

2020. 10. 5



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 1,800,000 원

현재주가 (9.29) 1,448,000 원

상승여력 24.3%

KOSPI	2,327.89pt
시가총액	226,151억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	45.37%
52주 최고/최저가	1,573,000원/1,066,000원
평균거래대금	489.1억원

주요주주(%)

LG	34.03
국민연금공단	7.85
T. Rowe Price Hong Kong Limited 외	6.21

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.0	30.6	10.9
상대주가	-3.0	-3.7	-2.4

주가그래프



LG생활건강 051900

3Q20 Preview: 비교 우위

- ✓ 3Q20P: 매출액 1조 9,225억원(-2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 3,216억원(+3%)
- ✓ 화장품: 시장 성장 상회(면세 -31% vs. 시장 -35%; 중국 +23% vs. 시장 +15%)
- ✓ 생활용품: 위생 용품 호조 + 프리미엄 확대 + 추석 특수 + '피지오겔' 인기 반영
- ✓ 음료: 채널 믹스 개선 통한 마진 향상
- ✓ 화장품 주력 채널 성과 비교 우위 + 용품/음료 수익성 개선, 매수 접근 추천

3Q20P 시장 성장 상회 전망

LG생활건강은 2020년 3분기 매출액 1조 9,225억원(-2.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 3,216억원(+3.1%), 순이익 226억원(+6.0%)을 기록할 것으로 예상된다. 화장품은 콘텐츠 경쟁력으로 시장 성장을 상회, 생활용품 및 음료의 경우 믹스 개선을 통해 영업 레버리지를 확대시킬 전망이다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 1조 172억원(-12.4%), 1,831억원(-13.8%)을 추산한다. 국내는 역성장 폭을 크게 줄이겠다(3Q20E -24.6% vs. 2Q20 -34.7%), 면세 회복에 따른다(3Q20E -30.9% vs. 2Q20 -45.2%), 해외는 두 자리수 성장세를 이어가겠다(+14.8%), 중국(+22.7%) 판매 호조가 주요했을 것으로 본다.

[생활용품] 매출액 4,982억원(+24.2%), 영업이익 762억원(+68.2%)을 예상한다. 위생 용품 판매 증가에 프리미엄 비중 확대가 기대된다. 추석 특수(선물 세트 판매) 및 '피지오겔' 인기 반영(150억원 예상) 또한 한 몫 하겠다. **[음료]** 매출액 4,071억원(+1.0%), 영업이익 623억원(+13.7%)에 달할 전망이다. 길어진 장마 영향으로 매출 성장은 미진하겠으나, 채널(소형 소매 ↑) 믹스 개선은 나타날 것으로 추정했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 1,800,000원(상향) 제시

LG생활건강에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 1,800,000원으로 +12% 상향한다. 브랜드 경쟁력과 이익 안정성 모두 비교 우위에 있다는 판단, 매수 접근을 추천한다. ① 국내 화장품 브랜드사 중, 유일하게 주요 채널(면세 및 중국)에서 시장 성장을 상회하고 있다. ② 생활용품은 포트폴리오 다각화 효과(뉴에이본 및 피지오겔), ③ 음료 사업의 경우 고마진 채널 비중 확대에 대한 기대가 유효하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	6,747.5	1,039.3	682.7	42,466	12.3	198,221	25.9	5.6	15.7	21.0	46.8
2019	7,685.4	1,176.4	778.1	48,337	13.7	234,042	26.1	5.4	15.0	20.3	53.3
2020E	7,563.5	1,209.9	808.5	50,163	3.9	261,245	28.9	5.5	16.4	18.4	42.8
2021E	8,087.8	1,284.0	870.5	54,014	7.7	298,660	26.8	4.8	15.8	17.6	31.6
2022E	8,629.7	1,393.3	953.4	59,158	9.5	339,638	24.5	4.3	14.6	16.9	23.3

