



Not Rated

주가(03/06): 14,050원

시가총액: 3,798억원

화장품/의류

Analyst 조경진

02) 3787-4776

kjcho@kiwoom.com

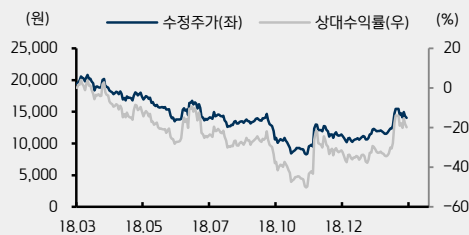
Stock Data

KOSDAQ (03/06)		2,175.60pt
52 주 주가동향		3,798억원
최고/최저가 대비	최고가	최저가
등락률	20,850원	8,300원
수익률	-32.61%	69.28%
	1M	절대 상대
	6M	16.6% 18.1%
	1Y	3.7% 9.0%

Company Data

발행주식수	27,033천주
일평균 거래량(3M)	320천주
외국인 지분율	10.20%
주요 주주	리프앤바인 외 2인 62.85%

Price Trend



에이블씨엔씨 (078520)

유통채널 지각변동 속 원브랜드샵(로드샵)의 과도기



2019년 3월 6일 최근 동향 및 향후 전략 파악을 위해 에이블씨엔씨 탐방을 다녀왔습니다. 최근 시장 참여자들의 관심은 18년 11월 '미팩토리' 인수를 시작으로 두 달 이내 '제아H&B', '지엠홀딩스' 인수를 통한 향후 동사의 행보였습니다. 질의응답을 통해 M&A 기대 효과를 확인했으며, 유통채널의 지각변동이 진행되고 있는 가운데 기존 브랜드의 리뉴얼과 M&A를 통해 유통채널 변화에 유연하게 대응하고 있는 모습입니다.

>>> M&A를 통한 유연한 대응

동사는 2000년 설립되어 2005년 코스닥시장에 상장. 2011년 유가증권 시장으로 이전 상장한 화장품 및 생활용품 전문 제조 업체임. 대표 브랜드로는 '미샤'와 '어퓨'가 있으며, 일본 및 중국에 진출해 있음

최근 영업 상황은 내수 경기 침체, 중국인 관광객 감소와 온라인 및 H&B 스토어로 화장품 구매채널이 이동하며 로드샵 채널이 부진을 겪고 있음. 유통 채널의 구조적 변화에 1) M&A를 통해 제품 포트폴리오 강화 및 채널 다변화로 대응하고, 2) 기존 브랜드인 '미샤'와 '어퓨'의 비효율 매장 및 SKU 축소를 진행하고 있음

1-1) M&A를 통한 효과: M&A의 목적은 포트폴리오 강화하기 위함. 3개의 피인수 기업(미팩토리, 제아H&B, 지엠홀딩스)들을 통해 로드샵(원브랜드샵)에 추가적인 브랜드 구축에 필요한 외부 브랜드 소싱 및 유통 전문 업체를 확보하게 됨. H&B 입점 브랜드 소싱 및 온라인 채널을 활용해 Cross-selling을 기반으로 동사의 매출 및 매장 수익성 개선 기대하고 있음. 한편, M&A를 통한 외형 성장 기대되나 동사의 경우 직영점 비중이 높아 고정비 부담으로 이어질 수 있는 우려 존재

2-1) 비효율 매장 및 SKU 축소 진행: 미샤 및 어퓨는 각 매장 별로 평균 약 1,200-1,300개의 SKU를 보유하고 있음. 수익이 나지 않는 제품 위주로 20-30%의 SKU 축소할 예정임. 저효율 로드샵 매장 정리하고 있으나 '미샤'와 '어퓨'의 정체성 유지 및 인력에는 변동 사항 없음. 기존 브랜드에서 세분화된 고객 확보를 위한 색조 화장품 및 더마 론칭을 통해 브랜드 다각화를 진행하고 있음. 미샤의 개뿔썩 에센스(발효), 어퓨의 맑은 솔썩 라인(비건)등을 출시하며 히트아이템 발굴에도 적극적임

원브랜드샵과 H&B 사이

원브랜드샵은 H&B대비 마진율이 높으나 목적구매가 많아 트래픽과 티켓 프라이스가 한정적임. 반면, H&B는 트래픽이 높은 반면 마진율이 제한적이고, 히트아이템에 민감한 고객이 많아 MD의 능력이 매우 중요함(다음페이지에 계속)

원브랜드 매장 내 브랜드 수를 늘리려면 기존 SKU를 줄여야 하는 데다 매장 규모가 작고, 소싱 능력이 부족하다 보니 멀티브랜드 형태로 전환하기는 쉽지 않음.

