

2017. 4. 24



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 28,500 원

현재주가 (4.21) 28,300 원

상승여력 0.7%

KOSPI 2,165.04pt

시가총액 4,780억원

발행주식수 1,689만주

유동주식비율 68.49%

외국인비중 18.01%

52주 최고/최저가 38,000원 / 18,300원

평균거래대금 43.4억원

## 주요주주(%)

서영필 외 1인 30.0

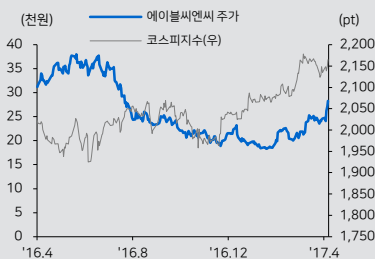
신영증권 6.6

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 32.86 30.72 -9.44

상대주가 28.85 21.96 -13.75

## 주가그래프



## 에이블씨엔씨 078520

## IMM 컨소시엄으로 최대주주 변경 예정

- ✓ 1Q 매출 부진에도 색조 신제품 효과와 일본법인 수출 고성장으로 수익성 개선 전망
- ✓ 국내 사모펀드인 IMM 컨소시엄으로 최대주주 변경될 예정
- ✓ 국내 유통구조 개선과 해외사업 확장을 위한 적극적인 투자유치 기대
- ✓ 투자이건 Buy 유지, 향후 최종 인수 마무리 이후 구체화된 성장 전략에 따라 적정 주가 조정 반영할 예정

## 1Q 색조 신제품 효과와 일본법인 수출 고성장으로 수익성 개선 전망

에이블씨엔씨의 연결기준 1분기 실적은 매출액 1,022억원 (+0.5% YoY), 영업이익 53억원 (+3.3% YoY) 기록할 전망이다. 지난해 높은 기저 (라인 캐릭터 콜라보 제품 판매 호조)와 내수 소비침체에 따른 부진으로 시장 컨센서스 (매출액 1,087억원, 영업이익 62억원) 대비 소폭 하회할 전망이다. 그러나 마진율이 좋은 고가격대의 색조 신제품 효과와 일본법인 수출 고성장 (드렉스토어 채널 확대 효과)으로 영업이익을 개선이 기대된다.

## IMM 컨소시엄으로 최대주주 변경 예정, 우려보다는 기대요인이 더 많다

국내 사모펀드인 IMM 컨소시엄 (특수목적 SPC 비너스원)은 에이블씨엔씨 지분 25.5%를 창업주 서영필 대표로부터 1,882억원에 인수하는 계약을 체결했다. 인수 가격은 주당 43,636원으로 현금 흐름을 중시하는 PEF 특성상 DCF Valuation (WACC 6.1%, 무위험수익률 2.0%, 리스크프리미엄 6.0%, 계속성장률 3.0%)으로 산출된 것으로 추산되며 당사 추정치 기준 인수가격에 내재된 가치는 2017년 PER 30.9배 (순현금 감안 시 27.6배), PBR 3.4배 수준이다. 최근 화장품업종 평균 PER 이 24배 임을 감안할 때 30% 정도 경영권 프리미엄이 반영된 것으로 판단한다.

이번 최대주주 변경으로 우려보다는 기대요인이 더 많을 것으로 전망한다. 국내 유통구조 개선과 해외사업 확장을 위한 투자유치 등이 보다 적극적으로 진행될 가능성이 높기 때문이다. 따라서 에이블씨엔씨 대해 투자이건 Buy를 유지하고 적정 주가 28,500원 (DCF Valuation, WACC 6.1%, 무위험수익률 2.0%, 리스크프리미엄 6.0%, 계속성장률 0.0% 보수적으로 가정)을 제시한다. 향후 최종 인수가 마무리된 이후 구체화된 성장 전략에 따라 적정주가를 조정 반영할 예정이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	407.9	17.7	15.6	923	507.2	10,803	23.1	2.0	9.3	8.8	34.1
2016	434.6	24.3	18.0	1,067	15.6	11,556	19.4	1.8	6.2	9.4	40.3
2017E	452.0	27.1	23.8	1,411	32.3	12,692	20.1	2.2	8.8	11.5	35.1
2018E	473.2	29.1	25.6	1,519	7.6	13,859	18.6	2.0	7.7	11.4	33.8
2019E	494.5	30.4	25.7	1,524	0.4	15,013	18.6	1.9	6.9	10.5	32.6

