

# 애경산업 (018250)


**화장품**

**박은정**


 02 3770 5597  
 eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>89,000원 (U)</b>
현재주가 (7/4)	<b>71,100원</b>
상승여력	<b>25%</b>

시가총액	18,641억원
총발행주식수	26,218,335주
60일 평균 거래대금	217억원
60일 평균 거래량	393,851주
52주 고	75,700원
52주 저	31,500원
외인지분율	2.25%
주요주주	AK 헐дин스 외 5 인 62.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.7	69.3	0.0
상대	27.2	79.9	0.0
절대(달러환산)	13.2	61.0	0.0

## 2018년, 해외가 주도하는 성장의 원년

### 투자의견 BUY, 목표주가 89,000원으로 37% 상향

애경산업에 대한 투자의견을 BUY를 유지하며, 목표주가를 65,000원에서 89,000원으로 상향한다. 목표주가 상향의 근거는 해외 수요의 급증으로 이익 레버리지가 극대화 될 것으로 전망하기 때문이다. 목표주가 89,000원은 12MF EPS 3,095원에 Target P/E 29배를 적용하였다. 수익성 높은 수출 확대에 따라 2018년, 2019년 EPS를 각각 18%, 17% 상향하였고, 성장의 축이 내수에서 해외로 이동한 만큼 Target P/E을 기준 25배에서 29배로 상향하였다.

### 2분기 수출 비중이 홈쇼핑을 넘어서는 첫 분기

2분기 실적은 연결 매출 1,696억원(YoY+27%), 영업이익 214억원(YoY+106%)를 전망하며, 컨센서스 영업이익 192억원 대비 12% 상회할 것으로 예상한다. ① 화장품 부문의 매출과 영업이익은 전년 동기비 각각 +69%, +87%, ② 생활용품 부문의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 -1%, 흑자전환 할 전망이다. ▶ **화장품 부문의 채널별 성장률은 홈쇼핑 +7%, 면세점 +140%(동일 회계기준), 수출 +104%**로 추정하며, **2분기는 중국 수요라 할 수 있는 <수출>이 주된 비중을 차지하던 <홈쇼핑 매출>을 넘어서는 첫 분기가 될 것으로 보인다.** 이로 인해 생활용품 기업이 가지는 계절성이 사라질 것이다. 동사는 수출은 대부분 중국 온라인 역직구로 소비되는 실수요 매출이며, 2016년 타오바오 글로벌 입점을 시작으로 수요가 본격화 되었다. 실수요가 상승함에 따라 2017년부터 국내 주요 시내 면세점내에서 좋은 입지를 차지하게 되었고, 방한 중국인 유입이 회복됨에 따라 면세점 채널 효율성이 상승 중에 있다. [참고] 채널별 마진은 그림4를 참조

### 2018년, 해외가 주도하는 성장의 원년

2018년 연결 매출 7,293억원(YoY+16%), 영업이익 876억원(YoY+76%)를 전망한다. 성장의 엔진이 홈쇼핑에서 면세, 수출로 전환될 것으로 보이며, 면세와 수출이 각각 +57%, +93% 고성장하며 전사 성장을 견인할 것으로 예상된다. **에이지투웨니스의 매출 비중이 90% 수준에 이를 정도로 단일 브랜드로 매출이 치우쳐 있으나, 동사는 해외 진출 다변화를 통해 지속 가능한 성장을 도출해내고 있다.** 2018년은 중국사업이 주된 성장동력이 되겠지만, 동사는 지난 6월 QVC Japan 홈쇼핑 방송을 시작으로 2년 동안 준비해온 일본사업에 첫발을 내딛었으며, 미국 온라인 채널 진출을 위한 준비 중에 있다. 글로벌 3대 주요 화장품 시장 진출을 통한 에이지투웨니스의 성장은 지속될 것이다.

**Quarterly earning forecasts**

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,696		0.3	1,675	1.3
영업이익	214		-1.6	192	11.5
세전계속사업이익	214		-2.9		
지배순이익	167		-3.2		
영업이익률 (%)	12.6		-0.3 %pt	11.5	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.9		-0.3 %pt		

자료: 유안타증권

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)**

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	5,068	6,289	7,293	8,022
영업이익	400	497	876	1,148
지배순이익	215	381	686	909
PER	-	-	26.1	20.5
PBR	-	-	10.3	7.2
EV/EBITDA	-	-	19.4	14.5
ROE	26.1	64.6	45.9	41.3

