



하나금융그룹

2019년 12월 18일 | Equity Research

LG생활건강 (051900)

4QPre: 높은 브랜드력, 견조한 실적 개선

4분기 영업이익 2,300억원(YoY 9%) 추정

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 9.4%, 9% 성장한 1조 8,590억원과 2,300원 수준이 가능할 전망이다. 면세점과 중국 화장품 사업 매출이 각각 YoY 25% 고성장하면서 외형 성장과 수익성 개선을 견인할 전망이다. 면세점 채널 숨 매출 회복은 미진한 상태이나, 후 매출은 YoY 30% 이상 높은 신장세를 지속할 것으로 예상한다. 생활용품 부문은 쿠팡 철수에도 불구하고, 타 온라인 사이트 확대와 히말라야 핑크솔트 중심 중국 향 퍼스널케어 매출 증대 효과 등으로 YoY 3% 매출 성장을 이어갈 것으로 보인다. 음료 부문은 배달음식 시장 급성장에 따른 탄산 수요 증가, 스프라이트 시장 점유율 상승 효과로 매출과 영업이익이 각각 YoY 2%, 8% 증가하면서 수익성 개선을 이어갈 전망이다.

면세점+중국 법인 고신장, 높은 브랜드력 증명

최근 LG생활건강 면세점 채널에 대한 우려가 제기되었으나, 어느 면세점 업체에서도 그런 징후는 보이지 않는다. 10월 면세점 협회 발표 자료와 11월~12월 전반적인 면세점 업체들 매출 동향을 종합해 볼 때, 4분기 면세점 시장 규모는 57.1조원(YoY 32%)로 추산한다. 호텔신라, 신세계 등 주요 면세점에서 화장품 Top 5 브랜드들은 전체 면세점 시장 성장률을 넘어서는 고신장세를 지속하고 있으며, 후도 예외는 아니다. 숨의 매출은 다소 저조한 것이 맞지만, 전체 면세점 매출에서 숨의 비중은 13%에 그친다. 80%가 후 매출이다. 2019년 후 매출은 2조 6천억원을 넘어설 전망이다. 시세이도나 입생로랑보다 크고, 에스티로더와 맞먹는 규모의 대형 브랜드가 되었다.

목표주가 160만원, 투자의견 '매수' 유지

LG생활건강은 럭셔리 브랜드 라인업이 '후'에 지나치게 집중돼 있는 게 한계로, 단기적으로 '숨'의 매출 성장률 제고가 중요하다. 전년도 12월 출시한 숨의 '로시크숨마'는 중국 현지 숨 백화점 매출의 40%까지 차지할 정도로 가파른 증가세에 있으나, 국내 면세점에는 아직 이렇다 할 기여가 없다. 면세점 채널 동반 성장이 안된다면, 대 중국 브랜드 인지도가 높아졌다고 평가하기 어렵다. 기대를 접기에는 이르다. 로시크숨마의 중국 내 성공적인 런칭과 오픈의 '더퍼스트라인' 중심 최근 판매 급증(광군제 YoY 800%, 면세점 YoY 50%)으로 경영진은 만족하는 분위기다. 아쉬움은 투자자 입장에서 조급함일 수 있다. 2020년 두 브랜드의 성장 기여도 확대를 눈여겨볼 필요가 있다. 현재 주가는 12MF PER 21배다. 숨의 미진한 실적을 감안해도 후의 대 중국 높은 브랜드력을 감안하면 저평가 상태다. 비중확대가 유효하다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 1,600,000원 | CP(12월 17일): 1,279,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,195.68		
52주 최고/최저(원)	1,453,000/ 1,073,000	7,615.1	8,470.9
시가총액(십억원)	19,975.7	1,175.0	1,297.4
시가총액비중(%)	1.66	803.5	897.6
발행주식수(천주)	15,618.2	EPS(원)	44,823 50,103
60일 평균 거래량(천주)	29.8	BPS(원)	247,577 289,426
60일 평균 거래대금(십억원)	37.6		
19년 배당금(예상,원)	9,250		
19년 배당수익률(예상,%)	0.72		
외국인지분율(%)	44.89		
주요주주 지분율(%)			
LG	34.03		
국민연금공단	7.16		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.7 (3.8) 11.3		
상대	2.1 (8.4) 5.0		

