

클리오 (237880.KQ)

온라인 시장에 클릭

19년 유통 채널 구조조정을 통한 강한 턴어라운드 기대. 국내외에서 유통 채널 구조조정 효과가 본격화 되면서 실적 개선으로 이어질 전망. 온라인 채널 집중 전략과 함께 왕홍마케팅, 홈쇼핑 채널 진출을 통해 추가적으로 성장 모멘텀을 확대시킬 것으로 예상

투자의견 Buy, 목표주가 23,000원 신규 제시

투자의견 Buy 및 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 19년 EPS 추정치 713원에 PER 32.0배를 적용해 산출. 19년은 국내외 채널 구조조정을 통해 실적이 강하게 턴어라운드하는 해가 될 것으로 기대. 당사 추정치와 가이드선스 모두 공격적으로 보이지만 진행하고 있는 유통채널 구조조정으로 수익성 개선 구간에 진입해 있다는 점, 중국인 인바운드 및 수출 회복으로 매출액 성장할 것으로 보인다는 점 감안해 보면 부담스럽지 않다고 판단

19년 달라진 체력으로 실적 턴어라운드 돋보일 전망

19년 매출액 2,215억원(+ 18.2% y-y), 영업이익 124억원(흑자전환) 기록할 것으로 추정. 동사의 올해 가이드선스는 매출액 2,300억원, 영업이익 120억원. 지난 4분기 이후 국내 클럽클리오 채널에 일본인 및 동남아 인바운드 상승 수혜가 나타났는데 중국인 인바운드가 회복될 경우, 본격적인 실적 개선 가능할 전망. 여기에 비효율적인 매장 정리 중에 있어 수익성 개선폭은 더욱 확대될 것으로 예상. 중국에서는 더욱 공격적인 유통 구조조정이 진행되고 있는데 18년 연말기준 각각 45개, 93개 입점 되어 있던 왓슨, 세포라 매장에서 또한 완전히 철수하는 반면, 티몰 같은 온라인채널에 집중. 온라인은 동사의 타깃 연령층 집중도가 높은 유통채널로서 향후 매출 성장이 기대됨

추가적인 성장 모멘텀을 위한 노력도 진행 중

추가적으로 왕홍을 이용한 채널 및 홈쇼핑 채널에 진출할 계획. 최근 중국 내에서 왕홍들의 영향력이 높아지고 있다는 점을 감안하여 추가적인 수익성 개선을 위해 왕홍들을 통해서만 유통하는 방향으로 마스크팩 사업을 확대할 계획. 또한 홈쇼핑 채널을 통해 40대를 겨냥한 쿠션 팩트 출시함. 타깃 소비자들뿐 아니라 유통 채널 선호도까지 판매와 유통, 마케팅에 반영하고 있어 향후 이 부분에서 추가 성장 모멘텀이 나올 것으로 예상

Buy (신규)

목표주가	23,000원 (신규)			
현재가 (19/3/8)	16,400원			
업종	화장품			
KOSPI / KOSDAQ	2,137.44 / 735.97			
시가총액(보통주)	278.3십억원			
발행주식수(보통주)	17.0백만주			
52주 최고가 ('18/3/12)	38,950원			
최저가 ('19/1/18)	10,600원			
평균거래대금(60일)	4.6십억원			
배당수익률(2018E)	0.69%			
외국인지분율	6.9%			
주요주주	한현옥 외 4인			
한현옥 외 4인	68.9%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	43.2	-4.4	-53.3	
상대수익률 (%p)	33.4	6.4	-45.9	
	2017	2018	2019E	2020F
매출액	193.7	187.3	221.5	250.0
증감률	0.05	-3.3	18.2	12.9
영업이익	10.9	-0.8	12.4	15.9
증감률	-57.7	적전	흑전	28.0
영업이익률	5.6	-0.4	5.6	6.3
(지배지분)순이익	7.9	1.1	12.1	15.1
EPS	460	65	713	893
증감률	-66.0	-86.0	1,003.9	25.2
PER	79.8	223.7	23.0	18.4
PBR	4.7	1.8	1.9	1.8
EV/EBITDA	35.1	58.5	9.3	6.8
ROE	5.6	0.8	8.1	9.4
부채비율	61.0	63.9	62.2	59.7
순차입금	-138.7	-137.0	-147.3	-162.2

