

유통/상사/지주

**박종렬**

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(001120)

# LX인터내셔널

**BUY**(유지)

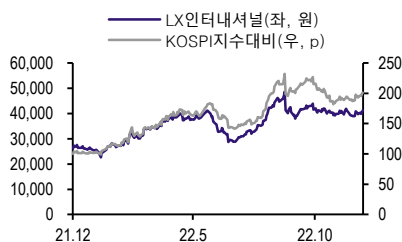
이렇게 싼 주식, 흔하지 않다

<b>목표주가</b>	<b>54,000원(하향)</b>			
<b>현재주가(12/22)</b>	<b>41,250원</b>			
<b>상승여력</b>	<b>33.3%</b>			
시가총액	1,599십억원			
발행주식수	38,760천주			
52주 최고가 / 최저가	48,600 / 22,600원			
3개월 일평균거래대금	11십억원			
외국인 지분율	31.2%			
주요주주				
엘엑스홀딩스 (외 3인)	24.8%			
국민연금공단 (외 1인)	8.5%			
자사주 (외 1인)	7.2%			
주간수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.0	-2.9	19.7	59.0
상대수익률(KOSPI)	5.0	-4.0	19.1	80.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	11,283	16,687	19,331	19,556
영업이익	160	656	995	931
EBITDA	323	843	1,227	1,164
지배주주순이익	298	350	606	500
EPS	7,678	9,032	16,851	13,915
순차입금	622	705	1,535	1,429
PER	3.2	2.9	2.4	3.0
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.9	2.1	2.6	2.6
배당수익률	1.6	8.7	7.3	7.3
ROE	23.7	22.5	30.1	20.4
컨센서스 영업이익	160	656	1,045	753
컨센서스 EPS	7,678	9,032	15,918	11,223

**주가추이**



4분기 영업이익이 당초 예상치를 크게 하회할 것이지만, 실망할 필요는 없음. 내년 실적 모멘텀도 견조한 추세가 유지될 것이고, 최근 주가 상승에도 여전히 저평가된 상태이기 때문임. 적어도 내년 1분기까지는 현재의 양호한 실적 모멘텀이 지속될 것임.

**4Q 영업이익 1,869억원(-10.0% YoY), 부진한 실적 불가피**

연결기준 매출액 4.7조원(+2.9% YoY), 영업이익 1,869억원(-10.0% YoY)으로 당초 예상치를 큰 폭 하회할 전망. 트레이딩과 물류, 자원 등 전부문에서 수익성이 빠르게 약화되고 있다는 것이 문제임. 트레이딩(전분기의 높은 기저효과, 뉴캐슬탄 평가 하락), 물류(SCFI 지수 급락; 3Q 3,370PT→4Q 1,400PT), 자원(호주 엔삼 집중호우에 따른 생산차질로 생산량 전분기비 -40%, 평가 하락 10%) 등이 주요 요인임.

**견조한 실적 모멘텀, 내년에도 큰 문제 없다**

내년 연간 연결기준 매출액 19.6조원(+1.2% YoY), 영업이익 9,314억원(-6.4% YoY)으로 비교적 견조한 실적 모멘텀 지속될 전망. 현재 종합상사의 업황 호조를 이끄는 것은 인플레이션과 원화 약세임. 현재 진행되고 있는 원자재가격 강세와 원화 약세를 감안하면 내년 1분기까지는 견조한 실적 호조세가 지속될 것임. 다만, 글로벌 수요 둔화에 따른 교역량 감소와 원자재가격 하락 반전이 동사 영업실적에 리스크로 작용할 개연성은 상존하고 있음. 트레이딩/신성장(포스그린파워, 한국유리 실적 반영), 인도네시아 광광산 생산량 증가 23%), 중국 신전광산 생산량 39%에 따른 지분법이익 증가) 등을 반영했음.

