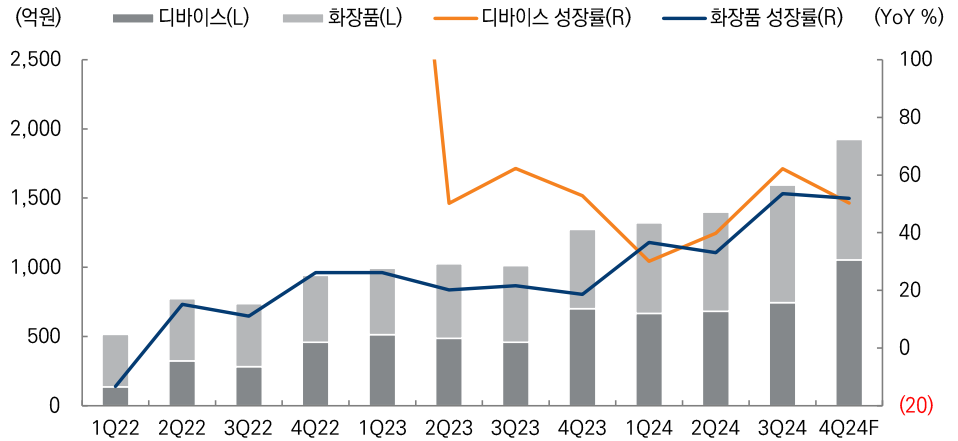
평택2공장 가동 상황?

디바이스 생산 2개 공장 가동 중. 1공장 R&D센터와 함께 운영되며 신제품 위주 소량 생산. 2공장 메인 생산기지로 프로 기준 600만대 Capa. 현재 200만대 수준 생산 중(면적 기준 3~40%)

3공장 및 PDRN/PN 진행 계획?

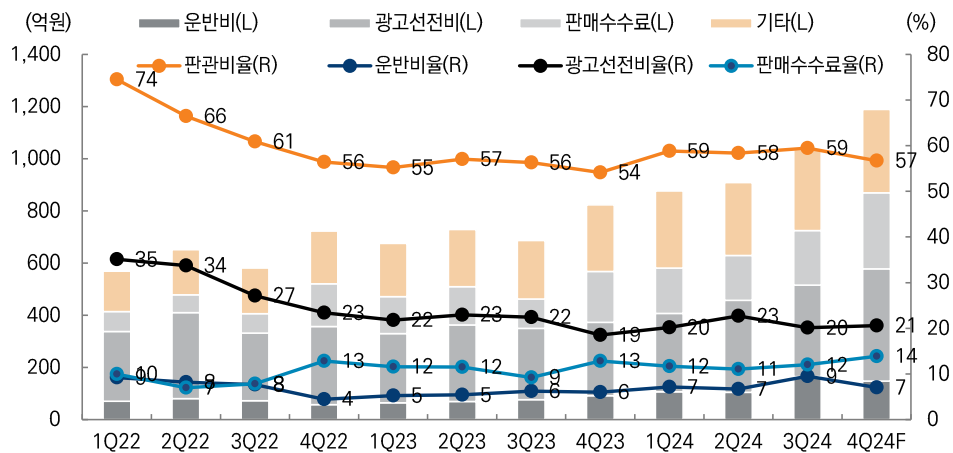
3공장은 PDRN/PN 제조기지. 추출라인, 원료라인, PN스킨부스터라인 총 3개 라인으로 구성. 올해 11월 준공 예정으로 1H25 시생산, 2H25 제품화 계획. 스킨부스터는 내년말 이후로 예상

그림 1. 에이피알 부문별 매출 추이: 양 사업부문 고른 고성장



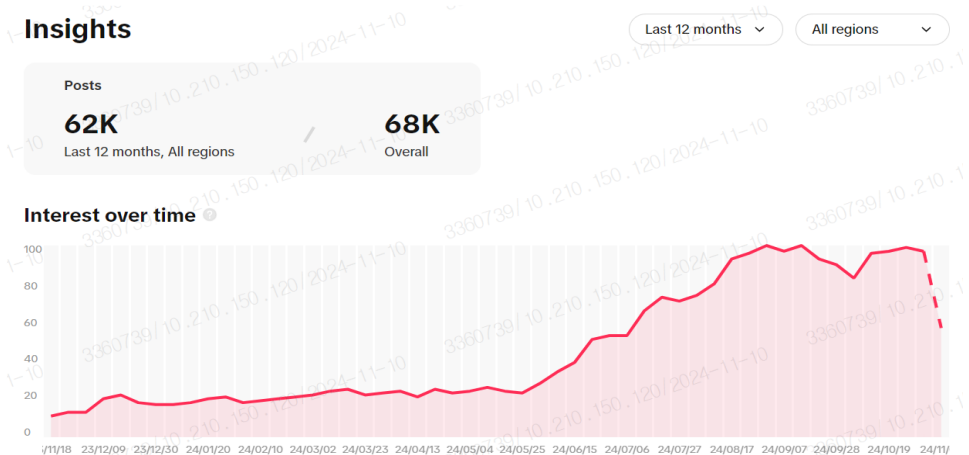
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 에이피알 판관비 추이: 광고선전비 안정화, 판매수수료 증가. 운반비 3Q24 일시적 증가



