



하나금융그룹

2018년 8월 20일 | Equity Research

# LS산전 (010120)

## 전력 인프라 대장주. 하반기에도 좋다.

### 투자의견 BUY 및 목표주가 91,500원 유지

LS산전에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 91,500원을 유지한다. 목표주가 유지의 근거는 ① 신재생에너지 정책 드라이브에 따른 ESS 및 관련 전력기기 매출의 확대될 것으로 예상되는 점과 ② HVDC(고압직류송전) 기술을 보유한 국내 선두 업체로서 향후 고압직류송전 방식의 송배전망 설치가 본격화될 시 수혜가 예상되는 점에 기인한다.

### 3Q18F : 매출액 9.8%, 영업이익 3.8%, 전년대비 성장 예상

2018년 3분기 LS산전의 실적은 매출액 6,492억원(YoY, +9.8%), 영업이익 575억원(YoY, +3.8%)을 예상한다.

① 전력인프라 : 국내 IT기업의 Capex 투자 확대로 2017년 하반기부터 2018년 상반기까지 기록적인 영업이익을 시현했다(1H18 영업이익 : 240억원, YoY,+1,183%). 국내 기업들의 Capex 투자로 2018년 하반기 전력인프라 부문은 상반기 대비 소폭 부진할 것으로 예상된다. 하지만 수익성이 우수한 대기업향 수주잔고 비중이 높아 있어 2018년 연간 영업이익은 407억원(YoY, +42.6%)의 기록적인 이익을 실현할 것으로 예상한다.

② 융합 : ESS 및 자동차 전장부품의 실적개선으로 2018년 상반기에 이어 하반기에도 호실적을 기록할 전망이다. 신재생에너지 활성화 정책 및 REC 가중치 확정 등을 통해 ESS 매출이 확대될 것으로 예상된다. 자동차 전장부품은 양산형 제품으로 고정비를 만회할 수 있는 물량을 확보 시 지속적인 이익실현이 가능한 제품이다. 2018년 1분기 자동차 전장부품은 흑자전환을 기록했으며 2분기에도 흑자를 시현하는 등 본격적인 이익실현 구간에 돌입했다는 판단이다. 2018년 융합부문의 연간 영업이익은 -75억원(적자지속, 17년 영업적자 : 598억원)을 기록할 것으로 판단한다.

### 2018년 매출액 및 영업이익 전년대비 각각 9%, 44% 성장

2018년 매출액은 2조 5,537억원(YoY, +9.0%), 영업이익 2,287억원(YoY, +44.4%)을 전망한다. 2018년 기준 베이스에 이션은 P/E 13.85배, P/B 1.63배이다.

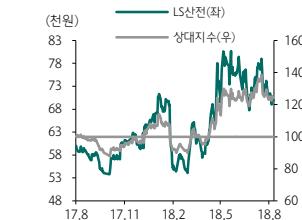
### Update

**BUY**

| TP(12M): 91,500원 | CP(8월 17일): 69,900원

| Key Data         | Consensus Data |      | 2018 | 2019 |
|------------------|----------------|------|------|------|
|                  | 2018           | 2019 |      |      |
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,247.05       |      |      |      |
| 52주 최고/최저(원)     | 80,700/53,800  |      |      |      |
| 시가총액(십억원)        | 2,097.0        |      |      |      |
| 시가총액비중(%)        | 0.17           |      |      |      |
| 발행주식수(천주)        | 30,000.0       |      |      |      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 123.1          |      |      |      |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 9.2            |      |      |      |
| 18년 배당금(예상,원)    | 1,100          |      |      |      |
| 18년 배당수익률(예상,%)  | 1.57           |      |      |      |
| 외국인지분율(%)        | 15.44          |      |      |      |
| 주요주주 지분율(%)      |                |      |      |      |
| LS               | 46.00          |      |      |      |
| 국민연금             | 12.79          |      |      |      |
| 주가상승률            | 1M             | 6M   | 12M  |      |
| 절대               | (9.3)          | 28.0 | 16.7 |      |
| 상대               | (7.3)          | 38.0 | 22.6 |      |

