



클리오 (237880)

실적 개선 본격 시작

▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Buy (신규)

목표주가(신규): 25,000원

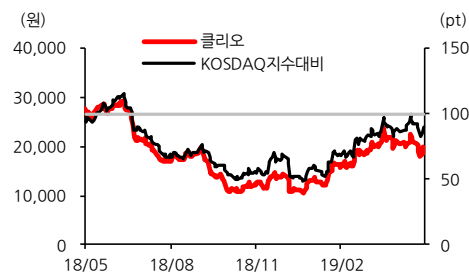
현재 주가(5/29)	19,350원
상승여력	▲ 29.2%
시가총액	3,283억원
발행주식수	16,968천주
52 주 최고가 / 최저가	29,400 / 10,600원
90 일 일평균 거래대금	58.91억원
외국인 지분율	8.1%
주주 구성	
한원옥(외 4인)	68.9%
클리오 자사주	2.1%
오영애	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.7	23.6	59.3	-29.8
상대수익률(KOSDAQ)	-0.8	29.1	59.8	-9.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	194	187	232	263
영업이익	11	-2	13	20
EBITDA	14	2	25	32
지배주주순이익	8	1	11	16
EPS	469	59	632	962
순차입금	-82	-48	-52	-76
PER	78.4	246.1	30.6	20.1
PBR	4.7	1.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	39.3	116.2	11.1	7.8
배당수익률	0.3	n/a	0.5	0.8
ROE	5.6	0.7	7.3	10.2

주가 추이



올해 다른 중소 브랜드와 차별적으로 클럽클리오, H&B 스토어, 온라인 등 다양한 채널에서 성장하며 실적 개선이 본격화될 것으로 전망됩니다. 더불어 중국 이외의 일본 등에서 수요가 높아지고 있다라는 점에서 긍정적인 시각을 제시합니다.

올해 가이던스 무난히 달성 가능

동사는 연초 올해 가이던스로 매출액 2,300억원(+22.7%), 영업이익률 5%, 영업이익 115억원(2018년 -16억원 영업적자)을 제시하였다. 1Q19 실적에서 보여줬던 온라인, 클럽클리오, H&B스토어, 면세점 채널과 주력브랜드 클리오, 신규 브랜드 '구달'의 조화로운 성장으로 가이던스는 무난히 달성 가능할 것으로 판단된다. 당사는 2019년 매출액 2,317억원(+23.7%), 영업이익 134억원(흑자전환)으로 가이던스를 상회하는 호실적을 기록할 것으로 전망한다.

중소 브랜드 업체의 한계를 넘어서다!

그동안 중소형 브랜드 업체의 한계는 단일 브랜드 및 유통 채널 비중이 절대적으로 높았다는 점과 면세점, 관광객 회복의 수혜를 현재 전혀 누리지 못하고 있다는 것이었다. 그러나 동사는 현재 클럽클리오(단일 브랜드샵), H&B스토어, 온라인 등 다양한 채널에서 성장하고 있고, 대표 브랜드 '클리오'에 이어 '구달' 브랜드에서 성장성이 예측된다. 더불어 최근 동사는 작년부터 중국이외에 다른 국가에서도 마케팅 투자를 확대하고 있다. 작년 일본에서 히트제품이 나오면서 높은 수요가 기록되고 있다라는 점에서도 투자 매력도는 더욱 높다 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 2.5만원 신규 커버리지 개시

클리오에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 2.5만원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 FWD 추정 실적 기준에 Target P/E 33배를 적용하여 산출하였다. 동사는 중소 브랜드 업체 중 가장 다양한 유통채널과 브랜드 포트폴리오를 갖추고 있고, 부진한 오프라인 매장은 철수하고 효율과 성장이 기록되는 채널 중심으로 빠르게 전환시킴에 따라 실적 개선세는 올해 본격화될 것이다. 더불어 중국 이외의 일본 등에서 수요가 높아지고 있다는 점에서 긍정적인 시각을 제시한다.

1. 투자의견

투자의견 Buy,
 목표주가 2.5만원 제시

클리오에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 2.5만원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 FWD 추정 실적 기준에 Target P/E 33배를 적용하여 산출하였다. Target P/E 는 과거 애경산업이 고성장을 기록하던 시기의 밸류에이션 상단을 적용한 수치이다. 동사는 중소 브랜드 업체 중에서 성장성이 가장 뛰어날 것으로 전망됨에 따라 긍정적인 시각을 제시한다.

