SPOT
ISSUE

27 Nov. 2026

DAOL 다올투자증권

(278470, BUY, TP 500,000원)

에이피알

두 번째 영웅이 되어줘

박종현

화장품 I alex.park@daolfn.com

● 닥터멜락신 인수

11/26 닥터멜락신 운영사 브랜드501 지분 87.3%를 3,900억원에 인수 결정. 틱톡샵 성장이 둔화된 국면에서 매체에 보도된 희망 기업가치(2~3조원)보다 낮은 가격에 인수. 공시 기준 PER 8.3배, 매출취소·법인세 반영 시 PER 15~19배 수준. 동사 플랫폼을 통한 재성장과 수익성 개선이 투자 포인트, 적정주가 50만원, 투자의견 BUY 유지

● 인수 주요 내용

성장 둔화 시점의 인수. 구주 74.35%(3,200억원)와 신주 12.95%(700억원) 취득, 12/31 거래종결 예정, 잔여지분 관련 옵션 계약 없음. 2025년 매출액 2,322억원(YoY +190%)까지 고성장했으나, 미국 틱톡샵 GMV는 3Q26 기준 1Q26 대비 -32%로 3개 분기 연속 감소. 100% 환산 기업가치 4,468억원은 희망 기업가치 대비 크게 낮은 수준

매출취소·법인세 반영 시 이익 눈높이 조정. 공시된 3Q26 누적 매출 4,772억원·순이익 403억원은 매출취소 263억원(B2B 계약 해제 후 직접 판매 전환, 4Q26 반영) 이전 기준이며 법인세도 미계상. 반영 시 2026E 매출액 6,308억원, 영업이익 330억원(OPM 5.2%), 순이익 240억원(NPM 3.8%) 추정. 동사 2026년 연결 손익 영향은 없음

재성장 열쇠는 채널 확장. 미국 오프라인(B2B) 매출은 온라인(B2C)의 3.8%에 그쳐 유사 업종(26%) 대비 크게 낮고, 동사의 북미 오프라인 유통망 활용 시 확장 여지가 큼. 틱톡샵은 광고·유료 파트너십 영상 비중 87%(메디큐브 58%)로 유료 노출 의존도가 높아, 동사의 크리에이터 운영 노하우 이식 시 유기적 노출 확대 기대. 7개 해외 법인을 통한 동사 유럽·아시아 채널과의 결합 시너지도 기대

비용 구조 개선 여지도 큼. 1Q~3Q26 판관비율 73%로 동사(2026E 54%) 대비 높고, 광고선전비율 35%(동사 21%)가 가장 큰 차이. B2B 물량을 직접 판매로 전환해 환입 재고도 자사 채널로 재판매될 전망

수익성 개선이 밸류를 결정. PSR 0.7배로 동사(2027E 3.1배) 대비 낮고, 2026E 매출 기준 OPM 10% 달성 시 PER 9.5배, 15% 달성 시 6.3배로 하락. 동사 마케팅 역량 이식 시 기업가치 재평가 전망

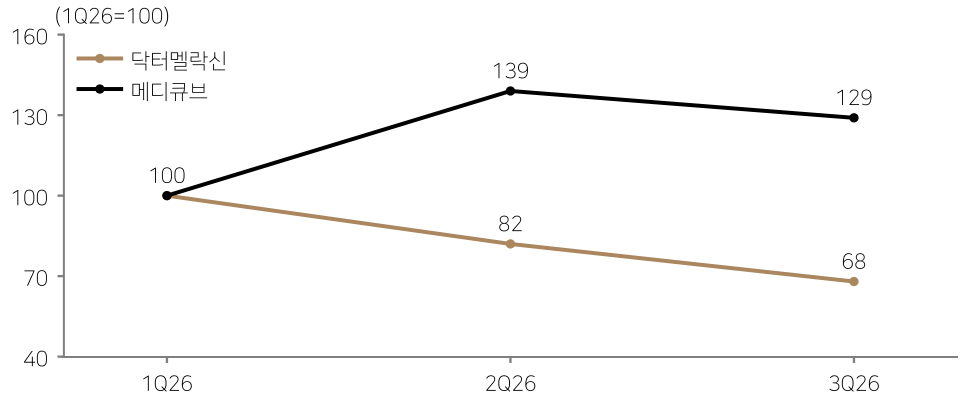
Fig. 1: Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS(원)	326	834	2,242	2,822	7,738	14,694	18,011
YOY	*42%*	*156%*	*169%*	*26%*	*174%*	*90%*	*23%*
적정 PER(배)							28.0
적정주가(원)							504,108

