

# LG생활건강 (051900)

## 화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733  
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>1,621,000원 (M)</b>
현재주가 (5/31)	<b>1,278,000원</b>
상승여력	<b>27%</b>

시가총액	214,907억원
총발행주식수	17,717,894주
60일 평균 거래대금	428억원
60일 평균 거래량	31,546주
52주 고	1,480,000원
52주 저	1,044,000원
외인지분율	45.10%
주요주주	LG 외 3 인 34.04%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.1)	2.6	(4.8)
상대	(3.0)	10.3	12.9
절대(달려환산)	(11.8)	(3.1)	(13.9)

## 차별적 성장, 견고한 기업가치

### 투자의견 BUY, 목표주가 1,621,000원 유지

LG생활건강에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 1,621,000원을 유지하며 하반기 최선호주로 제시한다. 국내 화장품사의 주요 시장은 하반기 경쟁 환경이 심화될 것으로 판단한다. 견고한 대중국 수요를 바탕으로 면세와 중국에서 고성장을 달성하고 안정적인 이익 체력을 영위하는 옥석이 손에 꼽힐 것으로 판단한다. 차별적인 성장은 밸류에이션 프리미엄의 정당화를 설명하며, 화장품 부문의 Target P/E 35x(글로벌 Peer AVG P/E 29x 대비 20% 프리미엄)을 적용, 그외 사업부문 Target P/E 20x를 적용하여 산출하였다.

### 차별적인 성장 동력

**브랜드 포지셔닝의 힘** 중국은 현재 글로벌 브랜드사 중심으로 마케팅 비용 집행이 확대되고 있어 경쟁심화가 우려되는 상황이다. 특히 고가 스킨케어/색조 브랜드의 초기 진입 연령층을 낮추기 위해 디지털 매개체를 통한 광고, 아이돌을 이용한 마케팅이 한창이다. LG생활건강 또한 1분기 브랜드 숨의 중국 내 브랜드 인지도 확대를 위한 비용 집행으로 수익성이 1%p 이상 하락하였다. 다만, 중국 내 매출 비중 80% 가까이 차지하고 있는 브랜드 후는 왕후의 아름다움으로 포지셔닝 되어 상대적으로 안정적인 시장 수요를 견인할 수 있을 것으로 판단한다.

**킬러아이템과 프리미엄화** 증가 브랜드 내에서도 의미있는 변화가 있다. 원브랜드샵의 할인경쟁이 심화되는 가운데 동사는 킬러아이템과 프리미엄화로 경쟁심화 환경에서 Winner가 되고자 한다. 시세이도 그룹의 브랜드 ANESSA는 선케어제품 내 대표 브랜드로 증가임에도 고성장을 바탕으로 수익성이 30%를 넘어선다. 이와 비슷한 맥락으로 브랜드 CNP(차앤박 화장품)는 프로폴리스 앰플을 CNP 대표 킬러아이템으로 내세우며 1분기 전년동기비 21% 성장을 기록했다. 더페이스샵/네이처콜렉션 채널에서의 전략도 할인 경쟁 보다는 수려한, CNP, 닥터버블, 예화담 등 4개 대표 브랜드 군을 전면으로 내세우 매스티지 이미지를 견고히하고자 한다.

**비화장품군의 안정화** 생활용품 시장은 오랜기간 규모가 감소하는 가운데, 프리미엄 제품군의 비중이 확대되는 모습을 보이고 있다. 동사는 지난해 비효율적인 SKU를 축소했으며, 2019년에는 안정적인 성장이 이어질 것으로 판단된다. 음료부문의 경우 경쟁사의 가격 인상 등이 이어지며 비교적 경쟁강도가 완화된 것으로 보인다.