자료: 유안타증권

## 애경산업 연결실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

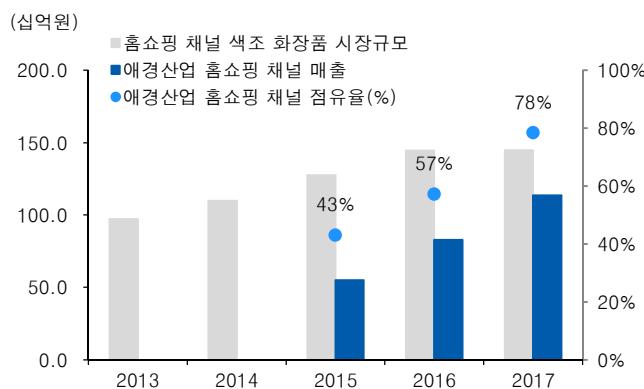
	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
<b>연결 매출액</b>	506.8	628.9	729.3	144.7	133.2	162.7	188.3	169.1	169.6	209.1	181.6
1. 화장품	135.2	272.1	372.5	54.8	54.3	53.5	109.4	81.7	91.6	96.6	102.6
홈쇼핑	82.7	113.7	117.1	24.1	27.2	25.2	37.2	28.6	29.0	27.0	32.5
면세점	10.0	64.4	100.8	8.2	4.9	7.5	43.8	20.4	23.5	29.8	27.1
수출	17.1	63.7	122.6	14.8	14.7	13.9	20.8	25.3	29.9	33.3	34.1
기타	25.4	30.4	32.0	7.7	7.6	7.0	7.7	7.4	9.2	6.5	8.9
2. 생활용품	371.6	356.8	356.8	89.9	78.9	109.1	78.9	87.4	78.1	112.4	78.9
<b>% YoY</b>											
매출액	10%	24%	16%	—	—	—	—	17%	27%	28%	-4%
1. 화장품	96%	101%	37%	—	—	—	—	49%	69%	80%	-6%
홈쇼핑	51%	37%	3%	—	—	—	—	19%	7%	7%	-13%
면세점	19506%	544%	57%	—	—	—	—	148%*	381%*	297%*	-38%
수출	1430%	273%	93%	—	—	—	—	71%	104%	139%	64%
기타	98%	20%	5%	—	—	—	—	-4%	21%	-6%	16%
2. 생활용품	-5%	-4%	0%	—	—	—	—	-3%	-1%	3%	0%
<b>% 매출비중</b>											
1. 화장품	27%	43%	51%	38%	41%	33%	58%	48%	54%	46%	57%
2. 생활용품	73%	57%	49%	62%	59%	67%	42%	52%	46%	54%	43%
<b>% (화장품) 채널비중</b>											
홈쇼핑	61%	42%	31%	44%	50%	47%	34%	35%	32%	28%	32%
면세점	7%	24%	27%	15%	9%	14%	40%	25%	26%	31%	26%
수출	13%	23%	33%	27%	27%	26%	19%	31%	33%	34%	33%
기타	19%	11%	9%	14%	14%	13%	7%	9%	10%	7%	9%
<b>매출총이익</b>	241.2	325.7	382.2	69.3	64.3	78.9	113.3	87.8	88.7	108.7	96.9
<b>판매비와 관리비</b>	201.2	276.0	294.6	52.8	53.8	64.0	105.4	66.0	67.2	85.4	75.9
<b>영업이익</b>	40.0	49.7	87.6	16.5	10.4	14.9	7.9	21.8	21.4	23.3	21.0
1. 화장품	26.4	47.5	82.2	15.5	11.3	11.0	9.8	19.5	21.1	21.3	20.3
2. 생활용품	13.6	2.2	5.4	1.0	-0.9	3.9	-1.9	2.3	0.4	2.0	0.7
<b>% YoY</b>											
영업이익	47%	24%	76%	—	—	—	—	32%	106%	57%	166%
1. 화장품	144%	80%	73%	—	—	—	—	26%	87%	95%	107%
2. 생활용품	-17%	-84%	144%	—	—	—	—	126%	흑전	-49%	흑전
<b>% 이익비중</b>											
1. 화장품	66%	96%	94%	94%	108%	74%	124%	89%	98%	91%	97%
2. 생활용품	34%	4%	6%	6%	-8%	26%	-24%	11%	2%	9%	3%
<b>% margin</b>											
영업이익률	8%	8%	12%	11%	8%	9%	4%	13%	13%	11%	12%
1. 화장품	20%	17%	22%	28%	21%	20%	9%	24%	23%	22%	20%
2. 생활용품	4%	1%	2%	1%	-1%	4%	-2%	3%	0%	2%	1%
<b>지배주주 순이익</b>	21.6	38.4	68.6	12.1	7.4	13.4	5.4	17.3	16.7	20.1	14.5

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 2017년 4분기에 홈쇼핑과 면세점 채널의 매출인식 방식이 순매출 기준에서 총매출로 변경되었고, 2017년 4분기에 회계기준 변경에 따른 매출을 소급 적용함(약 400 억원 수준) (\*)로 표기된 분기가 회계기준 변경으로 전년동기비 과대 계상되어 보이는 부분

