

2023.10.06(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-10-06 오전 4:16

수정한 날짜: 2023-10-06 오후 1:24

2023.10.06(금) 증권사리포트

삼성바이오로직스

3Q23 Pre : 어려울 때 든든하다

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

3Q23 Pre: 컨센서스 상회하는 실적 기록할 것으로 전망

삼성바이오로직스는 3Q23 별도 기준 매출액 8,357억원(+23.9%YoY, +31.2%QoQ), 영업이익 3,329억원(+6.9%YoY, +31.0%QoQ, OPM 39.8%)으로 컨센서스 매출액 7,647억원, 영업이익 3,108억원을 상회하는 호실적을 기록할 전망이다. 우호적인 환율 효과(3Q23 1,311.7원/달러)와 생산 일정에 따른 배치수 증가가 호실적의 주 요인이다. 연결 기준 실적은 매출액 1조 23억원(+14.8%YoY, +15.7%QoQ), 영업이익 2,895억원(-10.9%YoY, +14.2%QoQ)으로 전망한다. 생산 일정에 따라 내부거래 규모가 전 분기 대비 증가한 부분을 반영했다. 삼성바이오에피스는 매출액 2,699억원(+0.1%YoY, +5.5%QoQ), 영업이익 523억원(-32.8%YoY, +24.9%QoQ, OPM 19.4%)을 기록할 것으로 전망한다. 전년 동기 고농도 휴미라의 유럽 승인으로 수령했던 마일스톤이 이번 분기에 부재해 삼성바이오에피스 실적은 둔화될 것으로 추정한다. 올해 하반기에 이뤄진 하드 리마의 미국 출시, 솔리리스 시밀러 에피스클리 유럽 출시 효과는 24년부터 본격적으로 확인될 것으로 예상된다.

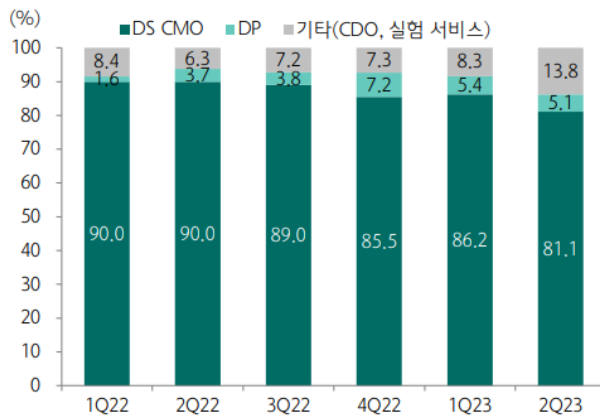
목표주가 95만원으로 하향 조정하나 주가는 유리한 구간에 있다고 판단

삼성바이오로직스에 대해 목표주가를 950,000원으로 하향 조정하며 투자의견 Buy를 유지한다. 기존에는 장기 실적 추정을 기반으로 DCF(Discounted Cash Flow, 현금흐름할인법)를 활용해 목표주가를 산출하였으나, 삼성바이오로직스의 사업이 초기의 급속한 성장기를 지나왔다고 판단돼 EV/EBITDA 멀티플로 밸류에이션 방법을 변경했다. 현재 증설 중인 5공장이 빠르게 풀가동 될 것으로 예상돼, 5공장이 풀가동 실적이 반영되는 27년의 EBITDA 2조 6,205억원을 삼성바이오로직스의 WACC(6.7%)으로 할인(discount)한 2조 1,566억원에 target EV/EBITDA 27.2배를 적용해 삼성바이오로직스 별도의 영업가치를 산정했다. 삼성바이오에피스는 실적 추정에 변수가 많은 상황으로, 인수 당시의 공정가치인 5조 5,000억원으로 반영했다. 목표주가 하향 조정에도 삼성바이오로직스에 대해서는 긍정적인 투자의견을 유지한다. 삼성바이오로직스는 8월 이후 -13.8%의 주가 수익률을 기록하며 부진했다. 이유는 업황 둔화에 대한 우려와, 실적 팩터의 약화다. 초기단계 프로젝트 수요의 부진으로 Lonza, Wuxi를 비롯한 글로벌 CMO 업체들은 가이던스를 하향 조정했으며, 부진한 주가 흐름을 보여왔다. 하지만 삼성바이오로직스는 10/4일자로 한차례 더 가이던스를 상향 조정했다. 삼성바이오로직스는 상업 단계의 프로젝트가 매출액의 대부분을 차지하며, 상업 단계의 프로젝트는 장기 계약으로 바이오텍 경기 부진의 영향을 거의 받지 않기 때문이다. 안정될 것으로 전망됐던 환율은 10/4 기준 1,363.5원/달러까지 상승했고, 시장 변동성이 확대되는 상황에서 실적이 주가에 미치는 영향은 더 강해질 수 있다. 매출의 대부분이 달러 기반으로 환율 상승 구간에 유리하며, 하반기 호실적이 전망되는 삼성바이오로직스에 유리한 구간이라는 판단이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

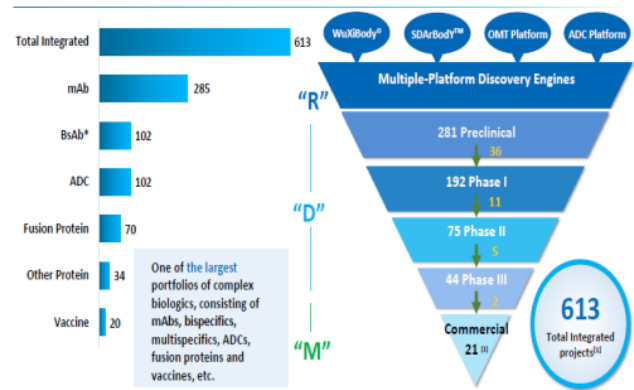
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,568.0	2,437.3	2,915.2	3,167.2
영업이익	536.5	968.1	1,155.0	1,214.9
세전이익	546.9	922.9	1,177.7	1,237.1
순이익	423.2	686.8	893.8	939.7
EPS	6,320	9,820	12,558	13,204
증감율	68.62	55.38	27.88	5.14
PER	141.21	83.60	55.02	52.33
PBR	17.50	8.01	6.01	5.39
EV/EBITDA	85.65	49.67	33.52	31.73
ROE	13.20	12.82	11.54	10.85
BPS	51,003	102,518	115,067	128,270
DPS	0	0	0	0

