

애경산업 (018250)

화장품



박은정

02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	89,000원 (M)
현재주가 (7/20)	67,500원
상승여력	32%

시가총액	17,697억원
총발행주식수	26,218,335주
60일 평균 거래대금	220억원
60일 평균 거래량	362,680주
52주 고	78,000원
52주 저	31,500원
외인지분율	2.51%
주요주주	AK 훌딩스 외 5 인 62.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.9	53.9	0.0
상대	13.5	66.5	0.0
절대(달러환산)	7.2	44.9	0.0

수출 여전히 견조

투자의견 BUY, 목표주가 89,000원 유지

애경산업에 대한 투자의견을 BUY, 목표주가 89,000원을 유지한다. 목표주가 89,000원은 12MF EPS 3,095원에 Target P/E 29배를 적용하였다. 대중 수요 증가에 따라 이익 체력이 상승할 것으로 예상되며, 중국을 중심으로 해외 진출에 접점을 확대하는 만큼 수출 매출이 매분기 지속적으로 상승할 것으로 예상된다. 최근 불거진 기업형 따이공 규제 우려 및 급격한 위안화 절하 흐름이 화장품 업종 주가 성과에 전반적으로 비우호적으로 작용하였다. 애경산업의 경우 수출의 경우 달러화 결제를 하고 있으며, 기업형 따이공 이슈와도 무관하여 최근의 낙폭은 과도하다고 판단하며, 업종 내 중형주 최선호주 유지 변함없다.

2Q18 Preview: 견고한 해외 수요가 이끄는 실적 호조

2분기 실적은 연결 매출 1,696억원(YoY+27%), 영업이익 214억원(YoY+106%)를 전망하며, 컨센서스 영업이익 200억원 대비 상회할 것으로 예상한다.

1) 화장품 부문의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +69%, +87% 성장을 전망한다. 마진 높은 수출 매출의 성장으로 전년동기비 영업이익률은 2%p 개선될 것으로 보인다. ▶ **화장품 부문의 채널별 성장률은 흠크리프트 +7%, 면세점 +140%(동일 회계기준), 수출 +104%로 추정한다.** 2분기는 대중 수출 급증으로 주된 비중을 차지하던 흠크리프트 매출을 수출이 처음으로 넘어서는 분기가 될 것으로 보이며, 연내 지속적으로 중국 온/오프라인 채널을 확보한 만큼 수출 성장은 2019년까지 지속적으로 상승할 것으로 예상된다. 수출 매출이 전분기비 상승함에도 불구하고 화장품 부문 영업이익률을 보수적으로 추정하였는데, 이는 LUNA 및 신규 브랜드 FFLoW 등의 마케팅 비용이 일부 집행됐을 것으로 예상하기 때문이다. 2) 생활용품 부문의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 -1%, 흑자전환 할 전망이다.

2018년, 해외 진출 다변화를 통한 외형 확장 지속

2018년 연결 매출 7,293억원(YoY+16%), 영업이익 876억원(YoY+76%)를 전망한다. 견고한 브랜드력을 바탕으로 내수 소비자의 반복구매가 지속되고 있으며, 해외 수요 확대에 따라 성장의 축이 면세, 수출로 전환됨에 따라 기업가치가 빠르게 상승할 것으로 전망한다.

금년 하반기는 동사가 화장품 전체 채널 중 수출을 가장 집중하며 맞이하는 성수기로 상반기 동안 확보한 중국 6대 온라인 내수몰과 오프라인 벤더들을 통해 수출 매출이 극대화될 것으로 기대한다. 한편, 주 52시간 근무제 및 최저임금 이상 부분은 2018년 임금 인상을 통해 대응하여 현재의 구조에서 변화가 미미한 것으로 파악되어 하반기 이익체력 하락은 제한적으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	1,696		0.3	1,679	1.0	
영업이익	214		-1.6	200	7.2	
세전계속사업이익	214		-2.9	214	0.0	
지배순이익	167		-3.2	167	0.0	
영업이익률 (%)	12.6		-0.3 %pt	11.9	+0.7 %pt	
지배순이익률 (%)	9.9		-0.3 %pt	10.0	-0.1 %pt	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	0	6,289	7,293	8,022
영업이익	0	497	876	1,148
지배순이익	0	381	686	909
PER	-	-	24.8	19.5
PBR	-	-	9.8	6.8
EV/EBITDA	-	-	18.4	13.7
ROE	0.0	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
연결 매출액	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
% YoY											
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%
% 매출비중											
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%
% (화장품) 채널비중											
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%
매출총이익	241.2	325.7	382.2	69.3	64.3	78.9	113.3	87.8	88.7	108.7	96.9
판매비와 관리비	201.2	276.0	294.6	52.8	53.8	64.0	105.4	66.0	67.2	85.4	75.9
영업이익	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
% YoY											
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
% 이익비중											
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%
% margin											
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%
지배주주 순이익	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