Stock Price	
(천원)	1,570 1,470 1,370 1,270 1,170 1,070 970

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,105.1	6,747.5	7,531.2	8,342.5	9,184.3
영업이익	십억원	930.0	1,039.3	1,165.2	1,329.6	1,504.9
세전이익	십억원	861.1	956.0	1,102.1	1,266.8	1,442.7
순이익	십억원	606.4	682.7	787.4	905.4	1,031.5
EPS	원	34,226	38,534	44,439	51,101	58,216
증감률	%	6.7	12.6	15.3	15.0	13.9
PER	배	34.74	28.57	28.78	25.03	21.97
PBR	배	6.87	5.44	5.38	4.56	3.88
EV/EBITDA	배	18.90	15.67	15.91	14.00	11.95
ROE	%	21.94	20.98	20.57	20.03	19.34
BPS	원	173,108	202,222	237,918	280,277	329,750
DPS	원	9,000	9,250	9,250	9,250	9,250



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

표 1. 글로벌 화장품 비교 (2018년 기준)

(단위: 십억원)

구분		아모레	LG생활건강	시세이도	로레알	에스티로더
시가총액		11,341	19,976	31,000	189,000	85,000
매출		5,278(YoY 3%)	6,748(YoY 11%)	12,043(YoY 9%)	34,900(YoY 7%)	17,400(YoY 9%)
영업이익		482(YoY -19%)	1,039(YoY 12%)	1,191(YoY 35%)	6,400(YoY 5%)	2,700(YoY 13%)
중국사업 매출		1,368(YoY 7%)	704(YoY 50%)	2,097(YoY 32%)	YoY 27%	YoY 40%
면세점 매출		1,271(YoY 15%)	1,484(YoY 43%)	964(YoY 35%)	2,600(YoY 27%)	3,900(YoY 14%)
럭셔리	브랜드	설화수, 헤라 등	후, 오휀, 숨 등	시세이도, 나스, 끌레드뽀 등	랑콤, 입생로랑, 조르지오 아르마니 등	에스티로더, MAC 라메르, 톰포드 등
	매출	1,829(YoY 4%)	2,704(YoY 32%)	5,419(YoY 16%)	12,080(YoY 14%)	4,680(YoY 25%)
	비중	35%	40%	45%	35%	27%
Top 브랜드	브랜드	설화수	후	시세이도	랑콤	에스티로더
	매출	1,217(YoY 6%)	2,023(YoY 42%)	1,860(YoY 25%)	3,900(YoY 10% 이상)	2,000(YoY 20%)
	비중	23%	30%	15%	11%	11%

