유안타증권 元大證券

Company Report
2018.08.08

애경산업 (018250)

화장품

해외 수요가 견인한 실적 호조

박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	92,000원 (U)
현재주가 (8/7)	67,100원
상승여력	37%

시가총액	17,593억원
총발행주식수	26,218,335주
60일 평균 거래대금	216억원
60일 평균 거래량	335,982주
52주 고	78,000원
52주 저	31,500원
외인지분율	2.11%
주요주주	AK홀딩스 외 5 인 62.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.3)	43.2	0.0
상대	(7.4)	53.3	0.0
절대(달러환산)	(6.9)	37.3	0.0

투자의견 BUY, 목표주가 92,000원으로 3% 상향

애경산업에 대한 투자의견을 BUY 유지하며, 목표주가를 89,000원에서 92,000원으로 3% 상향한다. 목표주가 상향의 근거는 예상을 상회하는 해외 수요 확대로 하반기 매출과 영업이익을 각각 4%, 12% 상향조정 하였기 때문이다. 목표주가 92,000원은 12MF EPS 3,292원에 Target P/E 28배를 적용하였다. [참고] 화장품과 생활용품 부문 Target P/E를 각각 30배, 10배 적용하여 산출

2Q18 Review: 해외 수요가 견인한 실적 호조

애경산업의 2분기 실적은 연결 매출 1,743억원(+31%yoy), 영업이익 214억원(+106%yoy)을 기록하였다. 상반기 임금 인상분의 소급 적용 및 화장품 부문의 재고 폐기손실 등이 존재했음에도 불구하고 컨센서스 206억원을 상회하는 실적을 발표했다.

1) 화장품 부문의 매출은 전년동기비 +76% 성장한 958억원, 영업이익은 +71% 증가한 193억원이며, 영업이익률은 20%를 기록했다. 일회성 비용을 제외하면 수출 등의 고마진 채널 매출 급증으로 화장품 부문의 수익성은 약 23%에 육박하는 것으로 추정된다. ▶화장품 부문의 전년동기비 채널 성장률은 홈쇼핑 +6%, 면세 +133%(동일 회계기준), 수출 +129%로 중국 수요라 할 수 있는 면세와 수출이 성장을 견인했다. ▶면세 매출은 249억원으로 전년동기비 +133%, 전분기비 +22% 성장하였고, 동일기간 국내 면세시장 성장(+47%)을 상회하며 채널 점유율이 확대 중이다. ▶수출 매출은 335억원으로 전년동기비 +129%, 전분기비 +32% 성장하며 예상을 뛰어넘는 성과를 달성했다. 에이지투웨니스의 중국 내 브랜드 인지도 확대에 따라 수요가 빠르게 상승 중이며, 2분기 처음 수출 매출이 홈쇼핑 매출을 가볍게 넘겼다.

2) 생활용품 부문의 매출은 전년동기비 flat한 785억원, 영업이익은 21억원으로 흑자전환을 기록했다. 내수는 전년동기비 -1% 감소한 가운데 수출이 +6% 증가하며 생활용품 또한 수출이 성장을 견인했다. 상반기부터 이어진 비용 효율화 경영을 바탕으로 상반기 누적 생활용품 부문 영업이익은 44억원을 달성했으며, 2017년 생활용품 부문 영업이익(22억원)대비 2배 성장했다.

앞으로가 기대되는 애경산업

예상을 상회하는 해외 수요를 바탕으로 2018년 매출과 영업이익을 각각 2%, 6% 상향조정하며, 연결 매출 7,455억원(+19%yoy), 영업이익 936억원(+88%yoy)을 전망한다. 견고한 브랜드력을 바탕으로 성장의 축이 내수에서 해외로 빠르게 전환되며 기업가치가 상승 중이다. 애경산업은 2017년 9월 중국 법인 설립을 시작으로 상반기 중국 6대 온라인 내수몰 입점 확정, 오프라인 채널 확보 등의 중국 판매 채널 확대에 집중하고 있으며, 일본 화장품 시장은 6월 QVC 홈쇼핑 방송 진출을 시작으로 7월, 8월 방송이 진행 중이다. 해외 진출의 Thanksgiving day는 이제 시작이다.