	연간 실적 변동표		(단위: 십억원, %, %p)			
	수정전	수정후			변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	725.6	795.8	729.3	802.2	1%	1%
영업이익	72.1	94.3	87.6	114.8	22%	22%
영업이익률	10%	12%	12%	14%	2%p	2%p
지배주주순이익	58.1	77.4	68.6	90.9	18%	17%
순이익률	8%	10%	9%	11%	1%p	2%p
EPS	2,302	2,952	2,721	3,469	18%	17%

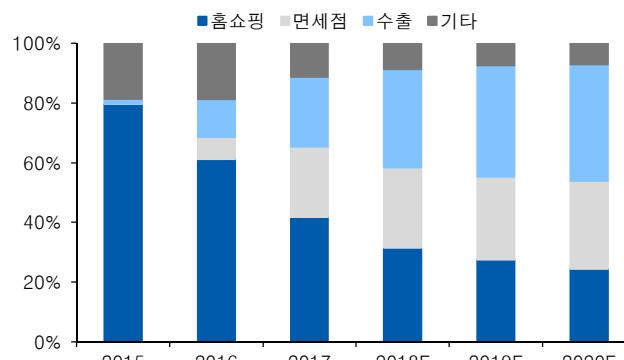
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 홈쇼핑 색조 시장규모 및 애경산업의 점유율 추이



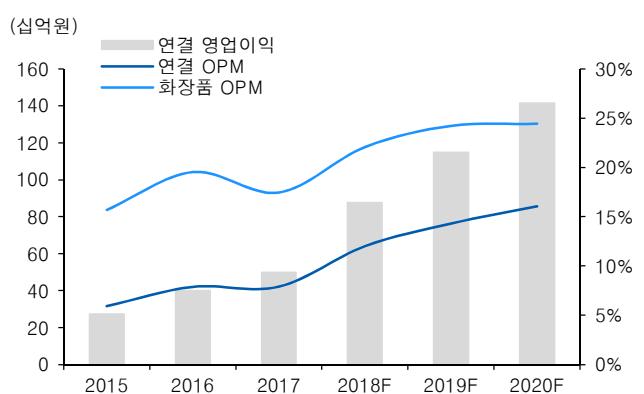
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 애경산업의 화장품 부문 채널별 비중 추이



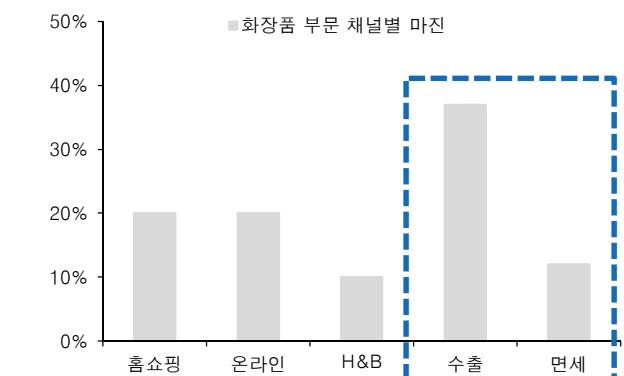
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 애경산업의 연결 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 애경산업의 화장품 부문 채널별 마진



자료: 유안타증권 리서치센터

## 애경산업 (018250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,068	6,289	7,293	8,022	8,817
매출원가	2,656	3,032	3,471	3,738	4,003
매출총이익	2,412	3,257	3,822	4,284	4,813
판관비	2,012	2,760	2,946	3,136	3,399
영업이익	400	497	876	1,148	1,415
EBITDA	462	568	933	1,198	1,460
영업외손익	-125	-8	3	18	38
외환관련손익	4	-9	-6	-6	-6
이자손익	-6	3	11	26	46
관계기업관련손익	0	2	2	2	2
기타	-124	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	275	489	879	1,166	1,452
법인세비용	59	109	193	257	319
계속사업순손익	215	381	686	909	1,133
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	215	381	686	909	1,133
지배지분순이익	215	381	686	909	1,133
포괄순이익	199	351	657	880	1,104
지배지분포괄이익	199	351	657	880	1,104

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		1,408	1,286	2,179	3,194
현금및현금성자산		205	120	830	1,713
매출채권 및 기타채권		555	522	605	665
재고자산		622	625	725	798
비유동자산		763	921	866	818
유형자산		595	646	595	550
관계기업등 지분관련자산		10	12	14	16
기타투자자산		4	8	8	8
자산총계		2,171	2,207	3,045	4,012
유동부채		1,217	912	1,118	1,296
매입채무 및 기타채무		977	673	745	789
단기차입금		53	187	321	455
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		86	118	118	118
장기차입금		0	0	0	0
사채		0	0	0	0
부채총계		1,303	1,029	1,236	1,414
지배지분		868	1,178	1,809	2,598
자본금		213	213	262	262
자본잉여금		50	50	50	50
이익잉여금		602	912	1,523	2,341
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		868	1,178	1,809	2,598
순차입금		-153	66	-510	-1,258
총차입금		53	187	321	455
					589