표1 1Q17 Earnings Preview

(십억원)	1Q17E	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	102.2	101.7	0.5	130.8	-21.9	108.7	-6.0
영업이익	5.3	5.1	3.3	12.8	-58.6	6.2	-14.5
지배주주순이익	4.9	4.5	8.9	11.0	-55.5	5.3	-7.5

자료: 에이블씨앤씨, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	451.5	472.8	452.0	473.2	0.1	0.1
영업이익	26.4	27.6	27.1	29.1	2.7	5.4
지배주주순이익	23.0	24.6	23.8	25.6	3.5	4.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에이블씨앤씨 Valuation (IMM 인수가 산출 가정)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT	17.7	24.3	27.1	29.1	30.4	31.8	33.2
- EBIT에 대한 세금	4.2	8.0	7.0	8.0	8.8	8.7	9.3
- CAPEX	2.9	3.0	6.0	7.0	8.0	9.0	8.0
- 순운전자본 증가(감소)	-12.5	-7.1	2.7	0.4	0.4	0.5	0.5
+ 감가상각비	3.6	3.8	4.0	4.7	5.4	6.2	7.4
+ 무형자산상각비	1.3	1.3	1.3	0.7	0.4	0.2	0.1
FCFF	28.0	25.5	16.6	19.1	19.0	20.1	23.0
Terminal Value			793.5				
Terminal Growth			3.0%				
NPV of FCFF			85.7				
PV of Terminal Value			437.3				
Enterprise Value			523.0				
Cash & Equivalents			46.1				
Other Investment			90.0				
Interest Bearing Debt			0.0				
Minority Interest			0.0				
Preferred Stock			0.0				
Equity Value			659.1				
Mid-year adj Factor			1.0				
Current Equity Value			671.6				
Shares Outstanding			15,378.7				
추정주당가치 (원)			43,672				
현재주가 (원)			28,300				
Upside (%)			54.3%				