애경산업 (018250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	0	6,289	7,293	8,022	8,817
매출원가	0	3,032	3,471	3,738	4,003
매출총이익	0	3,257	3,822	4,284	4,813
판관비	0	2,760	2,946	3,136	3,399
영업이익	0	497	876	1,148	1,415
EBITDA	0	568	933	1,198	1,460
영업외손익	0	-8	3	18	38
외환관련손익	0	-9	-6	-6	-6
이자손익	0	3	11	26	46
관계기업관련손익	0	2	2	2	2
기타	0	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	0	489	879	1,166	1,452
법인세비용	0	109	193	257	319
계속사업순손익	0	381	686	909	1,133
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	381	686	909	1,133
지배지분순이익	0	381	686	909	1,133
포괄순이익	0	351	657	880	1,104
지배지분포괄이익	0	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	0	1,286	2,179	3,194	4,426
현금및현금성자산	0	120	830	1,713	2,799
매출채권 및 기타채권	0	522	605	665	731
재고자산	0	625	725	798	877
비유동자산	0	921	866	818	775
유형자산	0	646	595	550	510
관계기업등 지분관련자산	0	12	14	16	18
기타투자자산	0	8	8	8	8
자산총계	0	2,207	3,045	4,012	5,201
유동부채	0	912	1,118	1,296	1,474
매입채무 및 기타채무	0	673	745	789	833
단기차입금	0	187	321	455	589
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	118	118	118	118
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	1,029	1,236	1,414	1,591
지배지분	0	1,178	1,809	2,598	3,609
자본금	0	213	262	262	262
자본잉여금	0	50	50	50	50
이익잉여금	0	912	1,523	2,341	3,382
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	1,178	1,809	2,598	3,609
순차입금	0	66	-510	-1,258	-2,211
총차입금	0	187	321	455	589

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	-66	424	663	868
당기순이익	0	381	686	909	1,133
감가상각비	0	62	51	45	40
외환손익	0	3	6	6	6
증속,관계기업관련손익	0	-2	-2	-2	-2
자산부채의 증감	0	-646	-438	-416	-428
기타현금흐름	0	136	121	120	119
투자활동 현금흐름	0	-108	-98	-81	-67
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-120	-100	-83	-70
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	12	2	2	2
재무활동 현금흐름	0	91	108	42	42
단기차입금	0	134	134	134	134
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	49	0	0
현금배당	0	-43	-75	-92	-92
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-3	275	259	245
현금의 증감	0	-86	710	883	1,088
기초 현금	0	205	120	830	1,712
기말 현금	0	120	830	1,712	2,800
NOPLAT	214682628	497	876	1,148	1,415

자료: 유안타증권
주: 1. FCF, EPS, BPS 및 PER, PBR, PPS은 자체주주 기준입니다.

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준입니다.

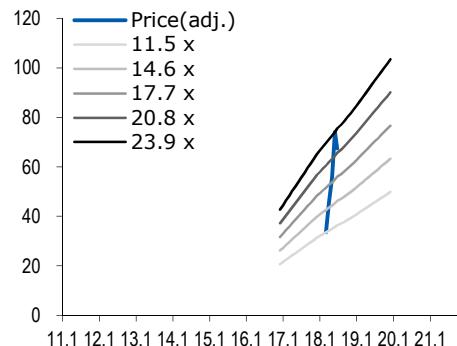
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0	1,785	2,721	3,469	4,320
BPS	0	5,524	6,900	9,908	13,767
EBITDAPS	0	2,664	3,701	4,571	5,567
SPS	0	29,496	28,918	30,596	33,628
DPS	1,000	350	350	350	350
PER	-	-	24.8	19.5	15.6
PBR	-	-	9.8	6.8	4.9
EV/EBITDA	-	-	18.4	13.7	10.6
PSR	-	-	2.3	2.2	2.0

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

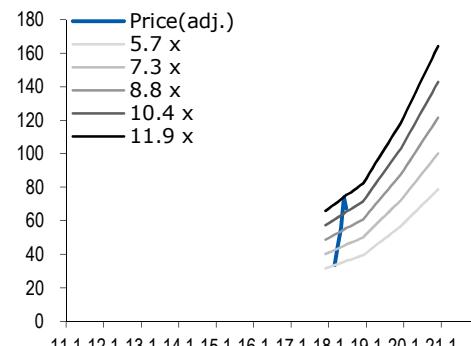
P/E band chart

(천원)



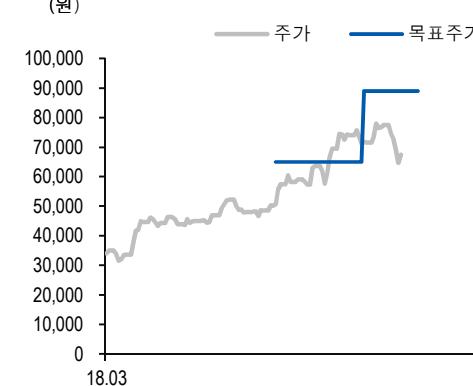
P/B band chart

(천원)



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-23	BUY	89,000	1년		
2018-07-05	BUY	89,000	1년		
2018-05-30	BUY	65,000	1년	0.19	16.46

주: 기준일 2018-07-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분

투자의견 비율(%)

Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

- 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.