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	535	-66	424	663	868
당기순이익	215	381	686	909	1,133
감가상각비	55	62	51	45	40
외환손익	-2	3	6	6	6
종속,관계기업관련손익	0	-2	-2	-2	-2
자산부채의 증감	31	-646	-438	-416	-428
기타현금흐름	235	136	121	120	119
투자활동 현금흐름	-95	-108	-98	-81	-67
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-84	-120	-100	-83	-70
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-11	12	2	2	2
재무활동 현금흐름	-275	91	108	42	42
단기차입금	-43	134	134	134	134
사채 및 장기차입금	-200	0	0	0	0
자본	0	0	49	0	0
현금배당	-32	-43	-75	-92	-92
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-3	275	259	245
현금의 증감	166	-86	710	883	1,088
기초 현금	39	205	120	830	1,712
기말 현금	205	120	830	1,712	2,800
NOPLAT	400	497	876	1,148	1,415
FCF	323	-309	203	447	651

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

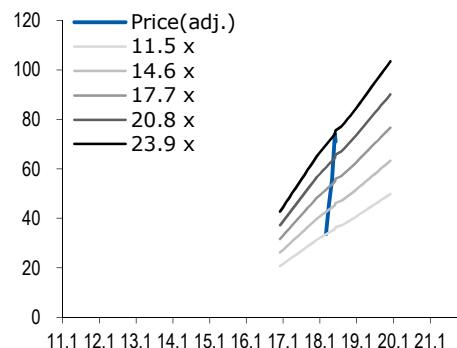
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,053	1,785	2,721	3,469	4,320
BPS	20,359	5,524	6,900	9,908	13,767
EBITDAPS	10,837	2,664	3,701	4,571	5,567
SPS	118,838	29,496	28,918	30,596	33,628
DPS	1,000	350	350	350	350
PER	-	-	26.1	20.5	16.5
PBR	-	-	10.3	7.2	5.2
EV/EBITDA	-	-	19.4	14.5	11.3
PSR	-	-	2.5	2.3	2.1

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.3	0.0	16.0	10.0	9.9
영업이익 증가율 (%)	46.7	na	76.2	31.0	23.3
지배순이익 증가율 (%)	34.6	na	80.3	32.6	24.5
매출총이익률 (%)	47.6	51.8	52.4	53.4	54.6
영업이익률 (%)	7.9	7.9	12.0	14.3	16.0
지배순이익률 (%)	4.3	6.1	9.4	11.3	12.8
EBITDA 마진 (%)	9.1	9.0	12.8	14.9	16.6
ROIC	38.0	68.4	59.1	74.4	88.2
ROA	10.5	34.5	26.1	25.8	24.6
ROE	26.1	64.6	45.9	41.3	36.5
부채비율 (%)	150.1	87.4	68.3	54.4	44.1
순차입금/자기자본 (%)	-17.6	5.6	-28.2	-48.4	-61.3
영업이익/금융비용 (배)	57.4	149.3	153.3	141.6	134.8

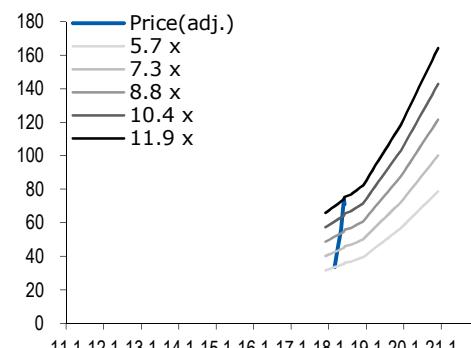
## P/E band chart

(천원)



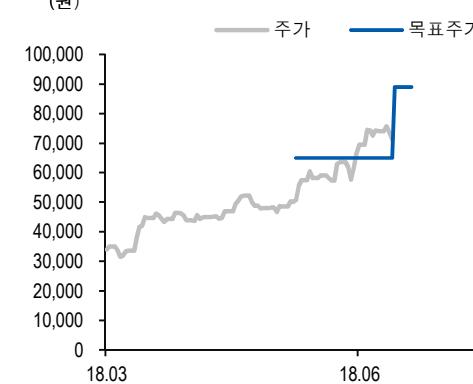
## P/B band chart

(천원)



## 애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-05	BUY	89,000	1년		
2018-05-30	BUY	65,000	1년	0.19	16.46

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.