**만년 저평가될 이유가 무엇인가**

올해와 내년 수익 예상을 하향하며, 목표주가를 54,000원으로 하향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, EV/EBITDA Multiple 2.7배(최근 3년간 평균치 35% 할인)를 적용했음. 최근 주가 상승에도 불구하고 동사의 주가수준은 매우 저평가된 상태임. 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 2.9배와 0.6배 수준에 불과함. DPS는 3,000원이 가능해 배당수익률은 7.3%에 수준. 양호한 실적 모멘텀에 따라 재평가 가능성은 충분함.

**표 1 LX인터내셔널 연간/분기 실적 추이**

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>4,918</b>	<b>5,020</b>	<b>4,709</b>	<b>4,683</b>	<b>5,072</b>	<b>4,770</b>	<b>5,218</b>	<b>4,497</b>	<b>16,687</b>	<b>19,331</b>	<b>19,556</b>
트레이딩/신성장	1,810	1,800	1,800	1,695	1,645	1,553	1,847	1,460	8,185	7,105	6,506
물류	2,844	2,800	2,600	2,737	3,070	2,869	3,035	2,714	7,753	10,981	11,688
에너지/팜	264	420	309	251	357	347	336	323	748	1,245	1,363
광물사업	222	367	265	198	305	296	285	273	612	1,052	1,159
팜사업	42	42	44	54	52	52	51	50	137	181	204
매출총이익	424	505	488	520	454	454	532	489	1,351	1,937	1,929
<b>영업이익</b>	<b>246</b>	<b>289</b>	<b>273</b>	<b>187</b>	<b>245</b>	<b>240</b>	<b>263</b>	<b>183</b>	<b>656</b>	<b>995</b>	<b>931</b>
트레이딩/신성장	47	67	83	39	59	66	97	34	117	236	256
물류	124	101	92	77	84	76	78	67	361	394	306
에너지/팜	75	122	97	72	102	98	88	82	179	366	370
광물사업	67	114	96	66	99	92	85	77	161	343	354
팜사업	9	6	3	4	4	4	4	4	15	22	15
세전이익	302	332	267	189	254	221	218	199	735	1,090	892
<b>순이익</b>	<b>223</b>	<b>231</b>	<b>248</b>	<b>139</b>	<b>187</b>	<b>162</b>	<b>160</b>	<b>146</b>	<b>540</b>	<b>841</b>	<b>656</b>
수익성 (%)											
GPM	8.6	10.1	10.4	11.1	8.9	9.5	10.2	10.9	8.1	10.0	9.9
OPM	5.0	5.8	5.8	4.0	4.8	5.0	5.0	4.1	3.9	5.1	4.8
트레이딩/신성장	2.6	3.7	4.6	2.3	3.6	4.2	5.2	2.3	1.4	3.3	3.9
물류	4.4	3.6	3.6	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	4.6	3.6	2.6
에너지/팜	28.4	28.9	31.5	28.5	28.6	28.2	26.1	25.5	23.9	29.4	27.1
RPM	6.1	6.6	5.7	4.0	5.0	4.6	4.2	4.4	4.4	5.6	4.6
NPM	4.5	4.6	5.3	3.0	3.7	3.4	3.1	3.3	3.2	4.4	3.4
성장성 (% YoY)											
매출액	33.5	26.9	4.8	2.9	3.1	-5.0	10.8	-4.0	47.9	15.8	1.2
영업이익	116.9	130.0	30.1	-10.0	-0.1	-17.0	-3.7	-1.9	310.4	51.6	-6.4
세전이익	130.6	118.4	11.1	-10.4	-15.8	-33.5	-18.3	5.0	61.2	48.4	-18.2
순이익	128.2	108.1	38.9	-9.1	-16.3	-29.7	-35.2	5.0	49.4	55.6	-22.0
기본가정											
세계GDP	3.7	4.0	3.0	2.5	2.0	2.0	2.5	3.0	6.0	3.3	2.4
국제유가	95.0	108.5	91.4	90.0	90.0	90.0	88.0	90.0	68.0	96.2	89.5
원/달러 (평균)	1,206	1,261	1,341	1,400	1,370	1,360	1,350	1,340	1,145	1,302	1,355
WTI*FX	76.9	84.6	49.9	38.1	7.6	-10.5	-3.1	-4.3	73.7	62.4	-2.6

