

클리오 (237880)

기업 성장 전략 이상무

■ 2017년 매출 +1.2% YoY, 영업이익 -69.2% YoY 전망

동사의 2017년 매출액은 1,959억원(+1.2% YoY), 영업이익은 79억원(-69.2% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 사드 보복 조치에 따른 중국인 관광객 감소는 클럽클리오의 매출 전년 동기 대비 -18.8% 감소를 야기한 주 원인이었다. 관련 채널 매출 감소에 따른 고정비 부담은 동사에게 '16년 대비 50억원 정도 추가 비용을 야기하였다. 동시에 올해 도매채널 벤더 셀아웃 매출의 투명성 확보를 위해 전략적으로 해당 채널 구조 조정을 하여 전년 대비 20억원 정도의 비용이 추가 지출된 것으로 보인다. 글로벌 사업 확장 및 신규 브랜드 런칭으로 인한 선제적인 인건비 투자가 약 70억원 정도 증가되었던 점도 비용 증가의 주 요인이었다.

■ 2018년 매출 +27.0% YoY, 영업이익 +182.8% YoY 전망

'18년도에는 중국인 입국자 수 회복에 따라 클럽클리오 및 면세채널 등 관련 매출 회복이 기대된다. 다만 국내 클럽클리오 전략은 점포 확장 전략에서 매장 수익률을 끌어올리는 것을 우선시하는 전략 쪽으로 바뀐 것으로 파악된다. 기존에 공격적으로 출점 수를 늘리겠다는 가이드스에서 2018년 국내 클럽클리오 20개점만 추가 오픈하는 계획으로 변경된 것은 감안해야 할 점이다. 동시에 동사는 도매채널 역직구 비중을 50%로 끌어올려, 벤더 수 축소에 따른 가격 통제 및 실적 가시성을 높여나갈 것으로 보인다. 중국의 위생허가를 받기 전에, 해당 제품 중국 현지 바이럴 마케팅 효과를 얻기 위해서라도 도매 채널은 소홀히 할 수 없는 채널이며 동사의 해당 채널 전략은 명확해 보인다. 2018년 클럽클리오와 도매채널 매출 성장은 전년 동기 대비 각각 +29.4%, +7.4% 성장할 것으로 전망한다.

한편 동사 매출 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 H&B 채널의 고성장은 2018년에도 지속될 것으로 보인다. 분기별로 +30%~+37% 성장하고 있는 H&B 채널에서 확고한 경쟁력(색조 카테고리 MS 1위, 30% 정도 추정)을 갖춘 동사는 시장 성장률을 뛰어넘는 고성장을 지속할 수 있을 것이다. 약 1,300여개의 H&B 점포에 입점해 있는 상황이며 채널 맥스 점포수를 3,000개로 보고 있는 상황에서 추가 출점에 따른 불륨 증가는 중장기적으로 유효하다. '17년 3분기 H&B 점당 매출액이 큰 폭으로 감소하였던 것으로 보이지만 내수 소비 심리지표 자체는 견조하게 유지되고 있는 상황에서 점당 매출액 반등 역시 '18년도에 가능할 것이다. 12월에 왓슨스 매장 50여개점에 입점한 힐링버드 브랜드 및 8월에 런칭한 더마토리 신규 브랜드에 대한 긍정적인 초기 반응 역시 기대된다. 2018년 H&B 채널 매출은 전년 동기 대비 +35.5% 성장할 것으로 전망한다.

화장품 오대식
(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

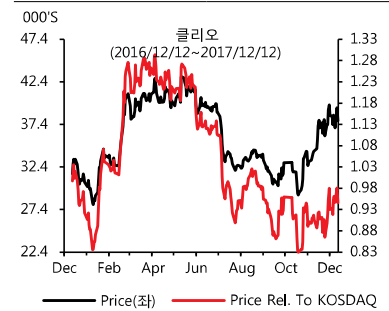
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	46,000원
증가(2017/12/12)	37,800원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,695만주
시가총액	641십억원
외국인지분율	15.4%
배당금(2016)	600원
EPS(2017E)	559원
BPS(2017E)	7,274원
ROE(2017E)	7.5%
52주 주가	28,000~43,000원
60일평균거래량	30,212주
60일평균거래대금	1.1십억원

Price Trend



'18년 중국 현지 매출 가이드는 보수적이다. 마케팅 재개가 이루어 지고 있지만 정상 회복까지는 아직까지 시간이 더 필요하다. 긍정적인 점은 주요 제품의 중국 위생허가가 발 빠르게 받아지고 있으며, 동사 히트 제품인 루즈힐 같은 경우 현지 ODM 생산을 통해 위생허가 기간 소요 없이 '18년에 판매될 수 있다는 점이다. 또한 '18년도에 클럽클리오 매장을 80개 순증 시킬 예정이기에 매출 볼륨 역시 기대된다. 중국 같은 경우 점당 BEP 수준이 한국 보다 낮은 상황이기에 현재 점평균 매출액이 BEP 이상인 상황에서 마진 확대에 기여할 전망이다.

