

클리오 (237880.KQ)	투자의견 : 매수(신규)		
센터장 김장열 RA 박주영	목표주가 : 31,000원 / 현재주가 : 25,250원 (상승여력 : 22.8%)		
PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

영업이익에 주목할 시기

19년 실적 Review : 매출액 성장률 30% ↑, 영업이익 흑전

19년 4Q 매출액은 yoy +36% 성장한 670억, 영업이익은 흑전을 넘어 45억을 달성할 전망이다. 19년은 매출액이 yoy +30% 이상 성장(2,487억 예상)한 클리오의 한 해였다. ① **적자 사업 정리**(중국 상해 오프라인 매장 철수, 클럽클리오 손실 매장 정리), ② **H&B, 온라인 매출 성장**(구달 청굴 비타C라인 18년 H&B 600개 매장 → 19년 2Q 1,200개 매장, 티몰 글로벌·내수 매출 신장)이 주요한 덕분이다. 다만, 매출액이 컨센서스를 상회할 것으로 보이는데 반해 영업이익은 소폭 하회할 것으로 보인다. 상여금 지급과 구조조정에 따른 비용 처리 때문이다. 이것은 오히려 20년에 더 큰 도약을 위한 기회가 될 것으로 보인다.

20년 모멘텀 Preview : 영업이익률 개선은 계속된다

20년은 매출액 2,850억원(yoy +14.9), 영업이익 260억(yoy +40.5%)으로 추정된다. 19년 높은 기저에도 불구하고 20년에도 고성장을 유지할 것으로 보는 근거는 다음과 같다. ① 상해법인 철수 비용 19년에 모두 반영해 20년 영업이익 상승 기대, ② 기초라인 신규 론칭(더마토리)으로 높은 영업이익률(10~15%)을 보이는 H&B 내 M/S 확대, ③ 고성장 중인 일본 오프라인 매장 신규 진출, ④ 온라인 채널 중심의 중국 시장 본격 진출로 OPM 개선이 가능할 것으로 예상된다. OPM : 7.4% (2019) → 9.3 (2020). 클리오의 20년 전망은 그 어느 때보다 밝다.

Valuation : 글로벌 Peer 그룹 대비 저평가

12M Fwd EPS 1,183원에 P/E 26.2배를 적용했다. 2020년 기준 P/E는 21.3배로, Peer 평균 39.6배에 비해 저평가되어 있다. 글로벌 채널 확대와 기초라인 론칭에 따른 고성장 기대를 반영하면 높은 멀티플 부여가 가능할 것이다. 동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 31,000원으로 커버리지를 개시한다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	193.7	10.9	9.5	7.9	469	n/a	13.8	78.4	39.3	4.7	n/a
2018	187.4	-1.6	2.4	1.0	59	-87.5	1.7	246.1	116.2	1.7	0.7
2019E	248.7	18.5	21.0	11.2	662	1,026.7	23.9	38.0	15.0	2.8	7.6
2020E	280.7	26.2	29.0	25.1	1,183	78.8	32.8	21.3	10.7	2.4	15.2

자료 : 클리오, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

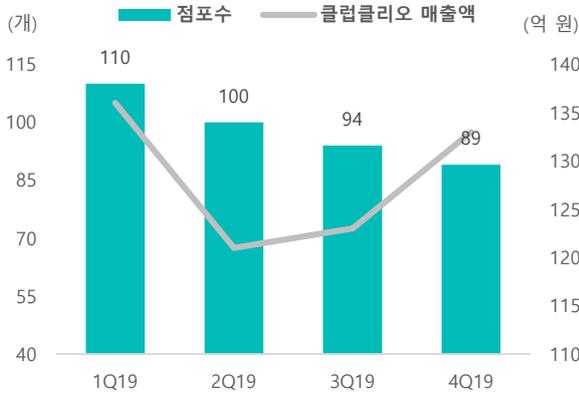
외형성장 수익성 개선 두 마리 토끼 모두 잡을 2020년.

2020년은 온라인과 글로벌 채널을 통한 외형성장과 오프라인 매장의 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 예상된다. 먼저 클럽클리오 19년에 손실이 발생하는 매장을 정리했음에도 매출액의 턴어라운드를 볼 수 있었다. 19년 1분기 110개, 2분기 100개, 3분기 94개, 4분기 89개로 점포 수가 감소했지만, 점포당 매출액은 증가했다. 20년은 고객 체험이 가능한 플래그십 스토어 중심의 마케팅 전략을 통해 3% 성장이 가능할 것으로 보인다.

