

LS (006260)

달라진 환경, 달라진 기준

| | |
|------|------------------------|
| 투자의견 | Buy (하향) |
| 목표주가 | 130,000 원(하향) |
| 현재주가 | 78,800 원(11/14) |
| 시가총액 | 2,537 (십억원) |

철강금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

- 3Q23 Review:** 연결 매출액 6.0조원, 영업이익 2,262억원(OPM 3.8%)
 - 귀금속 출하량 감소, 황산 적자폭 증가로 인해 MnM의 별도 영업이익이 677억원(-33.5%qoq, -54.4%yoy) 큰 폭 감소되면서 LS의 연결 영업이익은 컨센서스 -10% 하회
- 장기 성장성은 명확하지만 투자 재원, 차입금 플랜, 주주 환원에 대한 구체적 내용 필요**
 - 현재 LS 지주사 및 전선에서 진행하고 있는 투자 규모는 1.2조원 규모(전구체 1, 2, 3차 8,396억원, 해저 4/5동 증설 각각 1,800억원 및 1,555억원). 3Q 기준 전선 차입금은 2.9조원 수준. 재무 레버리지는 대략적으로 부채비율 200% 미만에서 유의하다는 것을 고려했을 때 전선의 251%의 부채비율은 리스크로 여겨져 최근 주가 하락의 요인이었음. 해저 4동의 수주였던 Northfolk Boreas가 취소됨과 동시에 전선 CAPEX와 차입금은 지속 확대되고 있어 주주에게 돌아갈 이익이 줄어들 가능성 때문
 - MnM이 구축하는 황산니켈, 전구체, 리사이클링 벨류체인(총 5,794억원, 27년 가동 예정)은 IPO 시기(27년)의 MnM의 실적으로 반영될 것. MnM의 IPO는 더블카운팅 이슈보다는 오히려 지주사의 부채비율을 낮춰 긍정적인 것이라 전망. MnM의 실적이 향후 주주들이 향유할 수 있는 가치에서 일부 제외된다면 지주사 차원에서의 구체적인 주주 환원 계획 또한 제시할 필요가 있다고 판단
- 투자의견 'BUY'로, 목표가 130,000원으로 하향:**
 - 실적 추정치와 멀티플 조정에 따라 목표주가를 180,000원에서 130,000원으로, 투자의견 또한 Buy로 하향

| | | | |
|--------------|----------|---------|------|
| 주가(원,11/14) | 78,800 | | |
| 시가총액(십억원) | 2,537 | | |
| 발행주식수 | 32,200천주 | | |
| 52주 최고가 | 151,300원 | | |
| 최저가 | 63,700원 | | |
| 52주 일간 Beta | 0.87 | | |
| 60일 일평균거래대금 | 308억원 | | |
| 외국인 지분율 | 12.7% | | |
| 배당수익률(2023F) | 2.0% | | |
| 주주구성 | | | |
| 구자열 (외 45인) | 32.1% | | |
| 자사주 (외 1인) | 14.7% | | |
| 주가상승 | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준(%) | -12.1 | -13.3 | 17.2 |
| 절대기준(%) | -13.0 | -15.0 | 15.5 |
| (원, 십억원) | 현재 | 직전 | 변동 |
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 130,000 | 180,000 | - |
| 영업이익(23) | 983 | 1,101 | ▼ |
| 영업이익(24) | 1,050 | 1,201 | ▼ |

| 12월 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 12,829 | 17,491 | 24,788 | 24,973 |
| 영업이익 | 470 | 562 | 983 | 1,050 |
| 세전손익 | 392 | 658 | 561 | 595 |
| 당기순이익 | 352 | 505 | 421 | 462 |
| EPS(원) | 8,627 | 14,024 | 9,309 | 10,862 |
| 증감률(%) | 119.0 | 62.6 | -33.6 | 16.7 |
| PER(배) | 6.3 | 5.0 | 8.5 | 7.3 |
| ROE(%) | 8.2 | 12.0 | 7.3 | 8.0 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 6.9 | 8.4 | 5.8 | 5.5 |

