



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	951 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외8)	63.65%
외국인지분률	6.20%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(19/07/12)	36,100 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	77,500 원
52주 최저가	35,050 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.4%	-17.6%
6개월	-22.5%	-22.9%
12개월	-52.9%	-48.5%

애경산업 (018250/KS | 매수(유지) | T.P 47,000 원(하향))

핵심 채널 역성장으로 감익 불가피

- 2 분기 매출액 1,643 억원(YoY -5.8%), 영업이익 150 억원(YoY -29.8%)으로 추정
- 화장품 수출, 면세 채널 각각 YoY -20%, -16% 감소하며 컨센서스 큰 폭 하회 예상
- 현재까지는 유통 단계 단기 재고 조정 요인이 커보이나, 지속적인 End 수요 확인 필요
- 생활용품, 매출액 YoY +5% 증가 예상하며 온라인과 수출 채널의 성장이 돌보일 전망
- **투자의견 Buy 유지하나, 연간 실적 추정치 하향으로 목표주가는 47,000 원으로 하향**

2Q19 수출과 면세 채널 부진으로 감익 불가피

2 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,643 억원(YoY -5.8%), 영업이익 150 억원(YoY -29.8%)으로 영업이익 컨센서스 215 억원을 크게 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 화장품 부문 매출액은 YoY -14% 감소한 820 억원을 시현할 것으로 예상하는데, 실질적인 중국 향 수요라고 볼 수 있는 수출과 면세점 채널이 각각 YoY -20%와 -16% 역신장하며 전사 매출액을 끌어내릴 전망이다. 수출과 면세점이 부진했던 주요 요인은 1) 중간 유통 단계에서 대리상들의 재고 조정이 있었고, 2) 중저가 색조 브랜드 경쟁 심화 국면에서 마케팅 활동이 비교적 적었던 Age20's의 브랜드 매력도가 상대적으로 하락하며 소비자 수요가 위축된 것으로 보인다. 두 채널 모두 q-q 로도 매출이 각각 -24%와 -17% 감소하는 것으로, 각 채널의 시장 성장을 역시 하회하는 모습이다. 한편, 1 분기 부진했던 홈쇼핑 채널은 4 월 리뉴얼 제품 출시와 함께 QoQ +25% 성장했을 것으로 예상한다. 다만, 4 월 홈쇼핑 방송 횟수 부족으로 YoY 성장률은 -12% 역신장이 불가피할 전망이다. 동사는 월 평균 12~13 회의 홈쇼핑 방송을 진행해왔는데, 4 월 리뉴얼 출시를 앞두고 1 주일 이상 방송을 진행하지 않았다. 생활용품의 경우, 2 분기 매출액은 YoY+5% 증가한 823 억원을 예상하며, 비교적 수익성이 좋은 온라인 채널 판매 증가로 영업이익률은 YoY +1%p 개선된 3.7%를 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 47,000 원으로 하향

'단일 브랜드'에 대한 리스크가 늘 동사의 벤류에이션 딜레이팅 요인으로 작용해왔던 가운데, 핵심 채널의 실적 부진 우려가 겹쳐지며 주가는 큰 폭 하락하였다. 분기 실적 우려로 단기간 내 주가 반등은 쉽지 않을 전망이나, End 단에서의 수요가 여전히 견조한 것으로 파악되고 있다. 즉, 금번 실적 부진의 원인으로 대리상의 단기 재고조정 영향도 상당 부분 작용한 것으로 보인다. 3 분기는 핵심 채널 회복으로 QoQ +10% 이상 매출 성장을 전망하며, Age20's 가 지난해 중국 티몰 광군절 행사에서 BB 크림 부문 베스트셀러였던 만큼 4 분기까지도 외형 성장 기대감이 유효하다는 판단이다. 연간 실적 추정치 하향 조정으로 목표주가는 47,000 원으로 하향하고, 투자의견 Buy 를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

