



# 애경산업 (018250)

체질 개선과 함께 안정적인 실적 성장



► Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 35,000원

현재 주가(1/26)	17,260 원
상승여력	▲102.8%
시가총액	4,558 억원
발행주식수	26,410 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,700 / 16,720 원
90 일 일평균 거래대금	12.85 억원
외국인 지분율	5.1%
주주 구성	
AK홀딩스 (외 11 인)	63.4%
자사주 (외 1 인)	2.7%
애경산업우리사주 (외 1 인)	2.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.6	-22.1	-28.2	-13.3
상대수익률(KOSPI)	-2.6	-26.7	-21.9	-15.0
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	610	669	731	791
영업이익	39	62	72	81
EBITDA	54	79	89	98
지배주주순이익	17	48	53	60
EPS	627	1,819	2,020	2,303
순차입금	-111	-138	-173	-213
PER	33.3	9.9	8.5	7.5
PBR	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	4.3	3.2	2.5
배당수익률	1.5	2.2	2.3	2.3
ROE	4.7	12.6	12.6	12.9

## 주가 추이



## 기대치를 하회한 4분기

2023년 4분기 애경산업의 연결 매출액은 1,758억원(+5.2% YoY, +1.1% QoQ), 영업이익은 116억원(-1.5% YoY, -36.8% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 140억원, 컨센서스 영업이익 135억원을 하회했다.

**[화장품]** 1) 채널 구조 개편으로 홈쇼핑 매출액이 전년 동기 대비 35% 하락하였으나 2) 온라인, H&B 그리고 다이소 매출 성장으로 홈쇼핑 외 채널 매출액은 전년 동기 대비 23% 성장했다. 3) 중국과 중국외 지역에서 고른 성장세를 시현하며 해외 매출액은 전년 동기 대비 16% 성장했다. **[생활용품]** 4) 위생용품, 선물세트 등의 기타 매출이 전년 동기 대비 23% 하락하였으나 5) 수익성이 좋은 퍼스널 케어 매출액은 전년 동기 대비 8% 성장하여 생활용품 매출 성장을 견인했다.

판관비가 전년 동기 대비 11% 증가하며 판관비율이 2.2%p 상승하였는데 이는 2018년 이후 5년 만의 성과급(약 20억원 추정) 지급 영향, 생활용품 프리미엄 브랜드 마케팅비 확대 영향이다.

## 체질 개선과 함께 안정적인 실적 성장

2024년 매출액은 7,313억원(+9.3% YoY), 영업이익은 723억원 (+16.7% YoY)으로 추정한다. 2023년 드라마틱한 개선세가 나타난 생활용품 사업부(OPM 2022년 2.7%→2023년 6.1%)의 수익성 개선 속도는 다소 안정화될 전망이나 프리미엄 라인 확대와 카테고리 믹스 개선으로 장기적으로는 8~9% 수준까지 개선되어갈 것으로 기대한다. 또한 화장품 내수 매출액 중 55%(2017년)에 달했던 홈쇼핑 매출 비중은 2023년 이후로는 30% 미만으로 하락하며 점차 존재감이 약화될 전망이다. Age 20's 브랜드 내 수평적 제품 확장과 2023년 4분기 지연되었던 LUNA 신제품 출시 재개로 내수 홈쇼핑 외 매출액은 23%, 해외 매출액은 17% 성장할 것으로 추정한다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 35,000원 유지

현재 주가와 목표주가 간의 괴리가 상당하나 목표주가 하향 조정의 요인은 없다. 애경산업 주가 약세 원인은 안정성보다 성장성이 주목받는 화장품 섹터에서 더딘 외형 성장이 이어지고 있기 때문이라 판단한다. 홈쇼핑 매출 축소 영향은 일단락 되어가며 중국은 온오프라인 채널 다각화, 생활용품 수출 확대로 성장을 도모할 전망이다.