### Stock Price



### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2016    | 2017    | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 2,213.6 | 2,343.7 | 2,553.7 | 2,834.2 | 3,062.7 |
| 영업이익      | 십억원 | 124.4   | 158.4   | 228.7   | 246.8   | 285.9   |
| 세전이익      | 십억원 | 102.0   | 138.5   | 197.7   | 228.3   | 273.4   |
| 순이익       | 십억원 | 80.7    | 105.1   | 151.4   | 176.3   | 211.5   |
| EPS       | 원   | 2,690   | 3,503   | 5,048   | 5,878   | 7,049   |
| 증감률       | %   | 14.8    | 30.2    | 44.1    | 16.4    | 19.9    |
| PER       | 배   | 14.77   | 18.58   | 13.85   | 11.89   | 9.92    |
| PBR       | 배   | 1.09    | 1.67    | 1.63    | 1.46    | 1.30    |
| EV/EBITDA | 배   | 7.04    | 8.91    | 7.21    | 6.60    | 5.56    |
| ROE       | %   | 7.77    | 9.51    | 12.56   | 13.19   | 14.11   |
| BPS       | 원   | 36,337  | 39,042  | 43,015  | 47,817  | 53,791  |
| DPS       | 원   | 800     | 1,100   | 1,100   | 1,100   | 1,100   |



Analyst 강준구  
02-3771-7736  
jungkang@hanafn.com

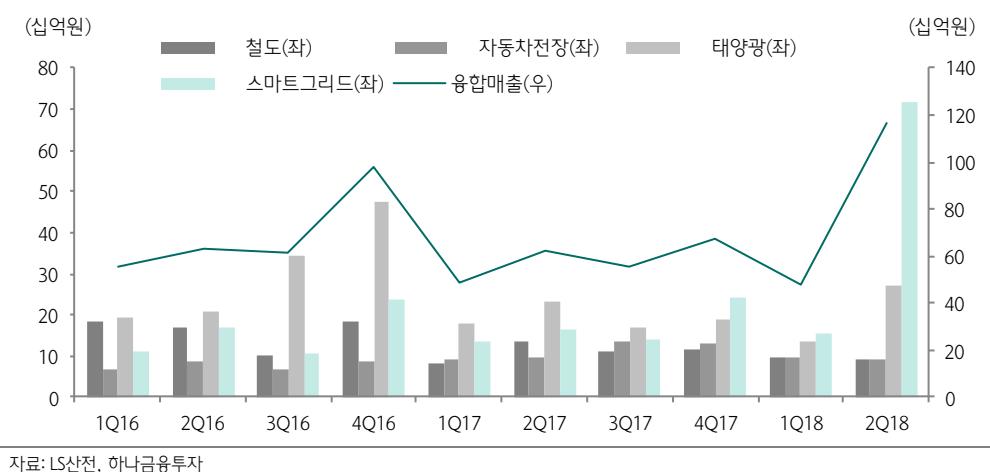
표 1. LS산전 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

