

에이블씨엔씨 (078520)

Buy(maintain)

화장품

Analyst 양지혜

3779-8921

jhyang@etrade.co.kr



국내 NDR 후기

목표주가: 112,000원

현재주가: 86,900원

12월 18일 국내 기관투자자들을 대상으로 NDR 실시

에이블씨엔씨는 지난 12월 18일 화요일 국내 기관 투자자들과 미팅을 가졌다. 투자자들은 최근 제기되고 있는 에이블씨엔씨에 대한 우려 요인들(공정위의 화장품 가맹점 조사 실시 관련, 브랜드샵의 경쟁심화 여부 등)과 해외법인(중국, 일본 자회사) 실적 현황, 신제품 출시 계획, 배당정책 및 향후 보유현금 활용 방안 등에 관심을 나타냈다.

Key findings 1: 공정위 이슈 및 브랜드샵 경쟁강도, 우려할 만한 수준 아니다

현재 거리상으로 규제할 정도로 브랜드샵이 많지는 않은 상황이며, 가맹점주들의 이익도 좋은 편이어서 공정위 조사 및 규제가 실질적으로 업계에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단한다. 상위 브랜드샵 업체간 경쟁 강도는 강화된 반면 중소기업들은 상당수 약화된 것으로 파악되며, 상위 업체간의 경쟁도 각각 절대적으로 높은 매출 성장과 영업이익률이 유지되는 한에서 이루어지고 있어, 경쟁 심화에 대한 우려 또한 과도한 것으로 판단된다.

Key findings 2: 2013년에도 국내/해외 높은 성장세 지속될 전망

에이블씨엔씨는 지난 2008년부터 현재까지 연평균 30% 수준의 높은 매출성장률을 지속적으로 이어왔고, 향후에도 국내 소비 패턴의 구조적인 변화(Trading-down)와 해외 진출 확대(중국 및 일본, 매장/매대 및 온라인, 홈쇼핑, 드럭스토어 등 채널 확대)에 따른 고성장세가 지속될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 112,000원 유지

주요 화장품업체 현 주가가 '13년 기준 평균 23배임을 감안할 때, 에이블씨엔씨의 높은 성장성 대비 현재 밸류에이션('13년 기준 PER 16배)은 충분히 매력적이라는 판단이다. 따라서 투자의견 매수와 목표주가 112,000원('13년 예상 EPS 5,294원에 목표수수 20배 적용)을 유지한다.

Stock Data

KOSPI(12/12/20)	1,999.50pt
시가총액	883십억원
발행주식수	10,339천주
52주 최고가/최저가	98,100/26,700원
60D 일평균 거래대금	12십억원
외국인 지분율	31.93%
배당수익률(11.12E)	0.5%
BPS(11.12E)	15,015원

주주구성

서명필 외 3인	29.28%
국민연금관리공단	6.58%

Stock Data



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(단위)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2010	242	29	31	23	2,263	31.2	34	10.4	5.9	2.7	31.2
2011	306	34	36	28	2,693	19.0	39	9.9	5.2	2.4	27.4
2012E	424	55	58	43	4,124	53.2	60	20.7	13.2	5.7	31.7
2013E	511	67	72	55	5,294	28.4	75	16.1	10.0	4.3	30.5
2014E	618	84	90	68	6,582	24.4	92	13.0	7.6	3.3	28.9

자료: 이트레이드증권 리서치본부

에이블씨엔씨 NDR 주요 Q&A

1. 실적 가이드نس

<2012년>

연초 가이드نس 매출액 3,600억원 영업이익률 12%

현재 가이드نس 매출액 4,200억원, 영업이익률 12.5% ~13% 수준 예상

연결기준으로는 해외 자회사 실적이 매출액 300억원, 이익 20억원 플러스 효과를 보일 것

연결기준 매출액 4,500억원 수준 예상

<2013년>

매출액 5000억원 20% 성장 목표, 영업이익률 12%, 연결기준 매출액 5,400억원 예상

향후 중장기적으로(4~5년 후) 매출액 1조원 달성을 목표로 하고 있음

매출액이 고성장하는데 가이드نس 상 이익률이 감소('12년 13% -> '13년 12%)하는 이유는?

