

애경산업 (018250)

화장품

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (D)
현재주가 (10/15)	49,900원
상승여력	76%

시가총액	13,083억원
총발행주식수	26,218,335주
60일 평균 거래대금	153억원
60일 평균 거래량	228,502주
52주 고	78,000원
52주 저	31,500원
외인지분율	5.75%
주요주주	AK 홀딩스 외 5인 62.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(31.7)	(35.6)	0.0
상대	(26.2)	(30.6)	0.0
절대(달려환산)	(32.8)	(36.2)	0.0

아쉬운 어제와 기대되는 내일

3분기 중국향 한국 화장품 수출 전분기비 15% 감소

전일(10/15) 관세청에서 발표한 중국향 화장품 수출액은 1.6억달러로 전년동월비 6% 성장하고, 전월비 2% 성장하였다. 3분기 누적 대중 화장품 수출액은 4.9억달러로 전분기 대비 15% 감소했다. 3분기는 전통적으로 화장품업은 비수기이나, 2016년부터 광군제(11/11) 소화 물량이 9월부터 선적되며 계절성을 완화시키는 모습을 보였다. 금년 3분기 수출은 국내와 중국의 연이은 명절 연휴에 따른 영업일수 부족으로 대다수 기업의 광군제 물량이 10월로 이연된 것으로 파악된다.

애경산업 또한 동일한 요소로 수출 매출이 당사 추정치 대비 하회할 것으로 예상된다. 그러나 4분기는 이연된 광군제 수출의 본격화와 주요 내수 채널의 성수기 도래로 4분기는 사상 최대 이익을 달성할 것으로 예상된다. 애경산업은 대표 브랜드인 에이지투웨니스의 지역 점점 확대에 주력하고 있으며, 이를 통해 해외 기여도를 확대하고 있다. 성장 초입국면으로 영업일수 부족에 따른 수출 추정치 조정은 펀더멘털과 무관하다고 판단된다.

3Q18 Preview: 수출이 다소 아쉬운

3분기 실적은 연결 매출 1,915억원(YoY+18%), 영업이익 217억원(YoY+46%)을 전망하며 컨센서스 매출액 2,061억원, 영업이익 247억원 대비 각각 7%, 12% 하회할 것으로 예상된다.

1) 화장품 부문의 매출은 전년동기비 73% 성장한 929억원, 영업이익은 71% 증가한 187억원으로 영업이익률은 20%를 달성할 것이다. ▶흡소핀 매출은 267억원으로 전년동기비 6% 성장할 것으로 예상되며 에이지투웨니스의 한정판 출시에 따른 매출 호조 영향이다. ▶면세채널 매출은 259억원으로 전년동기비 92%(동일 회계기준), 전분기대비 4% 성장할 것으로 예상된다. ▶수출 매출은 322억원으로 전년동기비 131% 성장하고, 전분기대비 4% 감소할 것으로 보인다. 광군제 효과로 전분기비 성장할 것을 기대했으나, 영업일수 부족에 따라 4분기에 보다 반영될 것으로 판단된다.

2) 생활용품 부문의 매출은 전년동기비 10% 감소한 987억원, 영업이익은 25% 감소한 30억원으로 영업이익률은 3%로 추정한다. 매출감소는 생활용품 시장 둔화와 회계기준 변경에 따라 판촉비 계정이 매출 차감 형태로 변경된 영향으로 추정치 변동폭은 미미하다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 88,000원으로 4% 하향

애경산업에 대한 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 92,000원에서 88,000원으로 4% 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 수출 매출 이연에 따라 2018년 수출 추정치를 소폭 하향한 영향이다. 목표주가 88,000원은 12MF EPS 3,121원에 Target P/E 28배를 적용하였다. [참고] 화장품과 생활용품 부문 Target P/E를 각각 30배, 10배 적용하여 산출 현재 주가는 2018년 기준 18배, 2019년 기준 16배 수준으로 화장품 업종 내 밸류에이션 매력도가 높다고 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,915	17.7	9.9	2,061	-7.1
영업이익	217	45.6	1.4	247	-12.3
세전계속사업이익	242	39.1	12.7	284	-14.9
지배순이익	189	40.4	16.3	218	-13.5
영업이익률 (%)	11.3	+2.1 %pt	-1.0 %pt	12.0	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	9.8	+1.5 %pt	+0.5 %pt	10.6	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	0	6,289	7,228	7,860
영업이익	0	497	879	1,057
지배순이익	0	381	689	839
PER	-	-	18.3	15.6
PBR	-	-	7.2	5.4
EV/EBITDA	-	-	13.4	10.8
ROE	0.0	64.6	46.1	39.5

