



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12 개월)	-원
현재주가 (10.31)	40,500 원
상승여력	-
KOSPI	2,029.69pt
시가총액	10,638억원
발행주식수	2,627만주
유동주식비율	31.60%
외국인비중	5.97%
52주 최고/최저가	78,000원/31,500원
평균거래대금	132.6억원
주요주주(%)	
AK홀딩스 외 5 인	62.71
인디애나 유한회사	8.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-39.8	-10.4	-
상대주가	-30.5	11.0	-



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	628.9	49.7	38.1	1,785		5,524	N/A	N/A	0.1	32.3	87.4
2018E	734.5	86.6	68.6	2,720	53.2	6,567	14.9	6.2	10.9	47.3	66.0
2019E	833.0	109.6	91.5	3,483	28.0	9,370	11.6	4.3	8.2	43.7	50.3
2020E	941.9	131.9	114.4	4,355	25.0	12,844	9.3	3.2	6.3	39.2	40.1

애경산업 018250

3Q 견조한 실적, 4Q 수출 고성장 전망

- 3Q 매출액 1,804억원 (+10.9% YoY), 영업이익 224억원 (+49.9% YoY) 기록
- 면세점과 수출 각각 +231.7% YoY, +129.6% YoY 큰 폭으로 성장
- 2019년 Age 20's의 경쟁력 지속과 함께 브랜드 다각화 및 일본 등 지역 다변화
- 현 주가 2018년 예상 실적 기준 PER 14.9배, 2019년 기준 11.6배 수준
- 차익실현 및 중국 경기둔화 우려감에 따른 최근 주가 하락은 과도하다는 판단임

3Q 면세점과 수출을 중심으로 견조한 실적 달성

3분기 애경산업의 실적은 매출액 1,804억원 (+10.9% YoY), 영업이익 224억원 (+49.9% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 2,000억원, 영업이익 240억원) 대비 소폭 하회했다. 매출액이 기대치 대비 하회한 것은 생활용품 부문 매출액이 자체적인 선물세트 판매 축소로 전년동기대비 -16.1% 감소했고 홈쇼핑 부문이 -1.2% YoY 다소 부진했기 때문이다. 면세점과 수출 부문은 각각 +231.7% YoY, +129.6% YoY 큰 폭으로 성장했다. 홈쇼핑 부문은 9월말 기초 스킨케어 신제품 런칭으로 3분기 대비 4분기 성장률은 회복될 전망이다.

수출 고성장 지속되는 가운데 추가적인 기업가치 확장 여부 관건

4분기에는 지난해 회계기준 변경에 따른 높은 기저 영향으로 면세점 채널의 성장률은 둔화 (+10% YoY 추정)되겠지만 수출이 100% 이상 고성장하여 매출액 2,108억원 (+10.9% YoY), 영업이익 211억원 (+166.6% YoY)를 기록할 것으로 예상한다. 2019년은 Age 20's의 경쟁력 지속과 함께 브랜드 다각화와 일본 등 지역 다변화로 안정적인 비즈니스 포트폴리오를 구축함에 따라 추가적인 기업가치 확장 여부가 결정될 전망이다. 현 주가 2018년 예상 실적 기준 PER 14.9배, 2019년 기준 11.6배 수준으로 글로벌 화장품 업종 평균 27배 대비 크게 저평가되어 있다. 차익 실현 및 중국 경기 둔화 우려감에 따른 최근 주가 하락은 과도하다는 판단이다.