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 에이블씨엔씨 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	407.9	101.7	108.4	93.7	130.8	434.6	102.2	112.5	99.3	138.0	452.0
증가율 (% YoY)	-7.0	16.0	-1.6	4.2	4.8	6.5	0.5	3.8	6.0	5.5	4.0
매장수	720					733					750
증가율 (% YoY)	-7.1					1.8					2.3
Online	42.3	10.2	10.2	8.4	15.3	44.1	10.2	10.1	8.9	15.2	44.5
가맹점	81.0	18.0	18.5	15.5	26.9	78.9	16.9	18.0	15.9	26.2	77.0
직영점	242.2	59.6	61.6	53.6	73.4	248.1	56.7	60.7	54.6	74.5	246.6
수출	40.0	12.1	16.1	14.4	14.9	57.6	16.3	21.4	17.9	21.8	77.4
기타	2.4	1.8	2.0	1.8	0.3	5.8	2.0	2.2	2.0	0.3	6.6
비중(%)											
Online	10.4	10.0	9.4	9.0	11.7	10.1	10.0	9.0	9.0	11.0	9.8
가맹점	19.9	17.7	17.1	16.5	20.6	18.2	16.5	16.0	16.0	19.0	17.0
직영점	59.4	58.6	56.8	57.2	56.1	57.1	55.5	54.0	55.0	54.0	54.6
수출	9.8	11.9	14.9	15.4	11.4	13.3	16.0	19.0	18.0	15.8	17.1
기타	0.6	1.8	1.8	1.9	0.1	1.3	2.0	2.0	2.0	0.2	1.5
증가율 (% YoY)											
Online	20.2	28.9	-9.3	-14.0	14.7	4.3	0.5	-0.6	6.0	-0.8	0.8
가맹점	-18.5	10.4	-13.2	-15.3	7.3	-2.6	-6.3	-2.9	2.8	-2.7	-2.5
직영점	-5.9	8.0	-7.3	3.3	6.7	2.5	-4.8	-1.3	1.9	1.6	-0.6
수출	-3.4	45.3	45.2	60.5	29.2	44.0	35.1	32.4	23.9	46.2	34.4
기타	-52.0			80.0	-81.9	139.5	11.7	15.3	11.6	5.5	12.6
매출원가	149.8	39.6	42.3	37.3	46.9	166.1	39.6	43.3	39.2	49.4	171.6
증가율 (% YoY)	6.0	33.9	3.1	9.0	4.3	10.9	0.0	2.5	5.1	5.4	3.3
매출원가율(%)	36.7	39.0	39.0	39.9	35.8	38.2	38.8	38.5	39.5	35.8	38.0
매출총이익	258.1	62.0	66.1	56.4	83.9	268.5	62.5	69.2	60.1	88.6	280.4
증가율 (% YoY)	-13.1	6.8	-4.3	1.2	11.6	4.0	0.8	4.6	6.6	5.5	4.5
매출총이익률(%)	63.3	61.0	61.0	60.1	64.2	61.8	61.2	61.5	60.5	64.2	62.0
판관비	240.4	56.9	60.0	56.0	71.2	244.2	57.2	63.0	58.6	74.5	253.3
증가율 (% YoY)	-17.2	-7.4	-4.1	3.3	14.6	1.6	0.6	4.9	4.6	4.7	3.8
판관비중(%)	58.9	56.0	55.4	59.8	54.4	56.2	56.0	56.0	59.0	54.0	56.0
인건비	26.9	6.4	6.0	6.4	7.0	26	6.6	6.2	6.6	7.4	27
증가율 (% YoY)	14.6	7.0	6.2	12.1	-27.5	-4.4	3.0	3.0	3.0	5.0	3.5
매출대비(%)	6.6	6.3	5.5	6.8	5.4	5.9	6.4	5.5	6.6	5.3	5.9
광고선전비	9.2	1.0	2.0	1.3	3.1	7	1.0	2.1	1.3	3.1	8
증가율 (% YoY)	-67.7	-73.2	-26.1	-15.0	134.1	-20.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출대비(%)	2.3	1.0	1.8	1.3	2.3	1.7	1.0	1.8	1.3	2.3	1.7
지급수수료	103.5	26.3	27.0	24.1	30.5	108	27.6	27.5	24.6	33.6	113
증가율 (% YoY)	-15.2	-4.2	-2.6	9.4	16.4	4.4	5.0	2.0	2.0	10.0	5.0
매출대비(%)	25.4	25.9	24.9	25.7	23.4	24.8	27.0	24.5	24.8	24.4	25.1
기타	100.8	23.2	25.0	24.3	30.6	103.1	22.0	27.2	26.1	30.4	106
증가율 (% YoY)	-13.4	-4.4	-5.6	-3.0	22.8	2.3	-5.2	8.7	7.6	-0.5	2.6
영업이익	17.7	5.1	6.1	0.3	12.8	24.3	5.3	6.2	1.5	14.1	27.1
증가율 (% YoY)	162.2	흑전	-6.4	-78.0	-2.8	37.3	3.3	2.0	379.0	10.2	11.4
영업이익률(%)	4.3	5.1	5.6	0.3	9.8	5.6	5.2	5.5	1.5	10.2	6.0