실적 턴어라운드 본격화

동사는 연초 올해 가이던스로 매출액 2,300억원(+22.7%), 영업이익률 5%(영업이익 115억원)를 제시하였다. 1Q19 실적에서 보여줬던 온라인, 클럽클리오, H&B스토어, 면세점 채널과 주력브랜드 클리오, 신규 브랜드 '구달'의 조화로운 성장으로 가이던스는 무난히 달성 가능할 것으로 판단된다. 그동안 중소형 브랜드 업체의 한계는 단일 브랜드 및 유통 채널 비중이 절대적으로 높았다는 점과 면세점, 관광객 회복의 수혜를 현재 전혀 누리지 못하고 있다는 것이었다. 그러나 동사는 현재 클럽클리오(단일브랜드샵), H&B스토어, 온라인 등 다양한 채널에서 성장하고 있고, 대표 브랜드 '클리오'에 이어 '구달' 브랜드에서 성장성이 예측된다. 더불어 최근 동사는 작년보다 중국이외에 다른 국가에서도 마케팅 투자를 확대하고 있다. 작년 일본에서 히트제품이 나오면서 높은 수요가 기록되고 있다는 점에서도 투자 매력도는 더욱 높다 판단한다.

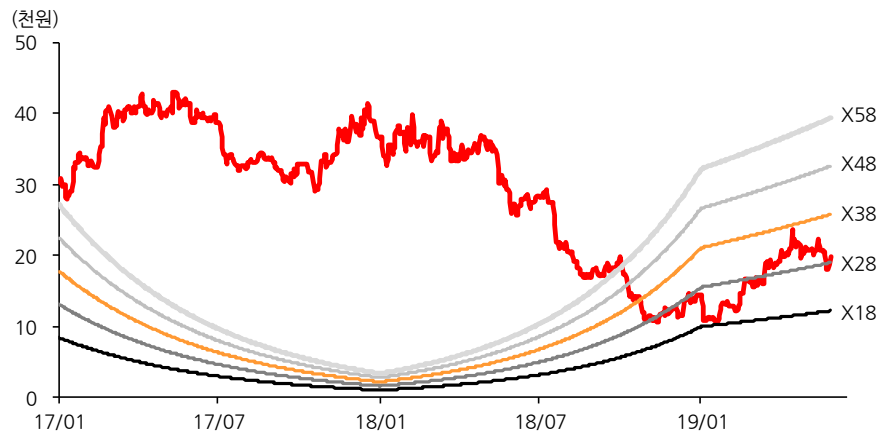
[표1] 목표주가 산출 방식

(단위: 십억 원)

	2018	2019E	2020E	12M. FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	1.0	10.7	16.3	13.5	
적용 P/E 배수(배)	33	33	33	33	* 애경산업 과거 P/E밴드 상단적용
적정기업가치(십억원)	32.1	354.1	538.5	446.3	
주식수(천주)	16,968	18,183	18,183	18,183	* 2월 발행한 전환사채 고려
적정주가 (원)	2,000	19,000	30,000	25,000	

