투자의견	BUY
목표주가	1,331,817원
현재주가 (11/30)	1,054,000원
상승여력	26.36%

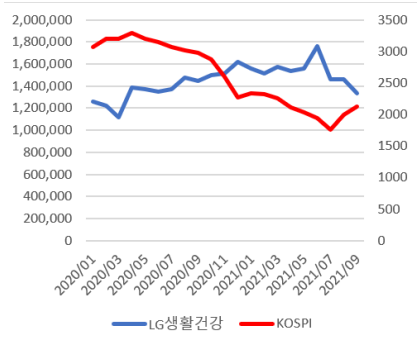
MARKET SNAPSHOT

KOSPI	2909.32point
시가총액	17조 1,488억원
발행주식수	15,618,197주
52주 최고가	1,784,000원
52주 최저가	1,054,000원
외국인 지분율	44.02%

주주구성

LG	34.03%
국민연금 공단	7.98%

PERFORMANCE



자본시장연구회 3팀

팀장 박희재
팀원 강상훈 조승우 최서희

LG생활건강

1. 산업 분석
2. 사업 개요
3. 투자포인트
4. RISK
5. Valuation
6. APPENDIX

1. 산업분석

1.1 Beauty(화장품) 산업

1) 산업의 특성

화장품은 큰 성장 잠재력을 가진 미래 고부가가치 사업으로 내수 사업 역량을 기반으로 글로벌 사업 경쟁력을 강화하고 있는 산업이며, 웰빙/친환경 트렌드에 발맞춘 한방 및 자연주의 화장품의 성장이 전체적인 시장 성장을 견인하고 있다. 최근에는 소비자들이 꼼꼼히 화장품 성분을 확인하는 트렌드를 반영하며, '착한 성분'으로 구성된 더마화장품 등 다양한 컨셉의 상품이 새로운 시장을 창출하고 있다.

2) 성장성

한국의 화장품 산업은 고가 시장의 안정적이고 꾸준한 성장과 저가 브랜드샵의 확대, 그리고 해외 수요 유입으로 견고한 성장세를 유지해 왔다. 최근 코로나19로 인해 소비자들의 외부활동이 줄어들고, 해외관광객 수가 급감하며 국내 화장품 시장이 축소되는 추세를 보였으나, 위드(with) 코로나 시대로 나아가며 일상으로의 복귀에 대한 기대감이 점점 높아짐으로써 화장품 시장도 다시 회복세에 들어설 전망이다.

3) 국내시장 여건(시장의 안정성, 경쟁상황, 시장점유율 추이)

국내 화장품 시장은 여성의 경제활동 및 소득 증가, 다 채널/다 브랜드 사용 등 소비자의 구매패턴 변화, 친환경/자연주의 등 새로운 컨셉 브랜드의 지속적인 시장 진입 등으로 안정적인 성장을 하였으며, 해외 수요의 유입으로 면세점 등 일부 채널에서 높은 성장을 보였다. 하지만 동시에 OEM/ODM 전문업체의 발달로 인해 신규 업체와 신규 브랜드의 진입이 지속적으로 이루어지고 있어 경쟁이 점점 치열해지는 상황이다.
유통환경 또한 정부의 가맹점과 할인점에 대한 신규 출점 제한, 영업일수 제한 등 규제가 강화되어 성장이 어려웠다. 최근 코로나19 영향으로 시장이 위축되었고, 어려운 경쟁 환경이 이어지고 있으나, 모바일, 온라인 등 디지털 채널을 중심으로 성장 기회를 모색하고 있다.

4) 해외시장 여건

시장 규모가 크고 성장성이 높은 중국시장을 필두로 인접한 홍콩/대만/싱가포르 등 중화권과 일본을 비롯한 아시아 지역에서 럭셔리 브랜드중심으로 시장을 공략하고 있다. 또한, 화장품 선진시장인 미국, 유럽 등지로 사업을 확대해 나가고 있으며, 한류의 영향이 큰 지역의 글로벌 면세시장에도 적극적으로 진출하여 고객 접점을 확대하고 브랜드 위상을 높여가고 있다. 다만, 앞서 말했듯이 중국 뷰티 시장의 성장과 함께 중저가 시장에서는 한국의 화장품 기업이 점유율을 뺏기고 있는 상황이기 때문에 이에 대한 대책을 모색하고 있다.

5) 국내시장 화장품 기업 목록

LG생활건강, 아모레퍼시픽, 한국콜마, 신세계인터네셔널, 코스맥스, 동원시스템즈, 애터미, 암웨이, 애경산업, 해브앤비 등의 기업이 매출액 상위 10위까지 기록하고 있으며, 단지 생산대행만을 하는 것이 아닌 자체 브랜드 사업을 하고 있는 기업은 LG생활건강, 아모레퍼시픽, 애터미, 애경산업, 해브앤비가 있다.

1.2 Home Care & Daily Beauty(생활용품) 산업

1) 산업의 특성

생활용품은 일상 생활에 사용하는 제품으로 치약, 샴푸, 바디워시, 세탁세제, 섬유유연제, 주방세제 등 생활 필수품을 말한다. 따라서 상대적으로 수요는 안정적이나, 유통업체별 스토어브랜드(PB, Private Labeled Brand) 육성 등으로 경쟁이 치열해져 가격과 판촉이 매출에 많은 영향을 미친다.

1. 산업분석

2) 성장성

생활용품 시장은 성숙기에 해당돼 저성장 내지 감소세를 겪고 있다. 최근 코로나로 인한 불황의 장기화와 각종 유통규제로 성장에 어려움을 겪고 있으나, 유통환경 면에서 온라인, H&B스토어 등 신규 채널이 부상하면서 성장 기회를 모색하고 있다. 향후 가격에 민감한 가치소비와 감성 중심의 프리미엄 시장이 공존하면서 소비양극화 현상이 가속화될 것으로 예상된다.

3) 국내 시장 여건(시장의 안정성, 경쟁상황, 시장점유율 추이)

생활용품은 필수 소비재로 시장은 정체돼 있지만, 한편으로 안정된 시장이기도 하다. 국내 업체들이 시장점유율 상위를 차지하며 경쟁하고 있으나, 글로벌 업체들이 일부 카테고리에서 강력한 판촉을 전개하고, 유통업체들이 다양한 카테고리로 스토어브랜드 확장에 적극적이어서 점유율 경쟁이 치열해지고 있다.

4) 국내시장 생활용품 기업 목록

LG생활건강, 유한킴벌리, 애경산업, 각종 유통업체별 PB브랜드 등이 주요 생활용품 기업에 해당한다.

1.3 Refreshment(음료) 사업

1) 산업의 특성

음료 산업은 타 산업에 비해 경기변동에 의한 영향이 비교적 작은 산업이나, 원부자재수입 의존도가 높아 환율, 국제 원자재 가격 변화에 민감하게 반응하는 특성을 가지고 있다.

2) 성장성

음료 산업은 카테고리 별로 편차가 있으나 전체 시장 측면에서는 소폭 성장하고 있다. 소비자들의 소비 습관과 생활 환경 변화로 카테고리 별 트렌드가 변화했고, 탄산시장은 제로 제품의 성장세와 배달 시장의 활성화를 기반으로 성장 중이나, 가정 내 음용이 줄어드는 주스 등은 다시 성장하는 경향을 보이고 있다. 탄산수, 에너지 음료 카테고리를 비롯하여 프리미엄 커피시장과 같이 음용층이 늘어나고, 음용빈도의 상승 기회가 있는 카테고리의 성장세는 유지될 전망이다.

3) 국내시장 여건(시장의 안정성, 경쟁상황, 시장점유율 추이)

음료시장의 경우 진입장벽이 낮아 신규진입이 용이한 편이다. 제약업체, 유업체, 유통업체 등의 음료 시장 진출이 확대되었으며, 이러한 추세로 인해 경쟁사는 더욱 늘어날 것으로 보인다.

4) 국내시장 음료시장 기업 목록

앞서 말했듯이 음료시장의 경우 진입장벽이 낮다. 그렇기 때문에 언제라도 신규 경쟁자가 생길 수 있으며, 에너지드링크를 판매하는 제약업체와 각종 유제품을 가공하는 유업체, 그리고 각종 유통업체의 PB제품 등이 음료시장에 진입할 수 있다.

1. 산업분석

1.4 거시경제 및 경제지표

당사는 해외 매출의 약 50%를 중국에서 올릴 정도로 중국 시장 의존도가 높으며 중국의 화장품 시장 규모는 지난해 5199억 위안 (약 95조 9007억원)을 달성하여 미국. 다음의 세계 제2의 화장품 소비국으로 자리잡았다. 따라서 당사의 매출을 전망하기 위해선 중국과 한국의 경제상황을 종합적으로 고려해보아야 한다.

