

2019년 09월 02일 | 키움증권 리서치센터 | 기업분석

Buy [Maintain]

LS (006260)

## 해저케이블 전성 시대

■ 현재주가(8/30) 45,200 원 ■ 목표주가 75,000원

LS를 동 관련 Commodity 주식으로만 본다면 올해 전선 영업이익이 57% 증가하는 포인트를 놓치게 된다. 전선 부문은 해저, 초고압, 광케이블의 수주 경쟁력이 돋보이며 업황을 거스르고 있고, 중국과 인도 법인도 흑자 전환에 성공했다. 특히 2025년까지 5.5GW가 구축될 대만 해상 풍력은 '기회의 땅'이다.

동 가격까지 오르면 금상첨화일 것이다. Valuation 지표가 역사적 최저인 상태에서 배당 투자 매력도 부각되는 시점이다.

전기전자 Analyst 김지산  
02-3787-4862, jisan@kiwoom.com

RA 오현진  
02) 3787-5299 ohj2956@kiwoom.com

LS (006260)



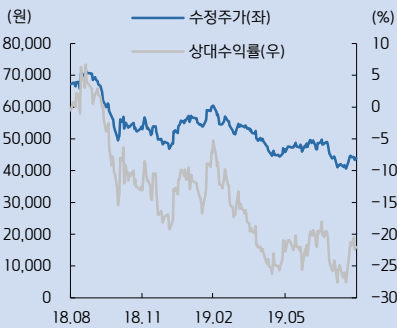
Stock Data

KOSPI (8/30)	1,967.79pt		
시가총액(억원)	14,554억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	71,600원	40,600원	
최고/최저가 대비 등락율	-36.9%	11.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	2.7%	6.4%
	6M	-25.3%	-16.6%
	1Y	-32.6%	-21.0%

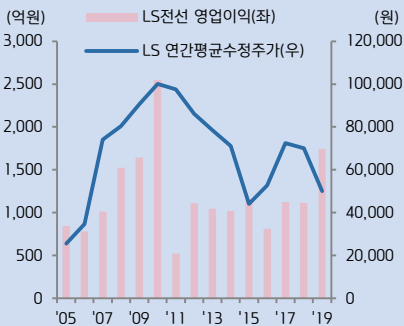
Company Data

발행주식수(천주)	32,200천주	
일평균 거래량(3M)	75천주	
외국인 지분율	13.8%	
배당수익률(19.E)	2.9%	
BPS(19.E)	103,988원	
주요 주주	구자열 외	32.8%
	전선	45%
매출구성(19E)	산전	24%
	I&D	22%
	엠티론	8%

Price Trend



전선 영업이익과 LS 평균주가 추이



Contents

Summary	3
> 전선 호실적 대비 과도한 저평가	3
I. 실적 및 주가 전망	4
> 전선 호호가 핵심 포인트	4
> 실적 전망	7
> 주가 전망과 Valuation	9
II. 전선, 해저케이블이 이끄는 질적 도약	11
> 해저케이블 경쟁력 아시아 선두	11
> 해상 풍력 시장 동향 및 전망	13
> 기획의 땅, 대만	16
> 초고압케이블과 통신선도 호조	20
III. 동제련, 귀금속 가격 강세	21
IV. I&D, 미국 5G 투자 수혜	24

Compliance Notice

- 당사는 8월 30일 현재 상기에 언급된 'LS(006260)'의 발행주식을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투 자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부 당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배 포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자 료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지 게 됩니다.



# Summary

## >>> 전선 호실적 대비 과도한 저평가

LS의 투자포인트를 집약하면 전선이고, 해저케이블이다.

올해 전선 부문 영업이익은 57% 증가한 1,746억원으로 전망된다. 배경으로서 1) 해저케이블이 대만 해상 풍력 프로젝트를 주도하며 턴어라운드 성공했고, 2) 초고압케이블은 중동 수주 경쟁력이 뒷받침되고 있으며, 3) 광케이블이 유럽 수요 강세에 힘입어 역대 최고 수준의 수익성을 실현하고 있고, 4) LS 전선아시아를 비롯해 중국, 인도 등 해외 자회사들의 실적도 동반 호조세다.

