

애경산업 (018250)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	62,000원 (D)
현재주가 (4/12)	49,350원
상승여력	26%

시가총액	12,979억원
총발행주식수	26,299,135주
60일 평균 거래대금	177억원
60일 평균 거래량	389,901주
52주 고	78,000원
52주 저	36,400원
외인지분율	6.95%
주요주주	AK 홀딩스 외 8 인 63.46%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	5.9	13.8
상대	(0.7)	(1.6)	24.5
절대(달러환산)	1.9	3.8	6.9

홈쇼핑 채널의 경쟁심화

투자의견 BUY, 목표주가 62,000원으로 6% 하향

애경산업에 대한 투자의견을 BUY 유지하나, 목표주가를 66,000원 에서 62,000원으로 6% 하향한다. 목표주가 62,000원의 근거는 Target P/E 적용은 동일하나(Target P/E 화장품 25배, 생활용품 부문 P/E 10배를 적용), 직전 추정치 대비 1) 주력 브랜드의 내수 채널 수요 약세 및 2) 화장품 부문의 마케팅 비용 상승으로 2019년 2020년 EPS 를 각각 8%, 15% 하향 조정한 영향이다. 이익 추정치를 하향 조정함에 따라, 현재 주가는 12MF P/E 기준 18배 수준이다.

1Q19 Preview: 홈쇼핑 부진, 면세와 수출 호조

애경산업의 1분기 실적은 연결 매출 1,772억원(YoY+5%), 영업이익 220억원(YoY+1%)을 달성할 전망으로 컨센서스 영업이익 247억원 대비 -11% 하회할 것으로 예상된다. 직전 추정치 대비 화장품 부문의 매출과 마진 하락이 컨센서스 하회의 주요 원인으로 판단된다.

1) 화장품 부문의 매출은 전년동기비 8% 성장한 880억원, 영업이익은 10% 감소한 175억원을 전망한다. ▶홈쇼핑 매출은 전년동기비 20% 감소한 226억원이 예상된다. 주력 브랜드의 신규 시즌 출시가 지연되었으며, TV홈쇼핑 채널 자체의 수요가 부진하여 경쟁심화 현상 또한 존재했던 것으로 판단된다. ▶면세 매출은 253억원으로 전년동기비 22%, 전분기비 4% 성장 예상된다. 주력 브랜드의 수요가 견고한 상황에서 FFlow 등 신규 브랜드 출점 효과까지 더해졌을 것으로 예상된다. ▶수출 매출은 323억원으로 전년동기비 28%, 전분기비 4% 성장 전망한다. 중국항 수요 확대에 따라 지속적으로 성장하는 중이다. ▶화장품 부문의 영업이익률은 20%로 전년동기비 4%p 하락 추정하였는데, 수익성 높은 홈쇼핑 채널의 매출 하락 및 온라인 채널 강화 기조에 따라 마케팅 비용이 상승한 영향이다.

2) 생활용품 부문의 매출은 전년동기비 2% 성장한 891억원, 영업이익은 91% 증가한 45억원이 예상된다. 수익성 경영 기조가 이어짐에 따라 마케팅 비용 하락, 용역수수료 축소 등이 수익성에 긍정적으로 작용한 것으로 추정된다.

주가의 추세적 상승 조건은?

애경산업의 성장 동력은 <면세와 수출>로 기반한 해외 수요인 가운데, 내수 채널은 현재 과도기 상황으로 보인다. TV홈쇼핑 채널 자체의 수요가 부진한 가운데, 인디 브랜드/원브랜드샵 브랜드 등 다양한 브랜드의 홈쇼핑 채널 진출이 활발하여 수요 분산이 우려된다. 애경산업의 현재 주가는 12MF P/E 기준 18배 수준이나, 주요 수익 부문인 홈쇼핑 채널의 매출 부진이 아쉽다. 향후 홈쇼핑 채널 부진 우려가 해소되어야 주가의 추세적 상승이 가능할 것으로 예상된다. 애경산업은 현재 LUNA의 홈쇼핑 런칭을 시작하였으며, 에이지투웨니스 신규 시즌 런칭 등을 통해 2분기 홈쇼핑 채널 수요 회복을 도모 중이다.