1) 중국의 시장상황

외부적 여건들이 중국경제 하방 압력을 가하고 있다. 글로벌 차원의 운송인력 부족과 인건비 상승으로 인한 공급망 대란, 원자재 가격 급등에 따른 인플레이션 압박, 세계 공장인 중국의 전력난, 헝다그룹의 디폴트 위기가 이에 해당한다. 그 결과 올해 3분기 중국 경제 성장률은 시장의 평균 전망치인 5%대 초반보다 밑도는 4.9%로 발표됐다.

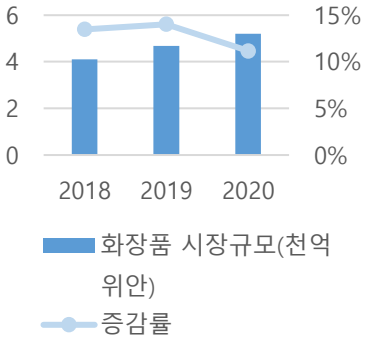
TABLE 1. 2019~2020 중국 주요 소비재 품목 판매액 증가율 상위 5부문 (단위: 억 위안)

년도 / 품목	2019		2020	
	금액	증가율(%)	금액	증가율(%)
생활용품	6,111	13.9	6,504	6.4
통신장비	4,839	8.5	5,567	15.0
문화사무용품	3,228	3.3	3,485	8.0
화장품	2,992	12.6	3,400	13.6
음료	2,099	10.4	2,294	9.3

자료: 중국국가통계국, 자본시장연구회 3팀

중국의 주요 소비재 품목 판매액 증가율 상위 5부문에는 당사의 사업부문인 생활용품, 화장품, 음료 품목이 포함되어 있다. 관련 품목의 시장규모가 커질수록 당사의 매출 증대에 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

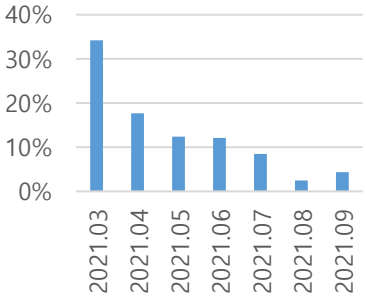
중국의 화장품 시장 규모는 2018년, 2019년, 2020년 각각 13.4%, 14.0%, 11.2% 증가로 꾸준히 증가하는 추세이나, 증가율은 줄어들고 있다. (FIGURE1) 2021년의 중국 국가통계국에 따르면 상반기만해도 18%의 성장률을 보였던 중국 화장품 시장은 지난 7월 성장률이 2.8%하락했으며, 8월에는 0% 까지 하락했다. '과소비 자제 ' 를 강조하고 있는 중국 정부가 각종 규제를 내놓으면서 럭셔리 화장품 관련 상품들의 타격이 불가피해 보인다.



[FIGURE1] 중국화장품 시장규모 및 증감률
자료: CCID, 자본시장연구회 3팀

2) 중국의 소비수요

소매판매액은 소비동향을 파악하기 위해 작성되는 지표로 백화점, 대형마트, 슈퍼마켓 등에서 매월 판매금액을 조사하여 작성하는 통계이다. 최종수요자에게 판매된 실적을 나타내는 지표이므로 실현된 소비에 근사하다는 점에서 소비동향을 잘 나타낸다고 할 수 있다. 최근 중국은 코로나 확산 방지를 위해 진행한 엄격한 사회통제가 지속되면서 소비 부진이 나타나고 있다. 소매판매액은 지난해 12월 전년동월대비 4.6% 떨어졌다가 올해 3월 기저효과로 34.2%까지 정점을 찍었다. 그러나 이후 4월 17.7%, 5월 12.4%, 6월 12.1%, 7월 8.5%, 8월 2.5% 등 점차 하락한 이후 9월4.4%로 6개월만에 반등했다. (FIGURE2)

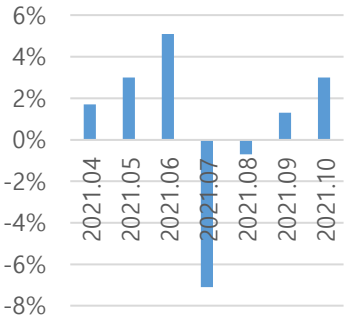


[FIGURE2] 중국소매판매액 증감률
자료: CEIC, 자본시장연구회 3팀

1. 산업분석

3) 한국의 소비수요

소비자 심리지수(CCSI)는 우리나라 가계부문의 현재생활형편, 생활형편전망, 가계수입전망 등 총 6개의 주요 개별지수를 표준화하여 합성한 지수로 소비자들의 경제에 대한 전반적 인식을 종합적으로 파악할 수 있는 지표이다. 소비자 심리지수는 코로나19가 확산한 지난해 2월 100이하로 떨어진 뒤 올해 7월 103.2 (전월 대비 -7.1포인트)과 8월 102.5 (전월 대비 -0.7포인트)까지도 하락 흐름을 보였지만 일상 회복 기대감이 커지면서 9월 103.8로 오름세로 전환했다. 10월에도 전월대비 3.0포인트 상승한 106.8을 기록하며 지난 3월부터 7개월 연속 100을 웃돌고 있다.



[FIGURE3] 소비자심리지수
자료: 통계청, 자본시장연구회 3팀

또한 올해 3분기 전체카드(신용,체크,선불)승인금액이 248조원, 승인건수는 60억7000만건으로 전년동기대비 각각 8.6%, 7.3% 증가했다. 지난해 최대 5.4%에 그쳤던 분기별 카드 승인액 증가율이 올해 들어 1분기 8.7%, 2분기 9.9%, 3분기 8.6%로 10% 가까운 수준을 나타내고 있다. 개인의 카드 승인금액 및 건수는 각각 204조4000억원, 57억1000만건으로 전년동기대비 8.6%, 7.4% 늘었다. 특히 비대면 온라인 구매가 늘고 백화점과 대형마트 매출이 회복되면서 도매·소매업종은 12.2% 증가세를 보였다.

코로나19 백신 접종률이 증가하면서 사회적 거리두기가 완화되고 그동안 묶여있던 소비심리가 상승하는 상황에 있다고 볼 수 있다.

2. 사업개요

2.1 Beauty(화장품) 사업

LG생활건강은 1947년 전신인 럭키 사의 럭키크림 출시 이후 대한민국 화장품 산업을 선도하고 있다. 갈수록 소비자 니즈 수준이 상승하는 것에 적극적으로 대응하기 위하여 당사는 단지 단일 브랜드마나 판매하는 것이 아니라, 소비자들에게 다양한 가치를 제공하기 위하여 여러 컨셉의 화장품 브랜드를 런칭하였다. 특히 최근 들어서는 화장품의 성분을 꼼꼼히 확인하는 소비자들을 위해 웰빙과 환경에 초점을 맞춘 더마 화장품의 판매 및 개발을 적극적으로 도모하고 있다.

당사의 화장품 브랜드는 국내에서 꾸준히 높은 시장 점유율을 보여주고 있다. 특히 화장품 산업의 경우 브랜드 끼리의 변주가 적어 각종 채널을 활용한 마케팅이 점차 과열되는 등 타사와의 경쟁이 치열해지므로, 시장 점유율은 특히 중요한 지표라고 할 수 있다. 글로벌 마케팅 리서치 기업인 칸타월드패널에 따르면, 당사의 화장품 산업 시장 점유율은 2020년 기준 29.7%이다. 그만큼 소비자들의 제품 충성도가 높은 편이며, 안정적인 기업활동을 영위할 수 있음을 뜻한다.

당사의 화장품 사업의 특징 중 하나는 단지 국내시장에만 국한되지 않는다는 점이다. 당사는 중국 본토를 비롯한 중화권 시장 및 일본 등 아시아 지역에서 럭셔리 브랜드 제품을 판매하고 있으며, 럭셔리 제품 특성 상 관광업과 연계하여 면세시장에도 적극적으로 진출하고 있다. 최근 2년 간의 코로나바이러스 사태를 겪으며 면세&관광사업이 축소되어 해외시장이 위축되었으나, 단계별 일상 회복을 통해 그동안 억눌렸던 해외 수요도 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

2.2 Home Care & Daily Beuaty(생활용품) 사업

당사의 생활용품 사업부가 판매하는 제품으로는 치약, 샴푸, 바디워시, 세탁세제, 섬유유연제, 주방세제 등 생활필수품이다. 위 화장품 사업과는 달리 사치재가 아닌 필수재를 판매하기 때문에 경기 변동에 크게 노출되지 않는다는 특징이 있다. 다만 유의해야할 점도 존재한다. 비록 높은 시장점유율을 보유하고 있으나 최근 들어 글로벌 업체들이 국내 시장에 진출하기 시작했고 유통업체 자체 스토어도 꾸준히 발전하면서, 제품 입점 및 판촉과 관련하여 갈수록 경쟁이 치열해지고 있다는 점은 염두해야 할 필요가 있다.

