

2019/01/24

투자의견 BUY (신규편입)

목표주가 64,000 원 (신규편입)

12M Fwd PER 14 배로 실적 성장률  
감안 시, 현저히 저평가2019 년 E 매출액과 영업이익은  
8,144 억원(y-y+23.0%)과  
1,093 억원(y-y +32.6%)1) 기존 역직구 채널 성장 지속과  
2) 중국 오프라인 진출에 따른 고객  
연령층 다변화에 따른 수혜 기대**(3) 애경산업 (018250/KS): 화장품 섹터 내 가장 저평가된 성장주****화장품 섹터 내 가장 저평가된 성장주**

현재 애경산업의 12 Fwd PER 은 약 14 배로 2018 년과 2019 년 매출액 성장률과 영업이익률을 감안 시, 동종 섹터 내 가장 저평가된 수준. 2018 년 전사 매출액과 영업이익은 각각 y-y +13.6%와 y-y +63.7% 증가한 7,146 억원과 814 억원을 기록할 것으로 추정. 생활용품 부문은 업황 부진이 지속되며 매출액이 y-y -7.0% 감소할 것으로 예상하나, 화장품 부문이 y-y +40.6% 증가하며 전사 매출액과 영업이익률 성장을 견인할 것으로 전망

**Age 20's 의 본격적인 중국 진출로 2019 년 화장품 고성장 지속 전망**

2019 년에도 성장의 흐름은 지속될 것으로 예상하며, 주요 브랜드인 Age 20's 의 본격적인 중국 진출로 2019 년 매출액과 영업이익은 y-y +11.8%와 y-y +32.0% 증가한 7,987 억원과 1,074 억원이 될 것으로 전망. 기존에는 역직구(수출) 채널로만 유통되던 중국 향 화장품 매출이 현지 법인을 통해 보다 빠르게 늘어날 수 있는 환경이 만들어졌기 때문. 특히, 주력제품 Age 20's 에센스 커버팩트는 2018 티몰 광군제에서 BB 크림 부문 판매 순위 1 위를 기록했는데, 이는 중국 현지에서의 동사의 브랜드 인지도가 상당 부분 올라왔다는 뜻으로 해석 가능함. 이에 따라 향후 중국 온/오프라인 채널 진출에 있어 타 신규 브랜드들의 런칭 때와는 달리 보다 빠른 속도로 매출이 증가할 수 있을 것으로 전망. 2019 년 중국 내 드럭스토어 및 화장품 소매점에 Age 20's 브랜드 입점이 1,000 점 이상 계획되어 있는 만큼, 오프라인 유통 채널 확장에 따른 중국 고객 연령층 확대도 기대됨

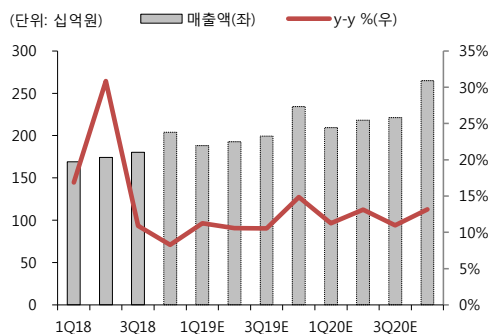
**투자의견 Buy 와 목표주가 64,000 원 제시**

애경산업에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 64,000 원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2019 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 단일 브랜드 비중이 크다는 점을 감안해 국내 화장품 2 개사의 평균 멀티플을 10% 할인 적용함. 동사의 예상 EPS 성장률은 국내 타 화장품 업체들의 예상치를 크게 상회하고 있으며, 영업이익률 측면에서도 마진이 확대되는 국면에 있어 타 업체들 대비 성장성 측면에서 비교 우위에 있다는 판단. 주가 상승 여력 감안하여 업종 내 Top-Pick 종목으로 제시