자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메디큐브 틱톡 트렌드 급성장 중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 에이피알 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	259	398	524	688	829	934
뷰티	172	297	430	624	773	885
디바이스		120	216	315	403	470
화장품		176	214	309	371	415
기타	87	101	93	64	56	49
국내	154	254	319	323	330	334
디바이스	8	85	139	141	142	144
화장품	77	83	108	132	143	150
해외	105	144	205	365	499	600
디바이스	2	35	76	174	261	326
화장품	83	92	108	177	227	266
영업이익	14	39	104	125	157	185
당기순이익	11	30	82	103	129	151
영업이익률 (%)	5.5	9.9	19.9	18.2	18.9	19.8
매출액(YoY %)	17.8	53.5	31.7	31.4	20.5	12.7
뷰티	5.1	72.2	45.1	44.9	23.9	14.5
디바이스			79.8	45.6	27.9	16.7
화장품			21.4	44.2	19.9	12.1
기타	55.2	16.3	(7.6)	(31.2)	(12.8)	(12.5)
국내	23.2	65.3	25.4	1.3	2.2	1.2
디바이스		970.7	62.5	1.5	0.5	1.5
화장품		7.8	30.3	22.0	8.8	4.4
해외		36.2	42.8	78.0	36.6	20.3
디바이스		1,308.3	116.8	130.0	50.0	25.0
화장품		10.3	18.1	64.0	28.2	16.9
영업이익(YoY %)	(1.4)	174.8	165.6	19.9	25.6	17.7
당기순이익(YoY %)	44.4	162.8	172.2	26.6	24.6	17.2

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 에이피알 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2024년
매출액	122	128	122	152	524	149	155	174	210	688
뷰티	99	103	101	127	430	132	140	159	192	624
디바이스	51	49	46	70	216	67	68	74	105	315
화장품	48	54	55	57	214	65	72	85	87	309
기타	23	25	21	25	93	17	16	15	17	64
국내	84	83	66	86	319	83	78	74	88	323
디바이스	40	34	25	40	139	35	33	30	44	141
화장품	26	28	29	24	108	35	35	33	28	132
해외	38	44	56	66	205	66	77	100	122	365
디바이스	11	14	21	30	76	32	36	43	63	174
화장품	22	26	27	34	108	30	37	53	57	177
영업이익	23	25	22	34	104	28	28	27	42	125
당기순이익	20	19	18	24	82	24	24	16	39	103
영업이익률 (%)	19.0	19.4	17.9	22.6	19.9	18.6	18.0	15.6	20.0	18.2
매출액(YoY %)	60.0	30.4	28.0	18.7	31.7	21.9	21.8	42.8	37.8	31.4
뷰티	92.5	32.8	37.2	35.3	45.1	33.2	36.3	57.5	51.0	44.9
디바이스	277.4	50.2	62.3	52.9	79.8	30.0	39.8	62.2	50.2	45.6
화장품	26.2	20.2	21.7	18.7	21.4	36.6	33.1	53.6	51.9	44.2
기타	(7.4)	21.3	(3.9)	(27.5)	(7.6)	(27.0)	(37.5)	(29.1)	(30.3)	(31.2)
국내	73.2	42.1	12.5	(3.3)	25.4	(1.5)	(5.7)	12.3	2.6	1.3
디바이스	267.3	56.3	29.4	18.5	62.5	(13.6)	(4.4)	20.4	10.2	1.5
화장품	51.5	43.3	32.2	2.2	30.3	34.5	23.2	13.8	17.0	22.0
해외	37.1	12.8	52.5	67.7	42.8	73.5	73.3	78.6	83.2	78.0
디바이스	310.0	33.9	123.4	142.0	116.8	194.8	149.7	108.2	112.2	130.0
화장품	7.9	5.5	16.6	41.3	18.1	37.6	42.0	99.8	69.8	64.0
영업이익(YoY %)	흑전	257.4	73.7	65.7	165.6	19.7	13.0	24.6	22.1	19.9
당기순이익(YoY %)	흑전	355.3	60.5	57.9	172.2	18.7	28.4	(12.9)	62.1	26.6