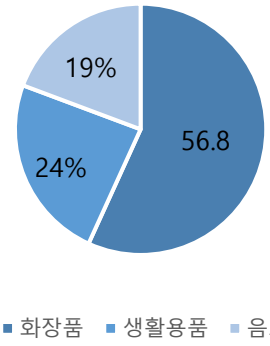
2.3 Refreshment(음료) 사업

음료 사업은 경기변동의 영향에 많이 노출되어 있지 않을 뿐더러, 진입장벽도 낮다는 특징이 있다. 이로 인해 기존 음료업체 뿐만 아니라 타 업체에서도 음료 시장으로 활발하게 진출하고 있으므로, 음료 산업 內 경쟁을 더욱 치열할 것으로 예상한다. 다만, 코카콜라와 같이 현재 당사가 판매하고 있는 음료 브랜드의 가치와 대체재 간의 가격 차이를 고려해보았을 때, 경쟁 심화로 인한 수요 이탈은 비교적 적을 것으로 예상한다. (즉, 현재의 시장점유율에서 크게 벗어나지는 않을 것으로 판단한다)

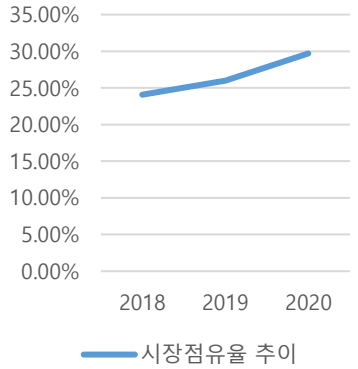
다만 음료 사업에서 유의해야할 점은 원자재 수입 의존도가 높아서 환율 및 국제 원자재 가격 변화에 민감하게 반응한다는 점이다. 만약 원화가치가 평가절하 되거나 원자재 가격이 상승한다면 음료 사업에서의 영업이익은 감소할 우려가 있다. 그리고 위 두 사업과는 달리 경기 변동에는 노출되지는 않지만, 음료 산업 특성상 동절기에 일시적으로 매출이 감소할 수도 있다.

TABLE 2. LG생활건강 사업별 주요브랜드 목록

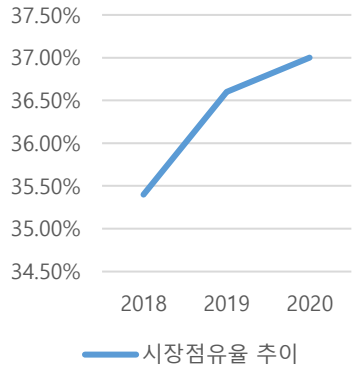
화장품 사업	생활용품사업	음료 사업
후, 오휘, 숨, 이자녹스, 수려한, 더페이스샵, CNP 등	엘라스틴, 페리오, 죽염치약, 퐁퐁, 자연퐁, 베비언스, 드봉, 피지오겔, 샤프란, 테크	코카콜라, 환타, 스프라이트, 씨그램, 조지아, 태양의 마테차



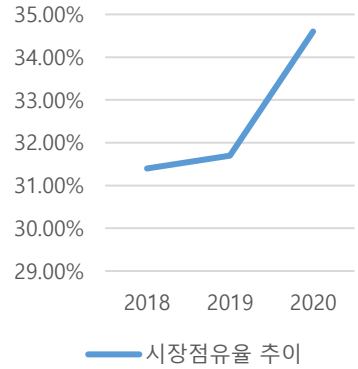
[FIGURE4] LG생활건강 사업별 매출비중
자료: LG생활건강, 자본시장연구회 3팀



[FIGURE5] LG생활건강 화장품사업 시장점유율
자료: LG생활건강, 자본시장연구회 3팀



[FIGURE6] LG생활건강 생활용품 시장점유율
자료: LG생활건강, 자본시장연구회 3팀



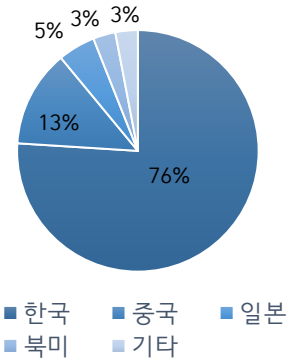
[FIGURE7] LG생활건강 음료사업 시장점유율
자료: LG생활건강, 자본시장연구회 3팀

2. 사업개요

2.4 기업 포지셔닝

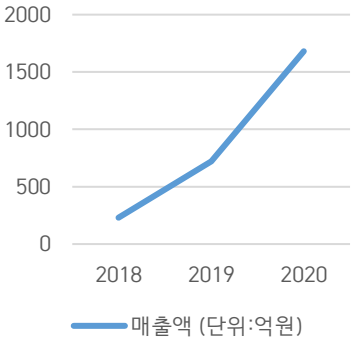
1) 럭셔리 브랜드를 내세운 해외시장 공략

LG생활건강의 화장품이 이처럼 발전할 수 있었던 요인으로 빼놓을 수 없는 건 글로벌 시장에서의 선전이다. LG생활건강의 해외매출에서 중국이 차지하는 비중은 약 절반이다. 당사는 중국 현지 화장품 브랜드의 부상을 위협으로 받아들이면서도 고급 화장품 브랜드 중심으로 중국 시장을 공략해 나가고 있다. 중저가 화장품에서도 중국 현지 브랜드가 빠르게 성장하고 있는 상황이지만 아직 중국 현지 브랜드의 인기가 국내 럭셔리 브랜드에는 미치지 못하고 있어 럭셔리 브랜드로서 차별화 해나가는 고급화 전략을 세운 것이다. 럭셔리 화장품에 걸맞은 고급스러운 이미지, 다양한 초고가 라인, 여기에 궁중 문화를 알리는 다양한 마케팅으로 면세점 및 중국 현지 고객을 사로잡았다는 분석이다. 이는 유럽·미국·일본 등으로 대표되는 전 세계 글로벌 럭셔리 화장품과 어깨를 나란히 하는 수준까지 올라온 요인으로 작용했다.



[FIGURE8] 나라별 매출 비중
자료: LG생활건강, 자본시장연구회3팀

LG생환건강의 대표적 1위인 궁중 브랜드 '후'를 필두로 차별적인 컨셉의 다양한 럭셔리 브랜드를 보유하고 있다. 중국에서 통했던 '후'의 궁 이미지는 미국이나 유럽에서는 성공하기 어려울 수 있기 때문에 천연발효브랜드 '숨' 을 차세대 브랜드로 출시하였으며 이외에도 피부과학 브랜드 '오휘', 클린뷰티 브랜드 '빌리프'와 같은 경쟁력 있는 럭셔리 브랜드를 보유하고 있다.



[FIGURE9] '후' 광군제 매출액 추이
자료: LG생활건강, 자본시장연구회3팀

해외사업 비중이 가장 큰 Beauty 사업은 물류 대란으로 인한 매출기회 손실이 가장 큰 사업이었으나, 럭셔리 화장품을 중심으로 브랜드별 차별화된 고유 콘셉트를 바탕으로 브랜드의 아이덴티티를 강화하며 마케팅 전략을 펼치고 이들 럭셔리 브랜드의 입지 강화에 집중하여 수익성 개선을 이루었다. 단기적으로 어려운 환경에서도 럭셔리 브랜드 내 신제품 출시 및 다양한 콜라보레이션 활동을 이어가며 브랜드별 차별화 된 고유 컨셉을 바탕으로 소비자들에게 newness를 부여하고 있다. 특히 가장 큰 해외 매출을 보이는 중국에서는 '후', '숨' 등의 럭셔리 화장품 브랜드 중심으로 최고급 백화점 입점과 온라인 채널을 통해 판매하며 채널 확장을 진행하고 있다.