표1 LG생활건강 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,874.8	1,832.5	1,964.9	2,013.3	1,896.4	1,783.2	1,922.5	1,961.5	7,685.4	7,563.5	8,087.8
화장품	1,139.6	1,108.9	1,160.8	1,336.5	1,066.5	923.3	1,017.2	1,182.0	4,745.8	4,188.9	4,619.7
생활용품	401.4	343.4	401.1	342.2	479.3	462.2	498.2	428.2	1,488.1	1,867.9	1,907.2
음료	333.7	380.3	402.9	334.6	350.5	397.7	407.1	351.3	1,451.5	1,506.6	1,560.9
국내	798.9	760.7	799.8	729.7	685.8	496.7	602.8	595.2	3,089.1	2,380.6	2,599.1
면세	462.7	438.0	496.8	449.1	387.1	240.1	343.2	343.9	1,846.6	1,314.4	1,538.4
비면세	336.2	322.7	303.0	280.7	298.6	256.7	259.6	251.3	1,242.5	1,066.2	1,060.7
해외	340.7	348.2	361.0	606.8	380.7	426.6	414.3	586.7	1,656.7	1,808.4	2,020.6
중국	197.0	185.0	168.0	280.0	184.5	219.0	206.1	332.5	830.0	942.1	1,099.1
후 숨	147.0 29.2	131.5 27.5	123.0 21.0	210.0 37.0	141.1 20.4	163.1 23.1	159.9 18.5	262.5 33.3	611.5 114.7	726.6 95.3	853.7 108.7
기타	20.8	26.0	24.0	33.0	22.9	32.8	27.7	36.7	103.8	120.2	136.7
미국 (뉴에이본)	-	-	42.3	137.7	50.0	50.0	50.0	50.0	180.0	200.0	216.9
기타	143.7	163.2	150.7	189.1	146.2	157.6	158.2	204.2	646.7	666.2	704.6
영업이익	322.1	301.5	311.8	241.0	333.7	303.3	321.6	251.3	1,176.4	1,209.9	1,284.0
화장품	246.2	226.2	212.4	213.8	221.8	178.1	183.1	203.3	898.6	786.3	859.8
생활용품	43.4	28.2	45.3	9.2	65.2	63.2	76.2	26.5	126.1	231.2	223.8
음료	32.4	47.5	54.8	17.7	47.0	62.0	62.3	21.4	152.4	192.7	200.4
영업이익률	17.2	16.5	15.9	12.0	17.6	17.0	16.7	12.8	15.3	16.0	15.9
화장품	21.6	20.4	18.3	16.0	20.8	19.3	18.0	17.2	18.9	18.8	18.6
생활용품	10.8	8.2	11.3	2.7	13.6	13.7	15.3	6.2	8.5	12.4	11.7
음료	9.7	12.5	13.6	5.3	13.4	15.6	15.3	6.1	10.5	12.8	12.8
순이익	223.5	208.2	213.3	133.1	230.6	199.9	226.0	151.9	778.1	808.5	870.5
순이익률	11.9	11.4	10.9	6.6	12.2	11.2	11.8	7.7	10.1	10.7	10.8
(% YoY)											
매출액	13.0	10.9	13.1	18.5	1.2	-2.7	-2.2	-2.6	13.9	-1.6	6.9
화장품	20.2	16.3	21.7	27.3	-6.4	-16.7	-12.4	-11.6	21.5	-11.7	10.3
생활용품	1.7	1.8	3.0	0.7	19.4	34.6	24.2	25.1	1.8	25.5	2.1
음료	5.3	5.1	2.4	8.4	5.0	4.6	1.0	5.0	5.1	3.8	3.6
국내	11.4	8.3	13.6	3.4	-14.2	-34.7	-24.6	-18.4	9.2	-22.9	9.2
면세	36.8	25.2	27.0	11.1	-16.3	-45.2	-30.9	-23.4	24.5	-28.8	17.0
비면세	-11.3	-8.5	-3.2	-6.9	-11.2	-20.5	-14.3	-10.5	-7.7	-14.2	-0.5
해외	48.0	38.9	44.4	76.2	11.7	22.5	14.8	-3.3	54.0	9.2	11.7
중국	58.9	40.2	43.6	61.8	-6.3	18.4	22.7	18.7	52.0	13.5	16.7
미국 (뉴에이본)	-	-	-	-	-	-	18.1	-63.7	-	11.1	8.4
기타	35.2	37.4	13.3	10.3	1.7	-3.4	5.0	8.0	22.1	3.0	5.8
영업이익	13.5	12.8	12.4	14.3	3.6	0.6	3.1	4.3	13.2	2.8	6.1
영업이익률	0.1	0.3	-0.1	-0.4	0.4	0.6	0.9	0.8	-0.1	0.7	-0.1
화장품	16.0	16.3	15.3	11.3	-9.9	-21.3	-13.8	-4.9	14.8	-12.5	9.3
생활용품	3.6	3.1	5.8	8.8	50.4	124.5	68.2	187.3	4.6	83.4	-3.2
음료	8.7	4.2	7.9	79.6	45.1	30.4	13.7	20.8	12.1	26.4	4.0
순이익	15.4	12.7	4.6	0.3	3.2	-4.0	6.0	14.1	14.0	3.9	7.7

