

## LG003550

## 그룹의 가치 제고 요구 증가

## 그룹의 Enterprise 밸류 크게 저평가 → 화학의 엔솔 지분 매각 가능성

전일 LG화학의 주가가 실적 부진에도 크게 상승했다. 최근 한국판 기업 밸류업 기대감이 높은 가운데 시사하는 바가 있다. LG에너지솔루션의 물적 분할과 상장은 정부의 강력한 규제 강화의 원인을 제공했다. LG엔솔 81.8%를 보유한 LG화학의 할인율은 약 78%로 국내 어떠한 지주회사보다 높은 할인을 받고 있다.

LG그룹의 가치가 크게 저평가되어 있는 이유도 여기에 있다. 높은 할인율의 LG화학이 LG그룹의 가치 산정에 반영되는데 이 역시도 LG 시가총액 대비 할인되어 있다. 주 LG의 할인율은 표면적으로 43%이지만 LG엔솔의 실질 가치를 반영하면 실제 할인율은 65%이다. 사실상 LG엔솔 물적분할 상장으로 LG의 그룹 밸류는 크게 하락했다. 결론적으로 1) LG화학이 엔솔 지분 일부를 매각하여 LG 화학주주들에게 보상 차원에서 일부 환원이 필요하며, 2) 자체 성장동력 리소스 등으로 활용할 필요가 있다.

## 일본에서 적극적으로 활동 중인 영국계 실체스터가 3대주주 등극

영국계 실체스터가 23년 지분을 두 차례 크게 증가시키면서 3대주주로 등극했다. LG가족간 경영권 분쟁 이슈 가운데 지분을 늘린 점이 눈에 띈다. 실체스터는 일본에서 적극적인 주주행동을 전개하는 펀드다. 일본 이와타 은행, 시가 은행 등 지방은행 대상으로 1) 50%의 배당성향, 2) 주식에서 발생하는 이익에 대한 100% 배당, 3) 일부 CEO 해임 등의 주주 행동을 전개했다. 22년 동시 다발적으로 실시했다.

## 유류 순현금 M&amp;A 외에도 주주 환원으로 활용 필요

동사는 1.5조원이 넘는 방대한 순현금과 향후 CNS 상장 시 추가적인 현금 유입이 예상된다. M&A 기회가 장기간 부재한 가운데 막대한 현금 활용과 관련한 적극적인 주주환원 등의 요구 가능성이 높다. 또한 작년부터 매입 중인 자사주의 소각 여부도 시장의 높은 관심을 받을 전망이다. 이미 삼성과 SK가 기 자사주 혹은 신규 매입분에 대해 소각을 발표했기 때문이다.

## Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,199	6,859	7,186	7,512	8,107
영업이익	1,586	2,460	1,941	1,702	1,503
영업이익률(%)	30.5	35.9	27.0	22.7	18.5
세전이익	1,643	2,391	2,046	1,752	1,637
지배주주지분순이익	1,466	2,565	1,980	1,408	1,140
EPS(원)	8,445	16,255	12,526	8,893	7,189
증감률(%)	35.9	92.5	-22.9	-29.0	-19.2
ROE(%)	7.5	12.4	8.5	5.4	4.3
PER(배)	10.4	5.0	6.2	10.4	12.8
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	7.8	4.1	4.9	7.0	6.1

자료: LG, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장

02-709-2650

seankim@ds-sec.co.kr

2024.02.05

## 매수(유지)

목표주가(상향)	110,000원
현재주가(02/02)	92,100원
상승여력	19.4%

## Stock Data

KOSPI	2,615.3pt
시가총액(보통주)	14,487십억원
발행주식수	157,301천주
액면가	5,000원
자본금	802십억원
60일 평균거래량	278천주
60일 평균거래대금	22,616백만원
외국인 지분율	35.9%
52주 최고가	98,000원
52주 최저가	71,200원
주요주주	
구광모(외30인)	41.7%
국민연금공단(외1인)	8.0%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	8.6	10.6
3M	17.6	6.0
6M	7.0	7.0