전선 부문은 2010년 이후 최대이자 역대 2번째 영업이익이 기대된다. 2010년은 동 가 가격이 사상 최고치에 근접하는 등 외부 환경의 도움이 컸다면, 지금은 주력 사업 수주 경쟁력 향상, 홍치전선을 비롯한 해외 법인 흑자 전환 등 내부 체질 개선 요인이 크다는 점에서 질적으로 더욱 우수하다.

LS전선에게는 대만 해상 풍력 프로젝트가 강력한 모멘텀이 될 것이다. 지리적 이점까지 더해져 전선 업계에서 차별적 수혜가 기대된다. 글로벌 해상 풍력 발전은 2030년까지 연평균 20% 성장해 200GW가 구축될 전망이고, 아시아가 최대 시장이 될 것이다.

대만 정부는 탈원전 및 신재생 확충 에너지 정책 기조 아래 2025년까지 총 5.5GW의 해상 풍력단지를 건설할 예정이다. LS전선은 올해 대만에서 발주된 해상 풍력용 해저케이블을 싹쓸이했다.

대만 이외에도 중남미 시장을 공략할 계획이고, 한국에서도 대규모 해저케이블 프로젝트가 예정돼 있다. 해저케이블 수주잔고는 5,000억원을 넘어섰고, 해저케이블 매출액은 올해 1,400억원, 내년 2,200억원으로 도약하며 이익 기여가 확대될 것이다.

동제련 부문은 제련수수료 하락이 예상했던 약재라면, 팔라듐, 금 등 부산물 가격 급등은 예상치 못했던 호재이며, 실적 추정치가 상향되고 있다.

I&D 부문은 미국 5G 투자가 가속화되는 과정에서 수혜가 클 것이고, 내년 전망이 밝아 보인다.

LS 연결 실적은 3분기부터 전년 동기 대비 이익 성장세로 전환하는 한편, 우상향 추세가 이어질 것이다. LS의 기업가치 할인 요인이었던 재무구조는 괄목할 만하게 개선됐다. 엠트론이 적자 기업으로 전환됐으나 Risk가 확대될 가능성이 제한적이다. PBR이 0.4배에 불과해 저평가 매력에 큰 상태다. 일관되고 적극적인 배당 정책에 기반한 배당 투자 매력도 부각되는 시점이다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(억원)	94,183	101,102	101,516	105,552	109,563
증감율(%YoY)	10.7	7.3	0.4	4.0	3.8
영업이익(억원)	5,274	5,091	4,935	5,558	6,024
증감율(%YoY)	39.3	-3.5	-3.1	12.6	8.4
EBITDA(억원)	7,981	7,758	7,582	8,303	8,874
세전이익(억원)	3,742	2,751	3,947	4,179	3,747
지배주주지분순이익(억원)	2,969	4,041	2,347	2,463	2,762
EPS(원)	9,219	12,551	7,288	7,648	8,579
증감율(%YoY)	76.5	36.1	-41.9	4.9	12.2
PER(배)	7.9	3.9	6.0	5.7	5.1
PBR(배)	0.86	0.50	0.42	0.40	0.37
EV/EBITDA(배)	9.2	9.0	6.8	6.4	6.0
영업이익률(%)	5.6	5.0	4.9	5.3	0.0
ROE(%)	11.5	13.7	7.2	7.1	7.6
순부채비율(%)	81.6	65.0	53.6	50.9	47.4

# I. 실적 및 주가 전망

## >>> 전선 호조가 핵심 포인트

### LS 투자포인트는 전선

LS의 투자포인트는 늘 전선 부문이 최우선이다. 지분율을 감안한 이익 기여도가 가장 크고, 지주사 전환 전 모태도 전선이였다.

산전 부문은 별도로 상장돼 있고, 동제련 부문은 국내 유일 사업자로서 실적이 꾸준한 Cash Cow다. 엠트론 부문은 LS오토모티브와 동박 사업을 매각한 대가로 대규모 현금을 얻었지만, 적자 기업으로 위축됐고, 이 때문에 LS의 Valuation이 하락하게 된 점도 인정해야 할 것이다. I&D 부문의 업황은 대체로 전선 부문과 함께 하며, 지역적 구분이 크다.