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 조미진
 02)768-7586, mj27@nhq.com

Analyst 임수경
 02)768-7446, sookjung.im@nhq.com

투자의견 및 밸류에이션

클리오에 대해 목표주가 23,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 19년 예상실적 기준 EPS 713원에 PER 32.0배를 적용했다. 현 주가대비 40.2%의 상승여력을 가지고 있다.

기존 사업부의 Target multiple은 업종 평균 PER 28배에 15% 할증을 적용하였다. 할증률은 동사의 실적 턴어라운드 전망과 색조 화장품 및 온라인을 기반으로 한 높은 성장성 때문이다. 고정비가 높은 오프라인 매장보다는 온라인 채널을 통해 성장 모멘텀이 확대될 전망이다. 여기에 아직 중국인의 인당 색조 화장품 구매액은 3.7 달러 수준으로 글로벌 평균 보다 낮아 성장 여력이 충분하다고 판단된다. 국내 채널도 중국인 인바운드 감소에 따른 실적 부진의 시기를 극복하기 위해 구조조정을 단행한 가운데, 최근 중국 외 일본과 동남아 인바운드 증가로 매출이 상승세로 전환되고 있다. 19년은 강한 턴어라운드 해가 될 것으로 기대된다.

표1. 클리오 PER Valuation

2019년 순이익(십억원)	12.1
2019년 EPS (원)	713
2019년 PER (배)	23.0
현재주가 (원)	16,400
Target PER (배)	32.0
적정주가 (원)	22,823
목표주가 (원)	23,000
상승여력 (%)	40.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

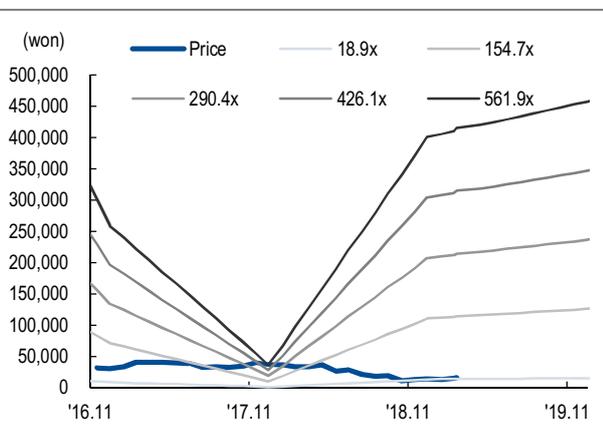
표2. 클리오 실적 가이드스

(단위: 십억원)

	2019E
매출액	230.0
영업이익	12.0

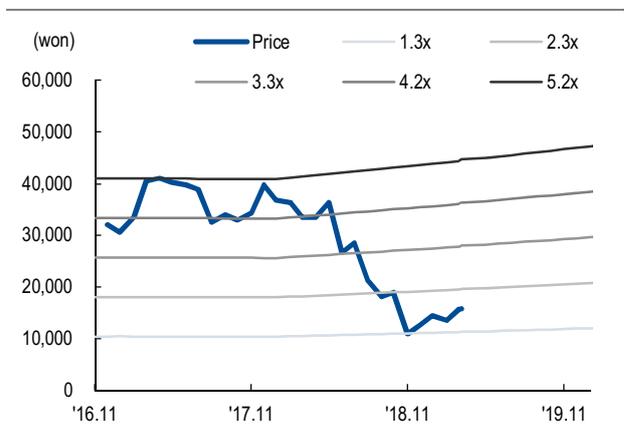
자료: 전자공시시스템, 클리오, NH투자증권 리서치본부

그림1. 클리오 Forward PER band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 클리오 Trailing PBR band