자료: 한화투자증권

[그림1] 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Fnguide, 한화투자증권

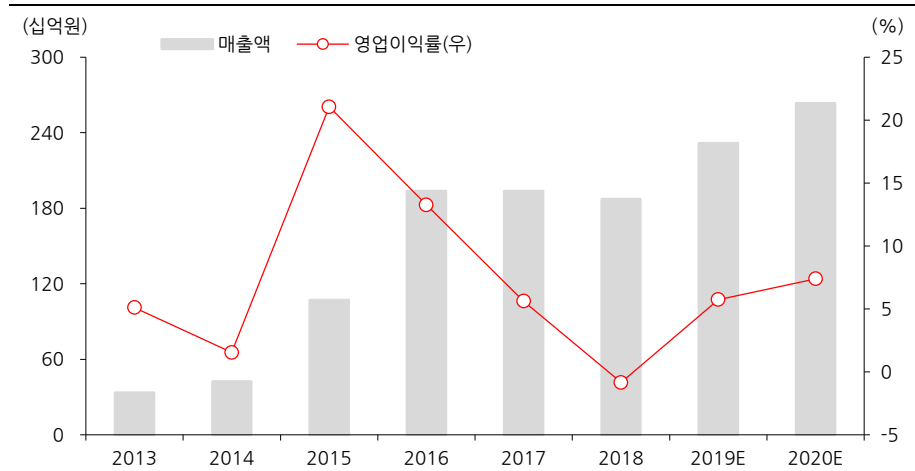
2. 투자 포인트

실적 턴어라운드 본격화

동사는 국내 색조 화장품 시장에서 다수의 히트제품과 뛰어난 브랜드력으로 독보적인 시장 우위를 점하며 고성장을 지속해 왔었다. 그러나 2017년 사드 영향권을 동사도 벗어나지는 못했다. 중국의 사드보복이 본격적으로 시작된 2017년부터 2분기부터 실적이 감소하게 된다. 더불어 국내 화장품 호황기 때 확장시켜 놓은 클럽클리오 오프라인 매장의 매출이 단일브랜드 샵 시장 부진 영향으로 실적 감소폭이 확대되어왔다. 그러다 2018년부터 성장하고 있는 유통 채널인 온라인으로의 비중을 의미있게 확대시켜나갔고, 중국 뿐만 아니라 일본에서도 마케팅 활동을 강화시켜나갔다. 이러한 노력의 성과로 이번 금 1분기 의미있는 실적 성장을 기록하였다. 구조차원에서 변화가 나타난 것이기 때문에 당분간 이러한 실적 턴어라운드는 지속될 것으로 전망한다.

2019년 매출액 2,317억원(+23.7%), 영업이익 134억원(흑자전환)으로 가이던스를 소폭 상회하는 호실적이 전망된다.