H&B는 과거 영광에 머물지 않고, 포트폴리오 다변화를 통해 올리브영 내 M/S 확대에 나설 전망이다. 색조 브랜드 이미지를 탈피해 18년 구달의 청굴 비타C라인을 성공적으로 론칭한 경험을 바탕으로 19년 말에 더마토리를 론칭했다. 기초라인에 2개의 브랜드가 판매돼 20년 1분기 실적이 기대되는 상황이다.

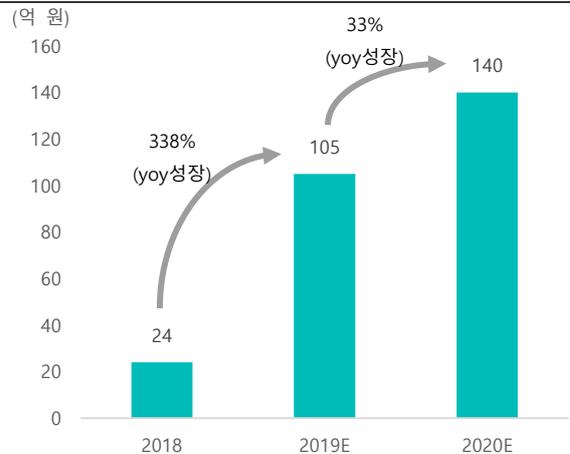
온라인과 글로벌 채널의 경우 ① 클리오 자사몰 강화, ② 19년 후반부터 중국의 티몰 글로벌과 티몰내수 마케팅 본격화로 매출 증대(19년11월 광군제 하루 매출이 18년11월 매출의 약 3배 달성), ③ 일본 오프라인 매장 확대로 고성장(20년: yoy+30%)이 예상된다. 19년 말부터는 러시아에 진출했으며, 20년부터 중동 최대 뷰티 온라인 채널인 부티카에도 입점해 신규 채널을 통한 매출 발생이 가능할 것으로 보인다.

[도표1] 클럽클리오 점포수 및 매출액 추이



자료: 증권신고서

[도표2] 일본 오프라인 매출 추이



자료: 증권신고서

[도표3] 클리오 기초라인 제품

구달 '청굴 비타C 토너 패드' (2018 출시)



더마토리 '시카 레스큐 거즈 패드' (2019 출시)



자료: 상상인증권

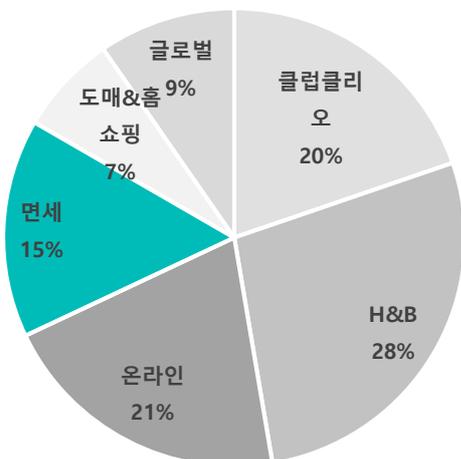
리스크 존재하지만 이겨낼 체력은 충분하다

우한 폐렴으로 잘나가던 화장품 시장에 안개가 드리웠다. 중국 시장, 특히 면세점 같은 오프라인 시장은 타격을 받을 것으로 예상된다. 하지만 클리오의 경우 전체 매출 중 해외 비중이 26%로 내수에 강한 기업이며, 그중 중국 시장이 차지하는 비중은 절반이 안 된다. 이번 사태로 동사의 13개 면세점 중 3개의 면세점이 휴점(2월10일 기준)했지만, 1분기 매출액은 약 2~3%만 하락할 것으로 보인다. 면세점이 전체 매출에서 차지하는 비중은 14%이며, 우한 폐렴의 기세가 한풀 꺾여 2월 말 이후 정상화될 것으로 보기 때문이다. 온라인 면세점에 대한 집중과 영업이익률 개선(18년:2%→19년:3%)은 이익단의 하락을 막을 수 있을 것으로 보인다. 일본과 동남아향 매출이 19년 한해 5배가 증가해 시장이 다변화된 점도 긍정적으로 작용할 것이다.

2월 말 미상환 전환사채 200억원의 전환청구기간이 도래된다. 전체 발행 주식의 7.1%이며, 전환가액은 16,466원으로 현재주가 대비 -35%이다. 동사는 일시적 주가 하락(수급 악영향)을 최소화하기 위해 장외 블록딜을 고려하는 것으로 보인다. 펀더멘탈과 향후 매출 성장잠재력을 고려했을 때 주가 하락폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 이후 추가 오버행 이슈는 없다.

