

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

051900 · 화장품

LG생활건강

불확실성 일부 완화

(유지)

중립

목표주가

330,000원

상승여력

8.7%

현재주가(24/1/31)

303,500원

KOSPI	2,497.09	시가총액(십억원)	4,740	발행주식수(백만주)	16	외국인 보유비중(%)	29.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 매출 부진-면세 급감, 이익 선방-중국 영업적자 축소

4Q23 실적은 매출액 15,672억원(YoY -13%), 영업이익 547억원(YoY -58%)으로 매출 기준으로는 부진했으나 영업이익이 기대치를 상회했다. 큰 폭의 매출 하락은 면세 급감(-63%)에 비롯하며, 영업이익은 면세 마진 위축에도 불구하고 중국 영업적자가 예상보다 축소되어 선방했다(중국 포함 해외 영업적자 3Q23 300억원 이상, 4Q23 100억원 미만 추정).

실적 불확실성 일부 완화. 추세적 주가 상승은 아직

면세는 더후 신형 교체 이슈가 일단락되며 정상화된 것으로 파악되며, 중국도 적자 개선 기조가 유지될 것으로 기대된다. 현재 가격은 12MF PER 15배로 실적 불확실성 완화에 따라 주가는 반등할 수 있겠다. 다만 추세적인 상승 가능성은 제한적이다. 1) 매출 측면에서는 성장을 견인할 주력 브랜드가 부재하고, 2) 비용 측면에서는 비중국에서 마케팅 투자가 확대되어 전사 기준 실적 추정치는 조정되지 않기 때문이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.5	-29.1	-59.2
상대주가	-9.1	-25.2	-60.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	8,092	7,186	6,805	6,915	7,149
영업이익 (십억원)	1,290	711	487	539	587
영업이익률 (%)	15.9	9.9	7.2	7.8	8.2
순이익 (십억원)	845	237	143	315	363
EPS (원)	54,073	15,147	9,138	20,145	23,227
ROE (%)	16.7	4.4	2.7	5.7	6.3
P/E (배)	20.3	47.7	38.8	15.1	13.1
P/B (배)	3.1	2.1	1.0	0.8	0.8
배당수익률 (%)	1.1	0.6	1.1	1.3	1.3

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

4Q23 Review

LG생활건강의 4Q23 실적은 매출액 15,672억원(YoY -13%), 영업이익 547억원(YoY -58%)으로 매출액 기준으로는 부진했으나 영업이익이 기대치를 상회했다. 금번 분기 더후 브랜드 리뉴얼 관련 대규모 마케팅이 진행되었기 때문에 중국 영업적자가 심화될 것으로 예상하였으나, 효율적인 비용 집행 등에 비롯해 영업적자가 QoQ 축소되었기 때문이다.

화장품

매출액 6,635억원(YoY -24%), 영업이익 73억원(YoY -91%)을 기록했다. 큰 폭의 매출 하락은 면세 부진에 비롯하며, 영업이익은 면세 마진이 위축되었지만 중국 영업적자가 예상보다 축소되어 직전 분기 수준을 유지하였다.

면세 매출은 863억원으로 YoY -63%, QoQ -61% 급감하였다. 더후 리뉴얼 이후 구형 제품을 신형으로 교체하는 과정에서 일시적으로 물량을 축소했기 때문이다. 해당 이슈는 현재 정상화된 것으로 파악된다.

중국 매출은 YoY -29%로 여전히 하락 폭이 크지만 영업적자는 QoQ 축소되었다. 중국을 포함한 해외 및 기타 사업 영업적자가 3Q23 300억원 이상에서 4Q23 100억원 미만으로 크게 축소된 것으로 추정된다. 중국에서 더후 리뉴얼 관련 마케팅비는 예정대로 확대 집행되었으나, 매출이 계절성 효과로 QoQ 반등하였고 더후를 제외한 비용에 대해서는 효율적으로 접근했기 때문으로 판단한다.

생활용품

매출액 5,030억원(YoY -5%), 영업이익 182억원(YoY -4%)을 기록했다.

원료 사업과 해외 부진으로 매출과 이익 전반 감소했다. 유시몰, 피지오겔 등 프리미엄 수요는 견조하여 국내 실적은 성장한 것으로 파악된다.

음료

매출액 4,007억원(YoY -3%), 영업이익 292억원(YoY -5%)을 기록했다.

제로, 몬스터에너지 등 주요 브랜드는 성장했으나, 비우호적인 날씨와 내수 수요 둔화로 인해 전반적인 음료 수요는 감소하였다.

