

2022. 1. 28



▲ 화장품/섬유의복
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) **1,000,000 원**

현재주가 (1.27) **948,000 원**

상승여력 **5.5%**

KOSPI	2,614.49pt
시가총액	148,061억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	42.61%
52주 최고/최저가	1,770,000원/948,000원
평균거래대금	586.5억원

주요주주(%)

LG	34.03
국민연금공단	6.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.3	-35.8	-40.8
상대주가	-3.9	-20.6	-29.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2020	7,844.5	1,220.9	797.6	49,587	3.3	268,428	32.7	6.0	18.1	17.9	40.3
2021P	8,091.5	1,289.6	844.5	52,501	5.9	301,814	20.9	3.6	11.8	16.7	37.2
2022E	8,093.9	1,244.7	810.7	50,399	-4.0	336,547	18.8	2.8	10.2	14.3	33.8
2023E	8,387.4	1,297.3	850.4	52,866	4.9	373,959	17.9	2.5	9.5	13.5	30.9

LG생활건강 051900

4Q21 Review: 근간이 흔들린다

- ✓ 4Q21: 매출 2조 231억원(-3%), 영업이익 2,410억원(-6%, OPM -0.3%p)
- ✓ 화장품: 채널(면세 -30%, 중국 +2%) 및 제품(후 -12%, 슝 -33%) 모두 부진
- ✓ 생활용품: 프리미엄 비중 확대 & 보인카 연결 효과 → 매출 +19%, 영업이익 +96%
- ✓ 음료: 고마진 탄산(+12%) 호조 지속 → 매출 +10%, 영업이익 +62%
- ✓ 역기저 구간 진입 & 신성장동력 부재 & 이익 구성 변화 → 보수적 접근 권고

4Q21 화장품 부진 > 생활용품/음료 호조

LG생활건강은 2021년 4분기 매출액 2조 231억원(-3.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 2,410억원(-5.9%, OPM 11.9%), 순이익 1,330억원(-4.9%)을 기록했다. 연결 실적은 기대치에 부합했으나, 부문별 성과는 예상을 빚나갔다. 화장품 감소 폭이 컸던 점을 말한다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 1조 1,404억원(-13.9%), 1,872억원(-16.9%, OPM -0.6%p)을 시현했다. 면세(-30.0% vs. 시장 +13.9% 추정; 비중 30%)와 중국(+2.0% vs. 시장 +9.4% 확장; 비중 35%) 모두 시장 대비 못했다. '슝'(전체 -32.9%, 중국 -42.0%; 비중 6%)에, '후'(전체 -11.7%, 중국 +16.0%; 비중 65%)마저도 부진했던 영향이다.

[생활용품] 매출액 5,014억원(+18.5%), 영업이익 202억원(+96.0%; OPM +1.6%p)을 기록했다. 프리미엄 매출 증가와 고마진 '보인카' 연결 편입(매출 100억원, 영업이익 30억원 추정)에 따라 수익성이 크게 개선되었다.

[음료] 매출액 3,814억원(+9.9%), 영업이익은 337억원(+61.7%, OPM +2.8%p)에 달했다. 제품(탄산 +12.1%)과 채널(편의점 +14.3%)에의 믹스 개선 효과가 두드러졌다.

투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 1,000,000원(하향) 제시

기술적 반등에 대한 업사이드 리스크보다, 점유율 하락이라는 다운사이드 리스크가 더 크다. 기저 부담이 높아, 실적 반전을 노리기도 쉽지 않다. 보수적인 접근을 권고한다.

- ① 성장: 확장 여력이 제한적이다. '슝'이 '후'의 역기저를, 면세가 중국의 경쟁 심화를 방어하기에 역부족이다. 2021년 중국 시장 점유율이 진출 이래 최초로 하락하기도 했다(2013년 0.3%, 2020년 1.7%, 2021년 1.6%).
- ② 구조: 이익 구성이 바뀐다(2022E 영업이익 비중: 화장품 65%/-3.4%p, 용품 18%/+2.1%p, 음료 17%/+1.3%p). 저부가가치의 필수재 기여 확대는 밸류에이션 희석 요인이다. 화장품의 주요 유통 경로가 국내 면세(OPM 15%)에서 중국 현지(OPM 10%)로 이전되는 점 또한 수익성을 훼손시킬 것으로 본다.