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,772	4.8	0.8	1,842	-3.8
영업이익	220	0.8	61.6	247	-11.1
세전계속사업이익	226	2.2	77.7	268	-15.7
지배순이익	177	2.2	81.0	186	-5.0
영업이익률 (%)	12.4	-0.5 %pt	+4.7 %pt	13.4	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	10.0	-0.2 %pt	+4.4 %pt	10.1	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		6,289	6,996	7,422	7,832
영업이익		497	792	867	906
지배순이익		381	608	694	729
PER		-	23.5	18.7	17.8
PBR		-	4.8	3.6	3.2
EV/EBITDA		-	15.5	11.8	11.0
ROE		64.6	28.5	20.6	18.9

자료: 유안타증권

[표 1] 애경산업 연결실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액	628.9	699.6	742.2	169.1	174.3	180.5	175.8	177.2	182.7	196.7	185.8
1. 화장품	272.1	358.1	396.6	81.7	95.8	88.9	91.7	88.0	102.6	103.4	102.7
홈쇼핑	113.7	108.0	102.6	28.3	28.7	25.1	26.4	22.6	26.1	26.4	27.5
면세점	64.4	94.8	124.8	20.8	25.1	24.7	24.2	25.3	32.5	35.5	31.5
수출	63.7	122.1	134.5	25.3	33.5	32.0	31.2	32.3	34.9	34.0	33.2
기타	30.4	32.8	34.8	7.3	8.5	7.1	9.9	7.8	9.0	7.5	10.5
2. 생활용품	356.8	341.5	345.6	87.4	78.5	91.5	84.1	89.1	80.1	93.3	83.1
% YoY											
매출액	24%	11%	6%	17%	30.9%	11%	-7%	5%	4.8%	9%	6%
1. 화장품	101%	32%	11%	49%	76%	66%	-16%	8%	7%	16%	12%
홈쇼핑	37%	-5%	-5%	2%	-7%	-11%	-3%	-20%	-9%	5%	4%
면세점	544%	47%	32%	18%	153%	58%	14%	22%	30%	44%	30%
수출	273%	92%	10%	71%	129%	130%	50%	28%	4%	6%	6%
기타	20%	8%	6%	-5%	12%	2%	29%	6%	6%	6%	6%
2. 생활용품	-4%	-4%	1%	-3%	0%	-16%	7%	2%	2%	2%	-1%
% 매출비중											
1. 화장품	43%	51%	53%	48%	55%	49%	52%	50%	56%	53%	55%
2. 생활용품	57%	49%	47%	52%	45%	51%	48%	50%	44%	47%	45%
% (화장품) 채널비중											
홈쇼핑	42%	30%	26%	35%	30%	28%	29%	26%	25%	25%	27%
면세점	24%	26%	31%	25%	26%	28%	26%	29%	32%	34%	31%
수출	23%	34%	34%	31%	35%	36%	34%	37%	34%	33%	32%
기타	11%	9%	9%	9%	9%	8%	11%	9%	9%	7%	10%
매출총이익	325.7	355.0	374.0	87.8	88.9	89.9	88.4	88.0	93.7	99.1	93.2
판매비와 관리비	276.0	275.8	287.1	66.0	67.4	67.5	74.8	66.0	70.9	76.3	73.9
영업이익	49.7	78.6	86.8	21.8	21.4	22.4	13.6	22.0	22.8	22.8	19.3
1. 화장품	47.5	69.9	74.7	19.4	19.6	18.8	12.9	17.5	20.4	20.0	16.8
2. 생활용품	2.2	8.7	12.2	2.3	2.1	3.6	0.7	4.5	2.4	2.8	2.5
% YoY											
영업이익	24%	58%	10%	32%	106%	50%	72%	1%	6%	2%	42%
1. 화장품	80%	47%	7%	25%	74%	71%	32%	-10%	4%	6%	30%
2. 생활용품	-84%	292%	40%	126%	흑전	-9%	흑전	91%	14%	-22%	272%
% 이익비중											
1. 화장품	96%	89%	86%	89%	91%	84%	95%	80%	89%	88%	87%
2. 생활용품	4%	11%	14%	11%	10%	16%	5%	20%	11%	12%	13%
% margin											
영업이익률	8%	11%	12%	13%	12%	12%	8%	12%	12%	12%	10%
1. 화장품	17%	20%	19%	24%	20%	21%	14%	20%	20%	19%	16%
2. 생활용품	1%	3%	4%	3%	3%	4%	1%	5%	3%	3%	3%
지배주주 순이익	38.1	56.4	69.5	17.3	16.2	17.5	9.8	17.7	18.3	18.2	15.3

