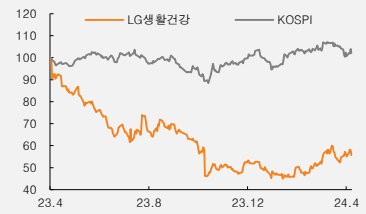


투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(유지)	420,000원
현재주가(24/4/25)	375,500원
상승여력	11.9%

영업이익(24F, 십억원)	611
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	527
EPS 성장률(24F, %)	180.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	67.5
P/E(24F, x)	16.6
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,628.62
시가총액(십억원)	5,865
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	59.8
외국인 보유비중(%)	26.5
베타(12M) 일간수익률	1.57
52주 최저가(원)	303,500
52주 최고가(원)	623,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.2	-6.0	-38.3
상대주가	0.8	-15.5	-41.6



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

051900 · 화장품

## LG생활건강

### 화장품 10개 분기만에 증익

#### 1Q24 Review: 더후 리브랜딩 대중국 채널 중심 성과 확인

LG생활건강의 1Q24 실적은 매출액 17,287억원(YoY +3%), 영업이익 1,510억원(YoY +4%)으로 시장 기대치를 상회하였다. 더후 리브랜딩이 대중국 채널을 중심으로 양호한 성과를 시현하면서 화장품 부문 매출과 영업이익이 각각 4개 분기, 10개 분기만에 성장 전환하였다.

면세 매출은 1,737억원(YoY -8%, QoQ +101%)으로 반등하여 사측 목표였던 2천억원 수준에 근접하였다. 직전 분기 리브랜딩 관련하여 물량을 일시적으로 축소하였으나 금번 분기 정상화되었다. 매출 정상화에 따라 채널 마진도 기존의 두 자릿수 수준을 원복한 것으로 파악된다.

중국 매출(화장품)도 1,682억원(YoY +7%)으로 성장 전환하였다. 리브랜딩 효과에 힘입어 더후가 YoY +14% 큰 폭 성장하였고, 이익도 흑자전환 하였다(중국 영업이익 3Q23 -300억원, 4Q23 -100억원, 1Q24 70억원 추정).

#### 중국 실적 회복 가시성 상승

대중국 실적이 예상보다 양호하다. 면세는 계획대로 회복하였고 중국 현지도 YoY +7% 성장하였다. 특히 리브랜딩 성과가 중요했던 더후가 YoY +14% 성장하여 전체 법인 성장은 물론, 시장 성장률 YoY +3%도 크게 상회하였다. 사측은 2분기도 면세 QoQ 회복, 중국 YoY 성장을 기대하고 있다. 브랜드 소구력 개선을 일부 확인했기 때문에 가시성도 이전보다 높아졌다(2Q24 면세 QoQ +7%, 중국 화장품 YoY +2% 추정).

매출 회복에 따라 수익성 눈높이도 상향 가능하다. 동사 화장품 부문 영업이익률은 과거 중국 사업 호황기 20% 수준에서 중국 매출 하락기 10% 내외로 하락, 특히 부진이 깊었던 2H23 1% 수준까지 급락하였다. 금번 분기 화장품 영업이익률은 대중국 매출 회복에 따라 9%까지 회복되었다. 브랜드 수요가 회복세인 점에 비추어 마진 하락도 일단락, 최소 현재 수준의 마진은 확보 가능하다고 판단한다(2024F 화장품 영업이익률 9% 추정).

대중국 채널을 중심으로 화장품 부문 실적 추정치를 상향하였다. 연중 편만한 기저에 비롯해 추세적인 회복 기조를 예상한다. Trading Buy 유효한 구간이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	7,186	6,805	7,022	7,271	7,562
영업이익 (십억원)	711	487	611	645	681
영업이익률 (%)	9.9	7.2	8.7	8.9	9.0
순이익 (십억원)	237	143	401	427	455
EPS (원)	15,147	8,055	22,622	24,116	25,692
ROE (%)	4.4	2.7	7.2	7.3	7.3
P/E (배)	47.7	44.1	16.6	15.6	14.6
P/B (배)	2.1	1.2	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.6	1.0	1.3	1.5	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

## 1Q24 Review

LG생활건강의 1Q24 실적은 매출액 17,287억원(YoY +3%), 영업이익 1,510억원(YoY +4%)으로 시장 기대치를 상회했다. 화장품 부문 실적 개선이 주효했다. 더후 리브랜딩이 대중국 채널을 중심으로 양호한 성과를 시현하면서 화장품 부문 매출과 영업이익이 각각 4개 분기, 10개 분기 만에 성장 전환하였다.

