

화려한 돌잔치, 그 이후는?

Neutral

Valuation

Target Price: 28,000

Price: 28,800

Margin of Safety: -3%

MktCap.(100mn): 806

ROE: 13.89%

Op.Magin: 7.5%

PER: 8.44

PBR: 1.02

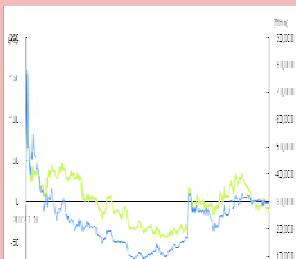
Dividend Yield: 2.3%

Major Sh.Holder:

손석효외 8인/ 55.25%

Foreign Shr.: 0%

KOSPI 비교 차트



● 지속적인 원가 절감 효과 및 영업 이익 개선, 실적 Turn-around

동사는 2005년부터 지속적인 기업 체질 개선을 통해 매출원가를 지속적으로 절감시키며 (2004년 69.2%, 2005년 66%, 2006년 62.7%) 높은 ROA를 실현하고 있다. 기업 내부 Process의 혁신과 브랜드 개편을 통해 기업 운영의 효율화를 달성하여 2004년 영업이익도 -119억 원 에서 2006년 112억 원으로 증가하였다. 올해 상반기 실적을 바탕으로 추정한 2007년 매출액은 작년 대비 10% 이상의 성장을 보일 것으로 보인다. 국내 브랜드 유아 용품 시장 점유율 1위를 유지하고 있는 동사는 영업 실적 악화의 터널을 지나 성공적인 Turn-around에 성공한 것으로 판단된다.

● 시장 대비 낮지만 적절한 Price Multiples

동사의 P/E는 8.44 로 이는 현재 동사가 속해 있는 코스닥 섬유, 의류 업종 평균 19.87에 비해서 현재 52.53% 할인되어 있는 상태이다. 그러나 이러한 낮은 상대적 가치는 동사의 주가 하방 경직성을 강화시켜 주고 있다고 판단된다.

● 중장기적 성장 동력의 부재

동사의 중장기적 성장은 3가지 Risk를 안고 있다. 첫째, 동사가 속해 있는 산업의 낮은 미래 성장성이다. 지금까지 브랜드 유아 용품시장의 성장은 고가 제품의 비중이 증가하면서 그 추세가 이어졌으나 낮은 출산율로 인한 전체 산업 성장 속도가 급격히 감소하고 있다. 둘째, 유아 용품 시장은 진입장벽이 낮고 다양한 유통 채널이 등장하여 경쟁 체제의 심화가 가속화 되고 있다. 이로 인해 시장의 독점적 위치를 고수하던 동사의 시장 지배력이 상실된 상태이다. 마지막으로 해외 수출의 불투명성이다. 세계 최대 시장인 미국과 중국의 실적이 기대 이하에 머물고 있으며 새로운 해외 시장 개척에 대한 전망이 밝지 않은 실정이다.

기업분석 5팀

양정훈, 이강빈, 김정태,
남영구

I. 브랜드 유아용품 시장의 개척한 업계 1위 기업

동사는 유아의류 및 유아용품 등을 제조, 판매하는 회사이다. 1979년 4월에 보라유통산업 주식회사로 출범한 동사는 1980년에 '주식회사 아가방'으로, 2007년 3월에 '아가방앤컴퍼니'로 상호를 변경하여 오늘에 이르고 있다.

최초의 유아의류/용품 전문업체

동사는 국내 최초로 유아의류 및 용품 전문업체로 출범하면서 ONE-STOP SHOPPING을 유아시장에 최초로 도입, 뛰어난 브랜드 인지도와 국내 최대의 유통망을 구축하여 현재까지 동종 업계 시장점유율 1순위를 꾸준히 고수하고 있다.

업종 내 높은 브랜드 파워

동사는 국내외에서 확고한 브랜드 파워를 유지하고 있다. 2006년 4월 중앙리서치를 통하여 조사한 브랜드 인지도 (Awareness Power) 조사에서 아가방의 브랜드 인지도는 87.7%를 획득, 유아용품 브랜드 중 가장 높은 브랜드 인지도를 보인다. 한국 능률협회 컨설팅 브랜드파워 1위에 8년 연속(00-07년) 수상, IPS 산업정책연구원 2004 브랜드 Olympic 유아복 부분 슈퍼브랜드 2년 연속 선정되었다. 일찍 진출한 해외 시장에서 널리 인정 받아 미국 웨더레이티드(미국 최고의 백화점 그룹)에서 최고의 벤더에게 주는 '파이브스타 어워드' 최우수업체상 수상하였고, 1999년 월마트의 "올해의 벤더(vendor of the year)"상을 수상하였다.

다양한 브랜드 포트폴리오

현재 동사는 아가방(AGABANG), 엘르부뽕(ELLE POUPON), 디어베이비(DEAR BABY), 에뜨와(ETTOI), 지미트(Gymitt) 등 6개의 브랜드를 유지하고 있으며 유명 디자이너와의 기획을 통한 패션 아이템화, 세계적 브랜드(ELLE)와의 Co-branding 전략을 통한 고급화로 시장 점유율 1위를 유지하고 있다.



