

에이블씨엔씨 (078520)

Buy(maintain)

2013.4.9 화장품

Analyst 양지혜

02.3779-8921

jhyang@etrade.co.kr



작지만 강한 도발적인 선구자

목표주가: 100,000원

현재주가: 69,700원

국내 화장품 시장 판도를 뒤엎다

2012년 에이블씨엔씨가 슬로건으로 제시한 유명 수입화장품과의 비교 마케팅은 그저 비슷한 제품을 모방하여 판매했다고 치부하기에는 업계에 미친 파급효과는 막강했다. 에이블씨엔씨 자체적인 에센스와 앰플의 판매 성장도 놀라웠지만, 화장품 프리스티지(방판, 백화점) 채널 내 굳건했던 기능성 에센스 비중이 하락하기 시작했고, 소비자들은 프리스티지에서 빠르게 브랜드샵 채널로 이동하게 된다. 최근 소비자 심리지수 개선에도 럭셔리 화장품만은 역신장에서 회복되지 못하는 것은 국내 화장품 시장의 구조적 요인이 크다는 판단이다.

브랜드샵 시장은 상위업체 중심으로 재편 중, 판촉 경쟁은 완화될 전망

2012년부터 브랜드샵 업체간의 판촉경쟁이 강화되면서 상위업체와 하위업체간의 실적 차별화가 심화되었던 것으로 추정된다. 하지만 2013년 전반적인 브랜드샵 채널의 판촉 효율성이 하락하게 되면, 상위업체들 또한 자연스럽게 판촉 비중은 줄이고 브랜드 이미지나 제품력 등 다른 방식으로 판매 신장을 이끌어낼 것으로 판단한다. 나아가 2013년 상위업체들은 오히려 하위업체의 부진을 기회로 삼아 각자 제2브랜드샵 구축을 강화하고 있다.

2013년 연간 중국법인의 실적 모멘텀은 지속 강화될 전망

2012년 하반기부터 중국 실적 모멘텀이 빠른 속도로 회복된 데에는 외부환경(중국 규제 완화 및 한국 정부의 해외 수출 적극 지원, 한류 열풍)과 내부적 전략 변화(온라인, 홈쇼핑 등 신채널을 통한 브랜드 인지도 확산 및 기존 오프라인 채널과의 판매 시너지 극대화)에 기인하며, 따라서 2013년 연간 중국법인의 실적 모멘텀은 지속 강화될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 100,000원 유지

현 주가(13년E PER 14.8배)는 업종 평균 대비 40% 할인되어 있으나, 주가의 디스카운트 요인으로 여겨졌던 해외법인(연결자회사 중국 및 일본 법인)에서 2013년 실적 개선세가 두드러질 것으로 판단하여, 투자의견 매수와 목표주가 100,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI(13/04/08)	1,918.69pt
시가총액	791십억원
발행주식수	10,339천주
52주 최고가/최저가	98,100/43,700원
60D 일평균 거래대금	10십억원
외국인 지분율	26.29%
배당수익률(13.12E)	0.7%
BPS(13.12E)	19,182원

주주구성

서영필 외 3인	32.21%
국민연금관리공단	6.19%

Stock Data



Financial Data

(단위)	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	305.6	33.4	36.1	27.8	2,693	19.0	39.0	9.0	5.2	2.2	27.4
2012	425.1	51.7	53.6	38.8	3,752	39.3	58.8	21.0	13.7	5.4	29.1
2013E	489.7	60.9	64.0	48.6	4,704	25.4	68.3	14.8	9.9	3.7	28.0
2014E	573.0	75.6	79.7	60.6	5,861	24.6	84.3	11.9	7.5	2.8	27.0
2015E	673.3	88.9	94.7	72.0	6,964	18.8	98.8	10.0	5.9	2.2	25.1

자료: 이트레이드증권 리서치본부, 주: IFRS 별도 기준

I. 작지만 강한 도발적인 선구자 - 국내 화장품 시장 판도를 뒤엎다

2012년, 화장품 시장에 지각변동이 일어났다

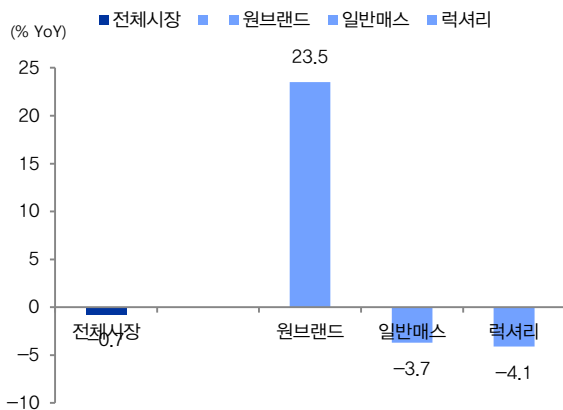
2012년 에이블씨앤씨 미샤가 슬로진으로 제시한 유명 수입화장품과의 비교 마케팅은 그저 비슷한 제품을 모방하여 판매했다고 치부하기에는 화장품 업계에 미친 파급효과는 막강했다. 에이블씨앤씨 자체적인 트리트먼트 에센스와 앰플의 판매 성장도 놀라웠지만, 그 동안 브랜드샵 채널이 두자릿수의 고성장을 지속하더라도 절대 흔들리지 않았던 화장품 프리스티지(방관, 백화점) 채널 내 굳건했던 고기능성 에센스 비중이 하락하기 시작했으며, 소비자들은 프리스티지 채널에서 빠르게 브랜드샵 채널로 이동하게 된다. 프리스티지 채널은 스킨/로션/클렌저 등 베이직케어 제품 뿐만 아니라 특히 럭셔리 브랜드 내 가장 큰 비중(36%)을 차지하고 있던 기능성 스킨케어 제품(에센스)의 판매가 핵심인데, 2012년 기능성 스킨케어가 원브랜드 채널로 구매가 이동하면서 부진이 심화된 것으로 추정된다. 여기에 에이블씨앤씨 뿐만 아니라 다른 브랜드샵들 또한 경쟁적으로 고가 기능성 스킨케어 제품을 확대하여 2012년 화장품 시장의 전반적인 성장률 둔화에도 기초 부문의 평균제품 가격은 상승하게 되는 효과가 나타났다.