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,023.1	2,094.4	-3.4	2,010.3	0.6	2,078.1	-2.6	2,067.8	-2.2
영업이익	241.0	256.3	-5.9	342.3	-29.6	243.4	-1.0	246.3	-2.2
순이익	133.0	139.9	-4.9	234.7	-43.3	146.8	-9.4	131.7	1.0
영업이익률(%)	11.9	12.2	-0.3	17.0	-5.1	11.7	0.2	11.9	0.0

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변동률(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	8,093.9	8,387.4	8,434.0	8,785.2	-4.0	-4.5	8,724.1	9,331.6
영업이익	1,244.7	1,297.3	1,303.8	1,367.6	-4.5	-5.1	1,382.0	1,498.2
순이익	810.7	850.4	847.8	895.2	-4.4	-5.0	924.1	1,009.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치			15,313	
화장품	588	21	12,147	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값에 45% 할인 적용
생활용품	166	10	1,604	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값에 50% 할인 적용
음료	156	10	1,562	롯데칠성 당사 Implied PER 적용
적정 시가총액			15,313	
주식 수 (천주)			14,660	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	1,044,580		1,000,000	반내림
현재주가 (원)			948,000	
상승여력 (%)			5.5	

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
LG생활건강	14,806	8,094	8,387	1,245	1,297	811	850	18.8	17.9	2.8	2.5	14.3	13.5	10.2	9.5
아모레퍼시픽	8,745	4,959	5,184	375	391	289	301	31.8	30.5	2.0	2.0	5.8	5.8	10.9	10.8
L'Oreal	280,192	47,052	50,231	9,202	9,987	7,266	7,879	37.8	34.9	6.9	6.4	19.4	19.5	23.8	22.2
Estee Lauder	126,610	24,405	26,441	5,009	5,575	3,708	4,156	34.5	30.6	13.3	11.2	44.2	41.2	21.7	19.5
Shiseido	23,783	11,130	11,870	855	1,361	575	925	42.3	26.4	4.2	3.8	11.0	15.6	15.2	11.8
Proya	6,597	1,098	1,356	168	211	141	177	46.5	37.0	10.1	8.3	22.4	23.2	34.3	27.1
Shanghai Jahwa	5,326	1,665	1,882	174	228	147	193	36.1	27.2	3.7	3.3	10.4	12.4	25.2	19.1
평균(국내사 제외)								38.2	30.6	8.5	7.3	24.1	24.1	26.3	22.0