Quarterly earning forecasts (억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,743	30.9	3.1	1,688	3.2
영업이익	214	105.7	-1.8	206	3.8
세전계속사업이익	214	120.1	-3.1	214	-0.2
지배순이익	162	118.5	-6.2	167	-3.1
영업이익률 (%)	12.3	+4.5%pt	-0.6 %pt	12.2	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.3	+3.7%pt	-0.9 %pt	9.9	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	5,068	6,289	7,455	8,158
영업이익	400	497	936	1,151
지배순이익	215	381	734	913
PER	-	-	23.1	19.3
PBR	-	-	9.5	6.9
EV/EBITDA	-	-	17.2	13.6
ROE	26.1	64.6	48.3	41.4

자료: 유안타증권

애경산업 연결실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	506.8	628.9	745.5	144.7	133.2	162.7	188.3	169.1	174.3	212.4	189.6
1. 화장품	135.2	272.1	385.1	54.8	54.3	53.5	109.4	81.7	95.8	99.5	108.1
홈쇼핑	82.7	113.7	117.1	24.1	27.2	25.2	37.2	28.6	28.7	29.2	30.6
면세점	10.0	64.4	104.6	8.2	4.9	7.5	43.8	20.4	24.9	27.9	31.4
수출	17.1	63.7	131.9	14.8	14.7	13.9	20.8	25.3	33.5	35.9	37.2
기타	25.4	30.4	31.4	7.7	7.6	7.0	7.7	7.4	8.6	6.5	8.9
2. 생활용품	371.6	356.8	356.8	89.9	78.9	109.1	78.9	87.4	78.5	113.0	81.5
% YoY											
매출액	10%	24%	19%	-	-	-	-	17%	31%	31%	1%
1. 화장품	96%	101%	42%	-	-	-	-	49%	76%	86%	-1%
홈쇼핑	51%	37%	3%	-	-	-	-	19%	6%	16%	-18%
면세점	19506%	544%	62%	-	-	-	-	148%*	410%*	272%*	-28%
수출	1430%	273%	107%	-	-	-	-	71%	129%	157%	79%
기타	98%	20%	3%	-	-	-	-	-4%	13%	-6%	16%
2. 생활용품	-5%	-4%	0%	-	-	-	-	-3%	0%	3%	3%
% 매출비중											
1. 화장품	27%	43%	52%	38%	41%	33%	58%	48%	55%	47%	57%
2. 생활용품	73%	57%	48%	62%	59%	67%	42%	52%	45%	53%	43%
% (화장품) 채널비중											
홈쇼핑	61%	42%	30%	44%	50%	47%	34%	35%	30%	29%	28%
면세점	7%	24%	27%	15%	9%	14%	40%	25%	26%	28%	29%
수출	13%	23%	34%	27%	27%	26%	19%	31%	35%	36%	34%
기타	19%	11%	8%	14%	14%	13%	7%	9%	9%	7%	8%
매출총이익	241.2	325.7	390.7	69.3	64.3	78.9	113.3	87.8	88.9	110.8	103.2
판매비와 관리비	201.2	276.0	297.1	52.8	53.8	64.0	105.4	66.0	67.4	86.1	77.5
영업이익	40.0	49.7	93.6	16.5	10.4	14.9	7.9	21.8	21.4	24.7	25.7
1. 화장품	26.4	47.5	85.4	15.5	11.3	11.0	9.8	19.5	19.3	21.4	25.2
2. 생활용품	13.6	2.2	8.2	1.0	-0.9	3.9	-1.9	2.3	2.1	3.3	0.4
% YoY											
영업이익	47%	24%	88%	-	-	-	-	32%	106%	66%	224%
1. 화장품	144%	80%	80%	-	-	-	-	26%	71%	96%	157%
2. 생활용품	-17%	-84%	268%	-	-	-	-	126%	흑전	-16%	흑전
% 이익비중											
1. 화장품	66%	96%	91%	94%	108%	74%	124%	89%	90%	87%	98%
2. 생활용품	34%	4%	9%	6%	-8%	26%	-24%	11%	10%	13%	2%
% margin											
영업이익률	8%	8%	13%	11%	8%	9%	4%	13%	12%	12%	14%
1. 화장품	20%	17%	22%	28%	21%	20%	9%	24%	20%	22%	23%
2. 생활용품	4%	1%	2%	1%	-1%	4%	-2%	3%	3%	3%	1%
지배주주 순이익	21.6	38.4	73.4	12.1	7.4	13.4	5.4	17.3	16.2	21.2	18.7