2013년, 백화점 실적 회복에도 유독 '럭셔리 화장품' 만은 회복되지 않는 이유

따라서 최근 소비자 심리지수의 반등과 유통경기 체감지수의 개선에도 유독 럭셔리 화장품만은 역신장에서 회복되지 못하고 있는 것으로 파악된다. 3월 기준 주요 백화점의 가전, 가구, 의류 판매가 회복세를 이어가는 반면, 화장품 카테고리는 -8~9%의 역신장이 지속되고 있다.

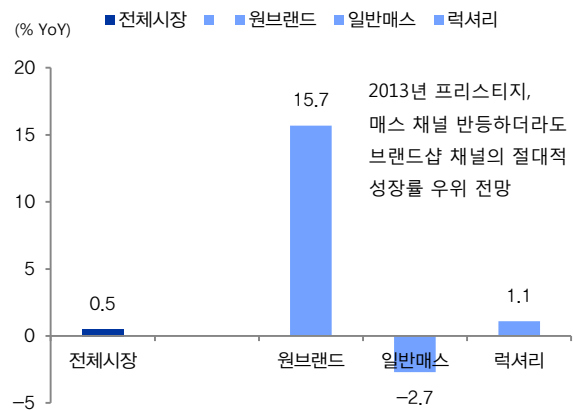
화장품은 경기에 민감하지 않은 필수 소비재이다. 그럼에도 2012년 럭셔리 화장품이 위축되었다면 경기 요인보다는 국내 화장품 시장의 구조적인 소비 패턴의 변화가 더 크게 기인했다고 판단한다. 즉, 소비자들이 느끼는 럭셔리와 원브랜드, 매스와의 차별점을 찾기 어려워지고 브랜드의 가치 또는 차별점에 대해서 꼭 높은 가격을 지불하지 않아도 된다는 합리적 인식이 강화되면서 한국 화장품 시장 내 럭셔리와 매스티지 채널의 경계가 무너지게 된 것이다. 한편 색조 부문 또한 Prestige 색조 전문 브랜드 구매자들이 다양한 채널로 이동하였는데 특히 이탈된 구매자들은 브랜드샵(모든 유형), 홈쇼핑(베이스/립), 멀티브랜드샵(네일류), 드럭스토어(베이스/아이) 등으로 이동한 것으로 나타났다. 2013년에도 각 채널들(브랜드샵, 홈쇼핑, 드럭스토어)의 전략적인 영업 지원과 함께 색조 화장품의 채널 다변화 현상도 지속될 전망이다.

[그림1] 2012년 화장품 시장 세그먼트별 구매액 증감율(%)



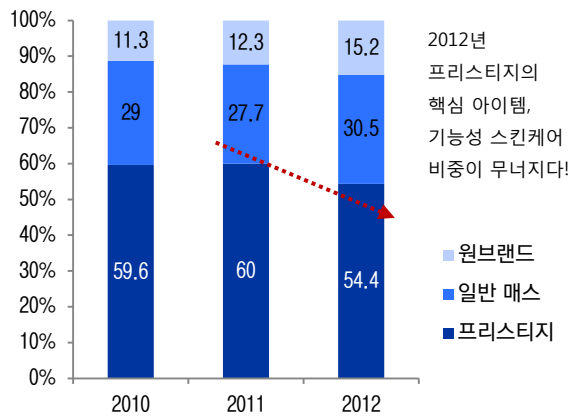
자료: TNS칸타월드패널, 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] 2013년 화장품 시장 세그먼트별 구매액 증감율(%) 추정



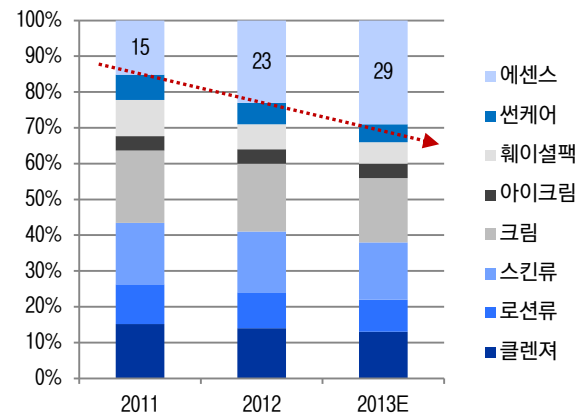
자료: TNS칸타월드패널, 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 기능성 스킨케어 제품의 채널별 구성비 변화