자료: 유안타증권 리서치센터

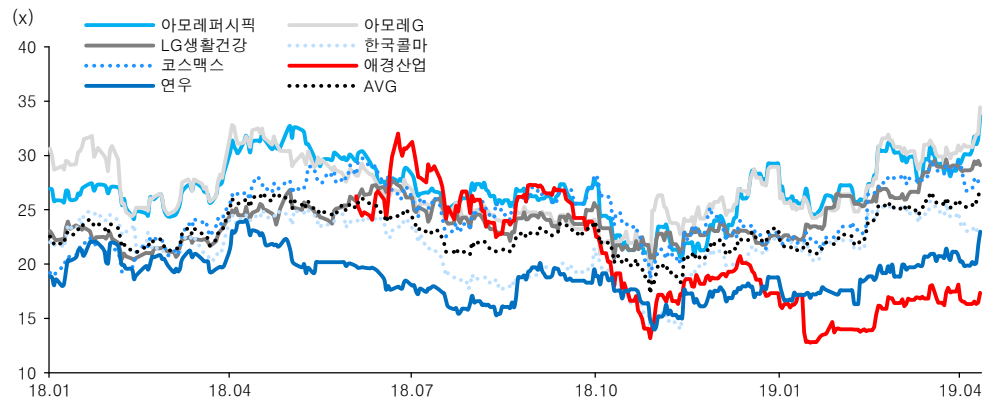
[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	776.0	824.6	742.2	783.2	-4%	-5%
영업이익	95.1	108.6	86.7	90.6	-9%	-17%
영업이익률	12%	13%	12%	12%	-0.6%p	-1.6%p
지배주주순이익	75.2	86.8	69.4	72.9	-8%	-16%
순이익률	10%	10.5%	9%	9.3%	-0.3%p	-1.2%p
EPS	2,863	3,303	2,639	2,770	-8%	-16%

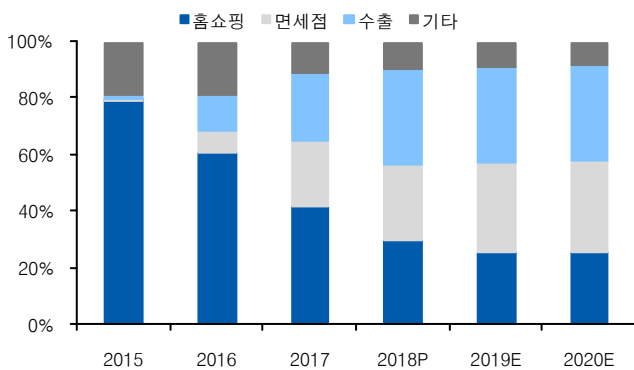
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 글로벌 주요 화장품 기업 FW P/E Chart



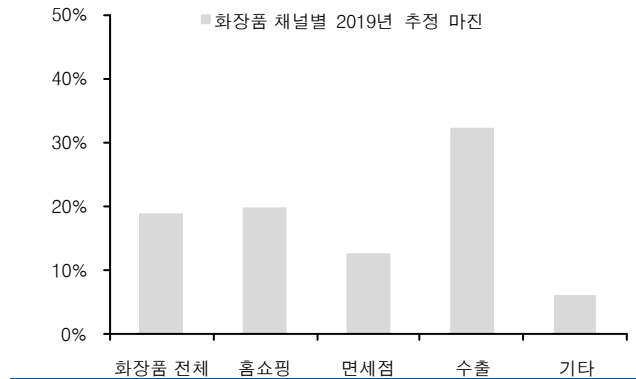
자료: 유안타증권 리서치센터

[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)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,289	6,996	7,422	7,832	8,180
매출원가	3,032	3,446	3,684	3,799	3,885
매출총이익	3,257	3,550	3,739	4,033	4,295
판매비	2,760	2,758	2,871	3,126	3,322
영업이익	497	792	867	906	973
EBITDA	568	875	937	968	1,029
영업외손익	-8	2	20	25	32
외환관련손익	-9	4	4	4	4
이자손익	3	16	35	40	47
관계기업관련손익	2	0	0	0	0
기타	-4	-19	-19	-19	-19
법인세비용차감전순이익	489	794	887	932	1,005
법인세비용	109	186	193	203	219
계속사업순이익	381	608	694	729	786
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	381	608	694	729	786
지배지분순이익	381	608	694	729	786
포괄순이익	351	575	661	695	753
지배지분포괄이익	351	575	661	695	753

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,286	2,706	3,168	3,518	3,914
현금및현금성자산	120	1,325	1,723	1,995	2,325
매출채권 및 기타채권	523	569	603	636	664
재고자산	625	767	814	859	897
비유동자산	921	1,396	1,324	1,262	1,207
유형자산	646	906	844	789	740
관계기업등 지분관련자산	12	12	13	13	14
기타투자자산	8	13	10	10	10
자산총계	2,207	4,102	4,492	4,780	5,121
유동부채	912	872	719	549	374
매입채무 및 기타채무	673	683	717	733	746
단기차입금	187	0	-187	-374	-561
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	118	138	138	138	138
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,029	1,011	858	687	513
지배지분	1,178	3,091	3,634	4,093	4,609
자본금	213	263	263	263	263
자본잉여금	50	1,415	1,415	1,415	1,415
이익잉여금	912	1,412	1,988	2,480	3,029
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,178	3,091	3,634	4,093	4,609
순차입금	67	-1,326	-1,911	-2,370	-2,887
총차입금	187	0	-187	-374	-561

