

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

018250 · 화장품

애경산업

꾸준히 체질 개선 중

(유지)

매수

목표주가

25,000원 ▼

상승여력

44.8%

현재주가(24/1/26)

17,260원

KOSPI	2,478.56	시가총액(십억원)	456	발행주식수(백만주)	26	외국인 보유비중(%)	5.2
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

4Q23 Review: 일회성 성과급 제외 시 시장 기대치 부합

4Q23 실적은 매출액 1,758억원(YoY +5%), 영업이익 116억원(YoY -2%)으로 시장 기대치를 하회했다. 성과급 20억원이 일회성으로 반영되었으며, 이 영향을 제외하면 실적은 예상 수준이었다. 화장품 수출과 기타 채널이 각각 +14%, +22% 견고하게 성장한 점이 긍정적이다. 수출에서는 비중국이 +50% 수준 신장해 매출 비중 10% 이상을 넘어섰으며, 기타 채널은 온라인(+40%)과 H&B(+8%) 전반 고르게 성장했다.

보다 적극적인 비중국 확대 전략 기대

애경산업은 꾸준한 실적 성장에도 불구하고, 여전히 중국 수출 비중이 높기 때문에 동종 중소형 브랜드 업체 대비 전사 성장률과 영업 레버리지가 약하다. 이에 사측에서는 2024년 보다 적극적인 비중국 확대를 목표하고 있다. 동남아, 일본, 미국이 주력 시장으로 예상되며, 공격적인 채널 확장을 예정하고 있다. 전략 성과가 가시화될 경우 동종 업체와의 가격 차이가 축소될 수 있다고 판단한다(현재 주가 12MF PER 9배).

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.1	-23.1	-11.1
상대주가	-4.5	-19.6	-11.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	574	610	669	734	791
영업이익 (십억원)	24	39	62	71	78
영업이익률 (%)	4.2	6.4	9.3	9.7	9.9
순이익 (십억원)	16	17	48	53	59
EPS (원)	595	627	1,814	2,007	2,249
ROE (%)	4.6	4.7	12.7	12.7	12.7
P/E (배)	31.9	33.3	10.3	8.6	7.7
P/B (배)	1.4	1.5	1.2	1.0	0.9
배당수익률 (%)	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 애경산업, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review

애경산업의 4Q23 실적은 매출액 1,758억원(YoY +5%), 영업이익 116억원(YoY -2%)으로 시장 기대치를 하회했다. 2023년 호실적에 비롯해 특별 성과급 20억원이 일회성 비용으로 반영되었으며, 이 영향을 제외하면 실적은 예상 수준이었다.

화장품

매출액 713억원(YoY +10%), 영업이익 98억원(YoY +12%)을 기록했다. 홈쇼핑이 하락했으나(-25%), 수출과 기타(온라인, H&B 등)가 각각 +14%, +22% 견고하게 성장하였다.

수출은 중국이 +10%, 비중국이 +50% 수준 성장했으며, 비중국 비중도 10%를 넘어선 것으로 파악된다. 온라인은 직전 분기에 이어 +40% 수준 고성장했으며, 직전 분기 재고 조정으로 인해 일시적으로 주춤했던 H&B도 금번 분기 +8% 성장 기록했다.

생활용품

매출액 1,044억원(YoY +2%), 영업이익 18억원(YoY -40%)을 시현했다.

동사 생활용품 실적은 3분기까지 누적 이익이 +200% 이상 대폭 확대되었다. 이에 금번 분기는 전략적으로 신제품 출시와 마케팅 선투자를 진행하였다. 향후 추세적으로 MSD% 이상 영업이익률은 유지 가능할 것으로 예상된다.

투자 판단

애경산업의 화장품 부문은 성장성과 포트폴리오 다각화 매력이 함께 강화되고 있다. 수출은 중국 시장 불확실성에도 불구하고 중국 수출이 꾸준히 성장하고 있으며, 최근에는 비중국 수출도 고성장하고 있다. 온라인, H&B, 다이소 등 신규 채널도 2년여간 매 분기 높은 두 자릿수 성장을 시현하고 있다. 다만 동종 중소형 브랜드 업체 대비 여전히 중국 비중이 높고(해외 매출 내 중국 비중 80% 이상), 생활용품 비중도 크기 때문에 전사 실적의 성장률과 영업 레버리지는 상대적으로 약한 점이 아쉬운 부분이다.