[그림2] 클리오 연간실적 추이

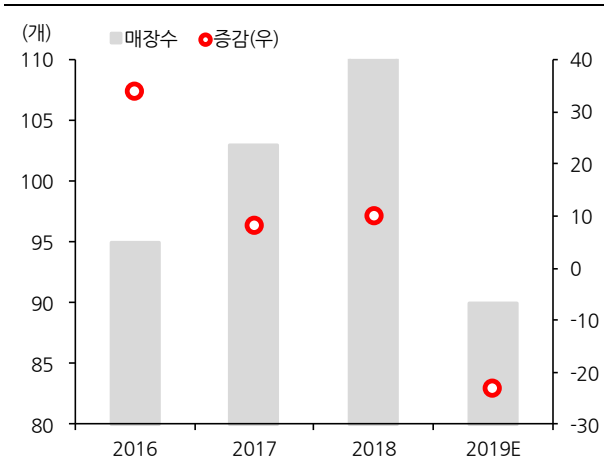


자료: 클리오, 한화투자증권

1) 온라인 매출 성장

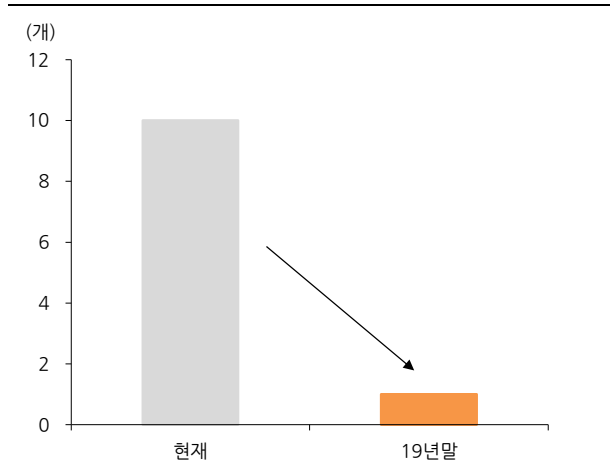
동사는 작년 말부터 진행해 온 클럽클리오 매장 축소를 올해에도 좀 더 공격적으로 단행할 계획이다. 국내 2018년 연말기준 113개의 클럽클리오 매장을 90개까지 줄여나갈 계획이다. 동사의 국내 클럽클리오 오프라인 매출은 작년 하반기부터 성장세가 좋은 편이다. 최근 기록되고 있는 성장세는 주요 상권에서 나타나고 있기 때문에 부진한 매장 중심으로 정리해나가며 오프라인 매장을 더욱 효율적으로 운영해나갈 계획이다. 오프라인 매장은 효율성 중심으로 가고, 온라인 채널은 좀 더 공격적으로 확장시켜 나갈 것이다. 이러한 전략은 중국 현지에서도 같이 진행된다. 중국 매장은 현재 10개에서 올해 연말 기준으로 1개의 매장을 플래그십스토어 의미로 남겨둘 것이다. 중국 지역도 오프라인 축소함과 동시에 온라인 채널은 확대가 진행되고 있다. 최근 중국 해외직구 매출액이 빠르게 올라오고 있다. 향후에도 국내와 중국 모두 온라인 중심으로의 성장성이 지속될 것으로 전망한다.