자료: 에이블씨엔씨, 메리츠증권증권 리서치센터

## 에이블씨엔씨(078520)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	407.9	434.6	452.0	473.2	494.5
매출액증가율 (%)	-7.0	6.5	4.0	4.7	4.5
매출원가	149.8	166.1	171.6	178.9	186.9
매출총이익	258.1	268.5	280.4	294.4	307.6
판매비와관리비	240.4	244.2	253.3	265.2	277.2
영업이익	17.7	24.3	27.1	29.1	30.4
영업이익률 (%)	4.3	5.6	6.0	6.2	6.2
금융수익	3.8	2.6	2.9	3.2	3.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.1	0.0	1.0	1.0	1.0
세전계속사업이익	20.4	26.9	30.9	33.3	35.0
법인세비용	4.8	8.9	7.1	7.7	9.2
당기순이익	15.6	18.0	23.8	25.6	25.7
지배주주지분 순이익	15.6	18.0	23.8	25.6	25.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	33.6	27.2	26.1	30.9	31.5
당기순이익(손실)	15.6	18.0	23.8	25.6	25.7
유형자산감가상각비	3.6	3.8	4.0	4.7	5.4
무형자산상각비	1.3	1.3	1.3	0.7	0.4
운전자본의 증감	3.0	-5.2	-3.1	-0.1	-0.1
투자활동 현금흐름	-14.8	-4.4	-9.7	-11.6	-12.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.9	-3.0	-6.0	-7.0	-8.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-0.3	-4.3	-5.3	-6.7	-6.7
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가	18.6	19.0	11.0	12.7	12.2
기초현금	8.6	27.2	46.1	57.1	69.9
기말현금	27.2	46.1	57.1	69.9	82.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	188.2	216.1	229.2	250.0	270.4
현금및현금성자산	27.2	46.1	57.1	69.9	82.1
매출채권	21.8	21.8	22.7	23.7	24.8
재고자산	42.2	51.2	48.6	50.9	53.2
비유동자산	60.4	61.8	62.6	64.4	66.7
유형자산	20.9	19.1	21.1	23.4	25.9
무형자산	3.0	2.9	1.7	0.9	0.5
투자자산	3.3	3.3	3.4	3.5	3.7
자산총계	248.6	277.9	291.9	314.4	337.1
유동부채	56.3	73.5	69.3	72.5	75.8
매입채무	34.3	48.0	42.8	44.8	46.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.9	6.3	6.5	6.8	7.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	63.2	79.7	75.8	79.4	82.9
자본금	7.0	7.7	8.4	8.4	8.4
자본잉여금	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1
기타포괄이익누계액	-1.4	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
이익잉여금	135.8	148.4	165.6	184.6	203.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	185.4	198.1	216.0	235.0	254.1

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	24,148	25,727	26,760	28,018	29,279
EPS(지배주주)	923	1,067	1,411	1,519	1,524
CFPS	2,133	2,507	1,976	2,103	2,206
EBITDAPS	1,338	1,742	1,916	2,044	2,147
BPS	10,803	11,556	12,692	13,859	15,013
DPS	350	450	400	400	400
배당수익률(%)	1.4	1.9	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.1	19.4	20.1	18.6	18.6
PCR	12.1	9.1	14.3	13.5	12.8
PSR	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
PBR	2.0	1.8	2.2	2.0	1.9
EBITDA	22.6	29.4	32.4	34.5	36.3
EV/EBITDA	9.3	6.2	8.8	7.7	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	9.4	11.5	11.4	10.5
EBITDA 이익률	5.5	6.8	7.2	7.3	7.3
부채비율	34.1	40.3	35.1	33.8	32.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	15.9	19.9	20.3	20.4	20.4
재고자산회전율(x)	10.0	9.3	9.1	9.5	9.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근  
1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 에이블씨엔씨(078520) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.12	기업브리프	Reduce	26,000	송광수	
2015.07.29	기업브리프	Hold	24,000	송광수	
2015.08.11	기업브리프	Hold	24,000	송광수	
2015.09.17	산업분석	Hold	24,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Hold	24,000	송광수	
2015.11.09	기업브리프	Reduce	19,000	송광수	
2015.12.10	산업분석	Hold	22,000	송광수	
				담당자 변경	
2016.06.27	산업분석	Buy	45,000	양지혜	
2016.08.09	기업브리프	Trading Buy	34,000	양지혜	
2016.10.13	산업분석	Trading Buy	28,000	양지혜	
2017.01.11	기업브리프	Buy	25,000	양지혜	
2017.04.24	기업브리프	Buy	28,500	양지혜	