

2017. 12. 13

Analyst 오대식
(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

In-depth Report

화장품

변화의 파동이 더 클 중소형주 파악

■ 12월 13일 한-중 정상회담 이전, 화장품 중소형주 체크 요망

최근 화장품 섹터의 주가는 한-중 관계의 급격한 회복세가 관측되지 않으며 밸류에이션 부담을 느끼고 있는 상황이다. 그런 부담 하에 섹터 주가는 월별 화장품 수출 성장률 및 중국인 입국자 수가 공표될 때나, 12일 발표된 한-중 양국 공동성명을 채택하지 않기로 한다는 뉴스 등 스팟성으로 전달되는 뉴스 하나하나에 변동폭을 높이고 있는 상황이다. 결과적으로 현 시점에서 중요한 것은 어떤 종목이 '17년, '16년에 없었던, 한-중 관계 회복 이외의 변수를 가졌는지다. 그리고 대형 화장품 업체들 보다는 중소형 브랜드사들에게 변수의 파급효과는 더 클 것으로 판단한다.

■ 잇츠한불과 클리오 '매수' 의견으로 커버리지 개시

다양한 화장품 업종의 중소형사들 중, 잇츠한불과 클리오가 18년도 그리고 그 이후 실적에 가시적으로 영향을 줄 변수들을 가지고 있는 것으로 판단한다. 두 회사들은 각각 내수 보다는 해외 지역에 해당 변수들을 가지고 있는 상황이며, 관련 변수들의 재무가치는 현재 컨센서스에 충분히 반영되어 있지 않는 상황이다. 중국 공장 완공 및 생산 허가 취득 및 미국 시장 신규 진출 등 각각의 변수를 지니고 있는 두 화장품 중소형사를 '매수' 의견으로 신규 커버리지 개시한다.

투자의견

Overweight

Table of Contents

[산업분석]

- 4 I. 실적 회복의 폭이 더 클 중소형 화장품주
- 9 II. Valuation table

[기업분석]

- 12 잇츠한불(226320) _ 실적 회복 방향성에 꽃놀이패가 더해졌다
- 20 클리오(237880) _ 기업 성장 전략 이상무

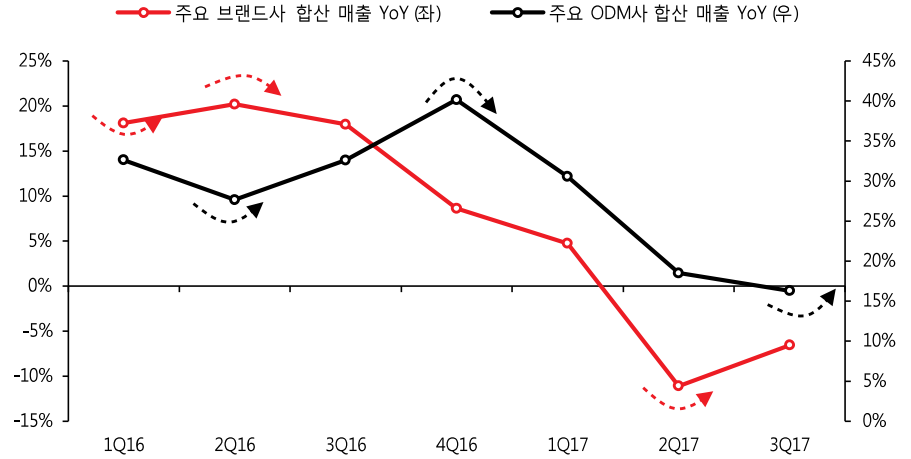
[산업분석]

I. 실적 회복의 폭이 더 클 중소형 화장품주

II. Valuation table

I. 실적 회복의 폭이 더 클 중소형 화장품주

〈그림1〉 브랜드사의 매출 회복이 선행되어야 브랜드사 이전 밸류체인 매출 회복될 것으로 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

주1: 주요 브랜드사 합산 매출액은 APG, LG생활건강, 잇츠한불, 에이블씨엔씨, 클리오, 토니모리 합산 매출액

주2: 주요 ODM사 합산 매출액은 한국콜마, 코스맥스 합산 매출액

〈표1〉 주요 브랜드사 합산 매출 YoY 추이와 ODM사 합산 매출 YoY 추이

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
주요 브랜드사 매출 합산		3,572.9	3,572.4	3,489.9	3,343.8	3,742.5	3,176.5	3,260.5
	YoY	18.1%	20.2%	18.0%	8.6%	4.7%	-11.1%	-6.6%
주요 ODM사 매출 합산		322.1	370.7	346.3	385.3	420.5	439.4	402.7
	YoY	32.6%	27.7%	32.6%	40.2%	30.6%	18.5%	16.3%