자료: 유진투자증권

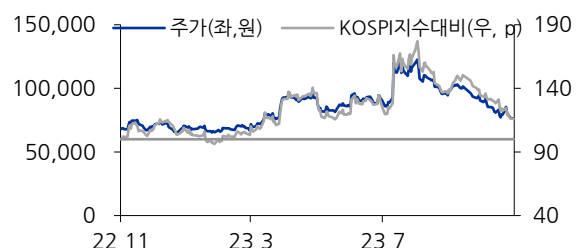
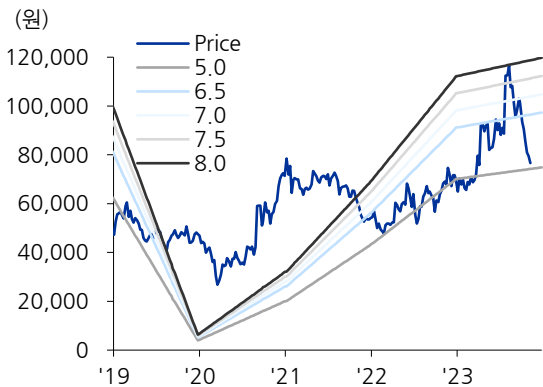


도표 1. LS 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23P | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 3,713 | 4,120 | 3,859 | 5,799 | 6,098 | 6,509 | 6,014 | 6,166 | 12,829 | 17,491 | 24,788 |
| LS MnM | 2,801 | 2,831 | 2,692 | 2,555 | 2,565 | 2,736 | 2,499 | 2,786 | 9,902 | 10,879 | 10,586 |
| LS 전선 | 1,711 | 1,883 | 1,737 | 1,290 | 1,498 | 1,510 | 1,567 | 1,508 | 5,852 | 6,621 | 6,082 |
| LS 아이앤디 | 948 | 1,039 | 987 | 945 | 992 | 1,032 | 932 | 904 | 3,300 | 3,919 | 3,861 |
| LS 엠트론 | 313 | 314 | 286 | 297 | 308 | 287 | 218 | 236 | 1,038 | 1,210 | 1,049 |
| LS Electric | 730 | 879 | 839 | 930 | 976 | 1,202 | 1,023 | 974 | 2,668 | 3,377 | 4,174 |
| 연결조정/기타 | -11 | -5 | -9 | 217 | -240 | -257 | -233 | -242 | 29 | 192 | 971 |
| 영업이익 | 129 | 149 | 150 | 134 | 234 | 280 | 226 | 243 | 470 | 562 | 983 |
| 영업이익률(%) | 3 | 4 | 4 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 3 | 4 |
| LS MnM | 112 | 194 | 157 | 52 | 26 | 109 | 68 | 70 | 354 | 514 | 273 |
| LS 전선 | 49 | 76 | 57 | 38 | 60 | 37 | 66 | 59 | 222 | 220 | 222 |
| LS 아이앤디 | 22 | -2 | 13 | 32 | 38 | 21 | 14 | 25 | 108 | 65 | 99 |
| LS 엠트론 | 20 | 23 | 12 | -5 | 22 | 15 | 4 | 8 | 10 | 50 | 49 |
| LS Electric | 41 | 60 | 61 | 26 | 82 | 105 | 70 | 85 | 155 | 188 | 341 |
| 연결조정/기타 | -114 | -202 | -150 | -9 | 5 | -7 | 5 | -5 | -380 | -475 | -2 |
| 세전이익 | 162 | 122 | 239 | 135 | 123 | 178 | 121 | 139 | 392 | 658 | 561 |
| 당기순이익 | 140 | 91 | 147 | 127 | 111 | 132 | 64 | 114 | 352 | 505 | 421 |
| 주요 가정(단위: 천톤, 십억원) | | | | | | | | | | | |
| 동판매량 | 160 | 156 | 160 | 150 | 133 | 153 | 149 | 153 | 577 | 626 | 588 |
| 나동선 생산량 | 458 | 441 | 381 | 373 | 293 | 256 | 248 | 375 | 1,644 | 1,653 | 1,171 |
| 산업전선 생산량 | 164 | 185 | 164 | -153 | 87 | 99 | 98 | 99 | 562 | 360 | 382 |
| 전력선 생산량 | 232 | 223 | 207 | 235 | 239 | 249 | 219 | 165 | 730 | 897 | 871 |
| 통신사업 생산량 | 41 | 40 | 41 | 39 | 37 | 29 | 23 | 28 | 151 | 161 | 118 |