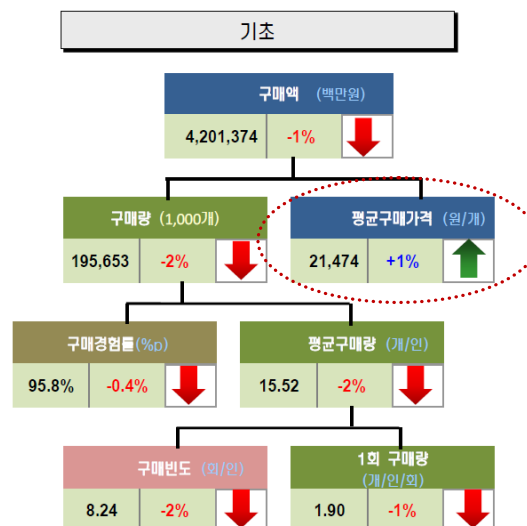
자료: TNS캐터펄드패널, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] 럭셔리 주력 유형인 에센스가 원브랜드로 Trade-down



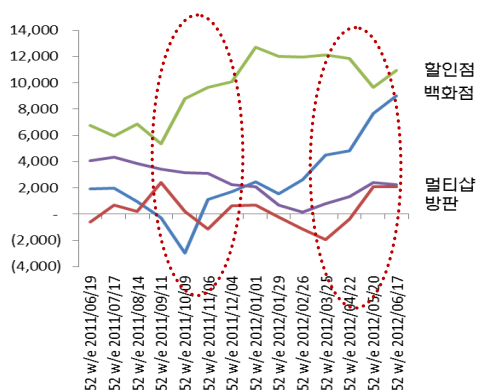
자료: TNS캐터펄드패널, 이트레이드증권 리서치본부

[그림5] 2012년 기초 구매행태의 변화 - 브랜드샵의 고기능성 기초 제품 강화로 전체 평균 기초구매가격은 상승



자료: TNS캐터펄드패널, 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] 원브랜드샵과 타 채널간의 스위칭: 11년 할인점 -> 원브랜드샵, 12년 백화점 -> 원브랜드샵으로 구매자 이동폭 확대



자료: TNS캐터펄드패널, 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 색조 채널별 구매경험을 변화(%)

	YTD 11	YTD 12	GAP
전체시장	79.2	80.1	0.9
백화점	16.1	15	-1.1
방판	6.4	6	-0.4
할인점	7.1	6.1	-1
드럭스토어	3.3	3.8	0.5
멀티샵	8.2	8.9	0.7
홈쇼핑	2.6	4.1	1.5
브랜드샵	53.5	56.1	2.6

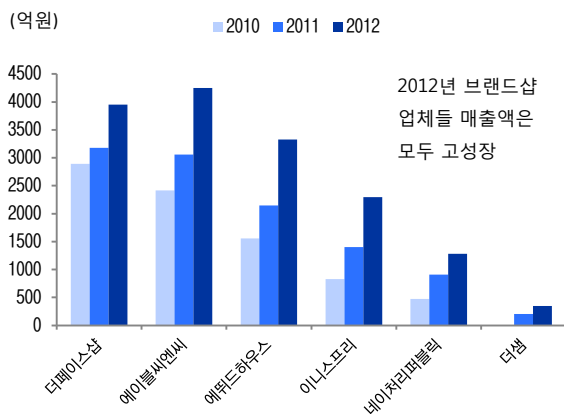
자료: TNS캐터펄드패널, 이트레이드증권 리서치본부

2013년 화장품 브랜드샵 시장은 상위업체 중심으로 재편 중, 판촉 경쟁은 완화될 전망

2012년 브랜드샵 업체들의 매출액은 대부분 두자릿수의 높은 신장률을 달성했으나, 영업이익 면에서는 상위업체와 하위업체간의 극명한 차이를 나타냈다. 더페이스샵, 에이블씨엔씨, 이니스프리 등 상위업체들의 영업이익은 매출액 성장률보다 더욱 높은 신장세를 기록한 반면, 네이처리퍼블릭, 더샘 등의 하위업체들은 적자전환하거나 적자에서 벗어나지 못한 것으로 나타났다.

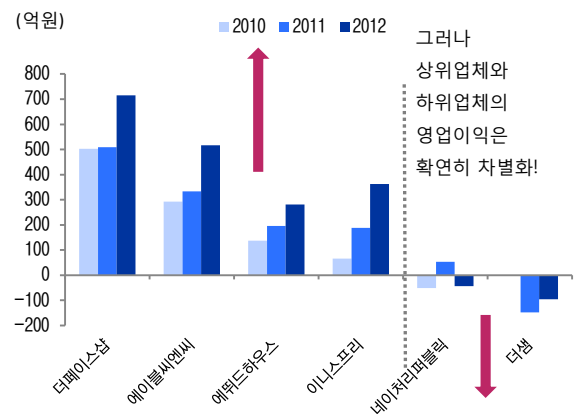
특히 2012년 브랜드샵 업체간의 판촉경쟁이 강화되면서 상위업체와 하위업체간의 실적 차별화가 심화되었던 것으로 추정된다. 2012년에는 판촉을 할수록 상승하는 판매 효과가 좋았기 때문에 업체들이 경쟁적으로 할인행사를 강화하였으나 하위업체들은 더 이상 손익을 보전하기 어려운 상태에서 판촉을 지속할 수는 없을 것이다. 또한 2013년 전반적인 브랜드샵 채널의 판촉 효율성이 하락하게 되면, 상위업체들 또한 자연스럽게 판촉 비중은 줄이고 브랜드 이미지나 제품력 등 다른 방식으로 판매 신장을 이끌어낼 것으로 판단한다. 나아가 2013년 상위업체(에이블씨엔씨, 더페이스샵, 에뛰드하우스)들은 오히려 하위업체의 부진을 기회로 삼아 각자 제2브랜드샵(어퓨, VDL, 에스쁘아)구축을 강화하고 있어 2013년에도 상위업체의 매출 성장은 지속될 것이며, 영업이익률 또한 크게 훼손되지는 않을 것으로 판단한다.