자료: 유안타증권

애경산업 연결실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
연결 매출액	628.9	722.8	786.0	144.7	133.2	162.7	188.3	169.1	174.3	191.5	187.9
1. 화장품	272.1	376.7	435.7	54.8	54.3	53.5	109.4	81.7	95.8	92.9	106.4
홈쇼핑	113.7	117.1	120.6	24.1	27.2	25.2	37.2	28.6*	28.7*	26.7*	33.0*
면세점	64.4	99.5	130.7	8.2	4.9	7.5	43.8	20.4*	24.9*	25.9*	28.2*
수출	63.7	127.2	152.1	14.8	14.7	13.9	20.8	25.3	33.5	32.2	36.2
기타	30.4	32.9	32.3	7.7	7.6	7.0	7.7	7.4	8.6	8.0	8.9
2. 생활용품	356.8	356.8	363.9	89.9	78.9	109.1	78.9	87.4	78.5	98.7	81.5
% YoY											
매출액	24%	15%	9%	-	-	-	-	17%	31%	18%	0%
1. 화장품	101%	38%	16%	-	-	-	-	49%	76%	73%	-3%
홈쇼핑	37%	3%	3%	-	-	-	-	19%	6%	6%	-11%
면세점	544%	54%	31%	-	-	-	-	148%	410%	246%	-36%
수출	273%	100%	20%	-	-	-	-	71%	129%	131%	74%
기타	20%	8%	-2%	-	-	-	-	-4%	13%	15%	16%
2. 생활용품	-4%	0%	2%	-	-	-	-	-3%	0%	-10%	3%
% 매출비중											
1. 화장품	43%	52%	55%	38%	41%	33%	58%	48%	55%	48%	57%
2. 생활용품	57%	49%	46%	62%	59%	67%	42%	52%	45%	52%	43%
% (화장품) 채널비중											
홈쇼핑	42%	31%	28%	44%	50%	47%	34%	35%	30%	29%	31%
면세점	24%	26%	30%	15%	9%	14%	40%	25%	26%	28%	27%
수출	23%	34%	35%	27%	27%	26%	19%	31%	35%	35%	34%
기타	11%	9%	7%	14%	14%	13%	7%	9%	9%	9%	8%
매출총이익	325.7	378.0	419.4	69.3	64.3	78.9	113.3	87.8	88.9	98.8	102.5
판매비와 관리비	276.0	290.1	313.7	52.8	53.8	64.0	105.4	66.0	67.4	77.1	79.5
영업이익	49.7	87.9	105.7	16.5	10.4	14.9	7.9	21.8	21.4	21.7	23.0
1. 화장품	47.5	81.0	97.8	15.5	11.3	11.0	9.8	19.5	19.3	18.7	23.6
2. 생활용품	2.2	6.9	8.0	1.0	-0.9	3.9	-1.9	2.3	2.1	3.0	-0.6
% YoY											
영업이익	24%	77%	20%	-	-	-	-	32%	106%	46%	190%
1. 화장품	80%	71%	21%	-	-	-	-	26%	71%	71%	140%
2. 생활용품	-84%	209%	17%	-	-	-	-	126%	흑전	-25%	적지
% 이익비중											
1. 화장품	96%	92%	93%	94%	108%	74%	124%	89%	90%	86%	103%
2. 생활용품	4%	8%	8%	6%	-8%	26%	-24%	11%	10%	14%	-2%
% margin											
영업이익률	8%	12%	13%	11%	8%	9%	4%	13%	12%	11%	12%
1. 화장품	17%	22%	22%	28%	21%	20%	9%	24%	20%	20%	22%
2. 생활용품	1%	2%	2%	1%	-1%	4%	-2%	3%	3%	3%	-1%
지배주주 순이익	38.1	68.3	83.9	12.1	7.4	13.4	5.4	17.3	16.2	18.9	15.9

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/과소 계상되어 보이는 부분)