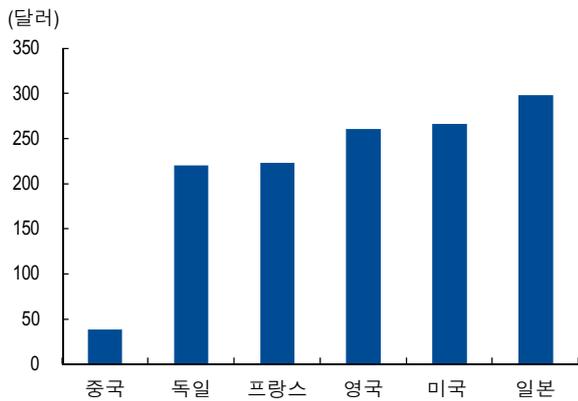
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

투자포인트 #1. 중국시장 온라인으로 확실한 유통채널 구조조정

기존 오프라인 매장에서 온라인 채널로의 대대적인 구조조정을 통해 중국 시장에서 18년 대비 약 2배 가량의 높은 성장을 보일 전망이다. 클럽클리오는 작년 3분기부터 구조조정에 들어가 연말 23개까지 매장을 축소하였고, 올해 연말 기준으로 플래그십 스토어 1개를 제외하고 모든 점포를 폐점할 예정이다. 18년 연말기준 각각 45개, 93개 입점 되어 있던 왓슨, 세포라 매장에서 또한 완전히 철수할 계획이다. 반면, 티몰 같은 온라인 시장에서 본격적으로 판매를 확대할 전망이다. 이렇게 온라인으로 전환 시 기존에 집행되었던 비용의 30%를 절감할 수 있을 것으로 예상된다.

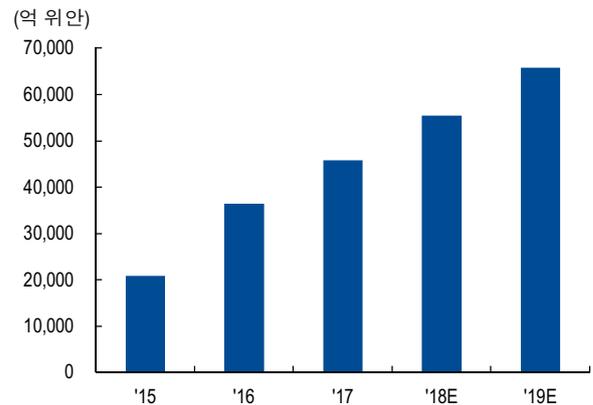
18년 실적 부진은 중국 매출이 큰 폭으로 감소했기 때문이다. 중국 로컬 업체 및 글로벌 명품 업체들과의 경쟁이 심화되고 있는 가운데 전반적인 중국의 경기 및 소비 둔화로 동사는 중국 시장에서 실적 부진을 보여왔다. 매출이 감소하는 가운데 왓슨, 클럽클리오, 세포라 등 오프라인 점포 관리 및 운영 비용이 커져 수익성이 악화되었다.

그림3. 국가별 색조 화장품 1인당 소비



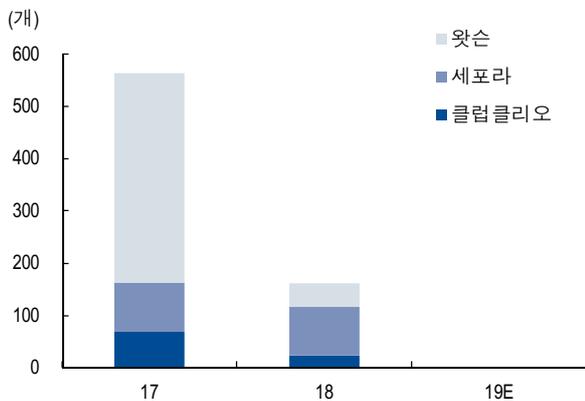
자료: Euromonitor, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중국 모바일 전자상거래 시장규모