■ 가시화되고 있는 중국 외 해외 시장 진출

2017년은 동사가 글로벌 기반을 다지는 한 해였다. 태국, 미얀마, 필리핀 등 동남아 지역에서 좋은 시장 반응을 얻고 있는 것으로 보이며, 6월부터 8월경까지는 중국 현지 매출 보다 더 규모 있는 매출을 창출해낸 것으로 보인다. 중동 시장 역시 시장 공략에 나서고 있는 상황이며, 유럽 H&B 채널을 통한 시장 진출 역시 가시적이다.

그 중에서도 가장 기대되고 있는 시장은 미국이다. 사드 보복 조치라는 악재 속에, 동사는 기존 후순위 진출 국가였던 미국 시장 진출 속도를 더욱 빠르게 하는 쪽으로 전략을 변경하였다. 컬러팝, 메이블린 등이 경쟁 브랜드로 있는 미국 CVS 채널에 '페리페라'를 입점시켜 '18년 초부터 관련 사업 진행이 기대된다. 기초 브랜드 '구달' 역시 Ulta 305개 매장에 입점해 있는 상황이며 미국 전역에 있는 Ulta 매장 입점을 확대해 나갈 것으로 보인다. 미국 밀레니얼 세대 SNS 활동 활성화에 따른 색조 제품 관심 증대 및 고품질 저가격의 가성비 등 동사 제품에 대한 경쟁력은 확실히 있다고 판단된다. 신규 인디 브랜드인 동사 브랜드에 대한 초기 바이럴 마케팅 성과가 관건이며, 성과의 가시화에 따라 동사 기업가치는 업그레이드될 수 있을 것이다.

'18년 EPS 1,190원에 중소형 화장품 브랜드업체 평균 P/E 30배에 30% 할증한 39배 멀티플 적용하여 목표주가 46,000원으로 커버리지 개시한다. 상기 내용과 같이 비우호적인 '17년 경영환경 하에 장기적인 관점에서 선제적 투자 진행한 점, 해외 진출의 가시화, H&B채널에서 확고한 위치 포지셔닝하고 있다는 점을 감안한 밸류에이션으로 39배는 합당하다고 판단한다.

