



# 애경산업 (018250)

행복한 고민

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 35,000원

현재 주가(11/6)	21,550원
상승여력	▲62.4%
시가총액	5,691억원
발행주식수	26,410천주
52 주 최고가 / 최저가	26,700 / 13,550원
90 일 일평균 거래대금	29.86억원
외국인 지분율	5.6%

주주 구성	
AK홀딩스 (외 12인)	63.4%
자사주 (외 1인)	2.7%
애경산업우리사주 (외 1인)	2.4%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.1	-10.0	-2.9	43.7
상대수익률(KOSPI)	4.2	-6.2	-3.0	37.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	574	610	675	746
영업이익	24	39	64	75
EBITDA	40	54	81	92
지배주주순이익	16	17	44	50
EPS	595	627	1,664	1,902
순차입금	-118	-111	-131	-160
PER	31.9	33.3	13.0	11.3
PBR	1.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.7	8.1	5.4	4.5
배당수익률	1.1	1.5	1.9	1.9
ROE	4.6	4.7	11.6	12.0

## 주가 추이



## 기대치를 상회한 3분기

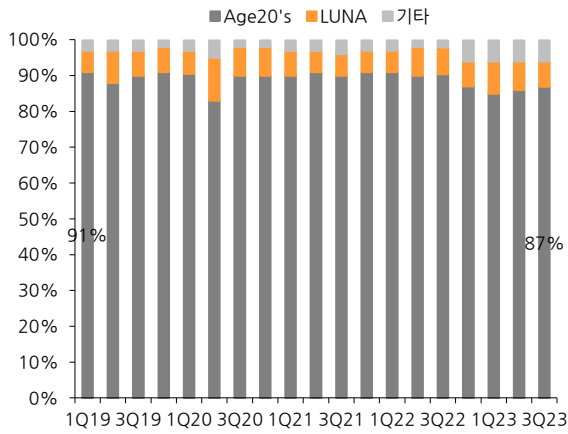
2023년 3분기 애경산업의 연결 매출액은 1,739억원(+7.6% YoY, +7.3% QoQ), 영업이익은 184억원(+20.5% YoY, +10.9% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 183억원에 부합하였으나 컨센서스 영업이익 174 억원은 소폭 상회했다.

**[화장품]** 1) 소비 위축 및 다수의 로컬 경쟁 브랜드 등장에도 중국 매출은 +5% YoY로 선방했으나 현지화 전략으로 브랜드 재정비에 나선 동남아 수출 매출이 전년 수준에 그치며 해외 매출액은 +3% YoY에 불과했다. 반면 2) 내수는 채널 효율화로 홈쇼핑 매출액은 -8% YoY 감소하였으나 온라인 매출액이 +40% YoY 성장하며 내수 매출액은 +26% YoY 성장했다. 지난 2022년 3분기 시장 불확실성 확대로 전략 적 비용 지출이 일시 중단되었던 영향으로 화장품 분기 영업이익률이 15.8%에 달했다. 올해는 리오프닝으로 마케팅비가 정상 집행되며 영업 이익률은 2.0%p YoY 하락하였으나 2021년 3분기 대비로는 3.1%p 개 선된 수준이다. **[생활용품]** 3) 중국 매출이 역신장한 영향으로 해외 매 출액이 -2% YoY 하락하였으나 프리미엄 브랜드 매출 호조로 내수 매 출액은 +8% YoY 성장하며 생활용품 매출액은 +7% YoY, 원가 안정 화, 믹스 개선으로 영업이익률은 2.8%p YoY 개선되었다.

## 시선 강탈 생활용품, 행복한 고민

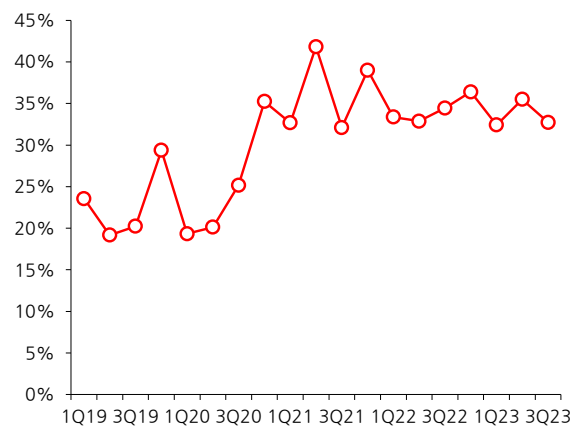
2023년 1~3분기 누적 생활용품 영업이익은 +212.9% YoY 증가했다. 물론 같은 기간 화장품 영업이익도 +35.3% YoY 증가하였으나 생활용 품의 큰 폭의 이익 개선에 가려졌다. 화장품 해외 매출액 중 80% 이상 을 차지하는 중국 매출 회복은 더뒀고 화장품 매출액의 87%를 차지하 는 'Age 20's'의 높은 브랜드 의존도도 부담 요인으로 작용해 섹터 내 에서 소외되었다. 하지만 내수 화장품 채널 재편(홈쇼핑→온라인)이 성 공적인 성과를 거두고 있는 점, 인바운드 회복으로 화장품 면세 매출이 회복세를 보이고 있는 점, 생활용품 수익 구조 개선이 이어지고 있는 점은 긍정적이다. 또한 'LUNA' 제품 라인업 보강을 통한 내수 온라인 및 H&B 채널에서의 성장 확대, 중국 내 온오프라인 채널 다각화, 현 지화 전략을 통한 동남아 지역으로의 화장품, 생활용품 수출 확대 가능 성도 높다.