주: 각 사 매출 기준 추정치로, 리테일 기준 다른 기관 조사 자료와 차이가 있을 수 있음

자료: 각 사, 하나금융투자

표 2. LG생활건강 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 9%
성장한 1조 8,590억원, 2,298억원
수준 가능할 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019년
매출	1,659	1,653	1,737	1,699	6,748	1,875	1,833	1,965	1,859	7,531
화장품	948	953	954	1,050	3,905	1,140	1,109	1,161	1,195	4,605
생활용품	395	337	390	340	1,461	401	343	401	349	1,494
음료	317	362	394	309	1,381	334	380	403	315	1,432
영업이익	284	267	278	211	1,039	322	301	312	230	1,165
화장품	212	194	184	192	783	246	226	212	209	893
생활용품	42	27	43	8	120	43	28	45	9	126
음료	30	46	51	10	136	32	48	55	11	145
세전이익	267	254	271	163	956	307	287	304	204	1,102
순이익	194	185	204	101	683	224	208	213	142	787
영업이익률(%)	17.1	16.2	16.0	12.4	15.4	17.2	16.5	15.9	12.4	15.5
화장품	22.4	20.4	19.3	18.3	20.1	21.6	20.4	18.3	17.4	19.4
생활용품	10.6	8.1	11.0	2.5	8.2	10.8	8.2	11.3	2.5	8.4
음료	9.4	12.6	12.9	3.2	9.9	9.7	12.5	13.6	3.4	10.2
세전이익률(%)	16.1	15.4	15.6	9.6	14.2	16.3	15.7	15.5	11.0	14.6
순이익률(%)	11.7	11.2	11.7	5.9	10.1	11.9	11.4	10.9	7.7	10.5
총매출(YoY%)	6.5	11.1	10.6	14.2	10.5	13.0	10.9	13.1	9.4	11.6
화장품	12.1	23.2	23.5	18.2	19.1	20.2	16.3	21.7	13.8	17.9
생활용품	-4.5	-6.0	-7.6	4.9	-3.7	1.7	1.8	3.0	2.6	2.3
음료	5.7	1.8	4.5	12.0	5.6	5.3	5.1	2.4	2.1	3.7
영업이익(YoY%)	9.2	15.1	9.8	13.9	11.8	13.5	12.8	12.4	9.0	12.1
화장품	20.1	30.2	31.0	13.9	23.2	16.0	16.3	15.3	8.5	14.1
생활용품	-23.9	-27.5	-35.5	8.0	-27.8	3.6	3.1	5.8	2.4	4.2
음료	4.6	1.0	11.5	19.7	6.7	8.7	4.2	7.9	7.8	6.9
세전이익(YoY%)	8.9	15.7	10.2	9.1	11.0	14.8	12.9	12.0	25.1	15.3
순이익(YoY%)	9.5	12.4	10.5	24.8	12.6	15.4	12.7	4.6	41.7	15.3

자료: LG생활건강, 하나금융투자

2020년 연결 기준 매출과 영업이익
각각 YoY 11%, 14% 성장한
8조 3,420억원과 1조 3,300억원 추정

표 3. LG생활건강 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	6,105	6,748	7,531	8,342	9,184
화장품	3,280	3,905	4,605	5,338	6,106
생활용품	1,518	1,461	1,494	1,525	1,554
음료	1,308	1,381	1,432	1,480	1,524
영업이익	930	1,039	1,165	1,330	1,505
화장품	635	783	893	1,052	1,221
생활용품	167	120	126	127	128
음료	127	136	145	150	155
세전이익	861	956	1,102	1,267	1,443
지배주주귀속순이익	606	683	787	905	1,031
적정시가총액	20	22	24	26	28
주식수(천주)	15,618	15,618	15,618	15,618	15,618
적정주가(원)	1,311	1,416	1,529	1,651	1,783
적정PER(배)	33.8	32.4	30.3	28.5	27.0
EPS(원)	38,821	43,715	50,413	57,972	66,044
영업이익률(%)	15.2	15.4	15.5	15.9	16.4
화장품	19.4	20.1	19.4	19.7	20.0
생활용품	11.0	8.2	8.4	8.3	8.2
음료	9.7	9.9	10.2	10.2	10.2
매출 (YoY, %)	0.2	10.5	11.6	10.8	10.1
영업이익 (YoY, %)	5.6	11.8	12.1	14.1	13.2
순이익 (YoY, %)	6.7	12.6	15.3	15.0	13.9

