

LG생활건강 (051900)

화장품

박은정



02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,436,000원 (M)
현재주가 (1/24)	1,140,000원
상승여력	26%

시가총액	193,312억원
총발행주식수	17,717,894주
60일 평균 거래대금	439억원
60일 평균 거래량	38,992주
52주 고	1,480,000원
52주 저	1,044,000원
외인지분율	45.33%
주요주주	LG 외 4 인 34.04%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.4	4.1	(0.9)
상대	0.9	1.8	17.3
절대(달러환산)	5.0	4.5	(6.0)

4Q18 Re: 화장품 매출 분기 최초 1조원 돌파

투자의견 BUY, 목표주가 1,436,000원 유지

LG생활건강에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 1,436,000원을 유지한다. 목표주가의 근거는 사업 부문별 가치를 구분하여 산출하였으며, 이는 12MF EPS 48,730원에 Implied P/E 29배를 적용한 수치이다. 중국과 면세채널에서 중국 소비자의 수요를 바탕으로 고성장 하고 있어 해당 부문의 Target P/E를 35배 적용하고, 순수 내수 포함 기타 부문은 20배를 적용했다.

최근 글로벌 소비자 업종의 주가는 중국의 소비경기 둔화 우려 및 전자상거래법 시행으로 인한 불확실성으로 조정을 받았다. 우려는 가시지 않았으나, 명확한 것은 LG생활건강은 브랜드력을 바탕으로 면세채널에서 점유율이 지속적으로 확대 중이며, 경쟁 시장 중국에서 글로벌 동종기업 대비 높은 성장을 구가하고 있다는 점이다. 향후 해외사업 확대가 무엇보다 우선이며, 예상보다 빠른 속도로 중국 온/오프라인에 침투하고 있어 2019년 또한 해외 고성장이 기대된다. 화장품 부문에 밸류에이션 프리미엄 적용이 합당하다고 판단되며, 1/24일 기준 글로벌 소비자 기업의 평균 P/E는 27배, LG생활건강은 23배로 밸류에이션 매력 또한 높아 매수 권고한다.

4Q18 Review: 화장품 매출 분기 최초 1조원 돌파

LG생활건강의 4분기 실적은 연결 매출 1조 6,985억원(YoY+14%), 영업이익 2,108억원(YoY+14%), 당기순이익 1,013억원(YoY+24%)을 달성하며, 컨센서스 영업이익 2,073억원을 소폭 상회하였다.

▶ **화장품** 부문은 매출 1조 501억원(YoY+18%), 영업이익 1,924억원(YoY+14%), 영업이익률 18.3%(-0.7%p yoy)을 기록했다. 방한 중국인의 더딘 회복에도 불구하고 럭셔리 화장품이 면세와 중국 현지에서 큰 폭으로 성장하며 분기 최초 화장품 매출이 1조원을 돌파했다. ① 면세 매출은 4,043억원으로 전년동기비 34%, 전분기비 3% 성장하며, 국내 면세 시장에서의 점유율이 거듭 확대되었다. ② 중국법인 매출은 전년동기비 54% 성장한(동일 기준 YoY+40%) 1,900억원 수준으로 중국 화장품 소매판매 증가율이 하반기 미드싱글 수준으로 둔화된 것을 감안하면 놀라운 성과다. 브랜드 후와 숨 매출 모두 40%대 성장세를 기록 했다. 실적 호조로 인한 인센티브 지급으로 수익성은 하락하였으나, 실질 마진은 럭셔리 화장품 수요에 힘입어 20%에 육박했을 것으로 추정된다.

▶ **생활용품** 부문은 매출 3,398억원(YoY+5%), 영업이익 84억원(YoY+7%), 영업이익률 2.5% (+0.1%p yoy)을 달성했다. 경쟁심화 환경에서 SKU 축소 등의 적극적인 구조조정을 시행하여 효율화를 꾀하는 행보를 보였으며, 7개 분기 연속 감소 추세가 드디어 일단락 되었다.

