

# 애경산업 (018250)

## 화장품

박은정



02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>66,000원 (D)</b>
현재주가 (1/25)	<b>44,300원</b>
상승여력	<b>49%</b>

시가총액	11,636억원
총발행주식수	26,266,135주
60일 평균 거래대금	101억원
60일 평균 거래량	209,904주
52주 고	78,000원
52주 저	31,500원
외인지분율	5.04%
주요주주	AK 홀딩스 외 9 인 62.76%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.1)	8.0	0.0
상대	(13.3)	2.4	0.0
절대(달려환산)	(7.8)	9.7	0.0

## 4Q18 Re: 예상 수준의 매출, 아쉬운 비용 집행

### 투자 의견 BUY, 목표주가 66,000원으로 22% 하향

애경산업에 대한 투자 의견을 BUY 유지하며, 목표주가를 86,000원에서 66,000원으로 22% 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 1) 주력 브랜드의 모델 변동 가능성과 신규 브랜드 투자 비용이 간헐적으로 집행될 것을 예상하여 2019년 이익을 11% 하향한 영향과 2) 화장품 업종 밸류에이션이 하향 조정됨에 따라 화장품 부문에 적용했던 Target P/E를 종전 28배에서 25배로 하향 조정한데 근거한다. 생활용품 부문은 P/E 10배 적용하였으며, 산출된 목표주가의 Implied P/E는 23배 수준이다. 큰 폭의 목표주가 하향에도 BUY를 유지하는 이유는 낮아진 추정치 수준에서도 성장성이 높으며(2019년 이익 +19% 증가 전망), 현재 주가가 15배 수준으로 밸류에이션이 낮아졌기 때문이다.

### 4Q18 Review: 예상 수준의 매출, 아쉬운 비용 집행

애경산업의 4분기 실적은 연결 매출 1,758억원(YoY-7%), 영업이익 131억원(YoY+65%)을 기록하며, 컨센서스 영업이익 214억원 대비 39% 하회했다. 성과급 지급 및 브랜드 투자비용 등의 일회성 비용이 집행되며 아쉬운 실적을 달성했다.

1) 화장품 부문의 매출은 전년동기비 16% 감소한 917억원, 영업이익은 26% 증가한 123억원으로 영업이익률은 전년동기비 4%p 증가한 13%를 기록했다. ▶홈쇼핑 매출은 266억원으로 전년과 유사한 성과를 달성하였고(동일회계기준), 성수기 진입으로 전분기 대비 7% 성장하였다. ▶면세 매출은 245억원으로 전년동기비 6% 증가하였고(동일회계기준), 전분기 대비 2% 감소하였다. 면세 시장이 전분기비 1% 감소에 그침에 따라 애경산업의 면세 채널 점유율은 대체로 유지한 것으로 보인다. ▶수출 매출은 312억원으로 전년동기비 50% 증가하였고, 전분기 대비 3% 감소하였다. 광군제 효과로 10-11월 수출 동향은 견조했던 것으로 추정되나, 12월에는 다소 부진하여 아쉬운 성과를 기록했다.

2) 생활용품 부문의 매출은 전년동기비 7% 성장한 841억원, 영업이익은 6억원으로 흑자전환 하였다. 내수는 전년동기비 5% 성장하고, 베이스 부담에 따라 수출은 10% 감소하였다. 수익성 경영 기조가 이어짐에 따라 고마진의 온라인 채널이 전년동기비 15% 성장하며 수익성 개선에 기여했다.