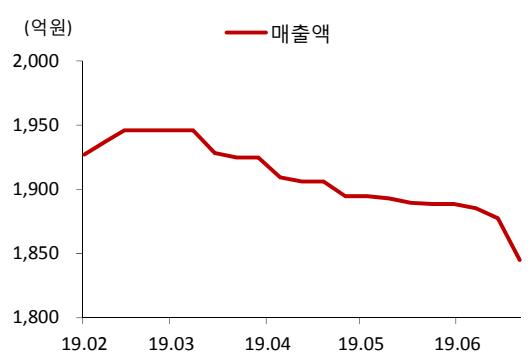
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	507	629	700	719	757	784
yoY	%	10.3	24.1	11.2	28	5.3	3.6
영업이익	십억원	40	50	79	77	85	92
yoY	%	53.0	24.4	59.2	-2.9	11.0	7.3
EBITDA	십억원	46	57	87	88	95	100
세전이익	십억원	27	49	79	77	85	91
순이익(지배주주)	십억원	22	38	61	59	65	69
영업이익률%	%	7.9	7.9	11.3	10.7	11.3	11.7
EBITDA%	%	9.1	9.0	12.5	12.2	12.6	12.8
순이익률	%	4.3	6.1	8.7	8.2	8.6	8.8
EPS	원	1,011	1,785	2,411	2,236	2,472	2,623
PER	배	0.0	0.0	19.7	15.9	14.3	13.5
PBR	배	0.0	0.0	4.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	12.9	8.7	7.4	6.4
ROE	%	27.5	37.2	28.5	17.8	17.2	16.0
순차입금	십억원	-15	7	-134	-181	-238	-300
부채비율	%	150.1	87.4	32.7	33.4	32.3	30.8

애경산업 2Q19 Preview

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	1,643	-3.6%	-6.1%	180.5	-6.9%
영업이익	21.8	21.4	22.4	13.6	23.0	15.0	-27.2%	-34.6%	21.5	-30.1%
순이익	17.3	16.2	17.5	9.8	18.4	11.0	-32.2%	-40.3%	18.9	-41.8%
OPM%	12.9%	12.3%	12.4%	7.7%	12.8%	8.9%	-34%p	-3.9%p	11.9%	-3.0%p

자료: Quantwise, SK 증권

애경산업 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

애경산업 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	62	19.9	1,223	12M fwd 화장품 예상 이익비중 80%와 생활용품 예상 이익비중 20% 감안
생활용품 (a)	십억원	12	16.8	207	글로벌 생활용품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER을 10% 할인
화장품 (b)	십억원	49	20.7	1,016	국내 화장품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER 15% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,299	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			46,514	
Target Price	원			47,000	Upside +30.2%

자료: Bloomberg, SK 증권

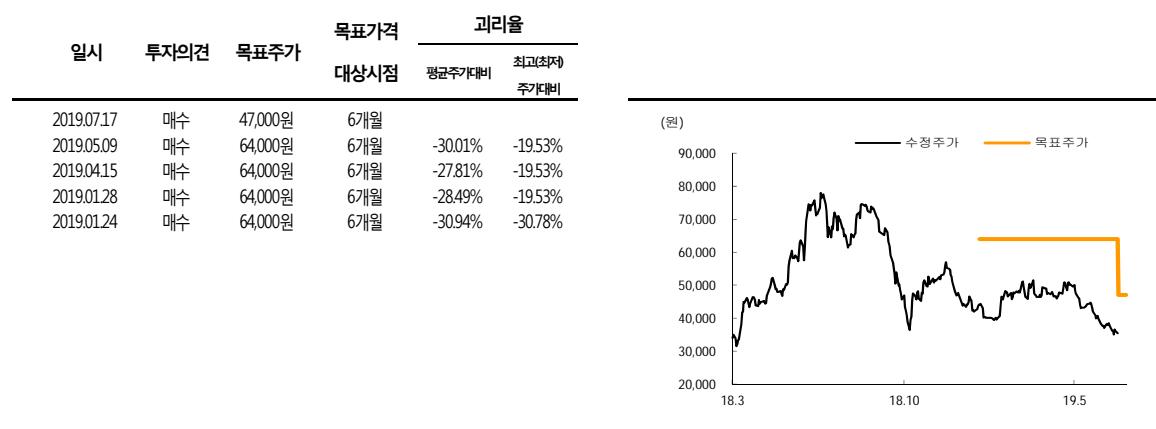
주: 글로벌 생활용품 3사는 J&J, P&G, 헨켈 국내 화장품 3사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 네오팜