2) 국내 생활용품 업계 1위의 브랜드 포지셔닝

LG 생활건강은 생활용품의 대부분 카테고리에서 다양한 제품을 생산, 판매하는 국내 최대의 전문기업으로 주요 카테고리에서 시장을 선도하고 있다. 안정적인 제품 포트폴리오, 우수한 R&D 및 마케팅 역량, 뛰어난 영업 실행력은 회사의 경쟁우위로 경기 불확실성과 경쟁심화 등 어려운 환경에서도 차별화된 선도상품을 지속 출시하면서 새로운 사업기회를 창출하는 원동력이 되고 있다. 또한 환경에 대한 관심이 높아지고, 유해물질에 대한 소비자 경각심이 높아지는 환경에 선제적으로 대응할 수 있는 소비자안심센터를 중심으로 자체적으로 안심품질 인증제도를 개발 및 운영하여 품질에 대한 신뢰성을 제고하고 있습니다. 최근 프리미엄화 트렌드에 걸맞는 고가 제품 출시로 소비자 니즈에 적극 대응하여 시장을 선도하고있다.

3) 음료사업에서의 성공적인 M&A

LG생활건강은 2007년 음료사업에 진출하여 적자였던 코카콜라음료를 인수하여 1년만에 흑자기업으로 바꿔놨다. 2009년 다이아몬드샘물을 인수하여 생수사업에, 2010년 한국음료, 2011년 해태음료(현 해태htb), 2013년 영진약품 드링크사업을 잇달아 사들이며 비탄산음료 시장까지 진출하였다.

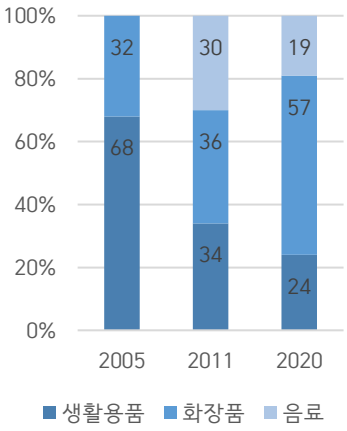
'코카콜라', '몬스터에너지', '조지아' 등의 주요 브랜드들은 꾸준히 소비자들의 선택을 받으며 브랜드 에쿼티를 강화해 나갔으며, 강한 브랜드력을 바탕으로 온라인 뿐만 아니라 편의점, 식품점 채널에서 선전하며 매출 성장을 견인하였다. 우수한 브랜드 인지도와 함께 전국에 걸쳐 있는 물류 및 영업망을 기반으로 비탄산 시장에서의 시장점유율 확대, 프리미엄 음료의 지속적 출시 및 즉석음용시장을 비롯한 전 채널 Coverage 확대를 추구하고 있다.

2. 사업개요

4) BCG Matrix를 통한 LG 생활건강 사업 포트폴리오 분석

2005년 당시 LG생활건강은 생활용품 1위였지만 화장품 사업에서는 큰 성과를 내지 못했다. 대표적 '레드오션'인 생활용품 시장이 흔들리면 회사 전체가 타격을 입는 구조였다. 이에 새로운 사업 포트올리오를 더해 위기를 분산시키는 전략을 내세웠다.

2007년부터 화장품・생활용품・음료라는 '삼각 편대'를 만들어 쉽게 흔들리지 않는 사업구조를 갖춘 상태이다. 화장품 산업 부문은 2010년부터 매출의 가장 큰 부분을 차지하고 있지만 신규 업체와 신규 브랜드의 진입이 지속적으로 이루어지고 있어 경쟁이 점점 치열해지는 상황이다. 생활용품은 필수 소비재이므로 시장은 정체돼 있지만, 한편으로 안정된 시장이기도 하다. 생활용품의 주요 카테고리는 현재 성숙 시장으로 저성장 내지 감소세이다. 음료 산업은 타산업에 비해 경기변동에 의한 영향이 비교적 적은 산업이다. 하지만 원재료의 수입 의존도가 높아 환율, 국제 원자재 가격의 변화에 민감하게 반응하는 특성을 보이기도 한다. 또한 진입장벽이 낮아 신규진입이 용이한 편이다.



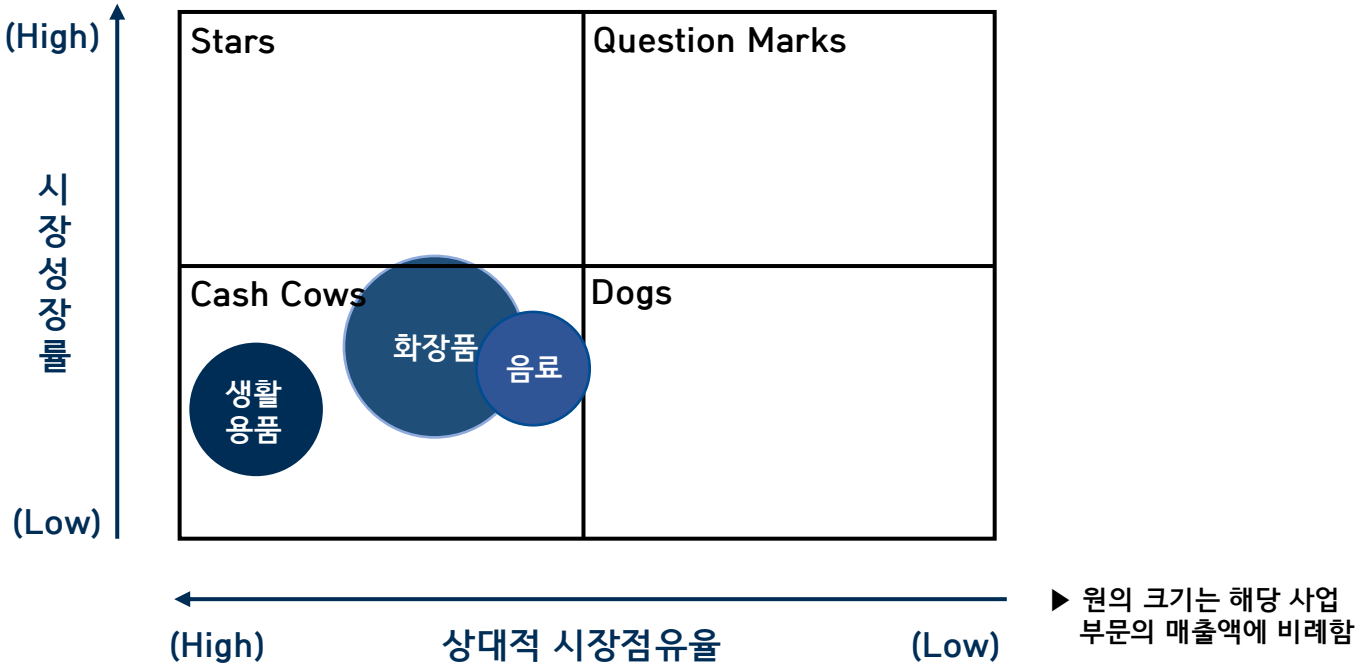
[FIGURE10] 부문별 매출비중 변화 추이
자료: LG생활건강, 자본시장연구회3팀

종합적으로 LG생활건강의 사업 포트폴리오는 안정적인 사업 분야로 구성되어 있으며, BCG Matrix 상 상대적 시장점유율은 높은 편이지만 시장성장률은 높지 않은 Cash Cow에 위치하는 것을 확인할 수 있다. 시장의 안정성이라는 이점이 있지만 점유율 경쟁이 치열하기 때문에 시장점유율을 방어 및 상승시키면서 수익성을 극대화하도록 혁신적인 경영전략과 마케팅이 필요한 시점이다.

이에 따라 해외 생산법인의 경우 프리미엄 화장품 및 일부 생활용품의 중국 생산기지로의 역할을 수행하고 있으며, 원가경쟁력 확보를 통한 아시아로의 시장 확대를 위하여 원부자재의 로컬화, 직매입 및 고정비 개선 등을 통해 원가를 절감하여 수익성을 확보하기 위한 노력을 하고 있다. 또한, MZ세대의 경우 제품의 효능이나 경제성뿐만 아니라 환경이나 사회적 가치를 중시하는 소비 형태를 보이고 있는데, 화장품과 생활용품 부문에서는 이러한 MZ 세대를 겨냥하여 '고급화 ' 와 '가치소비 ' 와 같은 트렌드에 부합하는 비건 제품라인과 프리미엄 브랜드 라인업을 출시하고 있다. 음료 부문에서는 건강에 대한 관심이 높아지는 소비트렌드에 대응하여 코카콜라, 스프라이트, 몬스터에너지 등 주요 브랜드에서 저당, 저칼로리 제품 라인업 강화를 통해 소비자 트렌드를 반영한 포트폴리오 다변화에 집중하고 있다.