자료: 각 사, 하이투자증권

주1: 주요 브랜드사 합산 매출액은 APG, LG생활건강, 잇츠한불, 에이블씨엔씨, 클리오, 토니모리 합산 매출액

주2: 주요 ODM사 합산 매출액은 한국콜마, 코스맥스 합산 매출액

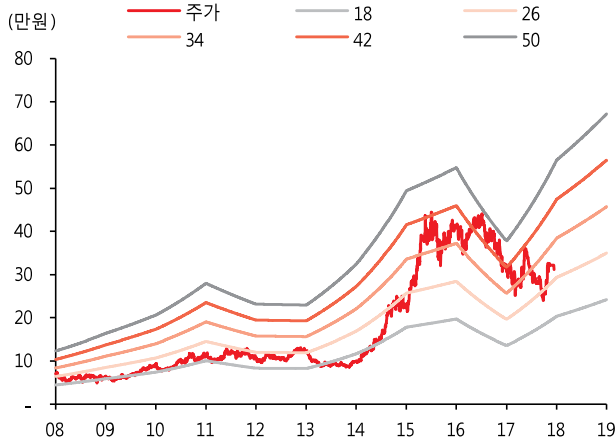
〈표2〉 주요 브랜드사 실적 추이 및 '17년 멀티플 저점 대비 상승률

항목	2014	2015	2016	2017E	2018E	'17년 멀티플 저점 대비 상승률	'17년 최저 P/E	12월 11일	'15~'16 평균 P/E
AP 매출	3,874.0	4,766.6	5,645.4	5,227.1	6,339.3	19.5%	23.6	28.2	38.5
AP 영업이익	563.8	772.9	848.1	602.5	899.8				
AP 매출 YoY	25.0%	23.0%	18.4%	-7.4%	21.3%				
AP 영업이익 YoY	52.4%	37.1%	9.7%	-29.0%	49.4%				
APG 매출	4,711.9	5,661.2	6,697.6	6,163.1	7,616.8	13.3%	27.8	31.5	41.4
APG 영업이익	659.1	913.6	1,082.8	744.4	1,144.6				
APG 매출 YoY	21.0%	20.1%	18.3%	-8.0%	23.6%				
APG 영업이익 YoY	40.3%	38.6%	18.5%	-31.3%	53.8%				
LGHH 매출	4,676.9	5,328.6	6,094.1	6,280.5	7,414.5	28.4%	15.5	19.9	23.1
LGHH 영업이익	511.0	684.1	880.9	941.4	1,208.3				
LGHH 매출 YoY	8.1%	13.9%	14.4%	3.1%	18.1%				
LGHH 영업이익 YoY	2.9%	33.9%	28.8%	6.9%	28.3%				
잇츠한불 매출	260.7	325.4	326.1	243.8	312.8	86.7%	12	22.4	25.4
잇츠한불 영업이익	105.3	123.3	90.9	40.2	64.4				
잇츠한불 매출 YoY	618.6%	24.8%	0.2%	-25.2%	28.3%				
잇츠한불 영업이익 YoY	11531.5%	17.1%	-26.3%	-55.7%	60.0%				
클리오 매출	42.5	107.1	193.6	195.9	248.9	18.3%	27.8	32.9	43.9
클리오 영업이익	0.7	22.6	25.7	7.9	22.3				
클리오 매출 YoY	26.5%	152.0%	80.8%	1.2%	27.0%				
클리오 영업이익 YoY	-61.0%	3304.5%	13.8%	-69.2%	182.8%				

자료: 각 기업, Dataguide, 하이투자증권

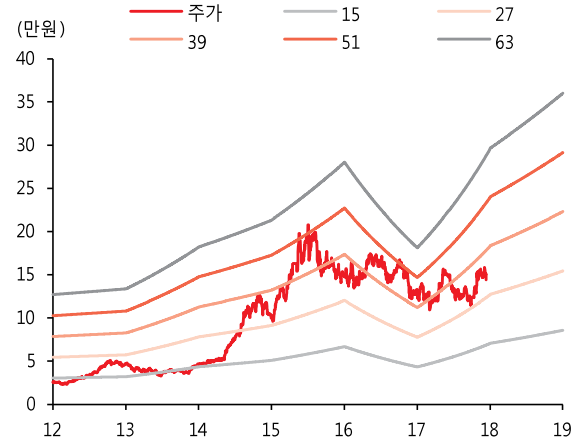
주: 잇츠한불과 클리오는 상장 직후부터 현재까지 평균 P/E로 '15~'16 평균 P/E 항목 같음

〈그림2〉 아모레퍼시픽 12MF P/E



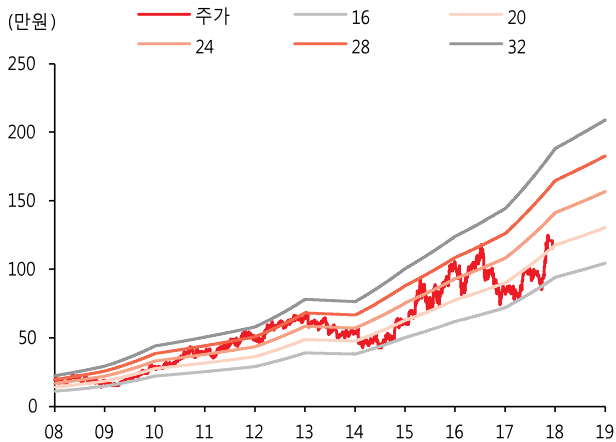
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림3〉 아모레G 12MF P/E



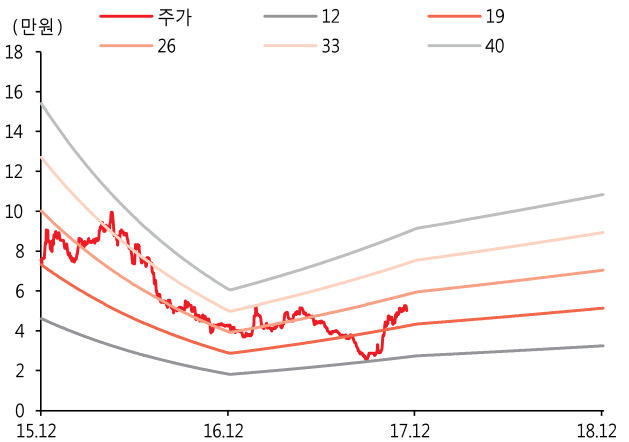
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림4〉 LG생활건강 12MF P/E



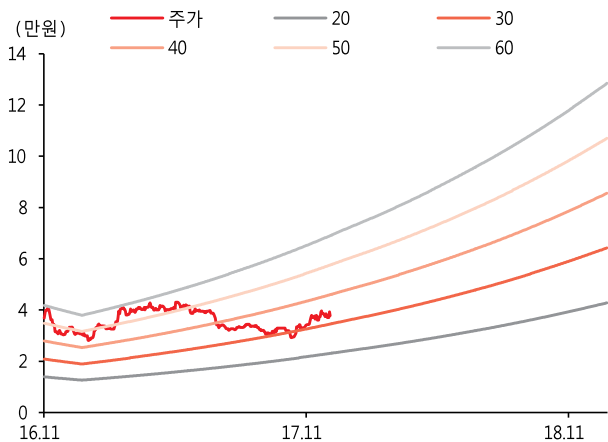
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림5〉 잇츠한불 12MF P/E



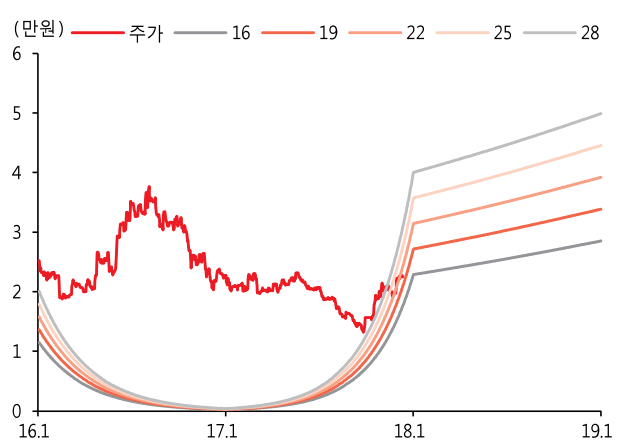
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림6〉 클리오 12MF P/E