애경산업 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	164.3	186.2	190.2	699.6	719.5	757.2
	% growth (y-y)	16.9%	30.9%	10.9%	-6.6%	5.7%	-5.8%	3.2%	8.2%	11.2%	2.8%	5.3%
	화장품	81.7	95.8	88.9	91.7	89.7	82.0	90.0	101.0	358.1	362.7	382.8
	홈쇼핑	27.4	28.7	24.9	26.6	20.3	25.2	24.8	27.0	107.6	97.4	98.8
	면세점	20.8	24.9	24.9	23.8	25.3	21.0	25.4	27.1	94.4	98.8	107.2
	수출	25.7	33.5	32.0	31.2	35.3	26.8	32.5	36.4	122.4	131.0	140.2
	기타	7.4	8.6	7.1	10.1	8.8	8.9	7.3	10.6	33.2	35.5	36.6
	생활용품	87.4	78.5	91.5	84.1	89.1	82.3	96.2	89.2	341.5	356.7	374.4
	소매점	39.3	36.9	34.8	32.8	36.5	38.6	31.0	36.2	143.8	142.4	147.4
	도매점	12.2	11.0	18.3	13.5	15.1	10.7	18.3	14.2	55.0	58.2	60.6
	수출	7.0	6.3	10.1	9.3	7.1	7.5	10.4	10.2	32.6	35.2	37.5
	온라인	11.4	10.2	17.4	11.8	15.1	11.5	18.6	12.6	50.7	57.8	62.5
	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%	-14.4%	1.2%	102%	31.6%	1.3%	5.5%
	홈쇼핑	13.5%	5.9%	-12%	-28.5%	-25.9%	-12.1%	-0.2%	15%	-5.3%	-9.5%	1.5%
	면세점	152.5%	409.7%	231.7%	-45.5%	21.9%	-15.5%	2.0%	13.5%	46.6%	4.7%	8.5%
	수출	734%	128.7%	129.6%	50.0%	37.8%	-20.0%	1.5%	16.7%	90.7%	7.1%	7.0%
	기타	-4.2%	13.4%	2.1%	31.7%	19.6%	3.0%	2.0%	5.0%	10.9%	7.1%	3.0%
	생활용품	-2.8%	-0.5%	-16.1%	6.6%	1.9%	4.8%	5.2%	6.0%	-4.3%	4.5%	5.0%
	소매점	-4.9%	8.7%	-30.7%	9.4%	-7.1%	4.7%	-10.7%	104%	-7.5%	-0.9%	3.5%
	도매점	4.7%	-12.9%	39.8%	0.3%	23.8%	-2.9%	-0.2%	5.3%	8.2%	5.9%	4.0%
	수출	-2.8%	13.7%	53.8%	-9.8%	1.9%	18.7%	3.8%	10.2%	10.4%	8.1%	6.4%
	온라인	5.3%	7.8%	13.8%	14.8%	33.3%	12.5%	7.0%	7.0%	10.8%	14.0%	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	15.0	20.7	18.2	78.6	76.9	85.4
	% growth (y-y)	32.1%	105.8%	50.3%	64.6%	5.3%	-29.8%	-7.6%	40.1%	58.1%	-2.2%	11.0%
	% Margin	12.9%	12.3%	12.4%	7.4%	12.8%	9.2%	11.1%	9.6%	11.2%	10.7%	11.3%
	화장품	19.5	19.3	18.9	12.2	18.2	12.0	16.4	16.5	69.9	63.1	68.5
	생활용품	2.3	2.1	3.6	0.8	4.8	3.0	4.3	1.7	8.8	13.8	16.8
y-y	화장품	25.8%	72.3%	71.8%	24.5%	-6.7%	-37.8%	-13.1%	35.0%	47.2%	-9.7%	8.6%
	생활용품	130.0%	-362.5%	-7.7%	-142.1%	108.7%	44.0%	18.5%	117.4%	300.0%	57.2%	21.7%
OPM	화장품	23.9%	20.1%	21.3%	13.3%	20.3%	14.6%	18.3%	16.3%	19.5%	17.4%	17.9%
	생활용품	2.6%	2.7%	3.9%	1.0%	5.4%	3.7%	4.4%	2.0%	2.6%	3.9%	4.5%