**시장의 변화와 영업실적
악화**

2000년 대 들어서면서 동사의 매출액은 급감하기 시작했다. 시장 상황이 빠르게 변화하고 국내 시장의 소비 패턴 흐름이 빨라지면서 동사의 시장 점유율은 점차 낮아지게 되었다. 이는 영업실적에도 반영되어 2004년의 경우 영업손실을 기록하는 등 창사 이래 최악의 시기를 겪게 된다.

**저출산으로 인한 시장 규모
제한**

가장 큰 변화는 저 출산으로 인한 유아의 감소다. 1990년 후반부터 본격화된 저 출산은 고가제품 선호로 이어져 기존제품의 변화를 요구하게 된다. 중저가 제품으로 인식되어 온 동사의 제품의 판매량은 급감하고 해외 수입 대행 업체들이 호황을 이룬다. 유아 용품의 Trend가 명품과 Well-being으로 전환되었음에도 불구하고 동사는 이에 적절히 대응하지 못하며 기존의 사업 지배력을 잃게 된다.

유통채널의 급격한 변화

새로운 유통채널의 등장 역시 동사의 위협 요소이다. 동사의 시장 지배력은 막강한 유통망에 기반을 두고 있다. 동사는 전국 최다 직영 대리점을 보유하고 있다. 그러나 시대의 변화에 따라 백화점, 대형 할인매장과 홈쇼핑, 인터넷 쇼핑몰 등이 등장하여 기존의 유통채널을 위협하게 된다. 새로운 유통망에 발 빠른 대응을 하지 못한 동사는 직영 대리점의 높은 유지비용으로 가격 경쟁력을 상실하게 되었다.

무분별한 브랜드 확장

무분별한 브랜드 확장으로 인한 비효율적 운영도 영업악화의 원인이다. 동사는 차별화가 전제되지 않은 유사 브랜드를 남발하여 자사 제품간의 경쟁을 야기시켰다. 동일한 유통채널에서 자사 제품의 출혈 경쟁이 일어나자 재고품이 급격히 늘어났다. 2003년 180억 원에 이르는 재고품이 쌓여 기업의 재무성과를 악화시키는 요소로 작용하였다. 철저한 준비 없이 진출한 아동복 시장에서도 고배를 마셔야 했다. 최초 아동복 브랜드인 오즈의 경우 영업부진에 시달리다 2005년 시장에서 사라지게 되었다.

해외 시장의 부진한 성과

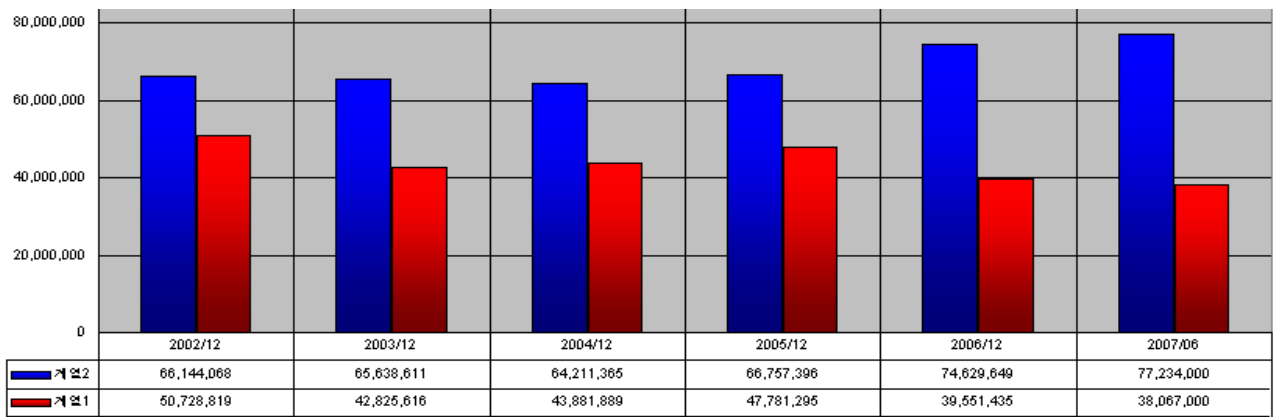
국내 시장의 한계를 극복하기 위해 진출한 해외 시장의 성과 역시 기대 이하의 성적에 머물렀다. 세계 최대 시장인 미국과 중국 시장에 각각 1980년대, 1990년대 진출하여 독립 법인을 설립 의욕적인 시장 공략 전략을 구사하였다. 그러나 고유가와 환율하락으로 인한 수출실적 악화가 이어졌고 대부분의 제품을 OEM 방식으로 판매하여 독자적인 브랜드 Power 구축에 실패하는 등 부진한 성과를 보여왔다.