자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림7〉 토니모리 12MF P/E



자료: Dataguide, 하이투자증권

〈표3〉 잇츠한불 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)
수출대행	✓	✓		134.6(+25.6% YoY)	92.5(-31.3% YoY)	54.3(-41.3% YoY)	70.2(+29.3% YoY)
로드샵	✓	✓		74.0(+37.9% YoY)	67.9(-8.2% YoY)	47.5(-30.1% YoY)	56.8(+19.7% YoY)
면세점	✓			63.2(+20.8% YoY)	57.8(-8.5% YoY)	29.5(-48.9% YoY)	43.8(+48.3% YoY)
유통점				17.3(+49.2% YoY)	25.4(+46.7% YoY)	27.3(+7.4% YoY)	28.6(+4.8% YoY)
온라인	✓		✓	1.1(+65.9% YoY)	1.8(+61.0% YoY)	1.6(-10.6% YoY)	2.1(+33.6% YoY)
OEDM 및 기타	✓			-	16.3	13.4(-18.0% YoY)	17.8(+33.2% YoY)
직수출	✓		✓	21.4(+29.8% YoY)	22.0(+2.7% YoY)	16.3(-26.1% YoY)	19.6(+20.6% YoY)
네오팜			✓	36.0(+40.6% YoY)	42.4(+17.7% YoY)	54.3(+28.0% YoY)	74.0(+36.5% YoY)
제품군별 매출	✓ 달팽이 제품 군의 매출 비중 3Q16 70.3%에서, 3Q17 56.4%로 비중 축소 ✓ 비달팽이 제품 군의 매출 비중 3Q16 13.2%에서, 3Q17 18.9% ✓ 네오팜 매출 3Q16 12.3%에서, 3Q17 20.6%로 비중 확대 ✓ 3분기 라이프컬러 립크러쉬 매트 판매 호조 및 4분기 라이프컬러 신제품 출시 등 색조 매출 확대 노력 중 ✓ 현재 색조 매출 비중 5.2% ✓ 네오팜 2016년 기준 제품별 매출비중: 아토팜(57.9%), 리얼베리어(13.8%), 제로이드(13.6%), 더마비(6.1%), 기타(8.6%)						
국가별 매출	✓ 3Q16 기준 국내 매출액 92.6%, 해외 매출 비중 7.4% ✓ 해외 점포 2,044개로 점포당 매출액은 200만원 정도 ✓ 해외 매출 중 각 국가별 비중은 홍콩(19.8%), 중국(11.1%), 일본(19.7%), 러시아(8.5%), 미국(6.9%) 등						
기회 요인	✓ 중국 후저우 공장 '17년 8월 완공. '17년 11월 생산허가 취득. 1차 목표 생산량은 연간 3600만개 ✓ '18년 달팽이제품 중국 본격 진출 원년 ✓ 초기 공장 가동률 10% 정도로 가정하였을 때 205억원 정도의 추가 매출 가능 ✓ 18년 추정치 및 시장 컨센서스 관련 매출 미반영 되어 있음 ✓ 3Q17기준 유동자산 3,847억원 수준으로, 색조 브랜드 M&A에 대한 가능성 존재 ✓ 동사 중국 직접진출, 또는 썬마 이외 새로운 유통 파트너를 통해서 중국 진출 전망 ✓ 네오팜 역시 아토팜, 리얼베리어 제품의 중국 위생허가를 취득 ✓ 리얼베리어 같은 경우 중국의 킴그룹과 유통계약 체결 ✓ 3Q17 아토팜(+25% YoY), 리얼베리어(+64% YoY), 제로이드(+68% YoY), 더마비(+149% YoY) 고성장 지속 전망						
기타 사항	✓ 잇츠스킨(OEM 포함) OPM: '16(28.7%), '17F(13.4%), '18F (18.6%) 전망 ✓ 네오팜 OPM: '16(22.5%), '17F(27.2%), '18F (27.0%) 전망 ✓ 후저우 공장조성으로 인해 연간 감가상각비 10억원 정도 추가 발생						
목표주가	18년 EPS 2,289원에 동사 역사적 적정 멀티플 26.0배 멀티플 적용. 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시 화장품 섹터 중소형 종목 중 클리오와 더불어 선호주 제시						

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표4〉 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	✓ 클리오 매출 비중: 중국항 주력 쿠션 비중 지속 감소, 신규립제품 육성으로 카테고리 확대 중 → 3Q16 64%에서, 3Q17 55%로 비중 축소 ✓ 페리페라 매출 비중: SS시즌 캠페인상품 박히트 및 쿠션 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	✓ 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, 립스 91개 기준						
기회 요인	✓ 중국인 입국자 수 회복을 통한 클럽클리오 주요 상권 매출 회복 기대 및 도매 채널(타이공) 매출 회복세 긍정적 ✓ 확고한 색조 경쟁력으로 H&B 화장품 시장 전체 성장률 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	✓ 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	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 감안 한 밸류레이션으로 39배 합당하다고 판단 목표주가 46,000원으로 커버리지 개시						

자료: 클리오, 하이투자증권

II. Valuation table

〈표5〉 주요 화장품 중소형 업체 Valuation table

		잇츠한불	클리오	에이블씨엔씨	토니모리	Average
주가(\$)		46	35	17	19	
시가총액(백만\$)		1,008	587	335	339	
매출액	2016	267	194	435	233	282
	2017E	239	202	407	222	268
	2018E	275	270	449	252	312
영업이익	2016	73	26	24	18	35
	2017E	41	11	19	5	19
	2018E	58	26	26	12	31
순이익	2016	58	21	18	13	28
	2017E	30	13	16	3	15
	2018E	44	22	21	10	24
EPS	2016	3,357	1,363	1,083	731	1,633
	2017E	1,393	674	904	166	784
	2018E	1,920	1,190	1,093	546	1,187
순차입금	2016	-44	-100	-136	-42	-81
	2017E	-318	-101	-158	-19	-149
	2018E	-344	-117	-168	-19	-162
EBITDA	2016	79	28	29	19	39
	2017E	48	13	25	7	23
	2018E	65	30	31	15	35
매출액성장률(%)	2016	-13.6	80.8	6.5	6.0	19.9
	2017E	-10.6	4.4	-6.2	-4.9	-4.3
	2018E	15.2	33.8	10.1	13.7	18.2
EPS성장률(%)	2016	-37.2	-98.8	5.0	-11.4	-35.6
	2017E	-58.5	-50.6	-16.6	-77.2	-50.7
	2018E	37.9	76.6	21.0	228.3	90.9
영업이익률(%)	2016	27.4	13.3	5.6	7.6	13.5
	2017E	17.0	5.3	4.8	2.3	7.3
	2018E	21.2	9.8	5.8	4.6	10.3
순이익률(%)	2016	21.8	10.8	4.1	5.5	10.6
	2017E	12.5	6.3	3.8	1.4	6.0
	2018E	16.0	8.2	4.7	3.8	8.2
ROE(%)	2016	8.0	-	9.1	-0.1	5.7
	2017E	7.8	8.4	7.6	2.3	6.5
	2018E	10.1	13.7	9.9	7.5	10.3
PER(배)	2016	26.9	-	18.1	-	22.5
	2017E	36.0	56.1	21.1	126.3	59.9
	2018E	26.1	31.8	17.4	38.5	28.4
PBR(배)	2016	2.1	4.3	1.6	3.1	2.8
	2017E	2.7	4.7	2.2	2.9	3.1
	2018E	2.5	4.0	2.1	2.8	2.9
EV/EBITDA(배)	2016	12.3	-	6.1	67.3	28.6
	2017E	16.3	40.3	8.4	47.9	28.2
	2018E	11.7	17.4	6.5	23.5	14.8