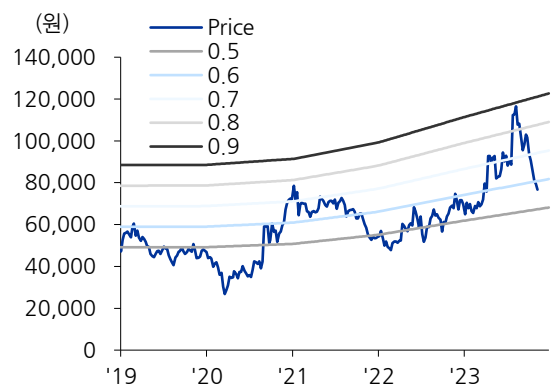
자료: 유진투자증권

도표 2. PER Band



자료: 유진투자증권

도표 3. PBR Band



자료: 유진투자증권

도표 4. LS 목표주가 산출

| 구분 | 기업가치 | 비고(단위: 십억원, 배, 천주) |
|------------------|----------------|---|
| 영업가치(A) | 448.8 | |
| 브랜드로열티 | 448.8 | 2023년 예상 브랜드 수익의 10배 적용 |
| 비영업가치(B) | 4,888.5 | |
| 상장사 | 557.4 | |
| LS Electric | 481.7 | 시장가와 지분가치 적용 후 60% 할인(47.47%) |
| LS 전선아시아 | 75.7 | 시장가와 지분가치 적용 후 60% 할인(54.58%) |
| 비상장사 | 4,331.1 | |
| LS MnM | 2,324.4 | 제련 Peer PBR 1.0배와 지분가치 적용 |
| LS 전선 | 1,512.4 | 전선 Peer PBR 1.4배와 지분가치 적용 |
| LS 아이앤디 | 30.0 | 전선 Peer PBR 1.4배와 지분가치 적용(Pre-IPO 19.9% 제외) |
| LS 엠트론 | 380.8 | 기계 Peer PBR 0.8배와 지분가치 적용 |
| LS 글로벌 | 47.8 | |
| 기타 지분 가치 | 35.6 | |
| 순차입금(C) | 1,163.6 | 23년 별도 예상 순차입금 |
| 기업가치(D) | 4,173.8 | (D)=(A)+(B)-(C) |
| 발행 주식수(E) | 32,200 | |
| 적정주가 | 129,619 | |
| 목표주가(원) | 130,000 | |

자료: 유진투자증권

도표 5. 구리 가격 변화에 따른 LS 실적 변화: 구리 가격 ±1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 1,170 만원

| 가정 | | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 환율(원/달러) | 1,300 | 1,300 | 1,300 | 1,300 | 1,300 | 1,300 |
| 구리 가격(달러/톤) | 7,500 | 8,000 | 8,500 | 9,000 | 9,500 | 10,000 |
| 구리 정광 매입량(톤) | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 |
| 구리 정광 품위(%) | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| TC(달러/톤) | 88 | 88 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| Payable Ratio | 97 | 97 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| Recovery rate | 98 | 98 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 수익 요소별 이익 | | | | | | |
| TC(십억원) | 228.8 | 228.8 | 228.8 | 228.8 | 228.8 | 228.8 |
| Free Metal(십억원) | 87.8 | 93.6 | 99.5 | 105.3 | 111.2 | 117.0 |

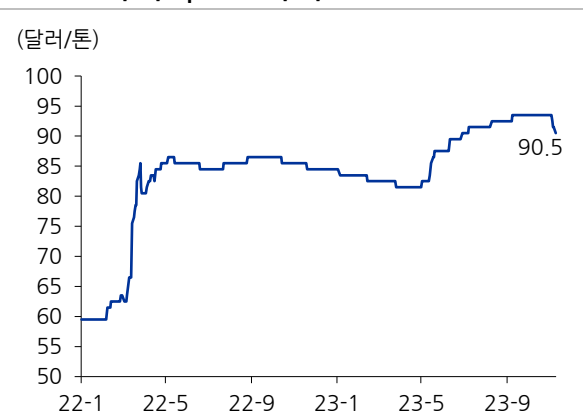
자료: 유진투자증권

도표 6. TC 변화에 따른 LS 실적 변화: TC ±1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 2.6 억원

| 가정 | | | | | | |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 환율(원/달러) | 1,300 | 1,300 | 1,300 | 1,300 | 1,300 | 1,300 |
| 구리 가격(달러/톤) | 9,000 | 9,000 | 9,000 | 9,000 | 9,000 | 9,000 |
| 구리 정광 매입량(톤) | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 |
| 구리 정광 품위(%) | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| TC(달러/톤) | 65 | 70 | 75 | 80 | 85 | 90 |
| Payable Ratio | 97 | 97 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| Recovery rate | 98 | 98 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 수익 요소별 이익 | | | | | | |
| TC(십억원) | 169.0 | 182.0 | 195.0 | 208.0 | 221.0 | 234.0 |
| Free Metal(십억원) | 105.3 | 105.3 | 105.3 | 105.3 | 105.3 | 105.3 |