이에 사측에서는 2024년 보다 적극적인 비중국 확대를 목표하고 있다. 베트남은 현지 마케팅이 성과를 보이고 있으며, 일본은 오프라인 점포를 공격적으로 확대할 계획이다 (2023년말 3,800개, 2024F +1,000개 이상). 미국도 신규 채널 진입이 기대된다. 2024년 동사의 화장품 수출 성장률은 중국 +10%, 비중국 +50%를 가정하여 +18%로 예상된다. 전략 성과가 가시화될수록 동종 업체와의 멀티플 갭이 축소될 수 있다고 판단한다. 목표주가는 Target PER에 동종 업체 대비 할인을 적용하여 하향하였다. 비중국 전략 성과에 따라 할인은 제거할 수 있겠다.

표 1. 애경산업 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	588	574	610	669	734	791
생활용품	377	352	391	418	442	460
화장품	211	222	220	251	292	331
홈쇼핑	47	35	33	27	24	22
수출	112	165	154	176	208	238
기타	52	22	32	48	60	70
영업이익	22	24	39	62	71	78
생활용품	9	(5)	11	26	27	29
화장품	13	29	29	37	43	49
세전이익	13	20	23	59	69	77
당기순이익	11	16	17	48	53	59
매출액(YoY %)	(16.1)	(2.4)	6.4	9.6	9.7	7.8
생활용품	4.9	(6.6)	10.9	6.9	5.9	4.1
화장품	(38.3)	5.0	(0.9)	14.4	16.1	13.4
홈쇼핑	(47.6)	(25.9)	(5.0)	(16.4)	(13.0)	(6.0)
수출	(13.5)	46.6	(6.2)	14.2	18.0	14.4
기타	(57.6)	(56.9)	44.5	46.5	25.6	17.9
영업이익(YoY %)	(63.1)	9.0	60.1	58.7	14.1	10.8
당기순이익(YoY %)	(72.5)	37.2	6.1	184.9	11.2	12.0
영업이익률(%)	3.8	4.2	6.4	9.3	9.6	9.9
생활용품	2.4	(1.4)	2.7	6.1	6.2	6.3
화장품	6.3	13.2	13.0	14.5	14.8	14.9
세전이익률(%)	2.2	3.6	3.7	8.8	9.4	9.7
순이익률(%)	1.9	2.7	2.7	7.1	7.2	7.5

자료: 애경산업, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 애경산업 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	157	162	174	176	669	168	178	191	196	734
생활용품	98	101	114	104	418	104	105	121	113	442
화장품	59	61	60	71	251	64	73	70	84	292
홈쇼핑	9	5	6	7	27	7	5	6	6	24
수출	39	43	42	52	176	44	52	50	62	208
기타	11	12	12	12	48	14	16	14	16	60
영업이익	15	17	18	12	62	17	19	21	15	71
생활용품	7	7	10	2	26	7	7	11	3	27
화장품	9	10	8	10	37	10	12	10	12	43
세전이익	21	16	17	6	59	20	18	20	10	69
순이익	16	12	13	6	48	16	14	16	8	53
매출액(YoY %)	12.3	14.3	7.6	5.2	9.6	7.0	10.1	9.6	11.7	9.7
생활용품	8.4	10.6	6.8	2.4	6.9	5.4	4.0	6.0	7.9	5.9
화장품	19.6	21.0	9.3	9.7	14.4	9.7	20.2	16.3	17.5	16.1
영업이익(YoY %)	96.8	295.4	20.5	(1.6)	58.7	9.1	13.2	12.0	25.2	14.1
당기순이익(YoY %)	160.8	204.5	(2.0)	흑전	184.9	(5.2)	17.2	22.2	19.9	11.2
영업이익률(%)	9.8	10.2	10.6	6.6	9.3	10.0	10.5	10.8	7.4	9.6
생활용품	6.9	6.8	8.9	1.7	6.1	6.8	6.6	8.8	2.5	6.2
화장품	14.8	15.9	13.8	13.7	14.5	15.1	16.0	14.2	14.0	14.8
세전이익률(%)	13.2	9.6	9.6	3.4	8.8	12.0	10.3	10.6	5.0	9.4
순이익률(%)	10.4	7.5	7.3	3.6	7.1	9.2	8.0	8.2	3.8	7.2

자료: 애경산업, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 애경산업 Valuation Table (원)

구분	내용 비교
12MF EPS	2,021
Target PER(배)	13 업종 평균에 30% 할인 적용
적정 주가	25,466
목표 주가	25,000
현재 주가	17,260
상승 여력(%)	44.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