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 금액의 경우 주가, 시가총액, EPS를 제외하고 한국 원화 십억 단위

[기업분석]

잇츠한불(226320)

- 실적 회복 방향성에 꽃놀이패가 더해졌다

클리오(237880)

- 기업 성장 전략 이상무

잇츠한불 (226320)

실적 회복 방향성에 꽃놀이패가 더해졌다

■ 2018년 매출 +28.3% YoY, 영업이익 +60.0% YoY 전망

동사 실적을 평가함에 있어 가장 크게 우려되고 있는 요소는 수출 대행 매출의 지속 감소이다. 가장 높은 마진율을 보이고 있는 동 채널의 비중은 '15년부터 중국 정부의 수출입 투명화 기조에 의해 큰 폭으로 역성장 해왔다. 동시에 '17년 사드 보복 조치로 인한 내수 채널 타격은 수출 대행 채널 매출 감소 영향 이상으로 실적 악화에 영향을 미쳤다. 하지만 '17년 3분기 타이공 인당 매출액 증가 및 수출 대행 채널 활성화에 따라 수출 대행 채널 매출액은 회복 기조를 보이고 있으며, 2018년은 동 채널 매출 회복에 더불어 중국인 입국자 수 회복을 통한 관련 영향 채널 매출 회복이 예상된다. 16년부터 반영되기 시작한 동사 자회사 네오팜의 실적 고성장은 달팽이 제품에 편중되어 있던 동사 매출 구조를 다변화 시켰으며, 네오팜 매출은 트렌드에 맞는 H&B채널 및 신채널에 특화되어 있기에 장기적인 관점에서도 성장 전망이 유효하다.

■ 후저우 공장이라는 꽃놀이패는 주가 추가 상승 견인할 것

상장 초기 시점부터 주가 상승 기대감을 끌어올렸던 달팽이류 제품 중국 위생허가가 지연되면서 시장은 실망을 거듭했다. 결과적으로 동사는 후저우 공장 '17년 8월 완공, 11월 생산 허가 취득을 통해 중국 현지에 달팽이 제품을 유통할 수 있게 되었다. 12월 말 시험 가동을 개시할 예정이며 동 공장에서 창출될 매출 및 이익은 시장 컨센서스에 미반영된 것으로 보여진다. 사드 보복 조치라는 악재 속에 썬마 및 뉴월드그룹 HOKO몰을 통한 중국 현지 진출 전략은 수정된 것으로 보여지며, 아직까지 구체적인 진출 전략이 정해진 바 없기에 정확한 실적 추정은 어려운 상황이다. 하지만 단순 시나리오 분석으로 후저우 공장 가동률 20% 추정 시 약 400억원 정도의 추가 매출 창출이 가능할 것으로 보여진다. 빠르게 상승한 실적 컨센서스와 그에 상응한 밸류에이션 상승에도 불구하고, 동사 중국 현지 진출 전략의 가시화에 따라 추가적인 주가 상승은 가능하다고 판단한다. '18년 EPS 2,289원에 동사 역사적 적정 P/E 26.0배를 적용하여 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시한다.

화장품 오대식

(2122-9212) dsos@hi-ib.com

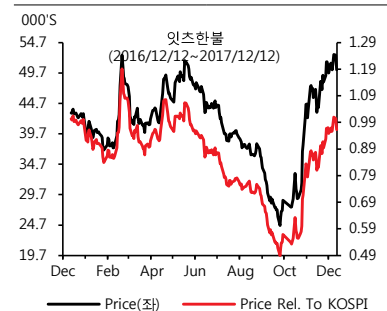
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	60,000원
증가(2017/12/12)	50,200원

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	2,193만주
시가총액	1,101십억원
외국인지분율	3.1%
배당금(2016)	701원
EPS(2017E)	1,620원
BPS(2017E)	16,537원
ROE(2017E)	9.4%
52주 주가	24,600~52,700원
60일평균거래량	126,073주
60일평균거래대금	5.3십억원

Price Trend



〈표1〉 잇츠한불 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)
수출대행	✓	✓		134.6(+25.6% YoY)	92.5(-31.3% YoY)	54.3(-41.3% YoY)	70.2(+29.3% YoY)
로드샵	✓	✓		74.0(+37.9% YoY)	67.9(-8.2% YoY)	47.5(-30.1% YoY)	56.8(+19.7% YoY)
면세점	✓			63.2(+20.8% YoY)	57.8(-8.5% YoY)	29.5(-48.9% YoY)	43.8(+48.3% YoY)
유통점				17.3(+49.2% YoY)	25.4(+46.7% YoY)	27.3(+7.4% YoY)	28.6(+4.8% YoY)
온라인	✓		✓	1.1(+65.9% YoY)	1.8(+61.0% YoY)	1.6(-10.6% YoY)	2.1(+33.6% YoY)
OEDM 및 기타	✓			-	16.3	13.4(-18.0% YoY)	17.8(+33.2% YoY)
직수출	✓		✓	21.4(+29.8% YoY)	22.0(+2.7% YoY)	16.3(-26.1% YoY)	19.6(+20.6% YoY)
네오팜			✓	36.0(+40.6% YoY)	42.4(+17.7% YoY)	54.3(+28.0% YoY)	74.0(+36.5% YoY)
제품군별 매출	✓ 달팽이 제품 군의 매출 비중 3Q16 70.3%에서, 3Q17 56.4%로 비중 축소 ✓ 비달팽이 제품 군의 매출 비중 3Q16 13.2%에서, 3Q17 18.9% ✓ 네오팜 매출 3Q16 12.3%에서, 3Q17 20.6%로 비중 확대 ✓ 3분기 라이프컬러 립크러쉬 매트 판매 호조 및 4분기 라이프컬러 신제품 출시 등 색조 매출 확대 노력 중 ✓ 현재 색조 매출 비중 5.2% ✓ 네오팜 2016년 기준 제품별 매출비중: 아토팜(57.9%), 리얼베리어(13.8%), 제로이드(13.6%), 더마비(6.1%), 기타(8.6%)						
국가별 매출	✓ 3Q16 기준 국내 매출액 92.6%, 해외 매출 비중 7.4% ✓ 해외 점포 2,044개로 점포당 매출액은 200만원 정도 ✓ 해외 매출 중 각 국가별 비중은 홍콩(19.8%), 중국(11.1%), 일본(19.7%), 러시아(8.5%), 미국(6.9%) 등						
기회 요인	✓ 중국 후저우 공장 '17년 8월 완공. '17년 11월 생산허가 취득. 1차 목표 생산량은 연간 3600만개 ✓ '18년 달팽이제품 중국 본격 진출 원년 ✓ 초기 공장 가동률 10% 정도로 가정하였을 때 205억원 정도의 추가 매출 가능 ✓ 18년 추정치 및 시장 컨센서스 관련 매출 미반영 되어 있음 ✓ 3Q17기준 유동자산 3,847억원 수준으로, 색조 브랜드 M&A에 대한 가능성 존재 ✓ 동사 중국 직접진출, 또는 썬마 이외 새로운 유통 파트너를 통해서 중국 진출 전망 ✓ 네오팜 역시 아토팜, 리얼베리어 제품의 중국 위생허가를 취득 ✓ 리얼베리어 같은 경우 중국의 킥그룹과 유통계약 체결 ✓ 3Q17 아토팜(+25% YoY), 리얼베리어(+64% YoY), 제로이드(+68% YoY), 더마비(+149% YoY) 고성장 지속 전망						
기타 사항	✓ 잇츠스킨(OEM 포함) OPM: '16(28.7%), '17F(13.4%), '18F (18.6%) 전망 ✓ 네오팜 OPM: '16(22.5%), '17F(27.2%), '18F (27.0%) 전망 ✓ 후저우 공장조성으로 인해 연간 감가상각비 10억원 정도 추가 발생						
목표주가	18년 EPS 2,289원에 동사 역사적 적정 멀티플 26.0배 멀티플 적용. 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시 화장품 섹터 중소형 종목 중 클리오와 더불어 선호주 제시						