도표 5. 삼성바이오로직스 매출 비중



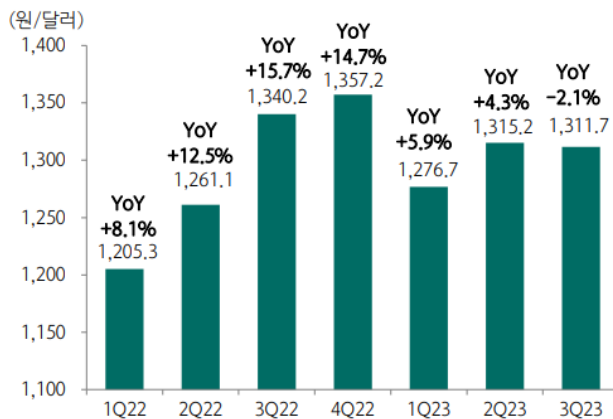
주: 2Q23 기준(DS, DP, CDO 매출 추정치)
자료: 삼성바이오로직스, 하나증권

도표 6. Wuxi Biologics 프로젝트 단계별 비중



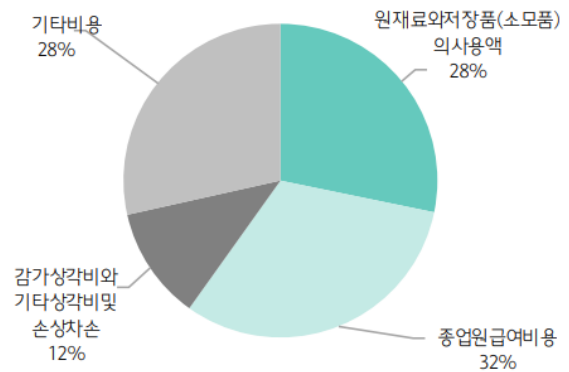
주: 1Q23 기준
자료: Wuxi Biologics, 하나증권

도표 7. 22년, 23년 분기별 환율 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 삼성바이오로직스 성격별 비용의 분류(22년)



주: 삼성바이오로직스 별도 기준, 제품과 재공품의 변동액은 원재료와저장품(소모품)의 사용액에 포함. 자료: DART, 하나증권



현대백화점

3Q23 Preview : 건조한 외국인 매출

[\[출처\] 유안타증권 이승은 애널리스트](#)

23년 3분기 영업이익 시장기대치 하회할 것으로 전망

23년도 3분기 매출액은 1조 779억원(-21.4% YoY), 영업이익은 832억원 (-9.8% YoY)이 전망되며 시장 기대치(매출액 1조 1,614억원, 영업이익 961억원)를 하회할 것으로 예상된다. 전사 매출은 신장하고 있으나, ① 백화점 업계 전반적으로 남성 의류/아동.스포츠 부분이 역신장하고 있고, ② 백화점 신상품 판매 저조가 원인인 것으로 판단된다.

외국인 매출액은 여전히 건조

3분기도 동사 외국인 매출액은 여전히 건조할 것으로 예상된다. 외국인 매출 신장은 ① 견고한 명품 매출 성장, ② 영패션 성장에서 기인한다. 백화점 매출액에서 외국인 매출액이 차지하는 비중은 5%로 추정되는데, 무역센터점 15%, 더현대 11%, 동대문아울렛 12%, 본점 8%로 추정된다. 코로나 이전 백화점 외국인 매출 비중은 1% 내외였다. 외국인 매출 기여도가 상승하면서 더현대와 무역센터점, 본점은 두 자리 성장을 기록할 것으로 예상된다. 더현대서울은 공항과 접근성이 높아 매월 외국인 매출액 비중이 상승하고 있는 것으로 판단된다. 본점 식품관이 상반기 리뉴얼 공사 중이었기 때문에 본점은 내년 상반기까지 무난한 플러스 신장이 전망된다.

면세점 드디어 흑자전환

면세점은 흑자전환이 전망된다. 시내면세점은 3분기 일 매출액이 매월 증가하고 있으며, 공항면세점은 DF5를 3분기 개점하였다. 입찰금액이 최저수용금액 대비 5%에 불과한 수준이기 때문에 경쟁사 대비 임대료가 절감될 것으로 예상되며, 동사가 공항에서 운영하는 품목이 모두 부띠끄(명품) 이기 때문에 확장하기 수월한 구조로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 77,000원 유지

4분기 긍정적인 영업환경을 반영하여 투자의견 Buy, 목표주가 77,000원을 유지한다.

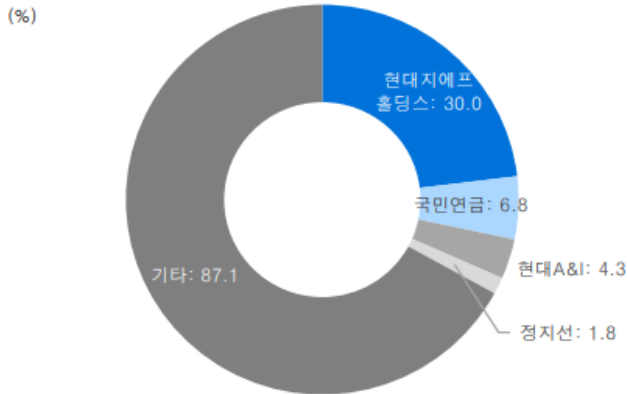
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	35,724	50,141	44,398	50,743
영업이익	2,644	3,209	3,129	4,338
자배순이익	1,894	1,441	1,480	2,326
PER	10.3	11.0	9.4	6.0
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.6	7.9	6.3
ROE	4.4	3.2	3.2	4.9

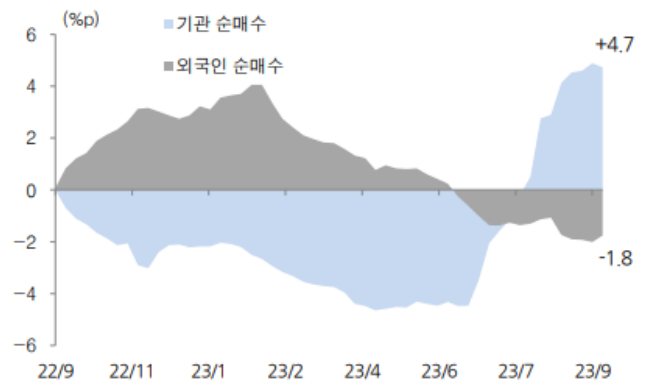
자료: 유안타증권

[그림 1] 현대백화점 지분



주: 2023.09.25 기준, 자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터





현대모비스

전동화 부문은 재평가될 거예요

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

개선되는 실적과 전동화 부문의 성장

현대모비스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 28.0만원을 유지한다. 3분기 실적은 전동화부문의 성장, 제품 믹스의 개선, 재료비/물류비의 하락, 그리고 AS 부문의 수익성 개선 등으로 시장 기대치에 부합할 것이다. 전동화 부문의 수익성 우려가 있지만, 가동률 상승과 전용 플랫폼의 비중 상승으로 적자폭이 축소되는 것에 주목한다. 또한, 추가적인 수익성 향상을 이끌 잠재 변수들, 즉 해외OE들에 대한 BSA 수주, 북미 공장의 보조금 수령 및 수소연료전지 부품 사업의 이관 등이 현실화될 경우 개선의 속도가 빨라질 것이다.