자료: LX인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

**표 2 LX인터내셔널 적정주가치 산출 근거**

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2022E	2023E	12M Forward	비고
1. 사업가치	3,307	3,125	3,140	
EBITDA	1,227	1,159		
EV/EBITDA	2.7	2.7		최근 3년간 평균(4.1배) 대비 35% 할인을 적용
2. 투자자산가치	1,030	1,139	1,130	
투자유가증권	796	896		순자산가액 대비 40% 할인을 적용
기타투자자산 등	233	243		순자산가액 대비 40% 할인을 적용
<b>3. 기업가치 (=1+2)</b>	<b>4,337</b>	<b>4,279</b>	<b>4,270</b>	
4. 순차입금	1,535	1,429	1,438	
5. 비지배주주지분	768	768	768	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	2,034	2,068	2,065	
발행주식수	38,760	38,760	38,760	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>52,484</b>	<b>53,343</b>	<b>53,272</b>	
<b>현재주가</b>	<b>40,650</b>	<b>40,650</b>	<b>40,650</b>	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>29.1</b>	<b>31.2</b>	<b>31.0</b>	

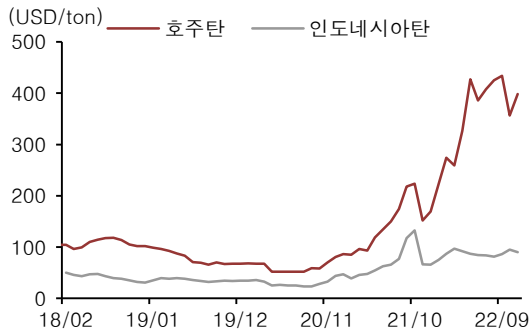
자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 LX인터내셔널 사업 개요

사업부문	사업 내용
자원	광산 개발 및 운영 (석탄, 니켈 광산 투자/개발/운영 추진)
	팜오일 생산 (팜농장 투자/개발/운영, 자체 보유 Mill을 통한 CPO 생산)
Trading/신성장	원자재 및 산업재 판매자-구매자 간 거래 서비스, 친환경 프로젝트 개발, 인프라 투자
물류	해상, 항공, 육상 물류 One-Stop 서비스 제공, 전자상거래 물류 통합 플랫폼 운영 등
신규사업	사업포트폴리오 다각화 (자원 중심의 수익편중도 완화, 전략사업 경쟁력 극대화)
	LX그룹 내 사업간 시너지 실현에 기여

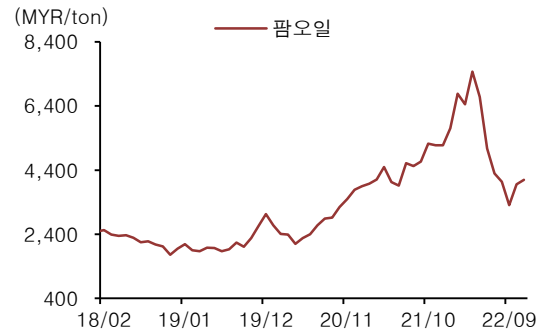
자료: LX인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 1 석탄 가격 추이 [자원 사업 부문]



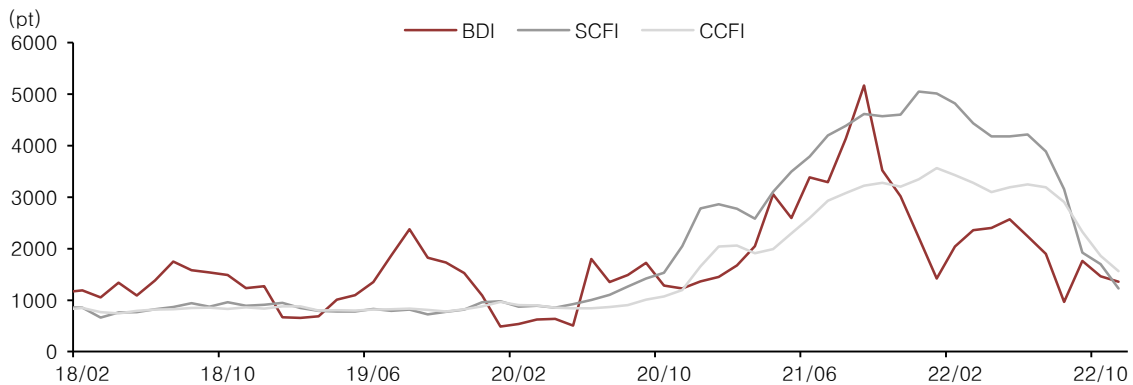
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 2 팜오일 가격 추이 [자원 사업 부문]



