



## BUY(Maintain)

목표주가: 85,000원(상향)

주가(3/13): 61,100원

시가총액: 18,330억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (3/13)	2,494.49pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	71,300원	45,500원
등락률	-14.3%	34.3%
수익률	절대	상대
1W	12.3%	7.8%
1M	5.2%	-0.5%
1Y	34.7%	14.4%

## Company Data

발행주식수	30,000천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	16.4%
배당수익률(18E)	3.0%
BPS(18E)	41,820원
주요 주주	LS와 1 46.0%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	22,136	23,437	24,867	25,862
영업이익	1,244	1,584	2,007	2,139
EBITDA	2,137	2,458	2,833	2,869
세전이익	1,020	1,385	1,872	2,058
순이익	807	1,060	1,460	1,605
자체주주지분순이익	807	1,051	1,446	1,590
EPS(원)	2,690	3,503	4,821	5,300
증감률(%YoY)	14.8	30.2	37.6	9.9
PER(배)	14.8	17.4	12.7	11.5
PBR(배)	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	6.9	7.9	6.5	6.0
영업이익률(%)	5.6	6.8	8.1	8.3
ROE(%)	7.8	9.6	12.1	12.2
순부채비율(%)	27.1	7.7	0.4	-8.8

## Price Trend



## 실적 Preview

## LS산전 (010120)

## 깜짝 실적 차례



4분기 Earnings Shock 이후 단기 실적에 대한 우려가 커으나, 다행히도 1분기부터 기대 이상의 회복세가 예상된다. 설비 투자 회복 사이클에서 전력인프라가 강한 실적 모멘텀을 이어가고, 자동화솔루션과 중국 무선행 법인도 선전할 것이다. 전력과 자동화 등 주력 사업이 안정적인 실적을 이끄는 가운데, ESS 사업의 성장성이 부각될 것이다. PCS 분야 선두 업체로서 한국 시장 특수에 기반한 수주가 늘고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 전력인프라 주도 깜짝 실적 기대

4분기 일회성 비용을 수반한 실망스러운 실적을 뒤로 하고, 1분기는 시장 기대치를 크게 상회하는 깜짝 실적이 예상된다. 1분기 영업이익 전망치를 364 억원에서 511억원(QoQ 118%, YoY 42%)으로 상향한다.

지난해 실적 도약의 배경과 마찬가지로 IT 중심의 설비 투자 회복 사이클에 기반해 전력인프라 민수, 자동화솔루션, 자동화 자회사 등의 호실적이 이어질 것이다.

무엇보다도 전력인프라가 비수기임에도 불구하고, 대기업 프로젝트들의 수주잔고가 뒷받침되는 가운데 초고압 변압기 및 GIS 중심의 제품 Mix가 개선되면서 실적 호조를 주도할 것이다. 자동화솔루션도 고부가 직접 매출 증대에 힘입어 수익성이 개선될 것이다. 무선행 법인은 중국 신재생에너지 시장 회복 기조와 더불어 직류용 전력기기 등에 있어 수혜가 구체화될 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 실적 전망 상향, ESS 등 육성 사업 성과 주목

연간 영업이익 추정치를 2,007억원(YoY 27%)으로 높이고, 목표주가를 85,000원으로 상향한다.

전력인프라는 민수 이외에도 관수 및 해외 시장의 호조가 더해질 것으로 기대되고, HVDC가 대규모(1,765억원) 동해안 프로젝트를 수주하는 데 성공했다.

전력기기는 성장성 확보를 위해 동남아 시장 공략을 강화할 계획이다.

융합 사업부 내에서는 철도시스템이 장기간 부진에서 일부 회복될 것이고, 태양광은 수상 태양광과 일본 EPC 등 수익성 위주의 전략을 전개할 계획이다. ESS는 올해 한국이 상업용 수요에 기반해 최대 수요국으로 부상하는 등 특수가 예상되는데, 동사는 PCS 분야 선두 업체로서 신규 모듈형 PCS를 앞세워 경쟁력을 높여갈 것이다. ESS 매출은 지난해 160억원에서 올해 800억원으로 대폭 신장할 전망이고, 가시적으로 에너지 다소비 기업들 중심으로 대형 프로젝트 수주가 늘어나고 있다.

