

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	2,635 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	1,286 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외8)	63.65%

외국인지분률	7.00%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/05/08)	48,900 원
KOSPI	2168.01 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	78,000 원
52주 최저가	36,400 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.4%	7.5%
6개월	1.6%	-2.0%
12개월	-1.0%	11.9%

애경산업 (018250/KS | 매수(유지) | T.P 64,000 원(유지))

[1Q19 Review] 핵심 채널 성장세 확인

- 1분기 매출액 1,788 억원(y-y +5.7%), 영업이익 230 억원(y-y +5.3%) 기록
- 시장 컨센서스를 하회했으나, 최근 낮아진 눈높이에는 부합하는 실적을 시현
- 홈쇼핑 매출 감소(y-y -25%)와 마케팅 비용 증가로 화장품 부문 수익성이 악화
- 수출 성장률(y-y +38%)이 시장 예상치 상회하며 중국 내 견고한 브랜드력을 재확인
- 핵심 채널 성장 둔화 우려가 상당 부분 해소. 투자 의견 Buy, 목표주가 64,000 원 유지

1Q19 영업이익 230 억원(y-y +5.3%)으로 낮아진 눈높이에 부합

1Q19 애경산업의 연결 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 +5.7%, +5.3% 증가한 1,788 억원과 230 억원을 기록하며 낮아진 시장 눈높이에 부합하는 실적을 시현하였다. 화장품 부문 매출액은 897 억원으로 y-y +9.8% 성장했으나, 영업이익률이 y-y -3.6%p 하락하였다. 홈쇼핑 경쟁 심화와 'Age20's'의 홈쇼핑용 시즌 리뉴얼 지연으로 홈쇼핑 매출액이 y-y -25.9% 감소하며 일부 방송 채널의 영업 레버리지 효과가 축소되었다. 여기에 신규 브랜드 투자비용(약 7~8 억원 추정)과 중국 온라인 채널 위주 'Age20's' 관련 마케팅 비용(약 3~4 억원 추정) 집행으로 화장품 매출액 대비 광고선전비 비중이 y-y +1.7%p 가량 늘어나며 화장품 수익성 하락에 기여하였다. 한편, 고마진 채널인 수출은 350 억원으로 y-y +37.8%, q-q +13.4% 증가하며 시장 기대치를 상회하였다. 특히, 중국 향 수출은 y-y +45% 증가하며 중국 내 브랜드력 악화 및 소비 둔화 우려를 상당 부분 해소시켜주었다. 면세점 매출액은 y-y +21.9% 증가한 253 억원을 기록하였으며, 특별한 판촉 행사나 광고 없이 전체 면세점 시장 성장률에 인라인한 성장률을 시현하였다. H&B 스토어와 온라인 판매를 포함하는 기타 채널 매출액은 온라인 위주 외형 성장을 지속하며 y-y +19.6% 증가한 160 억원을 기록하였다. 생활용품의 경우, 염모제 등 신규 카테고리 투입 효과와 퍼스널케어 매출 호조로 매출액이 y-y +1.9% 증가한 891 억원을 기록하였다. 상대적으로 수익성이 좋은 온라인 채널 비중이 y-y +4%p 늘어나며 전체 생활용품 영업이익률은 y-y +2.8%p 개선된 5.4%를 기록하였다.