<표1> 클리오 실적 추이 및 주요 사업 상황 요약

채널	한-중 관계 정상화 수혜	장기 경쟁 열위 채널	장기 경쟁 우위 채널	2015 매출 (십억원)	2016 매출 (십억원)	2017F 매출 (십억원)	2018F 매출 (십억원)
클럽클리오	✓	✓		27.6(+193.6% YoY)	47.8(+73.2% YoY)	38.8(-18.8% YoY)	50.2(+29.4% YoY)
H&B			✓	20.9(+68.5% YoY)	29.7(+42.3% YoY)	50.4(+69.6% YoY)	68.3(+35.5% YoY)
온라인			✓	10.3(+68.9% YoY)	19.7(+91.3% YoY)	21.3(+7.9% YoY)	24.4(+15.0% YoY)
면세점	✓			1.2(-75.0% YoY)	31.1(+2492.4% YoY)	25.8(-17.0% YoY)	29.8(+15.4% YoY)
도매	✓	✓		32.8	42.8(+30.5% YoY)	36.6(-14.4% YoY)	39.3(+7.4% YoY)
글로벌	✓		✓	15.2(+50.5% YoY)	24.1(+58.7% YoY)	23.0(-4.6% YoY)	36.8(+59.8% YoY)
- 중국	✓		✓	-	17.4	10.7(-38.3% YoY)	17.1(+59.9% YoY)
- 중국 외			✓	-	6.8	12.3(+81.9% YoY)	19.7(+59.7% YoY)
제품군별 매출	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 클리오 매출 비중: 중국항 주력 쿠폰 비중 지속 감소, 신규립제품 육성으로 카테고리 확대 중 -> 3Q16 64%에서, 3Q17 55%로 비중 축소 ✓ 페리페라 매출 비중: SS시즌 캠페인상품 빅히트 및 쿠폰 제품 전유통 채널에서 고성장 중 -> 3Q16 20%에서, 3Q17 34%로 비중 확대 ✓ 구달 매출 비중: 중국항 구달 매출 감소하면서 비중 감소. 올리브영 및 미국 Ulta 등 글로벌 진출 확대 중 -> 3Q16 16%에서, 3Q17 10%로 비중 축소 ✓ 힐링버드 및 더마토리 '17년도 런칭하여 H&B 입점 추진 중(힐링버드 한국 왓슨 50개 매장 입점 확정) 						
채널별 매출	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 클럽클리오 점당 매출액 감소세 2분기에 이어 지속. 중국인 입국자 수 회복에 따라 '18년 회복될 전망 -> 3Q16 21.7%에서, 3Q17 21.0%로 비중 축소. 3분기 103개 점포 수 기준 ✓ 도매 채널 매출 감소 3분기에 QoQ로 회복되는 모습. 마진율 가장 높은 채널이기에 전사 마진 개선 기여 전망 -> 3Q16 17.7%에서, 3Q17 16.3%로 비중 축소 ✓ 4분기 중국 클럽클리오 점포수 70개 전망. 마케팅 부재로 점당 매출액 큰 폭으로 감소. 마케팅 재개로 회복 기대 -> 3Q16 8.6%에서, 3Q17 4.8%로 비중 축소 ✓ 클리오 H&B 색조 1위 자리 고수하면서 H&B 시장 성장률보다 높은 성장 기록 -> 3Q16 19.2%에서, 3Q17 30%로 비중 확대. 3분기 올리브영 1000개, 왓슨스 165개, 롱스 91개 기준 						
기회 요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 중국인 입국자 수 회복을 통한 클럽클리오 주요 상권 매출 회복 기대 및 도매 채널(다이공) 매출 회복세 긍정적 ✓ 확고한 색조 경쟁력으로 H&B 화장품 시장 전체 성장을 상회하는 고성장 지속 전망. -> 클럽클리오 국내 20개 추가 출점 및 중국 80개 추가 출점 전망 ✓ 비우호적인 '17년 경영환경에도 불구하고 힐링버드, 더마토리 신규 브랜드 런칭 ✓ 중국 및 미국 시장 진출에 LVMH의 유무형적 도움 기대 ✓ '17년 3분기 기준 중국 클럽클리오(59개), 중국 세포라(93개), 왓슨스(430개) ✓ 미국 시장 진출 활성화 -> '페리페라' 미국 CVS '18년 초 진출, '구달' 기준 Ulta 305개 매장 입점에서 미국 전역 확장 입점 예정 ✓ '18년 유럽 H&B 채널 진출 기대 및 중동과 동남아 매출 고성장 기대 						
리스크 요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 클럽클리오 출점 수 증가에 따른 변동비 증가 및 고정비 성격의 비용 증가는 매출 레버리지 일어나기 전까지 부담 ✓ '18년도 페리페라가 미국 신규 유통채널에 입점될 전망이며 초기 반응이 어느 정도로 나올 지 불확실 ✓ H&B 색조 카테고리 MS 1위 지속성에 관한 리스크 						
목표주가	<p>18년 EPS 1,190원에 중소형 화장품 업체 평균 P/E 30배에 30% 할증한 39배 멀티플 적용 비우호적인 '17년 경영환경 하에 장기적인 관점에서 선제적 투자 진행한 점, 해외 진출의 가시화, H&B채널에서 확고한 위치 포지셔닝하고 있다는 점을 감안한 밸류에이션으로 39배 합당하다고 판단 목표주가 46,000원으로 커버리지 개시</p>						

