

# 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	736 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외8)	63.65%

외국인지분률	7.10%
배당수익률	1.60%

## Stock Data

주가(19/08/08)	27,950 원
KOSPI	1920.61 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	74,600 원
52주 최저가	27,850 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-22.8%	-17.0%
6개월	-30.2%	-20.9%
12개월	-56.9%	-48.3%

애경산업 (018250/KS | 매수(유지) | T.P 34,000 원(하향))

## [2Q19 Review] 우려가 현실로

- 2분기 매출액 1,573억원(YoY -9.7%), 영업이익 61억원(YoY -71.5%) 기록
- 컨센서스 영업이익 181억원과 SK 추정 영업이익 150억원을 크게 하회하는 쇼크 기록
- 홈쇼핑, 수출, 면세점 등 화장품 전 채널 매출 역성장, 고정비 부담 증가로 수익성 악화
- 생활용품 매출액은 YoY +8.5% 성장했으나, 신제품 출시 등으로 영업이익률은 축소
- 핵심 채널 성장 둔화로 불확실성 증대, 투자의견 Buy 유지하나 T.P 34,000 원으로 하향

## 2Q19 영업이익 61억원(YoY -71.5%)으로 어닝쇼크 기록

2Q19 애경산업의 연결 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 -9.7%, -71.5% 감소한 1,573억원과 60억원을 기록하며 컨센서스 영업이익 181억원과 SK 추정 영업이익 150억원을 크게 하회하는 어닝 쇼크를 기록하였다. 화장품 부문 매출액은 721억원으로 YoY -24.7% 역성장하였고, 영업이익률은 YoY -13.9%p 하락하였다. 화장품 전 채널 매출이 감소하며 외형이 축소되었고, 이에 따라 고정비 부담이 가중되었으며, 추가적인 마케팅 비용 투입(YoY +60억원)으로 화장품 수익성이 크게 악화되었다. 생활용품의 경우, 온라인 채널 고성장과 상반기 출시한 섬유유연제 브랜드 '르샤투라'가 성공적으로 안착하며 매출액이 YoY +8.5% 증가했으나, 화장품 부문과 같이 공동으로 부담하는 공통비 비중이 증가하며, 생활용품의 이익률마저 YoY -0.8%p 하락하였다.

## 핵심 채널 성장 둔화 우려가 현실로 드러나며 불확실성 증대

홈쇼핑 매출액은 시장 경쟁심화와 4월달 방송 횟수 부족으로 YoY -22.2% 감소하며 영업 레버리지가 축소되었다. 중국 향 매출의 경우, 1) 4~5월 동사가 가격관리를 위한 선제적인 물량 조절에 나섰던 점과 2) 전자상거래법 이슈에 의한 중국 현지 벤더들의 타이트한 재고 조정으로 수출(YoY -35.5%)과 면세(YoY -24.7%)가 모두 크게 부진하였다. 이익 단에서는 절대 매출액이 가장 적은 면세점의 마진율이 크게 악화된 것으로 보이며, 수출은 여전히 두 자릿수 이익률을 시현한 것으로 파악된다. 여기에 세무조사 관련 일회성 비용 10억원과 전년 동기 대비 약 60억원 가량 늘어난 마케팅 비용으로 화장품 매출액 대비 광고전선비 비중이 YoY +1~2%p 가량 늘어난 점도 전사 수익성 하락에 기여하였다.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 34,000 원으로 하향

중국 향 수요 부진과 지난해부터 지속적으로 늘려가고 있는 마케팅 비용에 대한 실효성이 크지 않다는 점이 확인되며 중장기적인 중국 성장률에 대한 불확실성이 증대되었다. 이에 따른 연간 실적 추정치 하향으로 목표주가를 기존 47,000원에서 34,000원으로 하향한다. 다만, 하반기 수출 회복 기대감과 상승여력을 감안해 투자의견은 Buy를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	507	629	700	704	732	759
yoy	%	10.3	24.1	11.2	0.6	4.0	3.7
영업이익	십억원	40	50	79	59	71	77
yoy	%	53.0	24.4	59.2	-25.1	19.8	7.7
EBITDA	십억원	46	57	87	70	81	85
세전이익	십억원	27	49	79	59	71	76
순이익(지배주주)	십억원	22	38	61	45	52	55
영업이익률%	%	7.9	7.9	11.3	8.4	9.7	10.1
EBITDA%	%	9.1	9.0	12.5	10.0	11.0	11.2
순이익률	%	4.3	6.1	8.7	6.4	7.1	7.2
EPS(계속사업)	원	1,011	1,785	2,411	1,712	1,960	2,080
PER	배	0.0	0.0	19.7	16.3	14.3	13.4
PBR	배	0.0	0.0	4.0	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	12.9	8.3	6.6	5.6
ROE	%	27.5	37.2	28.5	13.9	14.4	13.7
순차입금	십억원	-15	7	-134	-167	-215	-266
부채비율	%	150.1	87.4	32.7	34.6	33.9	33.0