FIGURE11. BCG Matrix를 통한 LG 생활건강 사업 포트폴리오 분석

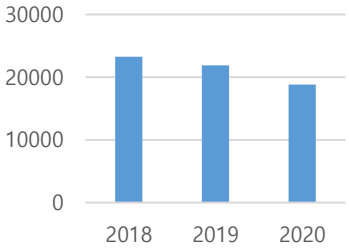
자료: 자본시장연구회 3팀



3. 투자포인트

3.1 ESG경영의 경쟁력

기업평가사이트 CEO스코어의 국내 500대 기업 중 '저탄소 녹색성장 기본법'에 따라 온실가스 배출량과 감축 의무가 있는 197개 기업을 대상으로 2018년부터 지난해까지 온실가스 배출량을 조사한 결과, 당사의 매출액대비 온실가스 배출량은 3년 연속 감소했다. (FIGURE12)



[FIGURE12] 매출액대비 온실가스 배출량
(단위:톤)
자료: CEO스코어, 자본시장연구회 3팀

이러한 결과가 있기 위한 당사의 내부적 노력으로는 '탄소성적표지' 가 있다. '탄소성적표지'제도는 제품의 생산유통폐기 등 전 과정에서 발생하는 온실가스 배출량을 이산화탄소 배출량으로 환산해 제품 라벨에 표기하는 인증 제도다. 지난해 말 기준 이 인증을 받은 제품은 7가지다. 저탄소제품 인증을 받은 제품으로는 세제 '자연퐁', 음료 '코카콜라', 생수 '강원평창수'등 이 있다. 당사는 이 같은 노력을 통해 지난 해 약 63만6112톤의 온실가스 배출을 저감했다.

상품에도 소비 트렌드를 반영하고 있다. 지난 8월 첫 비건 메이크업 라인을 선보였다. 트루 허브 코스메틱 브랜드 '빌리프'와 메이크업 전문 브랜드 'VDL'의 콜라보레이션을 통해 '클린 뷰티'를 추구하는 '빌리프 x VDL 비건 메이크업' 을 선보이며 MZ세대를 중심으로 중시되는 가치소비, 친환경 트렌드에 부합하는 비건 메이크업 라인 확장을 하고 있다. 이는 동물 실험과 동물성 원료를 모두 배제하였으며 피부 자극 테스트와 한국 비건 인증원의 비건 인증을 완료한 제품이다. 또한 '비욘드'는 자폐인의 재능 재활을 추구하는 사회적 기업 '오티스타(Autistar)' 와 디자인 협업으로 세계 주요 여행지 홀리데이 시즌 풍경을 담은 '트래블판타지' 에디션을 출시했다.

또한 고아원, 재가노인돌봄센터, 노인요양원, 장애인복지센터 등 도움이 필요한 소외계층에 꾸준히 생활용품을 전달하고 있으며, 이는 장기적으로 LG생활건강의 기업 이미지 개선은 물론이고 기업에 대한 충성도 높은 고객을 만들어낼 것이다.

3.2 '위드코로나' 시대

현재 전 세계적으로 코로나 백신접종이 완료되어가고 있는 추세이고, 동시에 위드(with)코로나 시대로 나아가고 있다. 이러한 상황에서 화장품 회사는 큰 반사이익을 볼 수 있을 것이라 기대된다. 최근 2년 동안 마스크로 얼굴을 가리고 외출을 했기 때문에 색조화장품에 대한 수요가 줄어들어 LG생활건강의 영업이익이 줄었지만, 위드(with) 코로나와 함께 다시 마스크를 벗어야 될 때가 다가오고 있고, 이에 따라 화장품에 대한 수요가 다시 정상적인 수준으로 회복될 전망이다.

.

3. 투자포인트

3.3 '고급화 전략' 럭셔리 화장품

중국 소비 둔화에도 '후' 와 같은 럭셔리 화장품 판매수요는 견조할 것이다. 전반적인 소비 위축에도 초고가 상품에 대한 수요는 상수에 가까워 실물 경기에 둔감하기 때문이다. 중국 정부의 사치품 규제가 이슈로 부각되고는 있으나, 아무리 초고가 럭셔리 제품이라 해도 화장품은 자동차, 가방, 의류 등에 비해 단가 자체가 낮기 때문에 제품이 모두 규제 대상이 되기는 어렵다. 따라서, 온라인 판매확대로 경쟁이 심화된 중국 화장품 시장에서 살아남기 위해서는 기술적 우위와 강력한 브랜드를 앞세운 '고급화 전략' 이 필요하다.

실제로, 코로나19와 수출입 물류대란에도 불구하고 3분기 전체 영업이익을 전년 동기 대비 4.5% 증가시킨 일등공신은 럭셔리 화장품이다. 화장품 사업부문의 3분기 매출은 전년동기 대비 10.2% 감소한 1조 267억원이며 영업이익은 9.0% 증가한 2154억원을 기록했다. 이는 수출량은 주춤했으나 럭셔리 화장품인 '후' 의 비첩 자생 에센스 출시 등으로 고가 화장품 비중이 늘면서 이익은 방어됐기 때문이다. 3분기 누적 기준으로 '후' 와 '오휘' 는 전년동기 대비 각각 23% 성장했다. 고가라인 '더 퍼스트' 는 53%의 매출이 증가세로 브랜드의 성장을 견인했다.

3.4 4분기 대어 '광군제'

중국판 블랙프라이데이 '광군제'가 4분기 이벤트로 남아있다. 당사는 '후', '숨', '오휘', '빌리프', 'VDL' 등의 브랜드에서 광군제를 겨냥한 특별 세트를 판매할 예정이다. '후'는 궁중 보자기를 패키지 디자인에 담아 고급스러움을 더했고, 여러 온라인몰에 경복궁 경회루를 담은 브랜드 영상을 게재해 소비자들의 이목을 집중시켰다. 또한 '오휘'는 중국의 보석 디자이너 '중화'와 함께 당나라 귀족들의 문화를 담은 '데뷔탕트(성년이 된 상류층 자녀)' 에디션을 선보였다. 이러한 당사의 행보는 중국 mz세대의 소비심리를 끌어당길 수 있을 것으로 전망된다.

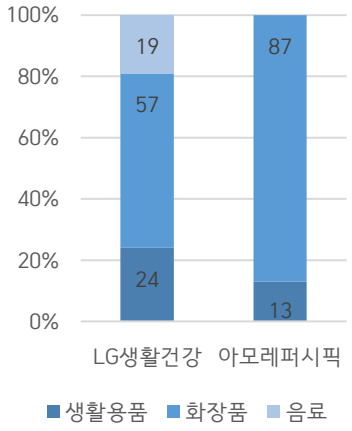
실제로, 지난달 20일 중국 최정상 뷰티 인플루언서인 '웨이야' 와 함께한 광군제 예약판매에서 '후' 의 대표 상품 '천기단 화현' 에 대해 약 1000억원의 매출을 기록했다. 지난해에는 '후', '숨', '오휘', '빌리프', 'VDL', 'CNP' 등이 2600억 원의 매출을 기록하며 5개 럭셔리 화장품 브랜드의 매출이 전년 대비 174% 신장했다. 특히 '후'는 전년 대비 매출이 181% 성장하며 럭셔리 화장품 브랜드 매출 순위에서 에스티로더, 랑콤에 이어 3위를 기록하기도 했다. 특히나 올해는 새로운 온라인 라이브커머스 채널의 안정화로 더 큰 수익이 기대된다.

3. 투자포인트

3.5 경쟁사 '아모레퍼시픽' 비교 분석

1) 사업 다각화를 통한 '삼각 포트폴리오' 구축

아모레퍼시픽이 대부분의 매출비중을 화장품에 두고 있는데 반해 LG생활건강은 화장품, 생활용품, 음료 세 가지 사업 매출 비중이 적절하게 균형을 이루고 있다. 이러한 안정적인 사업 포트폴리오는 특히 예외적인 위기상황에서 빛을 발한다. 중국 사드 사태나 코로나 19 등으로 인해 한 사업에서 악재가 발생하더라도 매출에 크게 타격을 받지 않는 것이다. 또한 여름에 판매가 미진한 화장품 사업과 여름이 성수기인 음료 사업으로 계절 리스크를 극복하여 매출을 유지할 수 있다.