[그림8] 화장품 브랜드샵 업체 연간 매출액 추이



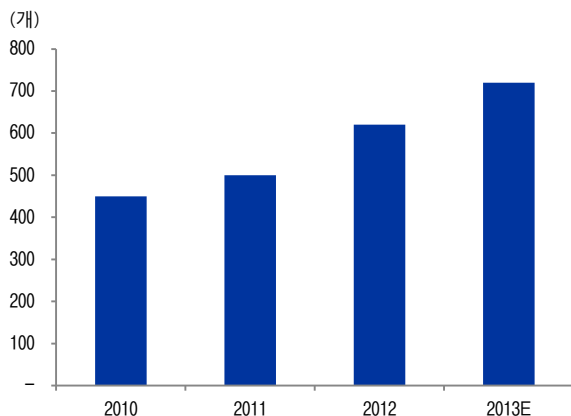
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 화장품 브랜드샵 업체 연간 영업이익 추이



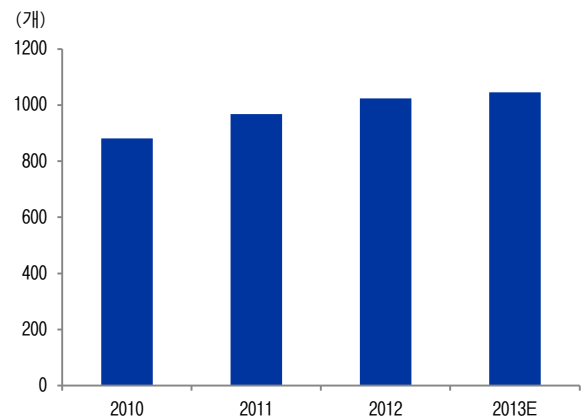
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 에이블씨엔씨 국내 매장수 추이 및 전망



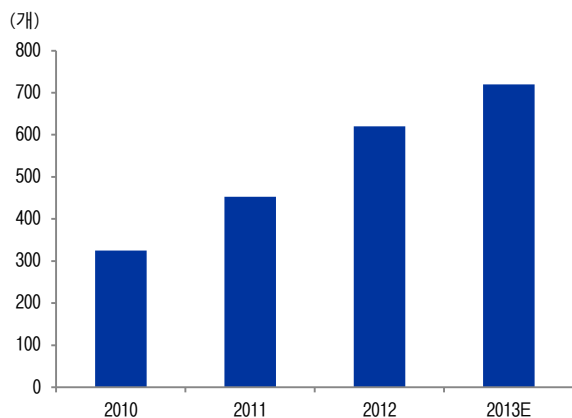
자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 더페이스샵 국내 매장수 추이 및 전망



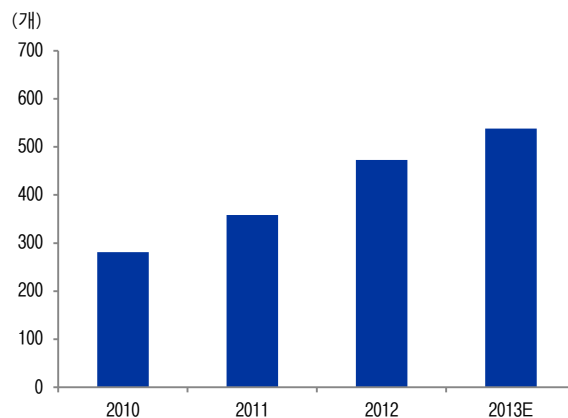
자료: LG생활건강, 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] 이니스프리 국내 매장수 추이 및 전망



자료: 이니스프리, 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 에뛰드하우스 국내 매장수 추이 및 전망



자료: 에뛰드하우스, 이트레이드증권 리서치본부

화장품 브랜드업체들의 광고선전비 증가, 과연 경쟁심화의 산물인 것일까?