자료: 클리오, 하이투자증권

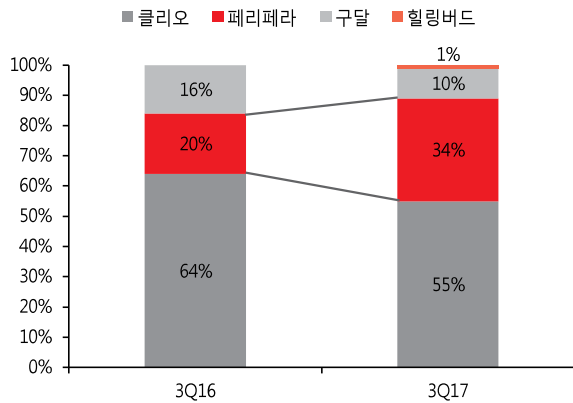
<표2> 클리오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	193.6	195.9	248.9	57.3	40.8	46.8	51.1	62.7	56.1	63.0	67.1
클럽클리오	47.8	38.8	50.2	11.1	9.8	9.8	8.1	12.5	13.7	13.3	10.6
H&B	29.7	50.4	68.3	10.8	12.2	14.0	13.4	12.3	17.4	18.4	20.2
온라인	19.7	21.3	24.4	5.6	4.4	4.8	6.5	6.4	5.1	5.5	7.4
면세점	31.1	25.8	29.8	9.3	4.0	4.5	8.0	9.5	5.5	5.6	9.2
도매	42.8	36.6	39.3	15.2	5.0	7.6	8.8	15.3	6.0	8.9	9.2
글로벌	24.1	23.0	36.8	5.2	5.4	6.0	6.4	6.5	8.5	11.2	10.6
영업이익	25.7	7.9	22.3	5.9	0.2	1.2	0.7	6.6	4.3	6.6	4.7
당기순이익	20.8	10.6	20.0	4.4	2.4	3.8	0.2	4.8	4.7	7.3	3.2
성장률 (YoY %)											
매출액	80.8%	1.2%	27.0%	25.2%	-8.5%	-6.7%	-3.8%	9.4%	37.7%	34.5%	31.4%
클럽클리오	73.2%	-18.8%	29.4%	-13.5%	-19.8%	-9.9%	-31.8%	13.1%	40.6%	35.3%	31.2%
H&B	42.3%	69.6%	35.5%	81.5%	82.1%	45.5%	80.0%	14.0%	42.3%	31.4%	50.8%
온라인	91.3%	7.9%	15.0%	42.3%	11.2%	-10.1%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
면세점	2492.4%	-17.0%	15.4%	501.4%	-56.0%	-50.2%	-30.0%	2.3%	37.0%	24.0%	15.2%
도매	30.5%	-14.4%	7.4%	-9.6%	-38.4%	-14.0%	-2.5%	0.4%	20.0%	16.4%	4.6%
글로벌	58.7%	-4.6%	59.8%	12.1%	-10.5%	-3.8%	-11.2%	25.3%	57.2%	87.3%	64.6%
영업이익	13.8%	-69.2%	182.8%	-47.8%	-96.1%	-84.7%	-72.2%	13.4%	2506.6%	462.6%	573.1%
당기순이익	17.6%	-48.9%	88.1%	-50.7%	-23.0%	-33.1%	-95.1%	11.2%	99.9%	93.3%	1867.9%
이익률 (%)											
영업이익률	13.3%	4.0%	9.0%	10.2%	0.4%	2.5%	1.4%	10.6%	7.7%	10.5%	7.0%
순이익률	10.8%	5.4%	8.0%	7.6%	5.8%	8.0%	0.3%	7.7%	8.4%	11.5%	4.7%