### 2019년 매출 +8% 성장, 영업이익 19% 증가 전망

애경산업은 2018년 내수 중심에서 해외로 성장 드라이버가 이동했다. 2019년에도 해외 중심으로 전략을 집중할 것 예상하며, 2019년 연결 매출 7,522억원(YoY+8%), 영업이익 936억원(YoY+19%)을 전망한다. 최근 4분기 실적 우려와 부정적인 뉴스 영향으로 주가는 1개월 동안 8% 하락 하며 긴 조정 흐름을 보였고, 현재 주가는 15배 수준으로 밸류에이션 또한 낮아졌다. 향후 두 가지 선결 조건 해결 될 시 주가는 다시 반등할 것으로 예상하며 향후 다음을 주목하자. ▶첫번째는 지난해 말부터 야기되는 에이지투웨니스의 모델 변동 가능성으로 홈쇼핑 매출에 대한 부진 우려가 팽배한데 이를 잠재울 만한 2nd killer 모델이며, ▶둘째로는 12월 다소 주춤해진 중국향 수출의 성장 가속화일 것이다.

#### Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,758	-6.7	-2.6	1,949	-9.8
영업이익	131	65.2	-41.5	214	-38.9
세전계속사업이익	120	89.9	-48.0	217	-44.4
지배순이익	54	17.5	-65.6	140	-56.9
영업이익률 (%)	7.4	+3.2 %pt	-5.0 %pt	11.0	-3.6 %pt
지배순이익률 (%)	3.4	+0.7 %pt	-6.3 %pt	7.2	-3.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	-	-	6,289	6,996	7,522
영업이익	-	-	497	786	935
지배순이익	-	-	381	564	740
PER	-	-	-	21.0	15.0
PBR	-	-	-	7.4	5.0
EV/EBITDA	-	-	-	13.3	10.8
ROE	-	-	64.6	39.7	37.8

자료: 유안타증권

애경산업 연결실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액	628.9	699.6	752.2	169.1	174.3	180.5	175.8	178.0	189.3	198.3	186.7
1. 화장품	272.1	358.1	406.6	81.7	95.8	88.9	91.7	87.9	109.2	105.9	103.6
흡소핑	113.7	108.0	111.2	28.6*	28.7*	24.9*	26.6	29.4	29.6	25.5	26.7
면세점	64.4	94.7	117.4	20.4*	24.9*	24.9*	24.5	21.0	32.3	35.7	28.4
수출	63.7	122.1	143.8	25.3	33.5	32.0	31.2	29.7	38.3	37.1	38.7
기타	30.4	32.5	34.1	7.4	8.6	7.1	9.4	7.7	9.1	7.5	9.9
2. 생활용품	356.8	335.4	345.6	87.4	78.5	91.5	84.1	90.0	80.1	92.4	83.1
% YoY											
매출액	24%	11%	8%	17%	30.9%	11%	-7%	5%	8.6%	10%	6%
1. 화장품	101%	32%	14%	49%	76%	66%	-16%	8%	14%	19%	13%
흡소핑	37%	-5%	3%	19%	6%	-1%	-28%	3%	3%	2%	0%
면세점	544%	47%	24%	148%	410%	232%	-44%	3%	30%	44%	16%
수출	273%	92%	18%	71%	129%	130%	50%	17%	14%	16%	24%
기타	20%	7%	5%	-4%	13%	2%	23%	5%	5%	5%	5%
2. 생활용품	-4%	-6%	3%	-3%	0%	-16%	7%	3%	2%	1%	-1%
% 매출비중											
1. 화장품	43%	51%	54%	48%	55%	49%	52%	49%	58%	53%	55%
2. 생활용품	57%	48%	46%	52%	45%	51%	48%	51%	42%	47%	45%
% (화장품) 채널비중											
흡소핑	42%	30%	27%	35%	30%	28%	29%	33%	27%	24%	26%
면세점	24%	26%	29%	25%	26%	28%	27%	24%	30%	34%	27%
수출	23%	34%	35%	31%	35%	36%	34%	34%	35%	35%	37%
기타	11%	9%	8%	9%	9%	8%	10%	9%	8%	7%	10%
매출총이익	325.7	355.0	392.2	87.8	88.9	89.9	88.4	92.7	97.4	105.0	97.0
판매비와 관리비	276.0	276.3	298.6	66.0	67.4	67.5	75.3	68.2	72.2	79.7	78.5
영업이익	49.7	78.6	93.6	21.8	21.4	22.4	13.1	24.5	25.2	25.3	18.5
1. 화장품	47.5	69.9	84.6	19.5	19.3	18.8	12.3	21.8	22.8	22.5	17.5
2. 생활용품	2.2	8.7	9.4	2.3	2.1	3.6	0.6	2.7	2.4	2.8	1.5
% YoY											
영업이익	24%	58%	19%	32%	106%	50%	65%	13%	18%	13%	42%
1. 화장품	80%	47%	21%	26%	71%	72%	26%	12%	18%	20%	42%
2. 생활용품	-84%	292%	8%	126%	흑전	-9%	흑전	16%	13%	-23%	130%
% 이익비중											
1. 화장품	96%	89%	90%	89%	90%	84%	94%	89%	90%	89%	94%
2. 생활용품	4%	11%	10%	11%	10%	16%	5%	11%	10%	11%	8%
% margin											
영업이익률	8%	11%	12%	13%	12%	12%	7%	14%	13%	13%	10%
1. 화장품	17%	20%	21%	24%	20%	21%	13%	25%	21%	21%	17%
2. 생활용품	1%	3%	3%	3%	3%	4%	1%	3%	3%	3%	2%
자배주주 순이익	38.1	56.4	74.1	17.3	16.2	17.5	5.4	19.5	20.0	19.9	14.7