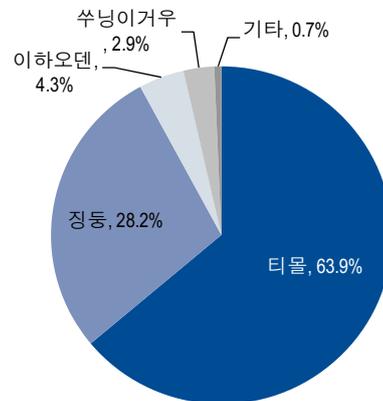
자료: Analysys 易观, NH투자증권 리서치본부

그림5. 중국 오프라인 입점 매장 수 변화



자료: 클리오, NH투자증권 리서치본부

그림6. 중국 화장품 온라인 쇼핑몰 점유율



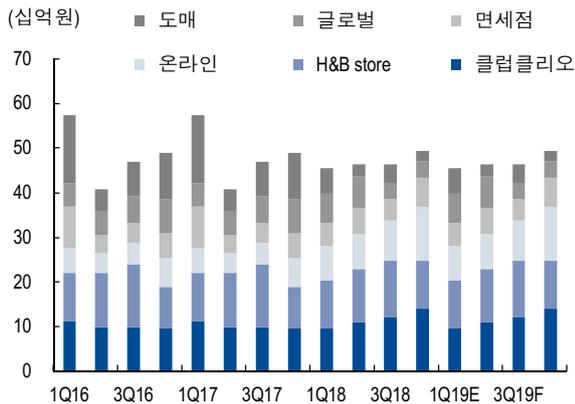
자료: Syntun, NH투자증권 리서치본부

투자포인트 #2. 견조한 국내 실적

면세점을 포함한 국내 매출(온라인, 글로벌, 도매 제외)은 19년 전년대비 13.0% 성장할 전망이다. 클럽클리오의 매출은 18년 연말에 급등하였는데 연휴 기간 일본과 동남아 관광객의 영향으로 파악된다. 우선 중국인 인바운드가 이전 수준과 다른 가운데 중국 외 타지역의 수요가 증가했다는 측면에서 긍정적이다. 각 국가에서 유튜브, 인스타그램 등을 이용하여 마케팅을 진행한 것이 관광객 증가로 이어진 것으로 보인다. 클럽클리오 매장은 18년 말 기준 113개 였는데, 저수익 매장을 정리해서 19년 90개 수준까지 축소시킬 예정이다. 면세 또한 클럽클리오와 같이 4분기에 외국인 관광객 수혜를 입었다. 외국인 수요 증가는 19년 1월에도 이어지고 있다.

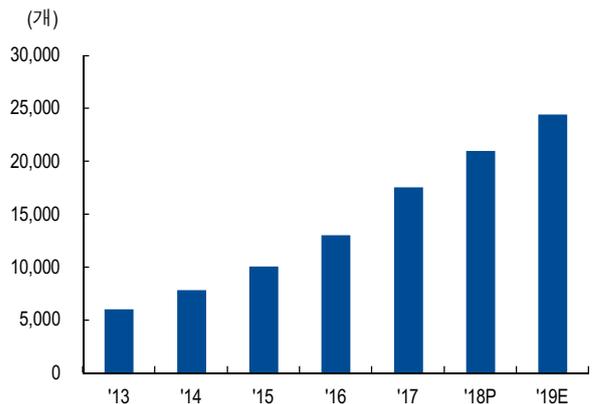
H&B 채널에서 동사는 색조 점유율 1위를 고수하고 있는 가운데, 구달, 더마토리 같은 기초 브랜드를 육성함으로써 19년 매출액 성장세를 지속할 전망이다. 구달은 현재 올리브영 800개 점포에 입점되어 있는데 입점 매장은 연말까지 1,200개로 늘어날 예정이다.