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 LG생활건강 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액	1,896.4	1,783.2	2,070.6	2,094.4	2,036.7	2,021.4	2,010.3	2,023.1	7,844.5	8,091.5	8,093.9
화장품	1,066.5	923.3	1,143.8	1,324.5	1,158.5	1,115.9	1,026.7	1,140.4	4,458.1	4,441.4	4,299.0
생활용품	479.3	462.2	508.8	423.0	520.7	496.2	540.0	501.4	1,873.3	2,058.2	2,164.9
음료	350.5	397.7	418.0	346.9	357.5	409.4	443.7	381.4	1,513.2	1,591.9	1,630.0
국내	685.8	496.7	725.2	700.7	693.9	660.6	650.8	515.7	2,608.3	2,521.0	2,353.5
면세	408.5	259.4	506.7	488.7	500.5	491.0	480.5	342.1	1,663.4	1,814.0	1,704.8
비면세	277.3	237.3	218.5	211.9	193.5	169.6	170.3	173.6	945.0	707.0	648.7
해외	380.7	426.6	418.6	623.8	464.6	455.3	412.7	624.7	1,849.8	1,957.2	1,945.5
중국	184.5	219.0	204.4	395.0	272.5	253.8	208.4	403.0	1,002.9	1,137.7	1,105.9
후	141.1	163.1	158.7	304.5	223.0	190.8	165.0	353.2	767.4	932.0	917.4
숨	20.4	23.1	20.8	44.0	23.3	21.5	15.6	25.5	108.4	85.9	81.3
기타	22.9	32.8	24.9	46.5	26.2	41.6	27.8	24.2	127.2	119.8	107.2
미국 (뉴에이본)	100.0	100.0	100.0	100.0	92.1	84.8	93.6	98.0	400.0	368.6	397.3
기타	196.2	207.6	214.2	228.8	192.1	201.4	204.3	221.8	446.9	451.0	442.2
영업이익	333.7	303.3	327.7	256.3	370.6	335.8	342.3	241.0	1,220.9	1,289.6	1,244.7
화장품	221.8	178.1	197.9	225.2	254.2	219.2	215.6	187.2	823.0	876.1	803.6
생활용품	65.2	63.2	66.7	10.3	66.3	58.7	63.7	20.2	205.3	208.9	227.2
음료	47.0	62.0	63.1	20.8	50.2	57.9	63.0	33.7	192.9	204.7	213.8
<i>영업이익률</i>	<i>17.6</i>	<i>17.0</i>	<i>15.8</i>	<i>12.2</i>	<i>18.2</i>	<i>16.6</i>	<i>17.0</i>	<i>11.9</i>	<i>15.6</i>	<i>15.9</i>	<i>15.4</i>
화장품	20.8	19.3	17.3	17.0	21.9	19.6	21.0	16.4	18.5	19.7	18.7
생활용품	13.6	13.7	13.1	2.4	12.7	11.8	11.8	4.0	11.0	10.1	10.5
음료	13.4	15.6	15.1	6.0	14.0	14.1	14.2	8.8	12.7	12.9	13.1
순이익	230.6	199.9	227.2	139.9	255.0	221.8	234.7	133.0	797.6	844.5	810.7
<i>순이익률</i>	<i>12.2</i>	<i>11.2</i>	<i>11.0</i>	<i>6.7</i>	<i>12.5</i>	<i>11.0</i>	<i>11.7</i>	<i>6.6</i>	<i>10.2</i>	<i>10.4</i>	<i>10.0</i>
(% YoY)											
매출액	1.2	-2.7	5.4	4.0	7.4	13.4	-2.9	-3.4	2.1	3.1	0.0
화장품	-6.4	-16.7	-1.5	-0.9	8.6	20.9	-10.2	-13.9	-6.1	-0.4	-3.2
생활용품	19.4	34.6	26.9	23.6	8.6	7.3	6.1	18.5	25.9	9.9	5.2
음료	5.0	4.6	3.8	3.7	2.0	2.9	6.1	9.9	4.2	5.2	2.4
국내	-14.2	-34.7	-9.3	-4.0	1.2	33.0	-10.3	-26.4	-15.6	-3.3	-6.6
면세	-11.7	-40.8	2.0	8.8	22.5	89.2	-5.2	-30.0	-9.9	9.1	-6.0
비면세	-17.5	-26.5	-27.9	-24.5	-30.2	-28.5	-22.0	-18.1	-23.9	-25.2	-8.2
해외	11.7	22.5	16.0	2.8	22.0	6.7	-1.4	0.1	11.7	5.8	-0.6
중국	-6.3	18.4	21.7	41.1	47.7	15.9	2.0	2.0	20.8	13.4	-2.8
미국 (뉴에이본)	-	-	136.2	-27.4	-7.9	-15.2	-6.4	-2.0	11.1	-7.9	7.8
기타	1.7	-3.4	9.0	-5.4	-0.1	0.9	-4.1	-3.4	0.0	-1.8	0.9
영업이익	3.6	0.6	5.1	6.3	11.1	10.7	4.5	-5.9	3.8	5.6	-3.5
영업이익률	0.4	0.6	0.0	0.3	0.6	-0.4	1.2	-0.3	0.3	0.4	-0.6
화장품	-9.9	-21.3	-6.8	5.3	14.6	23.0	9.0	-16.9	-8.4	6.5	-8.3
생활용품	50.4	124.5	47.1	11.3	1.7	-7.1	-4.4	96.0	62.9	1.7	8.8
음료	45.1	30.4	15.2	17.4	6.8	-6.6	-0.2	61.7	26.6	6.1	4.5
순이익	3.2	-4.0	6.5	5.1	10.6	11.0	3.3	-4.9	2.5	5.9	-4.0