### 전선 실적과 동 가격이 주가 결정 요소

경험적으로 볼 때 LS의 주가 결정 요소로서 ① 전선 실적과 ② 동 가격이 지대한 영향을 미친다.

통상적으로 동 가격은 전선 실적의 충분조건이다. 동 가격이 오르면 전선 실적이 좋아진다.

전선은 동 가격 상승분을 제품 가격에 전가시킬 수 있는 구조이고, 동 가격이 상승하면 매출이 증가하고, 일부 재고자산평가이익이 더해지기도 한다. Dr.Copper로 불리는 것처럼 동 가격은 경기를 반영하며, 과거 동 가격 강세 국면에서 중국을 비롯한 글로벌 인프라 투자 기대감이 부각되곤 했다.

### 전기동 가격과 LS 주가 추이



자료: Bloomberg

### 동 가격 약세에도 전선 실적 호조

올해는 동 가격이 약세인데도 전선 부문의 실적이 호전되고 있다는 점이 이례적이다. 이는 체질 개선 성과와 수주 경쟁력 향상으로 해석할 수 있다.

올해 전선 부문 영업이익은 57% 증가한 1,746억원으로 전망된다. 연결 기준으로 2010년 이후 최대이자 역대 2번째 영업이익이 기대된다.

배경으로서 1) 해저케이블이 대만 해상 풍력 프로젝트를 주도하며 턴어라운드 성공했고, 2) 초고압케이블은 중동 수주 경쟁력이 뒷받침되고 있으며, 3) 광케이블이 유럽 수요 강세에 힘입어 역대 최고 수준의 수익성을 실현하고 있고, 4) LS전선아시아를 비롯해 중국, 인도 등 해외 자회사들의 실적도 동반 호조세다.

## 질적으로 2010년 넘어서

질적으로는 2010년을 넘어선다고 볼 수 있다.

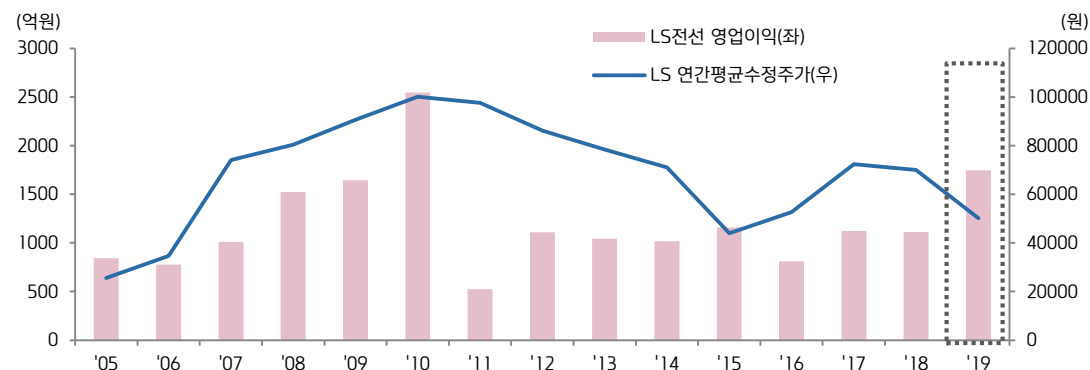
2010년은 동 가격이 연말 9,650달러(톤당)로 사상 최고치에 근접했고, Superior Essex가 분할되기 전 연결 실적이었다. 2010년 LS전선의 별도 영업이익은 1,302억원이었고, Superior Essex가 1,016억원의 영업이익을 더했다. 금융 위기 직후 경기 회복 모멘텀이 강력했던 시기였다.

올해는 초고압케이블, 광케이블 등 주력 사업이 수주에 기반해 호조를 보이는 동시에, 한동안 적자였던 해저케이블, 중국 흥치전선, 인도 법인 등이 흑자 전환을 이루면서 다소 부진한 업황을 거스르고 있다. 2010년이 외부 환경적 도움이 컸다면, 지금은 내부 체질 개선 요인이 크고, 향후 외부 환경까지 나아지면 실적 개선폭이 확대될 것이다.

다음 그림에서 보듯이 LS의 평균 주가는 전선 부문 영업이익과 비례한다.

