

# LS (006260)

BUY(Reinitiate)

주가(5/27) 56,700원  
목표주가 80,000원

2016. 5. 30

## 재평가를 말하는 이유

지난 2년은 위기였다. 원자재 가격 하락 사이클에서 실적이 악화됐고, JS전선 사태, 동제련 안전사고 등 예기치 못한 불운이 잇따랐으며, 해저 케이블 복구 비용, 자원개발 손상 등 일회성 비용이 끊이질 않았다. 재무 위험도 상존했다. LS 그룹은 2년간 SPSX와 전선을 중심으로 강도 높은 체질 개선에 매진했다. 苦盡甘來다. 본격적인 실적 회복 국면에 진입했고, 더 이상 구조조정 비용을 우려하지 않아도 되며, 재무구조 개선 속도가 빨라질 것이다. De-rating 시각이 Re-rating 시각으로 바뀌어야 한다. 글로벌 전력인프라는 여전히 열악하고, 많은 국가가 전기 부족을 겪고 있다. 스마트 에너지 시대를 선도할 역량을 갖췄다.



전기전자/가전  
Analyst 김자산  
02) 3787-4862  
jisam@kiwoom.com

키움증권 



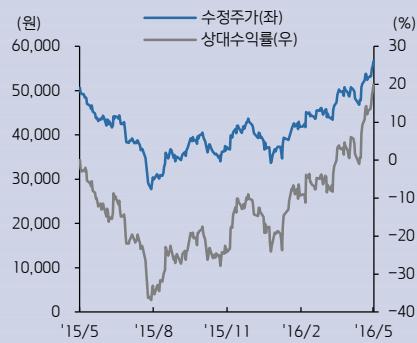
## Stock Data

KOSPI (5/30)	1,969.17pt	
시가총액(억원)	18,257억원	
52주 주가동향	최고가 56,700원 최고/최저가 대비 등락률 수익률	최저가 27,750원 0.0% 1M 16.5% 6M 53.2% 1Y 12.1% 절대 상대 19.3% 57.9% 19.9%

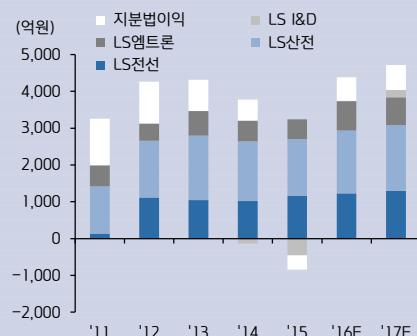
## Company Data

발행주식수(천주)	32,200천주
일평균 거래량(3M)	170천주
외국인 지분율	16.0%
배당수익률(16.E)	3.1%
BPS(16.E)	76,889원
주요 주주	구자열 등 33.4%
매출구성(16.E)	전선 33% 산전 24% I&D 22%

## Price Trend



## 부문별 영업이익 기여도



## Contents

## Summary 3

- > 기업가치 할인 요인 완화, 실적 정상화 국면 3

## I. 그룹 차원 구조조정 마무리 단계 4

- > 2년간 강도 높은 체질 개선 진행 4
- > 주요 구조조정 내역 6

## II. 재무구조 개선 사이클 시작 9

- > 가장 중요한 경영 과제는 재무구조 개선 9
- > LS전선과 LS I&D 재무구조 개선 방안 11

## III. 우호적 환경 변화 17

- > 동 가격 반등에 따른 수혜 17
- > 스마트에너지 시대의 주역 19

## IV. 자회사별 실적 전망과 투자포인트 24

- > 전선 부문 24
- > 엔트론 부문 29
- > 동제련 부문 32
- > 산전 부문 33

## V. 실적 전망 및 Valuation 36

- > 실적 전망 36
- > Valuation 38

- 당사는 5월 27일 현재 'LS(006260)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# Summary

## >>> 기업가치 할인 요인 완화, 실적 정상화 국면

LS에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 80,000원으로 커버리지를 재개한다.

Superior Essex와 전선을 중심으로 수년간 진행된 그룹 차원의 구조조정이 일단락돼 가고, 대규모 일회성 비용이 반복될 개연성이 줄어들었으며, LS전선아시아 상장 등의 이벤트가 더해져 재무구조 개선 속도가 빨라질 것으로 예상됨에 따라 기업가치 할인 요인 완화 시각에서 새롭게 접근할 필요가 있다.

전기동 및 원자재 가격의 반등이 전선, 동제련, I&D 부문의 실적 회복을 뒷받침할 것이다.

자회사별 점검 포인트로서 ▶전선 부문은 중동 수요가 약세지만, 북미, 유럽 등 신규 수주처를 통해 극복하고 있고, 베트남 법인의 호조가 돋보인다.

▶동제련 부문은 제련수수료가 높은 수준을 유지하고 있고, 귀금속 이익 증가가 기대된다.

▶엠트론 부문은 전자부품의 업황이 부진하지만 중화권 고객 다변화가 성사되고 있고, 트랙터 중심의 체질 변화가 이루어지고 있으며, 전기차 관련 동박의 실적 회복이 특징적이다.

▶I&D 부문은 Superior Essex가 정상화 과정을 밟고 있고, 북미의 사업 환경이 호전됐다.

▶산전 부문은 전력기기와 중국 법인이 실적 개선을 주도하는 가운데, 전력인프라와 LS메탈도 부진에서 벗어날 것이다.

향후 스마트에너지 산업이 확산되는 과정에서 산전 부문의 스마트그리드, ESS, 태양광, 전선 부문의 해저 케이블, HVDC 케이블, 초전도 케이블 등의 미래 기술 경쟁력이 부각될 것이다.

올해 영업이익은 68% 증가한 4,568억원, 지배지분순이익은 흑자 전환한 2,007억원으로 전망된다.

엠트론 부문이 대폭 개선되고, 동제련 부문의 순이익이 흑자 전환하며, I&D 부문도 분할 후 처음으로 영업이익이 손익분기점에 도달할 전망이다. LS의 재무구조는 이미 개선 사이클에 진입했고, LS전선아시아 상장, LS I&D 부동산 매각, 대성전기 매각 등 추가 개선을 위한 솔루션이 진행될 것이다. 연결 기준 순차입금은 2015년 3조 8,217억원에서 2016년 3조 4,402억원, 2017년에는 3조 2,399억원으로 감소할 전망이다.

동사는 투자 대상이 모두 비상장 상태이기 때문에 사업 지주회사 성격으로 평가 받아야 한다. 목표주가 8만원은 PBR 1배 수준이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	108,833	99,997	96,458	98,546	100,418
증감율(%YoY)	-5.6	-8.1	-3.5	2.2	1.9
영업이익(억원)	3,772	2,720	4,568	4,867	5,140
증감율(%YoY)	-18.9	-27.9	68.0	6.6	5.6
EBITDA(억원)	6,636	6,590	7,746	8,165	8,112
세전이익(억원)	1,517	170	3,204	3,691	3,992
지분법적용 순이익(억원)	450	-987	2,007	2,234	2,416
EPS(원)	1,397	-3,064	6,234	6,939	7,503
증감율(%YoY)	-63.4	적전	흑전	11.3	8.1
PER(배)	38.9	-13.2	9.1	8.2	7.6
PBR(배)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	11.1	7.3	6.7	6.1	5.9
영업이익률(%)	3.5	2.7	4.7	4.9	5.1
ROE(%)	2.9	-2.5	8.7	8.9	8.9
순부채비율(%)	130.7	129.4	108.4	93.3	81.3

# I. 그룹 차원 구조조정 마무리 단계

## >>> 2년간 강도 높은 체질 개선 진행

### SPSX 인수가 불행의 시작

LS에게 지난 2년은 강도 높은 체질 개선의 시기였다.

결과론적인 해석이지만 2008년 업황이 고점일 때 과도한 재무적 부담을 안고 Superior Essex를 인수한 것이 불행의 시작이었다. 곧 바로 금융위기가 닥쳤고, 2011년을 고점으로 원자재 가격 하락 사이클이 이어졌으며, 글로벌 성장 동력으로서 중국 모멘텀이 둔화됐다. LS전선은 2010년 야심차게 시작한 진도-제주간 해저케이블 프로젝트가 대규모 손실로 귀결되면서 흥역을 치러야 했다. 설상 가상으로 2013년 JS전선이 불량 원전 부품으로 원전 가동 중단 사태를 초래하면서 그룹 차원의 책임 이슈가 제기되기도 했다.

### 일회성 비용 반복

체질 개선 과정에서 얘기치 못했던 일회성 비용도 많았다.

대표적인 내역이 JS전선 영업정지 품질보증 충당금, 해저케이블 복구 비용 및 중재 손실, 전력선 입찰 부당행위 소송 충당금, Superior Essex 구조조정 비용, 동제련 안전사고 비용, 자원개발 손상처리 비용, 동제련 세무조사 추징금, LS메탈 동판재 사업 중단손실 등이었다.

이 외에도 환율 및 동가격 변동에 따라 해지관련 영업외손익 변동폭이 크게 나타났다. 브라질 해알화 가치 급락은 특히 엠트론 부문의 트랙터 실적에 부정적인 영향을 미쳤다.

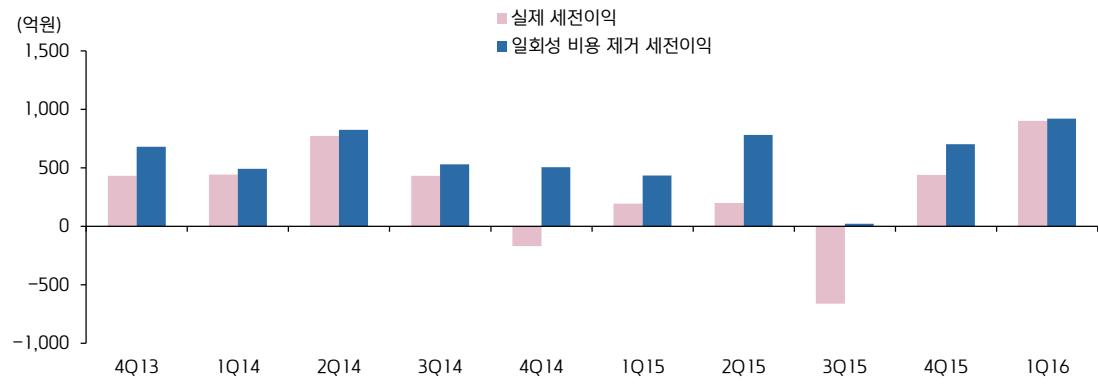
거의 매분기 일회성 비용이 반복됨에 따라 일회성이라는 표현이 무색했고, 투자자들의 신뢰가 약화되는 원인이 됐다.

### LS 자회사들의 주요 일회성 비용 내역

시기	전선	엠트론	I&D	동제련	산전
4Q13	JS전선 영업정지 품질보증 충당금 250억				
1Q14	해저케이블 복구 비용 50억				
2Q14	세무조사 법인세 추징 296억		토지매각 기부체납 50억	안전사고 발생 영업이익 65억 감소	
3Q14			SPSX 구조조정 비용 100억(영업외)		
4Q14	전력선(MV) 소송 충당금 200억(영업외)	투자주식 손상 100억(영업외)	SPSX 구조조정 비용 300억(영업외)	자회사 투자주식 손상 200억(영업외)	
1Q15	해저케이블 중재 손실 140억		SPSX 구조조정 비용 120억(영업외)		
2Q15	해저케이블 중재 손실 173억		SPSX 구조조정 비용 110억(영업외)	자원개발 손상 800억(영업외)	
3Q15			SPSX 구조조정 비용 110억(영업외)	세무조사 추징금 1,400억(영업외)	LS메탈 대손충당금 50억
4Q15			SPSX 구조조정 비용 120억(영업외)	자원개발 손상 247억(영업외)	LS메탈 동판재 사업 중단손실 50억(영업외)
1Q16			SPSX 구조조정 비용 20억(영업외)		

자료: LS, 키움증권

## 주요 일회성 비용 제거 전후 세전이익 비교



자료: LS, 키움증권

## >>> 주요 구조조정 내역

최근 2년간 진행된 자회사별 주요 구조조정 내역은 다음과 같다.

- ▶ **전선**: JS전선 사업 정리(14년 1월), 코스페이스 청산(15년 11월)
- ▶ **동제련**: GRM, 리싸이텍코리아 흡수 합병(15년 4월), 대련캐스코 매각(15년 12월), 화창 매각 결정(16년 1월)
- ▶ **I&D**: Cyprus Investment Europe 청산(15년 6월)
- ▶ **산전**: 도로교통사업 매각(14년 2월), LS파워세미텍 지분 매각(14년 6월), 트리노테크놀로지 지분 매각(14년 8월), 호북호개법인 매각(15년 7월)

### 자회사별 구조조정 내역

전선 부문은 원전 중단 사태에 따른 책임을 다하기 위해 JS전선의 사업을 정리하고 상장 폐지하는 고강도 쇄신을 단행했고, 이후 수익성이 낮은 통신 솔루션과 그린플로어(바닥재) 사업을 정리했다.

JS전선은 2014년 1월 모든 사업 부분의 신규 수주를 중단했고, 3월에 상장 폐지 수순을 밟았다. 이 과정에서 품질유지보수 비용, 영업권 손상 등 많은 비용이 발생했다. 인력과 자산 중 일부는 계열사 등에 승계됐다. 한수원이 JS전선 등을 상대로 제기한 손해배상청구소송은 아직 진행 중이다.

동제련 부문은 도시광산(Recycling) 사업에 대해 선택과 집중을 실행하고 원료 조달 중심의 사업을 전개하고자 한다. 리싸이텍코리아와 화창을 처분했다.

자원개발 사업에 대해서는 전면적인 경제성 재검토를 통해 선별적 유지 전략으로 선회했다. 한국광물 자원공사와 함께 멕시코, 페루, 캐나다, 칠레 광산에 투자했는데, 이 중 지난해 멕시코 광산 지분에 대해 손상 처리함에 따라 자원개발 사업 관련 지분가치는 2014년 말 3,625억원에서 지난해 말 2,698억 원으로 감소했다.

산전 부문은 Small M&A 형태로 인수, 설립했던 자회사들 중 일부를 정리했고, 중국 법인 중에서는 호개법인을 매각해 무석과 대련법인 중심으로 운영하고 있으며, LS메탈의 동판재 사업을 철수했다.

### SPSX 구조조정 마무리 단계

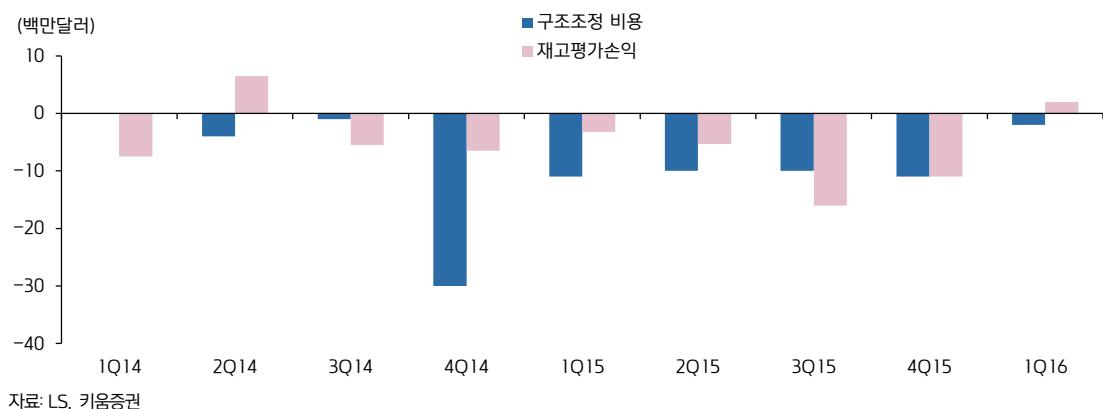
LS 그룹의 아킬레스건은 Superior Essex이고, 구조조정의 마무리 단계에 와 있다.

그간의 노력을 보면, 경영진 교체를 포함해 인력을 15% 가량 감축했고, 유럽, 북미, 중국 공장 중 일부를 폐쇄하거나 통폐합했으며, 일부 저수익 제품의 생산을 중단했다. 여기에 소요된 구조조정 비용이 2014년 3,000만달러, 2015년 4,300만달러다. 이에 비해 지난 1분기는 구조조정 비용이 200만달러로 대폭 축소되면서 영업손실이 손익분기점에 근접한 점이 고무적이다. 올해 구조조정 비용은 1,000만달러를 밑돌 것으로 예상된다.

