

애경산업 (018250)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	62,000원 (M)
현재주가 (5/8)	48,900원
상승여력	27%

시기총액	12,860억원
총발행주식수	26,346,535주
60일 평균 거래대금	155억원
60일 평균 거래량	329,861주
52주 고	78,000원
52주 저	36,400원
외인지분율	7.14%
주요주주	AK 헐дин스 외 8 인 63.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.4	22.1	(1.0)
상대	7.5	22.6	11.9
절대(달력환산)	3.2	17.3	(8.9)

우려는 기반영, 상대 매력도 부각 구간

투자의견 BUY, 목표주가 62,000원 유지

애경산업에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 62,000원을 유지한다. 목표주가 62,000원의 근거는 12M Fwd EPS에 화장품 부문 Target P/E 25x, 생활용품 P/E 10x를 적용하여 산출하였다. Implied P/E는 22x 수준이다. 애경산업은 주력 브랜드의 홈쇼핑 채널 수요 약세 및 마케팅 비용 상승으로 주가 약세가 이어지며, 국내 동종기업 평균 P/E 27x대비 30% 이상 디스카운트 거래 중이다. 2분기를 기점으로 홈쇼핑 채널의 수요가 이전 수준으로 회복 중이며, 마케팅 비용의 경우 추정치에 반영되어 우려는 일단락 되었다. 대중국 수요가 견고한 가운데 현재주가는 12m Fwd P/E 기준 17x 수준으로 밸류에이션 매력도가 부각될 구간으로 판단한다.

1Q19 Review: 내수 부진, 대중국 수요 호조

애경산업의 1분기 실적은 연결 매출 1,788억원(YoY+6%), 영업이익 230억원(YoY+5%), 영업이익률 12.8%(-0.1%p yoy)를 달성하며 컨센서스 영업이익 241억원 대비 5% 하회하는 실적을 기록했다. 화장품 부문의 이익체계 하락이 하회의 주요 원인이다.

1) 화장품 부문의 매출은 전년동기비 10% 성장한 897억원, 영업이익은 7% 감소한 182억원을 기록했다. ►홈쇼핑 매출은 전년동기비 27% 감소한 206억원으로 TV홈쇼핑 채널자체의 수요가 부진한 가운데 주력 브랜드의 신규 시즌 제품 출시가 지연되며 부진한 실적을 기록했다. ►면세 매출은 255억원으로 전년동기비 23%, 전분기비 5% 성장했다. ►수출 매출은 353억원으로 전년동기비 39%, 전분기비 13% 성장했다. 특히 중국향 수출 증가율은 45%에 이르며 면세와 수출 부문에서 대중국 수요 강세가 돋보였다. 중국법인의 경우 40억원 수준의 매출성과를 보이며 전년동기비 175%의 고성장을 기록했다. ►화장품 부문의 영업이익률은 20.3%로 전년동기비 3.6%p 하락했는데, 이익 기여도 높은 홈쇼핑 채널의 매출 부진과 신제품 관련 개발 및 마케팅 비용이 집행된 영향이다.

2) 생활용품 부문 매출은 전년동기비 2% 성장한 891억원, 영업이익은 106% 증가한 48억원을 달성했다. SKU효율화 등 수익성 중심 경영이 이어지는 가운데 퍼스널케어 매출 증가 및 온라인 채널 비중 확대 등으로 영업이익률이 전년동기비 2.8%p 개선된 5.4%를 기록했다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,788	5.8	1.7	1,833	-2.4
영업이익	230	5.3	68.8	241	-4.8
세전계속사업이익	232	5.0	82.5	250	-7.2
지배순이익	184	6.6	88.7	185	-0.5
영업이익률 (%)	12.8	-0.1 %pt	+5.1 %pt	13.2	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	10.3	+0.1 %pt	+4.7 %pt	10.1	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, 원, %, 배)	2017A	2018A	2019F	2020F
결산 (12월)					
매출액		6,289	6,996	7,449	7,880
영업이익		497	792	895	978
지배순이익		381	608	722	792
PER		-	23.5	17.8	16.3
PBR		-	4.8	3.5	3.1
EV/EBITDA		-	15.5	11.3	10.0
ROE		64.6	28.5	21.4	20.2