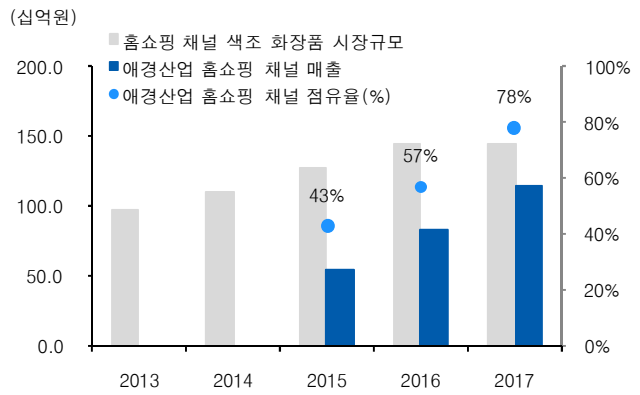
자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 2017 년 4 분기에 홈쇼핑과 면세점 채널의 매출인식 방식이 순매출 기준에서 총매출로 변경되었고, 2017 년 4 분기에 회계기준 변경에 따른 매출을 소급 적용함(약 400 억원 수준) (*)로 표기된 분기가 회계기준 변경으로 전년동기비 과대 계상되어 보이는 부분

연간 실적 변동표 (단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	729	802	745	816	2%	2%
영업이익	88	115	94	115	6%	0%
영업이익률	12%	14%	13%	14%	1%p	0%p
지배주주순이익	69	91	73	91	6%	0%
순이익률	9%	11%	10%	11%	1%p	0%p
EPS	2,721	3,469	2,909	3,483	7%	0%

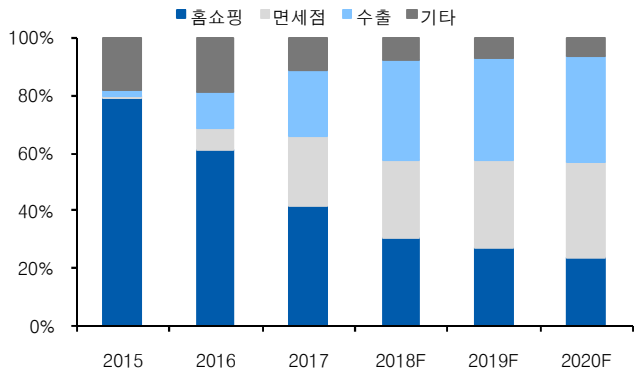
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 홈쇼핑 색조 시장규모 및 애경산업의 점유율 추이



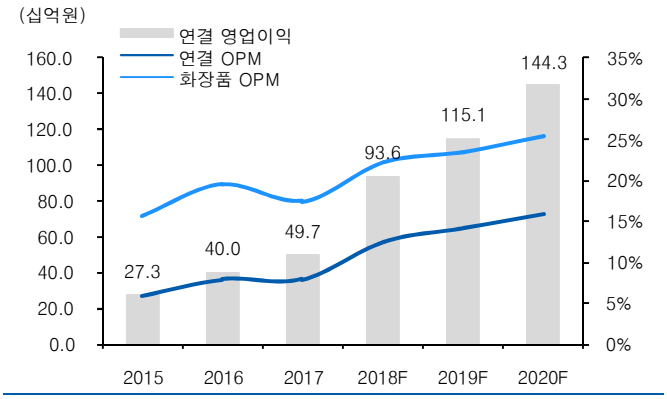
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 애경산업의 화장품 부문 채널별 비중 추이