## 주가차트

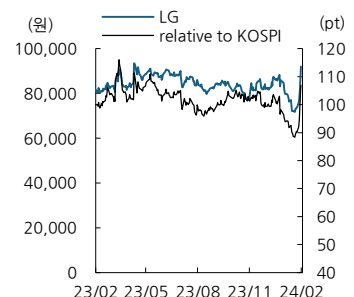


그림1 LG화학 할인 규모

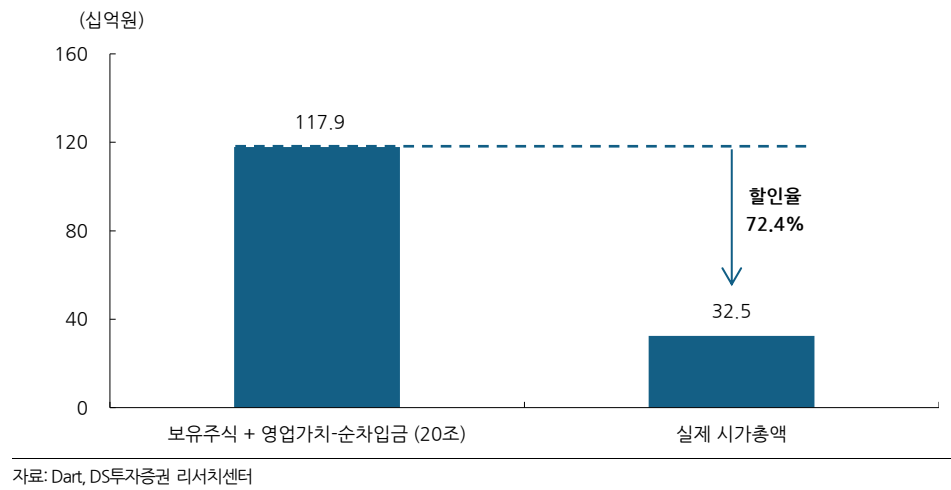


그림2 LG그룹 NAV 할인율 vs. LG엔솔 가치 감안한 실제 NAV 할인율

(조원, %)	지분율	기업가치 (시가총액)	지분 가치	(조원, %)	지분율	기업가치 (시가총액)	지분 가치
LG전자	34%	15.9	5.4	LG전자	34%	15.9	5.4
LG화학	33%	32.5	10.7	LG화학	33%	78	25.7
LG유플러스	38%	4.6	1.7	LG에너지솔루션	81.8%	74.0	
LG생활건강	34%	4.9	1.7	LG유플러스	38%	4.7	1.8
지투알	35%	0.1	0.0	LG생활건강	34%	7.3	2.5
보유 상장사 지분 가치 (a)				지투알	35%	0.1	0.0
비상장 자회사 지분 가치 (b)				보유 상장사 지분 가치 (a)			
기타 수익 가치 (c)				비상장 자회사 지분 가치 (b)			
NAV (a+b+c)				기타 수익 가치 (c)			
(주)LG 시총				NAV (a+b+c)			
할인율				(주)LG 시총			
				할인율			

LG화학의 가치 산정	보유 주식 가치	비고
투자자산 가치	3.7	(LG생명과학, 고려아연, 토레이 헝가리 등)
LG 에너지솔루션	74	81.8% 지분율
Total	78	영업가치 60조원 제외

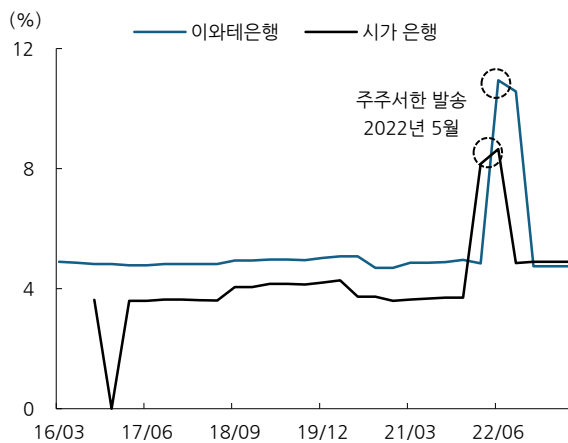
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 (주)LG 주주 구성

구광모 (자)	15.95%	} 19%
구본능 (부)	3.05%	
국민연금	6.83%	} 7.84%
<b>실체스터</b>	<b>6.03%</b>	
김영식	4.20%	
구연경	2.92%	
구연수	0.72%	
구본식	4.48%	
구본준	2.04%	
기타 친인척 및 재단	8.3%	
기타 주주	45.45%	

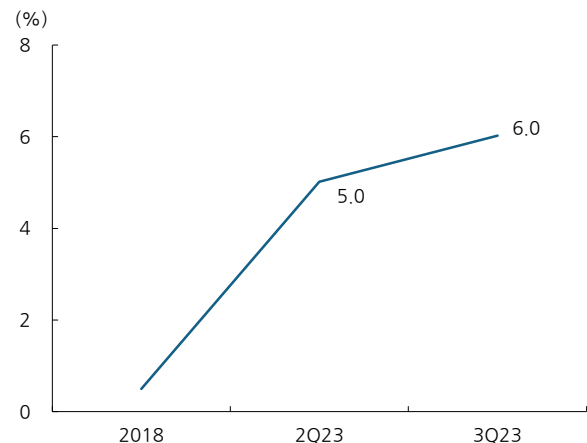
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림4 이와테 은행, 시가 은행에 대한 실체스터의 지분을 변화