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에이피알 Valuation Table

(원)

구분	내용 비교
12MF EPS	3,482
Target PER(배)	21 홈 디바이스 사업 영위. 업종 대비 할증 적용
적정 주가	74,862
목표 주가	78,000
현재 주가	49,200
상승 여력(%)	58.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 (278470)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	524	688	829	934
매출원가	128	162	193	217
매출총이익	396	526	636	717
판매비와관리비	291	401	479	532
조정영업이익	104	125	157	185
영업이익	104	125	157	185
비영업손익	2	10	11	12
금융손익	2	6	10	18
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	106	135	168	197
계속사업법인세비용	24	31	39	45
계속사업이익	82	104	129	151
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	82	104	129	151
지배주주	82	104	129	151
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	81	104	129	151
지배주주	81	104	129	151
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	118	146	181	212
FCF	98	51	124	150
EBITDA 마진율 (%)	22.5	21.2	21.8	22.7
영업이익률 (%)	19.8	18.2	18.9	19.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.6	15.1	15.6	16.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	108	100	154	180
당기순이익	82	104	129	151
비현금수익비용가감	40	53	53	54
유형자산감가상각비	13	20	24	26
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	27	32	28	27
영업활동으로인한자산및부채의변동	1	-27	-5	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-36	-6	-5
재고자산 감소(증가)	-5	-25	-16	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	30	3	2
법인세납부	-17	-39	-39	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-28	-80	-47	-48
유형자산처분(취득)	-10	-48	-30	-30
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-11	-7	-5	-4
기타투자활동	-5	-23	-10	-12
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	46	-31	-38
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	27	2	2
자본의 증가(감소)	9	76	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-57	-33	-40
현금의 증가	68	66	113	140
기초현금	57	125	191	304
기말현금	125	191	304	444

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

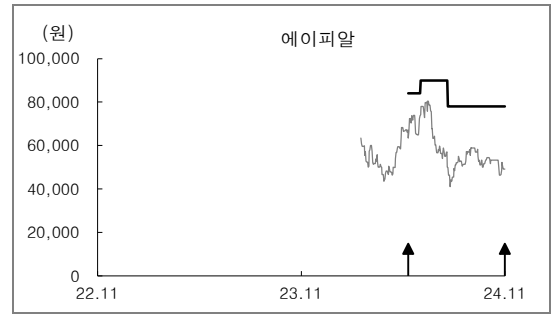
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	219	326	465	625
현금 및 현금성자산	125	191	304	444
매출채권 및 기타채권	23	32	38	43
재고자산	57	78	94	106
기타유동자산	14	25	29	32
비유동자산	68	181	192	200
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	14	48	55	59
무형자산	4	5	6	7
자산총계	287	507	658	825
유동부채	82	107	128	143
매입채무 및 기타채무	39	53	64	72
단기금융부채	18	18	20	22
기타유동부채	25	36	44	49
비유동부채	8	36	36	37
장기금융부채	6	33	33	33
기타비유동부채	2	3	3	4
부채총계	90	143	164	180
지배주주지분	197	364	493	645
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	137	137
이익잉여금	124	227	357	508
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	197	364	493	645

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	18.0	13.8	11.8
P/CF (x)	-	11.9	9.8	8.7
P/B (x)	-	4.9	3.5	2.7
EV/EBITDA (x)	-	11.8	8.9	6.9
EPS (원)	2,249	2,736	3,553	4,162
CFPS (원)	3,349	4,132	5,001	5,653
BPS (원)	5,414	10,052	14,090	18,252
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	31.7	31.4	20.5	12.7
EBITDA증가율 (%)	136.3	23.3	24.6	16.7
조정영업이익증가율 (%)	165.6	19.9	25.6	17.7
EPS증가율 (%)	166.3	21.7	29.9	17.1
매출채권 회전율 (회)	24.2	25.8	24.3	23.5
재고자산 회전율 (회)	9.8	10.2	9.7	9.4
매입채무 회전율 (회)	12.9	11.8	11.0	10.6
ROA (%)	34.6	26.1	22.2	20.4
ROE (%)	54.9	36.9	30.1	26.6
ROIC (%)	135.3	77.7	83.4	90.7
부채비율 (%)	45.9	39.3	33.3	27.9
유동비율 (%)	266.5	303.6	364.0	436.7
순차입금/자기자본 (%)	-55.4	-42.7	-54.4	-63.3
조정영업이익/금융비용 (x)	82.3	32.5	29.1	33.1

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에이피알 (278470)				
2024.08.01	매수	78,000	-	-
2024.06.13	매수	90,000	-26.73	-10.56
2024.05.22	매수	84,000	-16.54	-12.02



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.