3Q23 Preview: 영업이익률 4.5% 전망

3분기 실적은 시장 기대치에 부합할 전망이다. 매출액/영업이익은 12%/17% (YoY) 증가한 14.9조원/6,728억원(영업이익률 4.5%, +0.2%p (YoY))으로 예상된다. 고객사들의 도매판매가 2%대 증가한 가운데, SUV 및 친환경차 비중 상승에 따른 믹스 개선으로 모듈조립/부품제도가 9%/8% (YoY) 증가하고, 전동화 매출액도 고객사들의 친환경차 생산을 뛰어넘는 30% (YoY)

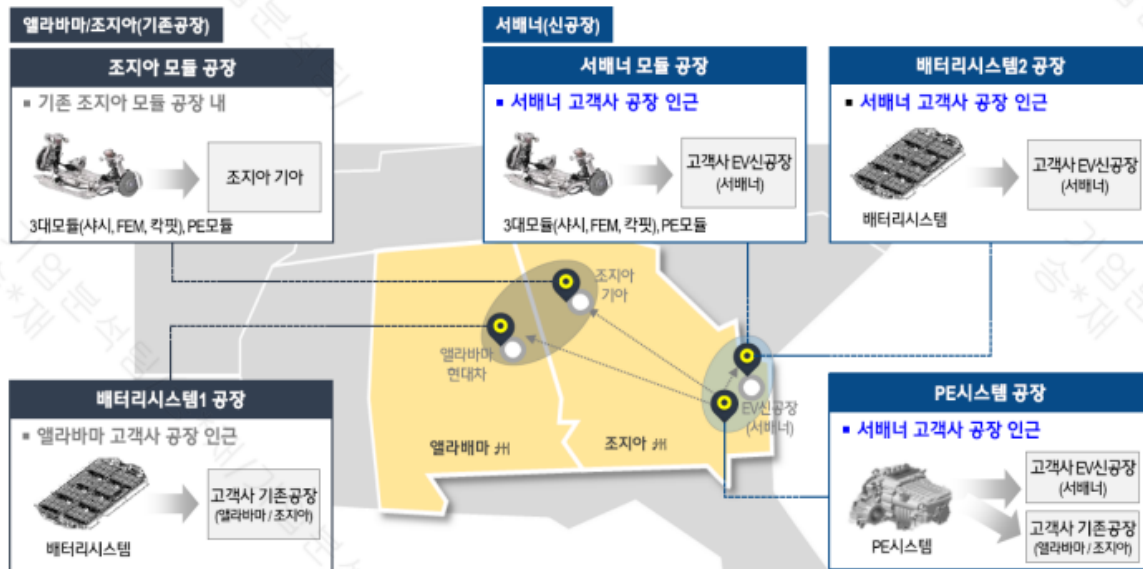
증가를 추정한다. AS 매출액은 수요 증가와 지역별 판가 현실화, 그리고 예상보다 높은 환율 등으로 4% (YoY) 증가를 예상한다. 영업이익률은 전년 동기대비 0.2%p 상승할 것으로 보인다. 부품제조/전동화 부문의 R&D 비용 증가가 이어지고, 3분기/4분기에 걸쳐 특별 성과금과 함께 통합충전제어장치(ICCU) 리콜 비용이 반영될 여지가 있지만, 외형 성장과 함께 재료비/물류비 등 부담이 완화되면서 영업 레버리지 효과가 발생하기 때문이다. 인플레이션으로 상승한 요인은 유지되겠지만, 수요-공급 불균형으로 비정상적으로 높았던 부분의 하락은 3분기에도 이어질 전망이다.

고성장하는 전동화 부문에 대한 과도한 수익성 우려는 불필요

2년에 걸쳐 수익성 하락을 주도했던 물류비 부담이 완화되는 상황에서 투자자들이 여전히 우려하는 점은 전동화 부문의 수익성이다. 영업이익률이 2019년 6.2%에서 2022년 3.9%로 하락하는 과정에서 물류비 증가와 함께 전동화 부문의 적자도 이유였기 때문이다. 전동화 매출액은 2019년 2.8조원에서 2022년 9.7조원을 급증했지만, Capex와 R&D 증가, 그리고 초기 수율 문제 등으로 적자가 이어졌다. 하지만, 완성차의 친환경차 생산 증가에 맞춰 가동률이 상승하고, 전용 플랫폼 차종의 비중이 상승하면서 학습 효과가 발생하면서 적자권 내에서 수익성은 개선되는 모습을 보여왔다. 생산 거점을 추가로 구축 중이라(국내1, 북미4, 인도네시아1) 단기 비용부담이 더해지겠지만, 기존 거점에서의 수익성 향상으로 제어 가능할 것이다. 폭스바겐과 유럽/북미OE로부터의 수주를 통해 생산 거점들의 가동률이 추가적으로 상승한다는 점도 긍정적이다. 또한, 북미 공장에 대한 보조금 수령 및 적자사업인 수소연료전지 부품의 이관 등이 현실화될 경우 수익성 개선 속도가 빨라질 수 있다. 투자를 요하는 고성장 사업부에 대한 수익성 우려를 지나치게 할 필요는 없다

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	41,702.2	51,906.3	61,179.5	67,355.0	
영업이익	2,040.1	2,026.5	2,484.9	2,845.1	
세전이익	3,194.5	3,362.6	4,534.3	4,915.1	
순이익	2,352.3	2,485.3	3,352.7	3,634.3	
EPS	24,818	26,301	35,597	38,803	
증감율	54.32	5.98	35.34	9.01	
PER	10.25	7.62	6.55	6.00	
PBR	0.67	0.49	0.53	0.49	
EV/EBITDA	5.86	4.36	5.00	4.14	
ROE	6.87	6.80	8.53	8.57	
BPS	382,120	406,916	439,941	474,903	
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	