[FIGURE13] 사업 부문별 매출비중
자료: 각 사, 자본시장연구회3팀

2) 공격적인 M&A를 통한 우위 선점

LG생활건강은 화장품사업 강화를 위해 인수한 '에프엠지'를 완전 자회사로 전환했다. 2015년 에프엠지 지분 70%를 취득한 이후 유상증자 등을 통해 지배력을 높여왔다. 인수 당시 잔여 지분을 모두 매입하겠다는 계약에 따라 최근 추가로 주식을 인수하며 100%를 확보하게 됐다. 에프엠지는 LG생활건강이 화장품사업의 핵심이라 불리는 색조 제품 경쟁력을 강화할 수 있었던 원동력으로 작용했다. 지난해 경쟁사인 아모레퍼시픽을 제치고 화장품사업 부문 매출 1위를 달성한 만큼 향후 영업에 한층 더 탄력이 붙을 전망이다.

LG생활건강은 중국 외 해외 시장 공략에 적극적으로 나서고 있다. LG생활건강은 2019년 미국 화장품 기업 뉴에이본의 북미 사업을 인수했다. 또한 LG생활건강은 더마 화장품 라인업을 확대하며 포트폴리오 강화에 나서고 있다. 더마화장품 시장은 전 세계적으로 최근 빠르게 성장하는 카테고리로 꼽힌다. 특히 미국과 유럽을 중심으로 시장이 커지면서 아시아권에서도 성장 기대감이 높아진 상태였다. LG생활건강은 이미 2014년 피부과 화장품 CNP코스메틱스를, 2017년 ' 도미나크림 ' 으로 알려진 태극제약을 인수한 바 있다. LG생활건강은 중저가 더마 브랜드 ' 피지오겔 ' 아시아·북미시장 판권을 2000억원의 거금을 들여 인수했다. 중국에 대한 의존도를 낮출 생각이다. 이는 2010년 더페이스샵 이후 지난 10년간 단행한 M&A 중 사상 최대 규모다. LG생활건강의 북미 매출 비중은 지난 2019년 3.6%에서 지난해 6.8%로 상승했다.

아모레퍼시픽은 LG생활건강에 한 발 뒤쳐졌다. 아모레퍼시픽은 지난 9월 북미 시장에서 존재감을 보이고 있는 스킨케어 브랜드 코스알엑스 지분 38.4%를 1800억원에 인수하며 본격적으로 점유율 확대에 나서고 있다. 아모레퍼시픽은 지난 2017년 북미 시장에 진출한 이후 아직까지 뚜렷한 효과를 보지 못하고 있는 상태다. 지난해 기준 아모레퍼시픽의 북미 시장 매출 비중은 전체 2%에 불과하며 매출 94% 가량이 아시아권에서 나오고 있다.

3) ESG 경영 중 지배구조 개편

LG생활건강과 아모레퍼시픽은 동종 업종 대비 높은 수준의 ESG 등급을 평가받고 있다. 세부적으로 환경(E), 사회(S) 부문에서는 업종 대비 높은 점수를 기록했으나, 지배구조(G) 부문에서는 평균을 웃도는 수준이다. LG생활건강은 부진한 지배구조 개편에 나선 결과 지난해 기업 지배구조 핵심지표 준수율에서 아모레퍼시픽을 앞질렀다. 금융감독원 전자공시에 등록된 2020년 기준 LG생활건강과 아모레퍼시픽의 기업지배 핵심지표(15개) 이행 사항을 살펴보면 LG생활건강은 준수건수가 전년대비 3개 증가해 12개인 반면 아모레퍼시픽은 전년과 동일하게 9개 수준을 유지했다.

3. 투자포인트

TABLE 3. 기업지배 핵심지표 이행사항 (15개 부문)

구분	주주		이사회		감사기구		합계	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
LG생활건강	1	3	4	4	4	5	9	12
아모레퍼시픽	1	2	3	3	5	4	9	9

4) 고도화된 업무 방식과 내실 다지기

LG생활건강은 회의, 보고, E-mail 등에 있어 스마트워크 문화를 정착하며 업무효율성을 높였다. 회의자료는 핵심사항만 적시해 1장에 요약하고 사전에 메일·메신저를 통해 공유해 참석자의 사전 이해도를 높인다, 회의 진행 시에는 핵심주제에 대한 토론 위주로 진행하고 회의결과는 바로 실행될 수 있도록 하고 있다.

업무 보고시에도 충분한 설명이 필요하거나 토론을 통해 의사결정이 필요한 중요한 내용의 경우에만 대면보고를 진행하고 가급적 전화, 메일, 메신저, 문자 등을 통해 적시에 상사에게 알리는 보고문화를 전사적으로 시행하고 있다.

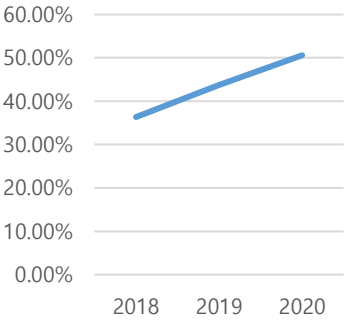
직원들의 의사를 적극적으로 반영해 직원이 원하는 시간에 출근한 뒤 정해진 시간이 되면 스스로 알아서 퇴근하는 유연근무제도 선도적으로 시행 중이다. 현재는 직원들의 의견을 수렴해 7시~9시 사이에서 5분 단위로 자유롭게 출근 시간을 선택해 이용할 수 있도록 제도가 발전되고 있다.

LG생활건강은 코로나19 사태 장기화로 고용시장이 얼어붙었던 지난해 오히려 직원 채용을 늘려 인재 채용에도 적극적인 모습을 보였다. 금융감독원 전자공시시스템에 따르면 LG생활건강의 정규직 직원 수는 2019년 4371명에서 2020년 4571명으로 204명(4.6%) 늘었다. 같은 기간 아모레퍼시픽은 5749명에서 5622명으로 127명(2.2%) 감소했다.

4. RISK

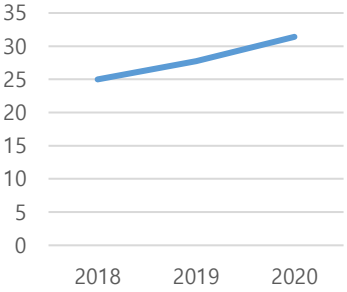
RISK -Beauty(화장품) 사업

2021년 초부터 부각된 물류 대란이 언제 해소될지 모르는 게 주요 리스크로 뽑힌다. 코로나 백신 접종률이 증가하고, 점차 주요 선진국들이 경제를 정상화하는 과정에서 소비심리가 급격히 상승하였으나, 공급이 이를 충족시키지 못하고 있는 실정이다. 화장품 산업도 물류 대란을 피해갈 수 없었다. 당사의 경우, 전체 화장품 매출에서 해외 매출이 차지하는 비중은 매년 증가하고 있다. 특히 2020년 기준 해외매출이 화장품 매출에서 차지하는 비중이 50%에 육박할 정도이므로, 수요를 충족하기 위한 공급망 해소는 불가피하다. 특히 중국 매출은 중국판 '블랙 프라이데이'인 광군제(11월 11일)에 크게 성장하는데, 과연 이번 물류 대란이 광군제 소비 심리에도 영향을 끼칠지 면밀히 지켜 볼 필요가 있다.



[FIGURE14] LG생활건강 화장품 매출 內 해외매출 비중
자료: LG생활건강, 자본시장연구회 3팀

중국은 국내 화장품 수출의 절반이나 담당할 정도로 뷰티 시장이 성장한 국가이다. 하지만 최근 화장품 사업부문의 매출을 책임졌던 중국 뷰티시장에서 당국의 각종 규제로 인해 위협받고 있다는 사실이 리스크로 떠오르고 있다. 중국 뷰티시장 內 리스크는 총 두 부문으로 나눌 수 있다. 우선 고가 브랜드의 경우, 중국 정부의 '공동부유' 정책 때문에 위축될 우려가 있다. 그동안 국내 화장품 업체가 성장할 수 있었던 이유는 중국 정부가 사치세 부과 대상에서 화장품을 제외했기 때문이다. 하지만 시진핑 주석이 공동부유를 위해 사치세를 확대해야 한다는 의견을 피력한 바 있다. 만약 중국 당국이 실제로 사치세를 확대하면 소비 심리에 악영향을 끼칠 수밖에 없고, 고가 브랜드 화장품 시장은 위축될 가능성이 높다.