## 애경산업 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	157.3	178.8	189.0	699.6	703.9	732.0
	% growth (YoY)	16.9%	30.9%	10.9%	-6.6%	5.7%	-9.7%	-0.9%	7.5%	11.2%	0.6%	4.0%
	화장품	81.7	95.8	88.9	91.7	89.7	72.1	82.2	101.5	358.1	345.5	360.9
	홈쇼핑	27.4	28.7	24.9	26.6	20.3	22.4	24.3	25.7	107.6	92.6	94.1
	면세점	20.8	24.9	24.9	23.8	25.3	18.7	22.4	29.6	94.4	96.0	103.5
	수출	25.7	33.5	32.0	31.2	35.3	21.6	28.2	35.7	122.4	120.8	127.1
	기타	7.4	8.6	7.1	10.1	8.8	8.7	7.3	10.6	33.2	35.3	36.2
	생활용품	87.4	78.5	91.5	84.1	89.1	85.2	96.6	87.5	341.5	358.4	371.1
	소매점	39.3	36.9	34.8	32.8	36.5	31.5	29.3	32.6	143.8	130.0	122.9
	도매점	12.2	11.0	18.3	13.5	15.1	13.6	18.8	14.8	55.0	62.4	69.8
	수출	7.0	6.3	10.1	9.3	7.1	8.5	10.4	10.2	32.6	36.3	39.9
	온라인	11.4	10.2	17.4	11.8	15.1	15.3	20.9	13.9	50.7	65.2	70.4
	기타	17.5	13.3	15.6	16.8	16.0	16.2	17.2	16.0	63.2	65.4	68.0
YoY	화장품	49.1%	76.4%	65.9%	-16.2%	9.8%	-24.7%	-7.6%	10.7%	31.6%	-3.5%	4.5%
	홈쇼핑	13.5%	5.9%	-1.2%	-28.5%	-25.9%	-22.2%	-2.2%	-3.5%	-5.3%	-13.9%	1.6%
	면세점	152.5%	409.7%	231.7%	-45.5%	21.9%	-24.7%	-10.0%	24.0%	46.6%	1.7%	7.8%
	수출	73.4%	128.7%	129.6%	50.0%	37.8%	-35.5%	-12.0%	14.5%	90.7%	-1.3%	5.2%
	기타	-4.2%	13.4%	2.1%	31.7%	19.6%	0.3%	2.0%	5.0%	10.9%	6.4%	2.5%
	생활용품	-2.8%	-0.5%	-16.1%	6.6%	1.9%	8.5%	5.6%	4.0%	-4.3%	4.9%	3.6%
	소매점	-4.9%	8.7%	-30.7%	9.4%	-7.1%	-14.6%	-15.7%	-0.6%	-7.5%	-9.6%	-5.4%
	도매점	4.7%	-12.9%	39.8%	0.3%	23.8%	24.0%	2.8%	10.3%	8.2%	13.6%	11.9%
	수출	-2.8%	13.7%	53.8%	-9.8%	1.9%	35.7%	3.8%	10.2%	10.4%	11.3%	10.0%
	온라인	5.3%	7.8%	13.8%	14.8%	33.3%	50.3%	20.0%	17.7%	10.8%	28.5%	8.0%
	기타	-2.8%	-23.1%	-35.2%	6.6%	-8.2%	21.3%	10.5%	-5.0%	-15.9%	3.5%	4.0%
OP	영업이익	21.8	21.4	22.4	13.0	23.0	6.1	14.6	15.7	78.6	59.3	71.1
	% growth (YoY)	32.1%	105.8%	50.3%	64.6%	5.3%	-71.5%	-35.0%	20.9%	58.1%	-24.5%	19.8%
	% Margin	12.9%	12.3%	12.4%	7.4%	12.8%	3.9%	8.1%	8.3%	11.2%	8.4%	9.7%
	화장품	19.5	19.3	18.9	12.2	18.2	4.5	11.7	14.0	69.9	48.4	58.4
	생활용품	2.3	2.1	3.6	0.8	4.8	1.6	2.8	1.7	8.8	10.9	12.7
YoY	화장품	25.8%	72.3%	71.8%	24.5%	-6.7%	-76.7%	-38.0%	14.9%	47.2%	-30.7%	20.5%
	생활용품	130.0%	-362.5%	-7.7%	-142.1%	108.7%	-23.8%	-21.3%	113.4%	300.0%	24.3%	15.8%
OPM	화장품	23.9%	20.1%	21.3%	13.3%	20.3%	6.2%	14.3%	13.8%	19.5%	14.0%	16.2%
	생활용품	2.6%	2.7%	3.9%	1.0%	5.4%	1.9%	2.9%	2.0%	2.6%	3.1%	3.4%