도표 4. 현대모비스의 복미 전동화 생산거점 구축 현황



* 엘라바마 PE 모듈 공장은 이미 투자 완료함

자료: 현대모비스





엘오티베콤

이어지는 성장세, 확대되는 영역

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

좋았던 23년 상반기

2023년 상반기 매출액 2,322억원으로 전년대비 45.8% 성장했으며, 영업이익은 338.2억원으로 전년대비 120.4% 성장했다. 상반기 주요 전방산업 업황 부진에도 불구하고 적용 공정 증가로 반도체 진공펌프에서의 안정적인 매출과 2021년부터 본격화된 중국 태양광 장비기업 대상 진공펌프 관련 매출 성장에 기인한다. 특히 동사의 태양광 매출액은 2023년 상반기에 1,220억원으로 2022년 연간 매출액 (1,200억원)을 이미 상회하는 모습을 보였다.

좋은 23년 하반기

하반기에도 전년대비 높은 실적 성장률을 보일 것으로 기대된다. 이렇게 판단하는 이유는 수주잔고 추이 때문이다. 2021년 말 수주잔고 363.2억원, 2022년말 수주잔고는 1,472.6억원이었다. 2023년 2분기말 기준 2,026.9억원으로 큰 폭으로 증가했다. 수주에서 매출 인식까지 평균적으로 2개 분기 내외의 시간이 소요된다는 점에서 실적개선 가시성이 높다. 한국수출입

은행에 따르면 중국 태양광 설치가 지속적으로 상향될 것으로 전망, 태양광 투자 증가에 따른 수혜가 하반기에도 이어질 것으로 기대된다.

더 좋을 것으로 기대되는 24년

중국 태양광 투자 지속에 매출 성장세가 2024년에도 이어질 것으로 기대되며, 2024년에는 삼성디스플레이, 삼성전자 평택 4공장, 미국 테일러공장 투자에 따른 반도체/디스플레이향 진공펌프 매출 인식을 통한 성장도 기대된다. 과거 증착 공정 위주에서 2020년 이후 식각, Diffusion 등으로 적용 공정이 확대되고 있어 매출처의 동일한 투자규모에도 동사의 매출액이 확대될 것으로 기대된다. 또한 반도체 후공정과 2차전지로도 영역을 확대하고 있다. 이는 실적 성장과 더불어 밸류에이션 상향 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

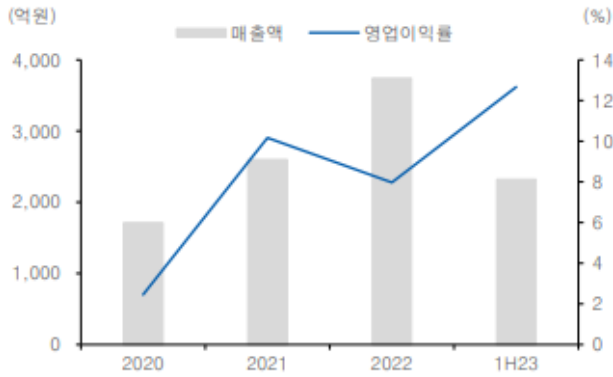
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	1,502	1,712	2,596	3,742
영업이익	-10	42	264	298
지배순이익	19	34	201	246
PER	59.3	54.2	14.1	9.2
PBR	0.8	1.3	1.4	1.0
EV/EBITDA	17.0	11.1	6.8	5.0
ROE	1.5	2.4	11.5	12.3

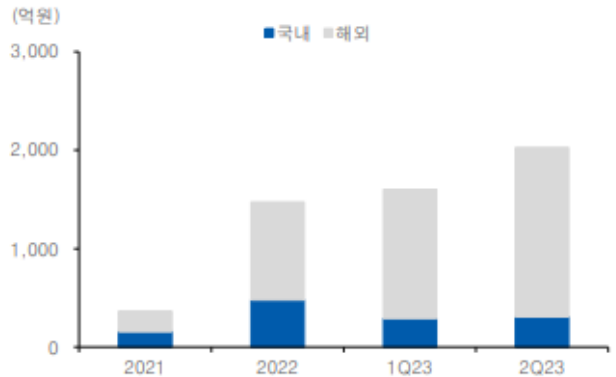
자료: 유안타증권

[그림 1] 매출액 & 영업이익률 추이



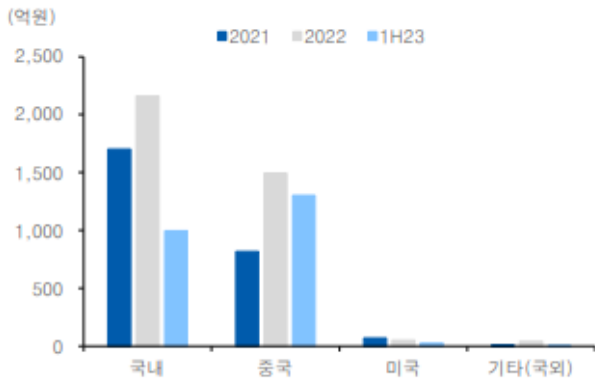
자료: 엘오티베콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 수주잔고 추이



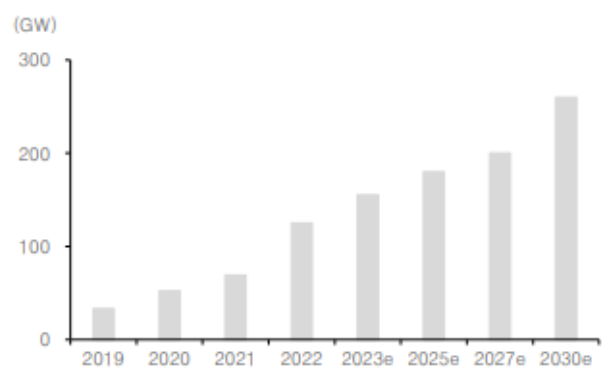
자료: 엘오티베콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 지역별 매출액 추이



자료: 엘오티베콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 중국 태양광 설치량 현황 및 전망