Ⅲ. Turn-around에 성공한 아가방앤컴퍼니

점점 건실해지는 재무지표

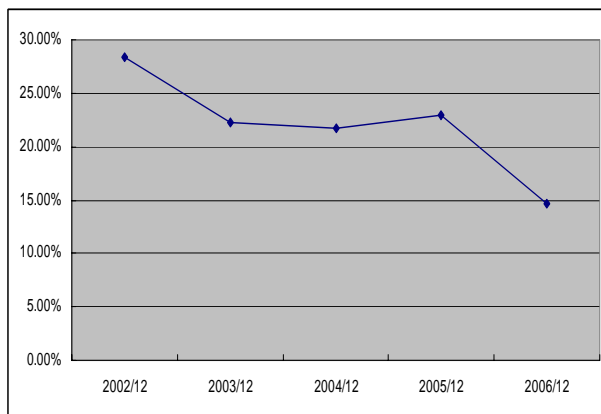
2002년에는 약 60억 원 규모였던 동사의 영업이익은 방만한 경영과 시장대응 실패로 인해 2004년 11억 원의 적자를 기록하였다. 2004년을 기점으로 순이익과 영업이익이 증가하기 시작하였으며 이에 따라 재무적인 건실성이 빠르게 개선되고 있는 추세이다. 가장 먼저 재무건전성을 위한 부채비율을 살펴보면 2002년 43.4%인 부채비율이 지속적인 부채 비율 감소 노력과 꾸준한 자본 확대에 힘입어서 2007년 2분기에 41%으로 낮아졌다. 동사의 자본 증가는 2005년부터 시작된 공격적인 투자자본을 증가 노력으로 인해 가능했다. 부채의 구성 역시 건전한 방향으로 전환되고 있다. 유동부채의 비율이 큰 폭으로 줄어들고 있는 것이다. 이와 같은 과정을 통해 동사는 안정적인 재무구조를 구축하였으며 영업실적 개선을 위한 준비를 마친 것으로 판단된다.

그림1. 지속적으로 감소하는 부채 비율.



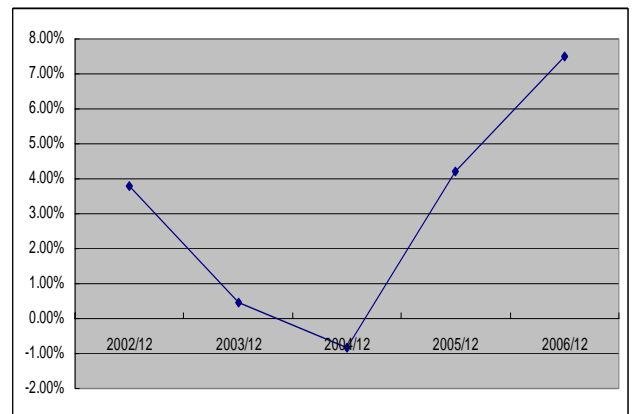
자료: 아가방, SMIC Research Team 5

그림 2. 유동부채의 감소추세



자료: SMIC Research Team 5

그림 3. 영업이익률의 증가추세



자료: SMIC Research Team 5

재고처분을 통한 제품의
매출가격 증가

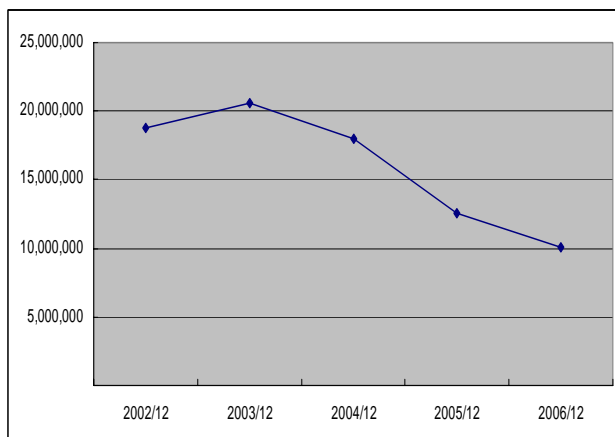
동사의 영업악화의 가장 큰 원인은 감당할 수 없는 수준의 재고율이었다. 재고가 많아지게 되면 이를 처분을 위해 할인가격에 정상제품을 판매해야 한다. 이로 인하여 정상 판매가 하락이 이어지고 재고의 관리를 위한 비용도 추가적으로 소요되는 악순환을 그리게 된다. 결국 수익성의 급격한 악화로 나타난다.

2003년 180억 원에 이르는 재고를 2004년을 기점으로 각고의 노력을 통해 처분해 나가기 시작했다. 현재 재고규모는 2003년과 비교해서 절반 이하의 수준인 100억 원 규모로 줄어든 상태이다.

낮은 인지도의 브랜드
정리

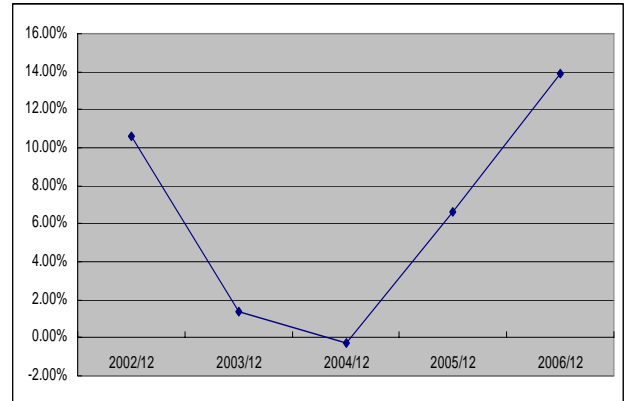
동사는 다양한 시장의 요구에 대응하기 위해서 공격적 브랜드 확장 전략을 시도하였다. 하지만 무분별한 브랜드 확장은 Cannibalization (자기시장 잠식) 현상을 일으키는 원인이 되었고 새로운 브랜드와 기존의 브랜드가 충돌하는 결과로 이어졌다. 2005년 기업 쇄신 작업에 착수한 동사는 수익이 저조한 브랜드인 "오즈"와 "맘스맘"을 정리하였다. 이는 단기적으로는 매출액을 감소시키는 효과를 가져오지만, 장기적으로 효율적인 마케팅과 시장관리를 통해 순이익을 증가시키는 효과를 가져오게 되고 이는 ROE의 변동에서도 알 수 있다. "오즈"와 "맘스맘"의 정리 후에는 특화된 Concept형 브랜드에 집중함으로써 보다 효율적인 브랜드 포트폴리오를 구축하고 있다.