### 동 재고평가손익도 긍정적 전환

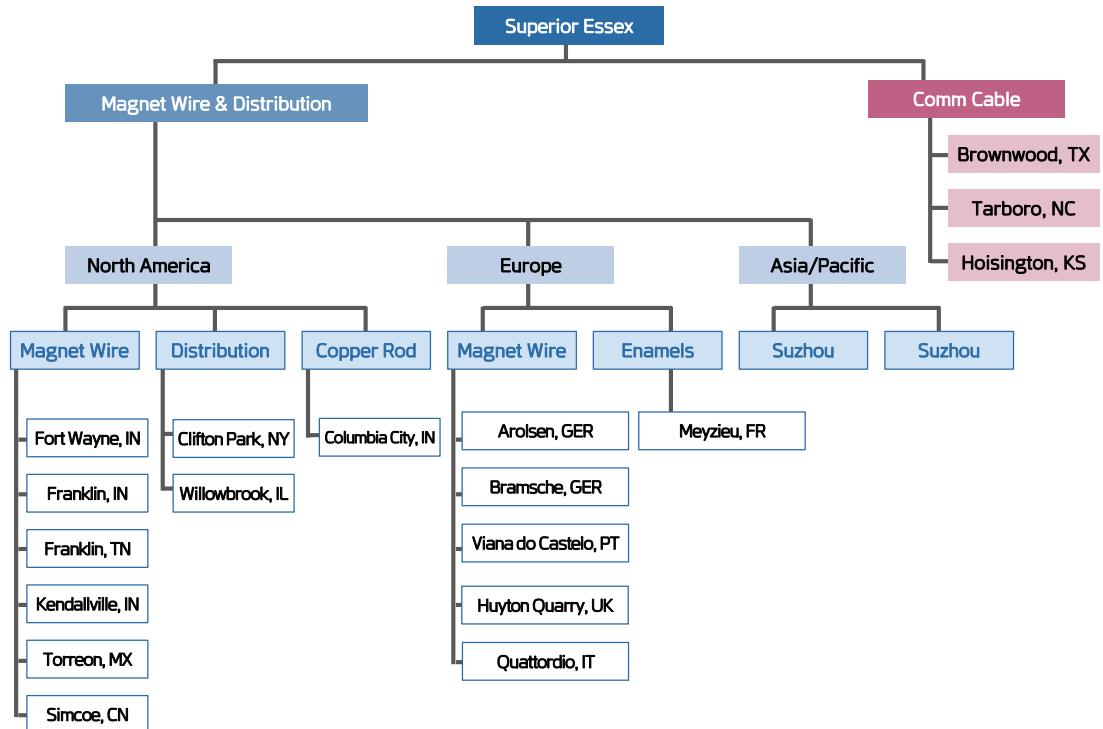
Superior Essex는 재고자산에 대해 후입선출법으로 평가하다 보니 동 가격 변동에 따른 재고평가손익이 크게 나타난다. 2011년 이후 동 가격이 지속적으로 하락하는 과정에서 재고평가손실이 반복됐다. 지난해 재고평가손실은 3,600만달러였다. 1분기는 동 가격이 모처럼 반등하면서 200만달러의 재고평가이익이 발생했다.

## Superior Essex 구조조정 비용과 재고평가손익 추이



자료: LS, 키움증권

## Superior Essex 생산 거점 현황



자료: Superior Essex, 키움증권

## 전선 부문 인적 자원 효율화 성과 주목

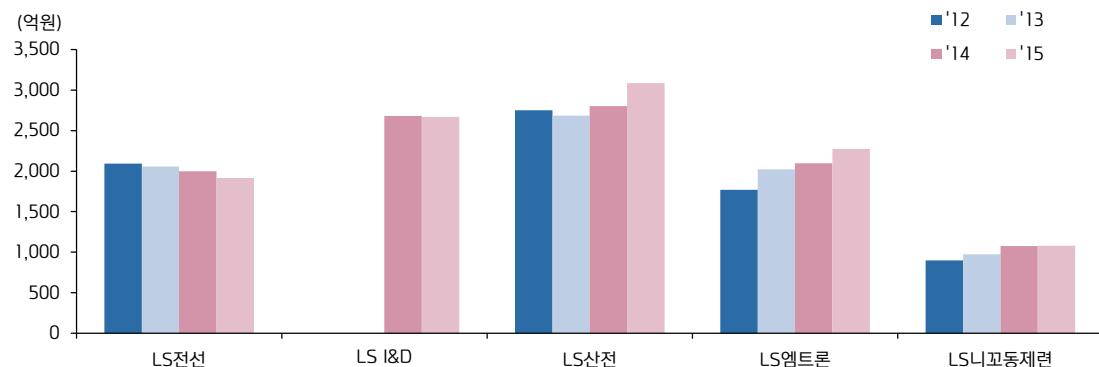
LS 그룹의 인적 자원 효율화 노력은 전선 부문에 초점이 맞춰졌다.

전선 부문의 지난해 종업원 급여는 2012년과 비교할 때 9% 줄었고, 금액으로는 180억원이 감액됐다.

인력 감축 효과는 직접적인 급여뿐만 아니라 간접적인 판관비 절감도 수반한다. 통상적으로 지속 성장을 위해 인력을 충원하고, 물가상승분 이상의 급여 인상이 진행되는 것을 감안하면, 전선 부문의 지난 3년간 효율화 노력은 매우 강도가 높았다. JS전선과 비주력 사업의 구조조정이 병행됐기 때문이다.

이는 다른 사업 부문의 동향과 대비된다. 같은 기간 산전, 동제련, 엠틬론 부문의 종업원 급여는 각각 12%, 20%, 29% 증가했다.

### LS 자회사별 종업원 급여 추이



자료: 각 사

## II. 재무구조 개선 사이클 시작

### >>> 가장 중요한 경영 과제는 재무구조 개선

#### 현금흐름 개선 중점

현재 LS 그룹의 가장 중요한 경영 과제는 재무구조 개선이다.

성장을 위해 투자를 확대하기보다는 선택과 집중 전략을 취하고 있고, 설비 투자도 보수적으로 집행해 현금흐름을 개선시키는데 주안점을 두고 있다.

다행스러운 사실은 전선, I&D, 산전, 엠트론, 동제련 부문 모두 대규모 장치 산업이 아니기 때문에 CAPEX 부담이 크지 않다는 점이다. 전선과 I&D는 전선 생산능력과 가동률에 있어 여유가 있고, 산전과 엠트론은 주력 제품이 조립 산업의 성격을 지니며, 동제련은 최근 설비 증설을 단행한 상태에서 도시광산 및 자원개발에 대한 추가 투자를 유보하고 있다.

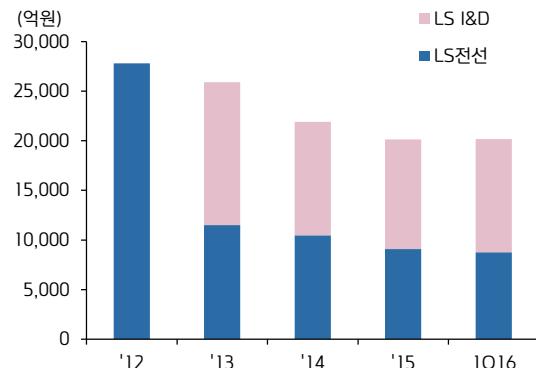
#### 자회사간 재무구조 편차 심해

LS에 대해 재무 Risk가 제기되고 있는 것이 사실이지만, 본질은 자회사간 재무구조 편차가 심하다는데 있고, I&D와 전선만 개선된다면 문제될 소지가 작다.

1분기 말 현재 LS의 순차입금(연결)은 3조 7,494억원이고, 순차입금비율은 125%다. 자회사별 순차입금(순차입금비율)은 I&D가 1조 1,415억원(866%)으로 가장 과도하고, 전선 8,752억원(132%), 엠트론 7,552억원(132%), 동제련 9,395억원(53%), 산전 3,537억원(35%)이다.

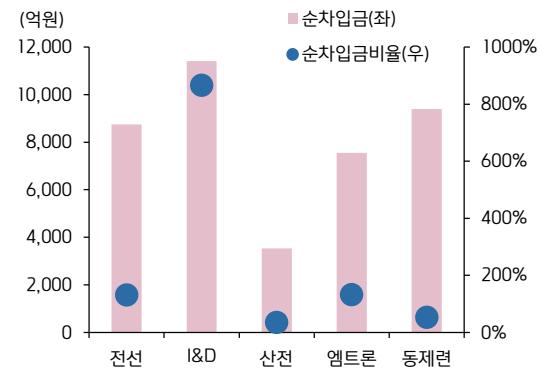
산전과 동제련의 재무구조는 매우 안정적인 편이다. 산전은 회사채 신용등급이 지속적으로 올라 현재 AA-(한신풍) 등급이다. 동제련의 차입금이 일시적으로 늘어나기는 했지만 국내 독점 업체로서 고유의 현금흐름이 좋기 때문에 무리한 투자만 자제하면 시간을 두고 개선될 수밖에 없다.

LS전선 및 LS I&D 순차입금 추이



자료: LS, 키움증권

자회사별 순차입금 현황(1Q16)



자료: LS, 키움증권

## 지주사가 자회사간 재무상태 조정 수단 보유

지주사가 배당과 유상증자(현물출자) 등을 통해 자회사간 재무상태를 조정할 수 있는 수단을 보유하고 있다.

지주는 배당금수익, 브랜드수수료수익, 교육용역수익 등을 통해 자회사들로부터 정기적으로 현금을 조달한다. LS는 지난해 1,361억원의 영업수익을 거두었다. 특히 동제련과 산전은 적극적인 배당정책을 실행하고 있다. 지주는 증자에 참여하는 형태로서 이러한 수익을 특정 자회사의 재무구조 개선을 위한 재원으로 활용할 수 있다. 물론 부정적으로 본다면 우량 회사에서 자금을 조달해 부실 회사에 지원하는 모습으로 비춰질 것이다.

## 특정 자회사 부실은 LS 가치 할인 요인

하지만 LS는 상황이 다르다. LS 주식에 투자하는 것은 비상장 상태인 전선, I&D, 엠티론, 동제련을 결합한 실체에 투자한다는 의미이고, 특정 자회사의 부실이 커지는 것은 기업가치의 할인 요인이 된다. 전선과 I&D는 지금의 과도한 이자부담을 줄여주면 자체적인 현금흐름을 통해 재무구조를 개선시킬 수 있는 사업 구조를 가지고 있다. 아이러니하게도 대한전선의 경우에서 보듯 전선업이 현금흐름이 좋고 과정적인 산업이다 보니 과욕을 부려 무리한 투자에 나서는 사례가 많다.

## 동제련 유상감자와 I&D 유상증자 결정

일례로 최근 동제련이 유상감자를 실시하는 동시에 LS가 I&D의 유상증자에 참여하기로 결정했다.

LS는 유상감자 형태로 LS니꼬동제련 주식 250만주를 주당 30,000원에 처분함으로써 752억원을 회수 할 예정이고, 처분 후 지분율은 50.1%로 동일하다. 실제로는 LS니꼬동제련이 지난해 정기배당을 생략함에 따른 분기배당 성격으로 해석할 수 있다.

LS I&D는 773억원 규모의 유상증자를 결정했고, 주주배정 방식이어서 LS가 700억원을 참여한다. LS I&D의 1분기말 자본총계가 1,318억원인데, 유상증자 발행가 산정 시 외부분석기관이 LS I&D의 가치를 3,459억원으로 평가했다는 점도 눈여겨볼 점이다.

결국 LS는 동제련에서 출자금을 회수해 I&D에 투자하는 형식을 취하게 되며, I&D 재무구조 개선이 목적이다.

## >>> LS전선과 LS I&D 재무구조 개선 방안

### LS전선 재무구조 개선 카드

LS전선과 LS I&D의 재무구조를 개선시킬 수 있는 방안을 찾아보자.

LS전선은 1) LS전선아시아 상장을 추진하고 있고, 2) 향후 LS전선 본사의 상장도 시도할 것이다.

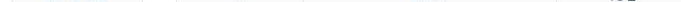
LS전선아시아는 LS전선으로부터 LS-VINA Cable & System(이하 LS-VINA)과 LS Cable & System Vietnam(이하 LSCV)의 지분을 현물출자 받아 설립됐다. LS-VINA는 1996년에 하이퐁에 설립돼 고압 및 중저압 전력선을 주로 생산하고 있고, LSCV는 2007년에 호치민에 설립돼 UTP, 광케이블 등 통신선을 주로 생산하고 있다. LS전선아시아는 베트남 1위 전선 기업으로 성장했고, 전력선 분야 점유율이 30%를 넘어선다. 향후 미얀마 등 주변 국가로 매출처 확대를 시도할 계획이다.

### LS-VINA 개요



자료: LS전선아시아

1996년 설립	부지 1만8천평		
자본금	830만달러		
종업원수	417명		
영업소	하노이, 다향, 호치민		
생산제품	CU/AL ROD, 전력케이블(HV/LV/MV, 가공선)		
소재	전력케이블		
CU/AL ROD	HV	LV/MV	가공선



### LSCV 개요



자료: LS전선아시아

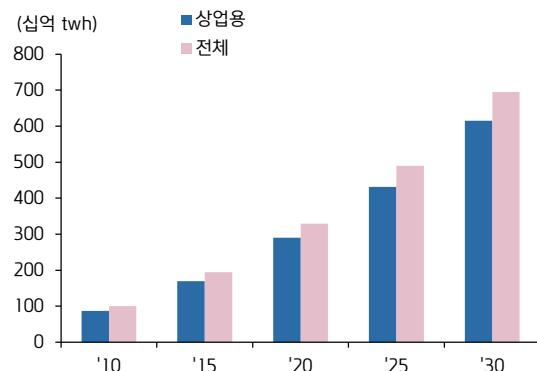
2007년 설립	부지 5만평		
자본금	1,100만달러		
종업원수	255명		
생산제품	UTP, 광케이블, 전력케이블		
통신케이블	전력케이블		
UTP	차폐	광케이블	저압/중압(LV/MV)

## LS전선아시아 실적 호조 부각

LS전선아시아의 실적 호조가 돋보인다. 지난해 매출액은 25% 증가한 5,010억원, 영업이익은 19% 증가한 219억원을 실현했다. 올해는 매출액 5,500억원(YoY 10%), 영업이익 250억원(YoY 14%)의 실적이 예상된다.

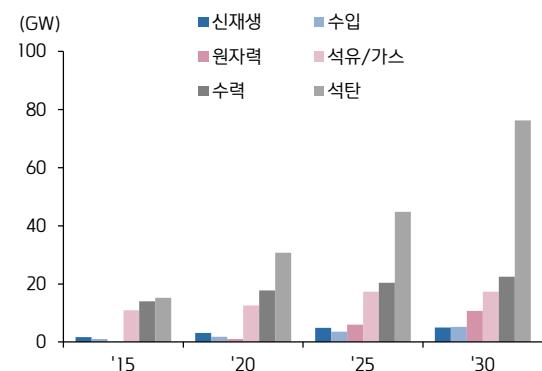
배경으로서 베트남의 전력 수요는 지난 5년간 평균 10~12%씩 고성장했고, 산업화를 위해 발전 Mix를 변화시키는 투자가 진행되고 있다. 베트남 정부는 '에너지 개발 2020' 전략을 통해 에너지 안보를 강화하는 정책을 우선 추진하고 있다.

### 베트남 전력 수요 전망



자료: 미국에너지정보국

### 베트남 연료별 발전용량 전망

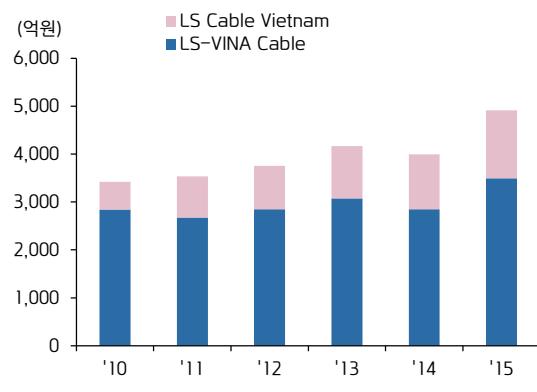


자료: 미국에너지정보국

### 7월 중 거래소 상장 예상

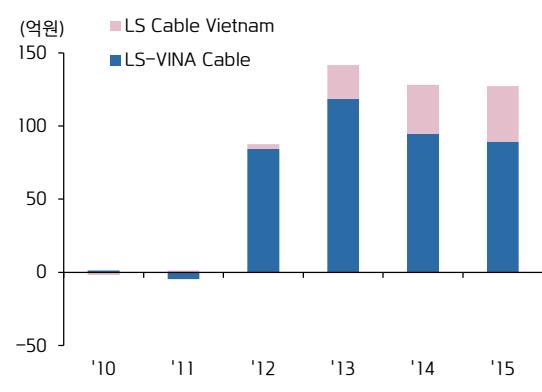
3월 말 거래소 상장예비심사를 청구했고, 6월 중 승인을 얻어 7월 중에 상장이 이루어질 가능성이 높다. 이에 앞서 지난해 4분기에 LS전선이 Pre-IPO 형태로 LS전선아시아 지분 19.62%를 KHQ제3호 사모투자전문회사에 매각해 519억원(세후 440억원)을 조달했다. 이 당시 LS전선아시아 가치를 2,650 억원으로 평가했고, 만약 이 가치대로 상장이 이루어진다면, LS전선은 지분 50% 정도만 남기고 구주 매출을 추진할 것으로 예상됨에 따라 805억원(세후 682억원)을 추가로 확보하게 될 것이고, LS전선의 재무구조 개선에 활용될 것이다.