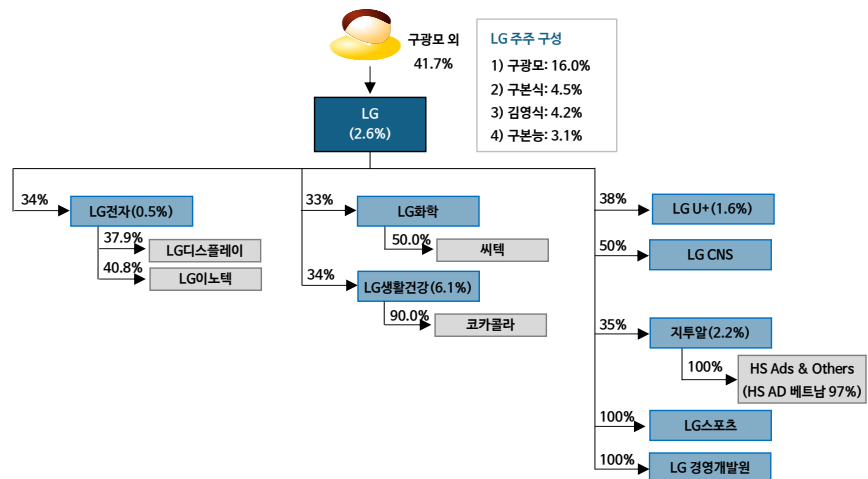
자료: 실체스터, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 (주)LG에 대한 실체스터의 지분을 변화



자료: 실체스터, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 LG 지배구조도



자료: LG, DS투자증권 리서치센터

표1 LG 별도 및 지분법 손익 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	증감률 (%, %p)
<b>별도</b>											
매출액	644	121	169	133	620	121	529	140	1,068	1,410	32
영업이익	594	54	111	63	564	56	363	69	821	1,053	28
순이익	568	42	97	30	547	44	319	33	737	943	28
OPM	92.2	44.4	65.4	47.2	91.1	46.6	68.6	49.6	76.9	74.7	(2.2)
NPM	88.2	34.4	57.4	22.6	88.3	36.2	60.2	23.8	69.1	66.9	(2.2)
<b>지분법 손익</b>	<b>688</b>	<b>355</b>	<b>341</b>	<b>(351)</b>	<b>368</b>	<b>284</b>	<b>355</b>	<b>220</b>	<b>1,033</b>	<b>1,227</b>	<b>19</b>
LG 전자	387	48	17	(91)	135	26	127	155	362	444	23
LG 화학	210	199	187	(26)	135	146	125	225	569	631	11
LG 유플러스	51	54	81	62	49	80	60	64	248	253	2
LG 생활건강	35	38	38	(36)	30	28	26	37	75	121	61
지투알	(1)	1	0	5	(2)	1	2	5	5	7	32
<b>연결 자회사</b>											
매출액	999	1,287	1,302	1,900	1,188	1,525	1,431	1,922	5,488	6,065	11
영업이익	72	93	101	123	72	121	109	126	389	428	10
순이익	631	109	95	133	69	107	102	97	968	375	(61)

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 LG 주요 연결 비상장 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	증감률 (%, %p)
<b>LG CNS</b>											
매출액	885	1,150	1,168	1,767	1,049	1,373	1,277	1,785	4,970	5,484	10.3
영업이익	65	87	95	138	63	114	89	139	385	405	5.2
순이익	39	64	70	91	42	75	63	92	265	273	3.0
OPM	7.3	7.6	8.2	7.8	6.0	8.3	7.0	7.8	7.8	7.4	-0.4
NPM	4.4	5.6	6.0	5.1	4.0	5.5	5.0	5.1	5.3	5.0	-0.4
<b>LG 경영개발원</b>											
매출액	41	57	50	57	54	58	57	59	205	227	11.0
영업이익	1	6	1	-1	4	5	1	0	7	10	34.4
순이익	-2	7	1	0	3	4	1	0	6	8	45.1
OPM	3.2	10.6	1.0	-0.9	7.9	8.4	1.3	0.0	3.6	4.3	0.8
NPM	-3.9	12.9	1.0	-0.7	6.3	6.9	1.8	0.0	2.8	3.7	0.9

