



LG생활건강 (051900)

신이 주신 기회도 살리지 못한 실적

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693

Hold(하향)

목표주가(하향): 400,000원

현재 주가(10/26)	391,000 원
상승여력	▲2.3%
시가총액	61,067 억원
발행주식수	15,618 천주
52 주 최고가 / 최저가	768,000 / 380,000 원
90 일 일평균 거래대금	385.38 억원
외국인 지분율	32.0%
주주 구성	
LG (외 2 인)	34.0%
국민연금공단 (외 1 인)	6.9%
자사주 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.8	-5.8	-36.6	-25.1
상대수익률(KOSPI)	-6.2	5.5	-29.2	-27.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	8,092	7,186	6,934	7,303
영업이익	1,290	711	491	546
EBITDA	1,565	999	776	820
지배주주순이익	845	237	268	308
EPS	52,456	14,604	17,681	20,401
순차입금	-180	-7	-267	-600
PER	20.9	49.4	22.1	19.2
PBR	3.6	2.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.7	11.9	8.0	7.1
배당수익률	1.1	0.6	1.0	1.3
ROE	16.7	4.4	4.9	5.4

주가 추이



기대치를 하회한 3분기

2023년 3분기 LG생활건강의 연결 매출액은 1조 7,462억원(-6.6% YoY, -3.4% QoQ), 영업이익은 1,285억원(-32.4% YoY, -18.6% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 1,809억원과 낮아진 컨센서스 영업이익 1,536억원을 모두 하회했다. 1) **[Beauty]** 주요 채널인 면세점, 중국 매출액이 각각 25%, 34% YoY 감소하는 등 수요 약세가 이어졌다. ‘더후’에 집중하며 매출액 대비 마케팅비는 1%p YoY 확대에 그쳤지만 이익 기여가 높았던 면세점 매출 부진, 중국 적자 전환으로 영업이익률은 1.2%에 불과했다. 2) **[HDB]** 원료 사업 기저 부담이 지속되었으나 테 일리뷰티에서 견조한 실적 흐름이 이어지며 영업이익은 -17% YoY로 상반기(-47% YoY) 대비 감익 폭이 크게 축소되었다. 3) **[Refreshment]** 탄산 중심의 매출 성장 및 부재료 가격 하락으로 영업이익은 +11% YoY 증가하며 상반기(-3% YoY) 부진을 만회했다.

리오프닝도, 인바운드 증가도 무색한 어두운 전망에 전략 선회

지난 9월 중국인 입국자 수가 2019년 동월 대비 45%까지 회복되었고, 7~8월 중국 화장품 소매 판매는 +5% YoY로 대외 환경은 개선 추세다. 하지만 중국 시장의 양극화 현상이 극심해지고 온라인 플랫폼을 중심으로 한 할인 행사가 장기간 지속되며 소비자들의 가격 저항이 이어지고 있다. 1) 지난 9월 LG생활건강은 출시 13년 만에 ‘더후’ 대표 라인인 천기단을 리뉴얼했다. 앞으로도 2년간 ‘더후’ 라인별로 리뉴얼이 이어질 예정이다. 2) ‘더후’에 이어 ‘숨’, ‘오화’를 차세대 럭셔리 브랜드로 육성하고자 하였으나 ‘CNP’, ‘빌리프’, ‘TFS’ 중심의 프리미엄/매스 브랜드 육성으로 전략을 대폭으로 수정했다. 또한 3) 국내는 가맹사업 종료, 북미는 ‘빌리프’, ‘TFS’ 중심으로, 일본은 통신판매, 방판 위주에서 드럭스토어, 온라인 채널 중심으로의 구조 개편도 이어지고 있다.

투자의견 HOLD, 목표주가 400,000원으로 하향 조정(-43%)

이익 추정치의 하향 조정과 Beauty 사업부 Target Multiple 하향 조정(Global Peer 대비 할인율 0%→30%)으로 목표주가를 종전 700,000원에서 400,000원으로 하향 조정한다. 목표주가와 괴리를 축소로 투자 의견 역시 HOLD로 하향한다. ‘더후’ 리뉴얼 후 브랜드 점유율 회복, 프리미엄/매스 브랜드 성과에 대한 확인이 필요하다. 모두 확인하고 대응해도 늦지 않다.