자료: 유안타증권

[표 1] 애경산업 연결실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액	628.9	699.6	744.9	169.1	174.3	180.5	175.8	178.8	184.3	194.5	187.4
1. 화장품	272.1	358.1	399.3	81.7	95.8	88.9	91.7	89.7	104.2	101.1	104.2
홈쇼핑	113.7	108.0	99.9	28.3	28.7	25.1	26.4	20.6	26.1	26.4	26.8
면세점	64.4	94.8	121.1	20.8	25.1	24.7	24.2	25.5	32.5	31.7	31.5
수출	63.7	122.1	142.9	25.3	33.5	32.0	31.2	35.3	36.6	35.6	35.4
기타	30.4	32.8	35.3	7.3	8.5	7.1	9.9	8.3	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%	6%	5.7%	8%	7%
1. 화장품	101%	32%	12%	49%	76%	66%	-16%	10%	9%	14%	14%
홈쇼핑	37%	-5%	-8%	2%	-7%	-11%	-3%	-27%	-9%	5%	2%
면세점	544%	47%	28%	18%	153%	58%	14%	23%	30%	28%	30%
수출	273%	92%	17%	71%	129%	130%	50%	39%	9%	11%	14%
기타	20%	8%	8%	-5%	12%	2%	29%	13%	6%	6%	6%
2. 생활용품	-4%	-4%	1%	-3%	0%	-16%	7%	2%	2%	2%	-1%
% 매출비중											
1. 화장품	43%	51%	54%	48%	55%	49%	52%	50%	57%	52%	56%
2. 생활용품	57%	49%	46%	52%	45%	51%	48%	50%	43%	48%	44%
% (화장품) 채널비중											
홈쇼핑	42%	30%	25%	35%	30%	28%	29%	23%	25%	26%	26%
면세점	24%	26%	30%	25%	26%	28%	26%	28%	31%	31%	30%
수출	23%	34%	36%	31%	35%	36%	34%	39%	35%	35%	34%
기타	11%	9%	9%	9%	9%	8%	11%	9%	9%	7%	10%
매출총이익	325.7	355.0	375.8	87.8	88.9	89.9	88.4	88.2	94.7	98.7	94.2
판매비와 관리비	276.0	275.8	286.2	66.0	67.4	67.5	74.8	65.2	70.9	76.2	73.9
영업이익	49.7	79.2	89.6	21.8	21.4	22.4	13.6	23.0	23.8	22.6	20.3
1. 화장품	47.5	70.4	77.9	19.4	19.3	18.8	12.9	18.2	21.0	19.2	19.5
2. 생활용품	2.2	8.7	11.8	2.3	2.1	3.6	0.7	4.8	2.8	3.4	0.8
% YoY											
영업이익	24%	59%	13%	32%	106%	50%	72%	5%	11%	1%	49%
1. 화장품	80%	48%	11%	26%	71%	71%	31%	-7%	9%	2%	51%
2. 생활용품	-84%	292%	35%	126%	흑전	-9%	흑전	106%	32%	-7%	24%
% 이익비중											
1. 화장품	96%	89%	87%	89%	90%	84%	95%	79%	88%	85%	96%
2. 생활용품	4%	11%	13%	11%	10%	16%	5%	21%	12%	15%	4%
% margin											
영업이익률	8%	11%	12%	13%	12%	12%	8%	13%	13%	12%	11%
1. 화장품	17%	20%	20%	24%	20%	21%	14%	20%	20%	19%	19%
2. 생활용품	1%	3%	3%	3%	3%	4%	1%	5%	3%	4%	1%
지배주주 순이익	38.1	60.8	72.2	17.3	16.2	17.5	9.8	18.4	19.7	18.6	15.5