### [화장품]

매출액 7,409억원(YoY +6%), 영업이익 631억원(YoY +3%)을 기록하였다. 이익 비중이 큰 대중국 채널이 호조를 나타내면서 매출과 이익 모두 성장하였다. 더후 리브랜딩 성과가 실적으로 연결된 것으로 판단한다.

면세는 YoY -8%, QoQ +101% 반등한 1,737억원 매출을 시현하여 사측에서 목표하였던 2천억원 수준에 근접하였다. 직전 분기 더후 리브랜딩 관련하여 물량이 일시적으로 축소되었으나 금번 분기 정상화되었다. 매출 정상화에 따라 채널 마진도 기존의 두 자릿수 수준을 원복한 것으로 파악된다.

중국 매출도 YoY +7% 성장 전환하였다. 더후가 리브랜딩 효과로 YoY +14% 큰 폭 성장하였다. 매출 성장에 따라 이익도 흑자전환하였다(중국 영업이익 3Q23 -300억원, 4Q23 -100억원, 1Q24 70억원 추정).

### [생활용품]

매출액 5,534억원(YoY -2%), 영업이익 354억원(YoY +7%)을 기록하였다. 전년 북미 뉴에이본 구조조정 영향으로 매출은 하락했으나(구조조정 영향 제외 시 매출 성장 추정, 프리미엄 브랜드 성장 주효), 효율화 성과가 나타나면서 수익성은 개선되었다.

### [음료]

매출액 4,344억원(YoY +4%), 영업이익 525억원(YoY +1%)을 기록하였다. 원가 부담으로 인해 수익성은 소폭 하락하였으나, 탄산 및 제로 중심의 매출 성장이 이를 상쇄하였다.

## 투자 판단

대중국 실적이 예상보다 양호하다. 면세는 계획대로 회복하였고, 중국 현지 매출도 YoY +7% 성장하였다. 특히 리브랜딩 성과가 궁금했던 더후가 YoY +14% 성장하여 전체 법인 성장 은 물론, 시장 성장률 YoY +3%도 크게 상회하였다. 사측은 2분기도 면세 QoQ 회복, 중국 YoY 성장을 기대하고 있다. 브랜드 소구력 개선을 일부 확인했기 때문에 가시성도 이전 보다 높아졌다(2Q24 면세 QoQ +7%, 중국 화장품 YoY +2% 추정)

매출 회복에 따라 수익성 눈높이도 상향 가능하다. LG생활건강 화장품 부문 영업이익률은 과거 중국 사업 호황기 20% 수준이었으나, 중국 매출 하락기 10% 내외로 하락, 특히 부진이 깊었던 2H23 1% 수준까지 급락하였다. 금번 분기 화장품 영업이익률은 대중국 매출 회복에 따라 9%까지 회복되었다. 브랜드 수요가 회복세인 점에 비추어 마진 하락도 일단락, 최소 현재 수준의 마진은 확보할 수 있을 것으로 예상한다(2024F 화장품 영업이익률 9% 추정).

대중국 채널을 중심으로 화장품 부문 실적 추정치를 상향하였다. 연중 편만한 기저에 비추어 추세적인 회복 기조를 예상한다. Trading Buy 유효한 구간이다.