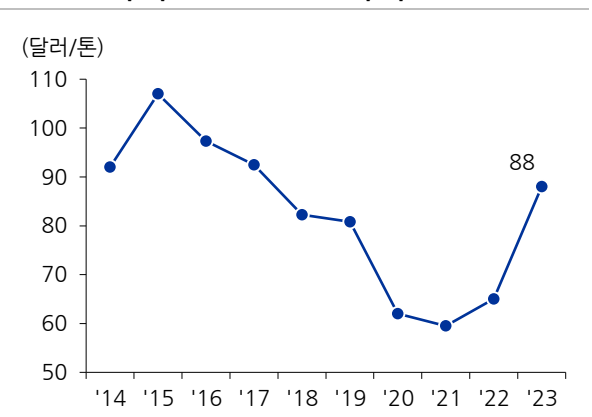
자료: 유진투자증권

도표 7. 구리 Spot TC 추이



자료: 유진투자증권

도표 8. 구리 Benchmark TC 추이

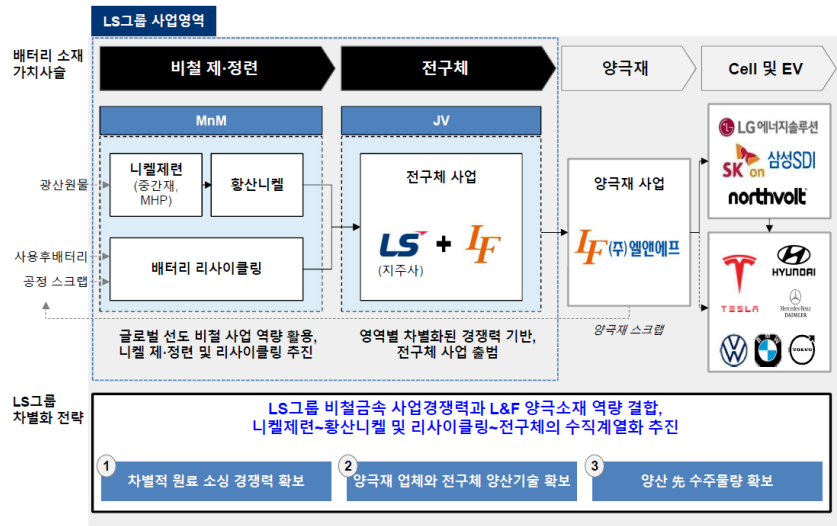


자료: 유진투자증권

도표 9. 이차전지 소재 산업 밸류체인

이차전지 소재 사업

1 LS 그룹 이차전지 양극재 소재 사업 추진구조

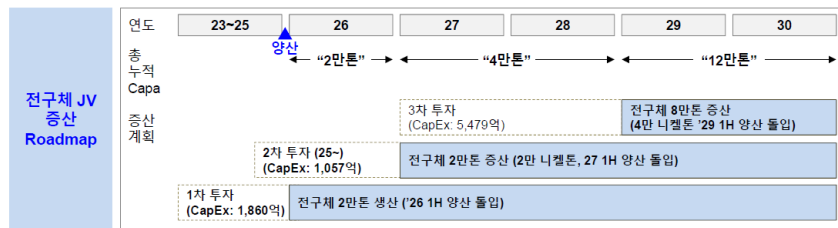


자료: LS, 유진투자증권

도표 10. 전구체 및 리사이클링 계획

이차전지 소재 사업

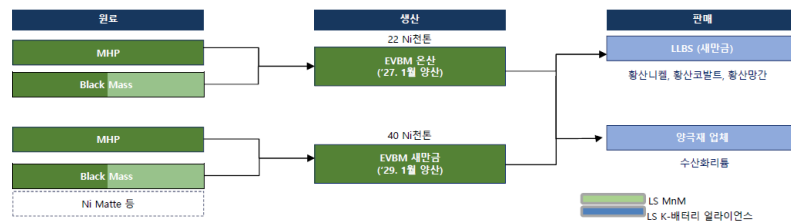
2 전구체 사업 추진 로드맵



3 비철 제·정련 사업

- 사업 내용

- 황산니켈 사업과 EV배터리 리사이클링(후처리) 사업을 융합 추진
- 1차 온산 / 2차 새만금에 Plant 건설 예정.
- LLBS 전구체 생산계획에 맞춰 황산 니켈 생산 예정(1차 22 Ni천톤 / 2차 40 Ni천톤)