자료: 유안타증권 리서치센터

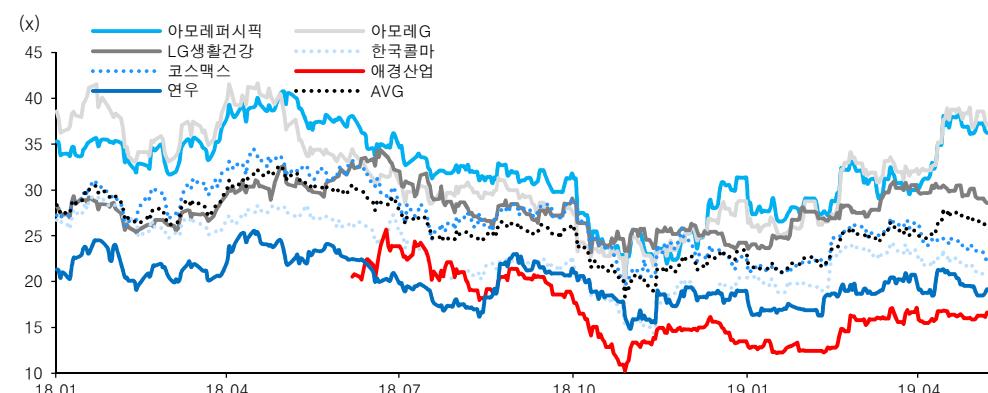
[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	742.2	783.2	744.9	788.0	0%	1%
영업이익	86.7	90.6	89.5	97.8	3%	8%
영업이익률	12%	12%	12%	12%	0.3%p	0.8%p
지배주주순이익	69.4	72.9	72.2	79.2	4%	8%
순이익률	9%	9.3%	10%	10%	0.3%p	0.7%p
EPS	2,639	2,770	2,740	3,006	4%	9%

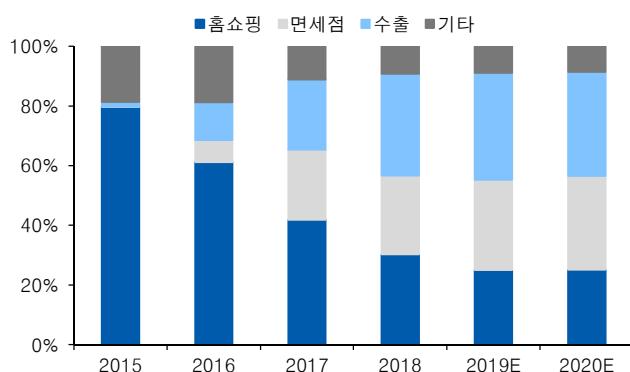
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 글로벌 주요 화장품 기업 FW P/E Chart



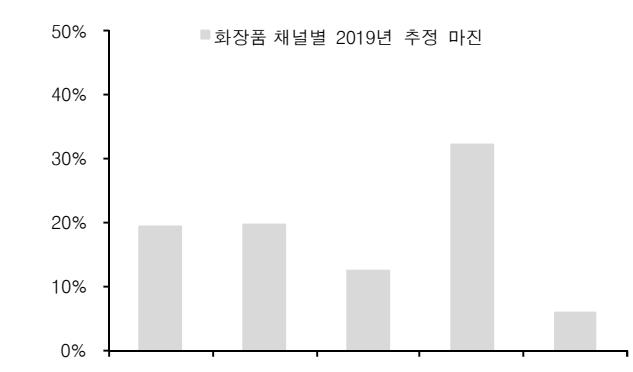
자료: 유안타증권 리서치센터

[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	7,449	7,880	8,229
매출원가	3,032	3,446	3,692	3,779	3,872
매출총이익	3,257	3,550	3,757	4,101	4,357
판관비	2,760	2,758	2,862	3,123	3,310
영업이익	497	792	895	978	1,048
EBITDA	568	875	964	1,041	1,103
영업외손익	-8	2	20	27	35
외환관련손익	-9	4	4	4	4
이자손익	3	16	35	42	49
관계기업관련손익	2	0	0	0	0
기타	-4	-19	-19	-19	-19
법인세비용차감전순손익	489	794	915	1,005	1,082
법인세비용	109	186	197	219	236
계속사업순손익	381	608	719	786	846
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	381	608	719	786	846
지배지분순이익	381	608	719	786	846
포괄순이익	351	575	685	753	813
지배지분포괄이익	351	575	685	753	813

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,286	2,706	3,194	3,597	4,055
현금및현금성자산	120	1,325	1,744	2,065	2,456
매출채권 및 기타채권	523	569	605	640	668
재고자산	625	767	817	864	903
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	4,518	4,859	5,262
유동부채	912	872	721	546	372
매입채무 및 기타채무	673	683	718	731	744
단기차입금	187	0	0	0	0
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	1,046	1,058	1,072
지배지분	1,178	3,091	3,662	4,184	4,769
자본금	213	263	263	263	263
자본잉여금	50	1,415	1,415	1,415	1,415
이익잉여금	912	1,412	2,015	2,570	3,189
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,178	3,091	3,662	4,184	4,769
순차입금	67	-1,326	-1,935	-2,449	-3,036
총차입금	187	0	0	0	0