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,512	12.0	-1.3	18,116	2.2
영업이익	3,211	20.1	-0.3	3,013	6.6
세전계속사업이익	3,178	24.9	3.7	2,873	10.6
지배순이익	2,270	23.0	1.6	2,100	8.1
영업이익률 (%)	17.3	+1.1 %pt	+0.1 %pt	16.6	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	12.3	+1.1 %pt	+0.4 %pt	11.6	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	61,051	67,475	74,875	78,206
영업이익	9,300	10,393	12,123	12,890
지배순이익	6,064	6,827	8,264	8,762
PER	25.6	28.7	28.6	26.9
PBR	5.4	5.8	5.8	5.1
EV/EBITDA	15.4	17.3	15.8	14.9
ROE	21.9	21.0	21.5	19.6

자료: 유안타증권

## 차별적 성장, 견고한 기업 가치

2017년부터 현재까지 <예상하지 못했던 외부환경>, <심화되는 경쟁환경> 등의 상황에서도 LG생활건강은 예상을 넘어서는 안정적인 이익 창출을 기록했다. 이는 궁극적으로 브랜드 후에 대한 강한 수요, 합리적인 전략 방향이 견고한 성과를 견인했다고 판단한다. 2019년 LG생활건강의 실적은 연결매출 7조 4,875억원(YoY+11%), 영업이익 1조 2,123억원(YoY+17%)을 전망한다. 현재 면세 채널이 좋은 성과를 달성 중이며, 중국 또한 30%대 견고한 성장이 예상된다.

LG생활건강의 2019-2021년까지의 연평균 중국 성장률을 보수적으로 15% 가정하며, 브랜드 후와 숨의 연평균 성장률을 각각 15%, 22%로 추정하였다. 후의 경우 2019년부터 중국에서 고가 라인 판매가 본격화 되며 Mixed ASP 상승이 기대되고, 숨의 경우 고가라인 판매 본격화가 동일한 가운데, 매장 출점 및 온라인 시장 침투 등이 동시에 이루어질 것으로 보인다. 상기 두 브랜드의 중국 시장 점유율 확대를 통해 향후 3년간 LG생활건강의 중국 사업은 무난히 연평균 15% 성장을 달성할 것으로 판단한다.

[표 1] LG 생활건강 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
<b>연결 매출액</b>	6,105.1	6,747.5	7,487.5	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,698.5	1,874.8	1,851.2	1,907.5	1,854.1
화장품	3,279.8	3,905.4	4,545.8	947.7	953.4	954.2	1,050.1	1,139.6	1,123.7	1,093.9	1,188.6
생활용품	1,517.6	1,461.2	1,496.2	394.7	337.2	389.5	339.8	401.4	351.5	396.2	347.2
음료	1,307.7	1,380.9	1,445.5	316.8	362.0	393.5	308.6	333.7	376.0	417.4	318.4
% YoY											
매출액	0%	11%	11%	6%	11%	11%	14%	13%	12%	10%	9%
화장품	4%	19%	16%	12%	23%	24%	18%	20%	18%	15%	13%
생활용품	-5%	-4%	2%	-5%	-6%	-8%	5%	2%	4%	2%	2%
음료	-3%	6%	5%	6%	2%	4%	12%	5%	4%	6%	3%
% 매출비중											
화장품	54%	58%	61%	57%	58%	55%	62%	61%	61%	57%	64%
생활용품	25%	22%	20%	24%	20%	22%	20%	21%	19%	21%	19%
음료	21%	20%	19%	19%	22%	23%	18%	18%	20%	22%	17%
<b>매출총이익</b>	3,495.5	4,051.1	4,591.6	989.2	989.8	1,029.0	1,043.1	1,161.2	1,135.4	1,147.0	1,148.0
<b>판매관리비</b>	2,565.4	3,011.9	3,379.3	705.5	722.6	751.5	832.3	839.1	814.3	823.3	902.6
<b>연결 영업이익</b>	930.0	1,039.3	1,212.3	283.7	267.3	277.5	210.8	322.1	321.1	323.7	245.4
화장품	635.4	783.1	938.4	212.0	194.5	184.0	184.0	246.2	243.6	225.2	223.5
생활용품	166.6	120.6	125.2	41.9	27.3	42.8	8.5	43.4	29.7	43.0	9.1
음료	127.5	136.0	148.5	29.8	45.6	50.8	9.9	32.5	47.7	55.5	12.7
% YoY											
영업이익	6%	12%	17%	9%	15%	10%	14%	14%	20%	17%	16%
화장품	10%	23%	20%	20%	30%	31%	9%	16%	25%	22%	21%
생활용품	-10%	-28%	4%	-24%	-27%	-35%	9%	3%	9%	0%	7%
음료	10%	7%	9%	5%	1%	11%	19%	9%	5%	9%	29%
% 이익비중											
화장품	68%	75%	77%	75%	73%	66%	87%	76%	76%	70%	91%
생활용품	18%	12%	10%	15%	10%	15%	4%	13%	9%	13%	4%
음료	14%	13%	12%	11%	17%	18%	5%	10%	15%	17%	5%
<b>지배주주 순이익</b>	606.7	682.7	826.5	193.8	184.7	203.8	100.5	223.5	227.0	222.4	153.5
% Margin											
매출총이익률	57%	60%	61%	60%	60%	59%	61%	62%	61%	60%	62%
영업이익률	15%	15%	16%	17%	16%	16%	12%	17%	17%	17%	13%
화장품	19%	20%	21%	22%	20%	19%	18%	22%	22%	21%	19%
생활용품	11%	8%	8%	11%	8%	11%	3%	11%	8%	11%	3%
음료	10%	10%	10%	9%	13%	13%	3%	10%	13%	13%	4%
순이익률	10%	10%	11%	12%	11%	12%	6%	12%	12%	12%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터.