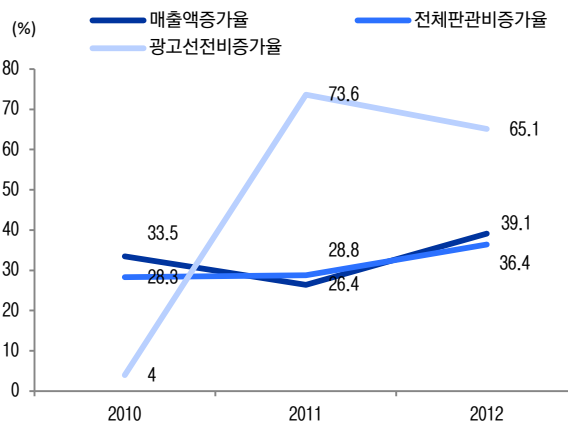
생산업체들이 꾸준한 R&D 투자를 통해 기술력의 우위를 유지하고 향상시켜 나가듯이 브랜드 업체들에게 있어 브랜드에 대한 투자, 즉 마케팅은 중장기적인 브랜드 구축에 있어서 매우 중요한 투자이다. 어쩌면 생산 기술은 시간이 지나게 되면 어느 순간 쉽게 모방될 수도 있겠지만, 오랜 기간 구축된 탄탄한 브랜드력은 쉽게 흔들리지 않는다. 최근 화장품 브랜드업체들의 광고 전비가 크게 증가하고 있는 것은 사실이나, 단순히 경쟁심화의 산물보다는 브랜드 투자의 관점에서 접근할 필요가 있겠다. 브랜드 업체들의 광고집행과 판매성장률의 상관관계 추이를 살펴 보더라도 화장품 카테고리는 광고에 투자할수록 판매 성장률이 두드러지는 카테고리의 하나로, 브랜드의 이미지가 판매에 미치는 영향이 크다고 판단한다. 에이블씨엔씨 또한 지난 2년간 브랜드 이미지 개선을 위한 광고선전비가 크게 증가한 것은 사실이나, 전체 판관비증가율이 매출액성장률을 넘어서지 않는 적절한 수준에서 이루어지고 있어서 광고선전비 등 마케팅 비용 증가에 대한 시장의 우려는 과도하다고 생각한다.

[그림14] 광고에 투자한 카테고리가 향후 판매도 더 성장!



자료: The Nielsen Company, 이트레이드증권 리서치본부

[그림15] 에이블씨엔씨, 광고투자 증가하나 전체 판관비율은 안정적!



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

II. 작지만 강한 도발적인 선구자 - 중국 신채널 및 오프라인 공략 강화

2013년 미샤의 중국 진출 전략은 보다 치밀하고 탄탄해졌다

2011년부터 다소 정체했던 중국 실적 모멘텀이 2012년 하반기부터 빠른 속도로 회복된 데에는 아래와 같은 외부 환경과 내부적 전략 변화에 기인한다. 이는 일시적인 변화가 아닌 중장기적으로 보다 탄탄해진 펀더멘탈 강화로 판단하며, 따라서 2013년 연간 중국법인의 실적 모멘텀은 지속 강화될 전망이다.

1. 중국 정부의 규제 완화 및 한국 정부의 해외 수출 적극 지원

중국 재정부는 2012년 1월부터 공산품 730개의 관세를 평균 4.4%로 낮추었으며, 스킨케어 제품의 수입관세는 2011년 6.5%에서 2012년 1.5%로 낮아졌다. 여전히 럭셔리 화장품과 색조 제품에 대한 관세는 사치세가 적용되어 30%로 높은 수준이나, 중장기적으로 적극적인 내수 확대를 지향하는 중국 정부는 점진적으로 소비세를 인하할 가능성이 높다. 에이블씨엔씨의 중국 제품 가격 수준 또한 과거 한국대비 70%수준에서 현재 50% 수준으로 낮아졌다. 한국 정부 또한 화장품을 문화 수출 상품으로서 해외 진출을 적극 지원해주고 있으며, 이미 2012년 화장품 수출액 규모가 화장품 수입액을 넘어섰다. 한국 정부는 한-중 규제당국자와의 실무 협의회를 설립하여 중국 SFDA(중국 화장품 위생허가 관리국)와 상호 이해 및 교류 증진을 통해 한국 화장품의 수출을 적극 지지하고 있어 향후 중국에 취급할 수 있는 제품 아이템 수도 보다 늘어나게 될 전망이다.

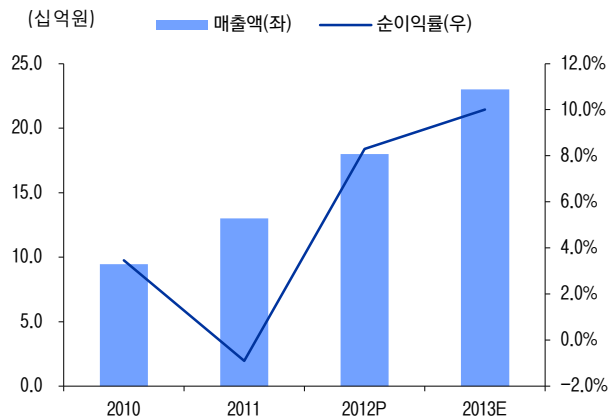
2. 한류 열풍으로 로컬대비 브랜드 우위, 매스티지 가격대로 글로벌업체 대비 가격경쟁력 우위

중국 내에서 한국 화장품에 대한 인기를 매우 높으며, 이는 한류 드라마와 가수의 영향으로 형성된 세련된 미의 이미지와도 연관성이 크다. 또한 중국 내륙 지역(2,3선 도시 및 서북지역) 소비자들의 한국산 화장품에 대한 인지도와 신뢰도가 상당히 높은 것으로 조사되어(KOTRA 발표) 향후 시장 잠재력이 더욱 큰 것으로 판단한다. 따라서 프랑스, 일본 등의 고가 화장품 업체 대비 상대적으로 저렴하나 좋은 품질을 내세운 미샤와 같은 브랜드샵 업체들에게 있어 중국 화장품 시장은 한류의 또 다른 블루오션이 될 전망이다. 이러한 변화에 맞추어 에이블씨엔씨는 지난해 9월부터 동방신기 등 한류스타들과 글로벌 계약을 맺고, 중국, 일본, 동남아 진출에 활용하기 시작했다.