적정주가(원)	500,000
종가(원)	324,000
상승여력	54.3%

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 닥터멜락신·메디큐브 미국 틱톡샵 GMV 추이



Note: 분기 GMV 기준, 1Q26=100
Source: TikTok Shop, 다올투자증권

Fig. 3: 에이피알 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	266.0	327.7	385.9	547.6	593.4	767.5	773.1	1,137.7	1,527.3	3,271.7	3,960.7
YoY	*78.6%*	*110.8%*	*121.7%*	*124.2%*	*123.0%*	*134.2%*	*100.3%*	*107.8%*	*111.3%*	*114.2%*	*21.1%*
해외	188.7	253.7	307.7	474.6	528.1	704.2	726.7	1,091.4	1,224.6	3,050.4	3,723.2
YoY	*185.3%*	*229.2%*	*206.9%*	*203.8%*	*179.9%*	*177.6%*	*136.2%*	*130.0%*	*206.4%*	*149.1%*	*22.1%*
북미	76.5	103.2	163.5	265.5	271.6	376.3	355.6	591.4	608.8	1,594.9	1,734.6
YoY					*255.0%*	*264.6%*	*117.5%*	*122.7%*		*162.0%*	*8.8%*
유럽	19.3	30.2	21.2	41.8	83.8	145.1	177.8	260.2	112.5	666.9	887.2
YoY					*334.7%*	*380.3%*	*738.4%*	*522.2%*		*492.8%*	*33.0%*
아시아	78.0	105.8	104.2	136.0	135.8	121.1	116.0	149.6	423.9	522.5	574.7
YoY					*74.1%*	*14.5%*	*11.3%*	*10.0%*		*23.3%*	*10.0%*
기타	14.9	14.5	18.8	31.3	36.9	61.7	77.3	90.2	79.5	266.1	526.7
YoY					*147.9%*	*325.0%*	*311.2%*	*188.6%*		*234.9%*	*97.9%*
국내	77.4	74.1	78.2	73.1	65.3	63.3	46.4	46.4	302.7	221.4	237.4
YoY	*-6.6%*	*-5.6%*	*5.9%*	*-17.0%*	*-15.6%*	*-14.5%*	*-40.7%*	*-36.5%*	*-6.3%*	*-26.9%*	*7.3%*
화장품/뷰티	165.0	227.1	272.3	412.8	452.6	648.3	682.3	1,034.6	1,077.1	2,817.8	3,490.2
YoY	*152.3%*	*216.9%*	*220.4%*	*254.8%*	*174.3%*	*185.5%*	*150.6%*	*150.7%*	*218.3%*	*161.6%*	*23.9%*
뷰티 디바이스	90.9	90.0	103.1	122.9	132.7	111.9	84.7	94.0	407.0	423.3	444.5
YoY	*36.2%*	*32.1%*	*38.5%*	*18.8%*	*46.0%*	*24.3%*	*-17.9%*	*-23.5%*	*30.1%*	*4.0%*	*5.0%*
기타	10.1	12.2	10.5	12.0	8.1	7.4	6.1	9.1	44.8	30.7	26.0
YoY	*-39.7%*	*-22.0%*	*-28.4%*	*-51.0%*	*-20.4%*	*-39.8%*	*-41.7%*	*-24.0%*	*-37.4%*	*-31.6%*	*-15.2%*
OP (IFRS18 전)	54.6	84.6	96.1	130.3	145.6	185.5	176.7	226.6	365.5	734.3	881.8
YoY	*96.5%*	*201.9%*	*252.9%*	*228.2%*	*166.8%*	*119.3%*	*83.8%*	*73.9%*	*197.9%*	*100.9%*	*20.1%*
OPM	20.5%	25.8%	24.9%	23.8%	24.5%	24.2%	22.9%	19.9%	23.9%	22.4%	22.3%
매출원가율	*24.5%*	*23.8%*	*23.3%*	*22.6%*	*23.0%*	*20.8%*	*23.1%*	*24.9%*	*23.4%*	*23.2%*	*23.2%*
판관비율	*55.0%*	*50.4%*	*51.8%*	*53.6%*	*52.5%*	*55.0%*	*54.1%*	*55.2%*	*52.7%*	*54.4%*	*54.6%*
판관비	146.3	165.2	199.9	293.7	311.3	422.3	418.0	628.2	805.1	1,779.8	2,160.6
인건비	15.0	17.1	17.6	16.0	20.0	22.6	22.0	23.4	65.7	87.9	100.4
운반비	23.6	25.5	28.7	35.8	39.3	56.5	67.0	102.4	113.6	265.2	322.7
광고선전비	47.2	52.0	67.4	100.0	116.7	170.4	161.9	238.9	266.7	687.9	835.2
판매수수료	35.7	47.3	59.6	108.8	104.1	142.5	131.0	227.5	251.4	605.0	743.3
NP(지배)	49.9	66.3	74.6	98.8	117.3	141.5	110.2	172.4	289.7	541.4	663.6
YoY	*107.3%*	*175.2%*	*366.3%*	*127.6%*	*134.8%*	*113.4%*	*47.6%*	*74.5%*	*169.2%*	*86.9%*	*22.6%*
NPM	18.8%	20.2%	19.3%	18.0%	19.8%	18.4%	14.3%	15.2%	19.0%	16.5%	16.8%