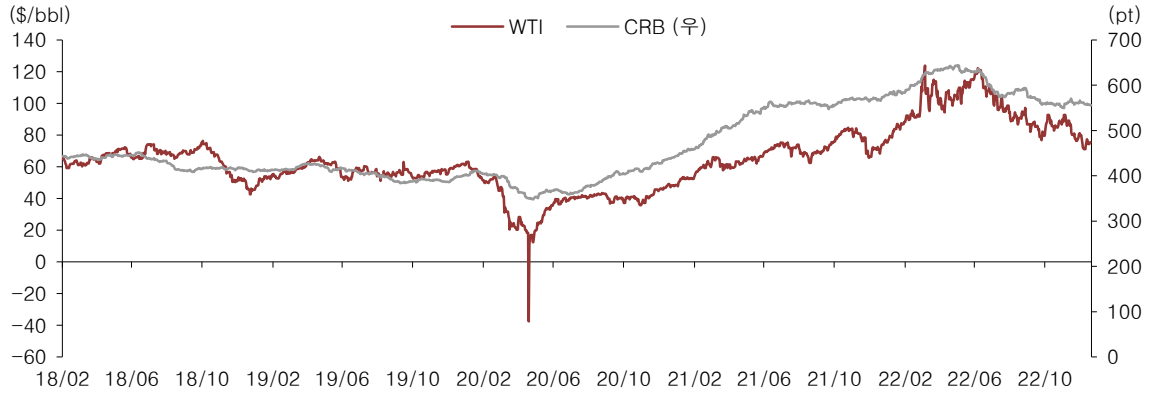
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 3 BDI, SCFI, CCFI 추이 [물류 사업 부문]



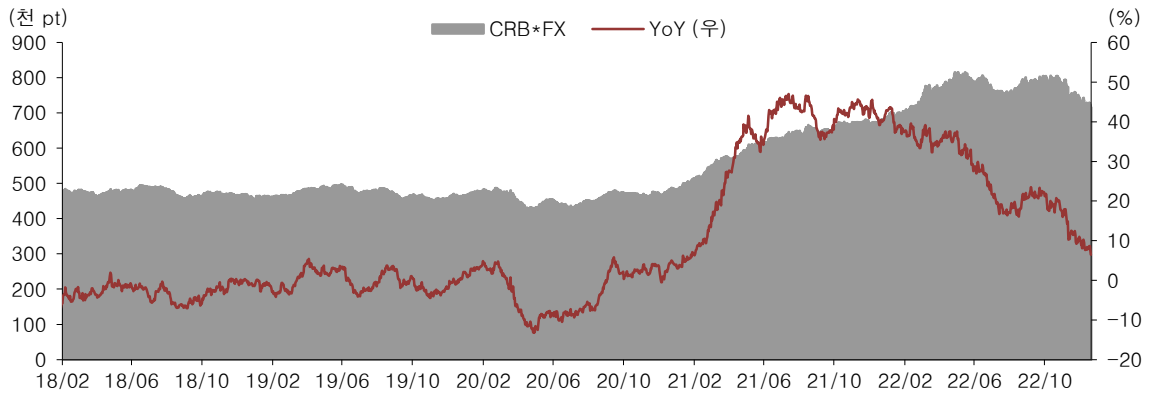
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 4 WTI 및 CRB 추이