[표 2] 화장품 부문 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
화장품	3,279.8	3,905.4	4,545.8	947.7	953.4	954.2	1,050.1	1,139.6	1,123.7	1,093.9	1,188.6
국내	2,452.8	2,660.0	3,011.3	670.0	656.9	664.1	668.9	763.5	764.7	742.8	740.2
- 국내(면세제외)	1,418.1	1,301.0	1,260.8	364.9	338.5	301.5	296.1	339.0	328.6	297.9	295.4
- 면세	1,034.7	1,483.7	1,893.9	338.3	349.9	391.2	404.3	462.7	472.4	477.8	481.1
해외	827.0	1,245.4	1,534.5	277.7	296.5	290.1	381.2	376.1	359.0	351.1	448.4
- 중국	382.3	625.0	825.0	150.4	164.0	145.6	165.0	209.1	213.2		
% YoY											
국내	0%	8%	13%	1%	13%	14%	6%	14%	16%	12%	11%
- 국내(면세제외)	0%	-8%	-3%	-4%	-10%	-9%	-10%	-7%	-3%	-1%	0%
- 면세	0%	43%	28%	21%	71%	57%	34%	37%	35%	22%	19%
해외	18%	51%	23%	51%	53%	53%	48%	35%	21%	21%	18%
- 중국	41%	63%	32%	92%	105%	41%	37%	39%	30%	32%	28%
채널별											
- 백화점	183.3	173.2	171.9	47.4	45.8	39.1	41.0	44.4	43.1	41.0	43.4
- 면세점	1,034.7	1,483.7	1,893.9	338.3	349.9	391.2	404.3	462.7	472.4	477.8	481.1
- 방판	360.2	351.8	371.6	90.0	98.2	85.9	77.7	96.9	101.6	88.7	84.5
- 기타 (해외 포함)	1,701.6	1,896.6	2,108.3	472.0	459.5	438.0	527.2	535.6	506.6	486.5	579.5
% YoY											
- 백화점	1%	-5%	-1%	-2%	-5%	-4%	-11%	-6%	-6%	5%	6%
- 면세점	0%	43%	28%	21%	71%	57%	34%	37%	35%	22%	19%
- 방판	9%	-2%	6%	-4%	-3%	-5%	4%	8%	3%	3%	9%
- 기타	6%	11%	11%	11%	9%	12%	13%	13%	10%	11%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터,