▶ **음료** 부문은 매출 3,086억원(YoY+12%), 영업이익 99억원(YoY+22%), 영업이익률 3.2%(+0.2%p yoy)을 기록했다. 탄산/비탄산의 고른 수요가 이어지며 점유율이 확대되었다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,985	10.9	-2.2	16,309	4.1
영업이익	2,108	13.8	-24.1	2,073	1.7
세전계속사업이익	1,629	8.7	-39.9	1,925	-15.4
지배순이익	1,004	24.6	-50.7	1,557	-35.5
영업이익률 (%)	12.4	+0.3 %pt	-3.6 %pt	12.7	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	5.9	+0.6 %pt	-5.8 %pt	9.5	-3.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	60,941	62,705	67,475	70,266
영업이익	8,809	9,303	10,392	11,184
지배순이익	5,682	6,067	6,826	7,916
PER	27.1	25.6	26.7	23.4
PBR	6.3	5.4	5.3	4.7
EV/EBITDA	16.4	15.4	16.4	15.0
ROE	24.9	21.9	21.0	21.1

자료: 유안타증권

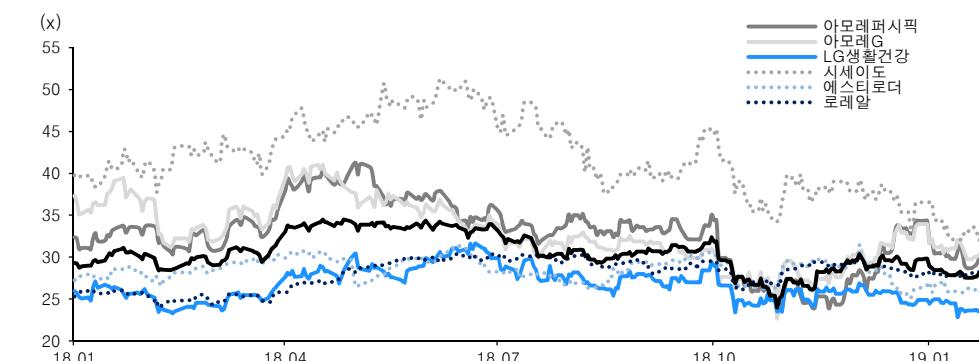
연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,647	7,231	6,748	7,027	2%	-3%
영업이익	1,048	1,192	1,039	1,118	-1%	-6%
영업이익률	16%	16%	15%	16%	0%p	-1%p
지배주주순이익	744	848	683	792	-8%	-7%
순이익률	11%	12%	10%	11%	-1%p	0%p
EPS	44,587	51,877	41,278	48,255	-7%	-7%

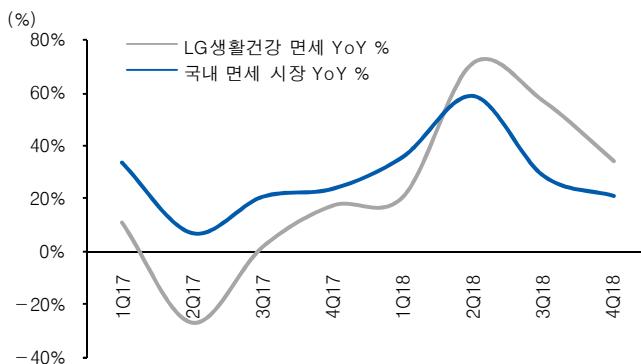
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 글로벌 주요 화장품 기업 Fwd P/E Chart



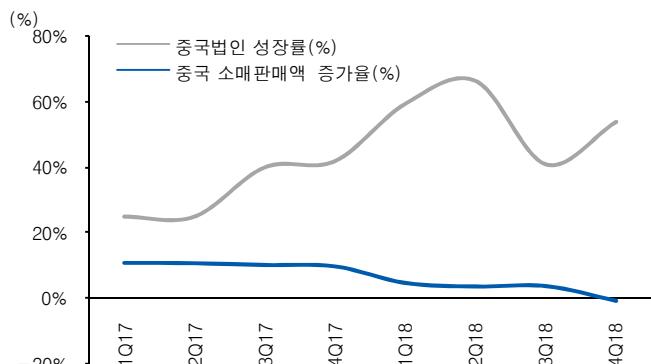
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] LG 생활건강 면세 VS 면세 시장: LG 생활건강 점유율 확대