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 LG 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	증감률 (%, %p)
<b>연결</b>											
매출액	1,786	1,738	1,745	1,917	1,649	1,899	1,862	2,102	7,186	7,512	4.5
영업이익	828	500	509	103	505	455	510	233	1,941	1,702	-12.3
순이익	1,332	446	413	-211	453	397	424	134	1,980	1,408	-28.9
OPM	46.4	28.8	29.2	5.4	30.6	23.9	27.4	11.1	27.0	22.7	-271.7
NPM	74.6	25.6	23.6	-11.0	27.5	20.9	22.8	6.4	27.5	18.7	-636.4

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 LG 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
<b>상장회사 가치 (a)</b>			<b>14,495</b>	<b>54.7</b>	<b>40% 할인</b>
LG전자	34%	15,923	5,414		
LG화학	33%	32,543	10,739		
LG유플러스	38%	4,558	1,732		
LG생활건강	34%	4,904	1,667		
지투알	35%	102	36		
<b>비상장회사 가치 (b)</b>			<b>3,873</b>	<b>14.8</b>	
디엔오	100%	250.1	250.1		장부가액
LG CNS	50%	7,000.0	3,500		시장 밸류
기타		123.3	123.3		장부가액
<b>기타자산 (c)</b>			<b>6,010.7</b>	<b>23.0</b>	
로열티			4,391		연간 유입 * 적정 PER 적용
임대수익			1,619.6		연간 유입 * 적정 PER 적용
<b>순차입금 (d)</b>			<b>(1,724)</b>	<b>6.6</b>	
<b>Target NAV (a+b+c-d)</b>			<b>26,103</b>	<b>100</b>	
유통주식수 (백만주)			153		보통주 기준
<b>주당 NAV (원)</b>			<b>110,000</b>		
<b>현재주가</b>			<b>92,100</b>		
<b>상승여력(%)</b>			<b>19.4</b>		