이를 바탕으로 융합 사업부도 적자폭을 줄여갈 것이다.

## ESS용 PCS 선두 업체

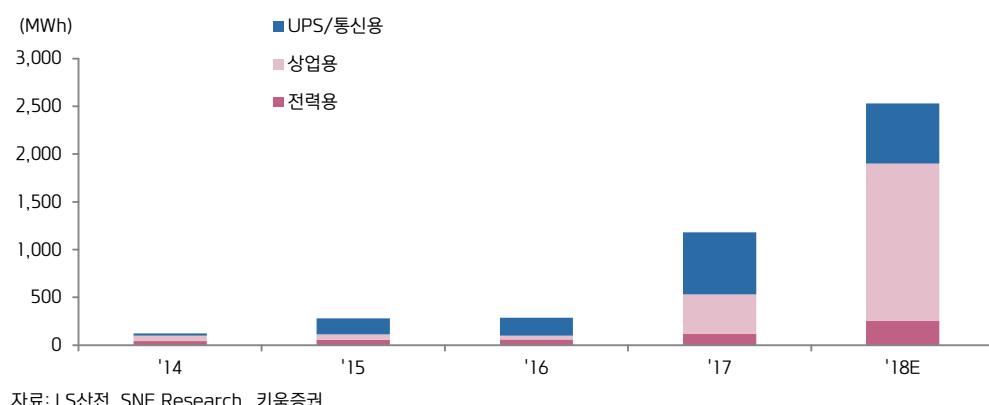
ESS 시장의 고성장세가 부각되고 있다. 한국 리튬이온전지 ESS 시장은 올해 114% 증가한 2.5GWh로 세계 시장의 30%를 차지하면서 미국을 제치고 최대 수요국으로 부상할 전망이다. 이와 관련한 PCS 시장도 올해 900MW 규모로 성장할 것이다. 특히 상업용 수요가 급증하며 성장을 이끌고, 전력용도 고성장세를 이어갈 것이다. 이 같은 특수는 2016년 하반기부터 집중된 정부의 신재생 및 ESS 보급 확대 정책 효과에 기인한다.

동사는 국내 ESS용 PCS(Power Conditioning System) 선두 업체다. 핵심 역량이 전력 제어 기술이고, 전력 및 자동화 분야에서 축적된 설계 기술을 보유하고 있다. PCS뿐만 아니라 PMS/EMS, 분전반까지 종합 솔루션을 공급할 수 있고, 태양광 모듈, 스마트 팩토리 사업과 연계한 시너지 효과가 기대된다.

내수 위주로 ESS 사업을 전개하고 있어 한국 시장 특수 영향이 직접적으로 나타날 것이다.

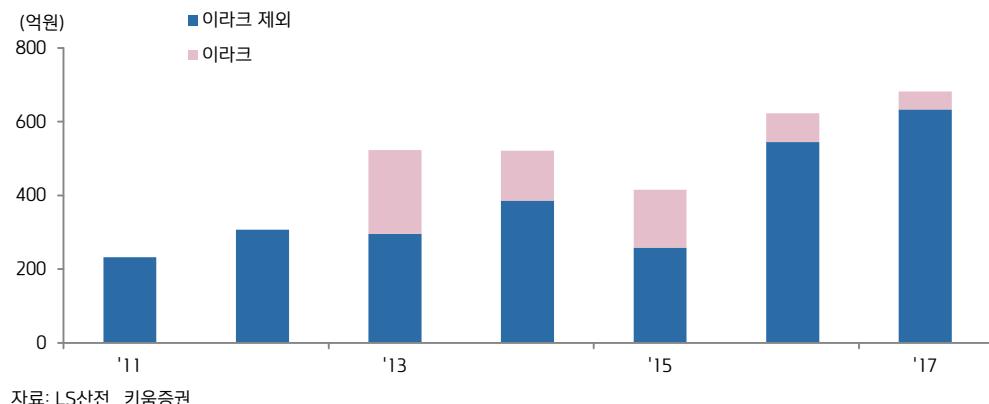
최근 인버터 기술을 바탕으로 전력변환 용량을 확장하거나 줄일 수 있는 모듈형 PCS를 출시해 사업 경쟁력 향상이 기대된다. 핵심 부품인 PEBB를 모듈화해 독립 운전 기능을 탑재하고, 16대까지 병렬로 연결함으로써 PCS 용량을 250kW에서 2.5MW까지 변경할 수 있도록 했다.