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 중국법인 성장을 VS 중국 소매판매액 증가율: LG 생활건강 점유율 확대



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] LG 생활건강 연결 실적전망 및 추이 (단위: 십억원, %)

		2017	2018P	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출액		6,105.1	6,747.5	7,026.6	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,698.5	1,735.3	1,739.7	1,830.7	1,721.0
화장품		3,279.9	3,905.4	4,121.0	947.7	953.4	954.2	1,050.1	1,004.6	1,028.2	1,021.6	1,066.6
생활용품		1,517.7	1,461.2	1,483.4	394.7	337.2	389.5	339.8	405.8	342.8	403.3	331.5
음료		1,307.7	1,380.9	1,422.2	316.8	362.0	393.5	308.6	324.9	368.7	405.8	322.9
% YoY	매출액	0%	11%	4%	6%	11%	11%	14%	5%	5%	5%	1%
	화장품	4%	19%	6%	12%	23%	24%	18%	6%	8%	7%	2%
	생활용품	-5%	-4%	2%	-5%	-6%	-8%	5%	3%	2%	4%	-2%
	음료	-3%	6%	3%	6%	2%	4%	12%	3%	2%	3%	5%
% 매출비중	화장품	54%	58%	59%	57%	58%	55%	62%	58%	59%	56%	62%
	생활용품	25%	22%	21%	24%	20%	22%	20%	23%	20%	22%	19%
	음료	21%	20%	20%	19%	22%	23%	18%	19%	21%	22%	19%
매출총이익		3,495.5	4,051.1	4,275.3	989.2	989.8	1,029.0	1,043.1	1,055.4	1,051.9	1,099.1	1,069.0
판매관리비		2,565.5	3,011.9	3,157.0	705.5	722.6	751.5	832.3	754.7	767.5	794.9	839.8
연결 영업이익		930.4	1,039.2	1,118.4	283.7	267.3	277.5	210.8	300.7	284.4	304.1	229.1
	화장품	635.4	783.4	844.9	212.3	194.5	184.0	192.4	224.8	210.4	205.0	204.7
	생활용품	166.6	120.5	127.8	41.8	27.3	42.7	8.5	45.0	27.2	46.4	9.3
	음료	127.5	136.0	145.6	29.8	45.6	50.8	9.9	30.9	46.8	52.8	15.2
% YoY	영업이익	6%	12%	8%	9%	15%	10%	14%	6%	6%	10%	9%
	화장품	10%	23%	8%	20%	30%	31%	14%	6%	8%	11%	6%
	생활용품	-11%	-28%	6%	-24%	-27%	-36%	9%	8%	0%	9%	9%
	음료	10%	7%	7%	5%	1%	11%	22%	4%	3%	4%	54%
% 이익비중	화장품	68%	75%	76%	75%	73%	66%	91%	75%	74%	67%	89%
	생활용품	18%	12%	11%	15%	10%	15%	4%	15%	10%	15%	4%
	음료	14%	13%	13%	10%	17%	18%	5%	10%	16%	17%	7%
지배주주 순이익		606.7	682.7	791.6	193.8	184.7	203.8	100.5	215.3	208.0	215.8	152.5
% Margin	매출총이익률	57%	60%	61%	60%	60%	59%	61%	61%	60%	60%	62%
	영업이익률	15%	15%	16%	17%	16%	16%	12%	17%	16%	17%	13%
	화장품	19%	20%	21%	22%	20%	19%	18%	22%	20%	20%	19%
	생활용품	11%	8%	9%	11%	8%	11%	3%	11%	8%	12%	3%
	음료	10%	10%	10%	9%	13%	13%	3%	10%	13%	13%	5%
	순이익률	10%	10%	11%	12%	11%	12%	6%	12%	12%	12%	9%