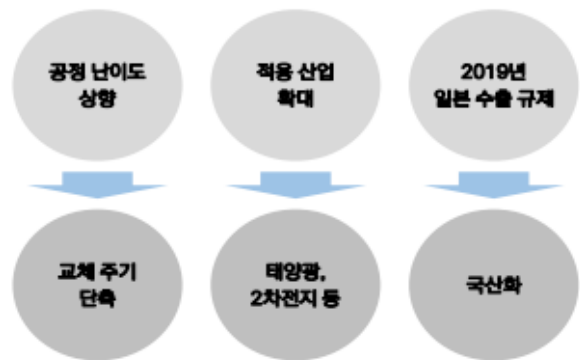
자료: BNEF, 한국수출입은행(전망치, 23.7), 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 엘오티베콤 성장 요인: 적용 공정 및 영역 확대



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 진공펌프 성장요인: 적용 산업 확대, 공정 난이도 상향, 국산화



자료: 유안타증권 리서치센터



파인애플
확장의 서막

[\[출처\] NH투자증권 손세훈 애널리스트](#)

4분기 EV Module Housing 시장 진출 본격화

파인애플은 금속가공기술을 활용해 EV Module Housing(End Plate) 시장 진출. 동 부품은 셀모듈에 적용되어 배터리 셀을 고정하고 외부로부터의 충격에서 보호하는 역할 담당. 해당 부품은 국내 배터리 제조사인 S사 특정 모델에 채택되어 '23년 4분기부터 생산 예정

베트남 법인인 VINA CNS 2공장의 EV Module Housing CAPA는 50만개/년이며, '24년에는 공급량이 증가할 것으로 예상되는 바, CAPA 250만개/년 추가 증설 진행 중. 2차전지 부품 매출액은 '21년 49억원(분할 전), '22년 153억원(분할전+분할 후), 신규 시장 진출 원년인 '23년 140억원, '24년 690억원으로 전망

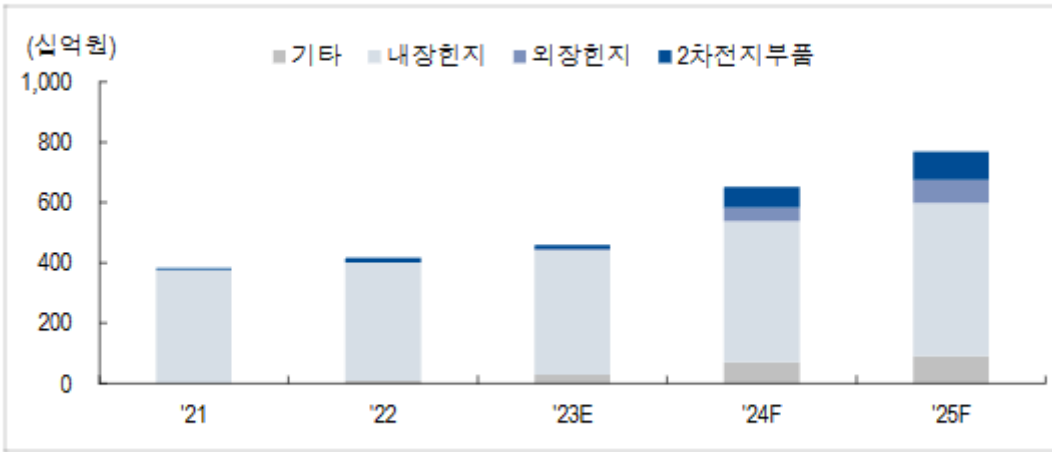
хин지 성장성에도 주목

본 사업 품목인 내장 힙지는 고객사 폴더블 디스플레이 대부분에 적용 중이며 향후 다양한 형태의 폴더블 스마트폰이 출시될 것으로 예상되기에 안정적인 성장이 가능. 또한 폴더블 디스플레이는 스마트폰뿐만 아니라, 게임기, 태블릿, 노트북 등 다양한 디바이스에 확장 적용될 것으로 보여 성장 잠재력이 높음동사는 외장 힙지 시장에도 진출. '23년 출시된 신규 폴더블폰에 적용될 것으로보이며, '24년 출시될 폴더블폰에도 동사가 부품 공급할 가능성 높음

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	116.4	459.9	651.3	769.6
증감률	N/A	295.2	41.6	18.2
영업이익	5.4	27.9	42.1	51.5
증감률	N/A	412.1	51.1	22.3
영업이익률	4.7	6.1	6.5	6.7
(지배지분)순이익	-7.5	16.9	35.7	40.3
EPS	-710	482	979	1,107
증감률	N/A	흑전	103.2	13.0
PER	N/A	15.9	7.8	6.9
PBR	1.8	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	29.1	9.1	6.0	4.6
ROE	-6.7	14.0	24.3	21.8
부채비율	91.2	82.0	67.7	56.5
순차입금	24.6	2.8	2.2	-21.1

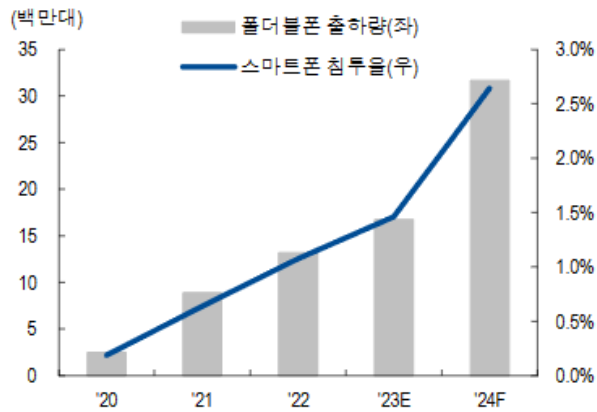
단위: 십억원, %, 원, 배

사업부별 실적 추이



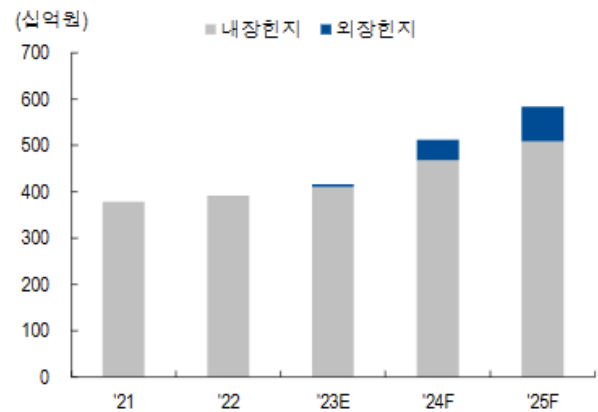
주: 2022년 인적분할 시행, 이전연도 데이터는 현 사업부 기준으로 분리한 것
 자료: 파인애플, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 글로벌 폴더블 폰 추이