| 구분    | 1Q17   | 2Q17  | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18  | 2Q18F  | 3Q18F | 4Q18F | 17      | 18F     | 19F     |
|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액   | 559.5  | 588.4 | 591.4  | 604.6  | 591.6 | 660.4  | 649.2 | 652.5 | 2,343.8 | 2,553.7 | 2,834.2 |
| 전력기기  | 173.5  | 171.9 | 165.3  | 154.7  | 163.1 | 163.3  | 169.5 | 161.0 | 665.4   | 656.9   | 696.9   |
| 전력인프라 | 130.4  | 146.6 | 169.1  | 174.9  | 163.5 | 158.6  | 151.6 | 164.3 | 621.0   | 638.0   | 712.8   |
| 오토메이션 | 72.4   | 73.2  | 77.4   | 64.2   | 80.0  | 77.9   | 79.9  | 71.1  | 287.2   | 308.9   | 331.5   |
| 융합    | 48.3   | 62.7  | 55.3   | 67.7   | 48.1  | 117.0  | 108.8 | 104.8 | 234.0   | 378.7   | 458.0   |
| 메탈    | 82.9   | 76.1  | 78.8   | 85.1   | 86.7  | 79.4   | 85.1  | 89.5  | 322.9   | 340.7   | 354.3   |
| 기타자회사 | 55.3   | 66.5  | 56.6   | 63.5   | 58.1  | 102.9  | 63.4  | 68.5  | 241.9   | 292.9   | 310.5   |
| 연결조정  | (3.3)  | (8.6) | (11.2) | (5.4)  | (7.9) | (38.7) | (9.1) | (6.7) | (28.6)  | (62.4)  | (29.8)  |
| 영업이익  | 35.9   | 43.7  | 55.4   | 23.3   | 55.4  | 65.3   | 57.5  | 50.5  | 158.4   | 228.7   | 246.8   |
| OPM   | 6.4%   | 7.4%  | 9.4%   | 3.9%   | 9.4%  | 9.9%   | 8.9%  | 7.7%  | 6.8%    | 9.0%    | 8.7%    |
| 전력기기  | 39.9   | 35.9  | 36.8   | 26.0   | 33.6  | 32.0   | 32.4  | 27.0  | 138.7   | 125.0   | 129.7   |
| 전력인프라 | 0.0    | 1.9   | 13.1   | 13.6   | 13.6  | 10.4   | 8.4   | 8.3   | 28.5    | 40.7    | 41.3    |
| 오토메이션 | 8.1    | 10.0  | 11.8   | 5.7    | 11.1  | 11.6   | 10.4  | 9.4   | 35.7    | 42.5    | 45.0    |
| 융합    | (14.4) | (9.5) | (8.3)  | (27.6) | (8.0) | 1.5    | 1.0   | (2.0) | (59.8)  | (7.5)   | 8.8     |
| 메탈    | 0.4    | (0.3) | (1.1)  | 0.5    | (0.2) | (0.2)  | 0.1   | (0.2) | (0.5)   | (0.5)   | 0.6     |
| 기타자회사 | 1.7    | 5.9   | 1.9    | 3.7    | 3.0   | 11.9   | 3.5   | 4.5   | 13.2    | 22.9    | 11.3    |
| 연결조정  | 0.2    | (0.3) | 1.2    | 1.4    | 2.3   | (1.9)  | 1.7   | 3.5   | 2.6     | 5.6     | 10.1    |