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 2017년 4분기에 흡소핑과 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)

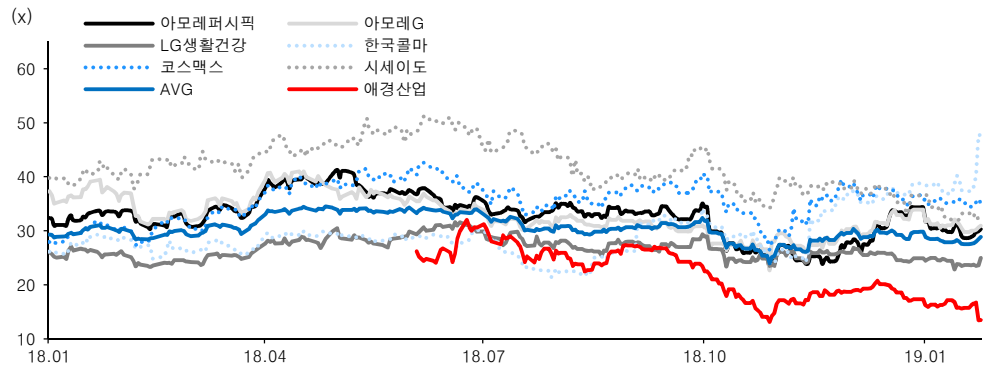
연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018 P	2019F	2018 P	2019F	2018 P	2019F
매출액	716.2	763.6	699.6	752.2	-2%	-1%
영업이익	89.7	106.1	78.6	93.5	-12%	-12%
영업이익률	13%	14%	11%	12%	-1.3%p	-1.5%p
지배주주순이익	70.3	84.2	56.4	74.0	-19%	-12%
순이익률	10%	11.0%	8%	9.8%	-1.7%p	-1.2%p
EPS	2,785	3,207	2,262	2,817	-19%	-12%

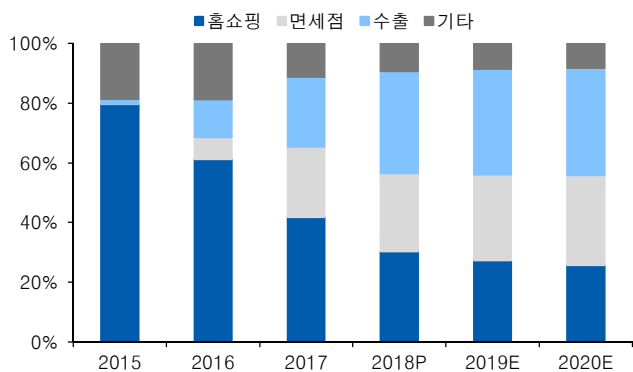
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 글로벌 주요 화장품 기업 FW P/E Chart