3. 신채널을 통한 브랜드 인지도 확산 더불어 기존 오프라인 채널을 통한 판매 시너지 극대화

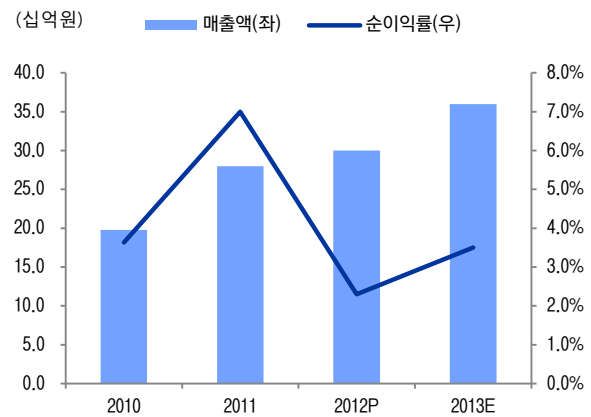
2011년까지 중국 각 지역마다 대리상들의 독점권이 있었으나(심지어 홈쇼핑, 인터넷까지) 2012년부터 대리상의 독점권이 해소됐다. 그리고 에이블씨엔씨는 히트 아이템 중심으로 확산 방안을 모색하다가 온라인, 홈쇼핑, 드럭스토어 등으로 채널 공략을 전환하게 되었으며, 대리상들의 판매도 2012년 하반기 온라인 채널이 강화되면서 같이 신장하면서 대리상들도 브랜드 인지도 확산 차원에서 신채널 확대를 지지하는 분위기이다. 최근 2월말 쿼메이라는 온라인쇼핑몰에 할인행사로 제품을 공급하여 연간 실적의 25%에 달하는 매출을 하루만에 달성하기도 했으며, 중국 내 대리상 대비 중국 온라인 채널은 브랜드 관리 차원에서 상당히 용이하고 예상보다 가격 관리 등에 있어 체계적인 것으로 전해진다. 2013년 1월 동방 CJ에 런칭한 달팽이 크림도 양호한 판매 흐름을 보여주고 있으며, 향후 에이블씨엔씨는 온라인, 홈쇼핑을 통해 핵심아이템 취급과 브랜드 인지도를 빠르게 확산시키고 중장기적으로 드럭스토어, 멀티브랜드샵 및 자체 오프라인 매장까지 확대하여 중국 내 안정적인 채널 라인을 구축할 전망이다.

[그림16] 에이블씨엔씨 중국법인 실적 추이



자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

[그림17] 에이블씨엔씨 일본법인 실적 추이



자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] 중국 온라인 BB크림 대박 - 12년 하반기부터 이루어진 결실!



자료: 코트라 베이징 무역관

자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

[그림19] 중국 온라인 채널(Tmall)에서 판매되는 미샤 기초 제품군



자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

[표1] 중국 온라인 유통시장의 발전 단계

	도입 단계	정착 단계	성장 단계	성숙 단계
시기	10년(1999~2008년)	약 10년(2009~2018년)	약 15년(2019~2035년)	이후
온라인 유통	100% 이상	20~50%	10~20%	경제성장을 수준
성장률	점유비율 1% 도달	점유비율 10% 도달	점유율 : B2C > C2C	종합형 B2C 주도
업계 경쟁구도	C2C 주도	성장률: B2C > C2C	점유율 : B2C > C2C	모든 상품, 일부서비스
주요 거래 상품	도서, 의류	가전, 3C, 의류	저(低)표준화 상품으로 확산	전 연령, 전 소득계층
소비자 특성	중하층 소득자, 젊은층 가격 민감도 高	대다수 근로자, 고 연령대 비중 증가	소득, 연령, 지역적으로 확산	다양화, 다변화 추구
핵심 경쟁력	저가격, 다양한 제품 구성	제품 품질과 쇼핑물 서비스 수준 중시	브랜드와 차별적 제품 가치 중시	혁신을 통한 고객만족
기업 재무구조	만성적인 적자	물류 배송 능력, 제품 품질, 고객 체험 중시	공급사슬 관리, 기술 우위	마진율과 이익을 안정.
		저마진, 저이익(가격전 지속, 물류 등 인프라에 대한 대규모 투자)	마진율과 이익율 전반적 상승, 기업간 양극화	새로운 수익모델 등장

자료: LG경제연구원, 이트레이드증권 리서치본부

III. 실적 추정

에이블씨엔씨의 2013년 별도기준 매출액은 4,897억원(+15.2% YoY), 영업이익은 609억원(+17.8% YoY)을 달성할 전망이다. 2013년 국내 화장품 시장의 성장률 둔화에도 브랜드샵 채널은 상대적으로 높은 성장세를 시현할 전망이며, 현재 미샤 브랜드샵의 매장당이이익이 좋아 현재 브랜드 파워와 핵심 아이템의 경쟁력으로 매장이 확대될 여지는 충분하다고 판단한다.