[그림3] 클럽클리오 국내 매장수 변화



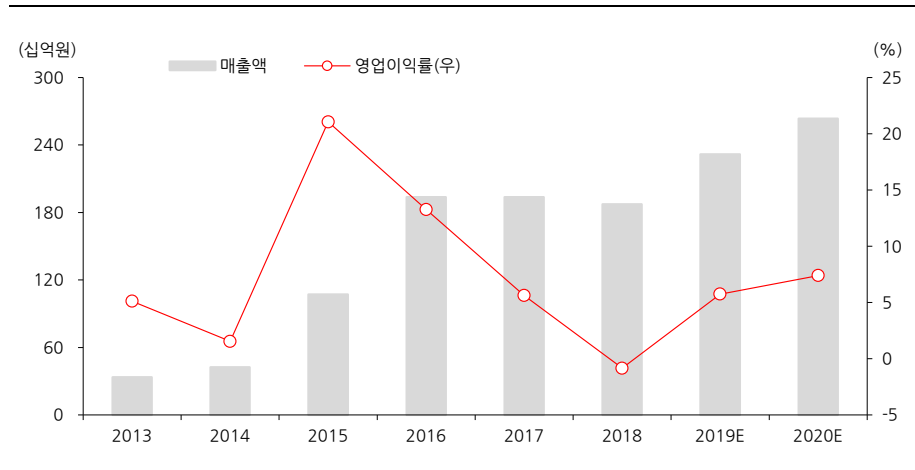
자료: 클리오, 한화투자증권

[그림4] 클럽클리오 중국 매장수 변화



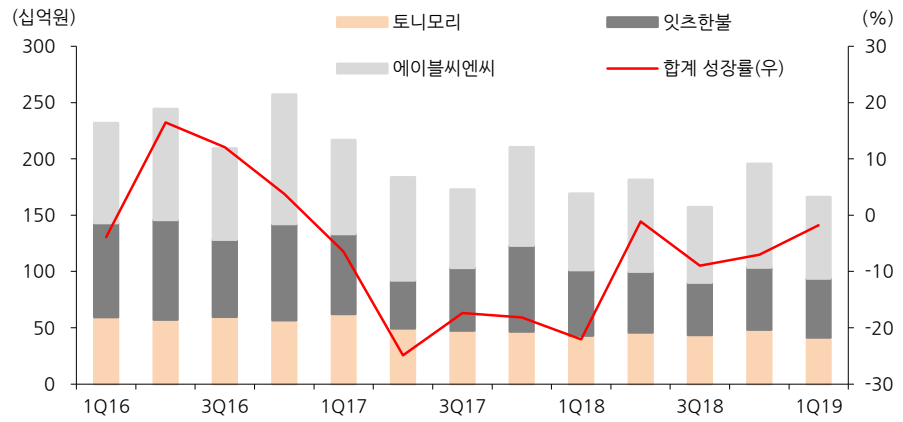
자료: 클리오, 한화투자증권

[그림5] 클럽클리오 사업부문 매출액 및 매출 비중 추이



자료: 클리오, 한화투자증권

[그림6] 주요 원브랜드샵 매출액 추이

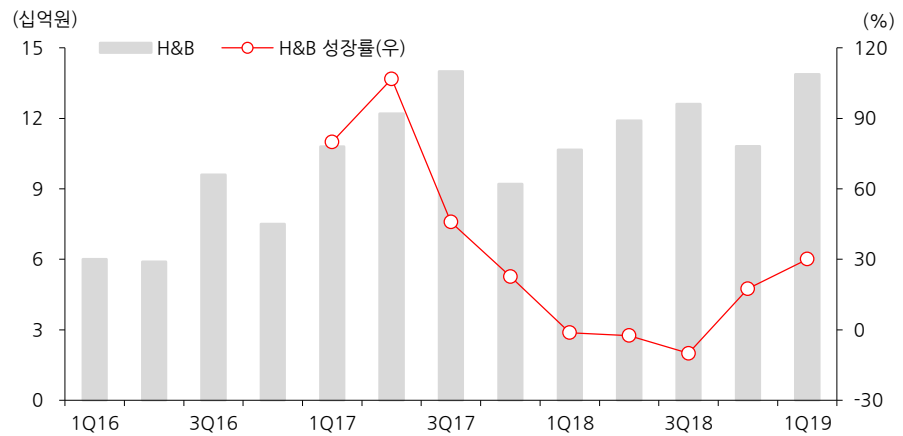


자료: 각사 자료, 한화투자증권

2) 최근 히트제품과 '구달' 브랜드 성장으로 H&B채널의 성장세도 회복

동사의 긍정적인 투자포인트는 국내 H&B스토어채널에서 성장성이 회복되었다라는 점이다. 최근 대표 브랜드 '클리오'의 '클리오 광채쿠션', '클리오 킬브로우오토하이브로우' 이 히트하면서 매출이 상승하였고, 더불어 2017년부터 올리브영 런칭을 시작한 '구달' 브랜드가 '청굴 비타C세럼' 제품이 빅히트를 치면서 성장성을 더해나가고 있다. 대표 브랜드인 '클리오'의 견조한 성장성이 지속되고 있고, '페리페라'에 이어 '구달'이라는 신규 브랜드의 성장성이 더해지고 있다라는 점이 다른 원브랜드샵 업체들과 차별화할 수 있는 투자 포인트라 판단된다.