표 1. LG생활건강 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,092	7,186	6,805	7,022	7,271	7,562
화장품	4,441	3,212	2,816	2,972	3,116	3,310
생활용품	2,058	2,210	2,182	2,189	2,243	2,294
음료	1,592	1,764	1,807	1,861	1,911	1,958
영업이익	1,290	711	487	611	645	681
화장품	875	309	147	251	275	299
생활용품	209	190	126	142	150	159
음료	204	212	215	217	221	224
세전이익	1,187	418	276	568	605	645
당기순이익	861	258	164	417	445	474
지배주주순이익	845	237	143	401	427	455
영업이익률(%)	15.9	9.9	7.2	8.7	8.9	9.0
화장품	19.7	9.6	5.2	8.5	8.8	9.0
생활용품	10.1	8.6	5.8	6.5	6.7	6.9
음료	12.8	12.0	11.9	11.7	11.6	11.4
매출액(YoY %)	3.2	(11.2)	(5.3)	3.2	3.5	4.0
화장품	(0.4)	(27.7)	(12.3)	5.5	4.9	6.2
생활용품	9.9	7.4	(1.3)	0.3	2.5	2.3
음료	5.2	10.8	2.4	3.0	2.7	2.4
영업이익(YoY %)	5.6	(44.9)	(31.5)	25.4	5.7	5.6
화장품	6.3	(64.7)	(52.6)	71.7	9.2	8.7
생활용품	1.6	(9.0)	(33.9)	12.9	5.6	6.1
음료	5.9	3.8	1.4	0.9	1.7	1.4
순이익(YoY %)	5.9	(72.0)	(39.7)	180.8	6.6	6.5

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. LG생활건강 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	6,805	1,729	1,789	1,765	1,739	7,022
화장품	702	781	670	664	2,816	741	750	667	814	2,972
생활용품	563	546	570	503	2,182	553	546	573	517	2,189
음료	419	481	506	401	1,807	434	493	525	408	1,861
영업이익	146	158	128	55	487	151	153	186	121	611
화장품	61	70	8	7	147	63	60	60	68	251
생활용품	33	28	47	18	126	35	32	51	23	142
음료	52	60	74	29	215	53	60	75	29	217
세전이익	130	132	124	(110)	276	148	149	183	88	568
당기순이익	96	96	91	(120)	164	113	109	133	62	417
지배주주순이익	91	89	84	(122)	143	107	105	128	61	401
영업이익률(%)	8.7	8.7	7.4	3.5	7.2	8.7	8.5	10.5	6.9	8.7
화장품	8.7	9.0	1.2	1.1	5.2	8.5	8.1	8.9	8.4	8.5
생활용품	5.9	5.1	8.2	3.6	5.8	6.4	5.8	9.0	4.5	6.5
음료	12.4	12.5	14.6	7.3	11.9	12.1	12.3	14.3	7.1	11.7
매출액(YoY %)	2.4	(3.0)	(6.6)	(13.3)	(5.3)	2.7	(1.0)	1.1	11.0	3.2
화장품	0.3	(8.5)	(15.1)	(23.7)	(12.3)	5.6	(4.0)	(0.5)	22.7	5.5
생활용품	1.9	0.5	(2.9)	(4.5)	(1.3)	(1.7)	(0.0)	0.5	2.7	0.3
음료	6.7	3.2	2.4	(2.6)	2.4	3.6	2.5	3.8	1.9	3.0
영업이익(YoY %)	(16.9)	(27.1)	(32.4)	(57.6)	(31.5)	3.5	(3.2)	44.9	120.5	25.4
화장품	(11.3)	(25.0)	(88.2)	(90.8)	(52.6)	3.1	(13.6)	646.0	835.0	71.7
생활용품	(40.2)	(53.7)	(16.8)	(3.7)	(33.9)	7.3	15.4	10.2	26.6	12.9
음료	1.2	(5.5)	11.3	(5.2)	1.4	1.0	0.4	1.7	(0.1)	0.9
순이익(YoY %)	(16.6)	(25.2)	(30.1)	적지	(39.7)	16.6	17.3	52.2	흑전	180.8