표1 애경산업 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	506.8	628.9	734.5	833.0	941.9
증가율 (% YoY)		24.1	16.8	13.4	13.1
화장품	135.3	272.1	402.1	500.6	602.8
증가율 (% YoY)		101.1	47.8	24.5	20.4
매출비중 (%)	26.7	43.3	54.7	60.1	64.0
화장품 채널별 매출액					
홈쇼핑		113.7	121.8	125.5	131.7
면세점		64.4	129.0	180.6	234.7
수출		64.2	118.5	160.2	200.2
기타		29.9	32.8	34.4	36.1
화장품 채널별 증가율 (% YoY)					
홈쇼핑			7.2	3.0	5.0
면세점			100.4	40.0	30.0
수출			84.7	35.1	25.0
기타			9.6	5.0	5.0
화장품 채널별 매출비중 (%)					
홈쇼핑		18.1	16.6	15.1	14.0
면세점		10.2	17.6	21.7	24.9
수출		10.2	16.1	19.2	21.3
기타		4.8	4.5	4.1	3.8
생활용품	371.5	356.8	332.4	332.4	339.1
증가율 (% YoY)		-3.9	-6.9	0.0	2.0
매출비중 (%)	73.3	56.7	45.3	39.9	36.0
매출원가	265.6	303.2	347.9	382.8	428.6
증가율 (% YoY)		14.2	14.7	10.0	12.0
매출원가율 (%)		48.2	47.4	45.9	45.5
매출총이익	241.2	325.7	386.5	450.3	513.3
증가율 (% YoY)		35.1	18.7	16.5	14.0
매출총이익률 (%)		51.8	52.6	54.1	54.5
판관비	201.2	275.9	299.9	340.7	381.5
증가율 (% YoY)		37.1	8.7	13.6	12.0
판관비율 (%)		43.9	40.8	40.9	40.5
영업이익	40.0	49.8	86.6	109.6	131.9
증가율 (% YoY)		24.6	73.9	26.5	20.3
영업이익률 (%)		7.9	11.8	13.2	14.0
화장품	21.4	47.5	78.0	106.2	129.6
증가율 (% YoY)		122.0	64.1	29.5	22.0
영업이익률 (%)		17.5	19.4	21.2	21.5
생활용품	18.6	2.2	8.7	3.4	2.3
증가율 (% YoY)		-88.2	294.6	-27.2	-32.6
영업이익률 (%)		0.6	2.6	1.0	0.7

자료: 애경산업, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 애경산업 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액	144.7	133.2	162.7	188.3	169.1	174.3	180.4	210.6
증가율 (% YoY)					16.8	30.9	10.9	11.8
화장품	54.8	54.3	53.6	109.4	81.7	95.8	88.9	135.7
증가율 (% YoY)					49.1	76.4	65.9	24.0
매출비중 (%)	37.9	40.8	32.9	58.1	48.3	55.0	49.3	64.4
화장품 채널별 매출액								
홈쇼핑	24.1	27.2	25.2	37.2	30.2	28.7	24.9	37.9
면세점	8.2	4.9	7.5	43.8	31.0	24.9	24.9	48.1
수출	14.8	14.7	13.9	20.8	11.4	33.5	32.0	41.6
기타	7.7	7.6	7.0	7.7	9.0	8.6	7.1	8.0
화장품 채널별 증가율 (% YoY)								
홈쇼핑					25.4	5.9	-1.2	2.0
면세점					277.7	409.7	231.7	10.0
수출					-22.7	128.7	129.6	100.0
기타					17.1	13.4	2.1	5.0
화장품 채널별 매출비중 (%)								
홈쇼핑	44.0	50.0	47.0	34.0	37.0	30.0	28.0	28.0
면세점	15.0	9.0	14.0	40.0	38.0	26.0	28.0	35.5
수출	27.0	27.0	26.0	19.0	14.0	35.0	36.0	30.6
기타	14.0	14.0	13.0	7.0	11.0	9.0	8.0	5.9
생활용품	89.9	78.9	109.1	78.9	87.4	78.5	91.5	75.0
증가율 (% YoY)					-2.8	-0.5	-16.1	-5.0
매출비중 (%)	62.1	59.2	67.1	41.9	51.7	45.0	50.7	35.6
매출원가	75.4	68.9	83.8	75.1	81.2	85.0	84.8	96.9
증가율 (% YoY)					7.7	23.4	1.2	29.1
매출원가율 (%)	52.1	51.7	51.5	39.9	48.0	48.8	47.0	46.0
매출총이익	69.3	64.3	78.9	113.3	87.8	89.3	95.6	113.7
증가율 (% YoY)					26.8	38.9	21.3	0.4
매출총이익률 (%)	47.9	48.3	48.5	60.1	52.0	51.2	53.0	54.0
판관비	52.8	53.8	63.9	105.4	66.0	67.9	73.3	92.7
증가율 (% YoY)					25.1	26.2	14.6	-12.0
판관비율 (%)	36.5	40.4	39.3	55.9	39.1	38.9	40.6	44.0
영업이익	16.5	10.4	14.9	7.9	21.8	21.4	22.4	21.1
증가율 (% YoY)					32.2	105.9	50.0	166.6
영업이익률 (%)	11.4	7.8	9.2	4.2	12.9	12.3	12.4	10.0
화장품	15.5	11.2	11.0	9.8	19.5	19.3	18.8	20.4
증가율 (% YoY)					25.8	72.3	70.9	107.7
영업이익률 (%)	28.3	20.6	20.5	9.0	23.9	20.1	21.1	15.0
생활용품	1.0	-0.8	3.9	-1.9	2.3	2.1	3.6	0.7
증가율 (% YoY)					흑전	흑전	-8.9	흑전
영업이익률 (%)	1.1	-1.0	3.6	-2.4	2.6	2.7	3.9	0.9