그림 4. 상품재고의 변동추이.



자료: SMIC Research Team 5

그림 5. ROE의 변동 추이.



자료: SMIC Research Team 5

유통채널에 따른 맞춤형 브랜드 전략

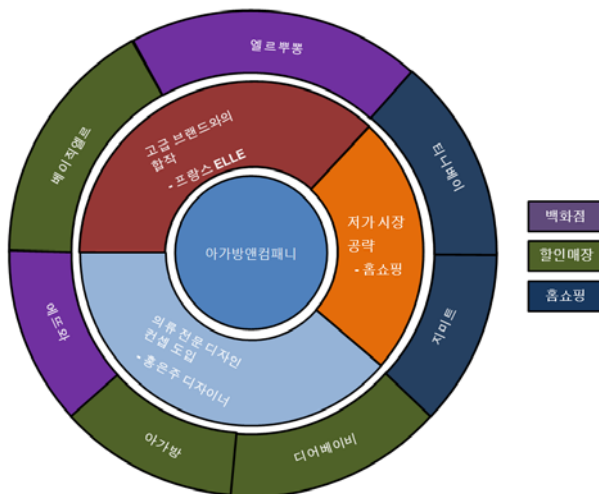
동사는 7개의 브랜드를 가지고 있다. 이들 브랜드는 각각 독립적인 채널을 통해 유통된다. 동사의 대표 브랜드인 아가방과 베이직엘르, 디어베이비는 이마트, 롯데마트, 홈플러스와 같은 일반 할인매장과 개인 사업자가 운영하는 매장에서 판매된다. 에뜨와, 엘르뿌뽕은 백화점에서 지미트 티니베이는 홈쇼핑을 통해서만 구입이 가능하다.

에뜨와와 엘르뿌뽕은 동사의 고급브랜드이다. 프랑스 유명 의류업체인 ELLE와의 합작을 통해 만들어진 에뜨와와 엘르뿌뽕은 백화점 판매를 통해 고가 제품을 선호하는 고객들을 공략하고 있다. 지난 해까지 손익분기점에 도달하지 못하는 실적을 보이던 두 브랜드는 최근 명품 유아용품 브랜드로 입지를 굳히면서 안정적인 흑자 실현에 성공하고 있다.

전통적 브랜드인 아가방의 입지를 그대로 유지하면서 보다 차별화된 새로운 브랜드가 디어베이비와 베이직엘르이다. 이들 브랜드는 아동복에 전문 디자인의 컨셉을 더한 것을 특징으로 한다. 의류 업계에서 큰 성공을 거둔 홍은주 디자이너와 함께 만든 이들 브랜드는 저렴한 가격과 디자인 그리고 품질의 만족도를 높이며 높은 성과를 보이고 있다. 뿐만 아니라 지미트, 티니베이와 같은 브랜드는 홈쇼핑을 통해 납품되는 브랜드로 기존의 브랜드들과의 경쟁을 피하면서 효과적인 마케팅을 통해 높은 수익을 창출하고 있다.

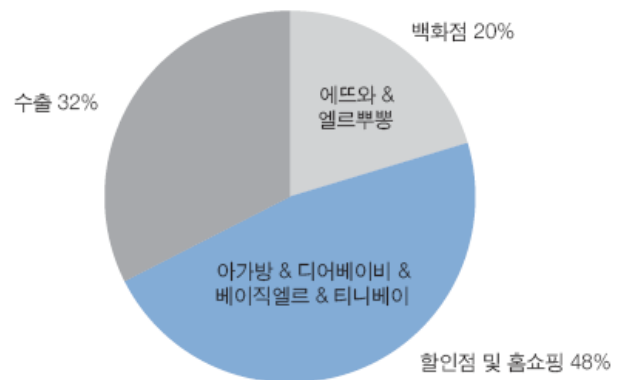
유통채널에 따른 브랜드 분류는 자사 브랜드간 소모적 경쟁을 방지하는 효과가 있다. 실제 동사의 재고자산은 2002년 246억 원에서 2005년 130억 원 수준으로 하락하였다. 또한 다양한 소비자 공략이 가능하다. 제품 가격대 별 맞춤형 마케팅을 전개하여 불필요한 비용을 줄이고 성과를 높이는 결과를 낳고 있다