자료: 유안타증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
결산 (12월)					
매출액	60,941	62,705	67,475	70,266	74,290
매출원가	24,340	24,609	26,964	27,513	28,622
매출총이익	36,600	38,095	40,511	42,753	45,668
판관비	27,791	28,792	30,119	31,570	33,435
영업이익	8,809	9,303	10,392	11,184	12,232
EBITDA	10,146	10,768	11,639	12,293	13,220
영업외순익	-1,282	-689	-837	-485	-329
외환관련순익	-2	-42	-20	-20	-20
이자순익	-159	-105	-53	-5	49
관계기업관련순익	73	13	50	50	50
기타	-1,193	-555	-814	-510	-409
법인세비용차감전순순익	7,527	8,614	9,556	10,699	11,903
법인세비용	1,735	2,429	2,636	2,675	2,976
계속사업순순익	5,792	6,185	6,920	8,024	8,927
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,792	6,185	6,920	8,024	8,927
지배지분순이익	5,682	6,067	6,826	7,916	8,807
포괄순이익	6,020	6,025	6,759	7,864	8,767
지배지분포괄이익	5,913	5,909	6,629	7,712	8,598

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
결산 (12월)					
유동자산	14,246	15,133	21,859	27,846	34,681
현금및현금성자산	3,389	3,862	9,774	15,285	21,433
매출채권 및 기타채권	4,934	5,398	5,793	6,026	6,361
재고자산	5,359	5,469	5,885	6,129	6,479
비유동자산	30,776	32,646	31,413	30,317	29,342
유형자산	14,638	16,166	15,104	14,174	13,361
관계기업등 지분관련자산	579	555	568	581	594
기타투자자산	58	466	466	466	466
자산총계	45,022	47,780	53,272	58,163	64,022
유동부채	11,469	12,441	12,473	12,336	12,251
매입채무 및 기타채무	6,648	6,910	7,131	7,183	7,287
단기차입금	923	710	521	332	143
유동성장기부채	1,849	2,650	2,650	2,650	2,650
비유동부채	7,344	4,513	4,669	4,825	4,980
장기차입금	78	183	339	495	651
사채	5,092	2,497	2,497	2,497	2,497
부채총계	18,813	16,954	17,142	17,160	17,231
지배지분	25,324	29,971	35,127	39,865	45,493
자본금	886	886	886	886	886
자본잉여금	973	973	973	973	973
이익잉여금	25,395	30,450	35,767	40,665	46,453
비지배지분	885	855	1,003	1,138	1,299
자본총계	26,208	30,826	36,130	41,003	46,791
순차입금	4,285	2,010	-3,936	-9,479	-15,661
총차입금	7,943	6,041	6,007	5,974	5,941

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
결산 (12월)					
영업활동 현금흐름	7,134	7,355	7,738	8,872	9,497
당기순이익	5,792	6,185	6,920	8,024	8,927
감가상각비	1,157	1,271	1,062	930	813
외환손익	-9	23	20	20	20
종속,관계기업관련손익	-73	-13	-50	-50	-50
자산부채의 증감	-1,352	-1,083	-990	-822	-980
기타현금흐름	1,618	971	776	771	766
투자활동 현금흐름	-4,055	-3,338	-2,867	-2,415	-2,039
투자자산	-46	-406	-339	-282	-235
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,315	-2,842	-2,368	-1,974	-1,645
유형자산 감소	41	23	0	0	0
기타현금흐름	-736	-112	-160	-160	-160
재무활동 현금흐름	-3,671	-3,511	-1,913	-1,913	-1,913
단기차입금	28	-189	-189	-189	-189
사채 및 장기차입금	-2,772	-1,694	156	156	156
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-933	-1,340	-1,591	-1,591	-1,591
기타현금흐름	7	-288	-288	-288	-288
연결범위변동 등 기타	11	-32	2,953	967	603
현금의 증감	-581	473	5,912	5,511	6,147
기초 현금	3,969	3,389	3,862	9,774	15,285
기말 현금	3,389	3,862	9,774	15,285	21,433
NOPLAT	8,809	9,303	10,392	11,184	12,232
FCF	3,449	4,220	5,414	6,701	7,538