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표2〉 잇츠한불 실적 추이 및 전망

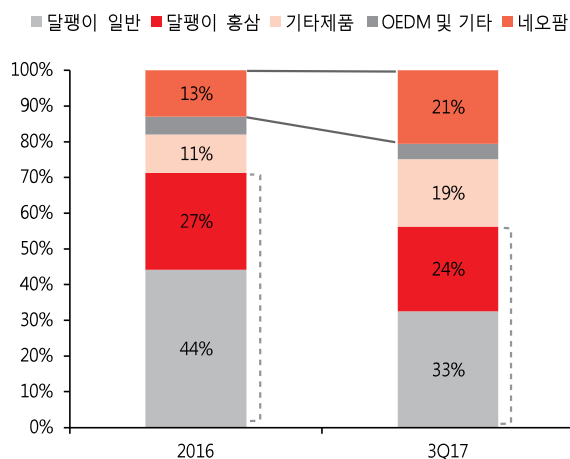
(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	326.1	243.8	312.8	71.0	42.7	55.7	74.4	76.3	69.2	74.7	92.6
잇츠스킨	267.5	176.4	221.2	54.2	26.2	42.0	54.1	54.6	45.8	55.8	65.0
네오팜	42.4	54.3	74.0	13.1	13.0	11.5	16.7	17.8	17.8	15.7	22.8
영업이익	90.9	40.2	64.4	18.8	-1.5	8.3	14.6	15.3	13.1	14.6	21.3
잇츠스킨	81.3	25.5	44.4	14.5	-5.0	5.8	10.1	10.4	8.3	10.4	15.2
네오팜	9.6	14.8	20.0	4.3	3.5	2.5	4.5	4.8	4.8	4.2	6.1
당기순이익	66.7	33.1	50.2	10.9	4.0	6.8	11.5	11.9	10.4	11.5	16.4
성장률 (YoY %)											
매출액	0.2%	-25.2%	28.3%	-18.6%	-51.9%	-18.7%	-8.8%	7.4%	62.2%	34.2%	24.4%
잇츠스킨	-13.6%	-34.0%	25.4%	-35.1%	-57.7%	-26.6%	-16.7%	0.8%	74.8%	32.8%	20.3%
네오팜	17.7%	28.0%	36.5%	6.5%	37.8%	35.8%	36.8%	36.3%	36.6%	36.5%	36.5%
영업이익	-26.3%	-55.7%	60.0%	-35.5%	적전	-57.9%	-22.4%	-18.8%	흑전	76.1%	46.0%
잇츠스킨	n/a	-68.7%	74.3%	-42.9%	적전	-67.1%	-41.2%	-28.2%	흑전	79.1%	50.2%
네오팜	n/a	54.5%	35.5%	17.1%	60.3%	18.8%	175.9%	13.3%	37.0%	69.1%	36.5%
당기순이익	-17.0%	-50.3%	51.4%	-44.9%	-80.6%	-48.1%	-13.9%	9.4%	161.6%	68.5%	43.3%
이익률 (%)											
영업이익률	27.9%	16.5%	20.6%	26.5%	-3.5%	14.9%	19.6%	20.0%	19.0%	19.6%	23.1%
잇츠스킨 OPM	30.4%	14.4%	20.1%	26.8%	-19.1%	13.8%	18.7%	19.1%	18.2%	18.6%	23.4%
네오팜 OPM	22.5%	27.2%	27.0%	32.5%	26.9%	21.8%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
순이익률	20.4%	13.6%	16.0%	15.4%	9.3%	12.2%	15.4%	15.6%	15.0%	15.3%	17.7%

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

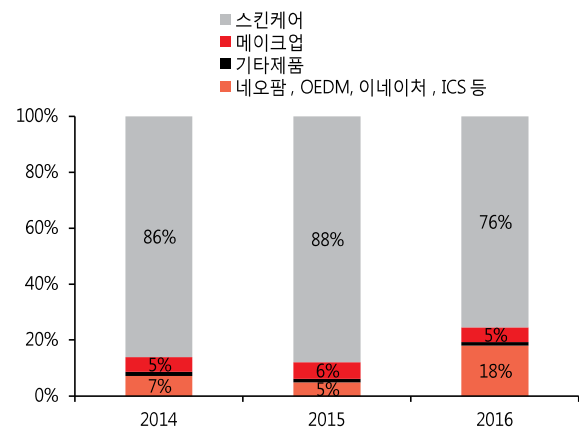
주: 연결기준

〈그림1〉 제품별 매출 비중 추이: 달팽이류 제품 비중 축소, 네오팜 및 기타 제품 매출 비중 증가세



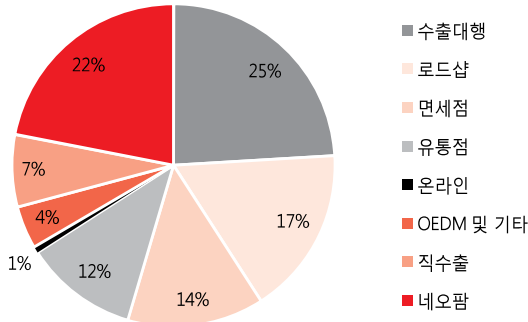
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈그림2〉 제품별 매출 비중 추이: 달팽이류 제품 비중 축소됨에 따라 스킨 케어 비중 축소, 색조 및 기타 제품 비중 증가