투자 판단

금번 실적에서 가장 큰 우려 요인이었던 중국 영업적자가 예상보다 유의미하게 개선되었고, 사측에서는 중국 적자 개선 기조가 당분간 이어질 것으로 예상하고 있다. 실제로 더후 리뉴얼향으로 비용이 확대 집행되었으나 적자가 개선되었기 때문에 가시성 있다고 판단한다. 마케팅 비용 부담에 대한 불확실성이 일부 해소될 것으로 기대한다.

실적 불안감이 완화되어 주가는 반등할 수 있겠다. 다만 추세적인 상승으로 이어질 가능성은 높지 않다고 판단한다. 1) 매출 측면에서는 성장을 견인할 주력 브랜드가 부재하고, 2) 비용 측면에서는 비중국에서 마케팅 투자가 확대될 것으로 보아 전사 기준 실적 추정치는 조정되지 않기 때문이다.

LG생활건강은 경쟁사 대비 여전히 중국 비중이 높고(화장품 기준 중국 비중 LG생활건강 21%, 아모레퍼시픽 15%), 비중국은 인수합병한 통신판매 브랜드 등이 대부분을 차지하고 있다. 지역과 채널, 브랜드 믹스를 모두 전환해야 하는 가운데 금번 실적에서는 아직 의미 있는 변화를 확인하지 못했다(력셔리 비중 70%, 북미 성장률 +2%, 일본 성장률 -9%). 투자익견 중립을 유지한다.

표 1. LG생활건강 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	7,845	8,092	7,186	6,805	6,915	7,149
화장품	4,458	4,441	3,212	2,816	2,802	2,936
생활용품	1,873	2,058	2,210	2,182	2,271	2,339
음료	1,513	1,592	1,764	1,807	1,842	1,874
영업이익	1,221	1,290	711	487	539	587
화장품	823	875	309	147	186	222
생활용품	205	209	190	126	136	147
음료	193	204	212	215	217	219
세전이익	1,121	1,187	418	276	500	550
당기순이익	813	861	258	164	368	404
지배주주순이익	798	845	237	143	315	363
영업이익률(%)	15.6	15.9	9.9	7.2	7.8	8.2
화장품	18.5	19.7	9.6	5.2	6.6	7.5
생활용품	11.0	10.1	8.6	5.8	6.0	6.3
음료	12.8	12.8	12.0	11.9	11.8	11.7
매출액(YoY %)	2.1	3.2	(11.2)	(5.3)	1.6	3.4
화장품	(6.1)	(0.4)	(27.7)	(12.3)	(0.5)	4.8
생활용품	25.9	9.9	7.4	(1.3)	4.1	3.0
음료	4.2	5.2	10.8	2.4	1.9	1.7
영업이익(YoY %)	3.8	5.6	(44.9)	(31.5)	10.7	9.0
화장품	(8.4)	6.3	(64.7)	(52.6)	26.9	19.3
생활용품	62.8	1.6	(9.0)	(33.9)	8.1	8.2
음료	26.6	5.9	3.8	1.4	0.9	0.7
순이익(YoY %)	2.5	5.9	(72.0)	(39.7)	120.4	15.3

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. LG생활건강 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	6,805	1,663	1,776	1,776	1,700	6,915
화장품	702	781	670	664	2,816	666	718	656	762	2,802
생활용품	563	546	570	503	2,182	582	569	597	523	2,271
음료	419	481	506	401	1,807	415	488	524	415	1,842
영업이익	146	158	128	55	487	119	144	178	97	539
화장품	61	70	8	7	147	30	49	51	56	186
생활용품	33	28	47	18	126	39	34	52	11	136
음료	52	60	74	29	215	51	60	76	30	217
세전이익	130	132	124	(110)	276	110	135	169	88	500
당기순이익	96	96	91	(120)	164	80	99	124	64	368
지배주주순이익	91	89	84	(122)	143	69	85	106	55	315
영업이익률(%)	8.7	8.7	7.4	3.5	7.2	7.2	8.1	10.0	5.7	7.8
화장품	8.7	9.0	1.2	1.1	5.2	4.5	6.9	7.7	7.4	6.6
생활용품	5.9	5.1	8.2	3.6	5.8	6.6	6.0	8.7	2.1	6.0
음료	12.4	12.5	14.6	7.3	11.9	12.3	12.4	14.4	7.3	11.8
매출액(YoY %)	2.4	(3.0)	(6.6)	(13.3)	(5.3)	(1.2)	(1.7)	1.7	8.5	1.6
화장품	0.3	(8.5)	(15.1)	(23.7)	(12.3)	(5.1)	(8.0)	(2.1)	14.9	(0.5)
생활용품	1.9	0.5	(2.9)	(4.5)	(1.3)	3.5	4.3	4.7	3.9	4.1
음료	6.7	3.2	2.4	(2.6)	2.4	(1.0)	1.5	3.5	3.6	1.9
영업이익(YoY %)	(16.9)	(27.1)	(32.4)	(57.6)	(31.5)	(18.4)	(8.7)	38.9	77.5	10.7
화장품	(11.3)	(25.0)	(88.2)	(90.8)	(52.6)	(51.6)	(29.6)	535.1	668.6	26.9
생활용품	(40.2)	(53.7)	(16.8)	(3.7)	(33.9)	16.7	24.4	11.5	(41.0)	8.1
음료	1.2	(5.5)	11.3	(5.2)	1.4	(2.0)	0.5	2.5	3.1	0.9
순이익(YoY %)	(16.6)	(25.2)	(30.1)	적지	(39.7)	(24.7)	(5.2)	26.1	(145.1)	120.4