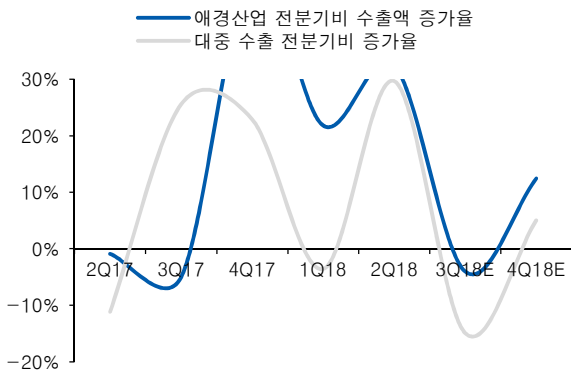
연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	745.5	815.8	722.8	786.0	-3%	-4%
영업이익	93.6	115.1	87.9	105.7	-6%	-8%
영업이익률	13%	14%	12%	13%	-0.4%	-0.7%
지배주주순이익	73.4	91.3	68.9	83.9	-6%	-8%
순이익률	10%	11.2%	10%	10.7%	-0.3%	-0.5%
EPS	2,909	3,483	2,730	3,199	-6%	-8%

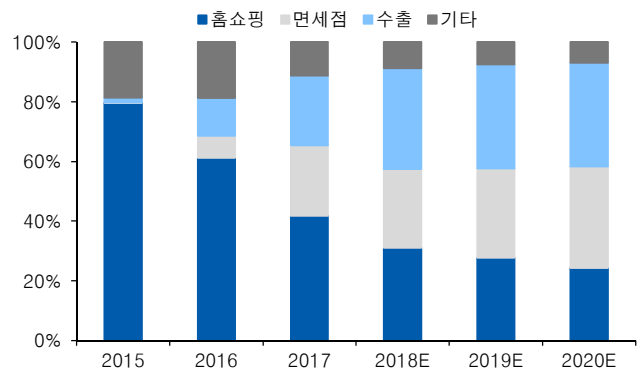
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 애경산업 수출액 및 대중 수출 전분기비 증가율



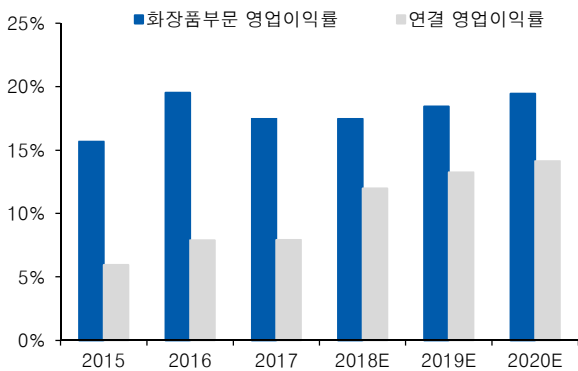
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 애경산업의 화장품 부문 채널별 비중 추이



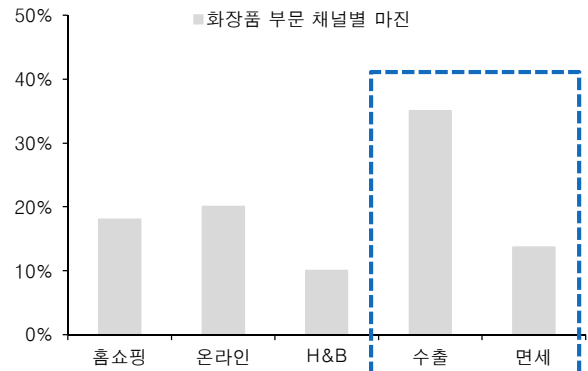
자료: 유안타증권 리서치센터

[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	0	6,289	7,228	7,860	8,654
매출원가	0	3,032	3,448	3,666	3,971
매출총이익	0	3,257	3,780	4,194	4,683
판매비	0	2,760	2,901	3,137	3,460
영업이익	0	497	879	1,057	1,223
EBITDA	0	568	936	1,108	1,268
영업외손익	0	-8	3	15	30
외환관련손익	0	-9	-6	-6	-6
이자손익	0	3	11	23	38
관계기업관련손익	0	2	2	2	2
기타	0	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	0	489	882	1,072	1,253
법인세비용	0	109	194	234	273
계속사업순이익	0	381	689	839	980
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	381	689	839	980
지배지분순이익	0	381	689	839	980
포괄순이익	0	351	659	810	951
지배지분포괄이익	0	351	659	810	951

주: 영업이익 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	2,177	3,021	4,015
현금및현금성자산	0	120	840	1,569	2,418
매출채권 및 기타채권	0	522	599	652	717
재고자산	0	625	719	782	861
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	3,043	3,839	4,790
유동부채	0	912	1,114	1,284	1,468
매입채무 및 기타채무	0	673	741	777	827
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	1,232	1,402	1,586
지배지분	0	1,178	1,812	2,437	3,205
자본금	0	213	262	262	262
자본잉여금	0	50	50	50	50
이익잉여금	0	912	1,525	2,181	2,977
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	1,178	1,812	2,437	3,205
순차입금	0	66	-520	-1,115	-1,830
총차입금	0	187	321	455	589