### LS전선아시아 매출액 추이



자료: LS전선, 키움증권

### LS전선아시아 순이익 추이



자료: LS전선, 키움증권

## 향후 LS전선 상장 시도 예상

향후에는 LS전선의 상장을 시도할 것이다.

LS전선은 2010년 2월에 유상증자를 실시하면서 3년 내 상장 의사를 간접적으로 밝혔지만, 아직까지 이행하지 못하고 있다. 그 이후 업황과 실적이 악화됐고, 재무구조도 개선되지 않아 상장을 시도하더라도 2010년 유상증자 당시의 기업가치를 장담할 수 없기 때문이다.

LS전선은 기업가치를 높이기 위해 체질과 재무상태를 개선시키는 데 주력하고 있다. 실적은 점진적인 회복 국면에 진입했다. LS전선아시아 상장을 계기로 재무구조 개선 속도가 빨라질 것이다.

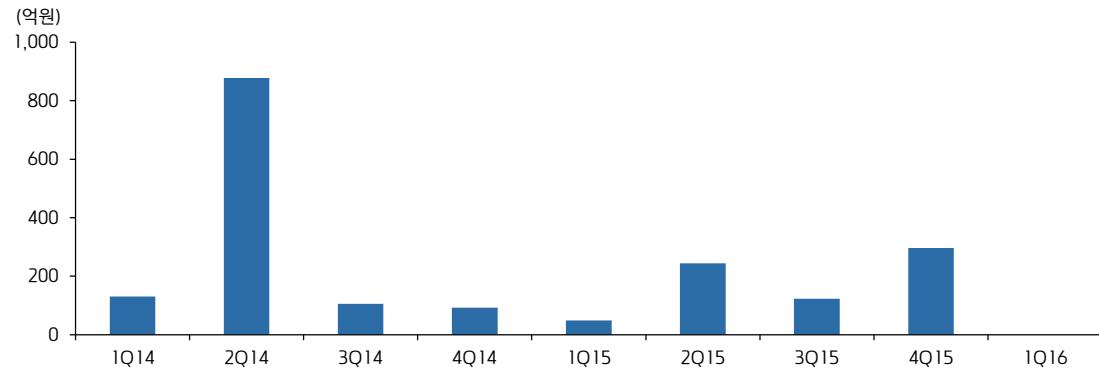
향후 적정한 시점에 LS전선의 상장이 이루어지면, 구주 매출과 함께 신주 발행을 추진할 것으로 예상되고, 당연히 부채비율이 낮아지며 재무부담이 원화될 것이다.

## LS I&D 재무구조 개선 카드

다음으로 LS I&D는 1) 부동산 유동화 자금이 직접적인 차입금 상환 재원이고, 2) 유상증자나 현물출자를 통해 지주사의 지원을 받고 있으며, 3) 궁극적으로는 Superior Essex의 상장을 고려할 수 있다.

부동산은 과거 LS전선의 군포(244,000㎡) 및 안양(147,000㎡) 부지 등을 매각 자산으로 하며, 2014년과 2015년에 각각 1,209억원, 692억원을 매각했고, 현재 잔여부동산 가치는 3,345억원이다. 이 같은 매각 속도라면 향후 3년 내에 매각이 완료돼 현금화될 것이다.

### LS I&D 부동산 매각 추이



자료: LS I&D

## LS로부터 수혈

LS I&D는 아직까지는 재무 부담이 과도하기 때문에 LS로부터 수혈을 받고 있다.

구체적인 내역으로서 지난해 11월 LS로부터 LS타워(안양)를 현물출자 방식으로 양수해 자본 975억원을 확충했고, 올해 5월에는 773억원 규모의 주주배정 유상증자를 결정했다.

LS는 배당금수익 등 정기적인 수익원 이외에 향후 LS전선 상장, LS엠트론 상장 등을 통해 대규모 자금을 조달할 여지가 있다.

## SPSX 실적 개선 기대

LS I&D에 대한 LS의 지원이 '밀 빠진 독에 물 붙기'가 되지는 않을 것이다. LS I&D는 올해 1분기 영업손실이 7억원으로 대폭 줄었고, EBITDA는 145억원으로 이자비용과 법인세를 부담하고 유형자산투자금액을 제외하면 Free Cash Flow는 소폭 적자 정도다. 동사는 올해 세전이익까지 흑자 전환을 목표로 하고 있고, Free Cash Flow가 흑자를 기록할 것이다.

Superior Essex의 경쟁력이 훼손된 것은 아니다. 2015년 통신선은 북미 시장 점유율 18%로 1위를 유지했고, 권선은 세계 시장 점유율 9%로 역시 1위를 기록했다.

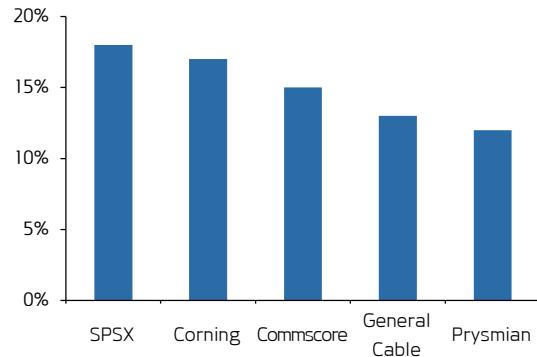
LS I&D는 지난 5월 900억원 규모의 Hybrid CB 발행도 결정했다. 30년 만기로서 자본으로 인정 가능하기 때문에 재무구조 개선 효과가 기대된다. 이 역시 회사채 상환자금으로 쓰일 예정이다. 1분기 말 현재 회사채 잔액은 4,080억원이며, 이 중 1,900억원이 올해 만기가 돌아온다.

## 궁극적으로 SPSX 재상장 고려

궁극적으로 Superior Essex의 재상장도 고려할 수 있다. 2008년 인수 주체였던 LS전선은 Superior Essex에 대해 공개매수를 거쳐 상장 폐지한 바 있다. 향후 기업가치 개선을 거쳐 재상장 시키겠다는 복안이었지만 공교롭게도 그 때가 업황이 정점이었음을 알리 없었다.

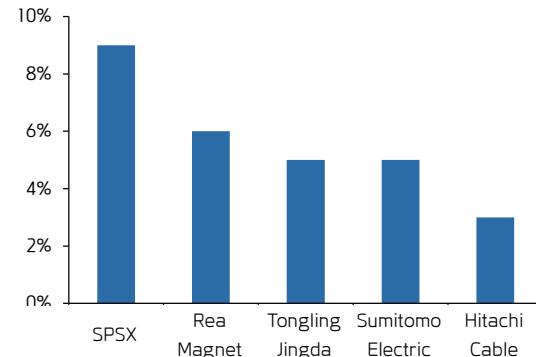
LS 그룹의 재무 위험이 Superior Essex에서 비롯된 만큼, 훗날 Superior Essex가 재상장되면, 투자금에 대한 일부 회수와 함께 LS 그룹의 실질적인 재무 위험이 해소될 것이다.

북미 통신선 점유율 현황(2015년)



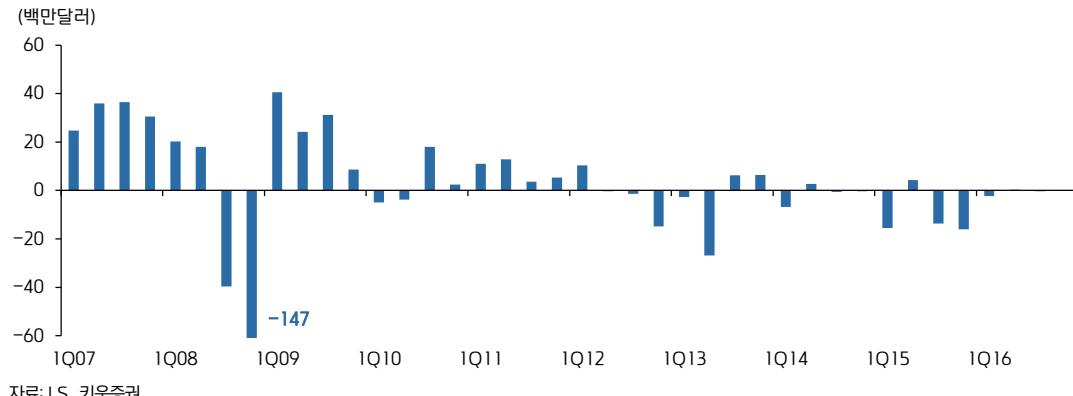
자료: Superior Essex, 키움증권

세계 권선 점유율 현황(2015년)



자료: Superior Essex, 키움증권

## Superior Essex 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

## LS엠트론은 대성전기 매각 카드 보유

LS엠트론은 언제든 대성전기 매각을 고려할 수 있다.

지난해 지분 매각을 추진했으나 우선협상대상자 선정 과정에서 매각 조건에 대한 이견 때문에 무산됐고, 지금은 매각 작업을 잠정 중단한 상태다. 다만, 대성전기가 영위하고 있는 자동차 부품은 LS 그룹의 사업 포트폴리오나 고객 기반 측면에서 다소 이질적이고, 전기차 부품은 LS산전이 주도하고 있기 때문에 향후 대성전기에 대해 재매각을 추진할 가능성이 높다고 판단된다.

LS엠트론은 LS산전이나 LS니꼬동제련에 비하면 차입금 부담이 큰 편이다. 재무구조를 개선하고 트랙터 등 주력 사업에 집중하기 위한 재원이 필요하다. 1분기 말 순차입금은 7,552억원이며, 이 중 대성전기의 순차입금이 2,247억원이다.

## 대성전기 기업가치 상승 중

대성전기는 1분기에 영업이익 176억원(YoY 152%), 순이익 124억원(YoY 332%)의 깜짝 실적을 기록했다. 지난해 연간으로는 영업이익 363억원(YoY 18%)과 순이익 219억원(YoY 22%)을 기록했다. 1분기 말 자본총계는 1,580억원이다. 이 같은 실적 추이라면 매각 시점을 미룬 것이 오히려 기업 가치를 높이는 계기가 될 수도 있고, 경영권 프리미엄을 포함해 기업 가치가 3,000억원 내외일 것으로 예상된다.

만약 LS엠트론이 대성전기 지분 100%를 3,000억원에 매각한다고 가정하면, 순차입금비율은 132%에서 56%로 대폭 낮아진다.

## LS 재무구조 개선 속도 빨라질 것

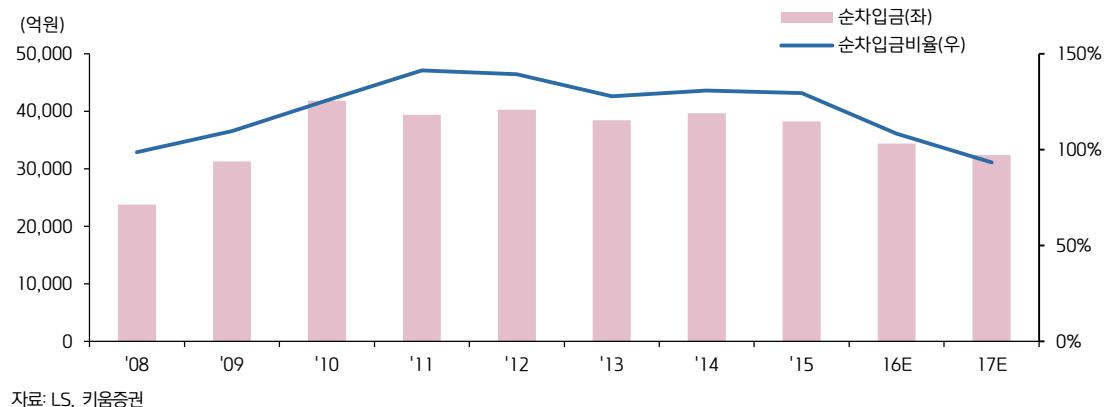
지금까지 논의를 정리하면, LS의 재무구조는 이미 개선 사이클에 진입했고, LS전선아시아 상장, LS I&D 부동산 매각, 대성전기 매각 등 추가 개선을 위한 솔루션이 진행될 것이다.

LS의 연결 기준 순차입금은 2014년 3조 9,655억원에서 2015년 3조 8,217억원으로 소폭 감소한 데 이어, 2016년에는 3조 4,402억원, 2017년에는 3조 2,399억원으로 감소할 전망이다. 순차입금비율은 2015년 129%에서 2016년 108%, 2017년 93%로 낮아질 것이다. 이러한 재무구조 개선 효과는 I&D 부문과 전선 부문에 집중될 것이다.

순이자비용은 2012년 2,165억원을 정점으로 2013년 1,827억원, 2014년 1,491억원, 2015년 1,310억원으로 감소했다. 이 구간에는 금리 하락 영향이 컸다. 2016년과 2017년에는 차입금이 본격적으로 감소함에 따라 순이자비용이 각각 1,246억원, 1,067억원으로 줄어들 것이다.

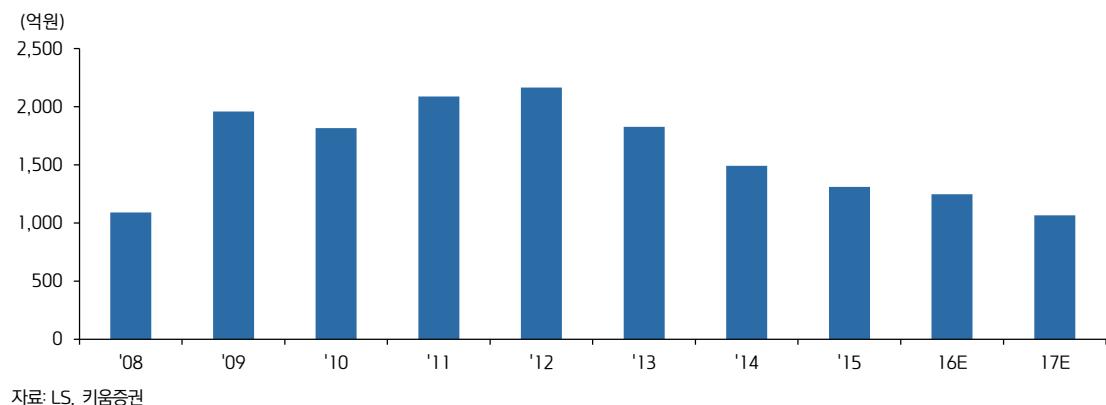
다만, 재무구조 개선 속도에 있어서는 금리 인상 시 이자 부담 확대, 동 가격 상승에 따른 운전자본 증대 등이 변수가 될 수 있다.

### LS 순차입금 추이 및 전망



자료: LS, 카옴증권

### LS 순이자비용 추이 및 전망



자료: LS, 카옴증권

### III. 우호적 환경 변화

#### >>> 동 가격 반등에 따른 수혜

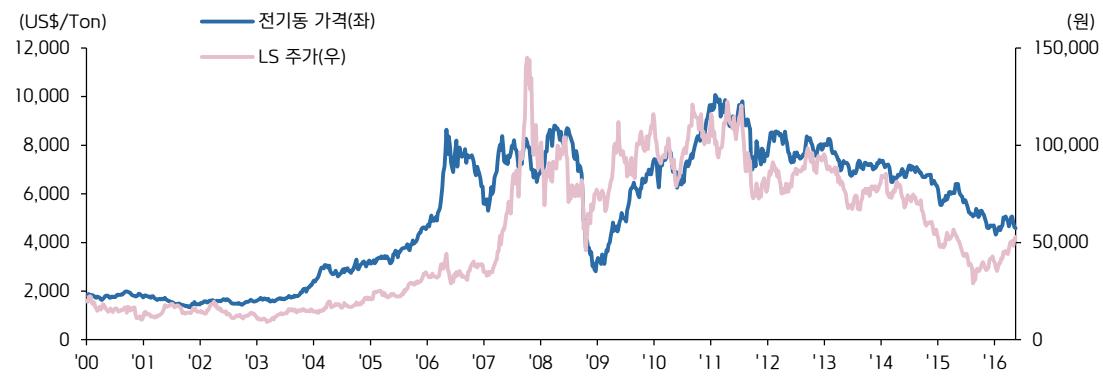
##### 동 가격 상승세가 유리

LS 실적과 동 가격의 연동성은 매우 큰 편이다. 이는 아래 LS 주가와 전기동 가격의 상관 관계가 여실히 보여준다. LS 실적이 2012년 이후 내리막을 기록한 것도 동 가격의 추세적인 하락에 기인하는 바가 크다.