[그림7] 클리오 H&B 스토어 사업 분기별 yoy 성장률 추이



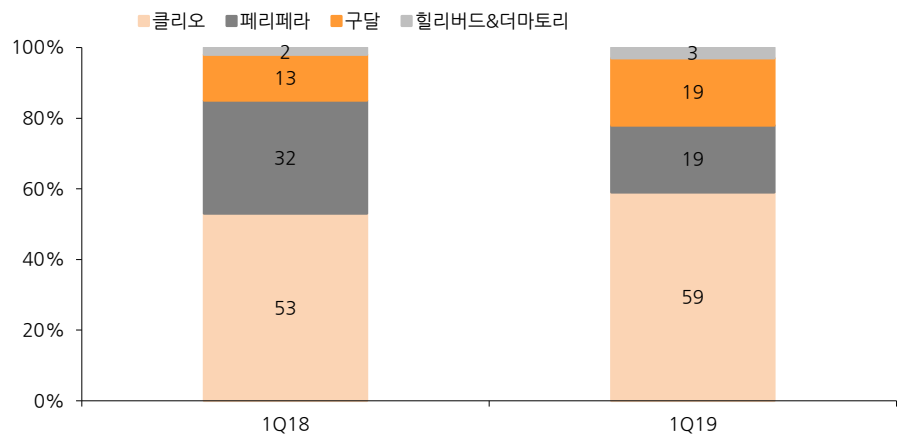
자료: 클리오, 한화투자증권

[그림8] 클리오, 구달 브랜드 최근 히트 제품



자료: 클리오, 한화투자증권

[그림9] 브랜드 별 매출 비중

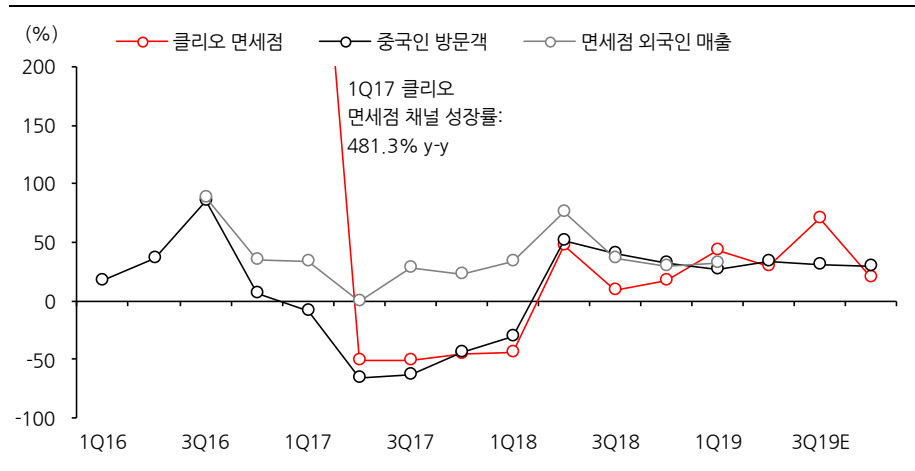


자료: 클리오, 한화투자증권

3) 국내 중소 브랜드(신생 브랜드 제외) 중 유일한 면세점 부문의 성장

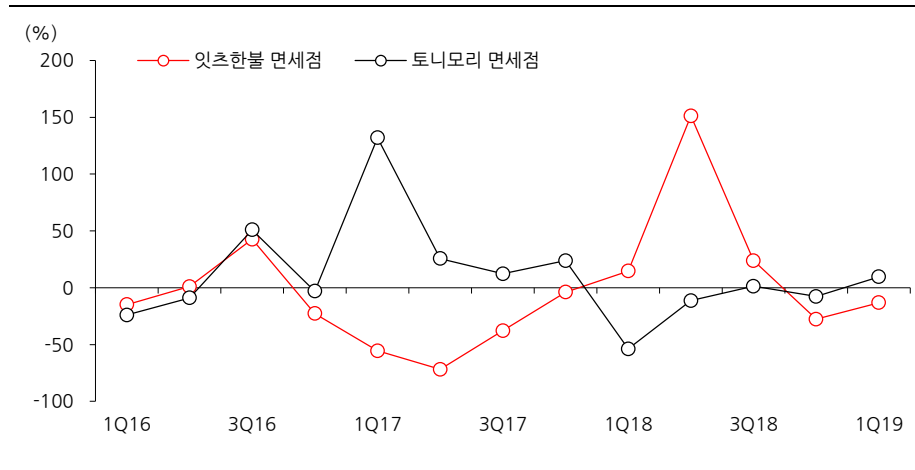
면세점에서의 화장품 판매는 최근 럭셔리 브랜드 중심으로 수요가 높게 나타나고 있는 상황이다. 이에 중국인 관광객과 면세점 판매액은 빠르게 회복되고 있으나 기존 원브랜드샵 업체들의 면세점 판매는 부진한 상황이다. 그러나 동사는 제품력을 바탕으로 면세점 채널에서도 지난 4분기부터 의미있게 매출이 상승하고 있다. 통상적으로 중국 현지에서의 성장률과 면세점의 성장률은 같은 흐름을 보이는데, 최근 동사의 중국 온라인 채널 확장의 긍정적인 효과와 맞물리며 면세점 판매액도 따라 성장할 것으로 기대한다. 더불어 동사의 면세점 성장성이 더 의미가 큰 것은 작년부터 마케팅을 확대한 일본 관광객들의 매출이 더해지고 있다라는 것이다. 과거 절대적이었던 중국인 관광객 비중이 현재 60%정도로 축소되었고, 나머지 부분을 일본인 관광객 중심으로 채워지고 있다. 최근 일본현지에서의 히트 제품 판매가 좋기 때문에 당분간 면세점에서의 선순환 효과는 지속될 것으로 전망한다.

