

애경산업 (018250)

화장품

백은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

| | |
|-------------|-------------|
| 투자 의견 | 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 |
| 외인자분율 | 2.51% |
| 주요주주 | AK 홀딩스 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

투자 의견 BUY, 목표주가 89,000원 유지

애경산업에 대한 투자 의견을 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 점진적 확대하는 만큼 수출 매출이 매분기 지속적으로 상승할 것으로 예상된다. 최근 불거진 기업형 타이공 규제 우려 및 급격한 위안화 절하 흐름이 화장품 업종 주가 성과에 전반적으로 비우호적으로 작용하였다. 애경산업의 경우 수출의 경우 달러화 결제하고 있으며, 기업형 타이공 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 예상된다.

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 홈쇼핑 +7%, 면세점 +140%(동일 회계기준), 수출 +104%로 추정한다. 2분기는 대중 수출 급증으로 주된 비중을 차지하던 홈쇼핑 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

(억원, %)

| | 2Q18E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|--------|----------|-------|----------|
| 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)

(억원, 원, %, 배)

| 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 400억원 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 |
| 판매비 | 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 |
| 법인세비용차감전순이익 | 0 | 489 | 879 | 1,166 | 1,452 |
| 법인세비용 | 0 | 109 | 193 | 257 | 319 |
| 계속사업순이익 | 0 | 381 | 686 | 909 | 1,133 |
| 중단사업순이익 | 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: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 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 |
| 관계기업 등 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 |
| 종속, 관계기업 관련손익 | 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 |
| FCF | 0 | -309 | 203 | 447 | 651 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

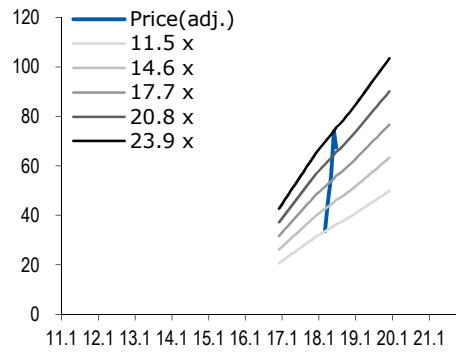
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| EPS | 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 |
| 자배순이익률 (%) | 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 |

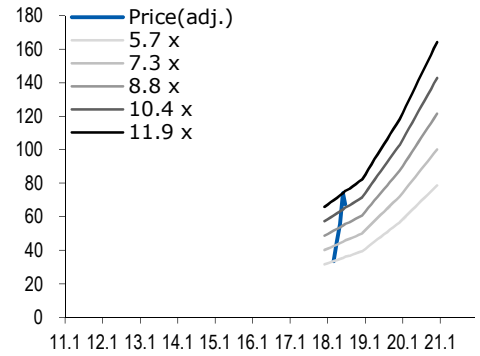
P/E band chart

(천원)

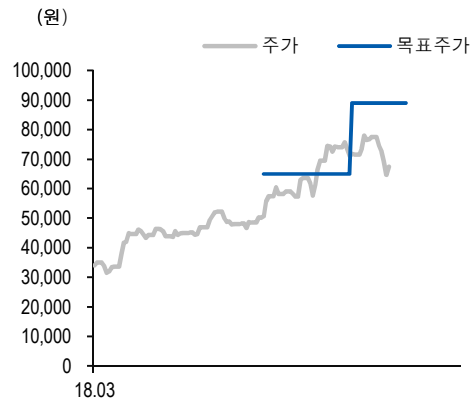


P/B band chart

(천원)



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 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 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 2.2 |
| Buy(매수) | 84.9 |
| Hold(중립) | 12.8 |
| Sell(비중 축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2018-07-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.