결론적으로 LS에게는 동 가격의 점진적인 상승세가 유리하다.

- ▶ 전선 부문의 경우 동이 절대적 비중을 차지하는 원재료이지만, 원재료 가격 상승분을 해지 등을 통해 제품 가격에 전가시킬 수 있는 구조이다. 이에 비해 동 가격이 상승하면 기본적으로 매출이 증가한다. 전선의 판가는 전월 또는 당월 평균 동 가격으로 결정된다. 또한 동 가격이 추세적으로 상승하는 구간에서는 전력청이 추가 상승을 대비해 전선 발주를 늘리는 경향을 보인다.
- ▶ Superior Essex는 전선 부문의 영향에다가 재고자산평가이익이 더해져 레버리지 효과가 더욱 크다.
- ▶ 동제련 부문은 금, 은과 같은 귀금속이나 백금, 팔라듐 등 회소금속 가격과도 연동되는 측면이 있어 귀금속 및 Free Metal 이익이 증가한다. 또한 Recycling 사업의 경우 원자재 가격이 비쌀 때 품위가 낮은 Recycling 제품 수요가 늘어난다. 이익의 핵심 원천인 정제련수수료는 광산 업체와 제련 업체간 협상력에 따라 좌우된다.
- ▶ LS산전은 반대다. 전력기기의 주요 원재료가 동이고, 제품 가격에 전가하기 어렵기 때문에 동 가격 상승 시 원가 구조가 악화된다. 다만, 자회사인 LS메탈은 동 가격 상승이 긍정적이고, LS산전의 주가가 LS와 연동되는 측면이 있다.

##### 전기동 가격과 LS 주가 추이



자료: Datastream

##### 동 가격 완만한 반등 전망 우세

동 가격은 글로벌 경기의 바로미터로서 불확실성이 상존하지만 완만한 반등 전망이 우세인 듯하다.

동 가격은 중국 수요 및 재고 수준과 달러화 가치에 민감하게 반응한다. 전기동 가격은 금융위기 이후 최저 수준까지 하락한 후 소폭 반등해 현재 톤당 4,600달러 수준이다. 한국광물자원공사는 올해 4분기 평균 4,951달러, 내년 4분기 평균 5,930달러로 예측한다. Bloomberg 예측 평균 가격도 크게 다르지 않다.

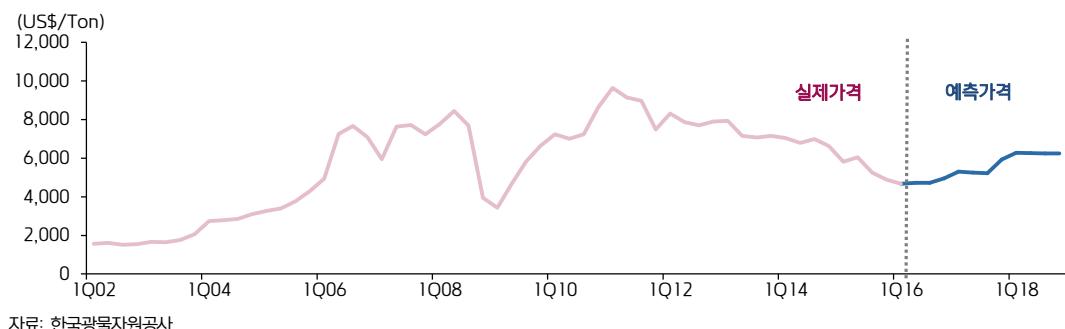
## 동 가격 반등 배경

반등의 배경으로서 동 재고가 크게 낮아졌고, 중국 경기둔화세가 완화됐으며, 국제 유가 반등도 영향을 미친다. 미시적 측면에서는 메이저 Glencore사, Codelco사 등의 감산 결정과 중국 대형 제련소들의 감산 합의가 잇따르면서 공급 과잉 국면에 유효한 영향을 미치고 있다. 지난해 말 Glencore의 40만톤 감산 결정에 이어 칠레 Codelco도 25년간 생산 예정물량인 4,400만톤 중 400만톤 규모의 감산 결정을 내렸다. 일부 광산 업체들에게 톤당 5,000달러의 동 가격이 원가 수준으로 거론된다.

## 상승폭 제한 요인

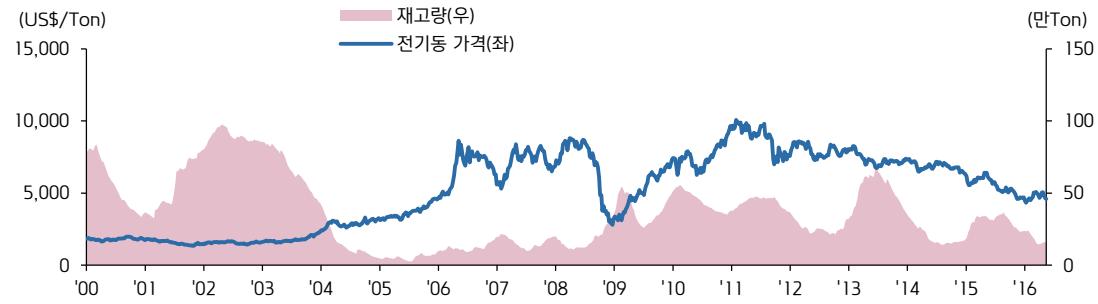
반면에 동 가격 상승폭을 제한할 요인으로는 미국 금리 인상 사이클에 따른 달러화 강세가 꼽힌다. MMG사의 페루 Las Bambas 프로젝트, Rio Tinto사의 몽골 Oyu Tolgoi 광산 프로젝트 등이 공급 과잉을 가중시킬 우려가 상존하고, 지금의 동 가격 반등세가 고비용 광산의 폐광을 자연시킬 가능성도 거론된다.

### 전기동 가격 전망



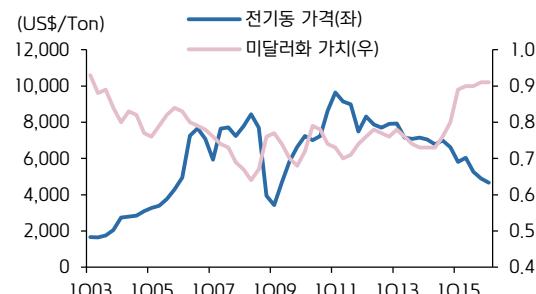
자료: 한국광물자원공사

### 전기동 가격과 재고 추이



자료: Datastream

### 전기동 가격과 미달러화 가치 추이



자료: 한국광물자원공사, 키움증권

### 전기동 가격과 중국 생산자물가지수 추이



자료: Datastream, 키움증권

## >>> 스마트에너지 시대의 주역

### 그린 비즈니스를 성장 동력으로 육성

LS 그룹은 스마트그리드, 신재생에너지, 친환경 기기 및 부품, 미래형자동차 솔루션 등 그린 비즈니스를 미래 성장 동력으로 육성하고 있고, 많은 R&D 투자를 집행했다.

세계 전력 수요가 지속적으로 증가하면서 효율적 에너지 운용의 필요성이 높아지고 있고, 기후변화, 탈원전 등 환경 이슈로 인해 에너지 포트폴리오 변화가 필요하며, 발전/송전/배전/수요 전 단계에서 새로운 사업 모델에 대한 요구가 커지고 있다.

### 신기후체제 출범, 과감한 에너지 정책 변화

신기후체제 출범에 대응해 주요국에서 과감한 에너지 정책을 추진하고 있다.

예컨대 미국은 2030년까지 신재생에너지 발전 비중을 28%로 늘리기로 했고, 이는 당초 목표 대비 6%p 상향한 것이다. EU는 신재생에너지와 전기차에 50억유로를 지원하고, 영국, 독일, 프랑스는 2020년까지 전기차 470만대를 보급할 계획이다. 중국은 2020년까지 태양광 발전 150GW, 풍력 발전 250GW를 구축하기로 계획을 상향했고, 전기차 500만대 보급 및 전국 충전망 구축을 목표로 한다.

우리 정부도 신기후체제에 대한 선제적 대응을 위해 '2030 에너지 신산업 확산 전략'을 발표한 바 있다. 핵심 내용은 에너지 프로슈머, 저탄소 발전, 전기자동차, 친환경 공정 등 4대 분야 에너지 신산업 과제를 추진하는 것이고, 2030년까지 100조원의 시장 창출을 목표로 한다.

IEA 보고서에 따르면 신기후체제 이행에 따라 신재생에너지, 에너지 효율화 등 2030년까지 12.3조달러의 대규모 시장이 창출될 전망이다.

또한 신재생에너지, ESS 등 핵심 분야의 기술 향상에 따라 단가가 대폭 하락하면서 에너지 신산업의 경제성이 확보되기 시작했다. 태양광 단가는 2011년 kWh당 436원에서 2015년에 174원으로 하락했고, ESS 단가는 2013년 MWh당 14.8억원에서 2015년에 8.2억원으로 낮아졌다.

### 주요국 에너지 정책 방향

미국		중국	
INDC	▶ 2005년 대비 26~28% 감축('25)	INDC	▶ 2005년 대비 60~65% 감축(원단위)
정책	▶ 신재생에너지 발전 비중 28%'30) ▶ 전기차 100만대 보급(~'15)	정책	▶ 태양광 100GW, 풍력 200GW 구축(~'20) ▶ 전기차 500만대 및 전국 충전망 구축(~'20)
EU		일본	
INDC	▶ 1990년 대비 40% 감축	INDC	▶ 2013년 대비 26% 감축
정책	▶ 신재생에너지, 전기차 50억 유로 지원 ▶ 전기차 470만대 보급(英, 獨, 佛, ~'20)	정책	▶ 태양광 발전 총 68GW 규모 승인 ▶ 스마트 미터 1,700만대 보급(~'17)

자료: 산업통상자원부

## 2030 분야별 미래 에너지 모습



자료: 산업통상자원부

## LS산전이 스마트에너지 산업 주도

LS산전의 스마트에너지 사업은 스마트그리드, ESS, 태양광 등으로 구성되며, 그룹 내 주도적 위치에 있다.

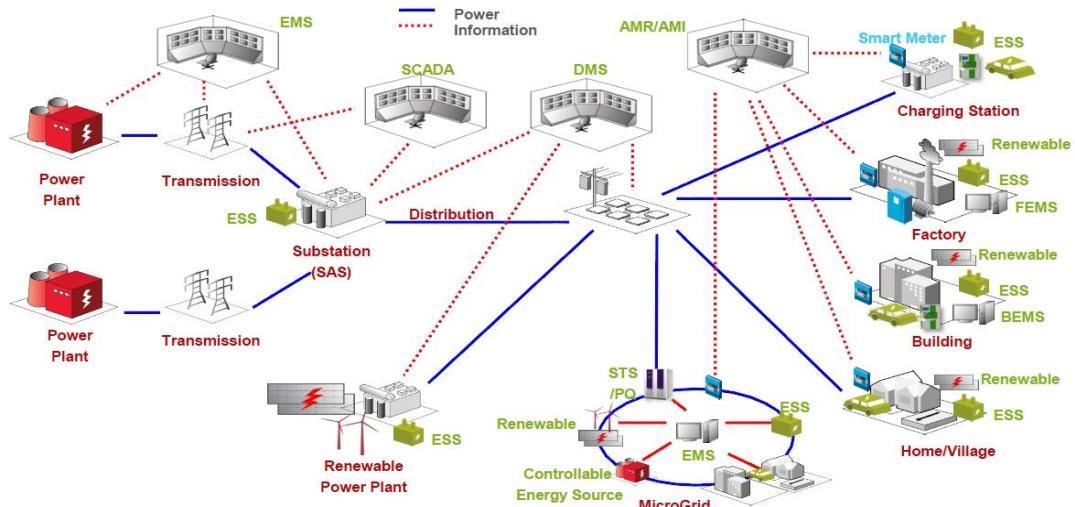
스마트그리드는 EMS(Energy Management System), ESS, SCADA(Supervisory Control And Data Acquisition) 등의 제품군을 갖췄고, 간접적으로는 전력기기의 고성능화 배경이 되고 있다. 가정용/빌딩용/공장용 EMS를 사업화하고 있고, 캠퍼스그리드, 에너지 자립섬 등 마이크로그리드 프로젝트를 주도하고 있다. 순수 스마트그리드 매출은 지난해 500억원에서 올해 1,000억원을 목표로 한다.

ESS는 인버터 기술에 기반한 PCS(Power Conversion System)에서 강점을 가지며, 1MW 이상 대용량 제품을 주도하고 있다. 국내는 한전의 주파수 조정(Frequency Regulation) 시장이 열리면서 환경이 호전됐고, 동사가 40% 가량 수주했다. 올해부터 비상전원 디젤발전기 대체용 ESS 시장 공략에 적극적으로 나설 계획이다.

태양광은 모듈 중심에서 인버터(PCU)를 결합한 솔루션 사업으로 확장하고 있고, 전력기기를 포함한 종합 시스템을 제공하고자 한다. 최근 일본 훗카이도 프로젝트 수주 성과를 비롯해, 매출액은 지난해 1,700억원에서 올해 2,100억원으로 증가할 것이다.

HVDC(High Voltage Direct Current)도 사업 환경이 우호적으로 변화하고 있으며, 2018년까지 4,000억원 규모의 투자 로드맵이 예정돼 있어 유일한 제작사로서 수혜가 클 것이다.

## LS산전 스마트그리드 솔루션



자료: LS산전

## LS산전 태양광 발전 솔루션



자료: LS산전



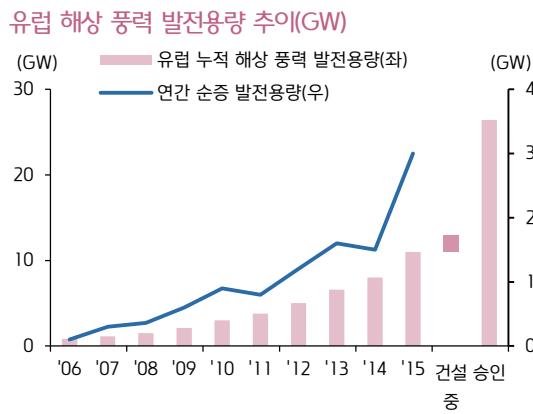
## LS전선은 미래 전선 기술 선도

LS전선 입장에서 본다면, 해저 케이블, HVDC 케이블, 초전도 케이블 등의 미래 기술 경쟁력이 부각될 것이다.

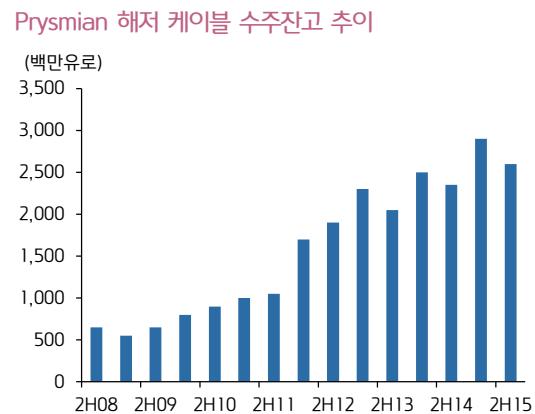
해저 케이블은 전선 분야에서 성장성과 수익성이 가장 우수한 제품이다. 주요 수요 촉발 요인은 해상 (Offshore) 풍력 발전 단지와 국가 또는 지역간 전력망 연결 프로젝트다.

이 중 해상 풍력에 대한 투자는 유럽이 가장 활발하다. 지난해 신규 3GW 용량을 포함해 누적으로 11GW가 구축돼 전년 대비 37% 늘어났고, 현재 1.9GW가 건설 중이며, 추가로 26.4GW가 건설 승인을 받은 상태다. 해저 케이블은 제조뿐만 아니라 매립, 포설 기술까지 포함해 진입 장벽이 높기 때문에 세계적으로 5~6개 업체만 사업 역량을 보유하고 있다. Prysmian의 자체 집계에 따르면 지난해 해저 케이블 시장 점유율은 Prysmian 47%, NKT 21%, ABB 15%, NSW 13%, LS 6%였다.

국내에서는 LS전선만 역량을 보유하고 있다. 진도-제주간 프로젝트(3,300억원)에 이어 카타르(4.3억달러), 베네수엘라(1.8억달러) 프로젝트를 수주 받아 진행 중이고, 이 외에도 북미와 유럽 등에서 추가 수주가 있었다.