녹색지 않은 마케팅

추가적으로 최근 화장품 업체들이 당면한 문제로 투입되는 광고선전비 대비 매출액 향상 효과를 얻지 못하고 있음. 이유는 화장품의 특성상 타깃을 대상으로 한 광고를 해야 하는데 H&B, 온라인으로 채널이 이동하면서 카테고리별, 타깃 연령대별 개별 광고가 어렵기 때문임. 19년에는 약 140억 수준의 마케팅 예산 책정해 놓음. TV광고 외 온라인 역직구, 검색창 등 브랜드 노출 효과 극대화할 수 있는 광고 위주로 진행할 계획임

채널별 매출액 비중 추이

2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	전년대비 증감율
국내 본사											
매출	83,661	91,488	69,707	87,346	332,201	67,787	81,530	67,045	92,028	308,391	-7.2%
매출원가	33,792	35,522	29,346	34,462	133,122	28,038	32,531	31,796	35,556	127,921	-3.9%
매출원가율	40.4%	38.8%	42.1%	39.5%	40.1%	41.4%	39.9%	47.4%	38.6%	41.5%	1.4%p
매출총이익	49,869	55,966	40,361	52,884	199,080	39,749	49,000	35,249	56,471	180,469	-9.3%
매출총이익율	59.6%	61.2%	57.9%	60.5%	59.9%	58.6%	60.1%	52.6%	61.4%	58.5%	-1.4%p
판관비	46,994	51,827	42,317	50,280	191,419	42,171	53,085	47,276	54,957	197,489	3.2%
판관비율	56.2%	56.6%	60.7%	57.6%	57.6%	62.2%	65.1%	70.5%	59.7%	64.0%	6.4%p
영업이익	2,875	4,139	(1,956)	2,604	7,661	(2,422)	(4,085)	(12,027)	1,514	(17,019)	전자전환
영업이익율	3.4%	4.5%	-2.8%	3.0%	2.3%	-3.6%	-5.0%	-17.9%	1.6%	-5.5%	-7.8%p
중국법인											
매출	14,905	8,708	11,380	7,279	42,272	11,026	10,536	8,265	14,487	44,314	4.8%
영업이익	1,988	(3,026)	1,290	121	373	821	(730)	(1,289)	(694)	(1,891)	(3,783)
영업이익율	13.3%	-34.7%	11.3%	1.7%	0.9%	7.4%	-6.9%	-15.6%	-4.8%	-4.3%	-5.2%p
일본법인											
매출	8,470	7,290	7,463	4,991	28,214	5,557	5,676	6,881	10,262	28,377	0.6%
영업이익	335	0	961	397	1,693	280	179	289	1,432	2,181	28.8%
영업이익율	4.0%	0.0%	12.9%	8.0%	6.0%	5.0%	3.2%	4.2%	14.0%	7.7%	1.7%p

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

미팩토리 인수개요

미팩토리 인수 개요	
투자 목적	· 당사보유 Beauty platform 에 Brand 추가 필요 · 자체 성장성 및 디지털 마케팅 성과가 입증된 미팩토리 인수
가치 평가	· 투자금액 : 324 억 원(현금 114 억, 주식교환 210 억) · 창업자가 당사 지분 보유 + 미팩토리 경영권 유지
거래 개요	· 수익가치(DCF 법) : 503 억원 (WACC : 13.9%, 영구성장률 1%)

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

미팩토리 투자 하이라이트

미팩토리 자체 성장 가능성	브랜드	Young / Trendy 한 브랜드를 다수 보유하고 있으며 이를 기반으로 안정적인 자체 성장 가능 (브랜드 별 소수의 SKU 통하여 매출 발생 : 확장 가능성 보유)
	채널	국내 핵심 온오프 채널 내 입점 + 해외 지역 진출을 시도한 브랜드는 성장세 既확보
	디지털 마케팅	Mass-brand player 의 핵심 역량인 디지털 마케팅 관련 성과 입증
즉시 실현 가능한 Quick-win 성과 다수	매출	수익성 즉시 개선 가능 (거래 구조 관련) 머지&어니시의 해외 지역 확장 (당사 보유 해외 채널 즉시 활용) 생산 Lead time 개선 등 통한 "Lost Revenue" 확보
	비용	Top Tier OEM 업체 전환 통한 원가 절감 판매수수료 절감 (Able C&C 협상력) 물류 통합 통한 비용 절감
Able C&C Upside	브랜드	Able C&C "그룹" 내 신규 브랜드/상품군 추가로 화장품 사업 내 영역 확장 ("더마" 라인 추가)
	플랫폼 확장	Able C&C 보유 "beauty platform"의 확장 : 입점 브랜드 소싱 지속 미팩토리 보유한 "중국 및 동남아시아 내 영업력 및 네트워크" 및 "디지털마케팅 능력" 활용