그림7. 채널별 매출액 추이



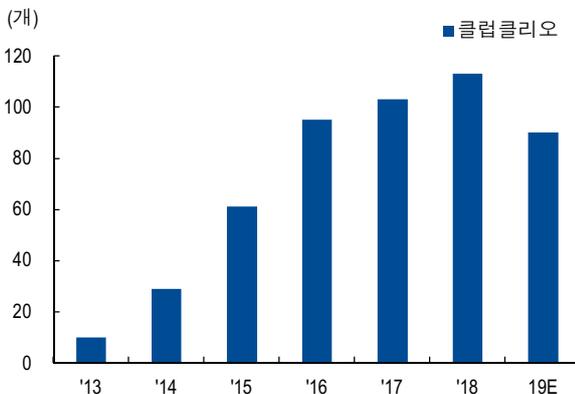
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 국내 H&B 규모



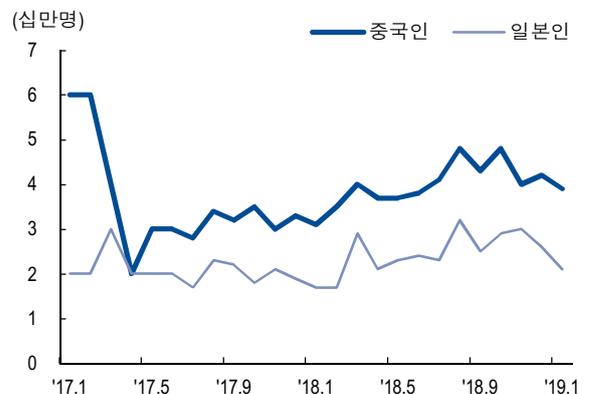
자료: 시장 자료, NH투자증권 리서치본부

그림9. 클럽클리오 매장수 추이



자료: 클리오, NH투자증권 리서치본부

그림10. 중국인 인바운드 추이



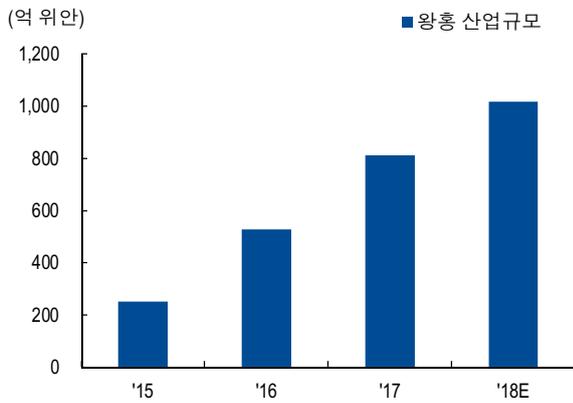
자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

투자포인트 #3. 신규 카테고리도 실적 개선에 기여할 전망

19년에는 홈쇼핑과 중국 왕홍 마케팅을 추가적으로 진행하면서 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다. 중국향 제품으로 더마토리 마스크 팩을 출시할 계획인데 이는 도매 부문의 매출을 활성화 시키는 촉매 역할을 할 것으로 기대한다. 마스크팩은 색조보다 마진이 더 좋기 때문에 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다. 마스크팩은 중국 현지에서 왕홍들에게만 판매할 계획으로 왕홍마케팅이 강화될 것으로 예상된다.

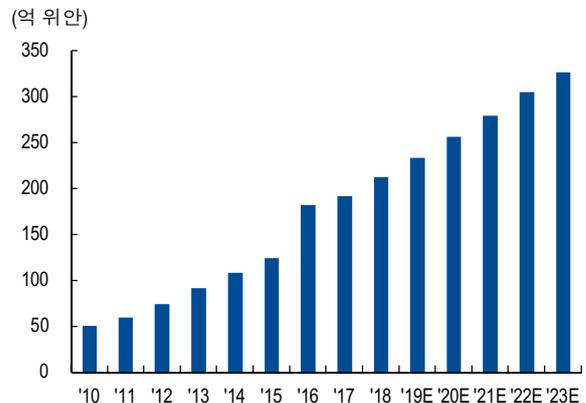
추가적으로, 2월에 처음으로 홈쇼핑 채널에 진출하며 40대 고객 유치를 시도하고 있다. 클리오 쿠션제품을 홈쇼핑을 통해 출시하였고, 첫 방송에서 쿠션 7,000세트를 완판하면서 향후 홈쇼핑 채널에서의 성장 기대감을 높이고 있다.