2013년 1분기 매출액은 전년동기대비 8.0% 증가한 885억원, 영업이익은 6.5% 감소한 97억원을 달성할 전망이다. 연간 실적 대비 1분기 성장률이 저조한 이유는 1) 고가 기능성 신제품이 연달아 출시되었던 작년 1분기 매출액 50.7%, 영업이익 453.7% 성장한 높은 기저에 대한 부담과 2) 화장품 시장이 저가 브랜드샵 중심으로 성장하면서 경쟁사들의 프로모션 강화 3) 엔저현상에 따른 일본인 관광객 감소 효과에 따른 것으로 추정된다. 그러나 지난해 대비 에이블씨엔씨의 판촉비중은 늘어나지 않았으며, 빅세일이 실시된 4분기 대비 크게 낮아진 것으로 파악된다. 그럼에도 기존 히트제품(에센스, 앰플, 아이크림 등) 판매가 지속되었으며 신제품 립스틱과 비비크림의 판매 또한 지난해 히트 신제품 못지않게 판매량이 대폭 증가했다. 다만 다른 브랜드샵 할인이 심화되면서 저관여 기타제품군들의 이동(가격으로 이동)이 많아 성장률이 둔화되었으나, 핵심 제품의 대한 판매는 여전히 견고한 것으로 파악된다.

[표2] 에이블씨엔씨 별도 실적추정

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013E
매출액	54.4	62.6	82.7	105.9	305.6	81.9	87.9	116.0	139.3	425.1	88.5	98.4	135.7	167.1	489.7
%yoy	16.2%	18.0%	30.2%	32.7%	25.7%	50.7%	40.3%	40.2%	31.5%	39.1%	8.0%	12.0%	17.0%	20.0%	15.2%
Online	4.4	4.5	6.9	11.1	26.9	10.3	9.1	12.9	16.7	49.0	11.9	11.1	16.3	20.1	59.3
가맹점	9.1	10.9	14.2	17.8	52.0	15.5	17.9	23.5	25.8	82.7	16.4	18.7	25.8	30.9	91.8
직영점	34.7	39.9	52.9	66.8	194.3	48.0	51.6	68.9	82.2	250.6	51.4	58.1	80.1	98.6	288.1
수출	4.9	5.6	6.5	7.3	24.3	6.2	6.9	8.5	11.8	33.5	7.1	8.4	10.9	14.2	40.5
기타	1.2	1.8	2.3	2.9	8.2	2.0	2.4	2.1	2.8	9.2	1.8	2.2	2.7	3.3	10.0
%yoy															
Online	19.2%	11.1%	23.0%	51.5%	20.1%	136.3%	101.6%	87.7%	50.3%	82.4%	15.2%	22.5%	26.0%	20.0%	21.1%
가맹점	27.6%	30.9%	41.1%	36.8%	31.1%	70.6%	64.6%	65.8%	44.8%	59.2%	5.5%	4.4%	9.5%	20.0%	10.9%
직영점	13.7%	16.4%	30.7%	31.1%	25.1%	38.0%	29.4%	30.1%	23.0%	29.0%	7.2%	12.6%	16.2%	20.0%	15.0%
수출	22.6%	23.3%	29.5%	27.2%	38.5%	25.6%	24.4%	32.1%	62.0%	38.0%	14.1%	21.1%	27.3%	20.0%	21.0%
기타	-11.3%	-6.0%	-4.9%	5.4%	-0.7%	57.9%	30.8%	-7.9%	-2.6%	12.6%	-10.0%	-9.7%	30.0%	20.0%	8.1%
% of Sales															
Online	8%	7%	8%	11%	9%	13%	10%	11%	12%	12%	13%	11%	12%	12%	12%
가맹점	17%	17%	17%	17%	17%	19%	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
직영점	64%	64%	64%	63%	64%	59%	59%	59%	59%	59%	58%	59%	59%	59%	59%
수출	9%	9%	8%	7%	8%	8%	8%	7%	9%	8%	8%	9%	8%	9%	8%
기타	2%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
매출원가	16.2	18.7	26.0	32.8	93.7	23.0	25.5	37.4	43.7	129.6	26.1	28.1	43.4	53.5	151.1
%yoy	18.5%	16.4%	31.5%	32.5%	26.2%	42.1%	36.6%	43.5%	33.5%	38.4%	13.4%	10.1%	16.1%	22.3%	16.5%
% of Sales	29.8%	29.8%	31.5%	30.9%	30.6%	28.1%	28.1%	32.2%	31.4%	30.5%	29.5%	28.5%	32.0%	32.0%	30.8%
판관비	36.3	39.0	46.0	57.3	178.6	48.5	53.0	62.7	79.5	243.7	52.6	58.6	74.6	91.9	277.8
%yoy	26.6%	18.0%	28.6%	36.4%	28.0%	33.6%	35.7%	36.5%	38.8%	36.5%	8.5%	10.6%	19.0%	15.6%	14.0%
% of Sales	66.8%	62.3%	55.5%	54.1%	58.4%	59.2%	59.2%	54.1%	57.1%	57.3%	59.5%	59.5%	55.0%	55.0%	56.7%
영업이익	1.9	4.9	10.7	15.9	33.5	10.4	9.4	15.9	16.0	51.7	9.7	11.8	17.6	21.7	60.9
%yoy	-57.6%	24.6%	34.1%	22.2%	13.7%	453.7%	90.8%	47.8%	0.7%	54.6%	-6.5%	25.4%	11.2%	35.7%	17.8%
% of Sales	3.5%	7.9%	13.0%	15.0%	10.9%	12.7%	10.7%	13.7%	11.5%	12.2%	11.0%	12.0%	13.0%	13.0%	12.4%