자료: 애경산업 SK 증권

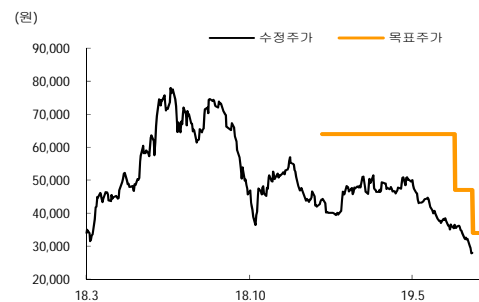
## 애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	49	18.1	882	12M fwd 화장품 예상 이익비중 80%와 생활용품 예상 이익비중 20% 감안
생활용품 (a)	십억원	10	16.4	160	글로벌 생활용품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER을 10% 할인
화장품 (b)	십억원	39	18.5	722	국내 화장품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER 15% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,299	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			33,528	
Target Price	원			34,000	Upside +21.1%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 국내 화장품 3사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 네오팜을 포함, 글로벌 화장품 3사는 J&amp;J, P&amp;G, Henkel 을 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.08.09	매수	34,000원	6개월		
2019.07.17	매수	47,000원	6개월	-30.05%	-23.09%
2019.05.09	매수	64,000원	6개월	-30.12%	-19.53%
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 기관투자가 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 8 월 9 일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	129	271	319	375	432
현금및현금성자산	12	133	45	92	144
매출채권및기타채권	52	57	61	65	67
재고자산	63	77	83	87	91
<b>비유동자산</b>	92	140	138	133	128
장기금융자산	1	1	1	1	1
유형자산	65	91	85	77	70
무형자산	4	6	7	7	8
<b>자산총계</b>	221	410	457	508	560
<b>유동부채</b>	91	87	95	101	105
단기금융부채	19	0	1	1	1
매입채무 및 기타채무	62	62	67	71	74
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	12	14	22	28	34
장기금융부채	0	0	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	2	3	3
<b>부채총계</b>	103	101	117	128	139
<b>지배주주지분</b>	118	309	340	379	421
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	174	217	262
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	118	309	340	379	421
<b>부채외자본총계</b>	221	410	457	508	560

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-6	40	42	55	60
당기순이익(손실)	38	61	45	52	55
비현금성항목등	29	34	26	29	30
유형자산감가상각비	6	7	10	8	7
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	11	9	3	3	4
운전자본감소(증가)	-65	-48	-13	-6	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	-4	-4	-4	-3
재고자산감소(증가)	-8	-19	-7	-5	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	0	-16	4	3
기타	-33	-25	13	-1	-1
법인세납부	-9	-7	-16	-19	-21
<b>투자활동현금흐름</b>	-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	3
<b>재무활동현금흐름</b>	9	115	0	-9	-10
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	-9	-10
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-9	121	-87	47	51
기초현금	21	12	133	45	92
기말현금	12	133	45	92	144
FCF	-20	9	43	54	58

자료 : 애경산업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	629	700	704	732	759
<b>매출원가</b>	303	345	358	373	386
<b>매출총이익</b>	326	355	346	359	373
매출총이익률 (%)	51.8	50.7	49.1	49.1	49.1
<b>판매비와관리비</b>	276	276	286	288	296
영업이익	50	79	59	71	77
영업이익률 (%)	7.9	11.3	8.4	9.7	10.1
비영업손익	-1	0	0	0	-1
<b>순금융비용</b>	0	-2	-2	-2	-3
외환관련손익	-1	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	79	59	71	76
세전계속사업이익률 (%)	7.8	11.4	8.4	9.7	10.0
계속사업법인세	11	19	14	19	21
<b>계속사업이익</b>	38	61	45	52	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	61	45	52	55
<b>순이익률 (%)</b>	6.1	8.7	6.4	7.1	7.2
지배주주	38	61	45	52	55
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.05	8.69	6.4	7.05	7.22
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	35	57	42	48	52
<b>지배주주</b>	35	57	42	48	52
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	57	87	70	81	85

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.1	11.2	0.6	4.0	3.7
영업이익	24.4	59.2	-25.1	19.8	7.7
세전계속사업이익	78.2	62.3	-25.5	20.0	6.9
EBITDA	22.9	54.0	-19.9	15.2	5.4
EPS(계속사업)	76.7	35.1	-29.0	14.5	6.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	37.2	28.5	13.9	14.4	13.7
ROA	17.4	19.3	10.4	10.7	10.3
EBITDA마진	9.0	12.5	10.0	11.0	11.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	141.0	310.2	335.0	372.0	412.7
부채비율	87.4	32.7	34.6	33.9	33.0
순차입금/자기자본	5.7	-43.4	-49.3	-56.6	-63.2
EBITDA/이자비용(배)	170.6	348.4	317.1	297.1	313.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,785	2,411	1,712	1,960	2,080
BPS	5,524	11,768	12,886	14,391	15,976
CFPS	2,117	2,741	2,121	2,328	2,405
주당 현금배당금	350	450	330	370	390
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	32.4	30.1	26.3	24.8
PER(최저)	0.0	13.1	16.3	14.2	13.4
PBR(최고)	0.0	6.6	4.0	3.6	3.2
PBR(최저)	0.0	2.7	2.2	1.9	1.7
PCR	0.0	17.4	13.2	12.0	11.6
EV/EBITDA(최고)	0.0	22.0	17.1	14.2	12.9
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.0	8.2	6.6	5.6