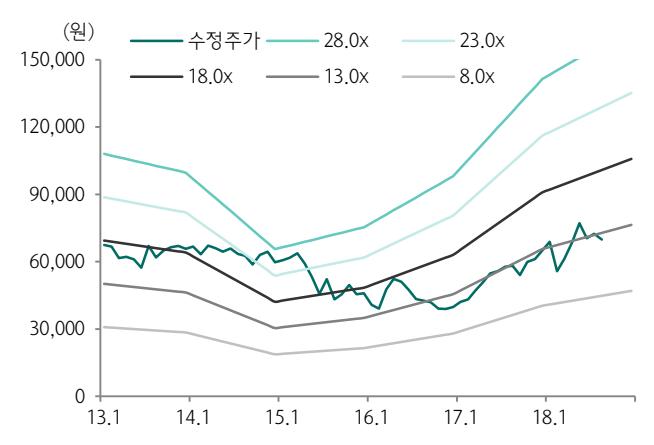
자료: 하나금융투자

그림 1. 융합부문 세부 매출액 추이



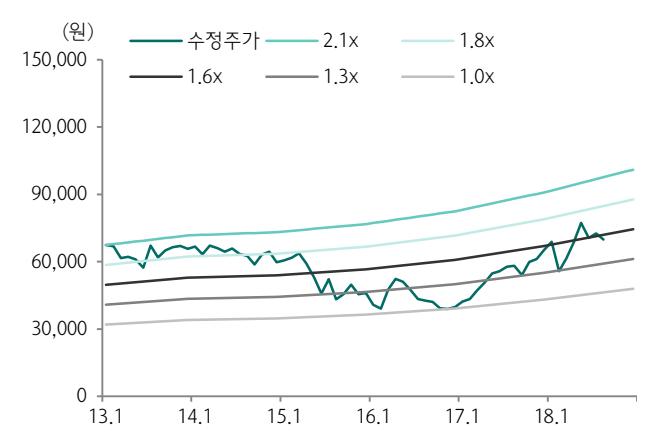
자료: LS산전, 하나금융투자

그림 2. LS산전 P/E Valuation chart



자료: 하나금융투자

그림 3. LS산전 P/B Valuation chart



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

|                | (단위: 십억원)      |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2016           | 2017           | 2018F          | 2019F          | 2020F          |
| <b>매출액</b>     | <b>2,213.6</b> | <b>2,343.7</b> | <b>2,553.7</b> | <b>2,834.2</b> | <b>3,062.7</b> |
| 매출원가           | 1,800.7        | 1,907.5        | 2,051.9        | 2,295.7        | 2,466.7        |
| 매출총이익          | 412.9          | 436.2          | 501.8          | 538.5          | 596.0          |
| 판관비            | 288.5          | 277.8          | 273.1          | 291.7          | 310.2          |
| <b>영업이익</b>    | <b>124.4</b>   | <b>158.4</b>   | <b>228.7</b>   | <b>246.8</b>   | <b>285.9</b>   |
| 금융순익           | (17.1)         | (12.3)         | (9.7)          | (6.8)          | (4.1)          |
| 종속/관계기업손익      | 0.2            | 0.2            | 0.2            | 0.3            |                |
| 기타영업외손익        | (5.6)          | (7.9)          | (21.5)         | (11.9)         | (8.7)          |
| <b>세전이익</b>    | <b>102.0</b>   | <b>138.5</b>   | <b>197.7</b>   | <b>228.3</b>   | <b>273.4</b>   |
| 법인세            | 21.7           | 30.9           | 45.3           | 51.0           | 61.0           |
| 계속사업이익         | 80.3           | 107.6          | 152.4          | 177.3          | 212.4          |
| 중단사업이익         | 0.5            | (1.6)          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>당기순이익</b>   | <b>80.7</b>    | <b>106.0</b>   | <b>152.4</b>   | <b>177.3</b>   | <b>212.4</b>   |
| 비자주주지분         |                |                |                |                |                |
| 순이익            | 0.0            | 0.9            | 1.0            | 1.0            | 1.0            |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>80.7</b>    | <b>105.1</b>   | <b>151.4</b>   | <b>176.3</b>   | <b>211.5</b>   |
| 지배주주지분포괄이익     | 80.6           | 104.6          | 151.1          | 175.7          | 210.5          |
| NOPAT          | 97.9           | 123.1          | 176.3          | 191.6          | 222.1          |
| EBITDA         | 213.7          | 246.3          | 310.8          | 324.2          | 359.6          |
| <b>성장성(%)</b>  |                |                |                |                |                |
| 매출액증가율         | 0.5            | 5.9            | 9.0            | 11.0           | 8.1            |
| NOPAT증가율       | (22.7)         | 25.7           | 43.2           | 8.7            | 15.9           |
| EBITDA증가율      | (12.5)         | 15.3           | 26.2           | 4.3            | 10.9           |
| 영업이익증가율        | (19.4)         | 27.3           | 44.4           | 7.9            | 15.8           |
| (지배주주)순이익증가율   | 14.8           | 30.2           | 44.1           | 16.4           | 20.0           |
| EPS증가율         | 14.8           | 30.2           | 44.1           | 16.4           | 19.9           |
| <b>수익성(%)</b>  |                |                |                |                |                |
| 매출총이익률         | 18.7           | 18.6           | 19.6           | 19.0           | 19.5           |
| EBITDA이익률      | 9.7            | 10.5           | 12.2           | 11.4           | 11.7           |
| 영업이익률          | 5.6            | 6.8            | 9.0            | 8.7            | 9.3            |
| 계속사업이익률        | 3.6            | 4.6            | 6.0            | 6.3            | 6.9            |

## 투자지표

|                | 2016   | 2017   | 2018F  | 2019F  | 2020F   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>주당지표(원)</b> |        |        |        |        |         |
| EPS            | 2,690  | 3,503  | 5,048  | 5,878  | 7,049   |
| BPS            | 36,337 | 39,042 | 43,015 | 47,817 | 53,791  |
| CFPS           | 9,494  | 9,281  | 9,867  | 10,900 | 12,281  |
| EBITDAPS       | 7,123  | 8,210  | 10,361 | 10,807 | 11,988  |
| SPS            | 73,787 | 78,125 | 85,123 | 94,473 | 102,090 |
| DPS            | 800    | 1,100  | 1,100  | 1,100  | 1,100   |
| <b>주가지표(배)</b> |        |        |        |        |         |
| PER            | 14.8   | 18.6   | 13.8   | 11.9   | 9.9     |
| PBR            | 1.1    | 1.7    | 1.6    | 1.5    | 1.3     |
| PCFR           | 4.2    | 7.0    | 7.1    | 6.4    | 5.7     |
| EV/EBITDA      | 7.0    | 8.9    | 7.2    | 6.6    | 5.6     |
| PSR            | 0.5    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7     |
| <b>재무비율(%)</b> |        |        |        |        |         |
| ROE            | 7.8    | 9.5    | 12.6   | 13.2   | 14.1    |
| ROA            | 3.6    | 4.7    | 6.7    | 7.6    | 8.6     |
| ROIC           | 6.9    | 9.1    | 13.0   | 13.9   | 15.6    |
| 부채비율           | 112.2  | 96.5   | 78.6   | 70.1   | 59.0    |
| 순부채비율          | 29.2   | 20.9   | 11.0   | 2.8    | (6.4)   |
| 이자보상배율(배)      | 5.5    | 8.4    | 14.3   | 18.8   | 26.0    |