자료: 카운터포인트, NH투자증권 리서치본부

그림2. 내장хин지, 외장хин지 매출 추이



자료: 파인애플, NH투자증권 리서치본부 전망



아이마켓코리아

신규 성장 동력 품 미쳤다

[\[출처\] IBK투자증권 이견재 애널리스트](#)

미국으로 확대되는 사업 모델

삼성이 미국 테일러시티에 신규 반도체 공장 건설 계획을 밝히자 아이마켓코리아는 인근 테일러시티 M-2 Zone 부지 65%를 확보. 향후 삼성이 만들 산업단지의 핵심 배후 지역으로의 개발을 준비하고 있음 텍사스 오스틴 지역은 <실리콘 힐스>라 불리며 테슬라, 애플, NXP와 같은 글로벌 기업들의 진출로 산업단지 개발 붐이 나타나는 중. 동사가 800억을 투자해 확보한 26만평 부지는 이미 1,600억원 수준으로 거래되고 있어 동사가 진행하고 있는 산업단지 개발 수익은 보수적으로 1,500억원 이상이 될 것으로 전망됨 글로벌 기업들이 텍사스에 모이는 이유는 낮은 세율, 기업 친화적 환경, 풍부한 노동 인구에 기인하지만 G2 분쟁 심화로 반도체 산업 내에서 미국과의 공조가 더 중요해졌기 때문. 삼성 파운드리 사업 또한 테일러 시티에서 새로운 기회를 창출해 동사 MRO 비즈니스의 확장이 나타날 것으로 예상됨

성장과 안정성 둘다 확보

동사는 매 분기 배당을 진행하는 몇 안되는 국내 기업으로 사업의 안정성과 배당 성향은 시장 기대치를 충족 하지만 성장성 부분에서 기대치를 충족하지 못한것이 사실. 하지만 테일러 시티 개발이 향후 성장 동력을 확보하는 중요한 첫 움직임이라는 점에서 투자자들의 관심이 필요한 시점이라 판단. 동사는 산업단지 개발로 확보할 이익 극대화를 위해 다양한 방안을 검토중이며 기대되는 예상 수익은 25년 4분기부터 실적에 반영될 것으로 전망됨

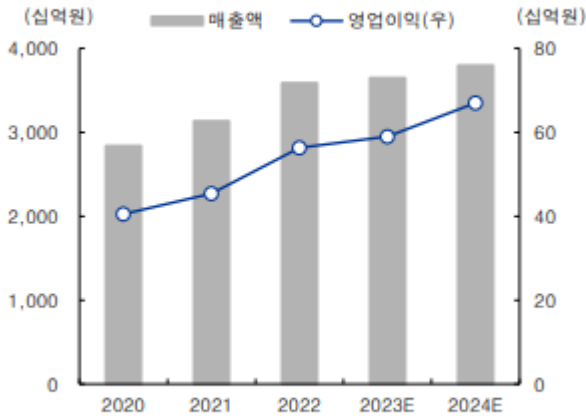
투자의견 매수 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 매수 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시함

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,132	3,588	3,649	3,796	3,962
영업이익	45	56	59	67	83
세전이익	62	37	30	37	54
지배주주순이익	38	22	14	22	35
EPS(원)	1,133	665	431	645	1,041
증가율(%)	89.3	-41.3	-35.1	49.6	61.4
영업이익률(%)	1.4	1.6	1.6	1.8	2.1
순이익률(%)	1.4	0.8	0.6	0.8	1.1
ROE(%)	10.5	6.2	4.1	6.2	10.2
PER	9.4	15.2	20.5	13.7	8.5
PBR	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.9	3.0	3.3	3.6	3.1

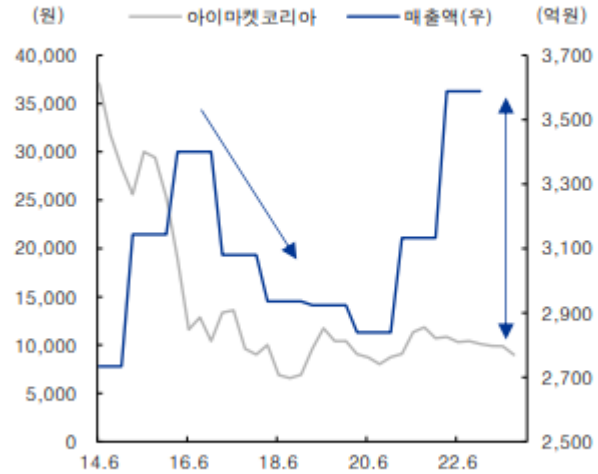
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 3. 아이마켓코리아 연결 실적



