

에이블씨엔씨 (078520)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated
목표주가	Not Rated
현재주가 (8/19)	10,350원

시가총액	2,798억원
총발행주식수	27,033,459주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	132,350주
52주 고	15,950원
52주 저	8,300원
외인지분율	9.68%
주요주주	리프앤바인 59.20%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.4)	(6.8)	(18.8)
상대	(1.1)	(1.2)	(6.0)
절대(달러환산)	(11.2)	(7.9)	(24.6)

NDR 후기: 로드샵 체질 개선

2Q19 Review: 느리지만 개선 중

에이블씨엔씨의 2분기 실적은 연결 매출 1,126억원(YoY+24%), 영업이익 24억원(흑자전환)을 기록했다. (표1~4 참고) 기존 사업(인수법인 제외)의 성과 또한 전년동기비 매출 7% 성장, 영업이익률 1%를 기록하며 흑자전환에 성공했다. 핵심 브랜드 미샤의 2분기 매출은 전년동기비 4% 성장 하였으며 채널별로 오프라인은 3% 감소하였으나, 온라인과 해외는 49%, 13% 증가하였다. 특히 미샤의 오프라인 매장은 지난해 연간 매장당 매출액이 10% 이상 감소했으나, 상반기 기준 가맹점 14% 성장하고, 직영점은 전년수준을 유지하며 오프라인 매장의 효율이 개선되었다. 국내외 경쟁심화 환경에서 동사는 지난해부터 제품 SKU 슬림화 및 원부자재 효율화 등을 통해 체질 개선을 진행하였으며, 6월부터 주요 상권의 매장을 멀티브랜드샵으로의 전환을 시도 중이다.

8/12-14일 3일간 국내 기관투자자 대상으로 NDR을 진행하였으며, 이를 통해 에이블씨엔씨의 로드샵 체질 개선의 방향성을 공유하는 시간을 가졌다.

멀티브랜드샵 70개까지 확대 목표

에이블씨엔씨에 대한 투자자들의 주요한 질문은 크게 5가지로 요약된다. 1) 당사의 신규 멀티브랜드샵인 농크(NUNC)의 방향성, 2) 농크의 수익성, 3) 오프라인 채널 효율화, 4) 고정비 관리, 5) 해외법인의 상황 등이다.

▶**농크(NUNC)**: 동사의 핵심 브랜드 미샤/어퓨, 스틸라(제아H&B) 및 약 150개 브랜드를 유통하는 멀티브랜드 채널. 6월 13일 이대 1호점 오픈, 현재 13개 파일럿 매장 오픈. 구매건수/객단가 모두 상승하여 평균적으로 점당 매출 50% 이상 상승하여 확장 결정. 2019년 약 70개점, 내년까지 350개점 목표. 기존 미샤 매장 중 트래픽이 높은 매장 우선 전환 예정

▶**수익성**: 멀티브랜드샵의 채널 특성상 낮은 수익성으로 전환 후 매출이 30% 이상 성장을 기록해야 기존 매장의 이익 체력을 넘어서는 전망. 고객 유입이 점진적 개선세

▶**기타 오프라인 채널**: 지하철 매장 상반기 40개점 철수, 잔여 점포수 42개 수준이며 3분기 30개 매장 추가 철수 예정. 어퓨의 경우 상반기 기준 31개 직영점을 보유하고 있으나, 향후 홍대 등 중심상권 4-5개점을 제외하고 철수 예정. 어퓨는 원브랜드샵 전개 보다는 농크 및 H&B 스토어 입점 등 타채널 확대에 집중할 것

▶**고정비**: 광고선전비 축소 목표(2018년 분기 평균 38억원, 1H19 30억원). 오프라인 채널 철수 및 농크 매장 교체에 따른 감가상각비 일부 상승 예상

▶**해외법인**: 오프라인 점포 최소 목표. 중국법인 5월부터 직영점 모두 철수. 온라인 중심 대응

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	903	-0.3	7.5	-	-
영업이익	-35	적지	적전	-	-
세전계속사업이익	-23	적지	적전	-	-
지배순이익	-21	적지	적전	-	-
영업이익률 (%)	-3.9	적지	적전	-	-
지배순이익률 (%)	-2.4	적지	적전	-	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	4,079	4,346	3,733	3,455
영업이익	177	243	112	-189
지배순이익	156	180	82	-117
PER	23.5	23.3	45.7	-23.2
PBR	1.9	2.1	1.7	1.0
EV/EBITDA	10.5	9.3	8.2	-3.7
ROE	8.8	9.4	3.3	-3.9