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. LG생활건강 화장품 채널별 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	702	781	670	664	666	718	656	762	3,212	2,816	2,802
면세	189	242	221	86	172	206	188	195	1,021	739	761
중국	157	153	99	192	114	112	85	173	780	601	485
기타	355	386	350	385	379	401	383	394	1,412	1,476	1,556
YoY (%)	0.3	(8.5)	(15.1)	(23.7)	(5.1)	(8.0)	(2.1)	14.9	(27.7)	(12.3)	(0.5)
면세	17.7	(27.3)	(24.3)	(63.3)	(9.0)	(15.0)	(15.0)	126.0	(43.7)	(27.6)	3.0
중국	(17.0)	(7.0)	(33.6)	(30.5)	(27.2)	(26.8)	(14.0)	(9.9)	(32.9)	(22.9)	(19.4)
기타	1.6	8.4	0.5	7.4	6.7	3.9	9.3	2.3	(3.7)	4.5	5.5
비중 (%)											
면세	27.0	31.0	33.0	13.0	25.9	28.6	28.7	25.6	31.8	26.2	27.2
중국	22.4	19.6	14.8	29.0	17.2	15.6	13.0	22.8	24.3	21.4	17.3
기타	50.6	49.4	52.2	58.0	56.9	55.8	58.4	51.7	44.0	52.4	55.5

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. LG생활건강 해외 지역별 추정 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	500	526	443	560	466	506	457	576	2,164	2,029	2,004
중국	193	189	137	228	147	145	122	210	927	748	624
북미	136	157	148	159	144	168	164	178	541	601	655
일본	90	99	87	95	88	103	90	101	407	371	382
기타	81	81	71	77	87	89	81	87	288	310	344
YoY (%)											
중국	(11.5)	(3.4)	(28.9)	(28.6)	(24.0)	(23.2)	(11.5)	(7.8)		(19.3)	(16.6)
북미	21.4	20.8	4.1	1.5	6.0	7.0	11.0	11.7		11.0	9.0
일본	(12.6)	(4.2)	(9.6)	(9.2)	(2.0)	5.0	3.0	5.7		(8.9)	3.0
기타	17.4	11.8	(8.1)	10.0	7.0	10.0	15.0	12.6		7.4	11.0
비중 (%)											
중국	38.6	36.0	31.0	40.8	31.5	28.7	26.6	36.6	42.8	36.9	31.1
북미	27.2	29.9	33.4	28.4	30.9	33.3	36.0	30.9	25.0	29.6	32.7
일본	18.0	18.7	19.7	17.0	18.9	20.5	19.6	17.5	18.8	18.3	19.1
기타	16.2	15.4	16.0	13.8	18.6	17.6	17.8	15.1	13.3	15.3	17.1

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. LG생활건강 Valuation Table (원)