자료: Prysmian



자료: Prysmian

## HVDC, 초전도 등 차세대 송전망 구축 기대

차세대 송전망은 IT 및 소재 혁신을 통해 장거리, 대용량 송전 시 전력 손실을 줄이고, 선로 지중화가 가능한 송전망이다. 전자파가 없고, 지중화가 가능해 송전탑 및 변전소를 줄일 수 있어 사회 수용성이 향상된다. 우리 정부는 HVDC 국산화, 초전도 케이블 상용화를 통해 서해안 해상풍력, 수도권 과밀지역 등으로 단계별 실증을 거친 후, 중국, 일본 등 국가간 전력계통 연계를 추진하겠다는 계획이다.

HVDC는 대용량의 전력을 장거리 송전하거나 전력 조류 제어를 가능하게 하는 기술이다. 발전소에서 생산되는 교류전력을 직류로 변환시켜 송전한 후 수전 지역에서 교류로 재변환시켜 공급하는 '고압직류송전' 방식이다. 글로벌 HVDC 시장은 2014년 52GW 13조원 규모에서 2020년에는 280GW 70조원 규모로 성장할 전망이다. 국토가 넓고 전력 수요가 많은 중국이 시장을 선도하고, 미국, 아시아, 유럽 순으로 시장이 확대될 전망이다.

국내에서는 첫번째 서해안 프로젝트(복당진-고덕간)가 시작된 데 이어 서해안 2차, 동해안 1, 2차 프로젝트 등 2018년까지 투자 로드맵이 예정돼 있다. HVDC 시스템은 LS산전, HVDC 케이블은 LS전선이 수주할 가능성이 높다.

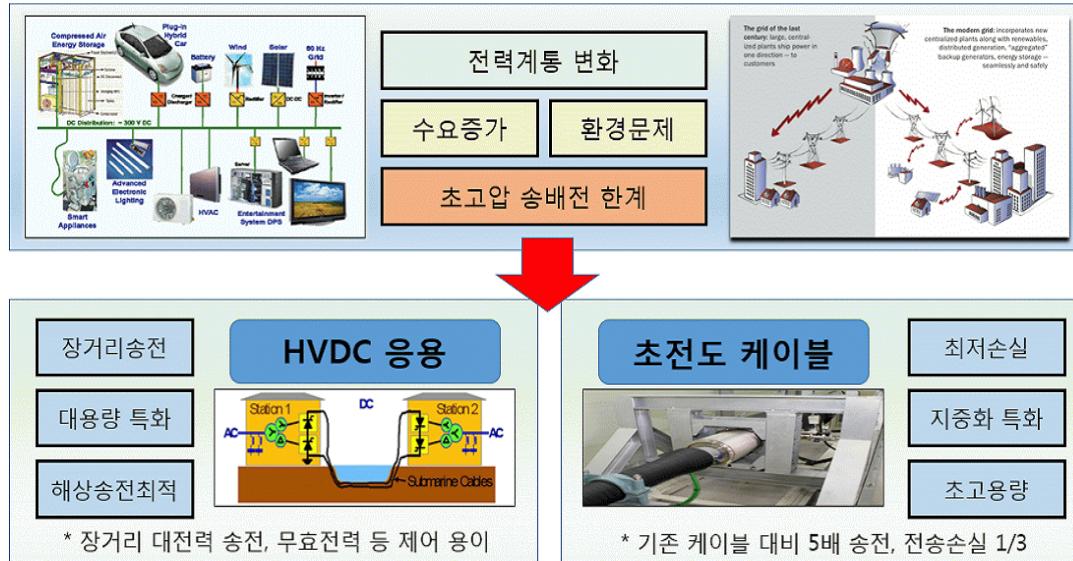
LS전선은 LS산전이 이미 수주한 서해안 1차 프로젝트를 조만간 수주할 것으로 예상되고, 1,100억원 규모가 될 것이다.

초전도 케이블은 구리 대신 전기 저항이 최소화되는 고온초전도체를 사용해 저전압·저손실로 대용량 송전이 가능한 전력 케이블이다. 도심처럼 전력 사용량이 급증하는 곳에서 전력구와 관로 등을 새로 건설하지 않고 기존 케이블을 교체하는 것만으로 전력량을 5~10배 늘릴 수 있다. 아직 시장이 형성되지 않았고, 상용화까지는 2~3년이 걸릴 듯 하나, 2030년에 20조원 규모로 전망되는 시장이다.

## 초전도 케이블, LS전선이 세계 최고 수준 기술 보유

LS전선이 글로벌 선두권의 기술을 보유하고 있는 것으로 평가된다. 2001년 초전도 케이블 개발을 시작해 2004년 세계 4번째로 AC 초전도 케이블 개발에 성공했고, 2015년 세계 최초로 DC 80kV급 초전도 케이블 실증을 완료함으로써 유일하게 직류(DC)와 교류(AC) 기술력을 모두 확보한 업체가 됐다. 올해 들어 세계에서 가장 길고(1km), 가장 큰 용량(AC 154kV)의 초전도 케이블 실증 작업에 돌입했다. 2020년 이후 세계 시장의 50% 이상 점유를 목표로 하고 있다.

### 차세대 송전선로 개요



자료: 산업통상자원부

### 차세대 송전선로 기술 개발 및 단계별 실증 계획

구분	1단계 (15~20)	2단계 (20~25)	3단계 (25~30)
주진 방향	기술 개발	설계통 연계형 실증 및 상업 운전	해외시장 진출
초전도 케이블	AC 154kV 초전도 케이블 개발	AC 154kV 실증, DC 30kV 이상 초전도 케이블 개발	DC 30kV 이상 초전도 케이블 실증
HVDC	전압형 HVDC 시스템 개발 서해안 해상풍력 적용 북당진-고덕 연계	수도권 송전과밀 지역, 제주-내륙 연계	중국, 일본 등 국가간 계통연계 (중국, 인도 등 해외 판로 개척)

자료: 산업통상자원부

## IV. 자회사별 실적 전망과 투자포인트

### >>> 전선 부문

#### 고정비 부담 축소, LS전선아시아 호조

올해 LS전선의 영업이익은 6% 증가한 1,226억원으로 예상된다.

평균 동 가격은 전년 대비 낮은 수준이지만, 제주-진도 해저케이블 관련한 일회성 비용이 소멸됐고, 강도 높은 경영 효율화 노력을 통해 고정비가 낮아진 상태다. 국내는 한전의 송배전망 투자 확대에 따른 수혜가 기대되고, 해외에서는 LS전선아시아의 호조가 돌보일 것이다.

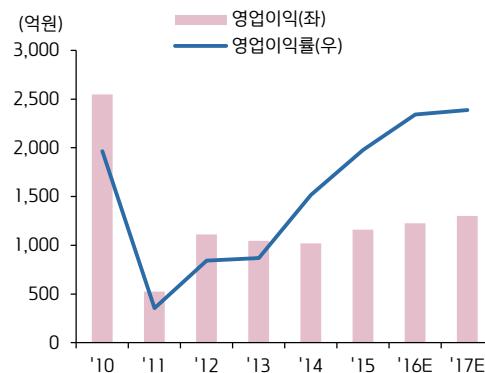
#### 수주처 다변화

수주잔고는 1분기 말 1.3조원을 기록하고 있다. 초고압 케이블 7,300억원, 해저 케이블 2,000억원 등이다. 올해 들어 사우디아라비아 320억원(초고압), 영국 210억원(초고압), 한국 297억원(산업용 특수선), 방글라데시 149억원(초고압) 등의 수주 성과를 이루었다.

중동 수요가 부진하지만, 수주처가 북미, 유럽, 동남아로 다변화되면서 수주의 질은 향상되고 있다.

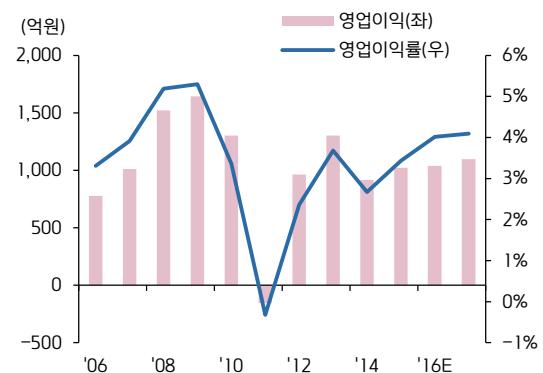
해저 케이블은 공사 수행 역량 강화에 초점을 맞추고 있다. HVDC 케이블은 조만간 서해안 프로젝트 수주가 유력시된다.

#### LS전선(연결) 실적 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

#### LS전선(본사) 실적 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

#### 전선업 시장 동향

전선업 시장 동향을 점검해 보자.

전력선은 글로벌 송배전 설비 수요에 비례하며 연평균 4~5%씩 성장하고 있다. 전력선 시장은 2014년 1,250만톤에서 2018년에는 1,490만톤 규모가 될 것이다. 세계 발전량은 2015년 233억kwh에서 2040년에는 390억kwh로 증가할 전망이다.

#### 장기 전망은 긍정적, 단기 전망은 비우호적

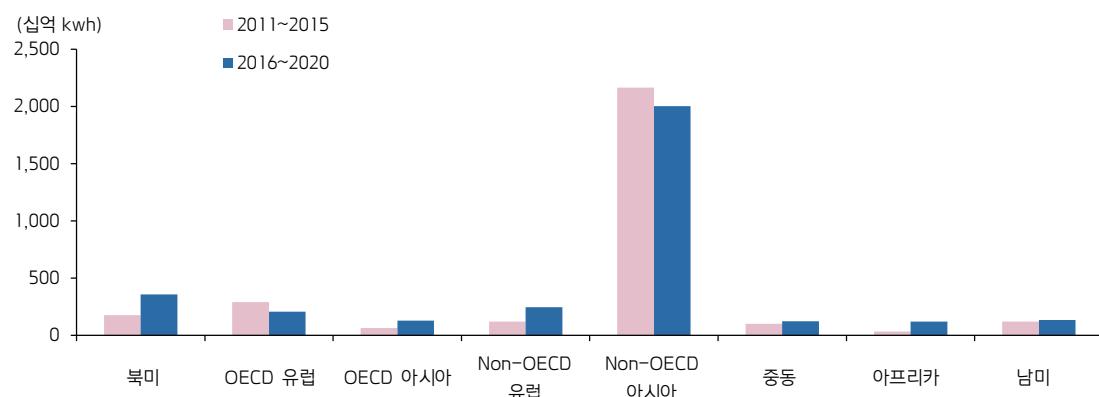
장기적으로 보면 전선업 전망은 긍정적이다. 아직도 전력 인프라가 열악한 신흥국 및 저개발국가가 부지기수이고, 선진국의 전력망은 노후화돼 있다.

2030년까지 세계 인구는 20% 증가하고, 도시화율이 40%에 이르는 과정에서 전기 소비가 지금보다 50% 증가하고, 에너지 소비가 40% 늘며, 신재생에너지 비중이 2배가 될 것이다.

하지만 단기 전망은 우호적이지 않다.

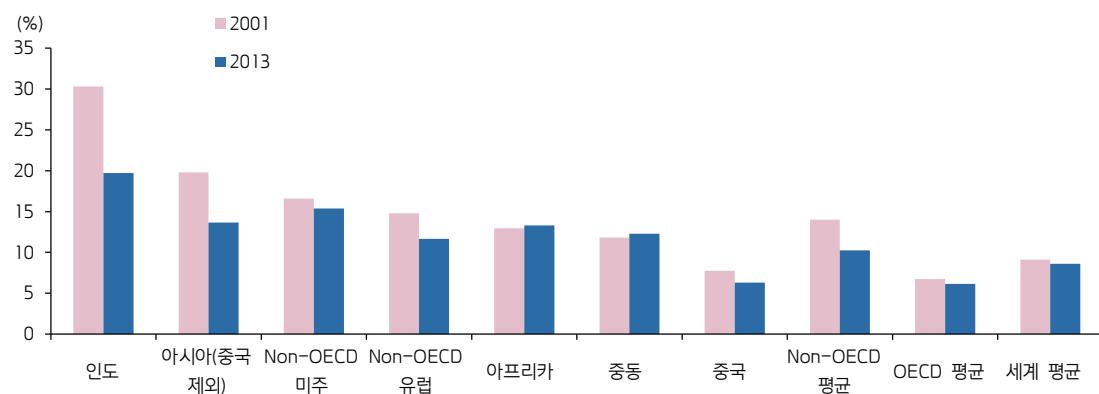
동 가격 및 신흥국 통화 변동성에 따른 불확실성이 남아 있고, 글로벌 전력망 예산은 수년간 저조한 상태이며, 원유/가스/광업 등 산업 수요가 침체돼 있다. 전선 업체들은 구조조정을 진행하고 있다.

### 지역별 발전량 증설 계획



자료: 미국에너지정보국

### 지역별 송배전 전력손실률 변화



자료: 미국에너지정보국

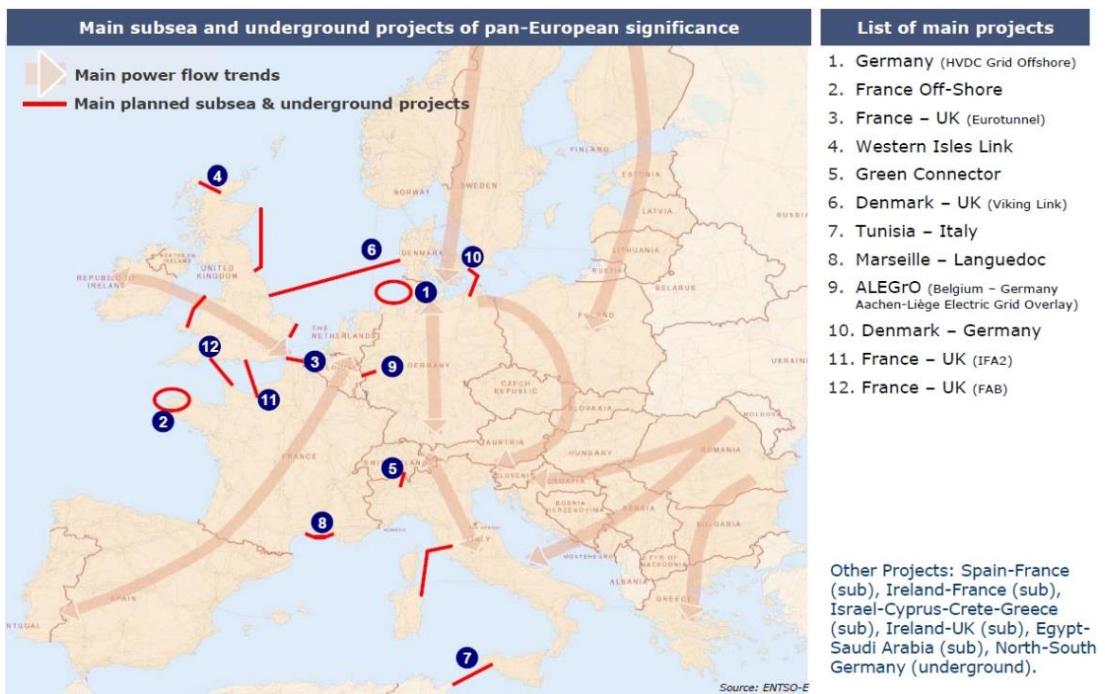
### 선진 시장, 인프라 노후화

지역별 이슈를 진단해 보면,

선진 시장은 대부분 1960년대에서 1970년대에 걸쳐 전력 인프라가 구축돼 설비가 노후화됐고, 잦은 정전 사고 등 교체 투자 압박이 커지고 있다. 다만, 금융위기와 유럽 재정위기 등으로 교체 투자가 지연되고 있는 상태다.

유럽은 다음 그림에서 보듯 국가간 전력망 연결 프로젝트가 활성화돼 있어 최대 해저 케이블 수요처가 되고 있다.

## 유럽 전력망 연결 프로젝트



자료: ENTSO-E

## 중동, 정치적 불안정과 저유가 영향

국내 기업들의 주력 시장인 중동은 정치적 불안정과 저유가 영향으로 인해 수요가 부진하다. IS사태, 내전 등 지정학적 불안이 이어지고 있고, 유가 하락으로 인해 재정적자가 지속돼 공공기관 투자가 감소하고 있다. 또한 Riyadh Cable, Dubai Cable, Saudi Cable, Jeddah Cable 등 현지 전선업체들이 성장함에 따라 가격 경쟁이 심화되고 있다. 그럼에도 불구하고 중동은 여전히 수출 비중이 가장 높은 지역이며, 국내 업체들이 현지 전력청과 우호적 관계를 바탕으로 지배력을 보유하고 있고, 수익성이 우월한 프로젝트들이 발주되고 있다. 사우디아라비아, 쿠웨이트, UAE, 카타르 등 걸프협력회의(GCC) 국가들 중심으로 전력망 연결 프로젝트가 진행되고 있다.