자료: 아이마켓코리아, IBK투자증권

그림 4. 매출액 & 주가 추이



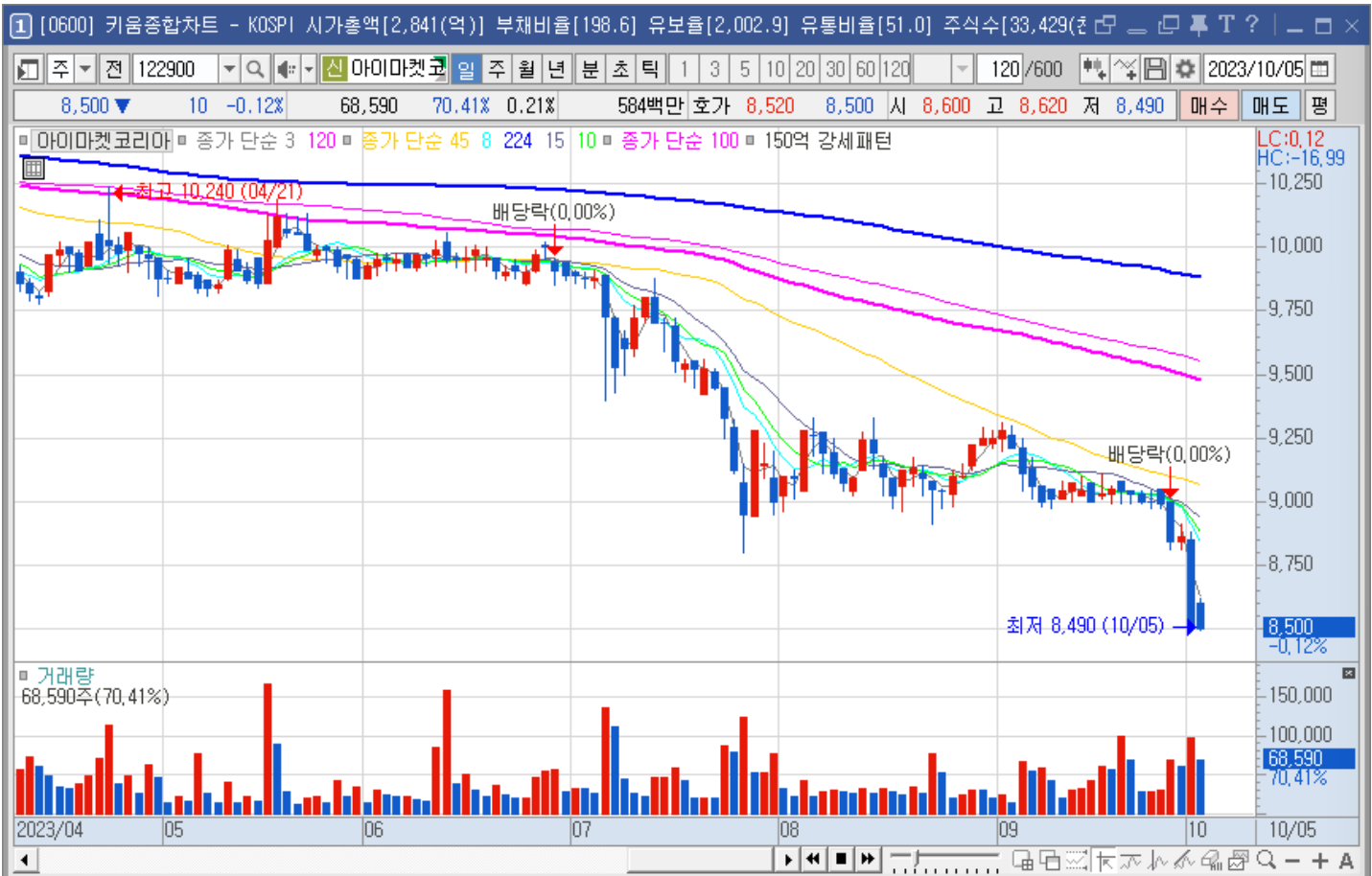
자료: 아이마켓코리아, IBK투자증권

그림 12. 아이마켓코리아 미국 텍사스 투자 관련 사업 계획

Figure 12: 아이마켓코리아 미국 텍사스 투자 관련 사업 계획. This figure outlines the investment plan for an industrial cluster in Taylor, Texas. It includes:

- 매입 부지 위치 (Acquired Land Location):** A map showing the location of the Industrial Cluster Development Project in Taylor, Texas, approximately 40km (30 minutes) from Austin. The project area is 212 acres (26만 9천 평).
- 물류센터 컨셉 도면 (Warehouse Concept Plan):** A 3D architectural rendering of the proposed warehouse facility.
- 테일러시 MOU 체결식 (Taylor City MOU Signing Ceremony):** A photograph of the signing ceremony for the Memorandum of Understanding between the company and Taylor, Texas, dated July 14, 2022.

자료: 아이마켓코리아, IBK투자증권



LG생활건강

3Q23 Preview : 대중 수요 약세 지속

[\[출처\] 하나증권 박은정 애널리스트](#)

3Q23 Preview: 대중 수요 약세 지속

LG생활건강의 3분기 실적은 연결 매출 1.78조원(YoY-5%), 영업이익 1,341억원(YoY-29%, 영업이익률 8%)으로 컨센서스(영업이익 1,626억원)를 18% 하회할 전망이다. 화장품 부문의 추정치 하향이 주요인이다. 매출의 경우 중국 경기 부진/다이고 수요 약세 지속/개인 관광객의 더딘 수요 등으로 전년도 낮은 기저에도 화장품 매출은 두 자릿수 감소할 것으로 보인다. 브랜드 리뉴얼에 따른 마케팅 투자 확대 등으로 수익성 또한 보수적으로 추정했다. 전반적으로 대중국 수요 부진 영향이 주되나(대중국 매출 비중 2022년 56% →1H23 50%), 나머지 50%에 해당하는 내수/미국/일본 등에서의 유의미한 성장이 나타나지 않는 점이 아쉬운 부분이다.

▶화장품은 매출 7천억원(YoY-10%, QoQ-9%), 영업이익 302억원 (YoY-55%) 예상한다. 브랜드 후가 대중국 수요 부진 영향으로 12% 감소할 전망이다. 면세 매출은 2.6천억원(YoY-11%, QoQ+8%), 중국은 1.2천억원(YoY-17%) 예상한다. 영업이익률은 4% 가정했는데, 브랜드 후의 대중국 매출 급감 및 브랜드 리뉴얼에 따른 중국에서의 마케팅비 지출확대가 예상됨에 따라 보수적으로 추정했다. 기타 내수 채널(백화점/방판 등)은 밋밋한 흐름 이어질 것으로 보인다. 미국/일본 등 비중국 해외는 매출과 수익성 모두 하락 가정했다. ▶생활용품은 매출 5.7천억원(YoY-3%), 영업이익 413억원(YoY-26%, 영업이익률 7%) 전망한다. 국내 모던 채널에서 성장 주도되나, 해외 사업 약세가 영향을 미쳤다. 높은 기저/해외 사업의 수익성 위축/공통비 배분 확대 등의 영향으로 전년동기비 마진 하락을 가정했다. 다만 일회성이 존재했던 전분기 대비 이익 감소 폭은 축소될 것으로 보인다.

▶음료는 매출 5천억원(YoY+2%), 영업이익 626억원(YoY-6%, 영업이익률 12%) 예상한다. 탄산이 성장 주도했으며, 비우호적인 날씨 영향으로 외형은 소폭 성장 가정했다. 전반적으로 원부자재 압박 여전한 것으로 파악된다.