## 한국 리튬이온전지 ESS 시장 전망

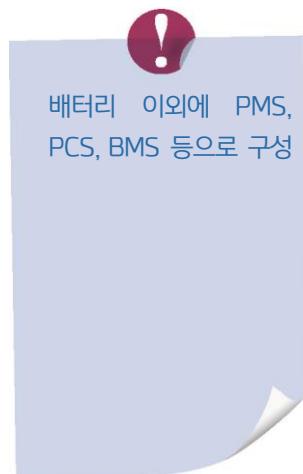


자료: LS산전, SNE Research, 키움증권

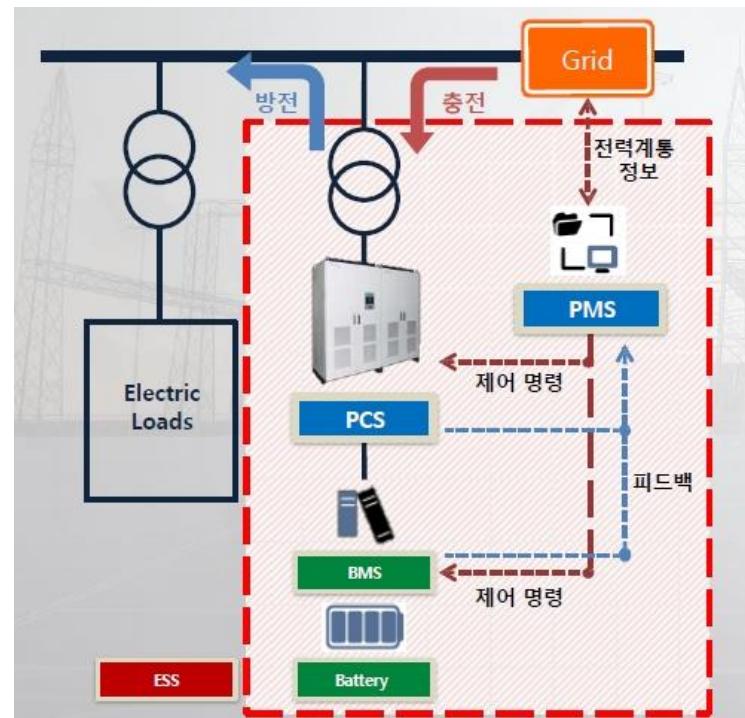
## LS산전 ESS 포함 스마트그리드 매출 추이



자료: LS산전, 키움증권



ESS 구성



자료: LS산전

LS산전 모듈형 PCS



자료: LS산전

ESS용 PMS 운전 화면



자료: LS산전

## LS산전 실적 전망

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	YoY	2017P	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>5,594</b>	<b>5,883</b>	<b>5,914</b>	<b>6,046</b>	<b>5,687</b>	<b>6,110</b>	<b>6,332</b>	<b>6,738</b>	<b>22,136</b>	<b>0.5%</b>	<b>23,437</b>	<b>5.9%</b>	<b>24,867</b>	<b>6.1%</b>
전력	3,039	3,184	3,345	3,296	3,072	3,323	3,468	3,581	11,602	2.0%	12,863	10.9%	13,445	4.5%
전력기기	1,734	1,719	1,653	1,547	1,730	1,777	1,742	1,638	6,341	-6.5%	6,653	4.9%	6,886	3.5%
전력인프라	1,305	1,465	1,691	1,749	1,343	1,547	1,726	1,943	5,261	14.7%	6,210	18.0%	6,559	5.6%
자동화솔루션	723	732	774	642	727	752	806	714	2,741	-0.8%	2,871	4.8%	2,998	4.4%
융합사업	483	627	553	677	538	686	633	758	2,780	-18.3%	2,340	-15.8%	2,614	11.7%
LS메탈	829	761	788	851	872	828	853	942	2,727	0.1%	3,229	18.4%	3,494	8.2%
기타 국내자회사	163	216	185	159	153	169	163	228	581	4.1%	723	24.5%	713	-1.4%
해외법인	390	449	381	476	403	464	477	511	1,883	4.4%	1,696	-9.9%	1,854	9.3%
<b>영업이익</b>	<b>359</b>	<b>437</b>	<b>554</b>	<b>234</b>	<b>511</b>	<b>453</b>	<b>544</b>	<b>499</b>	<b>1,244</b>	<b>-19.4%</b>	<b>1,584</b>	<b>27.3%</b>	<b>2,007</b>	<b>26.7%</b>
전력	399	378	499	396	474	406	467	420	1,375	-5.9%	1,673	21.7%	1,767	5.7%
자동화솔루션	81	100	118	57	91	93	101	66	268	37.7%	357	33.1%	352	-1.4%