[그림1] 중국 상해 백화점의 'THE WHOO' 매장



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 상해 백화점: 'THE WHOO' 리뉴얼 후 Ver



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 중국 상해 백화점: 'THE WHOO' 리뉴얼 전, 후 Ver



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 중국 상해 백화점: 'THE WHOO' 리뉴얼 전 Ver



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 광둥제 사전 판매: 'THE WHOO' 리뉴얼 후 Ver

后 天气丹光耀焕活紧颜系列7件套 (正装 天气丹光耀焕活紧颜凝露150ml*1+正装 天气丹光耀焕活紧颜滋养乳 110ml*1+天气丹光耀焕活紧颜滋养液 25ml*1+天气丹光耀焕活紧颜滋养乳 25ml*1+天气丹花献光彩紧颜精华液 8ml*1+天气丹光耀焕活紧颜滋养霜 10ml*1+天气丹花献光彩紧颜眼霜 5ml*1)	赠 拍1送: 1.后天气丹光耀焕活紧颜滋养液50ml*3 2.后天气丹光耀焕活紧颜滋养乳50ml*3 3.后天气丹光耀焕活紧颜系列2件套(50ml)*2 (2件套含: 天气丹光耀焕活紧颜滋养液 25ml*1+天气丹光耀焕活紧颜滋养乳 25ml*1) 4.正装后秘贴膜精华 90ml*1	数量拍1 到手价 1480元/套 立即预约
--	--	---

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 광둥제 사전 판매: 'THE WHOO' 리뉴얼 전 Ver

后 拱辰享气韵生润颜洁面膏180ml	赠 拍1送: 1.后 拱辰享气韵生润颜洁面膏180ml*1	数量拍1 到手价 300元/2件 (含赠品) 立即预约
---------------------------	---	---

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] LG 생활건강 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,645	1,863	1,870	1,808	1,684	1,808	1,746	1,696	7,186	6,934	7,303
Beauty	700	853	789	870	702	780	670	743	3,212	2,895	3,148
백화점	31	33	32	29	33	35	26	31	126	125	128
면세점	161	333	298	235	186	240	223	178	1,026	827	924
방판	95	95	88	76	89	95	87	73	354	345	352
기타	413	391	371	530	394	411	334	461	1,706	1,599	1,744
HDB	553	543	587	527	563	546	570	532	2,210	2,211	2,271
Refreshment	393	466	494	411	419	481	506	421	1,764	1,828	1,885
탄산음료	279	312	326	288	298	327	339	296	1,205	1,260	1,300
무탄산음료	114	154	168	123	122	154	167	125	559	567	585
YoY	-19.2%	-7.9%	-7.0%	-10.6%	2.4%	-3.0%	-6.6%	-6.2%	-11.2%	-3.5%	5.3%
Beauty	-39.6%	-23.6%	-23.1%	-23.7%	0.3%	-8.5%	-15.1%	-14.7%	-27.7%	-9.9%	8.7%
백화점	2.0%	7.0%	13.0%	2.0%	6.2%	3.6%	-19.5%	7.2%	6.0%	-0.9%	3.0%
면세점	-67.8%	-32.2%	-38.0%	-31.3%	15.5%	-28.0%	-25.1%	-24.2%	-43.4%	-19.5%	11.8%
방판	-11.0%	-8.0%	-7.0%	-9.0%	-5.7%	0.0%	-0.8%	-4.0%	-8.8%	-2.6%	2.0%
기타	-20.8%	-20.1%	-12.3%	-22.8%	-4.7%	5.0%	-10.0%	-13.2%	-19.6%	-6.3%	9.1%
HDB	6.1%	9.5%	8.8%	5.0%	1.9%	0.5%	-2.9%	1.1%	7.4%	0.1%	2.7%
Refreshment	9.9%	13.9%	11.3%	7.8%	6.7%	3.2%	2.4%	2.5%	10.8%	3.6%	3.1%
탄산음료	12.5%	15.8%	12.7%	7.8%	6.7%	4.7%	4.0%	2.9%	12.2%	4.6%	3.2%
무탄산음료	3.8%	10.2%	8.8%	7.8%	6.7%	0.1%	-0.6%	1.3%	7.9%	1.5%	3.0%
영업이익	176	217	190	129	146	158	129	58	711	491	546
Beauty	69	93	68	79	61	70	8	14	309	153	189
HDB	55	60	56	19	33	28	47	11	190	118	128
Refreshment	51	64	66	31	52	60	74	34	212	220	228
YoY	-52.6%	-35.5%	-44.5%	-46.5%	-16.9%	-27.1%	-32.4%	-54.7%	-44.9%	-31.0%	11.2%
Beauty	-72.9%	-57.4%	-68.6%	-57.7%	-11.2%	-25.1%	-88.2%	-82.2%	-64.7%	-50.4%	23.2%
HDB	-16.7%	1.4%	-11.8%	-6.7%	-40.8%	-53.5%	-16.8%	-43.7%	-9.1%	-38.0%	9.0%
Refreshment	2.6%	10.0%	4.9%	-8.2%	1.2%	-5.5%	11.3%	9.4%	3.7%	3.5%	4.0%
영업이익 비중											
Beauty	39.3%	43.1%	35.6%	61.4%	42.0%	44.3%	6.2%	24.1%	43.5%	31.2%	34.6%
HDB	31.4%	27.5%	29.5%	14.7%	22.4%	17.5%	36.3%	18.2%	26.7%	24.0%	23.5%
Refreshment	29.3%	29.4%	34.9%	23.9%	35.6%	38.1%	57.4%	57.7%	29.8%	44.8%	41.9%
영업이익률	10.7%	11.6%	10.2%	7.1%	8.7%	8.7%	7.4%	3.4%	9.9%	7.1%	7.5%
Beauty	9.9%	10.9%	8.6%	9.1%	8.7%	9.0%	1.2%	1.9%	9.6%	5.3%	6.0%
HDB	10.0%	11.0%	9.6%	3.6%	5.8%	5.1%	8.2%	2.0%	8.6%	5.3%	5.7%
Refreshment	13.1%	13.7%	13.4%	7.5%	12.4%	12.5%	14.6%	8.0%	12.0%	12.0%	12.1%