매출액 대비(이익률)의 1~2% 정도는 광고판촉을 위한 여분의 예비비로 잡아놓음

2013년 기고에 대한 부담을 감안, 광고판촉비를 예비로 축적해 놓음

전사적으로 "성장"에 Focus, 브랜드력 향상을 위해 투자하는 차원에서 광고판촉비를 집행 중

2. 채널 비중 및 매장 수 추이

: 매장(직영, 가맹)을 통한 매출 82%, 온라인 비중 11%(회원수 백만명 이상, 커뮤니티 활성화 등 가지고 있는 데이터베이스의 가치도 매우 크다), 수출 7~8% 25개 국가에 진출 중
참고로, 매장 매출비중 82% 내 10%가 해외 관광객의 구매(중국, 일본 등)

2012년 11월 말 기준 총 매장 수 610개(직영점 365개, 가맹점 265개), 직영점 중 마트 100개, 지하철 200개 포함. 현재 가맹만이 늘어나는 것은 아님, 직영과 가맹 비슷한 속도로 확대 중, 회사는 가맹을 수익성에서 선호하나 직영 형태로만 출점 가능한 마트도 경쟁사 대비 아직 비중이 낮아 향후 확대될 가능성 높음.

2012년 최종 매장 수 620개 예상, 2013년 720개까지 확대될 예정

3. 해외 법인 실적 현황

<일본법인>

일본 2011년 22개 직영매장(일본 매출의 40% 직영 매장, 나머지 홀세일, 드럭스토어, 홈쇼핑) 매출액 280억원 순이익 16억원 달성

2012년 28개 직영매장 매출액 300억원, 순이익 10억원 달성

2011년까지 매장보다는 홀세일러, 온라인, 통신판매에 집중하였으나, 2012년부터 직영 매장을 적극 확대, 하반기부터 동방신기 모델로 활용, 비용 집행으로 지난해 대비 이익 감소할 전망, 2013년 매장 효율화에 따른 실적 회복이 관건

<중국법인>

중국 400여개 매장(멀티브랜드샵 매대정도), 에이젠트를 통해 공급

2011년 매출액 130억원, 7억원 적자

연초 2012년 가이던스 매출액 150억원, BEP 전환 목표

그러나 실제 2012년 매출액 180억원, 순이익 10억원 이상 충분히 달성 가능할 전망

2012년부터 인터넷, 홈쇼핑, 드럭스토어 채널을 강화하고자 했는데 하반기 인터넷(타오바오 등) 쪽에서 매출이 잘 나오고 있음. 현재 홈쇼핑도 런칭 준비 중. 중국 내 드럭스토어도 Contact 중, 현재 중국 내 미사에 대한 브랜드 인지도 빠르게 올라가고 있는 상황

결론적으로 2013년에는 일본보다는 중국 쪽의 성장률이 높을 전망

현재는 중국에서 판매되는 제품 가격이 70% 정도 국내보다 높은 편이지만 온라인, 홈쇼핑, 드럭스토어 채널 내 핵심 아이템(비비크림, 마스크라, 기초 제품) 중심으로 빠르게 확산되어 매출 규모가 커지게 되면, 현지 생산기지를 가지고 있는 OEM 업체를 활용할 수 있을 것

인터넷 채널에서 핵심 아이템 중심으로 움직이면서 SKU 효율성도 높아지고 과거보다 판매가 조정 폭도 생기고 있음. 조정 폭을 프로모션으로 활용하기도 하면서 선순환구조로 매출이 많이 올라옴. 무엇보다 국내에서의 미사 브랜드력 상승이 해외 진출에도 유리하게 작용하고 있음