자료: 하나금융투자

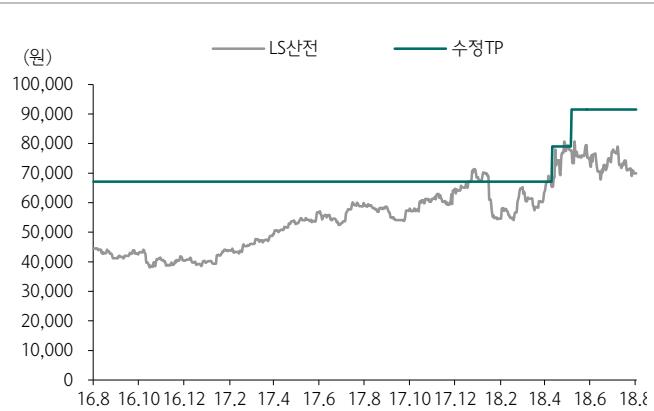
## 대차대조표

|                  | 2016           | 2017           | 2018F          | 2019F          | 2020F          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>유동자산</b>      | <b>1,417.5</b> | <b>1,416.1</b> | <b>1,455.6</b> | <b>1,616.5</b> | <b>1,762.5</b> |
| 금융자산             | 393.6          | 410.4          | 360.2          | 401.3          | 449.8          |
| 현금성자산            | 340.1          | 261.5          | 198.0          | 221.3          | 255.3          |
| 매출채권 등           | 825.6          | 782.1          | 852.1          | 945.7          | 1,022.0        |
| 재고자산             | 146.8          | 166.9          | 181.9          | 201.9          | 218.2          |
| 기타유동자산           | 51.5           | 56.7           | 61.4           | 67.6           | 72.5           |
| <b>비유동자산</b>     | <b>844.3</b>   | <b>839.7</b>   | <b>810.1</b>   | <b>787.9</b>   | <b>771.0</b>   |
| 투자자산             | 28.5           | 44.6           | 48.6           | 53.9           | 58.3           |
| 금융자산             | 27.4           | 41.9           | 45.6           | 50.6           | 54.7           |
| 유형자산             | 610.5          | 577.4          | 560.5          | 547.2          | 538.1          |
| 무형자산             | 130.2          | 115.8          | 99.1           | 84.9           | 72.8           |
| 기타비유동자산          | 75.1           | 101.9          | 101.9          | 101.9          | 101.8          |
| <b>자산총계</b>      | <b>2,261.8</b> | <b>2,255.8</b> | <b>2,265.7</b> | <b>2,404.4</b> | <b>2,533.5</b> |
| <b>유동부채</b>      | <b>680.6</b>   | <b>649.8</b>   | <b>538.7</b>   | <b>582.1</b>   | <b>611.1</b>   |
| 금융부채             | 199.5          | 200.9          | 51.2           | 43.0           | 29.9           |
| 매입채무 등           | 371.9          | 378.6          | 412.6          | 457.9          | 494.8          |
| 기타유동부채           | 109.2          | 70.3           | 74.9           | 81.2           | 86.4           |
| <b>비유동부채</b>     | <b>515.1</b>   | <b>457.9</b>   | <b>458.7</b>   | <b>408.9</b>   | <b>328.9</b>   |
| 금융부채             | 505.5          | 449.0          | 449.0          | 398.2          | 317.3          |
| 기타비유동부채          | 9.6            | 8.9            | 9.7            | 10.7           | 11.6           |
| <b>부채총계</b>      | <b>1,195.7</b> | <b>1,107.7</b> | <b>997.3</b>   | <b>991.0</b>   | <b>940.0</b>   |
| <b>지배주주지분</b>    | <b>1,064.6</b> | <b>1,145.7</b> | <b>1,264.9</b> | <b>1,409.0</b> | <b>1,588.2</b> |
| 자본금              | 150.0          | 150.0          | 150.0          | 150.0          | 150.0          |
| 자본잉여금            | 1.2            | 1.2            | 1.2            | 1.2            | 1.2            |
| 자본조정             | (25.5)         | (25.5)         | (25.5)         | (25.5)         | (25.5)         |
| 기타포괄이익누계액        | (1.3)          | (6.7)          | (6.7)          | (6.7)          | (6.7)          |
| 이익잉여금            | 940.2          | 1,026.7        | 1,145.9        | 1,290.0        | 1,469.2        |
| <b>비자주주지분</b>    | <b>1.5</b>     | <b>2.4</b>     | <b>3.4</b>     | <b>4.4</b>     | <b>5.3</b>     |
| <b>자본총계</b>      | <b>1,066.1</b> | <b>1,148.1</b> | <b>1,268.3</b> | <b>1,413.4</b> | <b>1,593.5</b> |