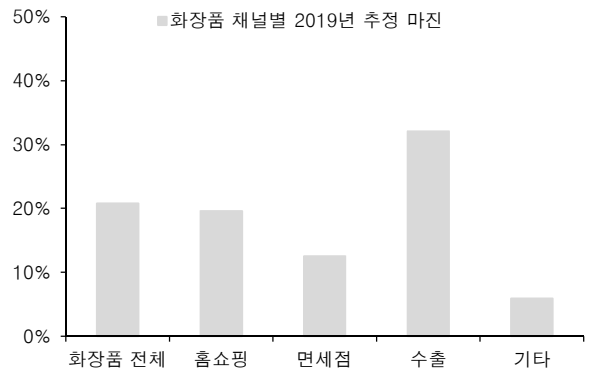
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 애경산업의 화장품 부문 채널별 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 애경산업의 화장품 부문 채널별 마진



자료: 유안타증권 리서치센터

애경산업 (018250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액	-	6,289	6,996	7,522	7,918
매출원가	-	3,032	3,446	3,601	3,719
매출충이익	-	3,257	3,550	3,921	4,199
판매비	-	2,760	2,763	2,986	3,148
영업이익	-	497	786	935	1,052
EBITDA	-	568	844	986	1,097
영업외손익	-	-8	1	11	24
외환관련손익	-	-9	-6	-6	-6
이자손익	-	3	10	20	33
관계기업관련손익	-	2	2	2	2
기타	-	-4	-5	-5	-5
법인세비용차감전순이익	-	489	787	946	1,076
법인세비용	-	109	173	206	234
계속사업순이익	-	381	614	740	841
중단사업순이익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	381	614	740	841
지배지분순이익	-	381	571	740	841
포괄순이익	-	351	585	711	812
지배지분포괄이익	-	351	585	711	812

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
유동자산	-	1,286	2,059	2,794	3,619
현금및현금성자산	-	120	764	1,404	2,156
매출채권 및 기타채권	-	522	580	624	656
재고자산	-	625	696	748	787
비유동자산	-	921	866	818	775
유형자산	-	646	595	550	510
관계기업등 지분관련자산	-	12	14	16	18
기타투자자산	-	8	8	8	8
자산총계	-	2,207	2,926	3,612	4,394
유동부채	-	912	1,114	1,273	1,427
매입채무 및 기타채무	-	673	741	767	786
단기차입금	-	187	321	455	589
유동성장기부채	-	0	0	0	0
비유동부채	-	118	118	118	118
장기차입금	-	0	0	0	0
사채	-	0	0	0	0
부채총계	-	1,029	1,231	1,391	1,544
지배지분	-	1,178	1,694	2,221	2,849
자본금	-	213	263	263	263
자본잉여금	-	50	50	50	50
이익잉여금	-	912	1,408	1,964	2,621
비지배지분	-	0	0	0	0
자본총계	-	1,178	1,694	2,221	2,849
순차입금	-	66	-444	-950	-1,568
총차입금	-	187	321	455	589

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-	-66	403	512	625
당기순이익	-	381	614	740	841
감가상각비	-	62	51	45	40
외환손익	-	3	6	6	6
종속, 관계기업 관련손익	-	-2	-2	-2	-2
자산부채의 증감	-	-646	-388	-397	-380
기타현금흐름	-	136	121	120	119
투자활동 현금흐름	-	-108	-98	-81	-67
투자자산	-	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-120	-100	-83	-70
유형자산 감소	-	0	0	0	0
기타현금흐름	-	12	2	2	2
재무활동 현금흐름	-	91	109	42	42
단기차입금	-	134	134	134	134
사채 및 장기차입금	-	0	0	0	0
자본	-	0	49	0	0
현금배당	-	-43	-75	-92	-92
기타현금흐름	-	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-	-3	231	166	152
현금의 증감	-	-86	645	639	752
기초 현금	-	205	120	764	1,404
기말 현금	-	120	764	1,404	2,156
NOPLAT	-	497	786	935	1,052
FCF	-	-309	183	301	418