자료: 애경산업 SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	129	271	333	401	470
현금및현금성자산	12	133	58	115	178
매출채권및기타채권	52	57	62	66	68
재고자산	63	77	83	89	92
비유동자산	92	140	138	133	128
장기금융자산	1	1	1	1	1
유형자산	65	91	85	77	70
무형자산	4	6	7	7	8
자산총계	221	410	471	534	598
유동부채	91	87	96	103	106
단기금융부채	19	0	1	1	1
매입채무 및 기타채무	62	62	67	72	75
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	14	22	28	34
장기금융부채	0	0	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	2	2	3	3	3
부채총계	103	101	118	130	141
지배주주지분	118	309	353	404	457
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	188	242	299
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	118	309	353	404	457
부채와자본총계	221	410	471	534	598

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-6	40	55	67	74
당기순이익(순실)	38	61	59	65	69
비현금성활동등	29	34	30	30	31
유형자산감가상각비	6	7	10	8	7
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	11	9	3	3	4
운전자본감소(증가)	-65	-48	-14	-7	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	-4	-5	-4	-3
재고자산감소(증가)	-8	-19	-7	-6	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	0	-15	5	3
기타	-33	-25	13	-2	-1
법인세납부	-9	-7	-20	-20	-22
투자활동현금흐름	-11	-35	-129	1	2
금융자산감소(증가)	0	-2	-125	0	0
유형자산감소(증가)	-12	-33	-4	0	0
무형자산감소(증가)	1	-2	-2	-2	-2
기타	1	3	2	3	4
재무활동현금흐름	9	115	0	-12	-13
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	-11	-12
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-9	121	-74	57	63
기초현금	21	12	133	58	115
기말현금	12	133	58	115	178
FCF	-20	9	56	66	72

자료 : 애경산업 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	629	700	719	757	784
매출원가	303	345	359	378	392
매출총이익	326	355	360	379	393
매출총이익률 (%)	51.8	50.7	50.1	50.1	50.1
판매비와관리비	276	276	283	294	301
영업이익	50	79	77	85	92
영업이익률 (%)	7.9	11.3	10.7	11.3	11.7
비영업순익	-1	0	0	0	0
순금융비용	0	-2	-2	-3	-3
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	79	77	85	91
세전계속사업이익률 (%)	7.8	11.4	10.7	11.3	11.6
계속사업법인세	11	19	18	20	22
계속사업이익	38	61	59	65	69
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	61	59	65	69
순이익률 (%)	6.1	8.7	8.6	8.8	8.8
지배주주	38	61	59	65	69
지배주주기록 순이익률(%)	60.5	8.69	8.18	8.59	8.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	35	57	56	62	66
지배주주	35	57	56	62	66
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	57	87	88	95	100

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.1	11.2	2.8	5.3	3.6
영업이익	24.4	59.2	-2.9	11.0	7.3
세전계속사업이익	78.2	62.3	-3.4	11.3	6.8
EBITDA	22.9	54.0	0.2	8.4	5.4
EPS(계속사업)	76.7	35.1	-7.3	10.6	6.1
수익성 (%)					
ROE	37.2	28.5	17.8	17.2	16.0
ROA	17.4	19.3	13.4	13.0	12.2
EBITDA마진	9.0	12.5	12.2	12.6	12.8
안정성 (%)					
유동비율	141.0	310.2	347.7	390.6	441.1
부채비율	87.4	32.7	33.4	32.3	30.8
순차입금/자기자본	5.7	-43.4	-51.1	-58.9	-65.7
EBITDA/이자비용(배)	170.6	348.4	396.6	349.7	368.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,785	2,411	2,236	2,472	2,623
BPS	5,524	11,768	13,410	15,326	17,354
CFPS	2,117	2,741	2,646	2,840	2,948
주당 현금배당금	350	450	430	470	490
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	32.4	23.0	20.8	19.6
PER(최저)	0.0	13.1	15.7	14.2	13.4
PBR(최고)	0.0	6.6	3.8	3.4	3.0
PBR(최저)	0.0	2.7	2.6	2.3	2.0
PCR	0.0	17.4	13.4	12.5	12.0
EV/EBITDA(최고)	0.0	22.0	13.5	11.9	10.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.0	8.6	7.3	6.3