자료: 에이블씨엔씨, 이트레이드증권 리서치본부

에이블씨엔씨 (078520)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	135	175	214	275	349
현금 및 현금성자산	34	28	53	97	152
매출채권 및 기타채권	28	40	46	54	63
재고자산	27	39	45	53	62
기타유동자산	4	6	7	8	9
비유동자산	50	57	77	89	101
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	14	17	22	26	30
무형자산	4	3	3	2	2
자산총계	185	232	291	363	450
유동부채	65	74	85	100	117
매입채무 및 기타채무	55	60	69	81	95
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	9	14	16	19	22
비유동부채	6	6	9	11	12
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	5	8	10	11
부채총계	70	80	95	110	130
지배주주지분	115	152	196	253	321
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	79	114	158	213	280
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	115	152	196	253	321

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로 인한 현금흐름	45	31	38	57	66
당기순이익(손실)	28	39	49	61	72
비현금수익비용가감	16	28	20	24	27
유형자산감가상각비	4	6	6	8	9
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	-4	-7	0	0	0
영업활동으로 인한자산 및 부채의변동	10	-23	-15	-8	-10
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-7	-15	-6	-8	-9
재고자산의(증가)감소	-10	-12	-6	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	5	9	12	14
법인세납부	-8	-12	-15	-19	-23
투자활동으로 인한 현금흐름	-31	-34	-8	-8	-7
유형자산처분(취득)	-6	-9	-11	-12	-13
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-19	-22	0	0	0
기타투자활동	-4	-2	4	5	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	-4	-5	-5	-5
장단기금융부채의 감소(증가)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금지급	-3	-4	-5	-5	-5
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	12	-6	25	44	54
기초현금	22	34	28	53	97
기말현금	34	28	53	97	152

손익계산서

(단위: 십억원)

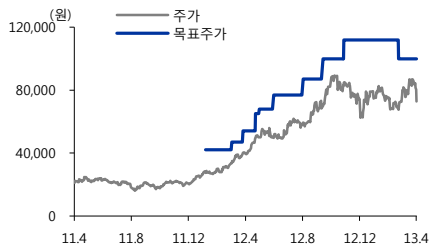
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	306	425	490	573	673
매출원가	94	130	151	175	205
매출총이익	212	295	339	398	468
판매비와관리비	179	244	278	323	379
영업이익	33	52	61	76	89
(EBITDA)	39	59	68	84	99
비영업손익	3	2	3	4	6
순금융손익	3	4	4	5	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	36	54	64	80	95
계속사업법인세비용	-8	-15	-15	-19	-23
계속사업이익	28	39	49	61	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	39	49	61	72
지배주주	28	39	49	61	72
총포괄이익	27	40	50	61	73
매출총이익률	69.4	69.5	69.2	69.5	69.5
영업이익률	10.9	12.2	12.4	13.2	13.2
EBITDA마진률	12.8	13.8	14.0	14.7	14.7
당기순이익률	9.1	9.1	9.9	10.6	10.7
ROA	17.6	18.6	18.6	18.5	17.7
ROE	27.4	29.1	28.0	27.0	25.1
ROIC	74.3	85.5	72.3	72.1	72.8

주요 투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표					
P/E	9.0	21.0	14.8	11.9	10.0
P/B	2.2	5.4	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA	5.2	13.7	9.9	7.5	5.9
P/CF	7.5	17.8	12.9	10.4	8.8
배당수익률	1.5	0.6	0.7	0.7	0.7
성장성					
매출액	26.4	39.1	15.2	17.0	17.5
영업이익	13.9	54.9	17.9	24.2	17.5
세전이익	15.5	48.4	19.5	24.6	18.8
당기순이익	19.0	39.3	25.4	24.6	18.8
EPS	19.0	39.3	25.4	24.6	18.8
안정성					
부채비율	61.3	52.9	48.2	43.7	40.4
유동비율	209.9	236.9	250.5	275.1	297.4
순차입금/자기자본	-66.8	-59.7	-59.2	-63.5	-67.0
영업이익/금융비용	6,820.3	65,207.2	0.0	0.0	0.0
총차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	-76.6	-90.7	-116.1	-160.4	-214.6
주당지표					
EPS	2,693	3,752	4,704	5,861	6,964
BPS	11,156	14,758	19,053	24,510	31,070
CFPS	3,240	4,445	5,422	6,701	7,921
DPS	400	500	500	500	500

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

에이블씨엔씨 목표주가 추이



투자이건 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
투자이건	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

일 시	2012.11.01	2013.02.26	2013.04.09
투자이건	Buy	Buy	Buy
목표가격	112,000	100,000	100,000

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 리서치본부의 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