| <b>순금융부채</b>     | <b>311.5</b>   | <b>239.6</b>   | <b>140.0</b>   | <b>39.8</b>    | <b>(102.6)</b> |
| <b>현금흐름표</b>     |                |                |                |                |                |
|                  | 2016           | 2017           | 2018F          | 2019F          | 2020F          |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>242.2</b>   | <b>144.6</b>   | <b>191.1</b>   | <b>202.3</b>   | <b>249.1</b>   |
| 당기순이익            | 80.7           | 106.0          | 152.4          | 177.3          | 212.4          |
| 조정               | 162.3          | 118.8          | 88.9           | 92.1           | 91.3           |
| 감가상각비            | 89.3           | 87.9           | 82.1           | 77.4           | 73.8           |
| 외환거래손익           | (6.9)          | 28.3           | 6.4            | 13.9           | 15.4           |
| 지분법손익            | 0.3            | (0.2)          | (0.2)          | (0.3)          |                |
| 기타               | 79.6           | 2.8            | 0.6            | 1.0            | 2.4            |
| 영업활동 자산부채        | (0.8)          | (80.2)         | (50.2)         | (67.1)         | (54.6)         |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(102.0)</b> | <b>(163.8)</b> | <b>(72.0)</b>  | <b>(86.6)</b>  | <b>(86.5)</b>  |
| 투자자산감소(증가)       | (2.0)          | (15.9)         | (3.8)          | (5.1)          | (4.0)          |
| 유형자산감소(증가)       | (40.6)         | (41.7)         | (48.5)         | (49.9)         | (52.5)         |
| 기타               | (59.4)         | (106.2)        | (19.7)         | (31.6)         | (30.0)         |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>(87.3)</b>  | <b>(54.1)</b>  | <b>(182.0)</b> | <b>(91.3)</b>  | <b>(126.2)</b> |
| 금융부채증가(감소)       | (55.6)         | (55.1)         | (149.8)        | (59.0)         | (93.9)         |
| 자본증가(감소)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타재무활동           | (2.4)          | 24.5           | 0.1            | 0.0            | 0.0            |
| 배당지급             | (29.3)         | (23.5)         | (32.3)         | (32.3)         | (32.3)         |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>54.1</b>    | <b>(78.6)</b>  | <b>(63.5)</b>  | <b>23.3</b>    | <b>34.0</b>    |
| Unlevered CFO    | 284.8          | 278.4          | 296.0          | 327.0          | 368.4          |
| Free Cash Flow   | 199.1          | 99.0           | 142.6          | 152.4          | 196.6          |



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### LS산전



| 날짜      | 투자의견  | 목표주가   | 폴리울     |       |
|---------|-------|--------|---------|-------|
|         |       |        | 평균      | 최고/최저 |
| 18.5.25 | BUY   | 91,500 |         |       |
| 18.4.29 | BUY   | 79,000 | -4.16%  | 2.03% |
| 18.4.18 | 1년 경과 |        | -1.36%  | 2.98% |
| 17.4.17 | BUY   | 67,100 | -12.82% | 6.26% |

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

#### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계     |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 93.6%   | 5.5%        | 0.9%       | 100.0% |

\* 기준일: 2018년 08월 20일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2018년 08월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.