그림 6. 아가방앤컴퍼니의 브랜드 포트폴리오



자료: 자사 자료, Research 5 Team

그림 7. 각 브랜드별 매출 비중



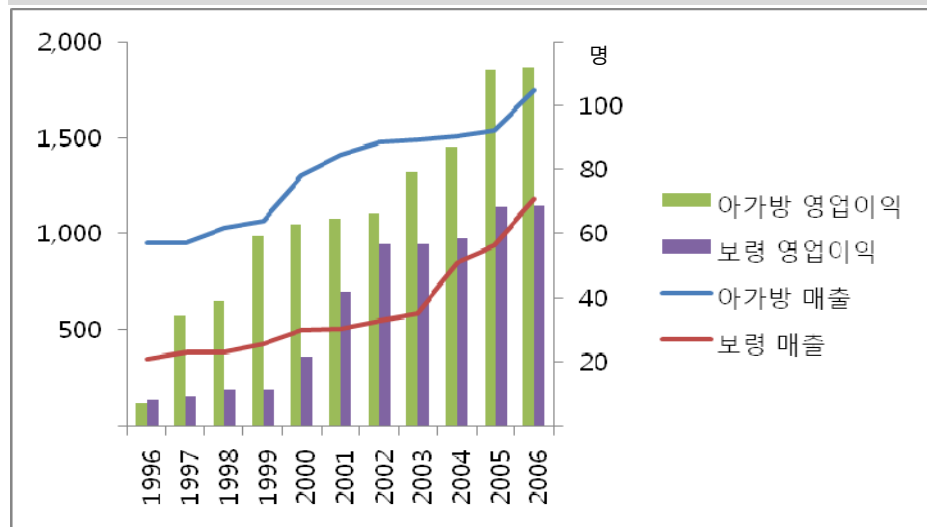
자료: 2006년 결산 실적 기준

IV. 시장 대비 낮은 Price Multiples

동사의 시장 점유율은 지속적으로 낮아졌으나 여전히 업계 1위 기업이다. 그러나 저출산에 의한 유아 용품 시장 축소에 대한 불안감과 영업 악화로 인한 기대가치의 하락은 주가 추락에 반영되었다. 현재 동사의 P/E는 8.44(2007-10-19 기준)로 상대적으로 낮은 수준에 머물러 있다. 의류업계 평균 P/E가 19.87(2007년 3월 기준)수준이며 유통업계의 평균 P/E는 20임을 감안하면 동사는 시장으로부터 적절한 평가를 받지 못하고 있음을 알 수 있다.

주식시장에 상장되어있는 경쟁사인 보령 메디앙스와 비교하여 살펴보면 동사의 우수한 안정적인 가치를 가늠할 수 있다. 동사가 가장 힘든 시기에 해당하는 2001~2003년에 해당하는 기간을 제외하면 경쟁사에 비해 압도적으로 높은 영업 이익률을 기록하고 있다. 13.16%(2006년 말 기준)에 해당하는 동사의 ROE는 지속적으로 증가하고 있는 추세이다. 이에 비해 보령 메디앙스의 ROE는 -0.09(2006년 말)로 정상적인 단계에 진입하지 못하고 있다.

그림 8. 경쟁사와의 영업 실적 비교



자료: Fnguide, Research 5 Team

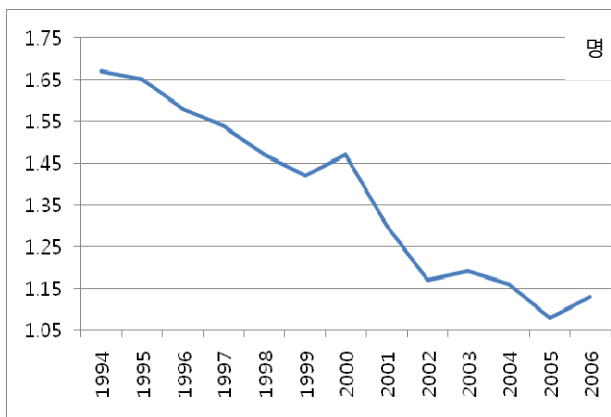
IV. 어두운 시장의 미래와 중장기적 성장 동력의 부재

국내 유아용품 시장 성장의 한계 가시화

국내 유아용품 시장은 저출산으로 인한 소비자 감소로 크게 위축되고 있다. 1994년을 기점으로 매년 큰 폭으로 떨어지고 있는 출산율은 지난 해 “황금돼지해” 효과로 인해 반전되는 기미를 보였다. 그러나 이는 단기적인 현상으로 향후 저출산으로 인한 지속적인 유아 수 감소는 피할 수 없을 것으로 보인다.

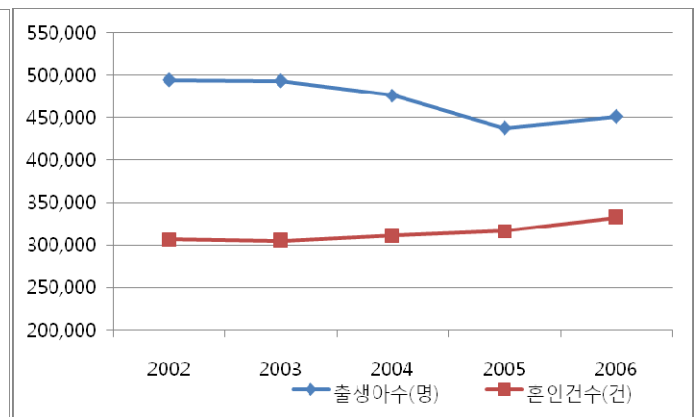
지금까지 국내 브랜드 유아용품 시장은 매년 꾸준한 성장을 거듭해왔다. 유아의 수가 줄어드는 역효과에도 불구하고 기존의 중저가 제품 위주로 구성되던 유아용품 시장이 고가 제품 중심으로 옮겨가면서 전체 외형이 커진 것이다. 그러나 2004년을 정점으로 지난 3년간 시장 성장률이 지속적으로 낮아지는 추세에 있다. 이는 고가 제품에 의존하여 이루어진 유아용품 시장 성장이 한계에 도달했다는 것을 의미한다. 출산 장려를 위한 각종 정책이 큰 실효를 거두지 못하고 있고 국민들의 성향 역시 자녀 출산에 큰 부담을 느끼고 있어 향후 저출산 추세가 쉽게 반전되기는 어려울 것으로 전망된다.