자료: 유안타증권

[표 1] 2 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

		2Q18	2Q19	전년대비 증감률
별도(국내)	매출액	81.5	86.0	5.5%
	영업이익	-4.1	0.5	흑자전환
	영업이익률	-5.0%	0.6%	5.6%p
	EBITDA	-3.0	6.9	흑자전환
	EBITDA%	-3.6%	8.0%	11.7%p
연결(기존사업)	매출액	90.6	97.1	7.2%
	영업이익	-5.3	1.0	흑자전환
	영업이익률	-5.8%	1.1%	6.9%p
	EBITDA	-4.1	7.5	흑자전환
	EBITDA%	-4.5%	7.7%	12.3%p
연결(신규사업추가)	매출액	90.6	112.6	24.4%
	영업이익	-5.3	2.4	흑자전환
	영업이익률	-5.8%	2.2%	8.0%p
	EBITDA	-4.1	10.0	흑자전환
	EBITDA%	-4.5%	8.9%	13.4%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2 분기 매출 요약

(단위: 십억원)

		2Q18	2Q19	전년대비 성장률
미사	국내	58.5	56.8	-3%
	온라인	5.5	8.3	49%
	해외	13.1	14.8	13%
	소계	77.1	79.8	4%
어퓨	국내	3.9	4.4	14%
	온라인	1.9	2.0	2%
	해외	3.5	4.8	39%
	소계	9.3	11.2	21%
기타		0.2	1.0	294%
본사합계(조정전)		86.7	92.0	6%
재무조정		-5.1	-6.0	-
본사합계(조정후)		81.5	86.0	6%
일본법인		5.7	8.5	50%
중국법인		10.5	12.1	14%
연결조정		-7.2	-9.5	-
연결 합계(기존)		90.6	97.1	7%
미팩토리		-	4.4	-
제아 H&B		-	9.7	-
지엠홀딩스		-	1.8	-
연결조정		-	-0.4	-
연결 합계(인수후)		90.6	112.6	24%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 실적추이(본사)

(단위: 십억원)

	2018	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	308.4	67.8	81.5	67.0	92.0	72.3	86.0
매출원가	127.9	28.0	32.5	31.8	35.6	29.3	35.5
매출원가율	41%	41%	40%	47%	39%	41%	41%
매출총이익	180.5	39.7	49.0	35.2	56.5	43.0	50.5
매출총이익율	59%	59%	60%	53%	61%	59%	59%
판매관리비	197.5	42.2	53.1	47.3	55.0	46.8	50.0
판매비율	64%	62%	65%	71%	60%	65%	58%
-급여	21.1	5.3	5.2	5.1	5.4	5.4	5.8
-지급수수료	89.3	20.5	23.7	21.1	24.1	19.6	23.3
-판매촉진비	20.9	3.4	5.9	4.7	6.9	4.4	5.0
-광고선전비	15.2	1.3	6.1	3.7	4.1	3.0	2.8
-운반비	11.6	2.7	2.9	2.5	3.5	2.8	3.6
-지급임차료	26.9	6.0	6.5	7.0	7.4	2.7	1.3
-감가상각비(리스자산)	-	-	-	-	-	4.2	5.1
-감가상각비(리스자산외)	4.3	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
-기타판매비	8.1	2.0	1.8	2.0	2.3	3.4	2.0
영업이익	-17.0	-2.4	-4.1	-12.0	1.5	-3.8	0.5
영업이익률	-6%	-4%	-5%	-18%	2%	-5%	1%
EBITDA	-12.5	-1.4	-3.0	-10.8	2.8	1.8	6.9
EBITDA%	-4%	-2%	-4%	-16%	3%	2%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 분기별 실적추이(자회사)

(단위: 십억원)

	2018	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
중국법인							
매출	44.3	11.0	10.5	8.3	14.5	7.6	12.1
판매관리비	19.7	3.7	5.0	4.5	6.6	5.0	5.7
영업이익	-1.9	0.8	-0.7	-1.3	-0.7	-0.8	0.1
영업이익률	-4%	7%	-7%	-16%	-5%	-11%	0%
일본법인							
매출	28.4	5.6	5.7	6.9	10.3	8.2	8.5
판매관리비	5.1	1.1	1.2	1.4	1.5	1.2	1.4
영업이익	2.2	0.3	0.2	0.3	1.4	1.2	1.1
영업이익률	8%	5%	3%	4%	14%	15%	13%
미팩토리							
매출	18.0	4.9	3.6	4.8	4.6	5.9	4.4
판매관리비	9.8	2.9	2.1	2.5	2.3	3.1	2.8
영업이익	-0.5	0.4	-0.3	-0.2	-0.3	0.2	0.2
영업이익률	-3%	8%	-9%	-5%	-7%	3%	4%
제아 H&B							
매출	42.0	9.4	12.4	11.1	9.1	9.4	9.7
판매관리비	12.5	2.7	3.0	3.1	3.6	3.4	3.9
영업이익	12.4	3.0	4.3	3.3	1.8	1.9	1.8
영업이익률	30%	32%	34%	30%	20%	21%	18%
지엠홀딩스							
매출	8.7	2.6	2.3	1.5	2.4	1.6	1.8
판매관리비	6.7	2.1	1.6	1.4	1.5	1.6	1.1
영업이익	-0.7	-0.4	-0.1	-0.4	0.2	-0.6	0.1
영업이익률	-8%	-14%	-4%	-27%	8%	-37%	6%