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표2 LG생활건강 3Q20 실적 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,922.5	1,964.9	-2.2	1,783.1	7.8	1,936.9	-0.7
영업이익	321.6	311.8	3.1	303.3	6.0	314.2	2.4
지배순이익	226.0	213.3	6.0	199.9	13.1	212.8	6.2
영업이익률(%)	16.7	15.9	0.9	17.0	-0.3	16.2	0.5

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표3 LG생활건강 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	7,563.5	8,087.8	7,508.5	8,064.3	0.7	0.3	7,623.8	8,461.9
영업이익	1,209.9	1,284.0	1,202.2	1,283.2	0.6	0.1	1,197.1	1,347.3
순이익	808.5	870.5	792.0	858.1	2.1	1.4	801.3	912.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 LG생활건강 적정주가 산출

(십억원, 배, %)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치			28,329	
화장품	620	40.5	25,108	글로벌 Peer 평균값 적용
생활용품	165	10.7	1,761	글로벌 Peer 평균값에 50% 할인 적용
음료	146	10.0	1,459	롯데칠성 당사 Implied PER 적용
적정 시가총액			28,329	
주식 수			14,660	
적정주가 (원)	1,849,425		1,800,000	반내림
현재주가 (원)			1,448,000	
상승여력 (%)			24.3%	
12M Fwd. EPS			58,676	
12M Fwd. Implied PER			30.7	

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 화장품 및 생활용품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
LG생활건강	22,615	7,564	8,088	1,210	1,284	809	871	28.9	26.8	5.5	4.8	18.4	17.6	16.4	15.8
아모레퍼시픽	9,587	4,470	5,056	160	305	111	216	95.7	46.8	2.5	2.5	2.5	4.8	15.9	13.2
L'Oreal	214,859	38,178	41,433	6,691	7,768	5,333	6,040	39.7	35.1	5.2	4.9	13.1	14.3	24.2	21.5
Estee Lauder	92,163	17,901	19,702	2,895	3,586	2,051	2,562	45.2	36.0	16.5	14.9	41.1	47.6	25.4	21.1
Kao	41,521	15,758	16,485	2,138	2,413	1,511	1,721	27.3	23.9	4.1	3.9	15.7	17.0	13.9	12.6
Shiseido	27,284	10,334	11,662	25	730	-195	489	N/A	58.4	5.2	4.9	-3.3	10.0	37.3	19.4
상하이자화	4,346	1,295	1,454	86	111	70	90	59.1	46.7	3.8	3.6	6.3	7.5	37.3	31.1
평균(국내사 제외)								42.8	40.0	7.0	6.4	14.6	19.3	27.6	21.1
P&G	401,072	84,808	87,830	20,064	21,271	16,276	17,266	25.6	24.0	7.4	7.2	29.9	31.3	17.9	17.0
Unilever	189,883	69,291	71,318	12,863	13,667	8,742	9,188	21.8	20.6	10.1	9.3	46.2	45.9	14.6	13.9
평균(국내사 제외)								23.7	22.3	8.7	8.2	38.0	38.6	16.3	15.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG생활건강 면세 매출 vs. 국내 면세 전체