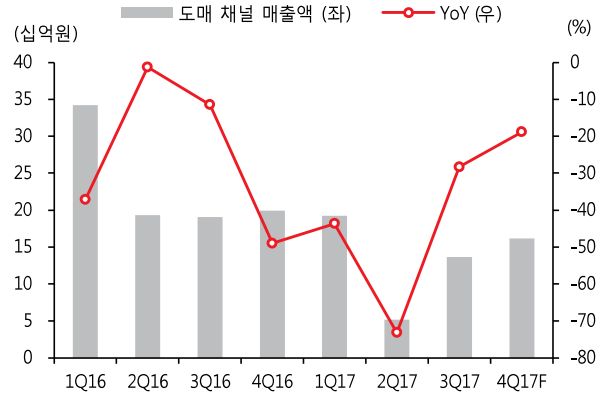
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

(그림3) 3Q17 기준 채널별 매출 비중: '14년 44% 차지했던수출대행 비중 25%로 급감. 중국 정부 타이공 규제 영향 컸음. 마진이 가장 좋은채널이었기에 전사 이익 체력 훼손



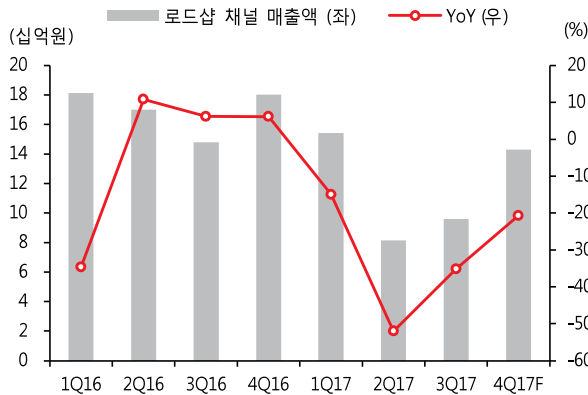
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

(그림4) 수출대행 채널 매출 추이 및 전망. 3분기에 있었던 타이공 인당 화장품 구매액 증가 및 매입 활성화 현상으로 인해, 매출 성장률 턴어라운드



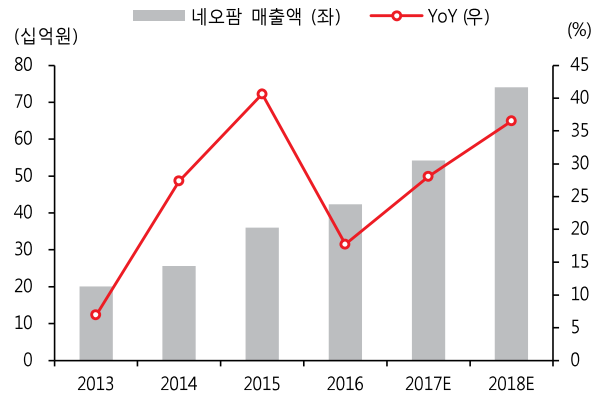
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

(그림5) 로드샵 매출액 추이 및 전망. 3Q17 기준 직영 및 가맹점 합하여 약 120여개 점포. 3분기 중국인 개별관광객 자연 회복에 따라 소폭 회복하는 모습



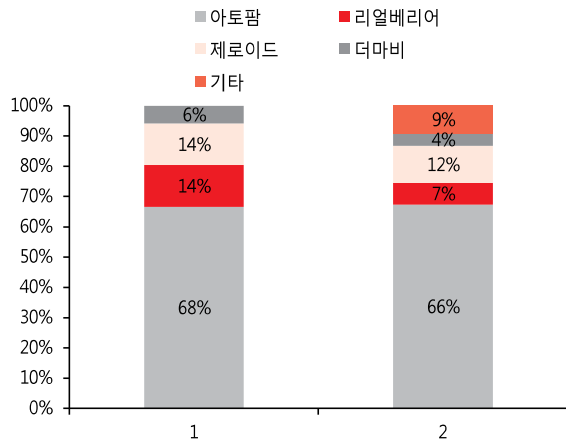
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

(그림6) 네오팜 매출액 추이 및 전망. '17년 3분기 누적 기준, 아토팜 +14% YoY, 리얼베리어 +79% YoY, 제로이드 +64% YoY, 더마비 +79% YoY 고성장 지속



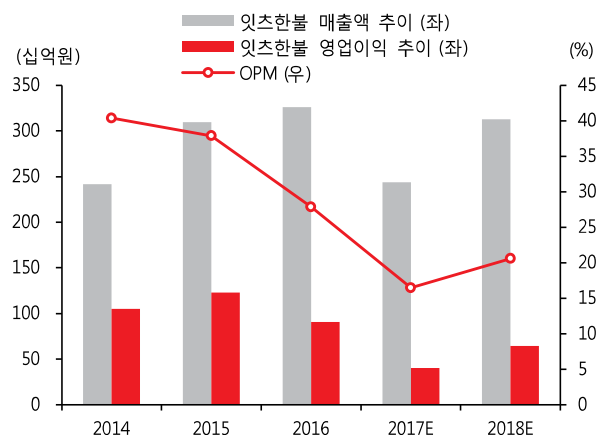
자료: 네오팜, 하이투자증권

(그림7) 로드샵 매출액 추이 및 전망. 3Q17 기준 직영 및 가맹점 합하여 약 120여개 점포. 3분기 중국인 개별관광객 자연 회복에 따라 소폭 회복하는 모습



자료: 네오팜, 하이투자증권

(그림8) 잇츠한불 연결 매출, 영업이익, OPM 추이



자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표3〉 네오팜 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)							
	2015	2016	2017E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	36.0	42.4	54.3	13.1	13.0	11.5	16.7
영업이익	6.3	9.6	14.8	4.3	3.5	2.5	4.5
당기순이익	3.4	7.7	12.7	3.4	3.0	2.3	3.3
성장률 (YoY %)							
매출액	40.6%	17.7%	28.0%	6.5%	37.8%	35.8%	36.8%
영업이익	137.0%	51.8%	54.5%	17.1%	60.3%	18.8%	175.9%
당기순이익	32.7%	127.2%	64.0%	88.7%	71.5%	25.8%	37.6%
이익률 (%)							
영업이익률	17.5%	22.5%	27.2%	32.5%	26.9%	21.8%	27.0%
순이익률	9.5%	18.3%	23.4%	25.6%	23.4%	19.6%	19.8%