자료: LS, 유진투자증권

LS(006260.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계 | 12,626 | 16,814 | 17,549 | 18,169 | 19,089 |
| 유동자산 | 7,486 | 11,461 | 11,788 | 11,898 | 12,443 |
| 현금성자산 | 1,686 | 2,276 | 2,750 | 2,912 | 2,756 |
| 매출채권 | 2,963 | 3,603 | 3,379 | 3,353 | 3,641 |
| 재고자산 | 2,223 | 4,662 | 4,730 | 4,694 | 5,098 |
| 비유동자산 | 5,140 | 5,353 | 5,761 | 6,271 | 6,646 |
| 투자자산 | 2,073 | 1,231 | 1,348 | 1,403 | 1,460 |
| 유형자산 | 2,471 | 3,488 | 3,777 | 4,242 | 4,568 |
| 기타 | 597 | 633 | 636 | 627 | 618 |
| 부채총계 | 7,916 | 11,259 | 11,597 | 11,918 | 12,455 |
| 유동부채 | 5,174 | 8,505 | 8,609 | 8,519 | 8,645 |
| 매입채무 | 1,916 | 2,685 | 2,334 | 2,316 | 2,515 |
| 유동성이자부채 | 2,770 | 5,135 | 5,584 | 5,504 | 5,424 |
| 기타 | 487 | 685 | 692 | 699 | 706 |
| 비유동부채 | 2,742 | 2,754 | 2,988 | 3,399 | 3,810 |
| 비유동이자부채 | 2,539 | 2,479 | 2,708 | 3,108 | 3,508 |
| 기타 | 202 | 275 | 280 | 291 | 302 |
| 자본총계 | 4,710 | 5,555 | 5,952 | 6,252 | 6,634 |
| 지배지분 | 3,547 | 3,981 | 4,207 | 4,507 | 4,889 |
| 자본금 | 161 | 161 | 161 | 161 | 161 |
| 자본잉여금 | 348 | 331 | 326 | 326 | 326 |
| 이익잉여금 | 3,158 | 3,598 | 3,856 | 4,156 | 4,538 |
| 기타 | (120) | (110) | (136) | (136) | (136) |
| 비지배지분 | 1,164 | 1,574 | 1,744 | 1,744 | 1,744 |
| 자본총계 | 4,710 | 5,555 | 5,952 | 6,252 | 6,634 |
| 충차입금 | 5,310 | 7,614 | 8,292 | 8,612 | 8,932 |
| 순차입금 | 3,623 | 5,338 | 5,542 | 5,700 | 6,176 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | (133) | 467 | 599 | 853 | 436 |
| 당기순이익 | 345 | 509 | 424 | 462 | 583 |
| 자산상각비 | 303 | 338 | 403 | 456 | 493 |
| 기타비현금성손익 | 211 | 234 | 16 | (117) | (156) |
| 운전자본증감 | (881) | (444) | (175) | 41 | (495) |
| 매출채권감소(증가) | (361) | (93) | 165 | 26 | (288) |
| 재고자산감소(증가) | (539) | (478) | 1 | 36 | (403) |
| 매입채무증가(감소) | 90 | 278 | (319) | (18) | 199 |
| 기타 | (71) | (151) | (22) | (2) | (2) |
| 투자현금 | (444) | (1,040) | (782) | (989) | (891) |
| 단기투자자산감소 | (107) | 81 | (68) | (28) | (29) |
| 장기투자증권감소 | 745 | 931 | 721 | (16) | (17) |
| 설비투자 | 290 | 484 | 650 | 874 | 773 |
| 유형자산처분 | 3 | 7 | 64 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (24) | (27) | (34) | (38) | (38) |
| 재무현금 | 280 | 971 | 551 | 270 | 270 |
| 차입금증가 | 388 | 1,071 | 448 | 320 | 320 |
| 자본증가 | (107) | (70) | (43) | (50) | (50) |
| 배당금지급 | 65 | 63 | 43 | 50 | 50 |
| 현금 증감 | (292) | 399 | 399 | 134 | (184) |
| 기초현금 | 1,564 | 1,273 | 1,671 | 2,070 | 2,204 |
| 기말현금 | 1,273 | 1,671 | 2,070 | 2,204 | 2,019 |
| Gross Cash flow | 860 | 1,082 | 1,089 | 812 | 931 |
| Gross Investment | 1,218 | 1,565 | 889 | 920 | 1,357 |
| Free Cash Flow | (358) | (483) | 200 | (109) | (426) |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 12,829 | 17,491 | 24,788 | 24,973 | 26,642 |
| 증가율(%) | 22.8 | 36.3 | 41.7 | 0.7 | 6.7 |
| 매출원가 | 11,217 | 15,610 | 22,356 | 22,449 | 24,057 |
| 매출총이익 | 1,612 | 1,882 | 2,432 | 2,524 | 2,585 |
| 판매 및 일반관리비 | 1,142 | 1,320 | 1,457 | 1,474 | 1,475 |
| 기타영업손익 | 20 | 16 | 10 | 1 | 0 |
| 영업이익 | 470 | 562 | 983 | 1,050 | 1,110 |
| 증가율(%) | 39.7 | 19.4 | 75.0 | 6.9 | 5.7 |
| EBITDA | 774 | 900 | 1,386 | 1,506 | 1,603 |
| 증가율(%) | 23.3 | 16.3 | 54.0 | 8.7 | 6.4 |
| 영업외손익 | (78) | 96 | (587) | (798) | (693) |
| 이자수익 | 22 | 39 | 61 | 63 | 67 |
| 이자비용 | 106 | 185 | 392 | 412 | 427 |
| 지분법손익 | 122 | 180 | 9 | 5 | 5 |
| 기타영업외손익 | (117) | 63 | (265) | (455) | (338) |
| 세전순이익 | 392 | 658 | 561 | 595 | 772 |
| 증가율(%) | 29.3 | 67.9 | (14.7) | 6.0 | 29.7 |
| 법인세비용 | 47 | 149 | 135 | 133 | 186 |
| 당기순이익 | 352 | 505 | 421 | 462 | 583 |
| 증가율(%) | 80.8 | 43.6 | (16.7) | 9.7 | 26.2 |
| 지배주주지분 | 278 | 452 | 300 | 350 | 432 |
| 증가율(%) | 119.0 | 62.6 | (33.6) | 16.7 | 23.5 |
| 비지배지분 | 74 | 54 | 121 | 112 | 151 |
| EPS(원) | 8,627 | 14,024 | 9,309 | 10,862 | 13,414 |
| 증가율(%) | 119.0 | 62.6 | (33.6) | 16.7 | 23.5 |
| 수정EPS(원) | 8,627 | 14,024 | 9,309 | 10,862 | 13,414 |
| 증가율(%) | 119.0 | 62.6 | (33.6) | 16.7 | 23.5 |