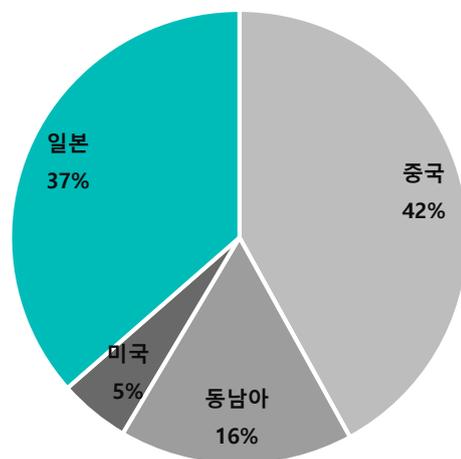
19년 가장 큰 매출 비중을 차지했던 H&B 채널은 올리브영 신규점포수 감소로 매출 성장에 대한 우려가 있다. 이에 대한 대비로 색조라인에 치중됐던 상품을 20년에는 기초라인으로 확대할 계획이다. 신성장동력으로 주목받는 기초제품 브랜드 더마토리를 론칭했으며, 기존 랄라블라 300개 매장에서 20년 2월까지 1,200백개 올리브영 매장으로 확대할 예정이다. 올리브영 신규점포수가 감소해도 기초라인 입점으로 M/S를 늘리며 꾸준한 성장이 예상된다.

[도표4] 채널 별 매출 비중 (2019년 3Q누적 기준)



자료: 클리오, 상상인증권

[도표5] 글로벌 채널 : 국가별 매출 비중



자료: 증권신고서

[도표6] 목표주가

구분	2020F	내용
Forward EPS	1,183원	
Target P/E	26.2	글로벌 화장품 기업 P/E(로레알 40.6배, 시세이도 38.6배, 에스티로더 41.2배, 아모레퍼시픽 38.2배) 평균 39.6배에서 33.8% 할인
목표주가	31,000원	
전일종가	25,250원	2020년 2월 10일 기준
상승여력	+22.8%	

자료: 상상인증권

[도표7] 실적추정

(단위 : 억)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	578	609	622	678	1873	2487	2807
클럽클리오	136	121	123	133	466	513	528
H&B	139	157	172	132	459	600	671
온라인	124	121	128	159	366	532	642
면세	74	88	96	83	225	341	370
도매&홈쇼핑	45	43	44	54	149	186	191
글로벌	59	80	60	116	208	315	405
매출액 성장률 (YoY)	27	31	34	37	-3	33	13
클럽클리오	43	10	1	적전	16	10	3
H&B	30	32	37	22	-1	31	12
온라인	59	54	42	33	72	45	21
면세	44	14	96	26	-4	52	9
도매&홈쇼핑	-21	52	5	147	-14	25	3
글로벌	-9	14	70	205	-61	51	29
영업이익	32	50	61	45	-16	185	262
영업이익 성장률(YoY)	407	흑전	흑전	4400	적전	흑전	42
영업이익률 (%)	6	8	10	7	-1	7	9

자료: 클리오, 상상인증권

Stock Data

KOSDAQ(2/10)	676.1pt
시가총액	4,284억원
발행주식수	16,968천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	29,000/12,150원
90일 일평균거래대금	41억원
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	8,996원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	2.6	-2.1	34.3	106.9
상대수익률	-1.9	-2.6	19.7	114.2

주주구성

한현욱 (외 5인)	68.8%
자사주 (외 1인)	2.1%
클리오우리사주 (외 1인)	1.1%

Stock Price



클리오 목표주가 추이		투자의견 변동내역																	
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자의견</th> <th rowspan="2">목표가격</th> <th rowspan="2">목표가격 대상 시 시점</th> <th colspan="2">괴리율</th> </tr> <tr> <th>평균주가대비</th> <th>최고(최저)주가대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2020. 02 .11</td> <td>매수(신규)</td> <td>31,000 원(신규)</td> <td>1년</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율		평균주가대비	최고(최저)주가대비	2020. 02 .11	매수(신규)	31,000 원(신규)	1년	-	-			
일시	투자의견	목표가격					목표가격 대상 시 시점	괴리율											
			평균주가대비	최고(최저)주가대비															
2020. 02 .11	매수(신규)	31,000 원(신규)	1년	-	-														

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자:나민석)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	44.7%	
		합계		100.0%	