그런데 지금은 주가 수준이 절대적으로 낮다. 최대 실적이었던 2010년 평균 주가는 10만원이었고, 올해 예상 실적과 비슷한 2009년에는 9만원을 상회했다. 올해는 5만원 남짓에 불과하고, 현재 주가는 그 이하다.

### LS전선 영업이익과 LS 평균 주가 추이



자료: LS, 키움증권

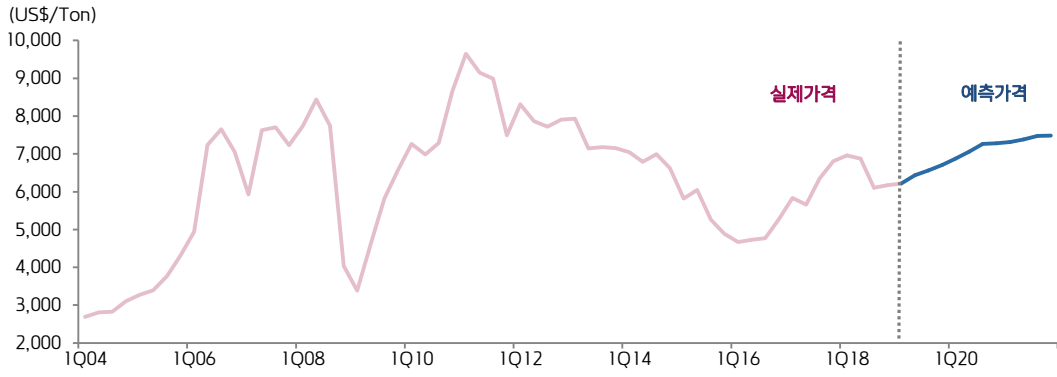
## 동 가격 반등 전망 우세

동 가격은 반등할 것이라는 전망이 우세하다.

한국광물자원공사의 예측에 따르면, 동 가격은 완만하게 상승해 내년 4분기에는 7,278달러(톤당)에 도달할 전망이다. 동 가격의 방향성을 결정하는 주요 요소는 중국 경기와 달러화 가치다. 이 같은 다소 긍정적인 전망이 실현되려면, 미중 무역분쟁이 완화되고 중국의 경기 부양 행보가 뒷받침돼야 할 텐데, 불확실성이 큰 것이 사실이다.

다만, 동의 수급 상황은 우호적이다. 경제성 있는 노천광산 고갈, 칠레 광산 파업 등으로 공급 이슈가 발생하고, 수요 측면에서는 전기차, 신재생에너지 등 새로운 수요가 늘어나고 있다.

전기동 가격 전망



자료: 한국광물자원공사



## >>> 실적 전망

### 올해 양적 감익, 질적 개선

올해 LS 영업이익은 4,935억원(YoY -3%)으로 추정된다.

전년 대비 소폭 감익이 예상되지만, 지난해 상반기에는 일회성으로 860억원의 가온전선 부의영업권 환입(지분법이익 형태로 반영)이 있었고, 산전 부문이 전력인프라와 ESS의 호조에 힘입어 역대 최고 실적을 달성한 바 있다. 이러한 기저효과를 감안하면 올해 감익에 부정적 의미를 부여할 필요가 없다.