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. LG생활건강 화장품 채널별 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	702	781	670	664	741	750	667	814	2,816	2,972	3,116
면세	189	242	221	86	174	186	188	194	739	742	755
중국	157	153	99	192	168	156	108	202	601	634	651
기타	355	386	350	385	399	408	371	418	1,476	1,595	1,710
YoY (%)	0.3	(8.5)	(15.1)	(23.7)	5.6	(4.0)	(0.5)	22.7	(12.3)	5.5	4.9
면세	17.7	(27.3)	(24.3)	(63.3)	(8.3)	(23.0)	(15.0)	125.4	(27.6)	0.5	1.7
중국	(17.0)	(7.0)	(33.6)	(30.5)	7.1	1.7	9.2	5.1	(22.9)	5.4	2.7
기타	1.6	8.4	0.5	7.4	12.4	5.8	6.0	8.5	4.5	8.1	7.2
비중 (%)											
면세	27.0	31.0	33.0	13.0	23.5	24.9	28.2	23.9	26.2	25.0	24.2
중국	22.4	19.6	14.8	29.0	22.7	20.7	16.2	24.8	21.4	21.3	20.9
기타	50.6	49.4	52.2	58.0	53.9	54.4	55.6	51.3	52.4	53.7	54.9

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. LG생활건강 해외 지역별 추정 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	500	526	443	560	514	529	456	578	2,029	2,077	2,154
중국	193	189	137	228	214	195	150	241	748	800	822
북미	136	157	148	159	122	141	135	149	601	547	574
일본	90	99	87	95	93	103	90	101	371	387	408
기타	81	81	71	77	86	89	81	87	310	344	350
YoY (%)											
중국	(11.5)	(3.4)	(28.9)	(28.6)	10.6	3.2	9.4	5.3	(19.3)	6.9	2.7
북미	21.4	20.8	4.1	1.5	(10.6)	(10.0)	(9.0)	(6.7)	11.0	(9.0)	5.0
일본	(12.7)	(4.2)	(9.6)	(9.2)	3.6	5.0	3.0	6.2	(8.9)	4.5	5.4
기타	17.4	11.8	(8.1)	10.0	6.3	10.0	15.0	13.3	7.4	11.0	2.0
비중 (%)											
중국	38.6	36.0	31.0	40.8	41.5	36.9	32.9	41.6	36.9	38.5	38.1
북미	27.2	29.9	33.4	28.4	23.6	26.7	29.6	25.7	29.6	26.3	26.6
일본	18.0	18.7	19.7	17.0	18.1	19.6	19.7	17.5	18.3	18.7	19.0
기타	16.2	15.4	16.0	13.8	16.7	16.8	17.8	15.1	15.3	16.5	16.3

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. LG생활건강 Valuation Table (원)

구분	내용	비고
12MF EPS	26,087	
Target PER(배)	17	화장품 업종 평균
적정 주가(천원)	443	
목표 주가(천원)	420	
현재 주가(천원)	376	
상승 여력(%)	11.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## LG생활건강 (051900)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	6,805	7,022	7,271	7,562
매출원가	3,178	3,298	3,411	3,544
매출총이익	3,627	3,724	3,860	4,018
판매비와관리비	3,140	3,113	3,214	3,337
조정영업이익	487	611	645	681
영업이익	487	611	645	681
비영업손익	-211	-43	-40	-36
금융손익	8	13	23	34
관계기업등 투자손익	8	8	8	8
세전계속사업손익	276	568	605	645
계속사업법인세비용	113	150	160	171
계속사업이익	163	417	445	474
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	163	417	445	474
지배주주	143	401	427	455
비지배주주	21	17	18	19
총포괄이익	163	417	445	474
지배주주	163	417	445	474
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	767	868	884	905
FCF	403	478	556	562
EBITDA 마진율 (%)	11.3	12.4	12.2	12.0
영업이익률 (%)	7.2	8.7	8.9	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.1	5.7	5.9	6.0