핵심 채널 성장세 확인, 투자의견 Buy와 목표주가 64,000 원 유지

금번 실적으로 1) 향후 중국 시장 침투로 인한 성장 가능성이 높은 수출 채널의 고성장 지속 여부와 2) 생활용품의 수익성 개선이 예상보다 빠르게 가시화되고 있음을 확인하였다. 또한, 3) 신규 브랜드 투자뿐 아니라 'Age20's'의 중국 내 브랜드 입지 강화를 위한 전략적 마케팅 역시 진행되고 있음을 확인하였는데, 이는 불명확했던 Age20's의 중장기적인 중국 내 투자에 대한 방향성을 확립했다는 측면에서 고무적이다. 홈쇼핑 채널은 2 분기에 q-q +13.0% 가량 증가하며 어느 정도의 매출 회복이 기대되지만, 연간 홈쇼핑 매출액은 y-y -6% 가량의 역신장이 불가피할 것으로 전망한다. 향후 중국 내 마케팅 진행 상황과 성공 여부에 따라 수출 추정치를 조정해나갈 예정이다. 투자의견 Buy와 목표주가 64,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	507	629	700	760	817	858
yoy	%	10.3	24.1	11.2	8.6	7.5	5.1
영업이익	십억원	40	50	79	92	105	114
yoy	%	53.0	24.4	59.2	16.4	13.6	9.1
EBITDA	십억원	46	57	87	102	114	122
세전이익	십억원	27	49	79	93	107	118
순이익(지배주주)	십억원	22	38	61	71	82	90
영업이익률%	%	7.9	7.9	11.3	12.1	12.8	13.3
EBITDA%	%	9.1	9.0	12.5	13.4	13.9	14.3
순이익률	%	4.3	6.1	8.7	9.4	10.0	10.5
EPS	원	1,011	1,785	2,411	2,712	3,111	3,432
PER	배	0.0	0.0	19.7	18.0	15.7	14.3
PBR	배	0.0	0.0	4.0	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	12.9	10.8	9.0	7.7
ROE	%	27.5	37.2	28.5	21.2	20.2	18.5
순차입금	십억원	-15	7	-134	-193	-272	-363
부채비율	%	150.1	87.4	32.7	32.7	29.8	26.9

애경산업 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	189.9	191.9	199.1	699.6	759.7	816.9
	% growth (y-y)	16.9%	30.9%	10.9%	-6.6%	5.7%	8.9%	6.4%	13.3%	11.2%	8.6%	7.5%
	화장품	81.7	95.8	88.9	91.7	89.7	105.2	95.6	110.0	358.1	400.6	438.2
	홈쇼핑	27.4	28.7	24.9	26.6	20.3	29.0	24.8	27.0	107.6	101.1	101.7
	면세점	20.8	24.9	24.9	23.8	25.3	28.6	28.1	32.2	94.4	114.3	133.3
	수출	25.7	33.5	32.0	31.2	35.3	38.6	35.2	40.2	122.4	149.3	166.3
	기타	7.4	8.6	7.1	10.1	8.8	9.1	7.5	10.6	33.2	35.9	37.0
	생활용품	87.4	78.5	91.5	84.1	89.1	84.6	96.2	89.2	341.5	359.1	378.6
	소매점	39.3	36.9	34.8	32.8	36.5	39.4	31.0	36.2	143.8	143.2	149.0
	도매점	12.2	11.0	18.3	13.5	15.1	11.2	18.3	14.2	55.0	58.8	61.7
	수출	7.0	6.3	10.1	9.3	7.1	7.8	10.4	10.2	32.6	35.5	38.2
	온라인	11.4	10.2	17.4	11.8	15.1	12.2	18.6	12.6	50.7	58.6	63.3
	기타	17.5	13.3	15.6	16.8	16.0	14.0	17.9	16.0	63.2	63.9	66.5
y-y	화장품	49.1%	76.4%	65.9%	-16.2%	9.8%	9.9%	7.6%	19.9%	31.6%	11.9%	9.4%
	홈쇼핑	13.5%	5.9%	-1.2%	-28.5%	-25.9%	0.9%	-0.2%	1.5%	-5.3%	-6.0%	0.6%
	면세점	152.5%	409.7%	231.7%	-45.5%	21.9%	15.0%	13.0%	35.0%	46.6%	21.0%	16.7%
	수출	73.4%	128.7%	129.6%	50.0%	37.8%	15.0%	10.0%	29.0%	90.7%	22.0%	11.3%
	기타	-4.2%	13.4%	2.1%	31.7%	19.6%	5.0%	5.0%	5.0%	10.9%	8.2%	3.0%
	생활용품	-2.8%	-0.5%	-16.1%	6.6%	1.9%	7.8%	5.2%	6.0%	-4.3%	5.2%	5.4%
	소매점	-4.9%	8.7%	-30.7%	9.4%	-7.1%	6.7%	-10.7%	10.4%	-7.5%	-0.4%	4.1%
	도매점	4.7%	-12.9%	39.8%	0.3%	23.8%	2.1%	-0.2%	5.3%	8.2%	6.9%	4.9%
	수출	-2.8%	13.7%	53.8%	-9.8%	1.9%	23.7%	3.8%	10.2%	10.4%	9.0%	7.4%
	온라인	5.3%	7.8%	13.8%	14.8%	33.3%	20.0%	7.0%	7.0%	10.8%	15.5%	8.0%
	기타	-2.8%	-23.1%	-35.2%	6.6%	-8.2%	5.0%	15.0%	-5.0%	-15.9%	1.1%	4.0%
OP	영업이익	21.8	21.4	22.4	13.0	23.0	23.6	24.3	21.3	78.6	92.2	104.7
	% growth (y-y)	32.1%	105.8%	50.3%	64.6%	5.3%	10.2%	8.5%	64.0%	58.1%	17.3%	13.6%
	% Margin	12.9%	12.3%	12.4%	7.4%	12.8%	12.4%	12.7%	10.7%	11.2%	12.1%	12.8%
	화장품	19.5	19.3	18.9	12.2	18.2	20.9	20.0	19.6	69.9	78.7	88.2
	생활용품	2.3	2.1	3.6	0.8	4.8	2.7	4.3	1.7	8.8	13.5	16.6
y-y	화장품	25.8%	72.3%	71.8%	24.5%	-6.7%	8.2%	6.1%	60.5%	47.2%	12.6%	12.0%
	생활용품	130.0%	-362.5%	-7.7%	-142.1%	108.7%	28.0%	18.5%	117.4%	300.0%	53.3%	22.8%
OPM	화장품	23.9%	20.1%	21.3%	13.3%	20.3%	19.8%	21.0%	17.8%	19.5%	19.7%	20.1%
	생활용품	2.6%	2.7%	3.9%	1.0%	5.4%	3.2%	4.4%	2.0%	2.6%	3.8%	4.4%