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

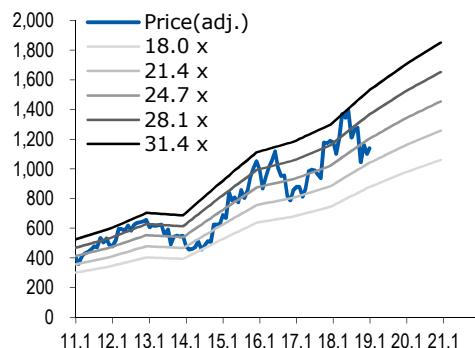
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
결산 (12월)					
EPS	35,369	37,628	41,278	48,255	53,959
BPS	151,131	178,865	209,640	237,912	271,501
EBITDAPS	57,266	60,773	65,691	69,379	74,616
SPS	343,949	353,906	380,830	396,582	419,291
DPS	7,500	9,000	9,000	9,000	9,000
PER	27.1	25.6	26.7	23.4	20.9
PBR	6.3	5.4	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA	16.4	15.4	16.4	15.0	13.5
PSR	2.8	2.7	2.9	2.8	2.7

재무비율					
	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	14.4	2.9	7.6	4.1	5.7
영업이익 증가율 (%)	28.8	5.6	11.7	7.6	9.4
지배순이익 증가율 (%)	23.4	6.8	12.5	16.0	11.3
매출총이익률 (%)	60.1	60.8	60.0	60.8	61.5
영업이익률 (%)	14.5	14.8	15.4	15.9	16.5
지배순이익률 (%)	9.3	9.7	10.1	11.3	11.9
EBITDA 마진 (%)	16.6	17.2	17.2	17.5	17.8
ROIC	23.1	21.3	23.7	27.0	30.0
ROA	13.0	13.1	13.5	14.2	14.4
ROE	24.9	21.9	21.0	21.1	20.6
부채비율 (%)	71.8	55.0	47.4	41.9	36.8
순차입금/자기자본 (%)	16.9	6.7	-11.2	-23.8	-34.4
영업이익/금융비용 (배)	44.3	66.7	74.9	81.0	89.1

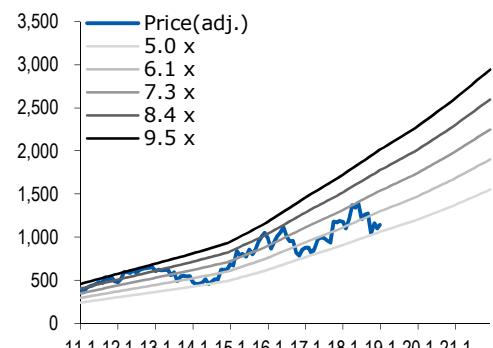
P/E band chart

(천원)



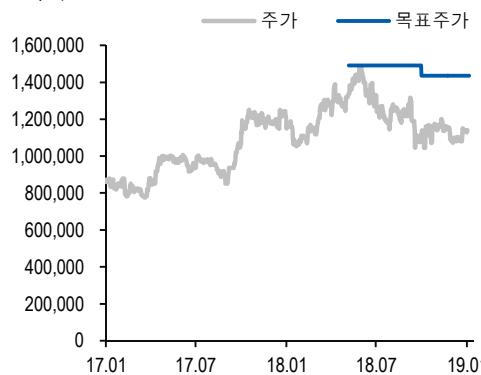
P/B band chart

(천원)



LG 생활건강 (051900) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-25	BUY	1,436,000	1년		
2018-10-24	BUY	1,436,000	1년		
2018-05-30	BUY	1,491,000	1년	-14.49	-0.74
		담당자 변경			
2017-07-18	1년 경과 이후		1년	-13.22	6.92
2016-07-18	BUY	1,300,000	1년	-22.78	6.92

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.0
Hold(중립)	13.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.