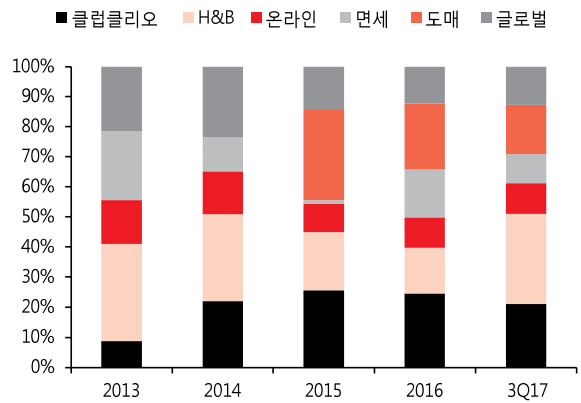
자료: 클리오, 하이투자증권
 주: 연결기준

<그림1> 브랜드별 매출 비중 추이: 페리페라 브랜드 2017년 전년 대비 매출액 2배 가까이 성장



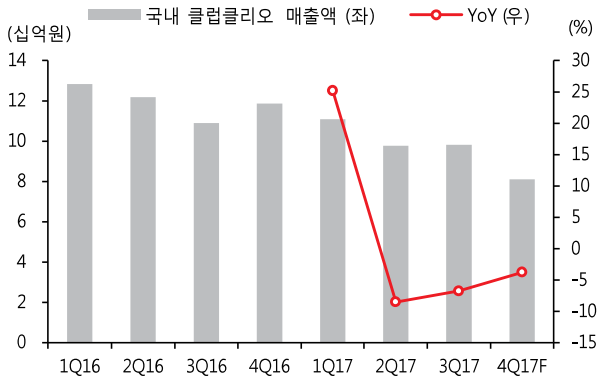
자료: 클리오, 하이투자증권

<그림2> 채널별 매출 비중 추이: 중국인 관광객 상권 침체로 클럽클리오 매출 감소. 전략적 도매 채널 관리 작업으로 인해 도매 채널 매출 감소



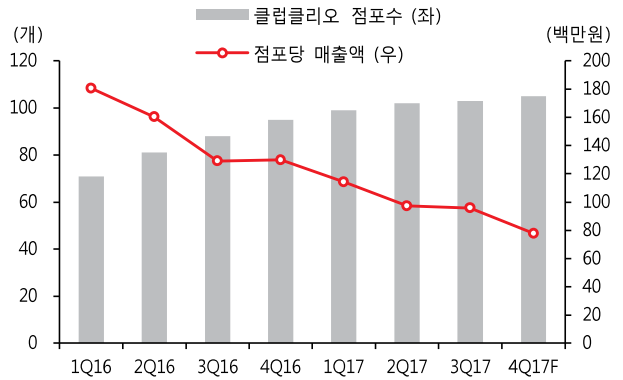
자료: 클리오, 하이투자증권

<그림3> 국내 클럽클리오 매출액 추이



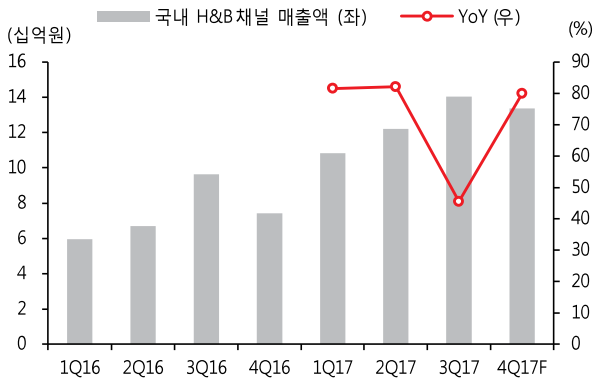
자료: 클리오, 하이투자증권

<그림4> 국내 클럽클리오 점포수 및 점당 매출 추이



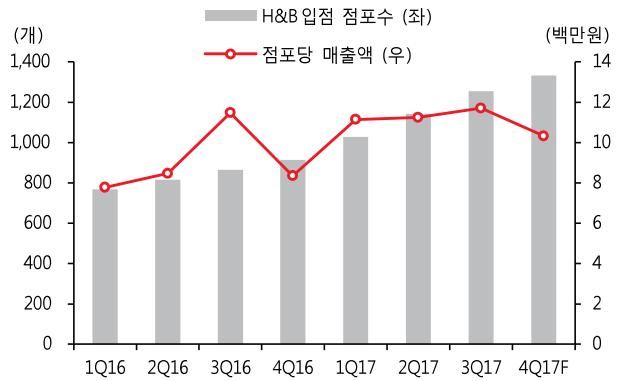
자료: 클리오, 하이투자증권

<그림5> 국내 H&B 채널 매출액 추이



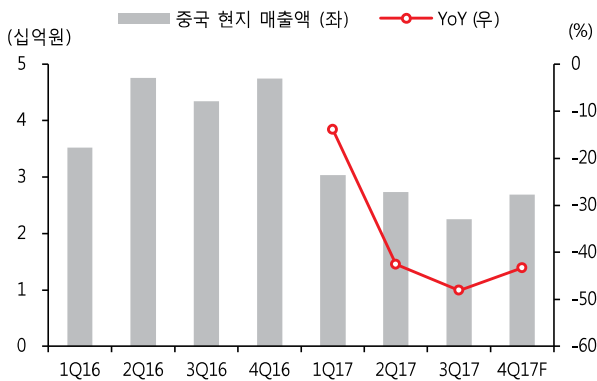
자료: 클리오, 하이투자증권

<그림6> 국내 H&B 채널 입점 점포수 및 점당 매출 추이



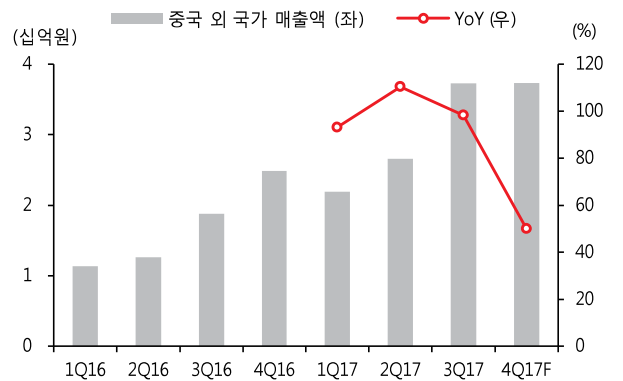
자료: 클리오, 하이투자증권

<그림7> 중국 현지 매출액 추이



자료: 클리오, 하이투자증권

<그림8> 중국 외 국가 매출액 추이



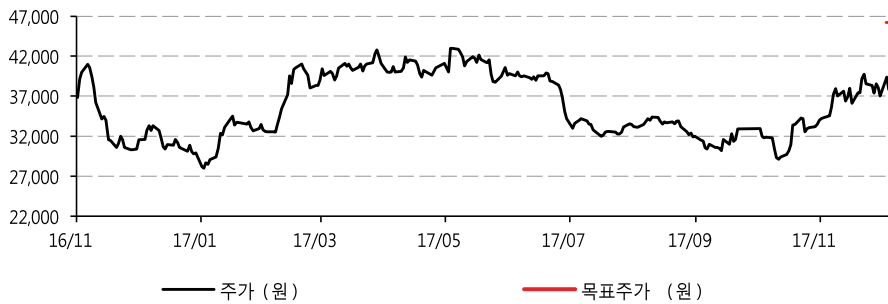
자료: 클리오, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원.%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	199	202	220	257	매출액	194	196	249	331
현금 및 현금성자산	54	56	61	78	증가율(%)	80.8	1.2	27.0	32.8
단기금융자산	102	102	102	102	매출원가	72	77	100	132
매출채권	19	19	25	33	매출총이익	122	119	149	198
채고자산	22	22	28	37	판매비와관리비	96	111	127	155
비유동자산	42	40	38	37	연구개발비	2	2	3	4
유형자산	24	22	20	19	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2	1	1	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	241	241	257	294	영업이익	26	8	22	44
유동부채	95	95	102	113	증가율(%)	13.9	-69.2	182.8	95.2
매입채무	28	29	36	48	영업이익률(%)	13.3	4.0	9.0	13.2