자료: 네오팜, 하이투자증권

〈표4〉 잇츠한불 후저우 우싱구 공장 개요

항목	내용
단지명	후저우 우싱구 뷰티타운(상해와의 거리차 약 120KM)
투자 금액	2,500만 달러(한화 약 300억원)
완공 시기	2017년 6월 완공, 11월 생산허가 취득, 12월 말 가동 개시. 시생산
생산 개파	연 3,500만개(금액상 약 2,000억원 규모)
예상 효과	각종 세제 혜택, CFDA 위생허가 등의 절차 간소화 혹은 생략 가능
연간 창출 매출	초기 가동률 10% 가정하였을 때 205억 정도 추가 매출 가능

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표5〉 후저우 공장 가동률 변동에 따른 매출 및 영업이익 창출 시나리오

후저우 공장 가동률	10%	20%	30%	50%
추정 생산량(백만개)	3.5	7	10.5	17.5
추정 매출액	20.5	41.1	61.6	102.7
추정 벤더 유통 마진율	-5%	2%	8%	15%
추정 영업이익	-1.0	0.8	4.9	15.4

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	350	378	421	470	매출액	267	244	313	346
현금 및 현금성자산	42	62	89	127	증가율(%)	-13.6	-8.8	28.3	10.5
단기금융자산	270	276	283	289	매출원가	103	90	111	120
매출채권	17	15	20	22	매출총이익	164	154	202	226
재고자산	20	18	23	26	판매비와관리비	91	114	138	149
비유동자산	19	13	10	9	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	10	4	1	1	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2	2	2	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	369	391	431	479	영업이익	73	40	64	77
유동부채	28	27	30	31	증가율(%)	-34.4	-45.1	60.0	19.5
매입채무	10	9	12	13	영업이익률(%)	27.4	16.5	20.6	22.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1	지분법이익(손실)	-	-1	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	1	1
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	78	44	68	81
부채총계	29	28	31	32	법인세비용	20	11	18	21
지배주주지분	340	363	400	447	세전계속이익률(%)	29.2	18.0	21.8	23.3
자본금	9	11	11	11	당기순이익	58	33	50	59
자본잉여금	151	151	151	151	순이익률(%)	21.8	13.6	16.0	17.2
이익잉여금	198	219	257	304	지배주주귀속 순이익	58	33	50	59
기타자본항목	-18	-18	-18	-18	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	58	33	50	59
자본총계	340	363	400	447	지배주주귀속총포괄이익	58	33	50	59

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	21	28	36	48	주당지표(원)				
당기순이익	58	33	50	59	EPS	3,340	1,620	2,289	2,711
유형자산감가상각비	5	6	2	1	BPS	19,446	16,537	18,256	20,398
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	3,655	1,920	2,400	2,759
지분법관련손실(이익)	-	-1	0	0	DPS	701	701	701	701
투자활동 현금흐름	-18	-11	-11	-11	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PER	12.9	31.0	21.9	18.5
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	2.2	3.0	2.7	2.5
금융상품의 증감	-6	-6	-6	-6	PCR	11.8	26.1	20.9	18.2
재무활동 현금흐름	-35	-10	-12	-12	EV/EBITDA	5.6	16.4	10.9	8.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	17.8	9.4	13.2	14.0
자본의증감	-	2	-	-	EBITDA이익률	29.5	19.0	21.4	22.6
배당금지급	-17	-12	-12	-12	부채비율	8.6	7.8	7.7	7.1
현금및현금성자산의증감	-32	21	27	38	순부채비율	-91.8	-93.4	-92.9	-93.0
기초현금및현금성자산	73	42	62	89	매출채권회전율(x)	17.7	15.1	17.8	16.7
기말현금및현금성자산	42	62	89	127	재고자산회전율(x)	12.2	12.8	15.1	14.1

자료: 잇츠한블, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(잇츠한불)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-12-13	Buy	60,000	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) 종목투자의견은 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
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-

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 가이드에서 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 볼륨 증가는 중장기적으로 유효하다. '17년 3분기 H&B 점당 매출액이 큰 폭으로 감소하였던 것으로 보이지만 내수 소비 심리지표 자체는 건조하게 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) ds0h@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 가이드스는 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	✓ 클리오 매출 비중: 중국항 주력 쿼터 지속 감소, 신규립제품 육성으로 카테고리 확대 중 → 3Q16 64%에서, 3Q17 55%로 비중 축소 ✓ 페리페라 매출 비중: SS시즌 캠페인상품 빅히트 및 쿼터 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	✓ 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	✓ 중국인 입국자 수 회복을 통한 클럽클리오 주요 상권 매출 회복 기대 및 도매 채널(타이공) 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' 기존 Ulta 305개 매장 입점에서 미국 전역 확장 입점 예정 ✓ '18년 유럽 H&B 채널 진출 기대 및 중동과 동남아 매출 고성장 기대						
리스크 요인	✓ 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	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 감안 한 밸류에이션으로 39배 합당하다고 판단 목표주가 46,000원으로 커버리지 개시						