그림 9. 대한민국 합계출산율



자료: 대한민국 통계청

그림 10. 대한민국 혼인건수 대비 출생아수



자료: 대한민국 통계청, SMIC Research Team 5

점차 치열해지는 국내 경쟁

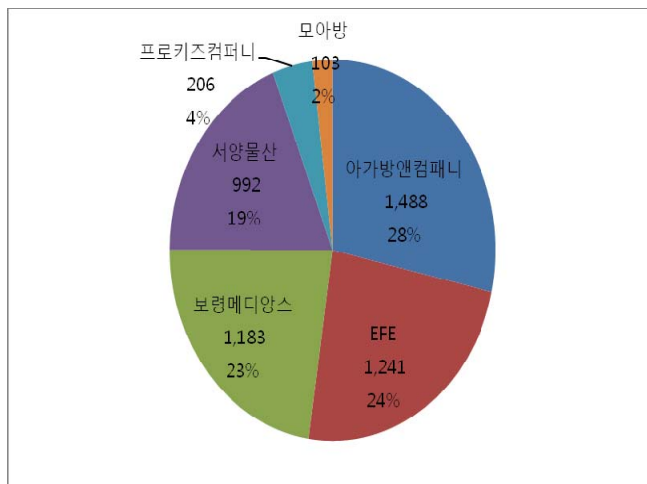
1979년부터 유아용품 사업을 시작한 동사는 창사 이래 현재까지 시장 점유율, 브랜드 인지도 1위의 위치를 고수하고 있다. 그러나 신규 사업자의 진출이 비교적 용이한 산업의 특성과 고급 제품에 대한 소비자의 욕구가 증가하면서 경쟁은 날로 치열해지고 있다. 동사의 시장점유율은 현재 30%에도 미치지 못하고 있다. 2003년부터 동사의 매출액이 제자리에 머무는 동안 고급 유아제품을 표방한 업체들이 큰 성장을 이루었다. 특히 고가의 수입 유아용품이 크게 늘고 있다. 직접적으로 수입 및 판매되는 제품을 포함하여 각 회사별로 유명 해외 브랜드와 제휴를 통해 제품 공급에 앞장서고 있다. 2002년까지 20% 수준에 머물던 수입 유아용품은 2006년 약 50% 수준으로 성장하며 국내 유아용품 시장을 양분하고 있다.

과거 동사의 독점적 시장 지배 체제에서 4개의 기업이 비슷한 점유율로 시장을

지배하는 4강 체제로 변화하게 되었다. 동사를 제외한 3개의 기업이 성장하게 된 것은 동사가 영업악화로 시장의 점유율을 잃어가던

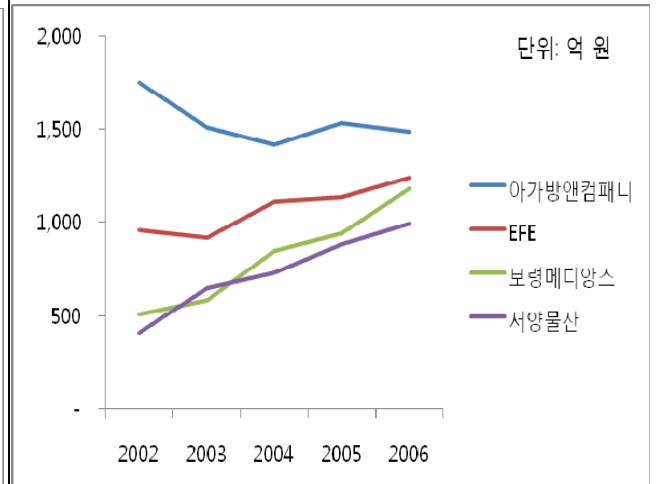
국내 경쟁업체와 수입 브랜드의 공세 속에 동사의 시장 점유율은 점차 낮아지고 있는 추세이다. 동사의 Turn-around의 성공을 가정한다 하더라도 국내 유아용품 시장의 낮은 성장률과 치열한 경쟁 상황을 가장할 때 현 상태를 유지하는 수준에 머물 것으로 추정된다. 따라서 국내 사업의 경우 시장 성장률에 비례하여 매출의 규모가 증가할 것으로 예측된다.