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	5	5	5	5	지분법이익(손실)	0	-1	-1	-1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-3	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	27	12	27	48
부채총계	100	100	107	118	법인세비용	6	2	7	12
지배주주지분	141	141	151	176	세전계속이익률(%)	14.0	6.2	10.7	14.5
자본금	8	9	9	9	당기순이익	21	11	20	36
자본잉여금	94	94	94	94	순이익률(%)	10.8	5.4	8.0	10.9
이익잉여금	42	42	52	78	지배주주귀속 순이익	21	11	20	36
기타자본항목	-3	-3	-3	-3	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	20	10	19	35
자본총계	141	141	151	176	지배주주귀속총포괄이익	20	10	19	35
현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	5	7	16	28	주당지표(원)				
당기순이익	21	11	20	36	EPS	1,351	559	1,028	1,849
유형자산감가상각비	2	2	1	1	BPS	7,840	7,274	7,740	9,027
무형자산상각비	1	1	0	0	CFPS	1,495	719	1,123	1,907
지분법관련손실(이익)	0	-1	-1	-1	DPS	600	600	600	600
투자활동 현금흐름	-117	-1	-1	-1	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PER	22.7	67.6	36.8	20.4
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	3.9	5.2	4.9	4.2
금융상품의 증감	-102	-	-	-	PCR	20.5	52.6	33.6	19.8
재무활동 현금흐름	151	53	47	47	EV/EBITDA	12.9	44.1	19.7	10.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	24.8	7.5	13.7	22.1
자본의증감	101	1	-	-	EBITDA이익률	14.4	5.6	9.7	13.5
배당금지급	-4	-5	-10	-10	부채비율	70.9	70.5	71.0	67.4
현금및현금성자산의증감	39	1	5	17	순부채비율	-110.9	-111.6	-108.2	-102.7
기초현금및현금성자산	15	54	56	61	매출채권회전율(x)	14.2	10.2	11.3	11.5
기말현금및현금성자산	54	56	61	78	재고자산회전율(x)	13.2	9.0	10.0	10.2

자료 : 클리오, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(클리오)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-12-13	Buy	46,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-