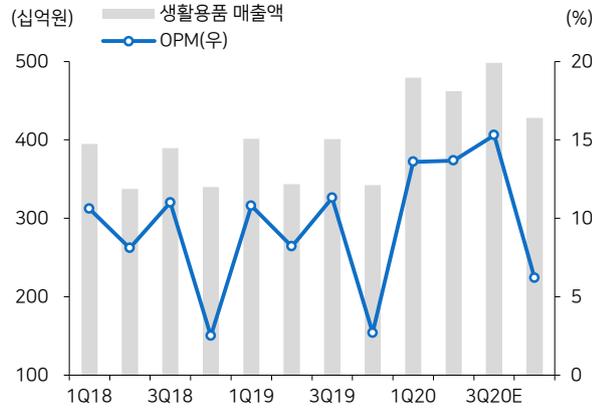
자료: LG생활건강, 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG생활건강 중국 매출 vs. 중국 화장품 소매판매



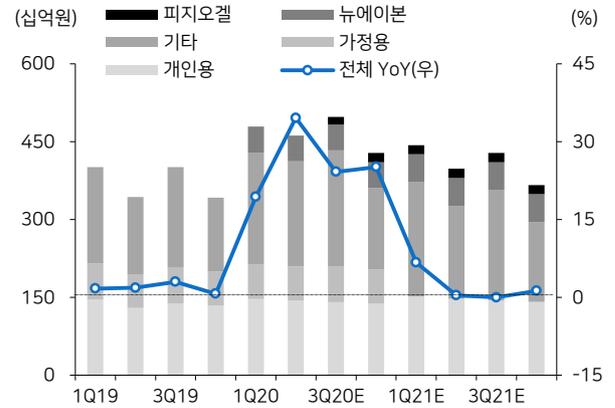
자료: LG생활건강, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG생활건강 생활용품 매출액 및 영업이익률



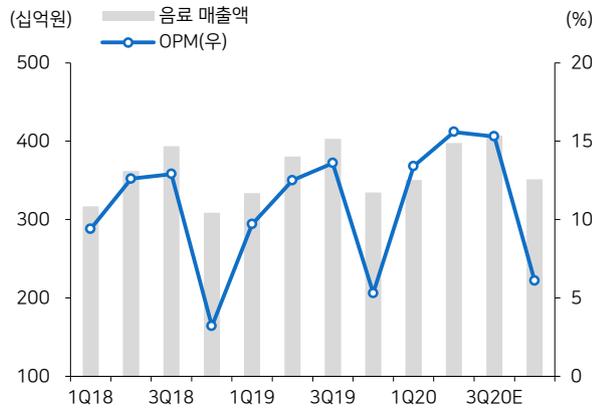
자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG생활건강 생활용품 부문별 매출액



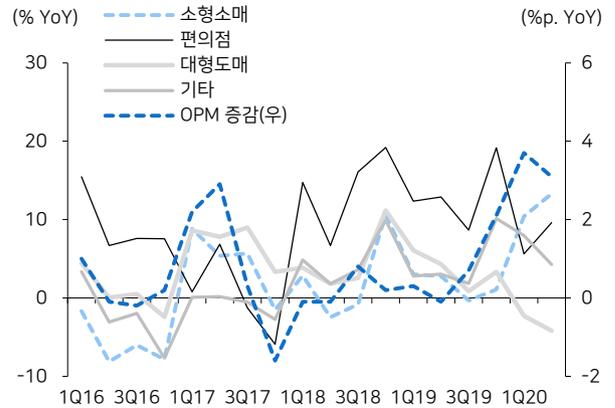
자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG생활건강 음료 매출액 및 영업이익률