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,210	2,682	3,152	3,638
현금 및 현금성자산	858	1,140	1,542	1,945
매출채권 및 기타채권	482	550	573	603
재고자산	790	903	945	994
기타유동자산	80	89	92	96
비유동자산	4,981	4,964	4,875	4,804
관계기업투자등	52	58	60	62
유형자산	2,307	2,212	2,113	2,028
무형자산	2,065	2,031	1,996	1,962
자산총계	7,192	7,647	8,027	8,442
유동부채	1,038	1,127	1,152	1,189
매입채무 및 기타채무	392	435	451	469
단기금융부채	274	280	274	277
기타유동부채	372	412	427	443
비유동부채	634	661	670	682
장기금융부채	389	389	389	389
기타비유동부채	245	272	281	293
부채총계	1,672	1,788	1,822	1,871
지배주주지분	5,370	5,692	6,020	6,368
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	5,618	5,960	6,303	6,666
비지배주주지분	150	167	185	203
자본총계	5,520	5,859	6,205	6,571

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	563	598	656	662
당기순이익	163	417	445	474
비현금수익비용가감	384	394	376	359
유형자산감가상각비	237	216	199	184
무형자산상각비	44	42	40	39
기타	103	136	137	136
영업활동으로인한자산및부채의변동	119	-77	-28	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	95	-65	-24	-28
재고자산 감소(증가)	165	-113	-42	-49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-28	20	7	9
법인세납부	-113	-150	-160	-171
투자활동으로 인한 현금흐름	-248	-237	-148	-151
유형자산처분(취득)	-160	-120	-100	-100
무형자산감소(증가)	-8	-8	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	3	-2	-1	-1
기타투자활동	-83	-107	-42	-45
재무활동으로 인한 현금흐름	-117	-73	-104	-106
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	6	-6	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-67	-59	-84	-92
기타재무활동	-42	-20	-14	-16
현금의 증가	203	282	402	403
기초현금	655	858	1,140	1,542
기말현금	858	1,140	1,542	1,945

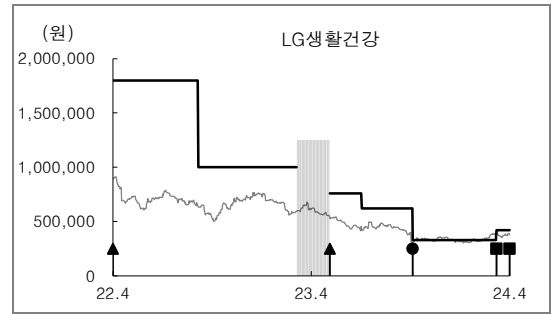
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	44.1	16.6	15.6	14.6
P/CF (x)	11.5	8.2	8.1	8.0
P/B (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	7.6	6.8	6.2	5.7
EPS (원)	8,055	22,622	24,116	25,692
CFPS (원)	30,879	45,782	46,333	47,044
BPS (원)	307,066	325,243	343,786	363,390
DPS (원)	3,500	5,000	5,500	6,000
배당성향 (%)	31.4	17.6	18.1	18.6
배당수익률 (%)	1.0	1.3	1.5	1.6
매출액증가율 (%)	-5.3	3.2	3.5	4.0
EBITDA증가율 (%)	-23.2	13.2	1.9	2.3
조정영업이익증가율 (%)	-31.5	25.4	5.7	5.6
EPS증가율 (%)	-46.8	180.8	6.6	6.5
매출채권 회전율 (회)	13.5	14.4	13.7	13.5
재고자산 회전율 (회)	7.8	8.3	7.9	7.8
매입채무 회전율 (회)	16.0	16.9	16.3	16.4
ROA (%)	2.3	5.6	5.7	5.8
ROE (%)	2.7	7.2	7.3	7.3
ROIC (%)	4.7	8.4	8.8	9.4
부채비율 (%)	30.3	30.5	29.4	28.5
유동비율 (%)	213.0	237.9	273.7	305.9
순차입금/자기자본 (%)	-3.9	-8.4	-14.5	-19.8
조정영업이익/금융비용 (x)	33.2	41.6	44.0	46.5

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG생활건강 (051900)				
2024.04.01	Trading Buy	420,000	-	-
2023.10.30	중립	330,000	1.65	18.79
2023.07.28	매수	620,000	-28.73	-19.68
2023.05.30	매수	760,000	-36.77	-28.95
2023.03.31	분석 대상 제외		-	-
2022.09.30	매수	1,000,000	-34.69	-23.20
2021.11.29	매수	1,800,000	-53.14	-34.28



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

## 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG생활건강 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.