Source: 에이피알, 다올투자증권

Fig. 4: 브랜드501 실적 현황 및 전망

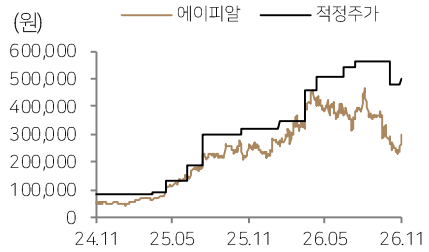
(단위: 십억원, %, %p)

(십억원)	2024	2025	1Q~3Q26	4Q26E	2026E
매출액	80.1	232.2	477.2	153.6	630.8
YoY	*179.4%*	*190.1%*			*171.7%*
국내	-	33.3	17.9	7.7	25.5
해외	-	197.2	462.5	173.4	635.9
해외 B2C	-	165.9	377.4	150.1	527.5
해외 B2B	-	31.3	85.1	23.3	108.4
연결조정	-	1.7	-3.1	-1.2	-4.3
매출취소	-	-	-	-26.3	-26.3
영업이익	2.9	15.5	41.8	-8.8	33.0
OPM	3.6%	6.7%	8.8%	-5.7%	5.2%
매출원가율	11.5%	12.9%	18.4%	15.6%	17.7%
판관비율	84.9%	80.4%	72.9%	90.1%	77.1%
판관비	67.9	186.8	347.7	138.4	486.1
인건비	5.7	10.5	9.1	3.4	12.5
광고선전비	44.7	86.9	164.9	65.5	230.4
판매수수료	6.2	45.7	91.4	37.0	128.4
운반비	6.5	38.6	74.8	29.8	104.6
순이익	2.6	12.1	40.3	-16.3	24.0
NPM	3.2%	5.2%	8.4%	-10.6%	3.8%

주: 2024년~1Q~3Q26은 연결 정산표(미감사), 4Q26E는 외부평가의견서 추정 기반. 4Q26E에 매출취소 반영, 영업외손익·법인세는 당사 가정(2026년 법인세는 4Q26 일괄 반영)
Source: 브랜드501, 한울회계법인, 다올투자증권

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

에이피알 (278470)



일자	2025.04.09	2025.05.09	2025.07.03	2025.08.07	2025.11.07	2026.02.05
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	90,000원	130,000원	190,000원	300,000원	320,000원	350,000원
일자	2026.04.09	2026.05.08	2026.07.09	2026.08.06	2026.10.13	2026.11.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	460,000원	510,000원	540,000원	560,000원	500,000원	480,000원
일자	2026.11.25					
투자의견	BUY					
적정주가	500,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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	171,368원	208,500원	-9.8	9.7
2025.08.07	300,000원	231,867원	276,000원	-22.7	-8.0
2025.11.07	320,000원	244,230원	286,000원	-23.7	-10.6
2026.02.05	350,000원	311,890원	369,000원	-10.9	5.4
2026.04.09	460,000원	419,526원	459,000원	-8.8	-0.2
2026.05.08	510,000원	396,321원	438,000원	-22.3	-14.1
2026.07.09	540,000원	357,447원	393,000원	-33.8	-27.2
2026.08.06	560,000원	386,779원	464,500원	-30.9	-17.1
2026.10.13	500,000원	294,964원	331,500원	-41.0	-33.7
2026.11.02	480,000원	248,265원	269,000원	-48.3	-44.0
2026.11.25	500,000원	295,250원	298,500원	-41.0	-40.3

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 11월 26일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

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 : 97.3%	HOLD : 2.7%	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.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

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