4. 공정위 가맹점 조사 관련

현재 거리상으로 규제할 정도로 브랜드샵이 많지 않은 상황, 점주와의 계약 내용 또한 화장품 업체도 이익 좋지만, 가맹점주들의 이익도 좋은 편, 무엇보다 미사는 다른 브랜드샵 대비 가맹점 비중이 높지 않음(미사 직영: 가맹 = 7:3). 현재 직영으로만 운영되는 마트(할인점)도 상당히 확대되고 있음. 한편 기존 상위 브랜드샵업체 입장에서는 주요 상권에서 출점이 상당수 이루어져있고 만약 공정위 규제가 실시될 경우 신규 업체들의 진입을 어렵게 할 수 있어, 오히려 공정위 규제가 기득권을 위한 정책이냐는 식으로 반발이 나올 수 있음. 따라서 결론적으로 공정위 조사 및 규제, 현실적으로 미치는 영향, 크지 않다고 보고 있음

점포간의 거리를 내부적으로 제한하고 있지는 않음. 거리보다는 상권 별로 추정 매출액과 임차료, 제반비용 기준으로 가맹점주의 수익을 추정하여 출점 여부를 결정함. 보통 가맹점주들이 출점하고 싶은 지역을 선정해 가지고 옴. 그리고 회사 측에서 수익 추정을 해서 이익 보장되는 수준 한에서 출점 여부를 결정함.

5. 브랜드샵 경쟁강도 및 향후 고성장 지속 가능 여부

과거보다는 대기업 간의 경쟁강도는 강화, 반면의 중소기업체는 상당수 약화된 것으로 파악됨. 오히려 신규 진입장벽이 높아지고 있어서 향후 2~3년간 상위 브랜드샵들은 성장을 할 수 있는 기회를 잡았다고 생각함. 이 시기에 에이블씨엔씨는 멀티브랜드 회사로 성장하기 위한 계기로 삼아야 할 것으로 생각하고 있음.

과거에는 LG생활건강과 아모레퍼시픽이 브랜드샵 채널에 대해 소극적으로 대응해 왔다면, 최근에는 성장에 중점을 두고 적극적으로 대응하고 있음, 결국 20% 성장이나 40% 성장이나에 대한 상위업체간의 경쟁. 그러나 현재 경쟁은 절대적으로 높은 매출 성장과 두 자릿수의 영업이익률이 유지되는 한에서 이루어지고 있어 경쟁 심화에 대한 우려는 과도한 것으로 판단.

우리나라 화장품 시장은 여전히 비균형적인 시장(고가 대 중저가 비중이 6:4), 아직까지 중저가 시장 늘어갈 여지가 남아있다고 판단. 저성장 시대에 진입하면서 소비 패턴의 Trading-down 또한 지속될 것이며 당분간 저가 시장의 성장률이 고가보다 높을 것으로 판단.

6. 드럭스토어(H&B샵)의 성장이 브랜드샵에 미치는 영향

빅유통회사들의 진출 시도, 그러나 지금 당장 시장 구도를 바꾸지는 못할 것. 기존 화장품업계 강자인 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 브랜드샵 채널을 강화하고 있는데, 아무리 대형 유통 채널이 들어올려고해도 아직은 쉽지 않을 것.

현 시점에서 드럭스토어와의 경쟁관계는 저가보다는 중가 브랜드 채널 간의 강도를 심화시킬 것으로 판단됨. 저가 브랜드샵 업체들은 현재 원브랜드샵의 성장성과 수익성을 더 높게 보기 때문에 드럭스토어에 입점하고 있지 않음.

그러나 분명 향후 4~5년 후 유통 구조가 변화하게 될 수 있음을 감안해, 유통 변화에 대응력이 높은 형태로 에이블씨엔씨 또한 변화해나갈 것을 준비하고 있음(브랜드력 강화, 멀티 브랜드화 등).

7. 신제품 출시 계획

신제품 출시는 제품 포트폴리오의 균형 차원에서 이루어짐. 물론 2012년 기초 부문을 강화하는 과정에서 출시된 신제품이 폭발적으로 성과가 좋았으나, 기본적으로 브랜드 운영은 포트폴리오를 균형적으로 구축하는데 중점을 둠.