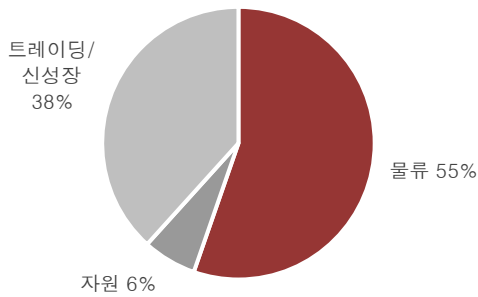
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 5 환율 감안한 상품가격 지수(CRB×FX) 추이



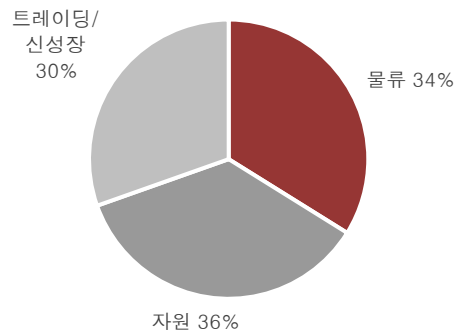
주1: FX=Dollar Index  
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 6 유형별 매출 비중 (2022년 3분기 기준)



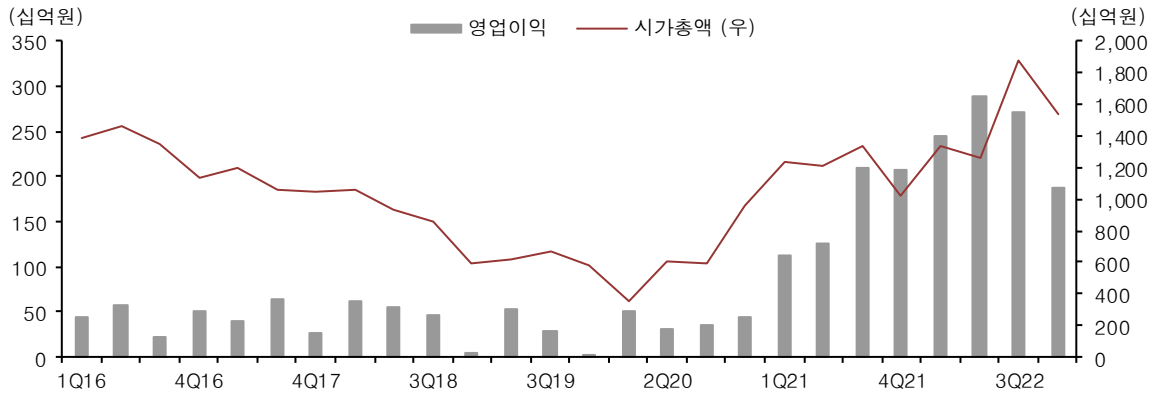
자료: LX인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 7 유형별 영업이익 비중 (2022년 3분기 기준)



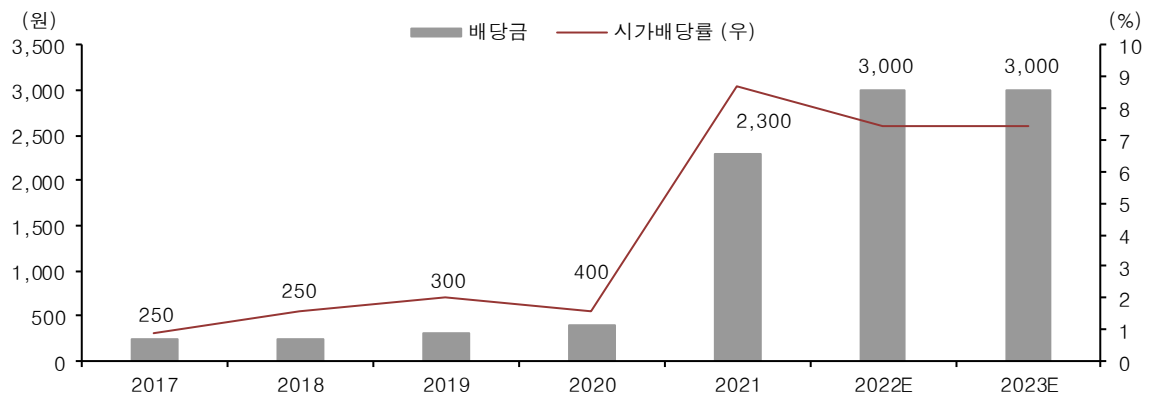
자료: LX인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 8 LX인터내셔널 분기별 영업이익 및 시가총액 추이