애경산업 (018250)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	610	669	734	791
매출원가	342	354	386	414
매출총이익	268	315	348	377
판매비와관리비	229	253	277	299
조정영업이익	39	62	71	78
영업이익	39	62	71	78
비영업손익	-16	-3	-2	-1
금융손익	3	4	5	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	59	69	77
계속사업법인세비용	6	12	16	18
계속사업이익	17	48	53	59
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	17	48	53	59
지배주주	17	48	53	59
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	22	48	53	59
지배주주	22	48	53	59
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	54	78	88	95
FCF	12	35	45	62
EBITDA 마진율 (%)	8.9	11.7	12.0	12.0
영업이익률 (%)	6.4	9.3	9.7	9.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	7.2	7.2	7.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	276	287	336	403
현금 및 현금성자산	120	124	154	207
매출채권 및 기타채권	53	56	63	67
재고자산	79	83	93	100
기타유동자산	24	24	26	29
비유동자산	207	218	226	222
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	141	149	154	150
무형자산	18	18	20	19
자산총계	483	505	562	625
유동부채	117	104	115	124
매입채무 및 기타채무	62	66	73	79
단기금융부채	24	6	6	6
기타유동부채	31	32	36	39
비유동부채	7	7	7	7
장기금융부채	5	5	5	5
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	124	111	123	132
지배주주지분	358	395	439	494
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	143	143	143	143
이익잉여금	198	238	283	334
비지배주주지분	1	0	0	0
자본총계	359	395	439	494

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	34	58	65	72
당기순이익	17	48	53	59
비현금수익비용가감	44	24	28	27
유형자산감가상각비	13	14	15	14
무형자산상각비	2	2	3	2
기타	29	8	10	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	-7	-5	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-2	-6	-5
재고자산 감소(증가)	-4	-5	-10	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	2	5	4
법인세납부	-6	-11	-16	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-32	-34	-27	-14
유형자산처분(취득)	-22	-24	-20	-10
무형자산감소(증가)	-1	-3	-4	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-5	-1	-3	-2
기타투자활동	-4	-6	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	16	-23	-8	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	25	-18	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	0	-8	-8
기타재무활동	-4	-5	0	3
현금의 증가	14	4	30	53
기초현금	106	120	124	154
기말현금	120	124	154	207

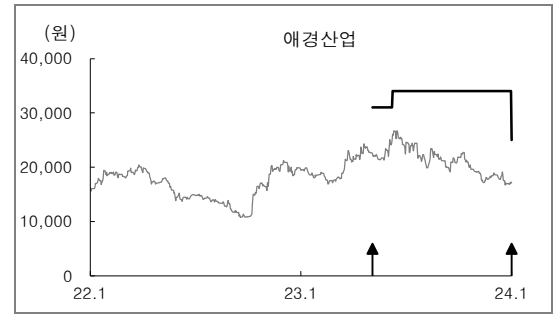
자료: 애경산업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	33.3	10.3	8.6	7.7
P/CF (x)	9.1	6.9	5.7	5.3
P/B (x)	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	8.1	4.6	3.3	2.5
EPS (원)	627	1,814	2,007	2,249
CFPS (원)	2,298	2,716	3,048	3,265
BPS (원)	13,795	15,311	17,016	19,075
DPS (원)	310	310	310	310
배당성향 (%)	48.7	16.7	15.1	13.5
배당수익률 (%)	1.5	1.7	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	6.4	9.6	9.7	7.8
EBITDA증가율 (%)	37.1	43.6	12.9	7.6
조정영업이익증가율 (%)	60.1	58.7	14.1	10.8
EPS증가율 (%)	5.3	189.4	10.6	12.0
매출채권 회전율 (회)	12.3	12.7	12.9	12.6
재고자산 회전율 (회)	7.7	8.3	8.3	8.2
매입채무 회전율 (회)	8.1	8.6	8.6	8.4
ROA (%)	3.6	9.7	9.9	10.0
ROE (%)	4.7	12.7	12.7	12.7
ROIC (%)	12.2	20.7	20.5	22.2
부채비율 (%)	34.4	28.1	27.9	26.6
유동비율 (%)	235.6	276.5	291.3	325.0
순차입금/자기자본 (%)	-31.0	-34.0	-37.9	-44.8
조정영업이익/금융비용 (x)	145.7	101.5	136.9	150.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
애경산업 (018250)				
2024.01.29	매수	25,000	-	-
2023.07.04	매수	34,000	-38.28	-21.47
2023.05.30	매수	31,000	-27.62	-19.03



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.