그림 11. 국내 유아복 시장 현황



자료: 각 사 감사보고서(2006) 매출액 기준

그림 12. 상위 3개 업체의 매출액 추이



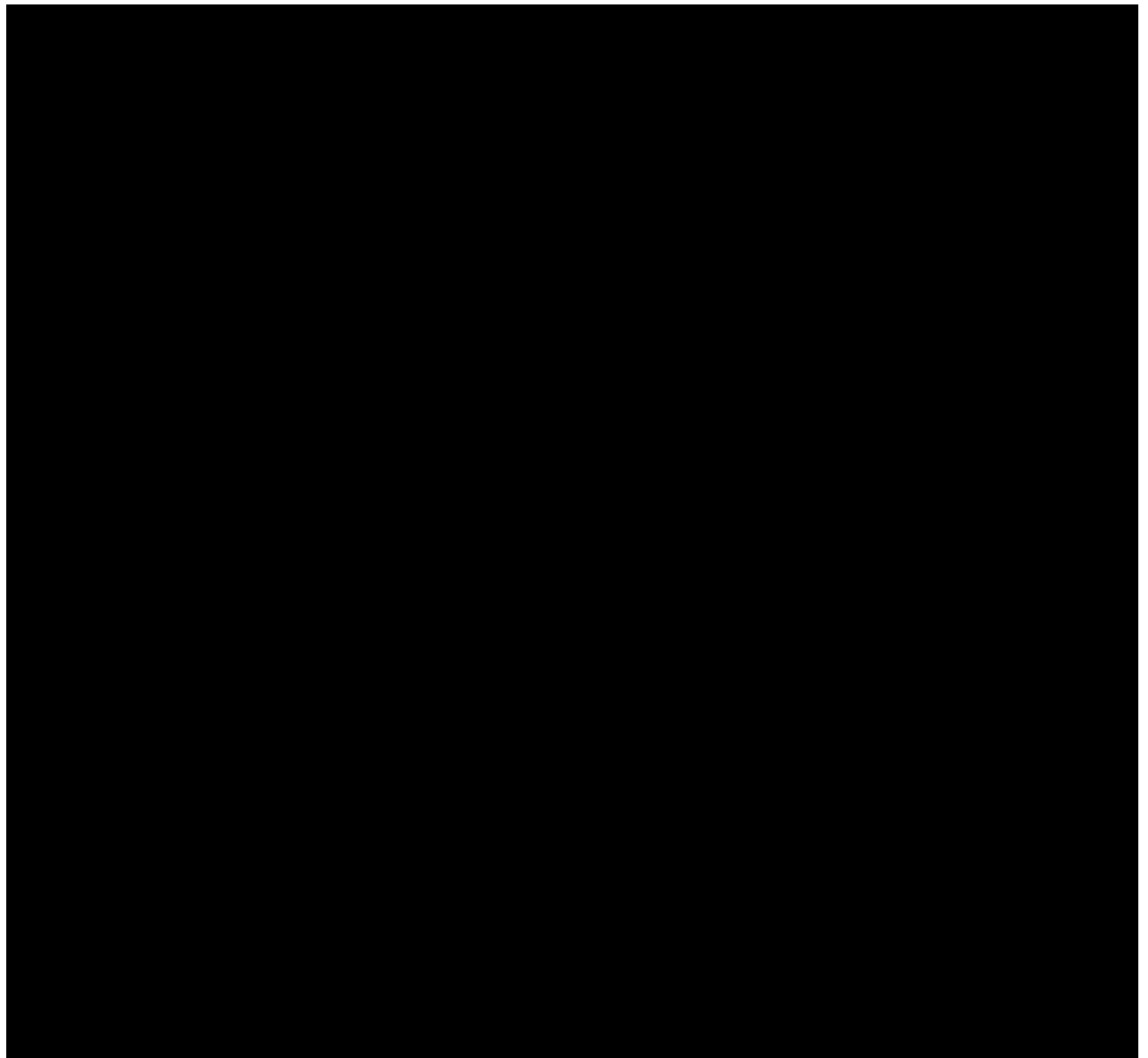
자료: 각 사 감사보고서

V. 수익 전망

1. 향후 3년 간 수익 전망 후 Free Cash Flow 벨류에이션

매출원가 상승: 해외 자체 생산의 폭 제한 및 국내 외주 생산의 폭이 늘어날 것으로 예상

- 3년 후 영구 성장률 3%, FCF 증가율 0% 가정
- 시장점유율은 현상 유지 가정
- 향후 3년 매출액 증가율 전망은 업종 평균인 4%, 5%, 4%
- 매출원가율은 62.7%, 63%, 63.3%로 3년간 증가
- 판관비는 29.6%, 29.8%, 30.0%로 증가
- 배당 성향은 향후 23%(2006년)로 3년간 유지



VI. Risk 분석

과거 4년간의 매출액은 대동소이

1. 담보 상태에 있는 동사의 매출액

동사의 매출액은 과거 4년간 1500억 원을 기점으로 담보하는 모습을 보여주고 있다. 이는 동사의 향후 전망에도 그다지 긍정적이지 못한 것이며, 원가 절감 및 유통망 개선 등을 통한 실적 개선 이외에 매력적인 투자 포인트를 찾기 어렵다고 볼 수 있다. 또한 2004년도에 있었던 급격한 손실 이후 2005~2006년도의 영업이익 개선은 전형적인 Big bath technique의 일종으로 의심될 수 있으며, 이 경우 가장 큰 매력 포인트인 실적 개선의 폭도 점점 줄어들 것으로 판단된다.