## 4Q18 Preview

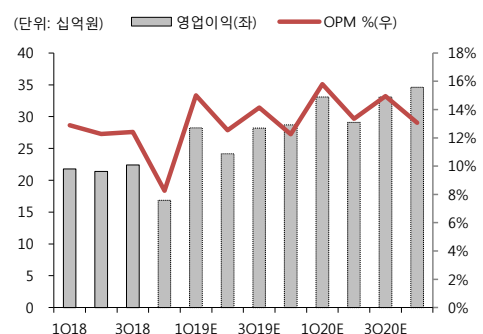
- 한편, 애경산업의 4 분기 매출액과 영업이익은 1,908 억원(y-y +1.3%)과 158 억원(y-y +99.5%)으로 영업이익 컨센서스 235 억원을 크게 하회할 것으로 전망. 화장품 부문 매출액은 y-y +6.2% 성장한 1,162 억원을 시현할 것으로 예상. 10 월은 광군제 물량 확보로 사상 최대 월매출을 기록했으나, 11, 12 월은 다소 슬로우해진 것으로 파악. 11 월과 12 월 화장품 매출액의 m-m 성장률 둔화는 다소 아쉽지만, 여전히 절대적인 매출액 성장률이 견조하고, 2017 년 4 분기 회계기준 변경에 따른 일시적인 추가 매출 인식이 있었던 만큼 전년도 베이스가 높다는 점도 감안해야 함
- 영업이익 컨센서스 하회의 주요 원인은 1) 9~12 월 사이에 있었던 신규 브랜드(스니키, 더마에스페, 아이솔브, 에이솔루션) 런칭 및 리브랜딩에 따른 마케팅 비용 증가와 2) 화장품 및 생활용품 재고 폐기 비용 증가, 그리고 3) 인센티브 지급 때문인 것으로 파악. 다만, 4 분기가 통상 인센티브 지급 및 재고 폐기에 따른 비용이 물리는 분기임을 감안하면, 크게 우려스럽지 않은 실적이라는 평가. 회사 자체적으로 신규 브랜드 육성에 힘을 쏟고 있는 상황이기 때문에 q-q 영업이익률의 감소는 펀더멘털의 훼손보다는 투자 및 연말 비용 발생의 일환으로 보는 것이 더 바람직하다는 판단
- 생활용품의 경우, 4 분기 매출액은 y-y -5.5% 감소한 746 억원으로 추정. 여전한 업황 부진속에 매출액은 감소 추세이나, 사업부 체질 개선을 위한 재편작업을 연중 내내 지속한 결과, 4 분기 영업이익률은 1.3%로 전년 대비 2.3%p 개선된 것으로 추정. 생활용품 사업부문이 매출 비중 45%인데 반해, 이익 비중이 13%인 점을 고려하면, 향후 매출액 감소에 따른 부정적 영향보다는 영업이익률 개선에 따른 수익성 개선 효과가 더 클 것으로 기대

애경산업 분기 매출액과 y-y 증감율



자료: 애경산업, SK 증권

애경산업 분기 영업이익과 OPM



자료: 애경산업, SK 증권

### 애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	십억원	84	20.0	1,680	2019년 화장품 예상 이익비중 80%와 생활용품 예상 이익비중 20% 감안
생활용품 (a)	십억원	17	14.9	251	글로벌 생활용품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER을 10% 할인
화장품 (b)	십억원	67	21.2	1,429	국내 화장품 2사 19년 예상실적 기준 평균 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,218	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			64,019	
Target Price	원			64,000	Upside +51.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

### 애경산업 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>Sales</b>											
매출액	169.1	174.3	180.4	190.8	188.1	192.7	199.4	218.4	628.9	714.6	798.7
% growth (y-y)	16.9%	30.9%	10.9%	1.3%	11.2%	10.6%	10.5%	14.5%	-	13.6%	11.8%
화장품	81.7	95.8	88.9	116.2	101.7	115.6	109.2	144.5	272.1	382.6	471.0
Age20's	74.3	86.2	81.8	107.7	90.7	100.9	97.3	129.2	241.6	350.0	418.1
Luna	5.7	7.7	5.3	6.3	8.0	10.7	7.5	8.9	19.0	25.1	35.1
기타(화장품)	1.6	1.9	1.8	2.1	2.9	4.0	4.4	6.4	10.9	7.5	17.8
생활용품	87.4	78.5	91.5	74.6	86.4	77.1	90.2	73.9	356.8	332.0	327.6
홈케어	34.1	37.7	43.9	27.4	33.4	36.7	42.4	27.2	150.0	143.1	139.7
퍼스널케어	34.1	35.3	35.7	36.0	33.6	34.8	35.1	35.4	146.1	141.1	139.0
기타(생활용품)	19.2	5.5	11.0	11.2	19.5	5.6	12.6	11.3	60.7	46.9	48.9
기타(전체)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
y-y											
화장품	49.1%	76.4%	65.9%	6.2%	24.4%	20.7%	22.9%	24.4%	-	40.6%	23.1%
Age20's	59.6%	82.5%	73.4%	7.0%	22.0%	17.0%	19.0%	20.0%	-	44.9%	19.5%
Luna	4.4%	56.8%	24.4%	45.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	-	31.7%	40.0%
기타(화장품)	-40.4%	-11.8%	-33.7%	-35.0%	80.0%	110.0%	150.0%	200.0%	-	-31.4%	138.7%
생활용품	-2.8%	-0.5%	-16.1%	-5.5%	-1.1%	-1.8%	-1.5%	-0.9%	-	-7.0%	-1.3%
홈케어	-9.7%	-4.5%	0.6%	-6.0%	-2.0%	-2.5%	-3.5%	-1.0%	-	-4.6%	-2.4%
퍼스널케어	-2.8%	4.1%	-9.1%	-5.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-	-3.5%	-1.5%
기타(생활용품)	6.9%	-0.5%	-58.1%	1.0%	1.2%	1.2%	15.0%	1.2%	-	-22.8%	4.4%
기타(전체)	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	100.0%
<b>OP</b>											
영업이익	21.8	21.4	22.4	15.8	28.2	24.2	28.2	26.8	49.7	81.4	107.4
% growth (y-y)	32.1%	105.8%	50.3%	99.5%	29.5%	13.0%	26.0%	69.9%	-	63.7%	32.0%
% Margin	12.9%	12.3%	12.4%	8.3%	15.0%	12.5%	14.1%	12.3%	7.9%	11.4%	13.4%
화장품	19.5	19.3	18.9	13.4	21.7	21.4	20.9	20.8	47.5	71.1	84.7
생활용품	2.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	2.2	10.5	23.0
기타(전체)	-	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.3
OPM											
화장품	11.5%	11.1%	10.5%	7.0%	11.5%	11.1%	10.5%	9.5%	7.6%	9.9%	10.6%
생활용품	1.4%	1.2%	2.0%	1.3%	3.5%	1.5%	3.7%	2.8%	0.3%	1.5%	2.9%
기타(전체)	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: 애경산업, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	141	129	300	406	522
현금및현금성자산	21	12	91	180	279
매출채권및기타채권	55	52	53	60	68
재고자산	62	63	63	73	81
<b>비유동자산</b>	76	92	110	105	103
장기금융자산	0	1	0	0	0
유형자산	60	65	83	75	69
무형자산	6	4	4	3	3
<b>자산총계</b>	217	221	409	510	625
<b>유동부채</b>	122	91	79	89	99
단기금융부채	5	19	5	5	5
매입채무 및 기타채무	93	62	63	72	80
단기충당부채	12	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9	12	20	29	35
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	2	2	3
<b>부채총계</b>	130	103	99	118	134
<b>지배주주지분</b>	87	118	311	392	490
자본금	21	21	26	26	26
자본잉여금	5	5	141	141	141
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	60	91	146	231	332
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	87	118	311	392	490
<b>부채와자본총계</b>	217	221	409	510	625