## 이란이 새로운 기회 제공

경제 제재가 해제된 이란이 새로운 기회를 제공할 것이다. 이란은 전력과 통신 인프라가 부족하고, 발전량 확충을 위한 송배전 분야 투자가 시급하다. 현재 18%에 달하는 송배전 손실률을 7%로 낮추는 것이 중요한 과제이고, 이를 위해 송전전압 격상과 AMI 도입 등 다양한 프로젝트를 추진하고 있다. 이란은 세계적 에너지 국가 도약을 위해 2025년까지 5,000억달러 규모의 투자 계획을 수립했다. 한전은 이란전력공사 등과 전력망 효율화, 스마트그리드 등 4대 전력분야 협약을 체결했다. 이란 측의 결정에 따라 최대 50억달러 규모의 초고압(765kV) 전력망 건설 사업에 참여할 수 있고, LS전선 등 국내 전선업체들이 파트너가 될 것이다.

## 중국, 그들만의 잔치

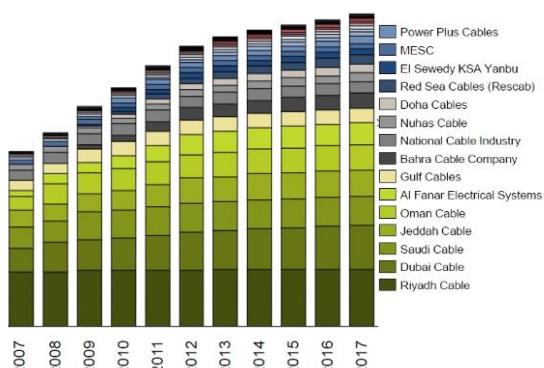
중국은 그들만의 잔치라고 표현하는 것이 적절할 것이다.

중국은 제12차 5개년 계획 기간 동안 ‘3종 3횡 1환’의 대규모 전력망 구축 프로젝트를 진행했다. 제13차 5개년 계획(2016~2020년)에서는 수력발전소, 특고압 송전망, 지능형 전력망, 신재생에너지에 대한 투자를 진행할 계획이다. 중국의 전력 시장은 세계 1위이고, 2015년 말 기준 발전설비용량은 1,567GW로 우리나라의 16배에 이른다.

하지만 기간 산업이다 보니 자국 업체들에게 수혜가 집중되고 있다. Jiangsu Shangshang, Shanghai Shenghua, Far east, Baosheng, Xingle 등의 현지 업체가 성장해 선두권을 형성하고 있다. LS전선의 자회사인 흥치전선은 주목할만한 성과를 내지 못하고 있다.

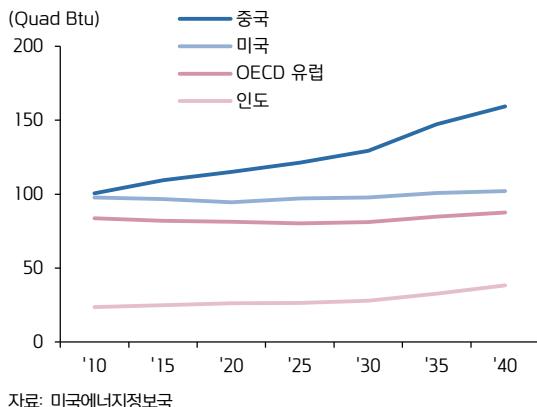
글로벌 업체들은 HVDC 등 기술장벽이 높은 분야를 공략해야 할 것이다.

### 중동 전선 업체들 생산능력 추이



자료: 중동전선협회

### 주요국 에너지 소비 전망



자료: 미국에너지정보국

## 한국, 전력난 이후 수급 여건 개선

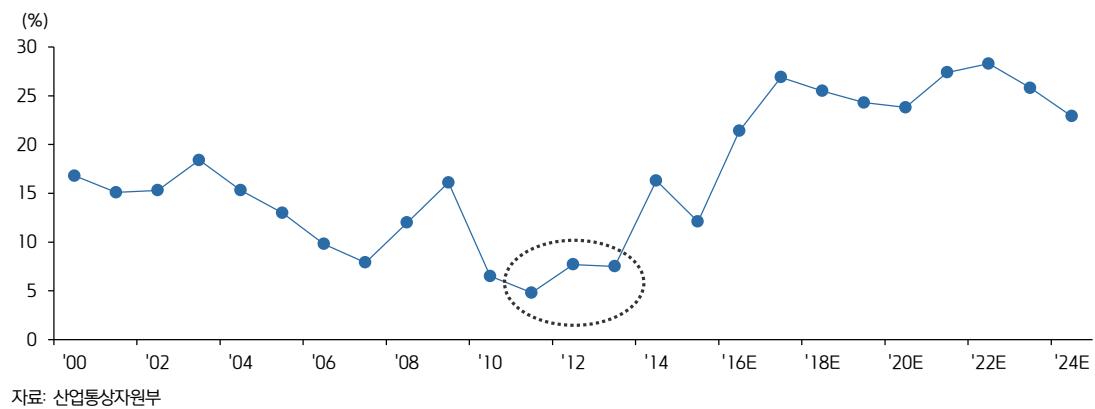
한국은 전력난 이후 발전설비를 확충하면서 전력 수급 여건이 개선됐고, 한전의 투자 여력이 확대된 점이 긍정적이다.

한국은 대표적인 전력 선진국으로 2000년대 초반만 해도 설비예비율이 15%를 상회했다. 하지만 한동안 발전 및 송변전 설비에 대한 투자를 소홀히 했고, 2013년 원전 가동 중단 사태까지 발생하면서 2011년부터 2013년까지 설비예비율이 역사적 최저 수준으로 하락하며 전력난이 대두됐다. 그 직후 제6차 전력수급기본계획을 통해 신규 발전소를 확충했고 수급 불안이 완화됐다.

제7차 전력수급기본계획(2015~2029년)은 안정적 전력 수급을 최우선 과제로 추진한다. 에너지신산업, 신규원전, 신재생에너지 확대를 추진하고, 송변전설비의 적기 확충으로 안정적인 전력 공급을 뒷받침한다는 계획이다.

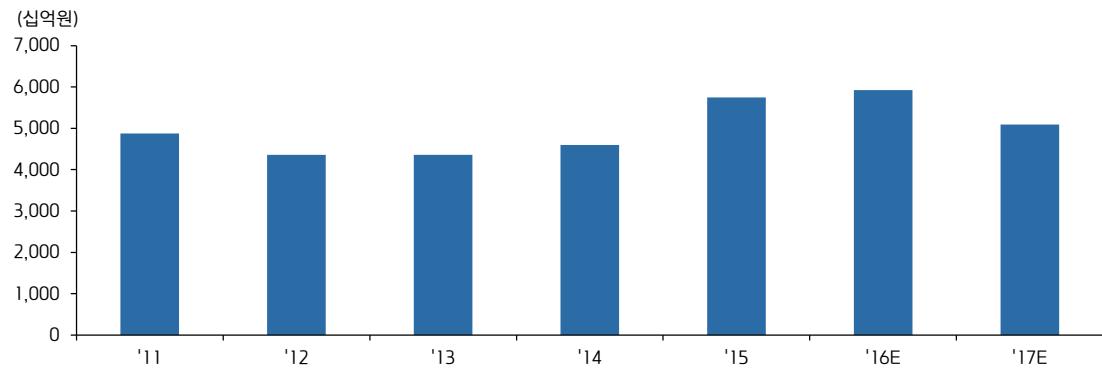
한전이 실적 개선과 더불어 설비투자를 늘리고 있다. 송배전설비 투자비는 지난해 25% 늘어난 5.7조 원에 이어, 올해는 3% 증가한 5.9조원을 편성했다. 전선 업체들이 지난해 체감한 수혜는 크지 않지만 올해는 본격적으로 호전될 것으로 기대된다.

### 한국 전력 설비예비율 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부

### 한전 송배전설비투자 집행 계획



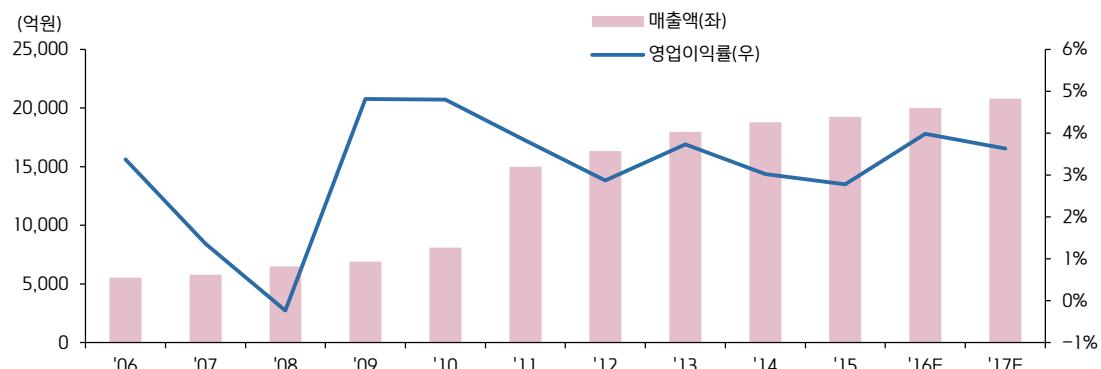
자료: 미국에너지정보국

## >>> 엠트론 부문

### 큰 폭의 실적 호전 기대

올해 LS엠트론의 영업이익은 49% 증가한 798억원으로 예상된다. 1분기 LS의 Earnings Surprise를 주도한 데 이어 올해 호실적이 예상되는 배경은 1) 트랙터가 해외 OEM 물량 확대 및 우즈베키스탄 수출 본격화, 국내 시장 지배력 강화를 바탕으로 성장을 주도하고, 2) 전자부품은 주고객 내 점유율 상승과 함께 중화 시장 공략을 강화해 부진한 업황을 극복하고자 하며, 3) 장기간 부진했던 동박은 전기차 확산에 따른 수혜로 턴어라운드 기조가 강화될 것으로 기대되고, 4) 대성전기는 스위치 등 전장부품 매출 호조, 해외 고객 다변화 성과를 바탕으로 성장폭이 확대될 것이다.

### LS엠트론 실적(연결 기준) 추이 및 전망



자료: LS엠트론, 키움증권  
주: 2009년 이전은 별도 기준

### 트랙터와 전자부품이 승부 사업

LS엠트론의 사업부는 트랙터, 사출기, 특수(방산), 전자부품(커넥터/안테나), 회로소재(동박/FCCL), 자동차부품(호스), Ultra Capacitor 등 7개로 구성돼 있고, 이 외에 자회사인 대성전기가 큰 비중을 차지한다.

트랙터와 전자부품을 승부 사업, 사출기와 자동차 부품을 가치 사업, 동박, FCCL, Ultra Capacitor를 도전 사업으로 분류해 차별적 전략을 실행하고 있다.

### 트랙터 경쟁력 요인

성장 동력은 트랙터다. 동사 트랙터 사업의 경쟁력 요인은 1) 중국, 브라질, 미국 등 글로벌 거점을 바탕으로 해외 시장 공략을 본격화하고 있고, 2) 국내에서는 농협 임대 사업의 파트너로서 확고한 지위를 확보했으며, 3) 초소형에서 대형까지 Full Line-up을 구축하고 있고, 4) 엔진 및 트랜스미션 등 핵심 기술을 내재화하고 있다.

트랙터 시장의 장기 전망은 긍정적이다. 2050년까지 세계 인구가 90억명에 도달하면 이를 부양하기 위해 농산물 생산량이 2배로 증가해야 하고, 신흥국의 도시화, 공업화로 농촌 인구가 유출됨에 따라 농업의 기계화 필요성이 커지고 있다.

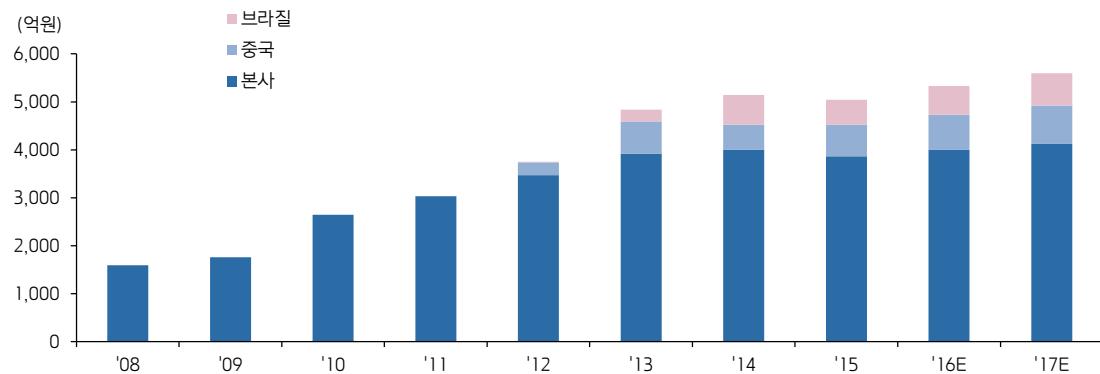
## 트랙터 성장 궤도 재진입

동사 트랙터 매출액(연결 기준)은 지난해 5,045억원(YoY -2%)으로 처음으로 성장세가 멈췄지만, 올해는 6% 증가한 5,332억원으로 전망된다. 지난해는 내수가 위축되고, 브라질 경기 침체 및 해악화 가치 급락 영향이 불가피했다. 이에 대해 1분기 본사 트랙터 매출액은 전년 동기 대비 22% 급증했다. 국내 성수기를 맞아 지배력이 더욱 강화됐고, 해외 OEM 물량이 증가했다. 환율의 도움을 받아 트랙터의 영업이익률은 10.5%까지 향상됐다.

대규모 수주 건으로 2013년 12월 우즈베키스탄 ASI로부터 5.7억달러, 2014년 1월 CNH로부터 3.5억 달러 규모의 공급 계약을 체결한 바 있다. 우즈베키스탄으로는 경기 영향으로 구매가 지연되다가 지난해 말부터 공급되고 있다.

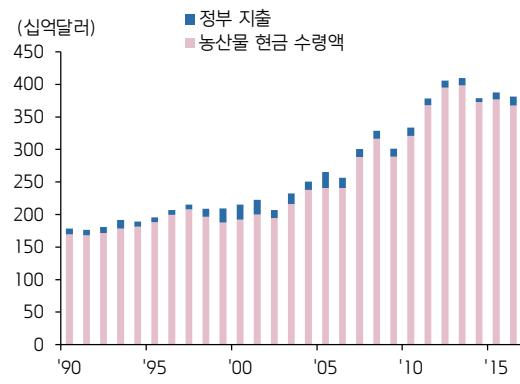
브라질 공장은 2013년에 연간 5천대 규모로 설립돼 중남미 공략의 전초기지 역할을 수행하고 있다.

### 트랙터 매출액 추이 및 전망



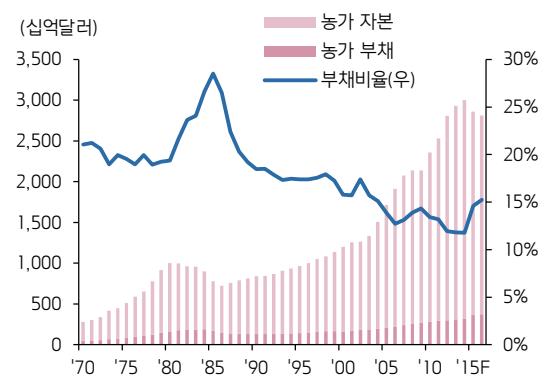
자료: 대성전기, 키움증권

### 미국 농가 현금 수령액 추이



자료: USDA

### 미국 농가 대차대조표



자료: USDA

## 전자부품, 고객 다변화 시도

커넥터와 안테나 중심의 전자부품은 시장 상황이 녹녹치 않다.

스마트폰 시장의 성장세가 둔화되고 있는 가운데 주요 고객들이 재료비 원가 최적화에 초점을 맞추고 있다.

다만 동사는 1) 국내 S사와 L사를 모두 주요 고객으로 삼고 있다는 장점을 가지고, 2) 2014년 베트남 법인을 설립해 원가 경쟁력과 함께 고객 대응력을 높여가고 있으며, 3) 중국 스마트폰 업체들 대상으로 고객 다변화를 시도하고 있다.

지난 1분기는 갤럭시 S7과 G5 등 전략 모델 출시 효과로 인해 기대 이상의 실적을 달성했다.

## 동박, 전기차 수혜로 흑자 전환

동박(Copper Foil)이 극적인 상황을 맞고 있다.

동박은 PCB와 2차전지의 소재로 쓰이며, 일진마티리얼즈와 국내 시장을 양분하고 있다. 하지만 PCB, 연성 PCB, 리튬이온전지 등 전방 제품의 수요 약세로 인해 2014년에는 가동률이 50%에 그치며 130 억원의 영업손실을 기록한 바 있다.