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

## [LG003550]

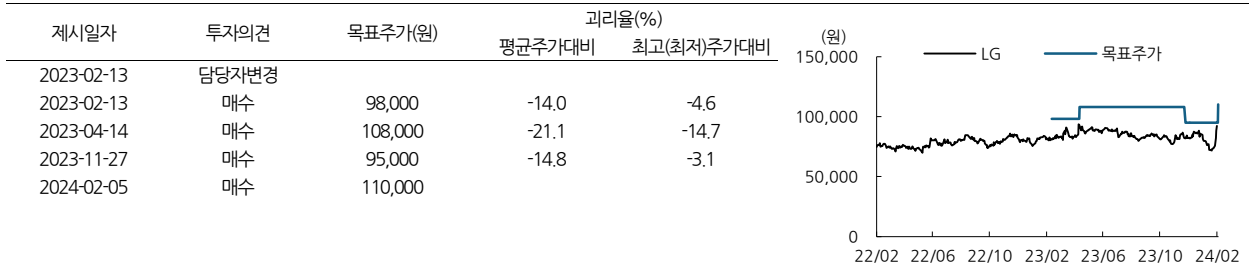
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	5,896	5,548	5,083	4,774	7,287	매출액	5,199	6,859	7,186	7,512	8,107
현금 및 현금성자산	1,493	1,133	1,051	643	3,556	매출원가	3,303	4,065	4,853	5,398	6,181
매출채권 및 기타채권	1,354	1,233	1,522	1,497	1,006	매출총이익	1,896	2,794	2,333	2,114	1,926
재고자산	42	54	58	111	108	판매비 및 관리비	310	333	391	412	423
기타	3,008	3,128	2,452	2,523	2,617	영업이익	1,586	2,460	1,941	1,702	1,503
비유동자산	18,386	20,122	24,550	25,511	23,640	(EBITDA)	1,760	2,636	2,120	1,891	1,697
관계기업투자등	15,098	16,922	20,969	22,074	20,065	금융손익	-2	8	46	71	-24
유형자산	1,590	1,509	1,524	1,539	1,563	이자비용	30	23	20	37	24
무형자산	132	160	151	152	196	관계기업등 투자손익	70	-191	7	0	0
자산총계	24,282	25,670	29,634	30,285	30,927	기타영업외손익	-11	114	51	-21	158
유동부채	2,133	2,819	2,524	1,919	1,896	세전계속사업이익	1,643	2,391	2,046	1,752	1,637
매입채무 및 기타채무	1,425	1,347	1,368	1,197	1,161	계속사업법인세비용	304	209	527	217	422
단기금융부채	324	291	676	413	413	계속사업이익	1,339	2,182	1,519	1,535	1,215
기타유동부채	384	1,180	480	309	322	중단사업이익	202	502	597	0	0
비유동부채	1,288	910	875	1,321	1,321	당기순이익	1,541	2,684	2,116	1,535	1,215
장기금융부채	1,002	573	185	585	585	지배주주	1,466	2,565	1,980	1,408	1,140
기타비유동부채	285	338	690	736	736	총포괄이익	1,287	3,199	4,762	1,535	1,215
부채총계	3,421	3,730	3,399	3,240	3,217	매출총이익률 (%)	36.5	40.7	32.5	28.1	23.8
지배주주지분	20,258	21,247	25,452	26,234	26,899	영업이익률 (%)	30.5	35.9	27.0	22.7	18.5
자본금	879	802	802	802	802	EBITDAMA진률 (%)	33.8	38.4	29.5	25.2	20.9
자본잉여금	2,965	2,969	2,968	2,968	2,968	당기순이익률 (%)	29.6	39.1	29.4	20.4	15.0
이익잉여금	16,782	18,891	20,621	21,564	22,230	ROA (%)	6.3	10.3	7.2	4.7	3.7
비지배주주지분(연결)	603	694	782	811	811	ROE (%)	7.5	12.4	8.5	5.4	4.3
자본총계	20,861	21,940	26,234	27,045	27,710	ROIC (%)	35.5	63.5	47.1	44.3	32.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	739	1,020	641	219	1,783	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	1,541	2,684	2,116	1,535	1,215	P/E	10.4	5.0	6.2	10.4	12.8
비현금수익비용가감	-826	-1,801	-1,212	-1,063	118	P/B	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5
유형자산감가상각비	152	147	150	156	157	P/S	3.0	1.9	1.7	2.0	1.8
무형자산상각비	22	29	29	32	36	EV/EBITDA	7.8	4.1	4.9	7.0	6.1
기타현금수익비용	-999	-1,976	-1,391	-3,282	-75	P/CF	21.5	14.7	13.9	31.3	11.1
영업활동 자산부채변동	105	-274	-453	-487	449	배당수익률 (%)	2.9	3.5	3.8	3.3	3.3
매출채권 감소(증가)	141	-343	-254	31	492	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	21	-13	-4	-53	3	매출액	-20.4	31.9	4.8	4.5	7.9
매입채무 증가(감소)	-35	295	21	-153	-36	영업이익	59.5	55.1	-21.1	-12.3	-11.7
기타자산, 부채변동	-21	-213	-215	-313	-10	세전이익	67.6	45.5	-14.4	-14.3	-6.6
투자활동 현금	-1,278	-272	-175	-60	1,605	당기순이익	39.2	74.2	-21.2	-27.5	-20.8
유형자산처분(취득)	-37	-23	-141	-131	-181	EPS	35.9	92.5	-22.9	-29.0	-19.2
무형자산 감소(증가)	-49	-70	-32	-36	-80	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	1,089	2,747	3,653	2,839	1,937	부채비율	16.4	17.0	13.0	12.0	11.6
기타투자활동	-2,281	-2,927	-3,656	-2,732	-71	유동비율	276.4	196.8	201.4	248.7	384.3
재무활동 현금	694	-1,008	-653	-571	-475	순차입금/자기자본(x)	-7.8	-9.5	-8.0	-5.3	-15.9
차입금의 증가(감소)	102	-360	11	118	0	영업이익/금융비용(x)	53.4	106.5	95.1	45.5	62.8
자본의 증가(감소)	-402	-475	-664	-637	-475	총차입금 (십억원)	1,326	864	861	998	998
배당금의 지급	402	477	496	475	475	순차입금 (십억원)	-1,636	-2,080	-2,086	-1,423	-4,408
기타재무활동	994	-173	0	-52	0	주당지표(원)					
현금의 증가	156	-254	-188	-407	2,913	EPS	8,445	16,255	12,526	8,893	7,189
기초현금	1,337	1,493	1,239	1,051	643	BPS	115,188	132,524	158,757	163,632	167,783
기말현금	1,493	1,239	1,051	643	3,556	SPS	29,562	42,783	44,822	46,855	50,567
NOPLAT	1,292	2,245	1,441	1,491	1,116	CFPS	4,066	5,507	5,636	2,944	8,318
FCF	-457	337	275	-75	3,387	DPS	2,500	2,800	3,000	3,000	3,000

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## LG (003550) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



## 투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	- 10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견

## 투자 의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.