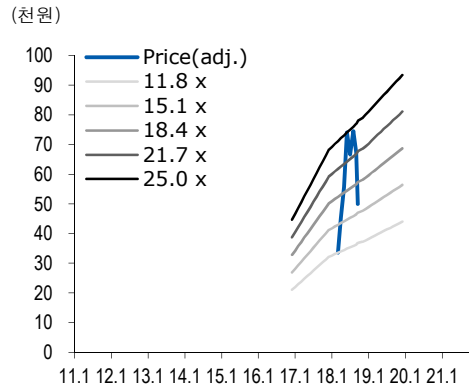
현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	-66	435	602	722
당기순이익	0	381	689	839	980
감가상각비	0	62	51	45	40
외환손익	0	3	6	6	6
종속, 관계기업 관련손익	0	-2	-2	-2	-2
자산부채의 증감	0	-646	-430	-406	-421
기타현금흐름	0	136	121	120	119
투자활동 현금흐름	0	-108	-98	-81	-67
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-120	-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	166	152
현금의 증감	0	-86	720	729	849
기초 현금	0	205	120	840	1,569
기말 현금	0	120	840	1,569	2,418
NOPLAT	214682628	497	879	1,057	1,223

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

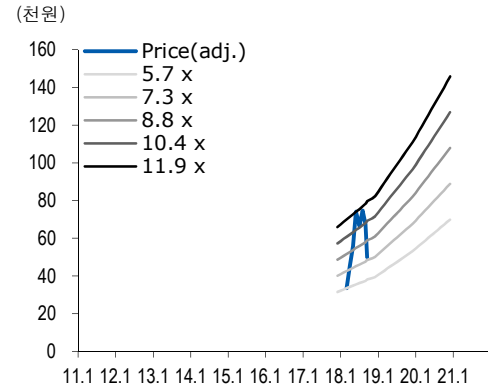
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0	1,785	2,730	3,199	3,737
BPS	0	5,524	6,909	9,297	12,223
EBITDAPS	0	2,664	3,712	4,225	4,836
SPS	0	29,496	28,661	29,978	33,007
DPS	200	350	350	350	350
PER	-	-	18.3	15.6	13.4
PBR	-	-	7.2	5.4	4.1
EV/EBITDA	-	-	13.4	10.8	8.9
PSR	-	-	1.7	1.7	1.5

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	14.9	8.7	10.1
영업이익 증가율 (%)	na	na	76.8	20.3	15.7
지배순이익 증가율 (%)	na	na	80.9	21.8	16.8
매출총이익률 (%)	0.0	51.8	52.3	53.4	54.1
영업이익률 (%)	0.0	7.9	12.2	13.5	14.1
지배순이익률 (%)	0.0	6.1	9.5	10.7	11.3
EBITDA 마진 (%)	0.0	9.0	13.0	14.1	14.7
ROIC	0.0	68.4	59.5	69.4	77.8
ROA	0.0	34.5	26.2	24.4	22.7
ROE	0.0	64.6	46.1	39.5	34.7
부채비율 (%)	0.0	87.4	68.0	57.5	49.5
순차입금/자기자본 (%)	0.0	5.6	-28.7	-45.7	-57.1
영업이익/금융비용 (배)	0.0	149.3	153.8	130.4	116.6

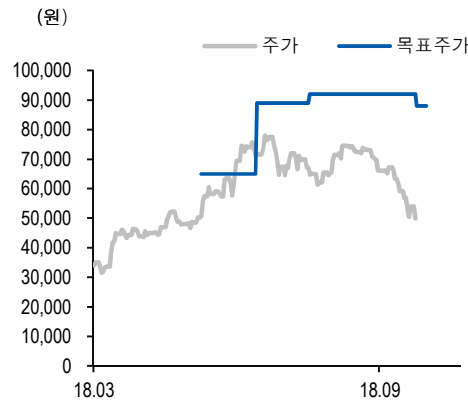
P/E band chart



P/B band chart



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-16	BUY	88,000	1년		
2018-08-08	BUY	92,000	1년	-27.23	-18.91
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: 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)	1.7
Buy(매수)	84.1
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-13

※ 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.