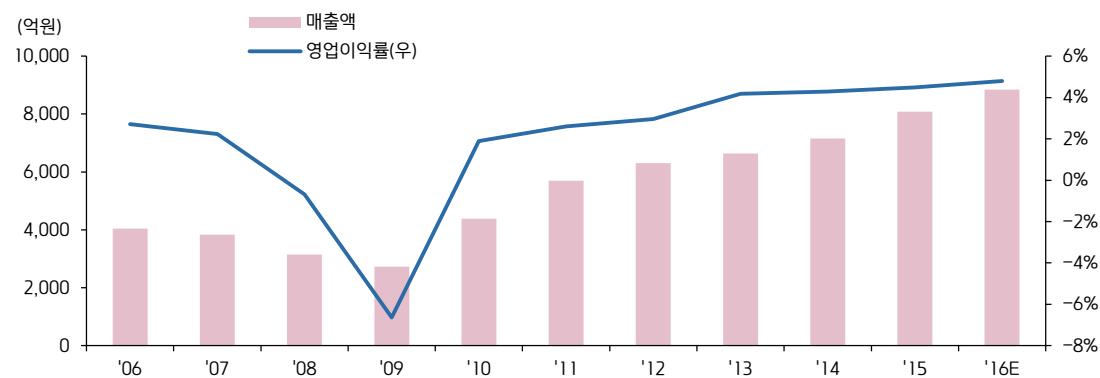
그러다가 전기차 시장의 성장과 함께 전지박 매출이 증가하면서 지난해 3분기부터 흑자 기조를 이어가고 있다.

## 대성전기, 안정적 성장세

대성전기는 지난해 매출액 8,080억원(YoY 13%), 영업이익 363억원(YoY 18%)을 기록한 데 이어, 올해는 매출액 8,843억원(YoY 9%), 영업이익 424억원(YoY 17%)으로 안정적인 성장세를 이어갈 전망이다. 주력인 스위치, 램프 등 HMI(Human Machine Interface) 사업부가 호실적을 주도하고, 중국, 인도 등 해외 법인의 고성장세가 이어지고 있다.

주요 제품의 점유율로서 스위치는 세계 시장의 4.3%, 내장 램프는 국내 시장의 50%, Relay는 세계 시장의 12%를 차지하고 있다.

## 대성전기 실적 추이 및 전망



자료: 대성전기, 키움증권

## >>> 동제련 부문

### Cash Cow 역할 재수행 기대

올해 LS니꼬동제련의 영업이익은 35% 증가한 1,669억원, 순이익은 흑자 전환한 1,288억원으로 예상된다. 일회성 비용이 제거되고, 정제련 마진이 높은 수준을 유지함에 따라 그룹의 Cash Cow로서 본연의 역할을 수행할 것이다. 원자재 가격의 반등폭이 커진다면 실적 개선폭이 더욱 확대될 수 있다.

LS니꼬동제련은 국내 동 수요 80만톤 중 67만톤을 공급하고 있는 독점 기업이다.

특별한 변수가 없다면 세전이익 2,000억원을 달성할 수 있는 체질을 갖췄고, LS에게 지분법이익 1,000억원 가까이 기여해 왔다. 그런데 최근에는 특별한 변수가 많았다. 2014년에 안전사고가 발생해 일시적으로 조업이 중단되기도 했고, 작년에는 대규모 세금을 추징당했다. 2년간 자회사 지분 및 자원 개발 사업에 대해 손상 처리한 비용이 컸다. 원자재인 슬라임의 조달 차질 이슈도 있었다.

### 제련수수료 높은 수준 유지

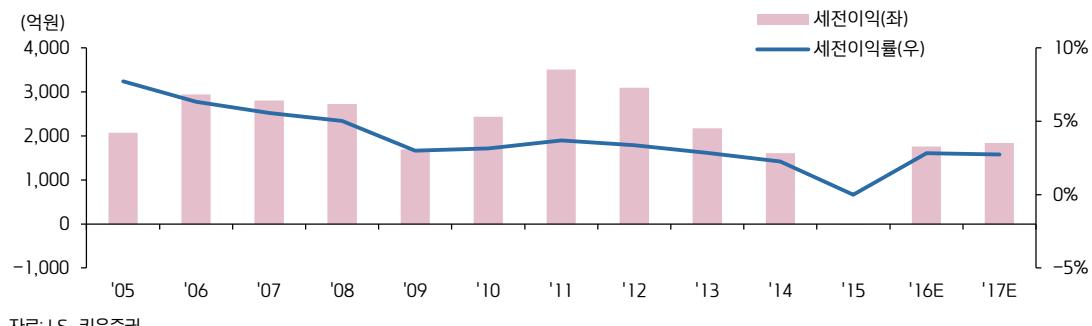
올해는 펀더멘털 측면의 접근이 가능할 것이다.

올해 제련수수료(TC)는 톤당 97.2달러에서 결정됐다. 지난해 107달러에 비하면 낮지만, 2013년 70달러, 2014년 92달러보다는 높다. 통상적으로 올해 매출은 지난해 제련수수료 기반으로 절반, 올해 신규 제련수수료로 절반이 인식된다.

동사는 2014년에 동제련 생산능력을 연간 60만톤에서 68만톤으로 증설해 잠재적 매출 기반을 높여놨다.

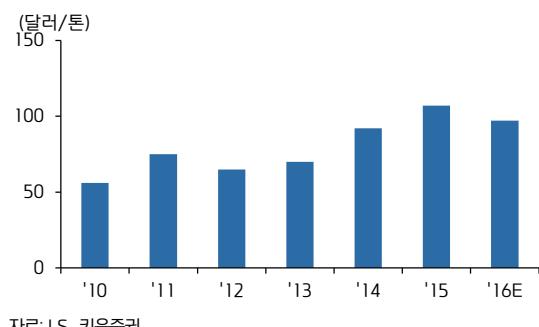
금, 은 등 귀금속 가격은 지난해보다 우호적인 상태다. 반면에 부산물인 황산은 수요 감소 및 가격 하락으로 부진이 장기화되고 있다.

### LS니꼬동제련 실적 추이 및 전망



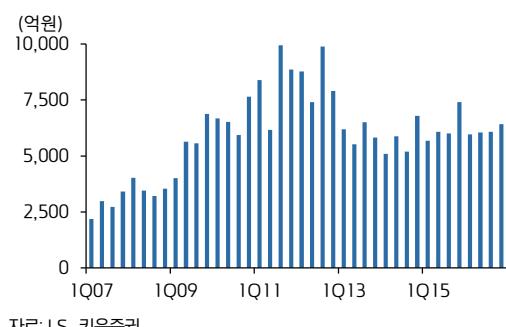
자료: LS, 키움증권

### LS니꼬동제련 제련수수료 추이



자료: LS, 키움증권

### 귀금속 매출 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

## >>> 산전 부문

### 전력기기와 중국 법인이 개선 주도

올해 LS산전의 영업이익은 11% 증가한 1,711억원으로 예상된다.

올해 실적 개선 논리는 명확하다. 지난해 선전했던 전력기기와 중국 법인은 올해 더욱 향상된 실적을 보여줄 것이고, 지난해 부진했던 이라크 전력인프라와 LS메탈은 턴어라운드에 성공할 것이다.

### 전력기기, 역사적 최고 수익성

주력인 전력기기는 역사적 최고 수준의 수익성을 실현하고 있다.

베트남 중심의 동남아 수출 증가세가 지속되고 있고, 국내에서는 신재생에너지 시장 선제적 대응 효과가 긍정적이다. 수익성 면에서 환율과 원자재 가격의 도움을 받고 있다.

베트남, 미얀마 등 일부 동남아 국가에서는 점유율 40%로 1위를 차지하고 있다. 스마트그리드의 효용이 큰 인도네시아, 필리핀 등 섭 국가들을 공략한다는 계획이다.

### 전력인프라, 이라크 턴어라운드 예상

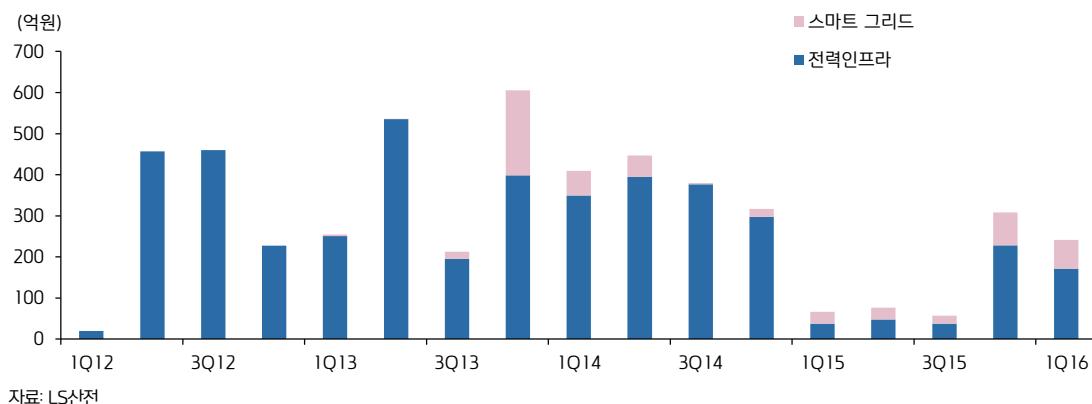
전력인프라는 부진했던 이라크 사업의 턴어라운드가 기대된다.

다음 그림에서 확인하듯 지난해 1분기부터 3분기까지는 이라크 매출액이 100억원을 밀돌았지만, 4분기 308억원, 올해 1분기는 242억원으로 회복됐다. 지난해 신규 수주 2,000억원과 수주잔고 3,000억원이 매출로 반영되고 있다. 이라크 매출액은 지난해 508억원에서 올해 1,000억원으로 2배 증가할 전망이다.

이라크 성과를 바탕으로 방글라데시, 에콰도르, 스리랑카 등으로 수출처 다변화를 추진하고 있다.

국내는 한전이 송배전 투자를 늘릴 것으로 예상됨에 따라 입찰 제한(15년 4월~10월) 해제와 맞물려 수혜가 구체화될 것이다. 실제로 한전 및 민수 수주가 증가하고 있어 하반기 전망을 밝게 한다.

### 이라크 매출 추이



## 자동화솔루션, 대기업 시장 진입

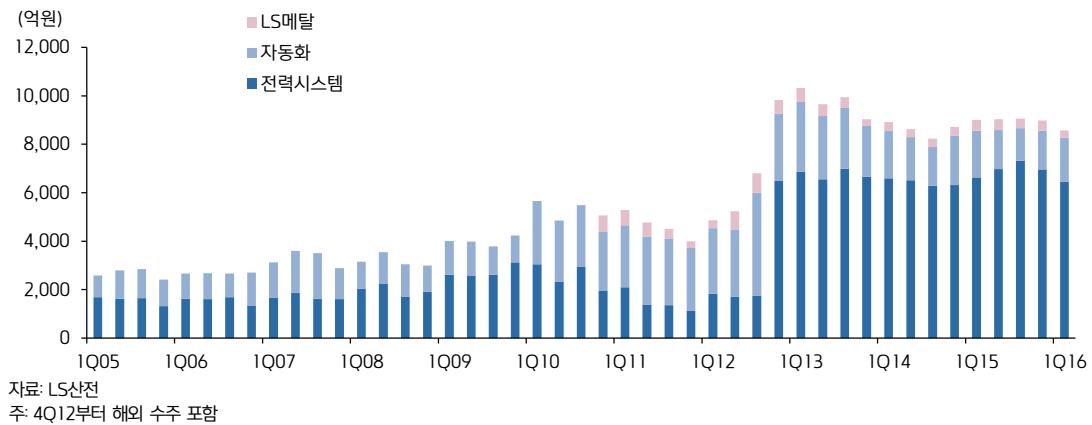
자동화솔루션은 지난해 대기업 패키지 시장에 진입하는 중요한 성과를 이루었고, 수익성 개선의 모멘텀을 얻었다.

사실 자동화솔루션은 국내 설비투자 사이클과 연계되다 보니 수요 부진이 장기화되고 있다. 그래서 동사는 유통망 효율화 등의 체질 개선 작업에 집중했다.

지난해 하반기에 주요 대기업들을 대상으로 인버터, PLC, 서보 등을 패키지로 공급하는 영업이 성사돼 매출이나 수익성 면에서 긍정적인 변화가 나타나고 있다. 그 동안 국내 대기업 시장은 Mitsubishi, Schneider 등 해외 기업들이 장악했다.

중장기적으로는 우리 정부가 추진하고 있는 스마트 공장 확산 정책이 긍정적 환경을 제공할 것이다. 동사는 공정 자동화에 강점을 가지며, 주로 단품종 소량 생산 업종에 대해 공정별 최적화, 생산 시간 단축, 불량 감지 등의 솔루션을 제공한다.

### LS산전 수주 사업부 수주 잔고 추이



## 중국 법인 성과 탁월

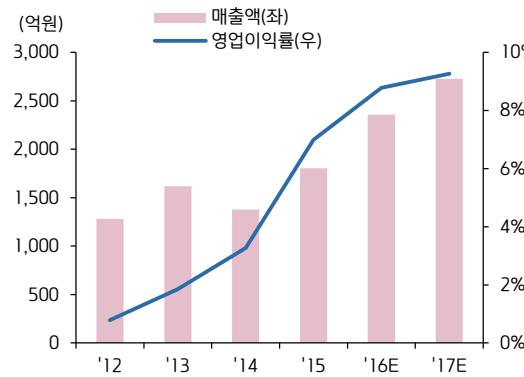
중국 법인의 양적, 질적 성과가 꽂목할만하다.

핵심인 무석 법인은 지난해 매출이 19% 증가한 데 이어 올해는 30% 증가한 1,590억원에 이르고, 두 자리수 영업이익률을 실현할 전망이다. 대련 법인도 한국 기업들의 투자 수요에 힘입어 지난해부터 흑자 기조에 정착했다. 1분기 중국 법인의 매출액은 59%(YoY) 급증했고, 영업이익률은 9.1%를 기록했다

## 중국 신재생에너지 투자 수혜 집중

무석 법인의 실적 호조는 중국 신재생에너지 투자 확대와 동사의 시장 선점 효과에 기인하며, 이는 국내 전력기기 사업이 선전하고 있는 배경이기도 하다. 태양광 발전 투자가 늘어나면 직류(DC)용 차단기 등 직류 구간 계통보호장치 수요가 증가하게 되고, High-end 영역이어서 동사와 글로벌 선두권 업체들이 제한적으로 경쟁하고 있다. 동사는 관련 제품을 선도적으로 출시했고, 대용량 제품 개발에서 앞서 가고 있다. 태양광 PCU 계통장치(DC 1,000V급) 점유율은 40%에 이른다. 올해 무석 법인 매출액 중 500억원이 신재생에너지용 제품으로 채워질 것이다.

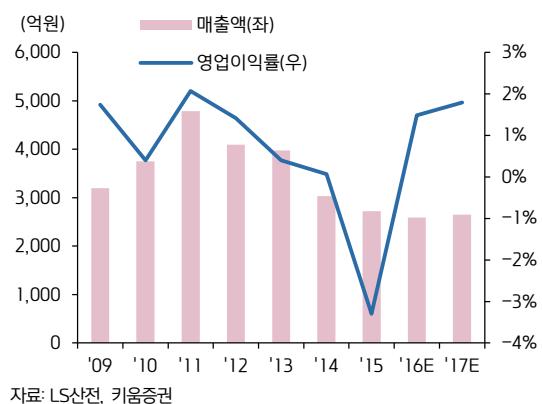
### 중국 법인 실적 추이 및 전망



자료: LS산전, 키움증권

주: 중국 무석 법인과 대련 법인 합산 실적

### LS메탈 실적 추이 및 전망



자료: LS산전, 키움증권

# V. 실적 전망 및 Valuation

## >>> 실적 전망

### 2분기 연속 깜짝 실적

지난해 4분기와 올해 1분기는 연이은 깜짝 실적이었다.

과거 2년간 거듭된 일회성 비용 탓에 실적에 대한 눈높이가 크게 낮아져 있던 것이 사실이다. 이에 대해 자산 건전화 및 비용 효율화 노력이 대부분 완료됨에 따라 고질적인 일회성 비용이 재현되지 않았고, 고정비 부담이 낮아져 체질 개선 효과가 구체화됐다는 점에서 긍정적이다. 동 가격과 신흥국 환율 추이도 더 이상 악재가 아닌 것 같다.

1분기 실적 호조의 주역은 단연 엠트론 부문이었다. 주력인 트랙터와 전자부품이 대폭 호전됐고, 동박이 인상적인 성과를 이어갔다. 이 외에 I&D 부문의 구조조정 비용이 크게 감소했고, 전선, 동제련, 산전 부문 모두 전년 대비 의미있는 개선을 이루었다.