주요투자지표

| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 8,627 | 14,024 | 9,309 | 10,862 | 13,414 |
| BPS | 110,143 | 123,619 | 130,664 | 139,976 | 151,840 |
| DPS | 1,450 | 1,550 | 1,550 | 1,550 | 1,550 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | 6.3 | 5.0 | 8.5 | 7.3 | 5.9 |
| PBR | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EV/ EBITDA | 6.9 | 8.4 | 5.8 | 5.5 | 5.4 |
| 배당수익률 | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| PCR | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 3.1 | 2.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 3.7 | 3.2 | 4.0 | 4.2 | 4.2 |
| EBITDA이익률 | 6.0 | 5.1 | 5.6 | 6.0 | 6.0 |
| 순이익률 | 2.7 | 2.9 | 1.7 | 1.8 | 2.2 |
| ROE | 8.2 | 12.0 | 7.3 | 8.0 | 9.2 |
| ROIC | 6.7 | 5.1 | 7.0 | 7.3 | 7.1 |
| 안정성 (배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 76.9 | 96.1 | 93.1 | 91.2 | 93.1 |
| 유동비율 | 144.7 | 134.8 | 136.9 | 139.7 | 143.9 |
| 이자보상배율 | 4.5 | 3.0 | 2.5 | 2.6 | 2.6 |
| 활동성 (회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 매출채권회전율 | 4.7 | 5.3 | 7.1 | 7.4 | 7.6 |
| 재고자산회전율 | 6.6 | 5.1 | 5.3 | 5.3 | 5.4 |
| 매입채무회전율 | 7.0 | 7.6 | 9.9 | 10.7 | 11.0 |

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 96% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 증가대비 -10%미만 | 1% |

(2023.09.30 기준)