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-66	412	550	563	621
당기순이익	381	608	694	729	786
감가상각비	62	73	61	55	50
외환손익	3	0	-4	-4	-4
종속, 관계기업 관련손익	-2	0	0	0	0
자산부채의 증감	-646	-479	-300	-314	-307
기타현금흐름	136	211	99	98	97
투자활동 현금흐름	-108	-359	-268	-222	9
투자자산	0	-15	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-120	-332	-277	-231	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	12	-12	9	9	9
재무활동 현금흐름	91	1,152	-288	-288	-288
단기차입금	134	-187	-187	-187	-187
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	1,396	0	0	0
현금배당	-43	-75	-118	-118	-118
기타현금흐름	0	17	17	17	17
연결범위변동 등 기타	-3	0	403	219	-11
현금의 증감	-86	1,206	398	272	330
기초 현금	205	120	1,325	1,723	1,995
기말 현금	120	1,325	1,723	1,995	2,325
NOPLAT	497	792	867	906	973
FCF	-309	-121	171	226	510

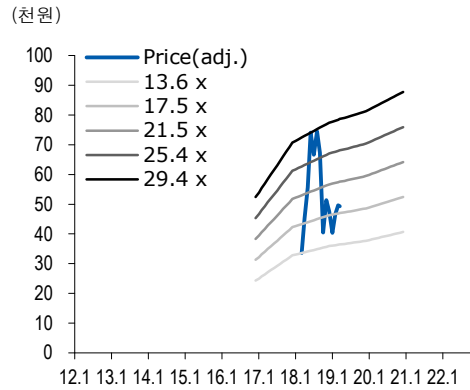
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

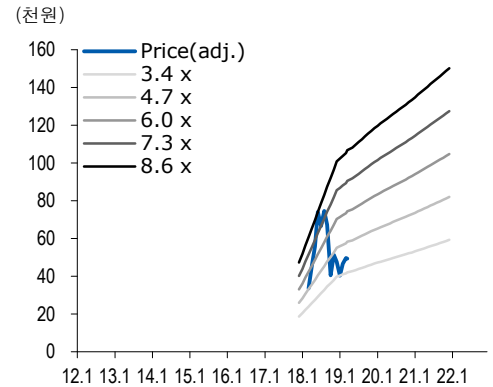
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,785	2,409	2,639	2,770	2,988
BPS	5,524	11,768	13,818	15,562	17,524
EBITDAPS	2,664	3,468	3,563	3,682	3,911
SPS	29,496	27,729	28,225	29,781	31,105
DPS	350	450	450	450	450
PER	-	23.5	18.7	17.8	16.5
PBR	-	4.8	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	-	15.5	11.8	11.0	9.8
PSR	-	2.0	1.7	1.7	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	0.0	11.2	6.1	5.5	4.4
영업이익 증가율 (%)	na	59.2	9.6	4.5	7.4
지배순이익 증가율 (%)	na	59.7	14.2	5.0	7.9
매출총이익률 (%)	51.8	50.7	50.4	51.5	52.5
영업이익률 (%)	7.9	11.3	11.7	11.6	11.9
지배순이익률 (%)	6.1	8.7	9.4	9.3	9.6
EBITDA 마진 (%)	9.0	12.5	12.6	12.4	12.6
ROIC	68.4	46.8	47.0	49.5	53.1
ROA	34.5	19.3	16.2	15.7	15.9
ROE	64.6	28.5	20.6	18.9	18.1
부채비율 (%)	87.4	32.7	23.6	16.8	11.1
순차입금/자기자본 (%)	5.7	-42.9	-52.6	-57.9	-62.7
영업이익/금융비용 (배)	149.3	315.3	0.0	0.0	0.0

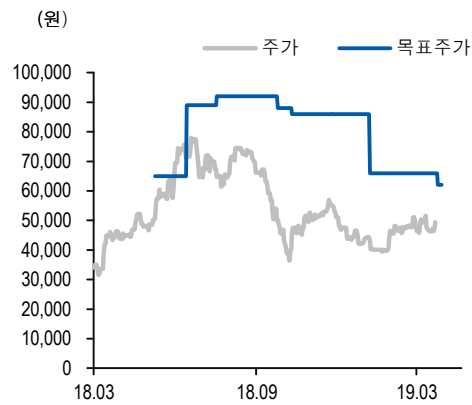
P/E band chart



P/B band chart



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-15	BUY	62,000	1년		
2019-01-28	BUY	66,000	1년	-30.48	-21.97
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	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-13

※ 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.