주1: 화장품 세부 매출액은 한화투자증권 추정치

주2: 2023년 매출액 7.3조원, 영업이익 7,300억원(2023.02.01 공시) 전망에서 매출액 6.9조원, 영업이익 4,700억원(2023.10.26 공시)로 조정 공시

주3: 2Q23 희망퇴직 등의 일회성 비용 150억원, 3Q23 국내 가맹사업 종료 및 북미 사업 구조조정 관련 일회성 비용 100억원 반영

자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,845	8,092	7,186	6,934	7,303
매출총이익	4,882	5,052	4,017	3,922	4,194
영업이익	1,221	1,290	711	491	546
EBITDA	1,483	1,565	999	776	820
순이자손익	-7	-7	-3	-3	-2
외화관련손익	1	3	-11	0	1
지분법손익	7	11	7	9	8
세전계속사업손익	1,121	1,187	418	391	453
당기순이익	813	861	258	287	329
지배주주순이익	798	845	237	268	308
증가율(%)					
매출액	2.1	3.1	-11.2	-3.5	5.3
영업이익	3.8	5.6	-44.9	-31.0	11.2
EBITDA	3.9	5.5	-36.1	-22.3	5.6
순이익	3.2	5.9	-70.0	11.1	14.4
이익률(%)					
매출총이익률	62.2	62.4	55.9	56.6	57.4
영업이익률	15.6	15.9	9.9	7.1	7.5
EBITDA 이익률	18.9	19.3	13.9	11.2	11.2
세전이익률	14.3	14.7	5.8	5.6	6.2
순이익률	10.4	10.6	3.6	4.1	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	1,005	984	497	510	544
당기순이익	813	861	258	287	329
자산상각비	262	275	288	285	274
운전자본증감	-98	-232	-200	-45	-41
매출채권 감소(증가)	22	49	13	-35	-33
재고자산 감소(증가)	-68	-148	62	8	-48
매입채무 증가(감소)	-30	5	-65	-23	34
투자현금흐름	-746	-465	-197	-184	-145
유형자산처분(취득)	-499	-304	-123	-160	-120
무형자산 감소(증가)	-3	-10	-5	-15	-15
투자자산 감소(증가)	14	-34	76	-1	-1
재무현금흐름	-466	-238	-374	-99	-111
차입금의 증가(감소)	-269	-38	-161	-32	-44
자본의 증가(감소)	-196	-186	-201	-67	-67
배당금의 지급	-196	-186	-201	-67	-67
총현금흐름	1,439	1,517	937	555	585
(-)운전자본증감(감소)	148	198	238	45	41
(-)설비투자	506	322	157	160	120
(+)자산매각	4	8	30	-15	-15
Free Cash Flow	790	1,005	572	335	409
(-)기타투자	208	151	108	8	9
잉여현금	582	854	464	327	400
NOPLAT	885	935	440	360	396
(+) Dep	262	275	288	285	274
(-)운전자본투자	148	198	238	45	41
(-)Capex	506	322	157	160	120
OpFCF	494	691	333	441	509