미샤 브랜드에만 SKU 1,000여개 운영, 이 중 100개 정도가 신제품(리뉴얼까지 포함)이며 집중해서 광고하는 제품이 10개 정도, 강조하게 될 신제품 기준으로 2013년 상반기 아직 기초 부분 보다 확대될 필요가 있다고 보고 기초 2개 정도 신제품 출시 계획, 그 밖에 그 동안 시도하지 않았던 부분을 새롭게 도전해 볼 것임

8. 향후 보유현금 활용 방안

2012년 말 현금보유 900~1000억원 수준 예상, 향후 2~3년 내 1,500억원까지 늘어날 수 있음. 현재는 경기 상황을 보수적으로 판단, 중장기적으로 가능한 효율적으로 쓰고자 함. 2012년에도 지난 몇 년간의 배당정책(주식배당과 현금배당)을 유지할 계획, 현금배당은 작년보다 조금 많은 정도(주당 500~600원) 예상됨

[표1] 에이블씨엔씨 별도 실적추정

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	2012F
매출액	54.4	62.6	82.7	105.9	305.6	81.9	87.9	116.0	138.2	424.0
%yoy	16%	18%	30%	33%	26%	51%	40%	40%	31%	39%
Online	4.4	4.5	6.9	11.1	26.9	10.3	9.1	12.9	16.6	48.9
가맹점	9.1	10.9	14.2	17.8	52.0	15.5	17.9	23.5	25.6	82.5
직영점	34.7	39.9	52.9	66.8	194.3	48.0	51.6	68.9	81.5	250.0
수출	4.9	5.6	6.5	7.3	24.3	6.2	6.9	8.5	11.7	33.4
기타	1.2	1.8	2.3	2.9	8.2	2.0	2.4	2.1	2.8	9.2
%yoy										
Online	19%	11%	23%	51%	20%	136%	102%	88%	49%	82%
가맹점	28%	31%	41%	37%	31%	71%	65%	66%	44%	59%
직영점	14%	16%	31%	31%	25%	38%	29%	30%	22%	29%
수출	23%	23%	30%	27%	39%	26%	24%	32%	61%	38%
기타	-11%	-6%	-5%	5%	-1%	58%	31%	-8%	-3%	12%
% of Sales										
Online	8%	7%	8%	11%	9%	13%	10%	11%	12%	12%
가맹점	17%	17%	17%	17%	17%	19%	20%	20%	19%	19%
직영점	64%	64%	64%	63%	64%	59%	59%	59%	59%	59%
수출	9%	9%	8%	7%	8%	8%	8%	7%	9%	8%
기타	2%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
매출원가	16.2	18.7	26.0	32.8	93.7	23.0	25.5	37.4	43.8	129.7
%yoy	18%	16%	32%	32%	26%	42%	37%	44%	34%	38%
% of Sales	30%	30%	31%	31%	31%	28%	28%	32%	32%	31%
판매비및기타	36.3	39.0	46.0	57.3	178.6	48.5	53.0	62.7	75.7	239.9
%yoy	27%	18%	29%	36%	28%	34%	36%	36%	32%	34%
% of Sales	67%	62%	56%	54%	58%	59%	59%	54%	55%	57%
영업이익	1.9	4.9	10.7	15.9	33.5	10.4	9.4	15.9	18.7	54.3
%yoy	-58%	25%	34%	22%	14%	454%	91%	48%	17%	62%
% of Sales	3%	8%	13%	15%	11%	13%	11%	14%	14%	13%

자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

에이블씨엔씨 (078520)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	88	135	175	221	301
현금 및 현금성자산	22	34	32	69	124
매출채권 및 기타채권	22	28	37	41	54
재고자산	17	27	34	38	49
기타유동자산	2	4	6	7	8
비유동자산	43	50	76	89	103
관계기업투자	0	0	0	0	0
유형자산	12	14	20	22	24
무형자산	3	4	4	4	4
자산총계	131	185	251	310	405
유동부채	38	65	87	96	126
매입채무 및 기타채무	32	59	80	87	115
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	5	5	7	9	11
비유동부채	4	6	9	10	12
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	4	7	8	10
부채총계	42	70	96	106	137
지배주주지분	89	115	155	204	267
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	55	79	117	167	230
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	89	115	155	204	267