자료: LX인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 9 LX인터내셔널 배당금 및 시가배당률 추이



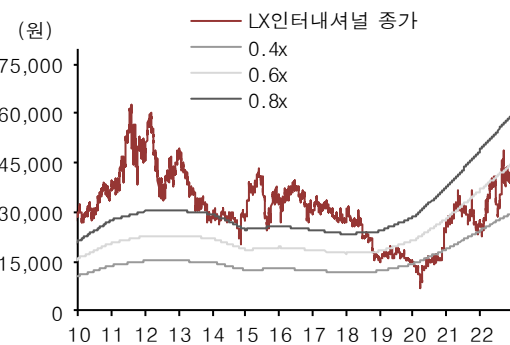
자료: LX인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 10 LX인터내셔널 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 LX인터내셔널 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>11,283</b>	<b>16,687</b>	<b>19,331</b>	<b>19,556</b>	<b>19,603</b>
증가율 (Y-Y,%)	7.1	47.9	15.8	1.2	0.2
<b>영업이익</b>	<b>160</b>	<b>656</b>	<b>995</b>	<b>931</b>	<b>849</b>
증가율 (Y-Y,%)	18.6	310.6	51.6	(6.4)	(8.9)
EBITDA	323	843	1,227	1,164	1,085
영업외손익	296	78	95	(40)	(19)
순이자수익	(28)	(17)	(16)	(43)	(24)
외화관련손익	(25)	17	88	0	0
지분법손익	339	90	113	100	102
세전계속사업손익	456	735	1,090	892	830
<b>당기순이익</b>	<b>362</b>	<b>540</b>	<b>841</b>	<b>656</b>	<b>610</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>298</b>	<b>350</b>	<b>606</b>	<b>500</b>	<b>466</b>
증가율 (Y-Y,%)	941.4	17.6	73.1	(17.4)	(7.0)
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	(4.2)	18.7	22.4	20.1	5.5
영업이익증가율(3Yr)	(9.0)	58.2	94.7	80.0	9.0
EBITDA증가율(3Yr)	3.5	52.5	61.4	53.3	8.8
순이익증가율(3Yr)	60.1	n/a	n/a	22.0	4.1
영업이익률(%)	1.4	3.9	5.1	4.8	4.3
EBITDA마진(%)	2.9	5.1	6.3	6.0	5.5
순이익률 (%)	3.2	3.2	4.4	3.4	3.1
<b>NOPLAT</b>	<b>127</b>	<b>483</b>	<b>767</b>	<b>685</b>	<b>624</b>
(+) Dep	164	187	232	233	236
(-) 운전자본투자	(55)	620	245	(22)	11
(-) Capex	44	72	111	137	137
OpFCF	302	(22)	643	803	713

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	3,163	4,377	4,227	4,220	4,227
현금성자산	763	865	404	490	471
매출채권	1,519	1,963	2,111	2,027	2,023
재고자산	645	1,021	973	934	932
비유동자산	2,233	2,370	3,639	3,952	4,302
투자자산	796	814	1,716	1,898	2,102
유형자산	742	807	974	936	904
무형자산	695	750	949	1,118	1,296
<b>자산총계</b>	<b>5,396</b>	<b>6,747</b>	<b>7,866</b>	<b>8,172</b>	<b>8,529</b>
유동부채	2,518	3,431	3,282	3,203	3,208
매입채무	1,957	2,212	2,234	2,146	2,141
유동성이자부채	401	822	607	599	591
비유동부채	1,119	932	1,559	1,552	1,544
비유동이자부채	983	747	1,332	1,320	1,308
<b>부채총계</b>	<b>3,638</b>	<b>4,363</b>	<b>4,841</b>	<b>4,754</b>	<b>4,753</b>
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	101	100	101	101	101
이익잉여금	1,187	1,522	2,046	2,438	2,796
자본조정	(144)	(42)	(82)	(82)	(82)
자기주식	(41)	(41)	(41)	(41)	(41)
<b>자본총계</b>	<b>1,758</b>	<b>2,384</b>	<b>3,026</b>	<b>3,418</b>	<b>3,776</b>
투자자본	1,965	2,615	3,234	3,354	3,522
순차입금	622	705	1,535	1,429	1,427
ROA	5.8	5.8	8.3	6.2	5.6
ROE	23.7	22.5	30.1	20.4	16.5
ROIC	6.3	21.1	26.2	20.8	18.2