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-66	412	571	612	682
당기순이익	381	608	719	786	846
감가상각비	62	73	61	55	50
외환손익	3	0	-4	-4	-4
증속,관계기업관련손익	-2	0	0	0	0
자산부채의 증감	-646	-479	-304	-322	-306
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	-287	-288	-288
단기차입금	134	-187	-187	-187	-187
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	1,396	1	0	0
현금배당	-43	-75	-118	-119	-119
기타현금흐름	0	17	17	17	17
연결범위변동 등 기타	-3	0	403	219	-11
현금의 증감	-86	1,206	419	321	392
기초 현금	205	120	1,325	1,744	2,065
기말 현금	120	1,325	1,744	2,065	2,457
NOPLAT	497	792	895	978	1,048
FCF	-309	-121	192	274	569

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

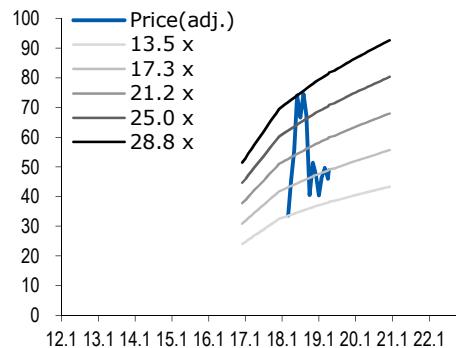
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,785	2,409	2,740	3,006	3,247
BPS	5,524	11,768	13,899	15,880	18,100
EBITDAPS	2,664	3,468	3,662	3,949	4,188
SPS	29,496	27,729	28,291	29,911	31,235
DPS	350	450	450	450	450
PER	-	23.5	17.8	16.3	15.1
PBR	-	4.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	-	15.5	11.3	10.0	8.9
PSR	-	2.0	1.7	1.6	1.6

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	0.0	11.2	6.5	5.8	4.4
영업이익 증가율 (%)	na	59.2	13.0	9.3	7.1
지배순이익 증가율 (%)	na	59.7	18.7	9.8	8.0
매출총이익률 (%)	51.8	50.7	50.4	52.0	52.9
영업이익률 (%)	7.9	11.3	12.0	12.4	12.7
지배순이익률 (%)	6.1	8.7	9.7	10.1	10.4
EBITDA 마진 (%)	9.0	12.5	12.9	13.2	13.4
ROIC	68.4	46.8	48.6	53.1	56.8
ROA	34.5	19.3	16.4	15.9	15.4
ROE	64.6	28.5	21.4	20.2	19.1
부채비율 (%)	87.4	32.7	28.6	25.3	22.5
순차입금/자기자본 (%)	5.7	-42.9	-52.8	-58.5	-63.7
영업이익/금융비용 (배)	149.3	315.3	0.0	0.0	0.0

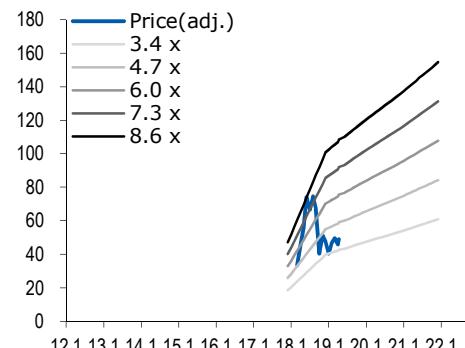
P/E band chart

(천원)

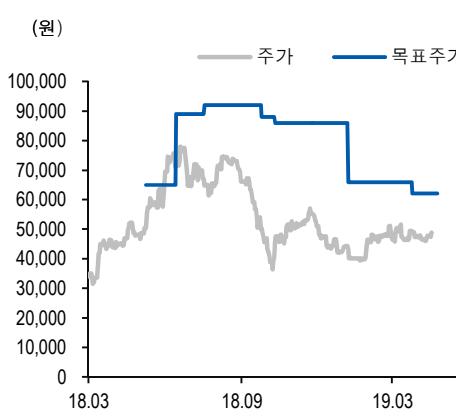


P/B band chart

(천원)



애경산업 (018250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-09	BUY	62,000	1년		
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: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 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 기준 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 투자 의사결정은 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.