그림11. 중국 왕홍 산업규모



자료: Analysys 易观, NH투자증권 리서치본부 전망

그림12. 중국 마스크팩 시장 판매액



자료: 중국 산업연구원, NH투자증권 리서치본부

표3. 클리오 실적 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018	2019E	2020F
매출액	193.7	187.3	221.5	250.0
영업이익	10.9	-0.8	12.4	15.9
영업이익률	5.6	-0.4	5.6	6.3
EBITDA	13.8	1.9	14.1	17.0
(지배지분)순이익	7.9	1.1	12.1	15.1
EPS	460	65	713	893
PER	79.8	223.7	23.0	18.4
PBR	4.7	1.8	1.9	1.8
EV/EBITDA	35.1	58.5	9.3	6.8
ROE	5.6	0.8	8.1	9.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 클리오 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	57.3	40.8	46.8	48.8	45.5	46.3	46.3	49.2	49.3	51.5	59.9	60.7	193.7	187.3	221.5
클럽클리오	11.1	9.8	9.8	9.6	9.6	11.0	12.1	13.9	11.0	11.3	13.1	14.8	40.3	46.6	50.2
H&B store	10.8	12.2	14.0	9.2	10.7	11.9	12.6	10.8	11.5	13.0	13.8	12.4	46.2	45.9	50.7
온라인	5.6	4.4	4.8	6.5	7.8	7.8	9.0	12.0	11.8	11.7	14.3	15.1	21.3	36.6	52.9
면세점	9.3	4.0	4.5	5.6	5.1	5.9	4.9	6.6	6.9	6.5	7.9	7.6	23.5	22.5	28.9
글로벌	5.2	5.4	6.0	7.6	6.6	7.0	3.5	3.8	5.3	6.1	6.3	6.7	24.2	20.8	24.3
도매	15.2	5.0	7.6	10.4	5.7	2.8	4.2	2.2	2.8	3.0	4.4	4.1	38.2	14.9	14.4
y-y(%)	25.2	-8.5	-6.7	-8.0	-20.7	13.7	-1.0	0.8	8.6	11.2	29.2	23.5	0.05	-3.3	18.2
클럽클리오	-13.5	-19.8	-9.9	-19.2	-13.8	12.6	23.6	45.0	15.5	2.5	7.8	6.5	-15.7	15.7	7.7
H&B store	81.6	96.3	44.0	28.4	-1.5	-2.7	-10.4	17.3	7.8	9.1	10.1	15.5	59.1	-0.8	10.6
온라인	42.3	11.2	-10.1	0.4	40.1	77.0	87.6	84.6	52.1	49.5	58.4	25.5	8.0	72.1	44.4
면세점	501.5	-50.5	-50.2	-50.4	-45.0	46.6	8.0	17.0	35.2	10.5	60.9	15.9	-21.9	-4.3	28.7
글로벌	12.2	-10.4	-3.8	4.5	26.0	29.3	-41.1	-50.2	-20.2	-12.5	78.9	77.6	0.1	-13.7	16.8
도매	-9.6	-38.4	-14.0	15.2	-62.4	-43.3	-45.4	-79.1	-51.5	7.9	6.8	89.5	-10.7	-61.1	-3.4
영업이익(십억원)	5.9	0.2	1.2	3.7	0.6	-1.7	-0.6	0.9	2.5	2.6	3.6	3.7	10.9	-0.8	12.4
y-y(%)	-47.8	-96.1	-84.7	45.4	-89.3	적전	적전	-74.3	300.4	흑전	흑전	293.4	-57.7	적전	흑전
영업이익률(%)	10.2	0.4	2.5	7.5	1.4	-3.7	-1.4	1.9	5.1	5.0	6.0	6.1	5.6	-0.4	5.6