LS 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
<b>매출액</b>	<b>24,493</b>	<b>25,716</b>	<b>24,993</b>	<b>25,824</b>	<b>24,008</b>	<b>25,928</b>	<b>25,199</b>	<b>26,381</b>	<b>101,102</b>	<b>7.3%</b>	<b>101,516</b>	<b>0.4%</b>	<b>105,552</b>	<b>4.0%</b>
LS전선	9,922	9,848	10,716	11,458	10,928	11,437	11,470	11,650	41,944	18.4%	45,485	8.4%	47,388	4.2%
LS산전	5,916	6,605	6,025	6,304	5,185	5,808	6,067	6,811	24,850	6.0%	23,872	-3.9%	25,229	5.7%
LS엠트론	2,425	2,702	2,036	2,137	2,269	2,444	1,905	1,907	9,300	-0.5%	8,525	-8.3%	8,858	3.9%
LS I&D	5,885	6,207	5,807	5,737	5,405	5,866	5,630	5,664	23,636	-6.5%	22,566	-4.5%	22,797	1.0%
<b>영업이익</b>	<b>1,789</b>	<b>1,629</b>	<b>1,171</b>	<b>481</b>	<b>1,003</b>	<b>1,205</b>	<b>1,378</b>	<b>1,349</b>	<b>5,091</b>	<b>-3.5%</b>	<b>4,935</b>	<b>-3.1%</b>	<b>5,558</b>	<b>12.6%</b>
LS전선	278	347	404	85	431	441	453	421	1,114	-0.8%	1,746	56.7%	1,863	6.7%
LS산전	554	653	526	317	287	435	512	490	2,050	29.4%	1,723	-16.0%	1,950	13.1%
LS엠트론	-9	39	-60	-148	-6	-26	-64	-74	-178	적전	-170	적지	-77	적지
LS I&D	192	201	80	-64	58	81	91	101	409	-65.2%	331	-19.1%	393	18.7%
지분법이익	747	399	173	229	192	391	361	375	1,548	23.8%	1,319	-14.8%	1,365	3.4%
<b>세전이익</b>	<b>1,374</b>	<b>988</b>	<b>645</b>	<b>-234</b>	<b>1,024</b>	<b>725</b>	<b>1,124</b>	<b>1,074</b>	<b>2,751</b>	<b>-26.5%</b>	<b>3,947</b>	<b>43.5%</b>	<b>4,179</b>	<b>5.9%</b>
LS전선	625	368	223	7	519	105	342	312	1,223	31.4%	1,278	4.5%	1,484	16.2%
LS산전	528	566	453	230	356	380	507	486	1,778	28.4%	1,730	-2.7%	1,884	8.9%
LS엠트론	-110	-115	-229	-349	-73	-32	-87	-95	-803	적전	-287	적지	-149	적지
LS I&D	109	81	-21	-310	-72	-52	7	20	-141	적전	-97	적지	89	흑전
지분법이익	747	399	173	229	192	391	361	375	1,548	23.8%	1,319	-14.8%	1,365	3.4%
<b>총당기순이익</b>	<b>3,985</b>	<b>659</b>	<b>623</b>	<b>-391</b>	<b>815</b>	<b>483</b>	<b>937</b>	<b>937</b>	<b>4,877</b>	<b>33.7%</b>	<b>3,172</b>	<b>-35.0%</b>	<b>3,340</b>	<b>5.3%</b>
LS전선	589	187	113	15	433	-3	257	234	904	65.0%	920	1.8%	1,113	21.0%
LS산전	428	401	349	144	263	259	390	375	1,322	24.7%	1,287	-2.7%	1,451	12.7%
LS엠트론	2,694	-159	-146	-449	-61	-43	-66	-72	1,940	715.1%	-242	적전	-113	적지
LS I&D	77	186	40	-255	-67	-62	6	15	48	-93.6%	-108	적전	69	흑전
지분법이익	747	399	173	229	192	391	361	375	1,548	23.8%	1,319	-14.8%	1,365	3.4%
<b>지배지분순이익</b>	<b>3,687</b>	<b>384</b>	<b>403</b>	<b>-433</b>	<b>602</b>	<b>325</b>	<b>706</b>	<b>713</b>	<b>4,041</b>	<b>36.1%</b>	<b>2,347</b>	<b>-41.9%</b>	<b>2,463</b>	<b>4.9%</b>

자료: LS, 키움증권

◎ 전선 부문의 호실적 배경은 앞서 서술했고, 뒤에서 부연 설명할 것이다.

연결 대상인 전선 자회사들의 긍정적 변화도 눈여겨보아야 한다.

과거 ‘차이나 모멘텀’ 당시에 중요한 관심사였던 중국 홍치전선이 장기간 적자 상태에서 벗어나 올해 상반기 마침내 흑자 전환했다. 인도 법인도 설비 투자 확대에 따른 수혜로 흑자 구조를 갖추게 됐다.

LS전선아시아는 주력 제품군의 증설 효과가 본격화되며 베트남 기업다운 고성장세를 보여주고 있다.

유럽 광케이블 시장 호조에 대응하기 위해 올해 신규 가동된 폴란드 법인은 안정화 단계를 거쳐 내년 부터 조기 이익 기여 가능성이 대두된다.

EV Korea는 전기차와 ESS용 하네스, 커넥터, 배터리팩 등을 주력으로 하고 있어 높은 성장률과 수익률을 함께 실현하고 있다.