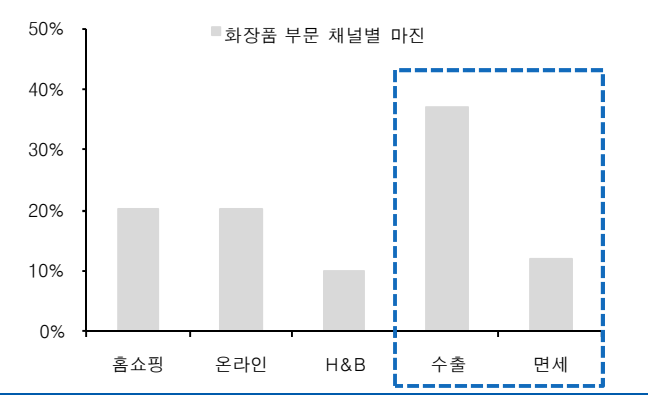
자료: 유안타증권 리서치센터

[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**	**7,455**	**8,158**	**9,023**
매출원가	2,656	3,032	3,548	3,787	4,054
매출총이익	2,412	3,257	3,907	4,370	4,969
판관비	2,012	2,760	2,971	3,220	3,526
영업이익	**400**	**497**	**936**	**1,151**	**1,443**
EBITDA	462	568	993	1,201	1,487
영업외손익	-125	-8	3	17	35
외환관련손익	4	-9	-6	-6	-6
이자손익	-6	3	12	25	43
관계기업관련손익	0	2	2	2	2
기타	-124	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	275	489	940	1,168	1,477
법인세비용	59	109	206	255	322
계속사업순손익	215	381	734	913	1,155
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	215	381	734	913	1,155
지배지분순이익	**215**	**381**	**734**	**913**	**1,155**
포괄순이익	199	351	704	884	1,126
지배지분포괄이익	199	351	704	884	1,126

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

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**1,408**	**1,286**	**2,238**	**3,161**	**4,324**
현금및현금성자산	205	120	859	1,654	2,660
매출채권 및 기타채권	555	522	618	676	748
재고자산	622	625	741	811	897
비유동자산	763	921	866	818	775
유형자산	595	646	595	550	510
관계기업등 지분관련자산	10	12	14	16	18
기타투자자산	4	8	8	8	8
자산총계	**2,171**	**2,207**	**3,104**	**3,978**	**5,099**
유동부채	1,217	912	1,131	1,304	1,482
매입채무 및 기타채무	977	673	758	797	841
단기차입금	53	187	321	455	589
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	86	118	118	118	118
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**1,303**	**1,029**	**1,248**	**1,422**	**1,600**
지배지분	868	1,178	1,856	2,557	3,500
자본금	213	213	262	262	262
자본잉여금	50	50	50	50	50
이익잉여금	602	912	1,570	2,300	3,272
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**868**	**1,178**	**1,856**	**2,557**	**3,500**
순차입금	**-153**	**66**	**-539**	**-1,200**	**-2,072**
총차입금	53	187	321	455	589