주: 2020년 에이본 인수 미반영, BEP 예상, EPS 영향 제한적

자료: LG생활건강, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,105.1	6,747.5	7,531.2	8,342.5	9,184.3
매출원가	2,609.7	2,696.4	2,876.9	3,170.1	3,471.7
매출총이익	3,495.4	4,051.1	4,654.3	5,172.4	5,712.6
판관비	2,565.4	3,011.9	3,489.1	3,842.8	4,207.7
영업이익	930.0	1,039.3	1,165.2	1,329.6	1,504.9
금융순익	(11.1)	(6.2)	(6.3)	(6.2)	(5.9)
종속/관계기업순익	1.3	(1.3)	(1.3)	(1.4)	(1.4)
기타영업외순익	(59.1)	(75.7)	(55.5)	(55.2)	(54.9)
세전이익	861.1	956.0	1,102.1	1,266.8	1,442.7
법인세	242.8	263.7	303.7	348.8	396.8
계속사업이익	618.3	692.3	798.4	918.1	1,045.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	618.3	692.3	798.4	918.1	1,045.9
비지배주주지분					
순이익	11.9	9.5	11.0	12.6	14.4
지배주주순이익	606.4	682.7	787.4	905.4	1,031.5
지배주주지분포괄이익	590.7	683.4	788.1	906.2	1,032.4
NOPAT	667.8	752.6	844.1	963.5	1,091.0
EBITDA	1,076.4	1,196.7	1,307.2	1,432.8	1,607.5
성장성(%)					
매출액증가율	0.2	10.5	11.6	10.8	10.1
NOPAT증가율	(1.5)	12.7	12.2	14.1	13.2
EBITDA증가율	6.1	11.2	9.2	9.6	12.2
영업이익증가율	5.6	11.8	12.1	14.1	13.2
(지배주주)순이익증가율	6.7	12.6	15.3	15.0	13.9
EPS증가율	6.7	12.6	15.3	15.0	13.9
수익성(%)					
매출총이익률	57.3	60.0	61.8	62.0	62.2
EBITDA이익률	17.6	17.7	17.4	17.2	17.5
영업이익률	15.2	15.4	15.5	15.9	16.4
계속사업이익률	10.1	10.3	10.6	11.0	11.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	34,226	38,534	44,439	51,101	58,216
BPS	173,108	202,222	237,918	280,277	329,750
CFPS	61,249	68,454	70,082	76,710	86,180
EBITDAPS	60,754	67,542	73,781	80,868	90,728
SPS	344,575	380,832	425,062	470,850	518,362
DPS	9,000	9,250	9,250	9,250	9,250
주가지표(배)					
PER	34.7	28.6	28.8	25.0	22.0
PBR	6.9	5.4	5.4	4.6	3.9
PCFR	19.4	16.1	18.3	16.7	14.8
EV/EBITDA	18.9	15.7	15.9	14.0	12.0
PSR	3.5	2.9	3.0	2.7	2.5
재무비율(%)					
ROE	21.9	21.0	20.6	20.0	19.3
ROA	13.1	13.6	14.1	14.4	14.3
ROIC	19.7	20.3	22.2	26.2	29.4
부채비율	55.1	46.8	38.6	35.2	32.0
순부채비율	7.3	2.6	(20.0)	(31.6)	(41.5)
이자보상배율(배)	66.6	102.5	153.2	216.1	244.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