자료: 애경산업 SK 증권

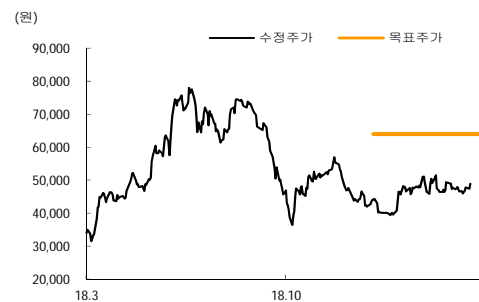
애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	74	22.1	1,640	12M fwd 화장품 예상 이익비중 86%와 생활용품 예상 이익비중 14% 감안
생활용품 (a)	십억원	10	15.9	165	글로벌 생활용품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER을 10% 할인
화장품 (b)	십억원	64	23.2	1,474	국내 화장품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER 15% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,266	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			62,423	
Target Price	원			64,000	Upside +30.9%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 국내 화장품 3사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 네오팜을 포함, 글로벌 화장품 3사는 J&J, P&G, Henkel을 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.09	매수	64,000원	6개월		
2019.04.15	매수	64,000원	6개월	-27.81%	-19.53%
2019.01.28	매수	64,000원	6개월	-28.49%	-19.53%
2019.01.24	매수	64,000원	6개월	-30.94%	-30.78%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 5 월 9 일 기준)