[FIGURE15] 중국 화장품 수출액 추이
(단위: 억 달러)
자료: LG생활건강, 자본시장연구회 3팀

그리고 중저가 브랜드는 중국 자국 브랜드들의 약진이 두드러지면서 국내 기업들이 위협받고 있다. 주목해야 할 점은 자국 브랜드들이 중국 내수 시장 뿐만 아니라, 인근 동남아 시장과 같은 해외시장에도 적극적으로 진출하고 있다는 점이다. 중국 회장품 회사가 해외시장 개척에 쉽게 나설 수 있었던 배경에는 온오프라인에서의 뛰어난 유통망 때문이다. 우선 온라인 유통망은 타오바오, 티몰 등 전통적으로 중국이 강점을 가지고 있는 전자상거래 플랫폼을 적극적으로 이용하고 있으며, 오프라인 유통망은 글로벌 드러그스토어를 공략 중이다. 다만, 아직까지는 중국 화장품 브랜드가 동남아 시장에서 종교 및 문화를 고려한 현지화에 어려움을 겪고 있으며, 동남아시장 보다 더 까다로운 기준을 요구하는 선진국 시장까지는 공략하지 못하는 중이다. 이처럼 중국 브랜드들이 위협적으로 사업을 확대하는 건 사실이지만, 한계도 분명하다. 만약 당사가 중국 브랜드들의 한계와 애로사항을 파악한다면 오히려 해외 시장을 선점할 기회가 될 수도 있다.

TABLE 4. 주요 중국 화장품 브랜드의 해외 진출 방법

퍼펙트 다이어리, 화시쯔	컬러키	마리다이자	즈시
온라인 채널을 적극적으로 개발 중에 있으며, 현재 자국 전자상거래 플랫폼인 티몰을 통해 해외로 진출하였다.	동남아 전자상거래 플랫폼인 쇼피를 이용해 해외로 진출하였다.	글로벌 오프라인 드러그스토어인 세포라를 통해 동남아에 진출하였다.	일본 최대 드러그스토어인 마쓰모토 기요시 약 2000개 오프라인 매장에 입점하였다.

5. Valuation-FCFF

5.1 매출액 추정

당사의 사업부문은 화장품, 생활용품, 음료 총 3부문으로 나눠진다. 따라서 각 부문별로 2020년을 제외한 과거 5개년의 동종업계의 CAGR을 구하여 향후 매출액을 추정했다.

TABLE 5. 화장품 매출액 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR	시총비중
애경산업	-	133,488	268,611	354,470	334,798	35.87%	1.92%
아모레퍼시픽	4,265,823	5,149,392	4,666,235	4,735,051	4,996,276	4.03%	42.28%
코스맥스	533,342	756,963	883,950	1,259,716	1,330,652	25.68%	2.99%
한국콜마	403,919	501,663	629,535	830,280	655,478	12.87%	3.49%
LG생활건강	1,331,132	1,424,609	1,513,346	6,747,536	7,685,424	18%	49.32%
가중평균	-	-	-	-	-	12.48%	-

화장품 동종업계 기업의 CAGR을 구한 후 기업들의 시총비중을 계산했다. CAGR과 시총비중을 곱하여 매출액 성장률을 추정했다. 2021년~2025년은 12.48%로 추정하고 2019~2021년은 코로나19를 고려하여 10.00%로 추정했다.

TABLE 6. 생활용품 매출액 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
애경산업		322,943	310,581	302,685	319,936	-0.31%
아모레퍼시픽	500,804	496,048	457,591	542,794	583,866	3.91%
Lg생활건강	1,598,548	1,596,643	1,467,288	1,464,215	1,490,972	-1.73%
평균	-	-	-	-	-	0.62%

애경산업과 아모레퍼시픽의 사업부문 중 생활용품이 차지하는 비중을 곱해 생활용품 사업부문만의 매출액을 구했다. CAGR을 구하고 LG생활건강의 생활용품 부문 CAGR과 산술평균하여 매출액 성장률을 추정했다.

TABLE 7. 음료 매출액 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
칠성	1,537,164	1,653,789	1,514,960	1,566,548	1,643,525	1.69%
Lg생활건강	1,284,167	1,346,787	1,279,174	1,383,245	1,452,545	3.00%
평균	-	-	-	-	-	**2.41%**

칠성의 사업부문 중 주류를 제외한 음료만의 매출액을 구했다. CAGR을 구하고, LG생활건강의 음료 부문 CAGR과 산술평균하여 매출액 성장률을 추정했다.

TABLE 8. 추정 매출액

(단위: 백만원)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
화장품	5,224,551	5,876,575	6,609,972	7,434,896	8,362,771
생활용품	1,500,216	1,509,518	1,518,877	1,528,294	1,537,769
음료	1,487,551	1,523,401	1,560,115	1,597,714	1,636,219

5.2 영업이익 추정

2020년을 제외한 과거 5개년치 매출액을 토대로 각 사업부문별 영업이익률(OPM)을 구하였다. 이를 산술평균하여 추정한 사업부문별 매출액에 영업이익률을 일괄적으로 곱해 영업이익을 추정했다. 법인세율은 과거 5개년치 법인세율의 산술평균을 적용하였다. (26.74%)

TABLE 9. 영업이익률(OPM) 계산

	2015	2016	2017	2018	2019	average
화장품	390,135	578,130	635,815	782,668	897,708	-
opm	*15.95%*	*18.31%*	*20.65%*	*20.03%*	*18.90%*	***18.77%***
생활용품	185,706	186,870	167,024	120,375	125,962	-
opm	*11.62%*	*11.70%*	*11.38%*	*8.22%*	*8.45%*	***10.27%***
음료	108,254	115,937	127,184	136,207	152,741	-
opm	*8.43%*	*8.61%*	*9.94%*	*9.85%*	*10.52%*	***9.47%***

TABLE 10. EBIT(1-t) 계산

		2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	화장품	5,224,551	5,876,575	6,609,972	7,434,896	8,362,771
	생활용품	1,500,216	1,509,518	1,518,877	1,528,294	1,537,769
	음료	1,487,551	1,523,401	1,560,115	1,597,714	1,636,219
영업이익	화장품	980,660	1,103,046	1,240,707	1,395,547	1,569,711
	생활용품	154,143	155,099	156,061	157,028	158,002
	음료	140,851	144,246	147,722	151,282	154,928
EBIT(1-t)		934,528	1,027,373	1,131,473	1,248,223	1,379,198

5. Valuation-FCFF

5.3 가중평균자본비용(WACC)

LG생활건강의 기업가치를 도출하기 위해서는 향후 LG생활건강에게 귀속될 현금흐름인 FCFF를 현재가치로 환산할 필요가 있다. 그리고 FCFF를 현재가치로 환산하기 위해서는 매해 FCFF를 가중평균자본비용(WACC)으로 할인해야 한다.

가중평균자본비용(WACC)의 공식은 다음과 같다:

$$WACC = k_d(1-t) * w_d + k_e * w_e$$

$k_d(1-t)$는세금효과까지 고려한 타인자본비용을 뜻한다. 즉, 자본을 차입한 대가로서 채권자에게 지급해야 하는 비용이다. 한 편,k_e는 자기자본비용을 뜻한다. 채권자에게 지급해야 하는 비용인 타인자본비용과는 달리, 자기자본비용은 주주들이 기업에게 기대하는 최소한의 요구수익률을 의미한다. 마지막으로, w_d와 w_e는자산에서 각각 부채와 자기자본이 차지하는 비중을 나타낸다.

1) 타인자본비용

타인자본비용을 계산하기 위해 최근 LG생활건강의 차입금과 이자비용을 도출했다. 차입금의 경우, 2019년 말 기준 이자발생부채(전기 차입금)와 2021년 3분기 이자발생부채(당기 차입금)를 합산한 뒤 산술평균을 구했다. (전체 부채총계에서 이자를 발생시키지 않는 항목(매입채무, 단기차입금, 당기법인세부채, 퇴직급여부채, 이연법인세부채, 기타비유동부채, 반품충당부채, 장기예수금을 차감하였다) 그리고 이자비용의 경우, 2021년 3분기 손익계산서 상 금융원가가 2021년 말까지 0.25% 증가한다고 가정하는 식으로 도출했다.