[주] 중국법인 분기 매출을 유안타 증권 추정치

LG 생활건강 (051900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	61,051	67,475	74,875	78,206	81,346
매출원가	26,097	26,964	28,958	28,671	28,915
매출총이익	34,955	40,511	45,916	49,535	52,431
판매비	25,654	30,119	33,793	36,645	38,697
영업이익	9,300	10,393	12,123	12,890	13,734
EBITDA	10,764	11,967	13,439	14,090	14,828
영업외손익	-689	-832	-618	-625	-657
외환관련손익	-42	-15	-13	-13	-13
이자손익	-105	-63	-38	-27	-17
관계기업관련손익	13	-13	37	37	-13
기타	-555	-741	-604	-623	-614
법인세비용차감전순이익	8,611	9,560	11,505	12,265	13,078
법인세비용	2,428	2,637	3,136	3,384	3,608
계속사업순이익	6,183	6,923	8,369	8,882	9,470
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,183	6,923	8,369	8,882	9,470
지배지분순이익	6,064	6,827	8,264	8,762	9,342
포괄순이익	6,023	6,925	8,371	8,884	9,472
지배지분포괄이익	5,907	6,834	8,262	8,767	9,348

주: 영업외익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	15,136	16,912	22,131	25,842	30,222
현금및현금성자산	3,862	3,966	7,902	11,034	14,869
매출채권 및 기타채권	5,398	5,819	6,428	6,703	6,962
재고자산	5,469	6,147	6,822	7,125	7,411
비유동자산	32,649	35,847	37,435	39,435	41,401
유형자산	16,166	18,133	20,032	22,244	24,418
관계기업 등 자본관련자산	555	524	511	498	484
기타투자자산	557	104	13	13	13
자산총계	47,785	52,759	59,567	65,276	71,623
유동부채	12,454	13,589	13,581	13,558	13,578
매입채무 및 기타채무	6,893	7,250	7,409	7,386	7,406
단기차입금	710	2,108	2,108	2,108	2,108
유동성장기부채	2,650	1,635	1,635	1,635	1,635
비유동부채	4,513	3,230	3,169	3,108	3,047
장기차입금	183	71	71	71	71
사채	2,497	999	938	877	816
부채총계	16,967	16,819	16,750	16,666	16,625
지배지분	29,962	35,121	41,840	47,501	53,744
자본금	886	886	886	886	886
자본잉여금	973	973	973	973	973
이익잉여금	30,441	35,634	42,347	48,006	54,246
비지배지분	855	820	976	1,108	1,254
자본총계	30,818	35,940	42,816	48,610	54,998
순차입금	2,126	918	-3,079	-6,272	-10,168
총차입금	6,157	5,053	4,992	4,931	4,870

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7,355	8,171	8,702	9,639	10,239
당기순이익	6,183	6,923	8,369	8,882	9,470
감가상각비	1,271	1,357	1,111	1,000	900
외환손익	23	3	13	13	13
종속, 관계기업 관련손익	-13	13	-37	-37	13
자산부채의 증감	-1,079	-1,544	-1,843	-1,319	-1,244
기타현금흐름	970	1,419	1,089	1,102	1,087
투자활동 현금흐름	-3,338	-4,303	-5,716	-5,715	-5,715
투자자산	-406	-2	-2	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,842	-3,563	-5,000	-5,000	-5,000
유형자산 감소	23	33	0	0	0
기타현금흐름	-112	-771	-714	-714	-714
재무활동 현금흐름	-3,511	-3,780	-1,840	-1,840	-1,840
단기차입금	-189	862	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1,694	-2,905	-61	-61	-61
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,340	-1,617	-1,659	-1,659	-1,659
기타현금흐름	-288	-120	-120	-120	-120
연결범위변동 등 기타	-32	17	2,789	1,049	1,152
현금의 증감	473	104	3,935	3,132	3,835
기초 현금	3,389	3,862	3,966	7,901	11,034
기말 현금	3,862	3,966	7,901	11,034	14,869
NOPLAT	9,300	10,393	12,123	12,890	13,734
FCF	4,221	3,993	3,292	4,214	4,795