[그림1] 애경산업 브랜드별 매출 비중



자료: 애경산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 애경산업 전체 해외 매출 비중 추이



자료: 애경산업, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 애경산업 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>140</b>	<b>142</b>	<b>162</b>	<b>167</b>	<b>157</b>	<b>162</b>	<b>174</b>	<b>182</b>	<b>610</b>	<b>675</b>	<b>746</b>
화장품	49	50	55	65	59	61	60	73	220	253	292
홈쇼핑	7	9	7	10	9	5	6	7	33	27	26
해외	35	34	41	46	39	43	42	53	155	177	206
기타	7	8	8	10	11	12	12	14	32	49	60
생활용품	91	91	107	102	98	101	114	109	391	422	454
Home Care	36	40	42	42	38	39	41	43	160	161	167
Personal Care	44	47	51	52	51	55	59	58	194	223	247
기타	10	5	14	8	9	7	14	8	37	37	40
<b>YoY</b>	<b>3.4%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.5%</b>
화장품	-1.2%	-17.5%	9.4%	7.6%	19.5%	21.1%	9.2%	12.6%	-0.9%	15.2%	15.3%
홈쇼핑	-22.0%	-1.0%	-18.0%	24.2%	19.5%	-39.5%	-8.0%	-30.9%	-5.0%	-17.4%	-4.5%
해외	0.2%	-26.3%	12.4%	-4.6%	11.0%	28.3%	3.3%	15.8%	-5.9%	14.2%	16.2%
기타	25.7%	23.8%	27.6%	101.8%	62.1%	61.5%	55.1%	40.9%	42.1%	53.8%	22.6%
생활용품	6.0%	11.6%	11.8%	13.9%	8.4%	10.6%	6.8%	6.4%	10.9%	8.0%	7.6%
Home Care	6.0%	17.0%	3.8%	-2.7%	5.7%	-2.0%	-1.4%	2.0%	5.4%	0.9%	3.5%
Personal Care	6.0%	7.4%	30.9%	21.0%	15.1%	17.1%	15.7%	11.8%	16.0%	14.8%	10.8%
기타	6.0%	11.6%	-14.5%	127.8%	-11.3%	54.8%	-1.4%	-5.1%	9.8%	2.1%	6.0%
<b>영업이익</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>39</b>	<b>64</b>	<b>75</b>
화장품	7	4	9	9	9	10	8	10	28	37	43
생활용품	1	0	7	3	7	7	10	4	11	28	32
<b>YoY</b>	<b>2.0%</b>	<b>-27.8%</b>	<b>145.6%</b>	<b>150.8%</b>	<b>96.8%</b>	<b>295.4%</b>	<b>20.5%</b>	<b>18.5%</b>	<b>60.1%</b>	<b>64.7%</b>	<b>16.3%</b>
화장품	-0.7%	-54.9%	61.6%	12.8%	27.0%	135.4%	-5.1%	14.2%	-2.5%	28.8%	17.1%
생활용품	23.5%	흑전	712.8%	흑전	581.0%	7,793.1%	54.9%	31.0%	흑전	161.5%	15.3%
<b>영업이익률</b>	<b>5.6%</b>	<b>3.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.4%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.0%</b>
화장품	14.0%	8.1%	15.8%	13.5%	14.8%	15.8%	13.8%	13.7%	13.0%	14.5%	14.7%
생활용품	1.1%	0.1%	6.1%	2.9%	6.8%	6.8%	8.9%	3.6%	2.7%	6.5%	7.0%