### 모든 사업 부문 실적 개선 전망

올해 영업이익은 68% 증가한 4,568억원을 기록할 전망이다. 2년간의 부진을 딛고 정상적 이익 규모로 회귀한다는 의미를 가진다. 사업 부문별로는 엠트론 부문이 대폭 개선되고, 동제련 부문의 순이익이 흑자 전환하며, I&D 부문도 분할 후 처음으로 영업이익이 손익분기점에 도달할 전망이다.

▶ 엠트론 부문은 트랙터가 북미, 중국, 국내에서 점유율을 확대해 가고, 전자부품은 중화권 스마트폰 업체 대상 고객 다변화를 통해 업황을 극복할 것이다. 동박은 전기차와 더불어 적자 사업에서 흑자 사업으로 변모했다.

▶ 동제련 부문은 높은 수준의 제련수수료가 유지되고 있고, 올해 들어 귀금속 가격 동향이 우호적으로 바뀌었다.

▶ I&D 부분은 미국 주택 경기 회복과 함께 권선 업황이 개선됐고, 통신선 수요가 양호한 상태다. 유럽은 침체가 장기화되고 있으나 구조조정 효과가 예상된다.

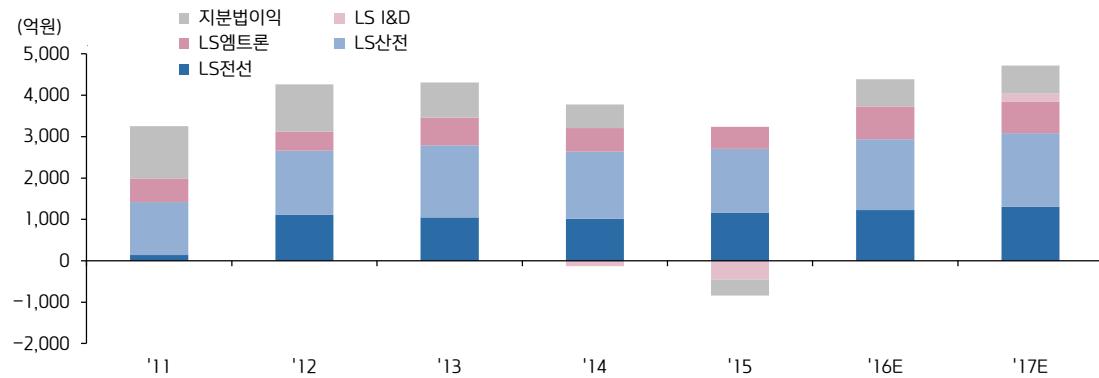
▶ 전선 부문은 베트남에 기반한 LS전선아시아가 실적 개선을 주도하고 있고, 올해 상장 이벤트가 예정돼 있어 재무구조 개선까지 뒷받침할 것이다.

▶ 산전 부문은 전력기기와 중국 법인이 호실적을 이끌고, 해외 전력 인프라 사업과 LS메탈이 턴어라운드에 성공할 것이다.

영업외적으로 일회성 비용이 소멸하고, 이자비용이 감소함에 따라 세전이익과 순이익이 더욱 큰 폭으로 개선될 것이다.

올해 세전이익은 1,782% 증가한 3,204억원, 지배지분순이익은 흑자 전환한 2,007억원으로 추정된다.

## 부문별 영업이익 기여도



자료: LS, 키움증권

## LS 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	25,249	25,557	24,807	24,385	24,185	24,550	23,780	23,943	99,997	-8.1%	96,458	-3.5%	98,546	2.2%
LS전선	9,747	8,746	8,623	8,012	8,086	7,708	7,846	7,785	35,128	-12.9%	31,425	-10.5%	32,699	4.1%
LS산전	4,853	5,520	5,728	5,916	5,008	5,692	5,939	6,258	22,017	-3.9%	22,898	4.0%	23,934	4.5%
LS엔트론	4,745	5,016	4,512	4,987	5,440	5,159	4,550	4,867	19,260	2.6%	20,016	3.9%	20,789	3.9%
LS I&D	5,646	6,053	5,728	5,319	5,420	5,721	5,073	4,799	22,746	-7.4%	21,013	-7.6%	20,277	-3.5%
영업이익	709	575	316	1,119	1,323	1,051	1,078	1,115	2,720	-27.0%	4,568	68.0%	4,867	6.6%
LS전선	242	238	304	375	287	262	313	364	1,159	13.9%	1,226	5.8%	1,302	6.2%
LS산전	187	409	542	407	349	422	459	481	1,544	-4.7%	1,711	10.8%	1,781	4.1%
LS엔트론	158	101	86	191	412	186	91	108	536	-5.6%	798	48.8%	755	-5.3%
LS I&D	-160	-4	-179	-109	-7	9	1	3	-452	적지	5	흑전	202	3625.6%
지분법이익	196	-185	-531	128	214	137	140	155	-392	적전	645	흑전	674	4.5%
세전이익	194	198	-663	441	901	730	728	845	170	-88.4%	3,204	1781.7%	3,691	15.2%
LS전선	200	88	60	136	144	141	194	248	484	1.0%	727	50.2%	860	18.3%
LS산전	72	394	340	332	227	376	415	440	1,136	-12.0%	1,458	28.3%	1,619	11.0%
LS엔트론	-44	80	-244	116	429	137	44	63	-92	적전	673	흑전	585	-13.0%
LS I&D	-291	-175	-311	-235	-124	-93	-99	-95	-1,012	적지	-411	적지	-170	적지
지분법이익	196	-185	-531	128	214	137	140	155	-392	적전	645	흑전	674	4.5%
총당기순이익	60	-12	-954	171	791	589	587	683	-735	적전	2,651	흑전	2,973	12.2%
LS전선	126	26	3	-70	108	106	146	186	85	32.8%	545	541.6%	645	18.3%
LS산전	50	275	145	235	172	293	324	343	706	-32.9%	1,132	60.4%	1,263	11.6%
LS엔트론	-90	54	-301	165	390	104	33	48	-172	적지	575	흑전	445	-22.7%
LS I&D	-254	-178	-287	-172	-99	-74	-79	-76	-891	적지	-328	적지	-136	적지
지분법이익	196	-185	-531	128	214	137	140	155	-392	적전	645	흑전	674	4.5%
지배지분순이익	59	-139	-991	83	692	427	404	485	-987	적전	2,007	흑전	2,234	11.3%

자료: LS, 키움증권

## >>> Valuation

### 목표주가 80,000원 제시

LS에 대해 목표주가 8만원을 제시하며, 투자의견 'BUY'로 커버리지를 재개한다.

목표주가 산출 근거는 아래 표와 같다.

자회사별 가치 산출 시 Target Multiple로서 LS전선의 경우 EV/EBITDA 6배, LS니꼬동제련은 PER 8배, LS엠트론은 PER 13배(기계 업종 평균 대비 10% 할인)를 적용했다. LS I&D는 장부가를 인용했다. 자회사들 중 상장사인 LS산전의 가치는 시가 대비 30% 할인했고, 나머지 비상자사들은 실질적인 투자 대상이라는 시각에서 10%씩만 할인했다.

장부가치와 비교할 때 LS전선과 LS니꼬동제련의 가치는 낮게 평가되는 반면, LS엠트론의 이익가치는 높게 산출된다.

결국 목표주가는 PBR 1.0배 수준에 해당한다.

### 사업 지주회사 성격 평가 가능

동사는 순수 지주회사라기보다는 사업 지주회사 성격으로 평가 받아야 한다. 투자자들이 투자 대상으로 삼고 있는 전선, 엠트론, 동제련, I&D 부문이 모두 비상장 상태이기 때문이다.

새삼스럽기는 하나 과거 중국 모멘텀이 부각됐던 산업재 사이클에서는 PBR이 평균 2.0배 내외로 유지됐다. 부진한 실적과 함께 재무상태에 대한 우려가 상존한 최근 2년간만 PBR이 1.0배를 하회하고 있다. 향후 전선과 I&D 부문의 재무구조가 개선되는 속도에 따라 LS의 주식 가치도 동반 상승할 여지가 크다. 현재 주가에서는 전선과 I&D 부문의 가치가 실질적으로 마이너스인 셈이다.

동사는 배당에 적극적이다. 2011년 이후 매년 주당배당금 1,250원을 고수하고 있고, 시가 대비 배당수익률은 2~3% 수준으로 매력적이다. 연결 기준 실적은 악화됐지만, 배당의 주체인 별도 기준 지주사는 안정적인 실적과 현금흐름을 유지하고 있기 때문이다.

### LS 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

		비고
투자자산 가치(a)	19,177	6개월 Forward 실적 기준
LS전선	1,227	10% 할인
영업가치	10,280	EV/EBITDA 6배 적용(해외 Peer 그룹 평균)
순차입금	8,752	
LS산전	4,830	최근 1개월 시장가치 대비 30% 할인
LS니꼬동제련	4,645	PER 8배 적용(국내외 제련 업체 평균), 10% 할인
LS엠트론	6,729	PER 13배 적용(기계 업종 평균 대비 10% 할인), 10% 할인
LS I&D	1,746	장부가 대비 10% 할인
지주회사 영업가치(b)	5,800	교육용역/브랜드수수료/배당금수익, PER 10배 적용
순차입금(c)	2,833	지주회사 순차입금
순자산가치(d=a+b-c)	22,143	
수정발행주식수(e)	27,767	자사주 차감
주당 순자산가치(f=d/e)	79,747	
<b>목표주가</b>	<b>80,000</b>	

자료: 키움증권

## 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	108,833	99,997	96,458	98,546	100,418
매출원가	95,651	86,519	82,305	83,505	85,011
매출총이익	13,183	13,478	14,153	15,041	15,407
판매비및일반관리비	9,984	10,335	9,803	10,174	10,267
영업이익(보고)	3,772	2,720	4,568	4,867	5,140
영업이익(핵심)	3,772	2,720	4,568	4,867	5,140
영업외손익	-2,256	-2,549	-1,363	-1,176	-1,149
이자수익	224	164	140	143	145
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	2,129	2,581	2,451	980	0
이자비용	1,715	1,474	1,386	1,210	1,204
외환손실	2,182	2,961	2,469	980	0
관계기업지분법손익	690	-318	649	673	707
투자및기타자산처분손익	-19	119	11	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3,280	5,737	2,949	0	0
기타	-4,664	-6,397	-3,708	-783	-797
법인세차감전이익	1,517	170	3,204	3,691	3,992
법인세비용	374	550	550	718	777
유효법인세율 (%)	24.6%	323.2%	17.2%	19.5%	19.5%
당기순이익	867	-735	2,651	2,973	3,215
지분법적용순이익(억원)	450	-987	2,007	2,234	2,416
EBITDA	6,636	6,590	7,746	8,165	8,112
현금순이익(Cash Earnings)	4,305	2,712	6,047	6,271	6,186
수정당기순이익	-1,591	12,335	198	2,973	3,215
증감률(%, YoY)					
매출액	-5.6	-8.1	-3.5	2.2	1.9
영업이익(보고)	-18.9	-27.9	68.0	6.6	5.6
영업이익(핵심)	-18.9	-27.9	68.0	6.6	5.6
EBITDA	-21.2	-0.7	17.5	5.4	-0.7
지배주주지분 당기순이익	-63.4	N/A	N/A	11.3	8.1
EPS	-63.4	N/A	N/A	11.3	8.1
수정순이익	N/A	N/A	-98.4	1,399.4	8.1

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	4,111	4,660	6,097	4,687	4,936
당기순이익	1,143	-380	2,651	2,973	3,215
감가상각비	2,902	2,869	2,806	2,767	2,494
무형자산상각비	536	578	590	531	478
외환손익	50	186	19	0	0
자산처분손익	906	1,914	-11	0	0
지분법손익	0	0	-649	-673	-707
영업활동자산부채 증감	-1,241	-1,400	508	-1,457	-542
기타	-186	893	184	546	-1
투자활동현금흐름	-2,630	-3,428	-2,415	-2,806	-2,819
투자자산의 처분	-39	-356	49	-136	-51
유형자산의 처분	100	312	0	0	0
유형자산의 취득	-2,292	-2,535	-2,493	-2,618	-2,749
무형자산의 처분	-405	-457	0	0	0
기타	7	-392	29	-52	-19
재무활동현금흐름	-541	-1,413	-1,991	-578	-506
단기차입금의 증가	-11,895	-8,040	-1,796	-400	-200
장기차입금의 증가	11,832	6,879	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-541	-562	-347	-347	-347
기타	63	310	152	169	41
현금및현금성자산의순증가	956	-153	1,691	1,303	1,612
기초현금및현금성자산	6,110	7,067	6,913	8,604	9,907
기말현금및현금성자산	7,067	6,913	8,604	9,907	11,519
Gross Cash Flow	5,351	6,060	5,590	6,144	5,478
Op Free Cash Flow	1,910	-7,960	5,015	3,143	3,821

## 대차대조표

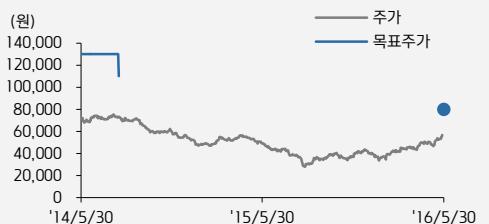
(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	56,038	53,295	54,132	57,886	60,410
현금및현금성자산	7,067	6,913	8,604	9,907	11,519
유동금융자산	1,085	1,899	1,864	1,965	2,002
매출채권및유동채권	30,640	28,464	27,940	29,444	30,004
재고자산	16,628	15,657	15,368	16,196	16,504
기타유동비금융자산	618	362	356	375	382
비유동자산	47,319	45,519	44,542	44,302	44,849
장기매출채권및기타채권	1,582	1,478	1,450	1,528	1,557
투자자산	10,569	9,309	9,384	9,693	10,415
유형자산	26,698	25,834	25,376	25,227	25,482
무형자산	7,617	7,909	7,361	6,830	6,352
기타비유동자산	852	990	972	1,024	1,043
자산총계	103,357	98,815	98,675	102,189	105,259
유동부채	41,677	40,268	38,604	38,975	39,136
매입채무및기타유동채무	14,866	11,935	11,715	12,346	12,580
단기차입금	13,622	11,967	10,170	9,770	9,570
유동성장기차입금	6,524	9,917	10,387	10,187	10,187
기타유동부채	6,665	6,450	6,331	6,672	6,799
비유동부채	31,349	29,011	28,330	28,499	28,541
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	27,661	25,146	24,313	24,313	24,313
기타비유동부채	3,689	3,865	4,017	4,187	4,228
부채총계	73,026	69,279	66,933	67,474	67,677
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
주식발행조과금	1,493	1,495	1,495	1,495	1,495
이익잉여금	21,350	19,925	21,583	23,817	25,963
기타자본	-403	-4	70	70	70
지배주주지분자본총계	24,051	23,026	24,758	26,992	29,139
비자매지분자본총계	6,280	6,510	6,983	7,722	8,443
자본총계	30,331	29,536	31,741	34,714	37,582
순차입금	39,655	38,217	34,402	32,399	30,550
총차입금	47,807	47,030	44,870	44,270	44,070

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,397	-3,064	6,234	6,939	7,503
BPS	74,691	71,509	76,889	83,828	90,493
주당EBITDA	20,609	20,466	24,057	25,358	25,192
CFPS	13,370	8,424	18,779	19,475	19,212
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주가배수(배)					
PER	38.9	-13.2	9.1	8.2	7.6
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.1	7.3	6.7	6.1	5.9
PCFR	4.1	4.8	3.0	2.9	3.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.5	2.7	4.7	4.9	5.1
영업이익률(핵심)	2.9	3.1	4.5	4.9	5.1
EBITDA margin	6.1	6.6	8.0	8.3	8.1
순이익률	0.8	-0.7	2.7	3.0	3.2
자기자본이익률(ROE)	2.9	-2.5	8.7	8.9	8.9
투하자본이익률(ROIC)	4.0	-11.7	6.2	6.7	7.1
안정성(%)					
부채비율	240.8	234.6	210.9	194.4	180.1
순차입금비율	130.7	129.4	108.4	93.3	81.3
이자보상배율(배)	2.2	1.8	3.3	4.0	4.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.8	3.4	3.4	3.4	3.4
재고자산회전율	6.3	6.2	6.2	6.2	6.1
매입채무회전율	7.8	7.5	8.2	8.2	8.1

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표주가 추이
LS (006260)	2014/05/16	BUY(Maintain)	130,000원	
	2014/07/04	BUY(Maintain)	130,000원	
	2014/07/15	BUY(Maintain)	130,000원	
	2014/08/14	BUY(Maintain)	110,000원	
	2016/05/30	BUY(Reinitiate)	80,000원	

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%