매수	89.66%	중립	10.34%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	129	271	348	438	537
현금및현금성자산	12	133	192	270	361
매출채권및기타채권	52	57	64	69	73
재고자산	63	77	87	93	98
비유동자산	92	140	137	138	136
장기금융자산	1	1	1	1	1
유형자산	65	91	82	75	68
무형자산	4	6	7	8	8
자산총계	221	410	485	576	674
유동부채	91	87	99	106	112
단기금융부채	19	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	62	62	71	76	80
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	14	21	26	31
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	3	3	3
부채총계	103	101	120	132	143
지배주주지분	118	309	365	444	531
자본금	21	26	26	26	26
자본잉여금	5	142	142	142	142
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	91	141	201	283	373
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	118	309	365	444	531
부채외자본총계	221	410	485	576	674

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-6	40	71	77	88
당기순이익(손실)	38	61	71	82	90
비현금성항목등	29	34	31	32	32
유형자산감가상각비	6	7	9	7	6
무형자산감가상각비	1	1	1	2	2
기타	11	9	2	2	2
운전자본감소(증가)	-65	-48	-9	-11	-7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	-4	-8	-5	-4
재고자산감소(증가)	-8	-19	-10	-7	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	0	8	5	4
기타	-33	-25	0	-5	-2
법인세납부	-9	-7	-22	-25	-28
투자활동현금흐름	-11	-35	0	2	3
금융자산감소(증가)	0	-2	0	0	0
유형자산감소(증가)	-12	-33	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	-2	-2	-2	-2
기타	1	3	3	4	5
재무활동현금흐름	9	115	-12	0	0
단기금융부채증가(감소)	13	-19	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	141	0	0	0
배당금의 지급	-4	-7	-12	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-9	121	59	79	91
기초현금	21	12	133	192	270
기말현금	12	133	192	270	361
FCF	-20	9	67	75	86

자료:애경산업SK증권추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	629	700	760	817	858
매출원가	303	345	379	408	428
매출총이익	326	355	381	409	430
매출총이익률 (%)	51.8	50.7	50.1	50.1	50.1
판매비와관리비	276	276	289	305	316
영업이익	50	79	92	105	114
영업이익률 (%)	7.9	11.3	12.1	12.8	13.3
비영업손익	-1	0	1	2	4
순금융비용	0	-2	-3	-4	-5
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	79	93	107	118
세전계속사업이익률 (%)	7.8	11.4	12.3	13.1	13.8
계속사업법인세	11	19	22	25	28
계속사업이익	38	61	71	82	90
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	61	71	82	90
순이익률 (%)	6.1	8.7	9.4	10.0	10.5
지배주주	38	61	71	82	90
지배주주귀속 순이익률(%)	6.05	8.69	9.4	10.03	10.53
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	35	57	68	79	87
지배주주	35	57	68	79	87
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	57	87	102	114	122

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.1	11.2	8.6	7.5	5.1
영업이익	24.4	59.2	16.4	13.6	9.1
세전계속사업이익	78.2	62.3	17.5	14.7	10.3
EBITDA	22.9	54.0	16.6	11.4	7.6
EPS(계속사업)	76.7	35.1	12.5	14.7	10.3
수익성 (%)					
ROE	37.2	28.5	21.2	20.2	18.5
ROA	17.4	19.3	16.0	15.4	14.5
EBITDA마진	9.0	12.5	13.4	13.9	14.3
안정성 (%)					
유동비율	141.0	310.2	352.1	412.4	481.4
부채비율	87.4	32.7	32.7	29.8	26.9
순차입금/자기자본	5.7	-43.4	-52.9	-61.2	-68.3
EBITDA/이자비용(배)	170.6	348.4	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,785	2,411	2,712	3,111	3,432
BPS	5,524	11,768	13,869	16,851	20,156
CFPS	2,117	2,741	3,087	3,449	3,737
주당 현금배당금	350	450	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	32.4	19.0	16.6	15.0
PER(최저)	0.0	13.1	14.5	12.7	11.5
PBR(최고)	0.0	6.6	3.7	3.1	2.6
PBR(최저)	0.0	2.7	2.8	2.3	2.0
PCR	0.0	17.4	15.8	14.2	13.1
EV/EBITDA(최고)	0.0	22.0	11.5	9.6	8.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.0	8.4	6.8	5.6