융합사업	-144	-95	-83	-276	-111	-101	-87	-80	-668	적지	-598	적지	-379	적지
자회사 합계	21	56	8	43	59	61	57	83	176	196.9%	128	-27.4%	260	103.5%
<b>영업이익률</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>3.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>-1.4%p</b>	<b>6.8%</b>	<b>1.1%p</b>	<b>8.1%</b>	<b>1.3%p</b>
전력	13.1%	11.9%	14.9%	12.0%	15.4%	12.2%	13.5%	11.7%	11.8%	-1.0%p	13.0%	1.2%p	13.1%	0.1%p
자동화솔루션	-5.2%	1.9%	4.3%	-16.5%	10.5%	1.1%	2.7%	1.1%	5.1%	1.9%p	7.5%	2.3%p	7.0%	-0.5%p
융합사업	-29.9%	-15.1%	-15.0%	-40.8%	-20.7%	-14.7%	-13.8%	-10.5%	-24.0%	-18.9%p	-25.6%	-25.6%p	-14.5%	-14.5%
자회사 합계	1.5%	3.9%	0.6%	2.9%	4.1%	4.2%	3.8%	4.9%	3.4%	2.2%p	2.3%	-1.1%p	4.3%	2.0%p
세전이익	217	431	501	236	481	420	508	463	1,020	-10.3%	1,385	35.8%	1,872	35.2%
순이익	192	327	377	155	372	324	392	358	807	14.8%	1,051	30.2%	1,446	37.6%

자료: LS산전, 키움증권

## LS산전 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward
영업가치	26,343
EBITDA	2,833
Target EV/EBITDA	9.3
순차입금	1,398
적정주주가치	24,945
수정발행주식수	29,341
이론주가	<b>85,019</b>

자료: 키움증권

## LS산전 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q18E	2017P	2018E	1Q18E	2017P	2018E	4Q17E	2017P	2018E
매출액	5,569	23,437	24,701	5,687	23,437	24,867	2.1%	0.0%	0.7%
영업이익	364	1,584	1,814	511	1,584	2,007	40.4%	0.0%	10.6%
세전이익	334	1,385	1,678	481	1,385	1,872	44.1%	0.0%	11.5%
순이익	258	1,051	1,297	372	1,051	1,446	44.1%	0.0%	11.5%
EPS(원)	3,503	4,323		3,503	4,821		0.0%	0.0%	11.5%
영업이익률	6.5%	6.8%	7.3%	9.0%	6.8%	8.1%	2.4%p	0.0%p	0.7%p
세전이익률	6.0%	5.9%	6.8%	8.5%	5.9%	7.5%	2.5%p	0.0%p	0.7%p
순이익률	4.6%	4.5%	5.2%	6.5%	4.5%	5.8%	1.9%p	0.0%p	0.6%p