자료: 애경산업, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	588	574	610	675	746
매출총이익	258	243	268	313	342
영업이익	22	24	39	64	75
EBITDA	36	40	54	81	92
순이자손익	0	1	3	3	3
외화관련손익	-2	4	-3	1	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	13	20	23	56	66
당기순이익	11	16	17	44	50
지배주주순이익	11	16	17	44	50
증가율(%)					
매출액	-16.1	-2.4	6.4	10.6	10.5
영업이익	-63.1	9.0	60.1	64.7	16.3
EBITDA	-50.7	9.2	37.1	49.4	13.4
순이익	-72.5	37.2	6.1	161.0	13.9
이익률(%)					
매출총이익률	43.8	42.3	44.0	46.4	45.9
영업이익률	3.8	4.2	6.4	9.5	10.0
EBITDA 이익률	6.2	6.9	8.9	12.0	12.3
세전이익률	2.2	3.6	3.7	8.3	8.9
순이익률	1.9	2.7	2.7	6.5	6.7

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	19	48	34	51	60
당기순이익	11	16	17	44	50
자산상각비	14	15	15	17	17
운전자본증감	-20	2	-23	-10	-7
매출채권 감소(증가)	3	13	-5	-6	-7
재고자산 감소(증가)	-1	-5	-4	-11	-11
매입채무 증가(감소)	-20	4	-6	7	9
투자현금흐름	-42	-24	-32	-24	-23
유형자산처분(취득)	-42	-7	-22	-20	-19
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	-15	-4	-1	-1
재무현금흐름	-8	-19	16	-13	-17
차입금의 증가(감소)	10	-14	21	-5	-9
자본의 증가(감소)	-18	-5	-5	-8	-8
배당금의 지급	-12	-5	-5	-8	-8
총현금흐름	45	50	61	60	67
(-)운전자본증감(감소)	6	-3	-25	10	7
(-)설비투자	42	18	22	20	19
(+)자산매각	-2	10	0	-1	-1
Free Cash Flow	-5	45	63	29	40
(-)기타투자	12	1	53	2	2
잉여현금	-17	43	9	28	38
NOPLAT	19	19	29	50	56
(+) Dep	14	15	15	17	17
(-)운전자본투자	6	-3	-25	10	7
(-)Capex	42	18	22	20	19
OpFCF	-15	19	46	37	47

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	246	262	276	307	346
현금성자산	101	122	140	154	175
매출채권	62	57	54	60	67
재고자산	80	80	79	90	101
비유동자산	188	170	207	213	218
투자자산	47	39	49	51	53
유형자산	133	125	141	146	150
무형자산	8	6	18	17	16
자산총계	434	431	483	521	564
유동부채	86	75	117	123	126
매입채무	70	67	74	81	90
유동성이자부채	11	2	24	22	15
비유동부채	15	10	7	3	2
비유동이자부채	4	1	5	1	0
부채총계	101	85	124	126	128
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	143	143	143	143	143
이익잉여금	169	182	198	234	275
자본조정	-6	-5	-10	-10	-10
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
자본총계	333	346	359	394	436

### 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	434	595	627	1,664	1,902
BPS	12,610	13,110	13,568	14,912	16,492
DPS	200	200	310	400	400
CFPS	1,706	1,894	2,298	2,291	2,540
ROA(%)	2.6	3.6	3.6	8.7	9.2
ROE(%)	3.4	4.6	4.7	11.6	12.0
ROIC(%)	8.5	8.0	12.2	19.7	21.0
Multiples(x, %)					
PER	56.5	31.9	33.3	13.0	11.3
PBR	1.9	1.4	1.5	1.4	1.3
PSR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
PCR	14.4	10.0	9.1	9.4	8.5
EV/EBITDA	15.5	9.7	8.1	5.4	4.5
배당수익률	0.8	1.1	1.5	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	30.5	24.6	34.4	32.0	29.3
Net debt/Equity	-25.9	-34.1	-31.0	-33.1	-36.7
Net debt/EBITDA	-238.3	-298.5	-204.9	-161.3	-174.4
유동비율	286.6	349.3	235.6	250.2	274.6
이자보상배율(배)	91.6	65.4	145.7	96.3	171.8
자산구조(%)					
투하자본	62.4	58.5	56.5	56.1	54.6
현금+투자자산	37.6	41.5	43.5	43.9	45.4
자본구조(%)					
차입금	4.1	1.0	7.4	5.6	3.3
자기자본	95.9	99.0	92.6	94.4	96.7

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2023년 11월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 애경산업 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2023.05.12	2023.05.12	2023.06.28	2023.08.14	2023.11.07	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	한유정	31,000	31,000	35,000	35,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.12	Buy	31,000	-23.75	-13.87
2023.08.14	Buy	35,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%