자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG생활건강 음료 채널별 매출 및 영업이익률 증감



자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,747.5	7,685.4	7,563.5	8,087.8	8,629.7
매출액증가율 (%)	10.5	13.9	-1.6	6.9	6.7
매출원가	2,696.4	2,917.3	2,884.9	3,028.3	3,231.4
매출총이익	4,051.1	4,768.2	4,678.5	5,059.5	5,398.3
판매관리비	3,011.9	3,591.8	3,468.7	3,775.5	4,005.0
영업이익	1,039.3	1,176.4	1,209.9	1,284.0	1,393.3
영업이익률	15.4	15.3	16.0	15.9	16.1
금융손익	-6.2	-0.7	-0.9	-1.1	-1.3
중속/관계기업손익	-1.3	6.9	6.9	6.9	6.9
기타영업외손익	-75.7	-90.6	-95.0	-82.8	-77.0
세전계속사업이익	956.0	1,092.1	1,120.9	1,206.9	1,321.9
법인세비용	263.7	303.9	300.7	323.8	354.6
당기순이익	692.3	788.2	820.2	883.1	967.3
지배주주지분 손이익	682.7	778.1	808.5	870.5	953.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	817.1	1,139.6	830.0	707.6	864.3
당기순이익(손실)	692.3	788.2	820.2	883.1	967.3
유형자산상각비	135.7	223.9	237.6	232.8	243.0
무형자산상각비	21.8	27.1	20.7	14.2	15.7
운전자본의 증감	-154.4	15.7	-235.8	-422.6	-361.6
투자활동 현금흐름	-430.3	-461.4	-533.8	-510.1	-637.3
유형자산의증가(CAPEX)	-356.3	-326.1	-335.7	-394.0	-497.0
투자자산의감소(증가)	47.1	5.4	7.3	-5.0	-3.9
재무활동 현금흐름	-378.0	-429.4	-446.2	-274.7	-263.6
차입금의 증감	-120.1	216.3	-221.8	-81.9	-56.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.5	250.5	-144.4	-77.3	-36.6
기초현금	386.2	396.6	647.1	502.7	425.4
기말현금	396.6	647.1	502.7	425.4	388.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,691.2	2,163.1	2,074.9	2,184.0	2,282.6
현금및현금성자산	396.6	647.1	502.7	425.4	388.8
매출채권	556.1	611.1	623.3	685.6	740.4
재고자산	614.8	746.3	791.1	894.0	956.5
비유동자산	3,584.7	4,330.6	4,661.1	4,913.0	5,282.3
유형자산	1,813.3	2,036.0	2,168.8	2,330.0	2,584.0
무형자산	1,545.0	1,787.3	2,023.6	2,109.4	2,220.8
투자자산	62.8	64.3	61.8	66.8	70.7
자산총계	5,275.9	6,493.7	6,736.0	7,097.0	7,564.9
유동부채	1,358.9	1,771.2	1,580.2	1,282.2	1,023.7
매입채무	215.6	290.7	305.2	326.6	342.9
단기차입금	210.8	287.6	290.4	245.4	217.4
유동성장기부채	163.5	103.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	323.0	485.4	437.1	420.6	407.2
사채	99.9	30.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	7.1	3.6	21.9	0.0	0.0
부채총계	1,681.9	2,256.6	2,017.3	1,702.8	1,430.8
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-121.6	-96.6	-52.3	-52.3	-52.3
이익잉여금	3,563.4	4,174.9	4,605.4	5,268.3	5,994.4
비지배주주지분	82.0	90.4	90.0	102.6	116.4
자본총계	3,594.0	4,237.1	4,718.7	5,394.2	6,134.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	432,031	492,081	484,273	517,845	552,541
EPS(지배주주)	42,466	48,337	50,163	54,014	59,158
CFPS	77,656	92,206	90,270	93,291	101,132
EBITDAPS	76,622	91,395	94,004	98,027	105,769
BPS	198,221	234,042	261,245	298,660	339,638
DPS	9,250	11,000	11,446	12,325	13,499
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	25.9	26.1	28.9	26.8	24.5
PCR	14.2	13.7	16.0	15.5	14.3
PSR	2.5	2.6	3.0	2.8	2.6
PBR	5.6	5.4	5.5	4.8	4.3
EBITDA	1,196.7	1,427.4	1,468.2	1,531.0	1,651.9
EV/EBITDA	15.7	15.0	16.4	15.8	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.0	20.3	18.4	17.6	16.9
EBITDA 이익률	17.7	18.6	19.4	18.9	19.1
부채비율	46.8	53.3	42.8	31.6	23.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	102.5	84.8	85.9	115.7	147.9
매출채권회전율(x)	12.5	13.2	12.3	12.4	12.1
재고자산회전율(x)	11.6	11.3	9.8	9.6	9.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