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	22,017	22,136	23,437	24,867	25,862
매출원가	17,678	18,007	19,131	19,998	20,772
매출총이익	4,339	4,129	4,307	4,869	5,090
판매비 및 일반관리비	2,795	2,885	2,723	2,863	2,951
영업이익(보고)	1,544	1,244	1,584	2,007	2,139
영업이익(핵심)	1,544	1,244	1,584	2,007	2,139
영업외손익	-408	-224	-200	-135	-81
이자수익	56	57	72	103	107
배당금수익	0	1	0	0	0
외환이익	390	610	252	51	26
이자비용	257	227	192	188	188
외환손실	248	555	380	51	26
관계기업지분법손익	97	-3	3	0	0
투자및기타자산처분손익	73	-27	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	556	1,027	954	0	0
기타	-1,074	-1,108	-902	-50	0
법인세차감전이익	1,136	1,020	1,385	1,872	2,058
법인세비용	204	217	327	412	453
유효법인세율 (%)	17.9%	21.3%	23.6%	22.0%	22.0%
당기순이익	706	807	1,060	1,460	1,605
지배주주지분순이익(억원)	703	807	1,051	1,446	1,590
EBITDA	2,442	2,137	2,458	2,833	2,869
현금순이익(Cash Earnings)	1,604	1,700	1,934	2,286	2,335
수정당기순이익	189	20	336	1,460	1,605
증감율(% , YoY)					
매출액	-3.9	0.5	5.9	6.1	4.0
영업이익(보고)	-4.7	-19.4	27.3	26.7	6.6
영업이익(핵심)	-4.7	-19.4	27.3	26.7	6.6
EBITDA	-1.9	-12.5	15.0	15.2	1.3
지배주주지분 당기순이익	-34.2	14.8	30.2	37.6	9.9
EPS	-34.2	14.8	30.2	37.6	9.9
수정순이익	-71.1	-89.5	1,584.8	334.7	9.9

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	13,943	14,175	15,517	17,227	18,905
현금및현금성자산	2,861	3,401	5,698	6,285	7,525
유동금융자산	132	534	487	543	565
매출채권및유동채권	9,259	8,700	7,929	8,836	9,190
재고자산	1,615	1,468	1,338	1,491	1,550
기타유동비금융자산	77	72	65	73	76
비유동자산	8,573	8,443	7,869	7,610	7,405
장기매출채권및기타비유동채권	253	281	256	285	296
투자자산	262	308	301	333	345
유형자산	6,437	6,105	5,794	5,600	5,498
무형자산	1,379	1,302	1,110	938	793
기타비유동자산	242	447	408	454	472
자산총계	22,517	22,618	23,386	24,838	26,310
유동부채	6,181	6,806	6,376	6,702	6,907
매입채무및기타유동채무	4,157	4,198	3,825	4,263	4,434
단기차입금	613	552	536	536	536
유동성장기차입금	1,067	1,217	1,250	1,050	1,050
기타유동부채	344	840	765	853	887
비유동부채	6,189	5,151	5,535	5,553	5,568
장기매입채무및비유동채무	35	15	13	15	15
사채및장기차입금	5,722	5,055	5,288	5,288	5,288
기타비유동부채	432	81	233	250	264
부채총계	12,370	11,957	11,911	12,255	12,474
자본금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,867	9,402	10,210	11,305	12,544
기타자본	-234	-256	-259	-259	-259
지배주주지분자본총계	10,133	10,646	11,451	12,546	13,785
비지배주주지분자본총계	14	15	24	37	51
자본총계	10,147	10,661	11,475	12,583	13,836
순차입금	4,409	2,888	889	46	-1,215
총차입금	7,402	6,824	7,074	6,874	6,874

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,003	2,422	3,026	1,786	2,112
당기순이익	933	803	1,060	1,460	1,605
감가상각비	701	682	677	654	585
무형자산상각비	197	211	196	172	145
외환손익	-129	-69	128	0	0
자산처분손익	430	337	6	0	0
지분법손익	9	-2	-3	0	0
영업활동자산부채 증감	-772	-8	485	-570	-222
기타	-366	470	477	70	-1
투자활동현금흐름	-959	-1,020	-330	-593	-535
투자자산의 처분	188	-195	74	-87	-34
유형자산의 처분	97	25	0	0	0
유형자산의 취득	-690	-431	-438	-460	-483
무형자산의 처분	-139	-128	0	0	0
기타	-414	-291	34	-47	-18
재무활동현금흐름	-506	-873	-399	-606	-337
단기차입금의 증가	-2,025	-1,513	-16	0	0
장기차입금의 증가	1,891	929	-300	-300	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-381	-293	-235	-323	-352
기타	10	3	152	17	14
현금및현금성자산의순증가	-463	541	2,297	587	1,240
기초현금및현금성자산	3,323	2,861	3,401	5,698	6,285
기말현금및현금성자산	2,861	3,401	5,698	6,285	7,525
Gross Cash Flow	1,775	2,431	2,542	2,356	2,334
Op Free Cash Flow	564	1,304	2,130	1,361	1,693