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	7,685.4	7,844.5	8,091.5	8,093.9	8,387.4
매출액증가율 (%)	13.9	2.1	3.1	0.0	3.6
매출원가	2,917.3	2,962.9	3,039.9	3,089.8	3,201.8
매출총이익	4,768.2	4,881.6	5,051.7	5,004.1	5,185.6
판매관리비	3,591.8	3,660.7	3,762.1	3,759.4	3,888.4
영업이익	1,176.4	1,220.9	1,289.6	1,244.7	1,297.3
영업이익률	15.3	15.6	15.9	15.4	15.5
금융손익	-0.7	-6.2	-10.2	-10.7	-11.2
중속/관계기업손익	6.9	7.0	5.6	5.6	5.6
기타영업외손익	-90.6	-100.6	-103.4	-105.3	-101.9
세전계속사업이익	1,092.1	1,121.1	1,181.6	1,134.3	1,189.8
법인세비용	303.9	308.0	320.5	307.7	322.7
당기순이익	788.2	813.1	861.1	826.6	867.1
지배주주지분 손이익	778.1	797.6	844.5	810.7	850.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	2,163.1	1,982.8	2,197.2	2,762.3	3,505.1
현금및현금성자산	647.1	434.1	426.4	776.8	1,448.9
매출채권	611.0	585.6	650.0	715.0	740.5
재고자산	746.3	809.0	946.5	1,079.0	1,117.5
비유동자산	4,330.6	4,818.7	5,290.4	5,386.5	5,355.9
유형자산	2,036.0	2,329.8	2,605.8	2,591.4	2,579.2
무형자산	1,787.3	2,063.4	2,268.9	2,376.6	2,356.0
투자자산	64.3	68.1	66.2	69.0	71.1
자산총계	6,493.7	6,801.4	7,487.7	8,148.7	8,861.0
유동부채	1,771.2	1,479.7	1,501.7	1,547.6	1,570.8
매입채무	290.7	251.2	261.2	274.3	284.1
단기차입금	287.6	186.4	192.6	164.6	139.6
유동성장기부채	103.6	3.6	30.9	30.9	30.9
비유동부채	485.4	472.5	528.6	512.4	521.9
사채	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.6	22.8	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,256.6	1,952.2	2,030.3	2,060.0	2,092.7
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-96.6	-124.1	-55.9	-55.9	-55.9
이익잉여금	4,174.9	4,805.4	5,464.6	6,080.0	6,742.9
비지배주주지분	90.4	93.2	109.9	125.8	142.5
자본총계	4,237.1	4,849.2	5,457.4	6,088.7	6,768.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,139.6	1,004.8	1,062.1	989.0	1,139.4
당기순이익(손실)	788.2	813.1	861.1	826.6	867.1
유형자산상각비	223.9	233.9	247.8	264.4	262.2
무형자산상각비	27.1	28.3	28.5	19.3	20.6
운전자본의 증감	15.7	-97.8	-78.9	-121.4	-10.5
투자활동 현금흐름	-461.4	-745.9	-699.9	-387.2	-254.9
유형자산의증가(CAPEX)	-326.1	-505.7	-495.3	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	5.4	3.3	5.8	-2.8	-2.2
재무활동 현금흐름	-429.4	-465.7	-388.0	-251.3	-212.5
차입금의 증감	216.3	-235.3	10.6	-56.0	-25.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.5	-213.0	-7.7	350.5	672.0
기초현금	396.6	647.1	434.1	426.4	776.8
기말현금	647.1	434.1	426.4	776.8	1,448.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	492,081	502,267	518,083	518,234	537,029
EPS(지배주주)	48,337	49,587	52,501	50,399	52,866
CFPS	92,206	92,155	95,809	90,934	94,046
EBITDAPS	91,395	94,959	100,260	97,858	101,165
BPS	234,042	268,428	301,814	336,547	373,959
DPS	11,000	11,000	11,649	11,183	11,730
배당수익률(%)	0.9	0.7	1.1	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	26.1	32.7	20.9	18.8	17.9
PCR	13.7	17.6	11.4	10.4	10.1
PSR	2.6	3.2	2.1	1.8	1.8
PBR	5.4	6.0	3.6	2.8	2.5
EBITDA	1,427.4	1,483.1	1,565.9	1,528.4	1,580.0
EV/EBITDA	15.0	18.1	11.8	10.2	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	17.9	16.7	14.3	13.5
EBITDA 이익률	18.6	18.9	19.4	18.9	18.8
부채비율	53.3	40.3	37.2	33.8	30.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	97.6	113.3	137.4	160.2
매출채권회전율(x)	13.2	13.1	13.1	11.9	11.5
재고자산회전율(x)	11.3	10.1	9.2	8.0	7.6

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.13	산업분석	Buy	1,720,000	양지혜	-26.9	-25.0	
2019.12.31				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-11.9	-1.7	
2020.10.05	기업브리프	Buy	1,800,000	하누리	-13.3	-8.4	
2021.01.13	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-20.8	-11.5	
2021.07.09	산업브리프	Buy	2,100,000	하누리	-18.9	-17.3	
2021.07.23	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-28.6	-23.7	
2021.09.29	산업분석	Buy	1,700,000	하누리	-24.3	-18.2	
2021.11.18	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-29.0	-26.1	
2022.01.10	기업브리프	Hold	1,200,000	하누리	-19.9	-17.5	
2022.01.28	기업브리프	Hold	1,000,000	하누리	-	-	