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,983	2,473	2,284	2,542	2,914
현금성자산	493	831	678	906	1,195
매출채권	638	593	604	640	672
재고자산	809	1,001	955	948	996
비유동자산	4,819	5,082	5,019	4,925	4,803
투자자산	425	464	534	551	568
유형자산	2,330	2,449	2,384	2,300	2,186
무형자산	2,063	2,169	2,101	2,075	2,049
자산총계	6,801	7,555	7,303	7,467	7,717
유동부채	1,480	1,526	1,163	1,123	1,129
매입채무	919	870	693	670	704
유동성이자부채	279	371	282	258	222
비유동부채	472	532	671	674	678
비유동이자부채	209	280	389	381	373
부채총계	1,952	2,057	1,834	1,798	1,807
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	4,805	5,484	5,542	5,743	5,983
자본조정	-235	-282	-389	-389	-389
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
자본총계	4,849	5,498	5,469	5,669	5,910

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	49,587	52,456	14,604	17,681	20,401
BPS	268,428	304,100	301,350	312,669	326,240
DPS	11,000	12,000	4,000	4,000	5,000
CFPS	81,234	85,604	52,891	31,319	33,016
ROA(%)	12.0	11.8	3.2	3.6	4.1
ROE(%)	17.9	16.7	4.4	4.9	5.4
ROIC(%)	19.8	18.7	8.3	6.8	7.6
Multiples(x, %)					
PER	32.7	20.9	49.4	22.1	19.2
PBR	6.0	3.6	2.4	1.3	1.2
PSR	3.7	2.4	1.8	1.0	0.9
PCR	19.9	12.8	13.7	12.5	11.8
EV/EBITDA	18.1	11.7	11.9	8.0	7.1
배당수익률	0.7	1.1	0.6	1.0	1.3
안정성(%)					
부채비율	40.3	37.4	33.5	31.7	30.6
Net debt/Equity	-0.1	-3.3	-0.1	-4.7	-10.2
Net debt/EBITDA	-0.3	-11.5	-0.7	-34.5	-73.2
유동비율	134.0	162.1	196.5	226.3	258.0
이자보상배율(배)	97.6	102.9	47.9	34.5	40.7
자산구조(%)					
투하자본	83.9	80.2	81.5	78.4	74.6
현금+투자자산	16.1	19.8	18.5	21.6	25.4
자본구조(%)					
차입금	9.2	10.6	10.9	10.1	9.1
자기자본	90.8	89.4	89.1	89.9	90.9

[Compliance Notice]

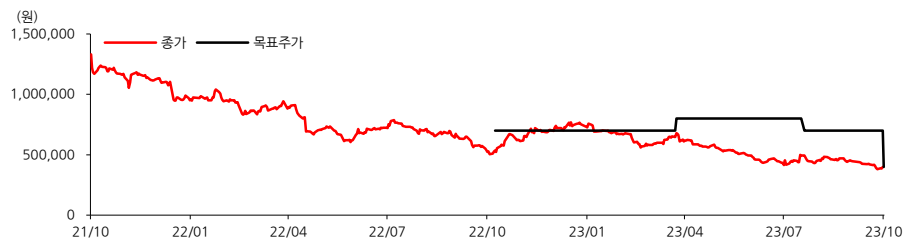
(공표일: 2023년 10월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[LG생활건강 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.02	2022.11.02	2023.04.18	2023.05.12	2023.06.16
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	700,000	800,000	800,000	800,000
일 시	2023.08.14	2023.10.27				
투자의견	Buy	Hold				
목표가격	700,000	400,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	700,000	-5.15	9.71
2023.04.18	Buy	800,000	-35.55	-15.00
2023.08.14	Buy	700,000	-36.66	-29.29
2023.10.27	Hold	400,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%