[그림10] 클리오 면세점 사업 분기별 yoy 성장률 추이, 면세점 매출액 및 중국인 관광객 분기별 yoy 성장률과 비교



자료: 클리오, 한국면세점협회, 관광정보지식시스템, 한화투자증권

[그림11] 잇츠한불, 토니모리 면세점 매출액 분기별 yoy 성장률 추이



자료: 각사자료, 한화투자증권

[표2] 클리오 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	45.5	46.3	46.3	49.3	57.8	57.4	59.0	57.4	187.3	231.7	263.4
growth %	-20.7	13.5	-1.1	0.9	27.2	24.1	27.5	16.6	-3.3	23.7	13.7
클럽클리오	9.6	11.0	12.1	13.9	13.6	13.3	13.1	14.3	46.6	54.4	59.0
growth %	-13.9	12.2	23.5	44.9	42.6	21.1	8.6	2.5	15.6	16.7	8.6
sales %	21.0	23.8	26.1	28.2	23.6	23.2	22.3	24.8	24.9	23.5	22.4
H&B	10.7	11.9	12.6	10.8	13.9	15.5	16.4	12.4	46.0	58.1	67.2
growth %	-1.3	-2.5	-10.0	17.5	30.1	30.0	30.0	15.0	-0.5	26.5	15.6
sales %	23.5	25.7	27.2	21.9	24.0	26.9	27.8	21.6	24.5	25.1	25.5
온라인	7.8	7.8	9.0	12.0	12.4	12.1	13.5	16.8	36.6	54.8	65.8
growth %	38.9	77.3	87.5	84.8	59.3	55.0	50.0	40.0	71.8	49.8	20.0
sales %	17.1	16.8	19.4	24.4	21.4	21.0	22.9	29.3	19.5	23.6	25.0
면세점	5.1	5.9	4.9	6.6	7.4	7.7	8.3	7.9	22.5	31.3	37.5
growth %	-44.8	47.5	8.9	17.8	43.5	30.0	70.0	20.0	-3.7	38.8	20.0
sales %	11.3	12.7	10.6	13.4	12.7	13.4	14.1	13.8	12.0	13.5	14.3
도매 및 홈쇼핑	5.7	2.8	4.2	2.2	4.5	2.2	4.0	2.1	14.9	12.8	12.5
growth %	-62.3	-44.0	-44.7	-79.2	-20.7	-20.0	-5.0	-5.0	-61.0	-13.9	-2.6
sales %	12.6	6.0	9.1	4.4	7.9	3.9	6.8	3.6	8.0	5.5	4.7
글로벌	6.6	7.0	3.5	3.8	6.0	6.7	3.7	4.0	20.8	20.3	21.3
growth %	26.6	29.6	-41.7	-50.5	-8.8	-5.0	5.0	5.0	-13.8	-2.7	5.0
sales %	14.5	15.1	7.6	7.6	10.4	11.6	6.2	6.9	11.1	8.8	8.1
영업이익	0.6	-1.7	-0.6	0.1	3.2	2.9	3.5	3.7	-1.6	13.4	20.0
growth %	-89.3	적전	적전	-96.3	407.0	흑전	흑전	2,638.3	-114.5	흑전	49.7
margin %	1.4	-3.7	-1.4	0.3	5.5	5.1	5.9	6.5	-0.8	5.8	7.6
순이익	2.0	0.9	1.1	-3.1	1.2	2.8	3.3	3.5	1.0	10.7	16.3
growth %	-53.0	-62.5	-69.6	21.4	-42.8	219.0	187.4	흑전	-87.4	977.6	52.1
margin %	4.5	1.9	2.5	-6.2	2.0	4.9	5.6	6.0	0.5	4.6	6.2

자료: 클리오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	194	194	187	232	263
매출총이익	122	118	106	133	155
영업이익	26	11	-2	13	20
EBITDA	28	14	2	25	32
순이자손익	-2	-3	-2	2	1
외화관련손익	1	-1	0	1	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	27	10	2	14	21
당기순이익	21	8	1	11	16
지배주주순이익	21	8	1	11	16
증가율(%)					
매출액	80.8	0.0	-3.3	23.7	13.7
영업이익	13.9	-57.7	적전	흑전	49.7
EBITDA	16.5	-50.6	-87.7	1,366.2	29.3
순이익	17.6	-61.9	-87.4	977.6	52.1
이익률(%)					
매출총이익률	62.9	60.7	56.4	57.3	58.8
영업이익률	13.3	5.6	-0.8	5.8	7.6
EBITDA 이익률	14.4	7.1	0.9	10.8	12.2
세전이익률	14.0	4.9	1.3	6.1	8.0
순이익률	10.8	4.1	0.5	4.6	6.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