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	54	-6	73	84	92
당기순이익(손실)	22	38	63	84	102
비현금성항목등	37	29	34	31	33
유형자산감가상각비	6	6	7	7	6
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	25	11	9	2	2
운전자본감소(증가)	3	-65	-14	-6	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	3	-1	-8	-7
재고자산감소(증가)	-8	-8	-5	-9	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	-27	-1	9	9
기타	-2	-33	-8	1	-3
법인세납부	-7	-9	-10	-25	-31
<b>투자활동현금흐름</b>	-9	-11	-114	5	8
금융자산감소(증가)	0	0	-91	0	0
유형자산감소(증가)	-8	-12	-26	0	0
무형자산감소(증가)	0	1	0	0	0
기타	-1	1	3	5	8
<b>재무활동현금흐름</b>	-28	9	120	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	13	-13	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	141	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-7	0	0
기타	-1	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	17	-9	79	89	100
기초현금	4	21	12	91	180
기말현금	21	12	91	180	279
FCF	59	-20	43	81	93

자료 : 애경산업, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	507	629	715	799	895
<b>매출원가</b>	266	303	353	401	449
<b>매출총이익</b>	241	326	362	398	446
매출총이익률 (%)	47.6	51.8	50.6	49.8	49.8
<b>판매비와관리비</b>	201	276	280	290	318
영업이익	40	50	81	107	127
영업이익률 (%)	7.9	7.9	11.4	13.5	14.2
비영업손익	-13	-1	1	3	6
<b>순금융비용</b>	1	0	-3	-5	-8
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	27	49	82	110	133
세전계속사업이익률 (%)	5.4	7.8	11.5	13.8	14.9
계속사업법인세	6	11	19	26	31
<b>계속사업이익</b>	22	38	63	84	102
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	22	38	63	84	102
<b>순이익률 (%)</b>	4.3	6.1	8.8	10.5	11.3
지배주주	22	38	63	84	102
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.25	6.05	8.76	10.54	11.34
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	20	35	60	81	99
<b>지배주주</b>	20	35	60	81	99
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	46	57	90	116	135

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.3	24.1	13.6	11.8	12.1
영업이익	53.0	24.4	63.6	32.1	18.7
세전계속사업이익	21.0	78.2	67.5	34.6	20.6
EBITDA	44.8	22.9	57.8	29.1	16.3
EPS(계속사업)	20.9	76.7	39.1	29.2	20.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	27.5	37.2	29.2	24.0	23.0
ROA	10.5	17.4	19.9	18.3	17.9
EBITDA마진	9.1	9.0	12.5	14.5	15.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	115.7	141.0	381.1	454.3	524.7
부채비율	150.1	87.4	31.7	30.2	27.4
순차입금/자기자본	-17.6	5.6	-56.8	-67.7	-74.4
EBITDA/이자비용(배)	66.4	170.6	369.0	636.1	739.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,011	1,785	2,482	3,207	3,867
BPS	4,072	5,524	11,827	14,920	18,673
CFPS	1,303	2,117	2,812	3,523	4,137
주당 현금배당금	0	350	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	0.0	31.4	14.5	12.1
PER(최저)	0.0	0.0	12.7	13.1	10.9
PBR(최고)	0.0	0.0	6.6	3.1	2.5
PBR(최저)	0.0	0.0	2.7	2.8	2.3
PCR	0.0	0.0	16.9	12.1	10.3
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	21.0	8.4	6.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	7.3	7.4	5.6