자료: 클리오, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
매출액	193.7	187.3	221.5	250.0
증감률 (%)	0.05	-3.3	18.2	12.9
매출원가	76.0	77.1	84.4	91.7
매출총이익	117.6	110.2	137.1	158.3
Gross 마진 (%)	60.7	58.8	61.9	63.3
판매비와 일반관리비	106.8	106.5	105.6	105.0
영업이익	10.9	-0.8	12.4	15.9
증감률 (%)	-57.7	적전	흑전	28.0
OP 마진 (%)	5.6	-0.4	5.6	6.3
EBITDA	13.8	1.9	14.1	17.0
영업외손익	-1.3	2.1	2.2	2.3
금융수익(비용)	0.3	2.1	2.2	2.3
기타영업외손익	-0.5	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	-1.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	9.5	1.3	14.5	18.2
법인세비용	1.6	0.2	2.4	3.1
계속사업이익	7.9	1.1	12.1	15.1
당기순이익	7.9	1.1	12.1	15.1
증감률 (%)	-61.9	-86.2	1,004.6	25.2
Net 마진 (%)	4.1	0.6	5.5	6.1
지배주주지분 순이익	7.9	1.1	12.1	15.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.3	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	7.6	1.1	12.1	15.1

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
PER(X)	79.8	223.7	23.0	18.4
PBR(X)	4.7	1.8	1.9	1.8
PCR(X)	35.8	132.4	19.7	16.3
PSR(X)	3.2	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA(X)	35.1	58.5	9.3	6.8
EV/EBIT(X)	44.5	N/A	10.6	7.3
EPS(W)	460	65	713	893
BPS(W)	7,894	7,854	8,423	9,158
SPS(W)	11,441	11,047	13,054	14,734
자기자본이익률(ROE, %)	5.6	0.8	8.1	9.4
총자산이익률(ROA, %)	3.3	0.5	5.0	5.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	21.1	-2.2	19.6	24.0
배당수익률(%)	0.3	0.7	0.6	0.6
배당성장(%)	21.2	151.6	13.7	11.0
총현금배당금(십억원)	1.8	1.7	1.7	1.7
보통주 주당배당금(W)	100	100	100	100
순부채(현금)/자기자본(%)	-95.9	-95.0	-95.3	-96.5
총부채/ 자기자본(%)	61.0	63.9	62.2	59.7
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	225.4	221.6	229.7	239.6
총발행주식수(mn)	18	18	18	18
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	36,750	14,450	16,400	16,400
시가총액(십억원)	622.8	245.2	278.3	278.3

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
현금및현금성자산	13.3	7.8	14.3	25.2
매출채권	18.2	21.9	25.2	27.7
유동자산	183.3	188.6	204.9	223.8
유형자산	27.4	25.5	24.1	23.2
투자자산	16.8	16.8	16.8	16.8
비유동자산	49.7	47.6	45.8	44.7
자산총계	233.0	236.2	250.7	268.4
단기성부채	57.1	60.0	63.0	66.2
매입채무	19.6	20.6	21.6	22.7
유동부채	81.3	85.1	89.2	93.4
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	7.0	7.0	7.0	7.0
비유동부채	7.0	7.0	7.0	7.0
부채총계	88.3	92.1	96.2	100.4
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	65.3	65.3	65.3	65.3
이익잉여금	75.5	75.0	85.4	98.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	144.7	144.1	154.6	168.0

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
영업활동 현금흐름	-1.6	-2.2	9.0	13.4
당기순이익	7.9	1.1	12.1	15.1
+ 유/무형자산상각비	2.9	2.6	1.8	1.2
+ 종속, 관계기업관련손익	1.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	17.4	1.9	14.1	17.0
- 운전자본의증가(감소)	-12.5	-6.0	-4.9	-2.9
투자활동 현금흐름	-34.1	-4.3	-3.9	-4.0
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-6.3	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	-3.7	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-7.9	-2.2	9.0	13.4
Net Cash Flow	-35.6	-6.5	5.1	9.4
재무활동현금흐름	-5.1	1.0	1.3	1.5
자기자본 증가	-28.4	0.0	0.0	0.0
부채증감	23.3	1.0	1.3	1.5
현금의증가	-41.1	-5.5	6.4	10.9
기말현금 및 현금성자산	13.3	7.8	14.3	25.2
기말 순부채(순현금)	-138.7	-137.0	-147.3	-162.2