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

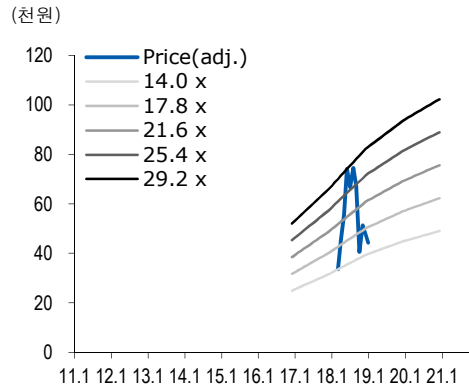
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

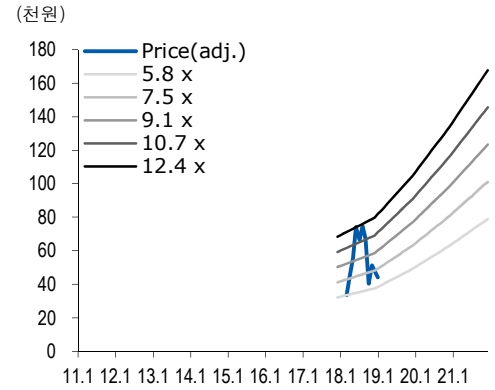
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
EPS	-	1,785	2,262	2,817	3,202
BPS	-	5,524	6,450	8,456	10,847
EBITDAPS	-	2,664	3,343	3,752	4,175
SPS	-	29,496	27,729	28,636	30,145
DPS	-	350	350	350	350
PER	-	-	21.0	15.0	13.2
PBR	-	-	7.4	5.0	3.9
EV/EBITDA	-	-	13.3	10.8	9.2
PSR	-	-	1.7	1.5	1.4

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-	-	11.2	7.5	5.3
영업이익 증가율 (%)	-	-	58.2	18.9	12.5
지배순이익 증가율 (%)	-	-	49.9	29.7	13.7
매출충이익률 (%)	-	51.8	50.7	52.1	53.0
영업이익률 (%)	-	7.9	11.2	12.4	13.3
지배순이익률 (%)	-	6.1	8.2	9.8	10.6
EBITDA 마진 (%)	-	9.0	12.1	13.1	13.8
ROIC	-	68.4	54.2	63.9	71.0
ROA	-	34.5	22.2	22.6	21.0
ROE	-	64.6	39.7	37.8	33.2
부채비율 (%)	-	87.4	72.7	62.6	54.2
순차입금/자기자본 (%)	-	5.6	-26.2	-42.8	-55.0
영업이익/금융비용 (배)	-	149.3	137.6	115.4	100.2

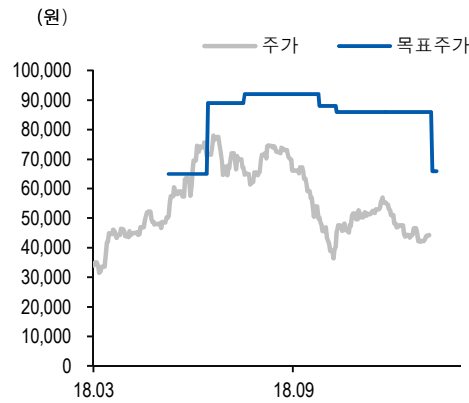
P/E band chart



P/B band chart



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-28	BUY	66,000	1년		
2018-11-01	BUY	86,000	1년	-43.54	-33.72
2018-10-16	BUY	88,000	1년	-51.44	-44.89
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)	0.5
Buy(매수)	86.0
Hold(중립)	13.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-25

※ 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.