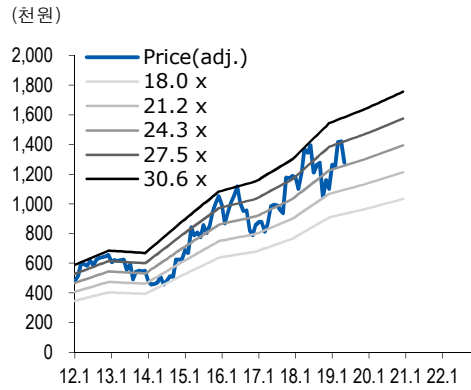
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

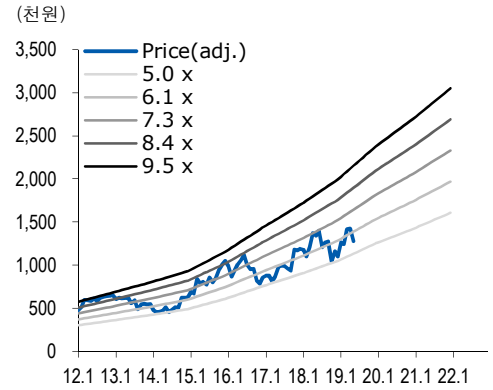
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	37,613	42,466	50,416	53,603	57,319
BPS	178,815	209,600	249,699	283,488	320,741
EBITDAPS	60,754	67,542	75,852	79,522	83,689
SPS	344,575	380,832	422,594	441,395	459,118
DPS	9,000	9,250	9,250	9,250	9,250
PER	25.6	28.7	28.6	26.9	25.1
PBR	5.4	5.8	5.8	5.1	4.5
EV/EBITDA	15.4	17.3	15.8	14.9	13.9
PSR	2.8	3.2	3.4	3.3	3.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	0.2	10.5	11.0	4.4	4.0
영업이익 증가율 (%)	5.6	11.7	16.7	6.3	6.5
지배순이익 증가율 (%)	6.7	12.6	21.0	6.0	6.6
매출총이익률 (%)	57.3	60.0	61.3	63.3	64.5
영업이익률 (%)	15.2	15.4	16.2	16.5	16.9
지배순이익률 (%)	9.9	10.1	11.0	11.2	11.5
EBITDA 마진 (%)	17.6	17.7	17.9	18.0	18.2
ROIC	21.2	21.9	23.2	22.9	22.9
ROA	13.1	13.6	14.7	14.0	13.6
ROE	21.9	21.0	21.5	19.6	18.5
부채비율 (%)	55.1	46.8	39.1	34.3	30.2
순차입금/자기자본 (%)	7.1	2.6	-7.4	-13.2	-18.9
영업이익/금융비용 (배)	66.6	102.5	121.1	130.5	140.8

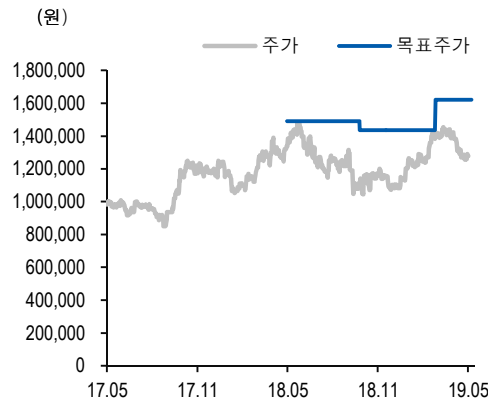
P/E band chart



P/B band chart



LG 생활건강 (051900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-03	BUY	1,621,000	1년		
2019-03-26	BUY	1,621,000	1년		
2018-10-24	BUY	1,436,000	1년	-17.46	-1.39
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: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.