위 과정을 표로 나타내면 다음과 같다:

TABLE 11. 타인자본비용

(단위: 백만원)

전기 차입금	당기 차입금	평균 차입금	이자비용	타인자본비용
1,016,830	873,404	945,117	15,94	1.7%

단, 타인자본비용 1.1%에 2015~2019년 평균 법인세율인 26.74%까지 고려하면, $k_d(1-t)$는 1.2%이다.(1.7 %*(1-26.74%)=1.2%)

2) 자기자본비용

자기자본비용은 CAPM 공식 $k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$을 사용하여 계산했다. 각 항의 도출 과정을 표로 나타내면 다음과 같다:

TABLE 12. 자기자본비용 도출 과정

구성항목	값	도출원리
r_f	2.03%	최근 10년(2011년~2020년) 국고채3년의 연간 수익률의 기하평균
r_m	5.2%	최근 10년 KOSPI 시장의 연간 수익률의 기하평균
β	0.6372	회귀분석으로 도출한 LG생활건강 상장 후 현재까지의 일일 수익률과 이에 대응되는 KOSPI 시장 일일 수익률 간의 선형 추세선의 기울기
k_e	4.0%	$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$

5. Valuation-FCFF

3) 목표 재무 레버리지 비율 결정

목표 재무 레버리지 비율은 2021년 3분기 재무상태표를 기준으로 계산하였으며, 이를 통해 타인자본비용과 자기자본비용에 비중을 부여하기 위한 w_d 와 w_e 를 도출했다. 각종 레버리지 비율은 다음과 같다:

TABLE 13. 목표 재무 레버리지 비율

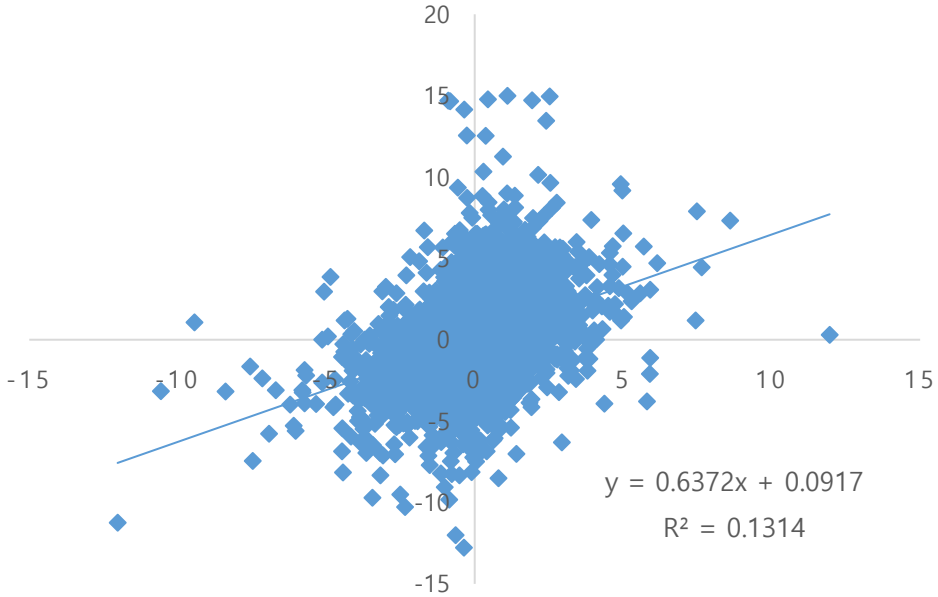
(단위: 백만원)

부채	자기자본	D/E	D/A	E/A
2,037,042	5,320,987	38%	28%	72.32%

4) 가중평균자본비용(WACC) 계산

계산된 각 항들의 값을 WACC 공식에 대입하면, WACC은 3%라는 결론이 도출된다.

$$WACC = k_d(1-t) * w_d + k_e * w_e$$
$$WACC = 1.2\% * 28\% + 4.0\% * 72\%$$
$$WACC = 3.26\%$$



5. Valuation-FCFF

5.4 절대가치평가(FCFF)

1) 감가상각비

감가상각비는 5개년도 CAGR을 이용하여 추정하였다.

TABLE 14. 감가상각비 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	CAGR
감가상각비	110,814	115,733	127,125	135,694	223,941	267,004	318,349	379,566	452,556	539,382	19%

2) 순운전자본

순운전자본의 증감을 파악하기 위하여 유동자산과 유동부채의 5개년도 CAGR을 이용하여 추정하였다.

TABLE 15. 순운전자본(NWC)증가분 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	CAGR
유동자산	1,331,132	1,424,610	1,513,346	1,691,202	2,163,075	2,442,217	2,757,381	3,113,217	3,514,973	3,968,576	13%
유동부채	1,159,458	1,146,888	1,244,054	1,358,882	1,771,201	1,969,115	2,189,144	2,433,758	2,705,706	3,008,042	11%
NWC 증가분	-	-	-	-	-	473,102	568,238	679,459	809,267	960,534	-

3) CAPEX

CAPEX는 유형자산 취득 계정의 5개년도 CAGR을 이용하여 추정하였다.

TABLE 16. CAPEX 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	CAGR
CAPEX	301,677	331,548	284,206	356,284	326,089	332,495	339,026	345,686	352,476	359,400	2%

5. Valuation-FCFF

4) FCFF

FCFF	2019A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
EBIT(1-t)		934,528	1,027,373	1,131,473	1,248,223	1,379,198
감가상각비		267,004	318,349	379,566	452,556	539,582
순운전자본증감		473,102	568,238	679,459	809,267	960,534
capex		332,495	339,026	345,686	352,476	359,400
FCFF		395,936	438,458	485,894	539,036	598,846
PV(FCFF)		383,446	411,233	441,348	474,174	510,169
∑PV(FCFF)	2,220,370					
TV	18,385,507					
기업의 내재가치	20,800,584					
시가총액	16,461,580					
발행주식수	16					
목표주가	1,331,817					
상승여력	26.36%					
WACC	3.26%					
g	0.00%					
현재주가	1,054,000					

6. APPENDIX

6.1 LG생활건강 요약재무정보

(단위: 백만원)

구분	제20기	제 19기	제18기	제17기	제16기	제15기
	2020년 12월말	2019년 12월말	2018년 12월말	2017년 12월말	2016년 12월말	2015년 12월말
[유동자산]	1,982,769	2,163,075	1,691,203	1,513,346	1,424,610	1,331,133
매출채권 및 기타채권	637,792	645,651	581,868	539,519	492,904	436,137
재고자산	808,966	746,323	614,748	546,906	535,886	441,258
기타유동자산	536,011	771,101	494,587	426,921	395,820	453,738
[비유동자산]	4,818,647	4,330,595	3,584,671	3,264,623	3,077,552	2,883,504
유형자산	2,329,834	2,036,045	1,813,289	1,616,594	1,463,778	1,290,065
무형자산	2,063,443	1,787,314	1,544,973	1,392,799	1,419,911	1,380,267
기타비유동 자산	425,370	507,236	226,409	255,231	193,864	213,172
자산총계	6,801,416	6,493,670	5,275,874	4,777,970	4,502,162	4,214,637
[유동부채]	1,479,724	1,771,204	1,358,883	1,244,057	1,146,890	1,159,458
[비유동부채]	472,496	485,378	322,971	451,296	734,433	939,836
부채총계	1,952,220	2,256,582	1,681,854	1,695,353	1,881,323	2,099,294
[자본금]	88,589	88,589	88,589	88,589	88,589	88,589
[자본잉여금]	97,326	97,326	97,326	97,326	97,326	97,326
[이익잉여금]	4,805,404	4,174,882	3,563,365	3,044,977	2,539,476	2,066,245
[기타포괄 손익누계액]	-124,122	-96,636	-121,625	-132,784	-92,400	-118,168
[기타자본항목]	-111,217	-117,427	-115,589	-101,039	-100,633	-96,696
[소수주주지분]	93,216	90,354	81,954	85,548	88,482	78,047
자본총계	4,849,196	4,237,088	3,594,020	3,082,616	2,620,840	2,115,343
자본과 부채총계	6,801,416	6,493,670	5,275,874	4,777,970	4,502,162	4,214,637

6. APPENDIX

6.1 LG생활건강 요약재무정보

(단위: 백만원)

구분	2020.01.01~ 2020.12.31	2019.01.01~ 2019.12.31	2018.01.01~ 2018.12.31	2017.01.01~ 2017.12.31	2016.01.01~ 2016.12.31	2015.01.01~ 2015.12.31
매출액	7,844,506	7,685,424	6,747,536	6,270,464	6,094,059	5,328,492
영업이익	1,220,865	1,176,411	1,039,250	930,349	880,937	684,095
당기순이익	813,101	788,173	692,279	618,550	579,240	470,362
지배주주 지분순이익	797,629	778,098	682,743	606,653	568,221	460,351
소수주주 지분순이익	15,472	10,075	9,536	11,896	11,019	10,011
주당이익	47,596	46,431	40,740	36,199	33,905	27,467
연결에 포함된 회사수	35	40	39	32	30	28