자료: 애경산업, 메리츠종금증권 리서치센터

애경산업 (018250)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	628.9	734.5	833.0	941.9	
매출액증가율 (%)		16.8	13.4	13.1	
매출원가	303.2	347.9	382.8	428.6	
매출총이익	325.7	386.5	450.3	513.3	
판매관리비	276.0	299.9	340.7	381.5	
영업이익	49.7	86.6	109.6	131.9	
영업이익률	7.9	11.8	13.2	14.0	
금융손익	0.0	2.8	8.3	15.6	
증속/관계기업손익	0.2	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-1.0	-1.0	0.0	0.0	
세전계속사업이익	48.9	88.4	117.9	147.5	
법인세비용	10.9	19.5	25.9	32.6	
당기순이익	38.1	69.0	91.9	115.0	
지배주주지분 순이익	38.1	68.6	91.5	114.4	

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-6.6	64.1	90.3	111.8	
당기순이익(손실)	38.1	69.0	91.9	115.0	
유형자산상각비	6.2	7.0	7.3	7.7	
무형자산상각비	0.8	0.0	0.0	0.0	
운전자본의 증감	-64.6	-11.9	-9.0	-10.8	
투자활동 현금흐름	-10.8	-10.3	-10.3	-10.4	
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	-10.0	-10.0	-10.0	
투자자산의감소(증가)	-1.7	-0.3	-0.3	-0.3	
재무활동 현금흐름	9.2	-10.5	-16.9	-20.9	
차입금의 증감	18.7	-3.0	-3.0	-3.0	
자본의 증가	26.3	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	-8.6	43.3	63.0	80.6	
기초현금	20.5	12.0	55.2	118.3	
기말현금	12.0	55.2	118.3	198.8	

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	128.6	191.4	272.7	373.5	
현금및현금성자산	12.0	55.2	118.3	198.8	
매출채권	52.1	60.8	69.0	78.0	
재고자산	62.6	73.0	82.9	93.7	
비유동자산	92.1	95.5	98.5	101.1	
유형자산	64.6	67.6	70.3	72.6	
무형자산	4.5	4.5	4.5	4.5	
투자자산	1.9	2.3	2.6	2.9	
자산총계	220.7	286.9	371.2	474.6	
유동부채	91.2	100.3	108.7	118.2	
매입채무	49.9	58.2	66.0	74.7	
단기차입금	18.7	15.7	12.7	9.7	
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
비유동부채	11.8	13.7	15.6	17.6	
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	
부채총계	102.9	114.1	124.3	135.8	
자본금	21.3	21.3	21.3	21.3	
자본잉여금	5.0	5.0	5.0	5.0	
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
이익잉여금	91.2	145.9	219.5	310.8	
비지배주주지분	0.0	0.3	0.8	1.4	
자본총계	117.8	172.8	246.9	338.8	

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	29,496	29,111	31,715	35,859	
EPS(지배주주)	1,785	2,720	3,483	4,355	
CFPS	3,155	3,670	4,452	5,312	
EBITDAPS	2,664	3,710	4,452	5,312	
BPS	5,524	6,567	9,370	12,844	
DPS	350	530	680	880	
배당수익률(%)	1.3	1.7	2.2		
Valuation(Multiple)					
PER	14.9	11.6	9.3		
PCR	11.0	9.1	7.6		
PSR	1.4	1.3	1.1		
PBR	6.2	4.3	3.2		
EBITDA	56.8	93.6	116.9	139.5	
EV/EBITDA	0.1	10.9	8.2	6.3	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	32.3	47.3	43.7	39.2	
EBITDA 이익률	9.0	12.7	14.0	14.8	
부채비율	87.4	66.0	50.3	40.1	
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	
이자보상배율(X)	149.3	141.5	216.7	330.6	
매출채권회전율(X)	12.1	13.0	12.8	12.8	
재고자산회전율(X)	10.1	10.8	10.7	10.7	

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지해)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율