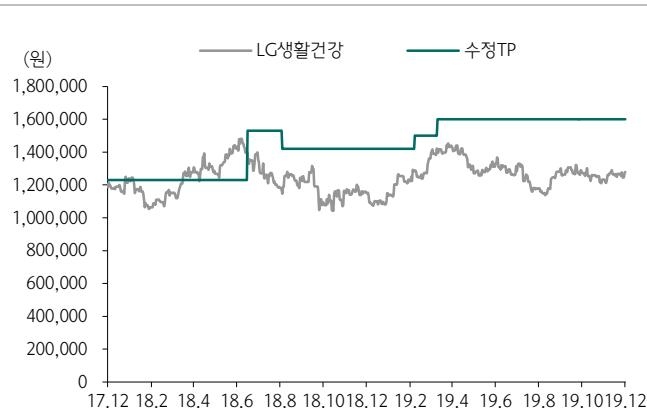
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,513.6	1,691.2	2,614.4	3,499.1	4,515.2
금융자산	403.1	413.5	1,188.4	1,919.5	2,776.3
현금성자산	386.2	396.6	1,169.5	1,898.6	2,753.3
매출채권 등	539.8	581.9	649.5	719.4	792.0
재고자산	546.9	614.7	686.1	760.1	836.8
기타유동자산	23.8	81.1	90.4	100.1	110.1
비유동자산	3,264.9	3,584.7	3,244.9	3,230.8	3,217.6
투자자산	111.3	62.8	69.1	75.5	82.2
금융자산	55.7	1.3	1.4	1.6	1.7
유형자산	1,616.6	1,813.3	1,488.4	1,488.4	1,488.4
무형자산	1,392.8	1,545.0	1,523.9	1,503.4	1,483.5
기타비유동자산	144.2	163.6	163.5	163.5	163.5
자산총계	4,778.5	5,275.9	5,859.2	6,729.9	7,732.8
유동부채	1,245.4	1,358.9	1,287.3	1,382.5	1,481.3
금융부채	348.0	376.7	213.4	213.7	214.0
매입채무 등	689.3	725.0	809.2	896.3	986.8
기타유동부채	208.1	257.2	264.7	272.5	280.5
비유동부채	451.3	323.0	345.3	368.4	392.3
금융부채	279.7	131.0	131.0	131.0	131.0
기타비유동부채	171.6	192.0	214.3	237.4	261.3
부채총계	1,696.7	1,681.9	1,632.6	1,750.9	1,873.6
지배주주지분	2,996.3	3,512.0	4,144.6	4,895.1	5,771.6
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
자본조정	(101.0)	(115.6)	(115.6)	(115.6)	(115.6)
기타포괄이익누계액	(132.8)	(121.6)	(121.4)	(121.2)	(121.0)
이익잉여금	3,044.1	3,563.4	4,195.6	4,945.9	5,822.3
비지배주주지분	85.5	82.0	82.1	83.9	87.5
자본총계	3,081.8	3,594.0	4,226.7	4,979.0	5,859.1
순금융부채	224.6	94.1	(844.0)	(1,574.8)	(2,431.3)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	735.5	817.1	906.1	985.8	1,111.6
당기순이익	618.3	692.3	798.4	918.1	1,045.9
조정	225.1	279.2	142.0	103.2	102.6
감가상각비	146.4	157.4	142.0	103.2	102.6
외환거래손익	2.3	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.3)	1.3	0.0	0.0	0.0
기타	77.7	120.2	0.0	0.0	0.0
영업활동 변동	(107.9)	(154.4)	(34.3)	(35.5)	(36.9)
투자활동 현금흐름	(333.8)	(430.3)	(18.8)	(19.1)	(19.4)
투자자산감소(증가)	(46.3)	49.7	(17.1)	(17.3)	(17.5)
유형자산감소(증가)	(281.9)	(353.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(5.6)	(127.0)	(1.7)	(1.8)	(1.9)
재무활동 현금흐름	(351.1)	(378.0)	(318.4)	(154.8)	(154.8)
금융부채증가(감소)	(166.5)	(120.1)	(163.3)	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(50.6)	(96.2)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(134.0)	(161.7)	(155.1)	(155.1)	(155.1)
현금의 증감	47.3	10.4	772.9	729.1	854.7
Unlevered CFO	1,085.2	1,212.9	1,241.7	1,359.1	1,526.9
Free Cash Flow	451.3	460.8	906.1	985.8	1,111.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

LG생활건강



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.3.28	BUY	1,600,000		
19.2.24	BUY	1,500,000	-12.16%	-5.20%
18.8.21	BUY	1,420,000	-17.66%	-7.32%
18.7.24	BUY	1,530,000	-16.55%	-8.69%
18.7.3	Neutral	1,530,000	-12.86%	-8.69%
17.12.26	Neutral	1,230,000	0.71%	20.33%
17.10.29	Neutral	990,000	21.26%	26.26%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2019년 12월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.