[표1] 애경산업 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	157	162	174	176	171	178	190	193	669	731	791
화장품	59	61	60	71	65	73	69	82	251	289	328
내수	20	17	19	19	20	20	21	22	75	83	92
홈쇼핑	9	5	6	6	7	5	6	6	27	23	22
홈쇼핑 외	11	12	13	13	13	15	15	16	49	60	70
해외	39	44	41	52	45	53	48	60	176	206	235
생활용품	98	101	114	104	106	105	120	111	418	442	463
내수	86	87	98	89	93	90	104	94	361	381	398
해외	12	14	15	16	13	15	17	17	57	61	65
YoY	12.3%	14.3%	7.6%	5.2%	8.7%	9.6%	9.1%	9.9%	9.6%	9.3%	8.1%
화장품	19.5%	21.1%	9.2%	9.7%	10.4%	19.0%	15.1%	15.1%	14.4%	15.0%	13.4%
내수	40.4%	4.1%	32.6%	-4.9%	-0.1%	14.7%	11.4%	15.3%	15.4%	10.1%	11.2%
홈쇼핑	19.5%	-39.5%	-8.0%	-34.8%	-25.7%	-7.8%	-6.5%	-4.5%	-18.5%	-12.6%	-5.0%
홈쇼핑 외	62.8%	56.0%	68.0%	23.0%	20.0%	25.0%	20.0%	25.0%	49.6%	22.5%	17.6%
해외	10.9%	29.5%	1.0%	16.3%	15.9%	20.8%	16.7%	15.0%	13.9%	17.0%	14.3%
생활용품	8.4%	10.6%	6.8%	2.3%	7.7%	3.9%	5.9%	6.4%	6.9%	6.0%	4.7%
내수	8.1%	11.5%	7.7%	2.0%	8.0%	3.3%	5.4%	6.0%	7.2%	5.7%	4.3%
해외	11.1%	5.2%	1.3%	4.3%	5.4%	7.4%	9.0%	8.4%	5.1%	7.7%	6.9%
<b>매출액 비중</b>											
화장품	37.3%	37.7%	34.6%	40.6%	37.9%	41.0%	36.5%	42.5%	37.6%	39.5%	41.4%
내수	12.7%	10.7%	10.8%	11.0%	11.7%	11.2%	11.1%	11.5%	11.3%	11.4%	11.7%
홈쇼핑	5.6%	3.4%	3.5%	3.6%	3.8%	2.9%	3.0%	3.1%	4.0%	3.2%	2.8%
홈쇼핑 외	7.1%	7.4%	7.3%	7.3%	7.9%	8.4%	8.1%	8.4%	7.3%	8.2%	8.9%
해외	24.6%	27.0%	23.8%	29.6%	26.2%	29.7%	25.4%	31.0%	26.3%	28.1%	29.7%
생활용품	62.7%	62.3%	65.4%	59.4%	62.1%	59.0%	63.5%	57.5%	62.4%	60.5%	58.6%
내수	54.9%	53.8%	56.6%	50.5%	54.6%	50.7%	54.7%	48.7%	53.9%	52.1%	50.3%
해외	7.7%	8.5%	8.8%	8.9%	7.5%	8.3%	8.8%	8.8%	8.5%	8.4%	8.3%
<b>영업이익</b>	15	17	18	12	17	19	20	15	62	72	81
화장품	9	10	8	10	10	12	10	11	36	43	49
생활용품	7	7	10	2	8	7	11	4	26	30	32
YoY	96.8%	295.4%	20.5%	-1.5%	13.4%	14.9%	11.2%	32.5%	58.7%	16.7%	12.2%
화장품	27.0%	135.4%	-5.1%	11.1%	11.7%	20.7%	17.0%	17.6%	27.8%	16.9%	14.6%
생활용품	581.0%	7,793.1%	54.9%	-38.5%	15.6%	6.9%	6.4%	111.8%	141.8%	16.5%	8.7%
<b>영업이익률</b>	9.8%	10.2%	10.6%	6.6%	10.2%	10.7%	10.8%	8.0%	9.3%	9.9%	10.3%
화장품	14.8%	15.8%	13.8%	13.7%	15.0%	16.0%	14.0%	14.0%	14.5%	14.7%	14.9%
생활용품	6.8%	6.8%	8.9%	1.8%	7.3%	7.0%	8.9%	3.5%	6.1%	6.7%	7.0%