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**535**	**-66**	**455**	**667**	**878**
당기순이익	215	381	734	913	1,155
감가상각비	55	62	51	45	40
외환손익	-2	3	6	6	6
종속,관계기업관련손익	0	-2	-2	-2	-2
자산부채의 증감	31	-646	-455	-416	-441
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	166	152
현금의 증감	**166**	**-86**	**740**	**794**	**1,005**
기초 현금	39	205	120	860	1,654
기말 현금	205	120	860	1,654	2,659
NOPLAT	**400**	**497**	**936**	**1,151**	**1,443**
FCF	**323**	**-309**	**233**	**451**	**663**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,053	1,785	2,909	3,483	4,406
BPS	20,359	5,524	7,081	9,753	13,348
EBITDAPS	10,837	2,664	3,939	4,582	5,673
SPS	118,838	29,496	29,559	31,115	34,414
DPS	1,000	350	350	350	350
PER	-	-	**23.1**	**19.3**	**15.2**
PBR	-	-	**9.5**	**6.9**	**5.0**
EV/EBITDA	-	-	**17.2**	**13.6**	**10.4**
PSR	-	-	**2.3**	**2.2**	**1.9**

재무비율

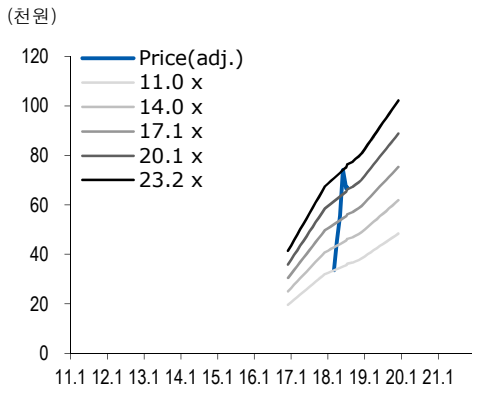
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**10.3**	**0.0**	**18.5**	**9.4**	**10.6**
영업이익 증가율 (%)	**46.7**	**na**	**88.3**	**22.9**	**25.4**
지배순이익 증가율 (%)	**34.6**	**na**	**92.7**	**24.5**	**26.5**
매출총이익률 (%)	47.6	51.8	52.4	53.6	55.1
영업이익률 (%)	**7.9**	**7.9**	**12.6**	**14.1**	**16.0**
지배순이익률 (%)	4.3	6.1	9.8	11.2	12.8
EBITDA 마진 (%)	9.1	9.0	13.3	14.7	16.5
ROIC	38.0	68.4	62.7	73.7	88.6
ROA	10.5	34.5	27.6	25.8	25.5
ROE	**26.1**	**64.6**	**48.3**	**41.4**	**38.2**
부채비율 (%)	150.1	87.4	67.2	55.6	45.7
순차입금/자기자본 (%)	-17.6	5.6	-29.1	-46.9	-59.2
영업이익/금융비용 (배)	57.4	149.3	163.8	142.0	137.5

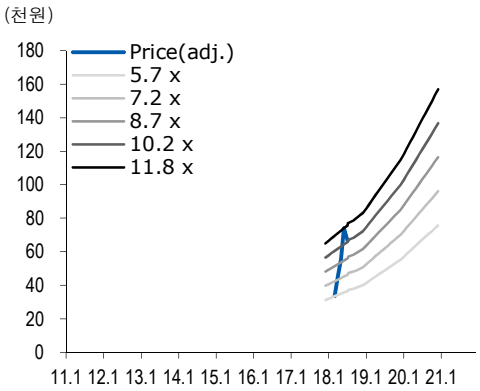
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

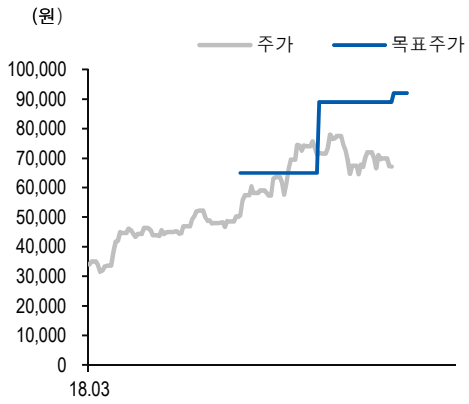
P/E band chart



P/B band chart



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-08	BUY	92,000	1년		
2018-07-05	BUY	89,000	1년	-20.61	-12.36
2018-05-30	BUY	65,000	1년	0.19	16.46

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.5
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-05

※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.