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Per share Data</b>					
EPS	7,678	9,032	16,851	13,915	12,946
BPS	34,525	45,794	58,260	68,388	77,617
DPS	400	2,300	3,000	3,000	3,000
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	3.2	2.9	2.4	3.0	3.2
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	4.9	2.1	2.6	2.6	2.8
배당수익율	1.6	8.7	7.3	7.3	7.3
PCR	3.0	1.2	1.6	2.5	2.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	206.9	183.0	160.0	139.1	125.9
Net debt/Equity	35.4	29.6	50.7	41.8	37.8
Net debt/EBITDA	192.2	83.6	125.1	122.7	131.5
유동비율	125.6	127.6	128.8	131.8	131.7
이자보상배율	5.7	39.5	63.3	21.5	35.6
이자비용/매출액	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	55.8	60.9	60.4	58.4	57.8
현금+투자자산(%)	44.2	39.1	39.6	41.6	42.2
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	44.1	39.7	39.1	35.9	33.5
자기자본(%)	55.9	60.3	60.9	64.1	66.5

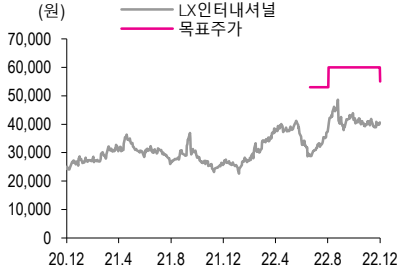
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업현금</b>	<b>255</b>	<b>176</b>	<b>637</b>	<b>660</b>	<b>594</b>
당기순이익	362	540	841	656	610
자산상각비	164	187	232	233	236
운전자본증감	(24)	(619)	(191)	22	(11)
매출채권감소(증가)	(219)	(207)	83	84	4
재고자산감소(증가)	(129)	(339)	165	39	2
매입채무증가(감소)	381	(8)	(398)	(89)	(5)
<b>투자현금</b>	<b>266</b>	<b>(48)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(447)</b>	<b>(486)</b>
단기투자자산감소	0	0	(0)	(1)	(1)
장기투자증권감소	344	47	(609)	(67)	(85)
설비투자	(44)	(72)	(111)	(137)	(137)
유무형자산감소	28	(18)	(115)	(227)	(245)
<b>재무현금</b>	<b>(238)</b>	<b>8</b>	<b>(100)</b>	<b>(128)</b>	<b>(128)</b>
차입금증가	(94)	(98)	(99)	(20)	(20)
자본증가	(63)	(32)	(83)	(108)	(108)
배당금지급	23	32	83	108	108
현금 증감	266	152	(472)	85	(20)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>322</b>	<b>884</b>	<b>1,001</b>	<b>638</b>	<b>605</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(55)	620	245	(22)	11
(-) 설비투자	44	72	111	137	137
(+) 자산매각	28	(18)	(115)	(227)	(245)
Free Cash Flow	361	174	529	296	211
(-) 기타투자	(344)	(47)	609	67	85
잉여현금	705	222	(80)	230	126

**LX인터내셔널 - 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경**

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-06-08	담당자변경			
2022-06-08	Buy	53,000	(38.4)	(26.5)
2022-08-24	Buy	60,000	(31.0)	(19.0)
2022-12-23	Buy	54,000		

**투자이건(향후 12개월 기준)**

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 09월 30일 기준)**

Buy (95.5%)	Hold (4.5%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앗체**

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)  
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286