자료: 애경산업, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E	12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	574	610	669	731	791	유동자산	262	276	312	354	414
매출총이익	243	268	315	341	364	현금성자산	122	140	164	191	237
영업이익	24	39	62	72	81	매출채권	57	54	58	63	69
EBITDA	40	54	79	89	98	재고자산	80	79	87	96	105
순이자순익	1	3	3	3	3	비유동자산	170	207	213	218	222
외화관련손익	4	-3	1	2	1	투자자산	39	49	51	53	55
지분법손익	0	0	0	0	0	유형자산	125	141	146	150	152
세전계속사업손익	20	23	59	70	80	무형자산	6	18	17	16	15
당기순이익	16	17	48	53	60	자산총계	431	483	526	572	636
지배주주순이익	16	17	48	53	60	유동부채	75	117	120	122	134
증가율(%)						매입채무	67	74	78	86	93
매출액	-2.4	6.4	9.6	9.3	8.1	유동성이자부채	2	24	22	15	19
영업이익	9.0	60.1	58.7	16.7	12.2	비유동부채	10	7	7	7	9
EBITDA	9.2	37.1	45.0	13.6	10.1	비유동이자부채	1	5	4	3	5
순이익	37.2	6.1	184.9	10.5	14.0	부채총계	85	124	127	128	143
이익률(%)						자본금	26	26	26	26	26
매출총이익률	42.3	44.0	47.1	46.6	46.0	자본잉여금	143	143	143	143	143
영업이익률	4.2	6.4	9.3	9.9	10.3	이익잉여금	182	198	238	283	332
EBITDA 이익률	6.9	8.9	11.8	12.2	12.4	자본조정	-5	-10	-10	-10	-10
세전이익률	3.6	3.7	8.8	9.6	10.1	자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
순이익률	2.7	2.7	7.1	7.2	7.6	자본총계	346	359	399	443	493
<b>현금흐름표</b>											
(단위: 십억 원)											
12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E	주요지표	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	48	34	58	64	72	주당지표					
당기순이익	16	17	48	53	60	EPS	595	627	1,819	2,020	2,303
자산상각비	15	15	17	17	17	BPS	13,110	13,568	15,066	16,763	18,651
운전자본증감	2	-23	-8	-6	-6	DPS	200	310	400	400	400
매출채권 감소(증가)	13	-5	-4	-6	-6	CFPS	1,894	2,298	2,495	2,659	2,948
재고자산 감소(증가)	-5	-4	-8	-9	-8	ROA(%)	3.6	3.6	9.5	9.6	10.0
매입채무 증가(감소)	4	-6	4	8	8	ROE(%)	4.6	4.7	12.6	12.6	12.9
투자현금흐름	-24	-32	-24	-23	-22	ROIC(%)	8.0	12.2	19.8	20.6	22.3
유형자산처분(취득)	-7	-22	-20	-19	-18	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1	PER	31.9	33.3	9.9	8.5	7.5
투자자산 감소(증가)	-15	-4	-1	-1	-1	PBR	1.4	1.5	1.2	1.0	0.9
재무현금흐름	-19	16	-11	-15	-5	PSR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
차입금의 증가(감소)	-14	21	-3	-7	6	PCR	10.0	9.1	7.2	6.5	5.9
자본의 증가(감소)	-5	-5	-8	-8	-10	EV/EBITDA	9.7	8.1	4.3	3.2	2.5
배당금의 지급	-5	-5	-8	-8	-10	배당수익률	1.1	1.5	2.2	2.3	2.3
총현금흐름	50	61	66	70	78	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-3	-25	8	6	6	부채비율	24.6	34.4	31.9	29.0	28.9
(-)설비투자	18	22	20	19	18	Net debt/Equity	-34.1	-31.0	-34.7	-38.9	-43.2
(+)자산매각	10	0	-1	-1	-1	Net debt/EBITDA	-298.5	-204.9	-175.9	-193.0	-216.3
Free Cash Flow	45	63	37	44	53	유동비율	349.3	235.6	259.9	290.8	309.4
(-)기타투자	1	53	2	2	2	이자보상배율(배)	65.4	145.7	92.1	144.1	151.3
잉여현금	43	9	35	42	51	자산구조(%)					
<b>NOPLAT</b>	19	29	50	54	61	투하자본	58.5	56.5	54.5	52.4	48.8
(+) Dep	15	15	17	17	17	현금+투자자산	41.5	43.5	45.5	47.6	51.2
(-)운전자본투자	-3	-25	8	6	6	자본구조(%)					
(-)Capex	18	22	20	19	18	차입금	1.0	7.4	6.1	4.0	4.7
OpFCF	19	46	39	46	54	자기자본	99.0	92.6	93.9	96.0	95.3

주: IFRS 연결 기준

## [ Compliance Notice ]

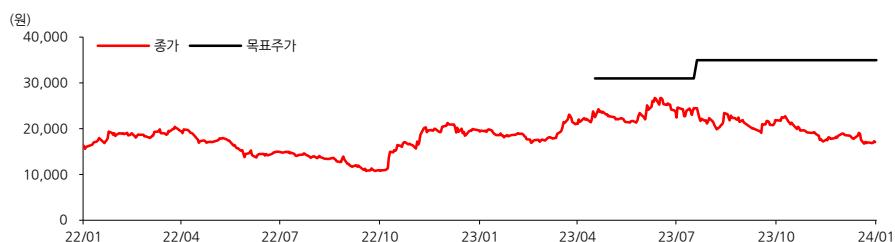
(공표일: 2024년 1월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유경, 이다연)

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

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 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 책임소재에 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	2024.01.29
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	
목표가격	31,000		31,000	35,000	35,000	35,000

## [ 목표주가 변동 내역별 고리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			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 12월 31일)

투자등급	매수	충립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%