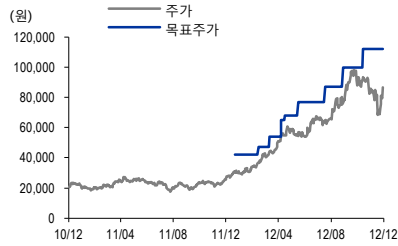
현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로 인한 현금흐름	33	44	37	50	65
당기순이익(손실)	23	28	43	55	68
비현금수익비용가감	14	16	20	21	24
유형자산감가상각비	4	4	4	6	7
무형자산상각비	1	1	1	2	2
기타	-4	-4	-3	1	1
영업활동으로 인한자산 및 부채의변동	1	9	-11	-8	-5
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-7	-7	-13	-4	-13
재고자산의(증가)감소	-2	-10	-8	-4	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	26	43	7	28
법인세납부	-5	-8	-15	-17	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-26	-30	-35	-7	-6
유형자산처분(취득)	-8	-6	-10	-9	-9
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-15	-18	-23	0	0
기타투자활동	-2	-4	-1	3	5
재무활동으로 인한 현금흐름	0	-2	-4	-5	-5
장단기금융부채의 감소(증가)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금지급	0	-3	-4	-5	-5
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	6	12	-2	38	55
기초현금	15	22	34	32	69
기말현금	22	34	32	69	124

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 별도 기준

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	242	306	424	511	618
매출원가	74	94	130	157	189
매출총이익	168	212	294	354	430
판매비와관리비	139	179	240	286	346
기타영업손익	0	0	1	0	0
영업이익	29	34	55	67	84
(EBITDA)	34	39	60	75	92
비영업손익	3	3	3	5	6
순금융손익	2	3	3	4	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	31	36	58	72	90
계속사업법인세비용	-8	-8	-15	-17	-22
계속사업이익	23	28	43	55	68
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	28	43	55	68
지배주주	23	28	43	55	68
총포괄이익	23	27	43	55	68
매출총이익률	69.3	69.4	69.4	69.2	69.5
영업이익률	12.1	11.0	13.0	13.2	13.5
EBITDA마진률	13.8	12.8	14.1	14.8	14.9
당기순이익률	9.7	9.1	10.1	10.7	11.0
ROA	21.2	17.6	19.6	19.5	19.0
ROE	31.2	27.4	31.7	30.5	28.9
ROIC	61.2	74.3	94.7	90.1	96.1

주요 투자지표					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
투자지표					
P/E	10.4	9.9	20.7	16.1	13.0
P/B	2.7	2.4	5.7	4.3	3.3
EV/EBITDA	5.9	5.2	13.2	10.0	7.6
P/CF	8.6	8.2	18.3	14.1	11.5
배당수익률	1.2	1.5	0.6	0.6	0.6
성장성					
매출액	33.5	26.4	38.7	20.5	21.0
영업이익	51.3	14.7	64.1	22.4	23.8
세전이익	37.7	15.5	60.7	24.2	24.4
당기순이익	31.2	19.0	53.2	28.4	24.4
EPS	31.2	19.0	53.2	28.4	24.4
안정성					
부채비율	47.2	61.3	62.2	52.0	51.4
유동비율	234.1	209.9	199.9	230.4	239.5
순차입금/자기자본	-52.1	-66.8	-63.1	-66.3	-71.1
영업이익/금융비용	3,196.3	6,820.3	19,975.2	0.0	0.0
총차입금	1	0	0	0	0
순차입금	-46	-77	-98	-135	-190
주당지표					
EPS	2,263	2,693	4,124	5,294	6,582
BPS	8,676	11,156	15,016	19,822	25,917
CFPS	2,716	3,240	4,659	6,059	7,412
DPS	300	400	500	500	500

에이블씨엔씨 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2012.01.10	2012.03.06	2012.03.30	2012.04.26	2012.05.04	2012.06.04	2012.08.06	2012.09.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	42,000	47,000	54,000	65,000	68,000	77,000	87,000	100,000

2012.11.01

Buy

112,000원

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양지혜)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)

업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)

2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류