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

제아H&B 인수개요

미팩토리 인수 개요	
투자 목적	<ul style="list-style-type: none"> · 에이블씨엔씨 그룹 브랜드 포트폴리오 확대 · 신규 브랜드 소싱/유통채널 확산 및 운영 노하우 통한 시너지 확보
가치 평가	<ul style="list-style-type: none"> · Deal Value : 920 억원(EV/EBITDA 6.6x) · DCF 기준 : 894 억 ~ 1,071 억원 (WACC 15%)
거래 개요	<ul style="list-style-type: none"> · 1 차 거래(60%) : 552 억원(Deal Value 920 억) · 2 차 거래(40%) : 대상회사 실적에 따라 지급

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

제아H&B 투자 하이라이트

성장 가능성	브랜드	프리미엄~저가 브랜드에 걸친 넓은 브랜드 포트폴리오로 Able C&C 의 기존 사업 영역 확장에 기여
	확장성	신규 브랜드 소싱 know-how 통한 브랜드 확장력 보유 노후화된 브랜드를 revitalize 하는 노하우 타 채널 대비 고수익 면세점 채널에 집중하여 면세점 위주 폭발적 성장 니치 마케팅 역량을 기반으로 빠르게 성장하였으며, 향후 1~2 년간 추가 성장 기대
	채널	H&B, 면세점 등 유통 채널 운영 역량 高 (전 채널 공헌이익률 50% 수준 유지)
	수익성	마케팅, 물류, promotion 효율화 know-how 로 영업이익 극대화 및 Cost-efficient 한 채널 운영 능력 보유
Able C&C Upside		강력한 기존 브랜드 보유 및 신규 브랜드 소싱 능력 Cost-efficient 한 브랜드 포트폴리오 운영 능력 : 에이블씨엔씨의 사업 확장

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

지엠홀딩스 인수개요

미팩토리 인수 개요	
투자 목적	<ul style="list-style-type: none"> · 더마 브랜드를 즉시 에이블씨엔씨 그룹 브랜드로 편입 · 에이블씨엔씨 기존 보유 채널 성장 동력 추가
가치 평가	<ul style="list-style-type: none"> · Deal Value : 650 억원 · DCF 기준 : 550 억 ~ 697 억원 (WACC 14.7%)
거래 개요	<ul style="list-style-type: none"> · 1 차 거래(50% 이상) : 360 억 수준 (유상증자 포함) · 2 차 거래(잔여지분%) : 대상회사 실적에 따라 지급

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

지엠홀딩스 투자 하이라이트

성장 가능성	고성장 & 경쟁력	국내외 다양한 유통 채널 입점 성공 다양한 투자자로부터 펀딩 유치 성공 등 다양한 주체들 대상 회사의 경쟁력 입증
	브랜드	국내 다양한 더마코스메틱 브랜드 중 몇 안되는 '병원 입점'이 아닌 '병원 임상 실험에서 탄생한 제품' 브랜드 보유 (고부가가치 채널로의 확대 용이)
	채널	국내 H&B 채널 기 입점 면세점 및 백화점 등 입점 예정
즉시 실현 가능한 Quick-win 성과 다수 보유		피부과 기반 정통 더마 브랜드로 중국 등 해외에서 인정받아 매출 성장 기대 핵심 라인업 외 추가 SKU 및 신규 라인업 출시를 통해 다양한 더마 라인 구축 가능
Able C&C Upside		현재 미사의 부족한 포트폴리오 보강 + '효능' 중심의 기능성 화장품 라인 추가 가능 물류/광고/생산 라인 통합 통한 비용 효율화

자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

킬러아이템 발굴: 미사에서 개뿔쑥을 사용한 피부진정 에센스로 2월 출시한 타임레볼루션 아르테미시아(aka. 미사 개뿔쑥)



자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

뷰티 크리에이터 홀리(구독자 45만명)와 협업 후 신제품 사전 판매 이벤트에서 2분 30초 만에 3000개 완판 기록



자료: 에이블씨엔씨, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 03월 06일 현재 '에이블씨엔씨' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%