자료: 유안타증권 리서치센터

에이블씨엔씨 (078520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	4,383	4,079	4,346	3,733	3,455
매출원가	1,413	1,498	1,661	1,514	1,446
매출총이익	2,971	2,581	2,685	2,219	2,010
판매비	2,904	2,404	2,442	2,107	2,199
영업이익	67	177	243	112	-189
EBITDA	123	226	294	158	-148
영업외손익	-18	27	26	-15	46
외환관련손익	-2	3	0	-16	-14
이자손익	32	35	26	25	24
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-48	-11	0	-24	36
법인세비용차감전순이익	50	204	269	97	-143
법인세비용	24	48	89	9	-26
계속사업순이익	26	156	180	88	-117
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	156	180	88	-117
지배지분순이익	26	156	180	82	-117
포괄순이익	22	156	170	63	-142
지배지분포괄이익	22	156	170	58	-130

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	1,591	1,882	2,161	3,073	2,955
현금및현금성자산	86	272	461	410	342
매출채권 및 기타채권	320	237	240	240	211
재고자산	392	422	512	447	414
비유동자산	692	604	618	649	619
유형자산	223	209	191	149	114
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	12
기타투자자산	35	33	33	30	30
자산총계	2,283	2,486	2,779	3,722	3,574
유동부채	517	563	779	651	635
매입채무 및 기타채무	506	524	680	575	559
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	70	69	19	25	25
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	587	632	797	676	660
지배지분	1,696	1,854	1,981	3,034	2,904
자본금	64	70	77	124	135
자본잉여금	401	401	401	1,476	1,476
이익잉여금	1,213	1,358	1,484	1,469	1,352
비지배지분	0	0	0	11	10
자본총계	1,696	1,854	1,981	3,045	2,914
순차입금	-813	-1,183	-1,361	-2,326	-2,258
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	-110	336	272	40	42
당기순이익	26	156	180	88	-117
감가상각비	42	36	38	34	35
외환손익	2	-1	-6	3	14
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-288	30	-52	-132	-11
기타현금흐름	108	115	111	48	121
투자활동 현금흐름	-81	-148	-44	-1,103	-28
투자자산	-31	-1	0	-12	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-61	-29	-30	-50	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	12	-119	-14	-1,042	-16
재무활동 현금흐름	-35	-3	-43	1,016	26
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	1,063	11
현금배당	-34	-1	-41	-60	0
기타현금흐름	-1	-1	-2	14	15
연결범위변동 등 기타	0	1	4	-5	-109
현금의 증감	-226	186	190	-51	-68
기초 현금	312	86	272	461	410
기말 현금	86	272	461	410	342
NOPLAT	67	177	243	112	-189
FCF	-259	186	132	-35	-124

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

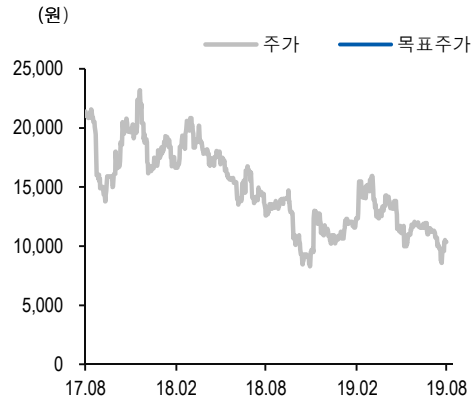
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	146	886	1,024	464	-470
BPS	9,833	10,736	11,456	12,354	10,847
EBITDAPS	964	1,614	1,913	892	-593
SPS	24,922	23,190	24,706	21,109	13,862
DPS	7	239	350	0	0
PER	134.2	23.5	23.3	45.7	-23.2
PBR	2.0	1.9	2.1	1.7	1.0
EV/EBITDA	20.5	10.5	9.3	8.2	-3.7
PSR	0.8	0.9	1.0	1.0	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	-0.9	-7.0	6.5	-14.1	-7.4
영업이익 증가율 (%)	-48.8	162.2	37.3	-53.8	적지
지배순이익 증가율 (%)	-79.6	507.2	15.6	-54.5	적지
매출총이익률 (%)	67.8	63.3	61.8	59.4	58.2
영업이익률 (%)	1.5	4.3	5.6	3.0	-5.5
자배순이익률 (%)	0.6	3.8	4.1	2.2	-3.4
EBITDA 마진 (%)	2.8	5.5	6.8	4.2	-4.3
ROIC	8.8	30.4	52.8	39.7	-66.3
ROA	1.1	6.5	6.8	2.5	-3.2
ROE	1.5	8.8	9.4	3.3	-3.9
부채비율 (%)	34.6	34.1	40.3	22.2	22.6
순차입금/자기자본 (%)	-47.9	-63.8	-68.7	-76.7	-77.8
영업이익/금융비용 (배)	41.3	0.0	0.0	0.0	0.0

에이블씨엔씨 (078520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-20	Not Rated 담당자 변경	-	1년		
2018-05-31	1년 경과 이후		1년	-55.36	-
2017-05-31	HOLD	27,863	1년	-43.95	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.8
Hold(중립)	11.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.