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,343	2,690	3,503	4,821	5,300
BPS	33,775	35,486	38,169	41,820	45,950
주당EBITDA	8,141	7,123	8,193	9,442	9,562
CFPS	5,346	5,667	6,445	7,620	7,783
DPS	1,000	800	1,100	1,200	1,300
주가배수(배)					
PER	19.6	14.8	17.4	12.7	11.5
PBR	1.4	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.5	6.9	7.9	6.5	6.0
PCFR	8.6	7.0	9.5	8.0	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.0	5.6	6.8	8.1	8.3
영업이익률(핵심)	7.0	5.6	6.8	8.1	8.3
EBITDA margin	11.1	9.7	10.5	11.4	11.1
순이익률	3.2	3.6	4.5	5.9	6.2
자기자본이익률(ROE)	7.0	7.8	9.6	12.1	12.2
투하자본이익률(ROIC)	9.0	7.2	9.8	13.1	13.9
안정성(%)					
부채비율	121.9	112.2	103.8	97.4	90.2
순차입금비율	43.5	27.1	7.7	0.4	-8.8
이자보상배율(배)	6.0	5.5	8.2	10.7	11.4
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.5	2.8	3.0	2.9
재고자산회전율	13.4	14.4	16.7	17.6	17.0
매입채무회전율	5.2	5.3	5.8	6.1	5.9

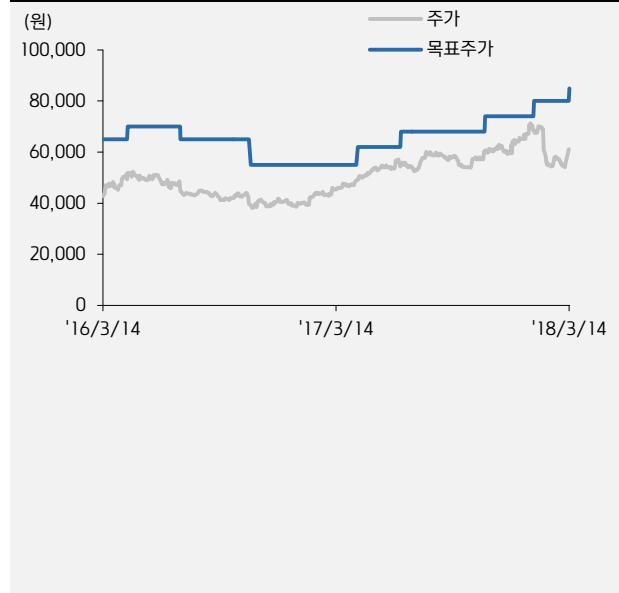
## Compliance Notice

- 당사는 3월 13일 현재 'LS산전 (010120)' 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.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점		乖리율(%)	
				평균주가대비	최고주가대비	평균주가대비	최고주가대비
LS산전 (010120)	2016/02/11	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-35.98	-25.62	
	2016/03/31	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-34.33	-22.46	
	2016/04/15	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-33.48	-20.92	
	2016/04/21	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-26.10	-25.86	
	2016/04/27	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-27.96	-25.29	
	2016/06/02	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-29.51	-25.29	
	2016/07/13	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-32.38	-31.46	
	2016/07/26	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-33.72	-30.92	
	2016/10/31	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-27.52	-23.91	
	2017/01/31	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-26.71	-19.91	
	2017/02/15	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-23.13	-11.36	
	2017/04/17	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-18.93	-18.39	
	2017/04/27	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-14.29	-7.90	
	2017/06/23	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-20.05	-17.21	
	2017/07/25	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-16.89	-11.62	
	2017/10/12	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-16.64	-11.03	
	2017/11/02	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-14.45	-3.65	
	2018/01/18	Outperform(Downgrade)	80,000원	6개월	-24.83	-12.25	
	2018/03/08	BUY(Upgrade)	80,000원	6개월	-25.15	-12.25	
	2018/03/14	BUY(Maintain)	85,000원	6개월			

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%