구분	내용	비고
12MF EPS	20,403	
Target PER(배)	18 화장품 업종 평균	
적정 주가(천원)	357	
목표 주가(천원)	330	
현재 주가(천원)	304	
상승 여력(%)	8.7	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,186	6,805	6,915	7,149
매출원가	3,169	3,178	3,248	3,354
매출총이익	4,017	3,627	3,667	3,795
판매비와관리비	3,306	3,140	3,129	3,208
조정영업이익	711	487	539	587
영업이익	711	487	539	587
비영업손익	-293	-211	-39	-37
금융손익	-3	8	12	21
관계기업등 투자손익	7	7	7	7
세전계속사업손익	418	276	500	550
계속사업법인세비용	159	113	133	146
계속사업이익	258	164	368	404
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	258	164	368	404
지배주주	237	143	315	363
비지배주주	22	21	53	41
총포괄이익	265	164	368	404
지배주주	241	163	368	404
비지배주주	24	0	0	0
EBITDA	999	767	796	826
FCF	340	403	446	517
EBITDA 마진율 (%)	13.9	11.3	11.5	11.6
영업이익률 (%)	9.9	7.2	7.8	8.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.3	2.1	4.6	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,284	2,210	2,599	3,042
현금 및 현금성자산	655	858	1,101	1,480
매출채권 및 기타채권	581	482	534	556
재고자산	955	790	877	916
기타유동자산	93	80	87	90
비유동자산	5,019	4,981	4,963	4,873
관계기업투자등	60	52	57	58
유형자산	2,384	2,307	2,212	2,113
무형자산	2,101	2,065	2,031	1,996
자산총계	7,303	7,192	7,562	7,915
유동부채	1,163	1,038	1,107	1,129
매입채무 및 기타채무	452	392	425	440
단기금융부채	282	274	278	273
기타유동부채	429	372	404	416
비유동부채	671	634	654	663
장기금융부채	389	389	389	389
기타비유동부채	282	245	265	274
부채총계	1,834	1,672	1,761	1,792
지배주주지분	5,339	5,370	5,597	5,878
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	5,542	5,618	5,866	6,161
비지배주주지분	130	150	204	245
자본총계	5,469	5,520	5,801	6,123

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	497	563	566	617
당기순이익	258	164	368	404
비현금수익비용가감	679	384	377	363
유형자산감가상각비	247	237	216	199
무형자산상각비	41	44	42	40
기타	391	103	119	124
영업활동으로인한자산및부채의변동	-200	119	-59	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	13	95	-50	-22
재고자산 감소(증가)	62	165	-87	-38
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-65	-28	16	7
법인세납부	-244	-113	-133	-146
투자활동으로 인한 현금흐름	-197	-248	-237	-148
유형자산처분(취득)	-123	-160	-120	-100
무형자산감소(증가)	-5	-8	-8	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	73	3	-2	-1
기타투자활동	-142	-83	-107	-42
재무활동으로 인한 현금흐름	-374	-117	-83	-88
장단기금융부채의 증가(감소)	21	-8	4	-6
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-201	-67	-67	-67
기타재무활동	-194	-42	-20	-15
현금의 증가	-79	203	242	380
기초현금	735	655	858	1,101
기말현금	655	858	1,101	1,480

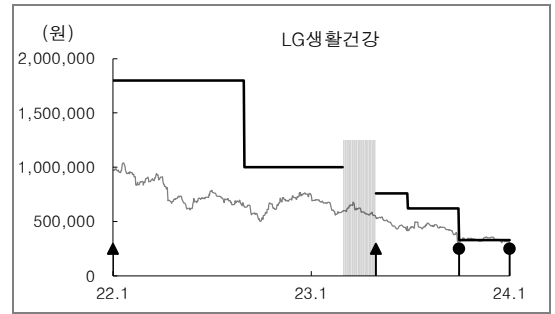
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	47.7	38.8	15.1	13.1
P/CF (x)	12.0	10.1	6.4	6.2
P/B (x)	2.1	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	12.1	7.6	6.0	5.4
EPS (원)	15,147	9,138	20,145	23,227
CFPS (원)	60,001	35,031	47,690	49,118
BPS (원)	346,401	348,348	362,914	380,892
DPS (원)	4,000	4,000	4,000	4,000
배당성향 (%)	22.7	35.9	15.9	14.5
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-11.2	-5.3	1.6	3.4
EBITDA증가율 (%)	-36.1	-23.2	3.8	3.8
조정영업이익증가율 (%)	-44.9	-31.5	10.7	9.0
EPS증가율 (%)	-72.0	-39.7	120.5	15.3
매출채권 회전율 (회)	13.0	13.5	14.4	13.8
재고자산 회전율 (회)	7.3	7.8	8.3	8.0
매입채무 회전율 (회)	13.1	16.0	16.9	16.5
ROA (%)	3.5	2.3	5.0	5.2
ROE (%)	4.4	2.7	5.7	6.3
ROIC (%)	8.0	4.7	7.4	8.1
부채비율 (%)	33.5	30.3	30.4	29.3
유동비율 (%)	196.5	213.0	234.8	269.5
순차입금/자기자본 (%)	-0.1	-3.9	-7.8	-13.7
조정영업이익/금융비용 (x)	47.9	33.2	36.8	40.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG생활건강 (051900)				
2023.10.30	중립	330,000	-	-
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

투자의견 분류 및 적용기준

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 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 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.