03월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-1	-1	-7	27	27
당기순이익	21	8	1	11	16
자산상각비	2	3	3	12	12
운전자본증감	-26	-12	-16	3	-2
매출채권 감소(증가)	-11	-1	-2	-6	-2
재고자산 감소(증가)	-15	-2	-9	0	-2
매입채무 증가(감소)	3	-9	-4	9	2
투자현금흐름	-117	-34	45	-17	-2
유형자산처분(취득)	-4	-6	-13	-5	0
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	-1
투자자산 감소(증가)	-102	-23	69	-11	0
재무현금흐름	157	-6	-43	5	-2
차입금의 증가(감소)	57	-11	-35	-4	0
자본의 증가(감소)	97	-4	-2	0	-2
배당금의 지급	4	4	2	0	2
총현금흐름	32	17	8	23	29
(-)운전자본증가(감소)	19	17	10	-9	2
(-)설비투자	4	6	13	5	0
(+)자산매각	-1	-1	-1	0	-1
Free Cash Flow	8	-6	-17	27	26
(-)기타투자	16	-1	16	6	1
잉여현금	-9	-5	-32	20	25
NOPLAT	20	9	-1	10	15
(+) Dep	2	3	3	12	12
(-)운전자본투자	19	17	10	-9	2
(-)Capex	4	6	13	5	0
OpFCF	-1	-11	-21	26	26

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

03월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	199	183	118	151	179
현금성자산	156	139	66	92	116
매출채권	19	19	20	26	28
재고자산	22	23	30	30	32
비유동자산	42	50	71	86	76
투자자산	17	20	31	33	34
유형자산	24	27	38	52	40
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	241	233	189	237	255
유동부채	95	81	39	45	48
매입채무	33	23	19	29	32
유동성이자부채	57	57	18	9	9
비유동부채	5	7	8	40	40
비유동이자부채	0	0	0	31	31
부채총계	100	88	47	85	88
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	94	65	66	66	66
이익잉여금	42	76	75	86	100
자본조정	-3	-5	-8	-8	-8
자기주식	-4	-5	-8	-8	-8
자본총계	141	145	141	152	167

주요지표

(단위: 원, 배)

03월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	1,233	469	59	632	962
BPS	7,840	7,849	8,318	8,953	9,815
DPS	600	100	0	100	150
CFPS	1,881	1,028	452	1,370	1,703
ROA(%)	13.8	3.3	0.5	5.0	6.6
ROE(%)	24.8	5.6	0.7	7.3	10.2
ROIC(%)	75.7	17.4	-0.8	10.5	16.3
Multiples(x, %)					
PER	24.8	78.4	246.1	30.6	20.1
PBR	3.9	4.7	1.7	2.2	2.0
PSR	2.7	3.2	1.3	1.4	1.2
PCR	16.3	35.7	32.0	14.1	11.4
EV/EBITDA	14.9	39.3	116.2	11.1	7.8
배당수익률	2.0	0.3	n/a	0.5	0.8
안정성(%)					
부채비율	70.9	61.0	33.6	55.9	52.8
Net debt/Equity	-70.7	-56.4	-33.7	-34.5	-45.5
Net debt/EBITDA	-357.2	-591.6	-2,793.8	-210.2	-235.1
유동비율	208.9	225.4	298.8	331.7	371.5
이자보상배율(배)	11.8	2.1	n/a	35.5	46.5
자산구조(%)					
투하자본	19.2	28.4	49.3	44.2	37.6
현금+투자자산	80.8	71.6	50.7	55.8	62.4
자본구조(%)					
차입금	28.7	28.3	11.3	20.8	19.4
자기자본	71.3	71.7	88.7	79.2	80.6

[Compliance Notice]

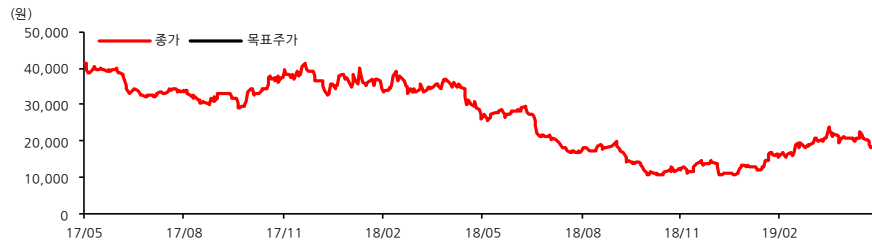
(공표일: 2019년 5월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[클리오 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2019.05.30	2019.05.30			
투자 의견	담당자 변경	Buy			
목표 가격	손호주	25,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.30	Buy	25,000		

[종목 투자 등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 03월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%