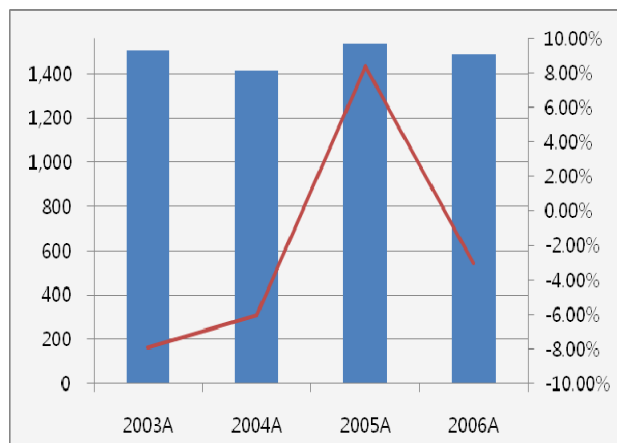
2. 각 브랜드 별 Cannibalization

유통망을 통해 다양한 고/중/저가 브랜드 포트폴리오를 운영하고 있지만 제한적인 유아/아동복 시장에서 실제로 동사는 브랜드 캐니벌레이제이션이 발생하여 2개의 브랜드를 폐지하였다. 또, 동사가 능동적으로 브랜드를 개척하기 보다는 유통채널 별로 요청을 받아 브랜드를 만드는 수동적인 전략을 채택하고 있기에 향후 강력한 브랜드 파워를 구축하기에는 어려운 여건이라 판단된다.

3. 낮은 거래량은 현재 발생하는 어닝 서프라이즈를 받아 내기 힘든 상태

동사의 낮은 거래량과 시장에서의 무관심은 중장기적인 성장을 기대하기 힘든 현재로서 단기적인 어닝 서프라이즈를 받아 내기 힘들 것이라 판단된다. 결국 동사의 낮은 P/E, P/B값은 향후 미래의 낮은 성장성을 미리 주가에 반영된 상태라고 볼 수 있다.

그림 13. 매출액 추이 및 변화율



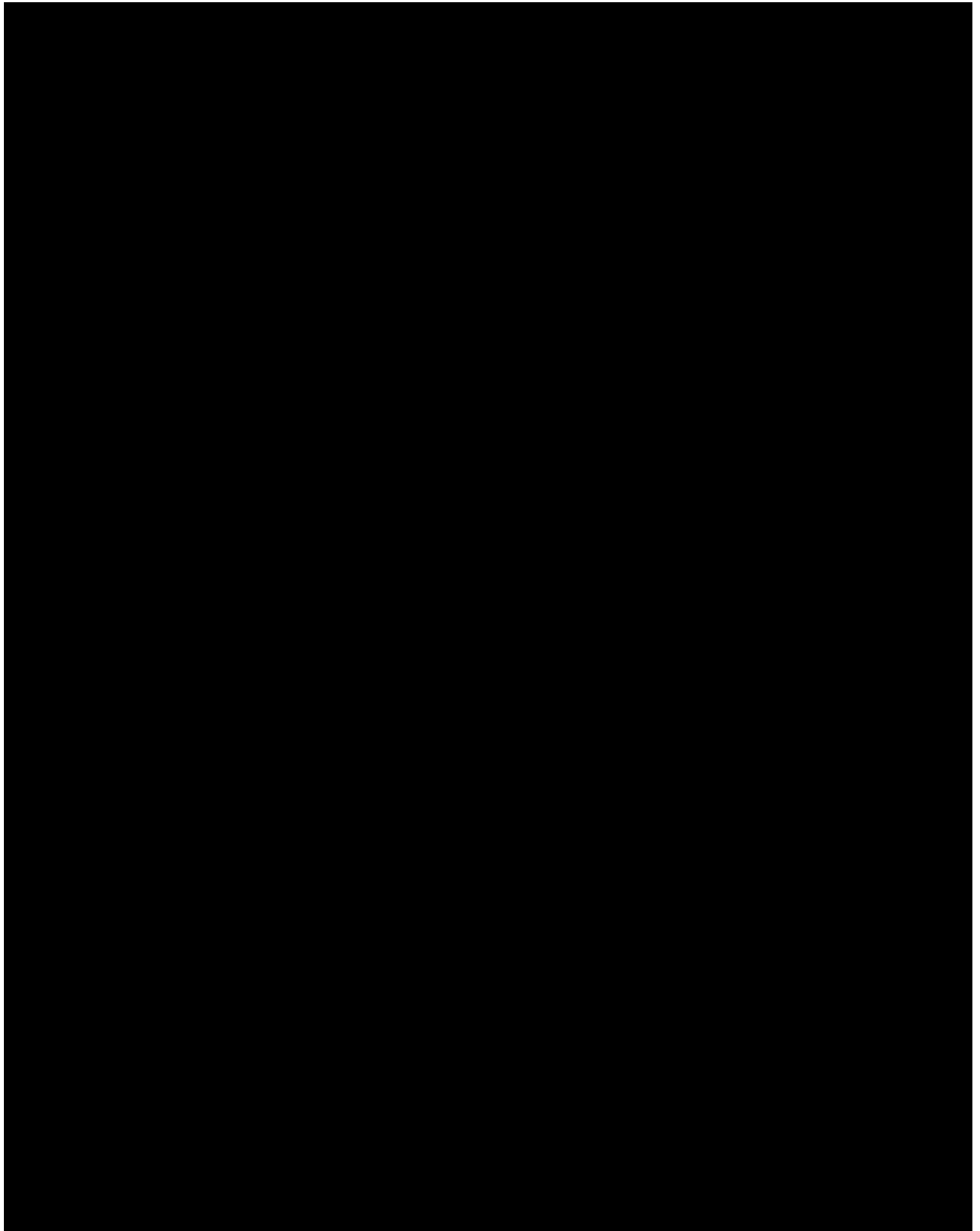
자료: 아가방 사업보고서

그림 14. 추락하는 주가와 낮은 거래량



자료: 다음 금융

APPENDIX : 아가방 재무제표



이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.