자료: 클리오, 하이투자증권

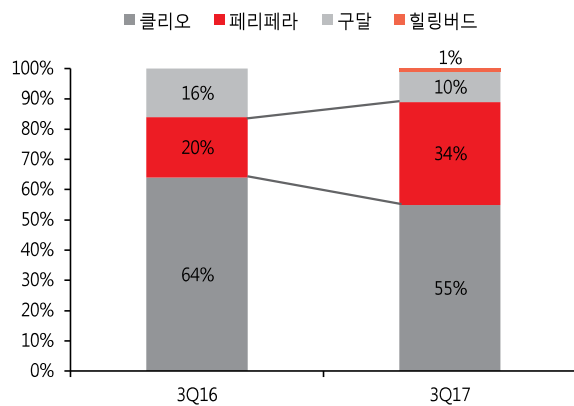
〈표2〉 클리오 실적 추이 및 전망

	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

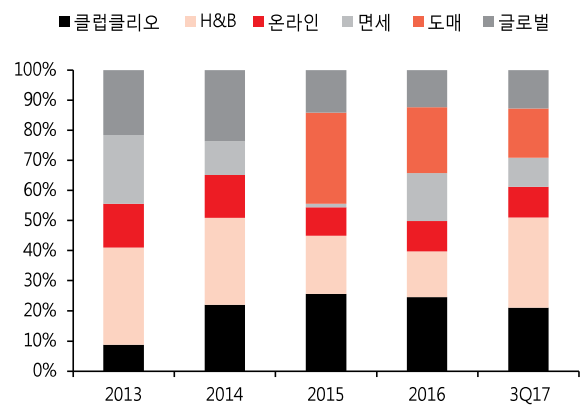
주: 연결기준

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



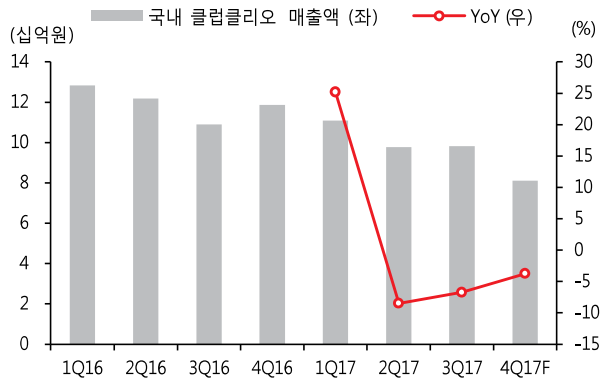
자료: 클리오, 하이투자증권

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



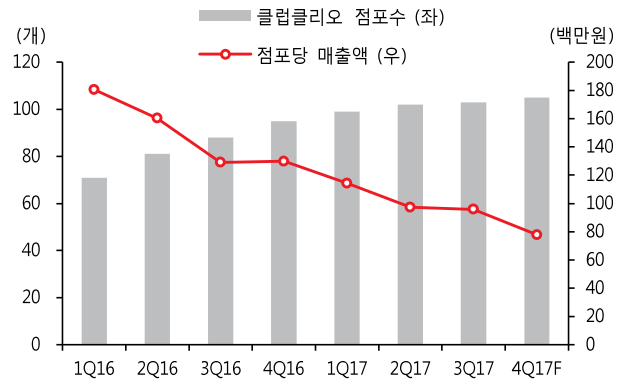
자료: 클리오, 하이투자증권

〈그림3〉 국내 클립클리오 매출액 추이



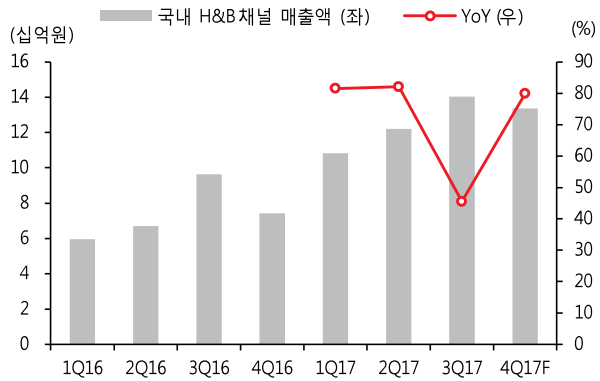
자료: 클리오, 하이투자증권

〈그림4〉 국내 클립클리오 점포수 및 점당 매출 추이



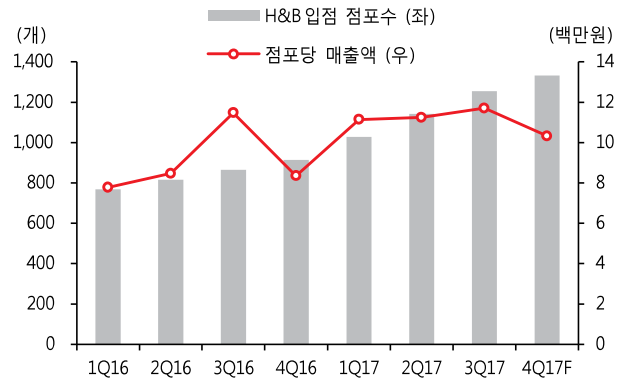
자료: 클리오, 하이투자증권

〈그림5〉 국내 H&B 채널 매출액 추이



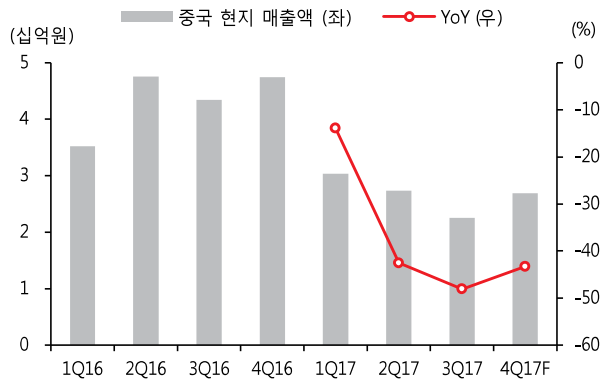
자료: 클리오, 하이투자증권

〈그림6〉 국내 H&B 채널 입점 점포수 및 점당 매출 추이



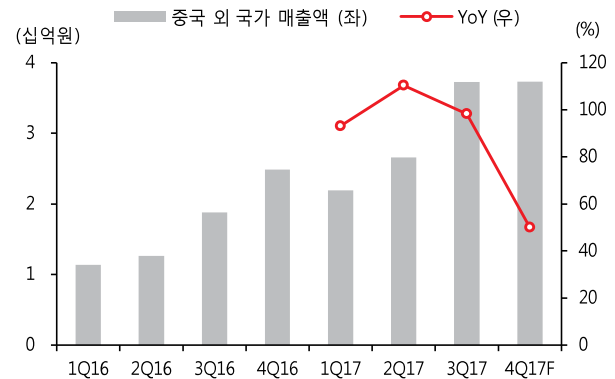
자료: 클리오, 하이투자증권

〈그림7〉 중국 현지 매출액 추이



자료: 클리오, 하이투자증권

〈그림8〉 중국 외 국가 매출액 추이



자료: 클리오, 하이투자증권

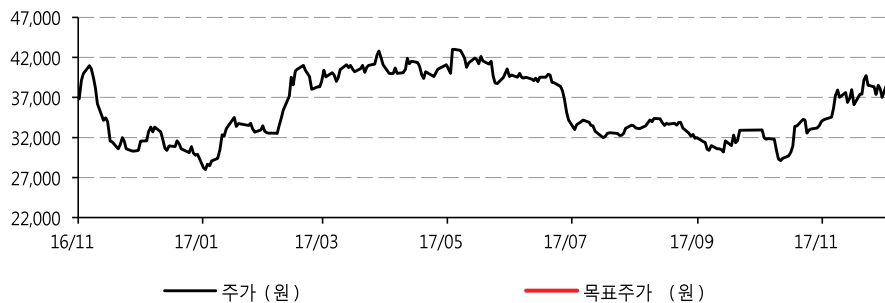
K-IFRS 연결 요약 재무제표

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
재고자산	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 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

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