투자 초입, 면세 수요 회복이 관건

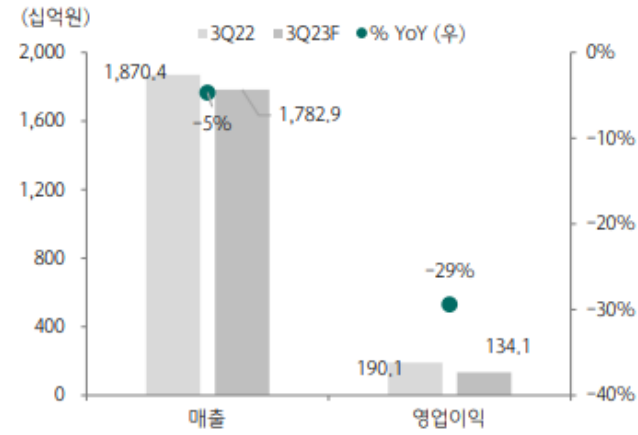
LG생활건강은 하반기부터 브랜드 후의 핵심 라인(천기단)을 리뉴얼하며, 중국 중심 투자를 시작했다. 브랜드 투자는 인지도 제고(로고 변경, 기능성 강화), 온/오프라인 마케팅 확대 등으로 나타나고 있다. 여전히 부진한 대중국 수요와 브랜드 투자 감행으로 하반기도 이익 감소는 불가피할 것이다. 다만 LG생활건강에게 현재 브랜드 리빌딩, 채널/지역 다변화를 위한 투자가 반드시 필요한 때로 보며, 이와 함께 최근 색조 브랜드를 인수하는 등 현재를 위기로 판단, 결정의 속도가 빨라지고 있다. 이러한 흐름은 중국을 시작으로 미국/일본 순차적으로 이어질 것으로 예상된다. 다행히 4분기부터 낮은 기저로 이익 폭은 완만해질 것으로 보이나, 면세(고마진)의 수요 회복이 동반되지 않는다면 이익 변동 가능성은 열려있다. 긴 호흡으로 접근 권고한다. 투자의견 매수 유지, 목표주가 60만원 유지한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

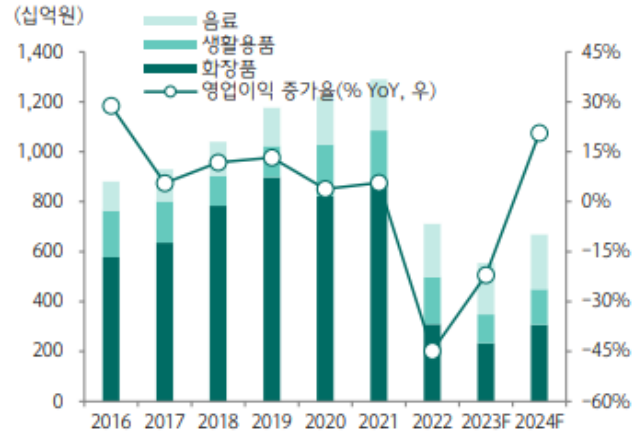
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	8,091.5	7,185.8	7,111.8	7,726.3
영업이익	1,289.6	711.1	554.3	668.4
세전이익	1,187.4	417.8	467.0	580.6
순이익	844.5	236.6	326.6	402.9
EPS	47,665	13,352	18,433	22,742
증감율	5.88	(71.99)	38.05	23.38
PER	23.01	54.07	24.22	19.63
PBR	3.56	2.36	1.39	1.31
EV/EBITDA	11.73	12.07	10.82	10.33
ROE	16.65	4.41	5.97	6.97
BPS	308,100	305,350	320,417	339,902
DPS	12,000	4,000	4,000	4,000

도표 4. LG생활건강의 3Q23F 연결 실적 전망



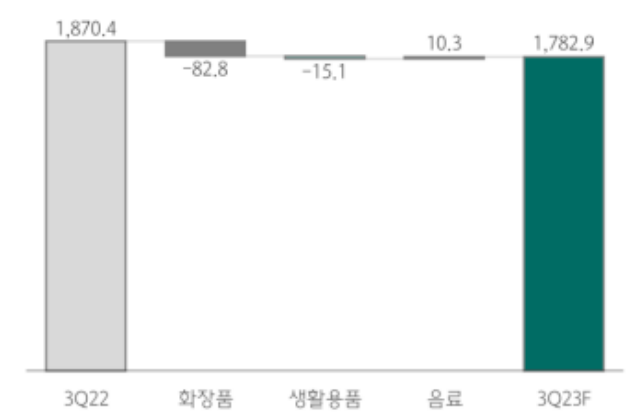
자료: 하나증권

도표 5. LG생활건강의 부문별 영업이익 추이 및 전망



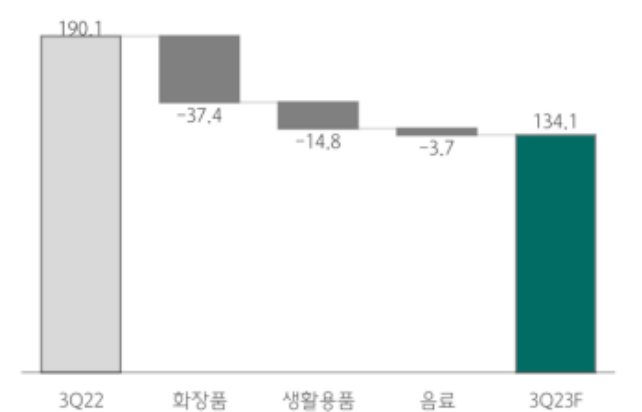
자료: 하나증권

도표 6. LG생활건강의 3Q23F 연결 매출 변동 (YoY)



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 7. LG생활건강의 3Q23F 연결 이익 변동 (YoY)



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 8. LG생활건강의 3Q23F 화장품 부문 매출 변동 (YoY)

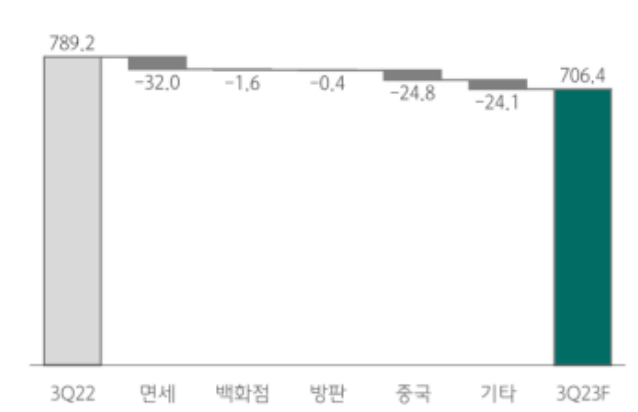


도표 9. LG생활건강의 대중국 매출 추이 및 전망