◎ 동제련 부문은 제련수수료 하락에도 불구하고, 팔라듐, 금, 황산 등 부산물 수익에 힘입어 영업이익이 17% 증가할 전망이다.

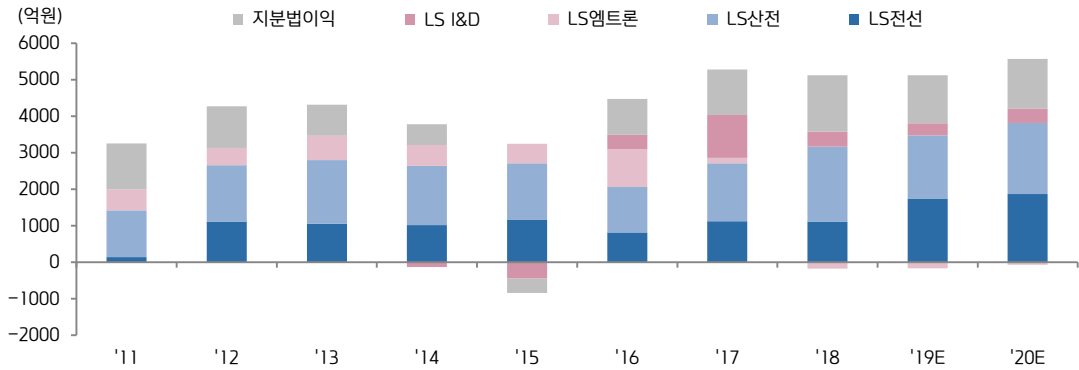
◎ I&D 부문은 유럽 권선 수요 부진, 북미 통신선 투자 지연, 동 가격 약세에 따라 실적이 저조한 상태지만, 하반기 이후 미국 5G 통신망 투자가 본격화되면 확실한 실적 개선을 기대할 수 있다.

◎ 엠트론 부문은 사출기와 전자부품의 장기 침체에다가 주력인 트랙터도 국내 가격 경쟁 심화, 해외 OEM 발주 지연 등으로 일시적 부진을 겪고 있어 소폭의 적자 기조가 이어질 것이다. 올해는 체질 개선 및 원가구조 효율화에 초점을 맞출 계획이다.

다만, 트랙터는 국내 시장에서 Kubota, Yanmar 등 일본 브랜드의 점유율이 20% 수준까지 상승한 상태이고, 일본산 제품 불매 운동으로 인해 경쟁 환경이 우호적으로 바뀔 가능성이 상존한다.

◎ 산전 부문은 상반기 민간 투자 침체 및 ESS 화재 여파 등 어려운 대외 여건에서 선전한 측면이 있다. 하반기에는 ESS와 태양광 등 융합 사업부가 회복을 주도하는 가운데, 전력기기 수출과 중국 법인의 호조가 이어지고, 전력인프라도 계절적 수요 회복이 예상된다.

### 자회사 부문별 영업이익 기여도



자료: LS, 키움증권

### 3분기부터 전년 대비 이익 성장세

분기별로는 3분기부터 전년 동기 대비 이익 성장세로 전환하는 한편, 우상향 추세가 이어질 것이다. 3분기와 4분기 영업이익은 각각 1,378억원(QoQ 14%, YoY 18%), 1,349억원(QoQ -2%, YoY 181%)을 기록할 전망이다.

전선과 산전이 계절성 이상으로 도약하고, I&D가 회복 국면에 진입할 것이다. 동 가격 반등 여부에 따라 실적 개선폭이 확대될 수 있다.



## >>> 주가 전망과 Valuation

### 기업가치 할인 요인은 재무구조와 엠트론

LS의 기업가치 할인 요인으로 ① 재무구조와 ② 엠트론 부문을 거론한다.

이에 대해 재무구조는 괄목할 만하게 개선됐다. 연결 기준 순차입금은 2010년 말 4.3조원을 정점으로 지난해 말에는 2.8조원까지 감소했다. 최근 수년간 LS전선아시아 상장, LS오토모티브 지분 및 동박 사업 매각, I&D 부동산 매각, Superior Essex 구조조정 등 굵직한 노력들이 뒷받침됐다.

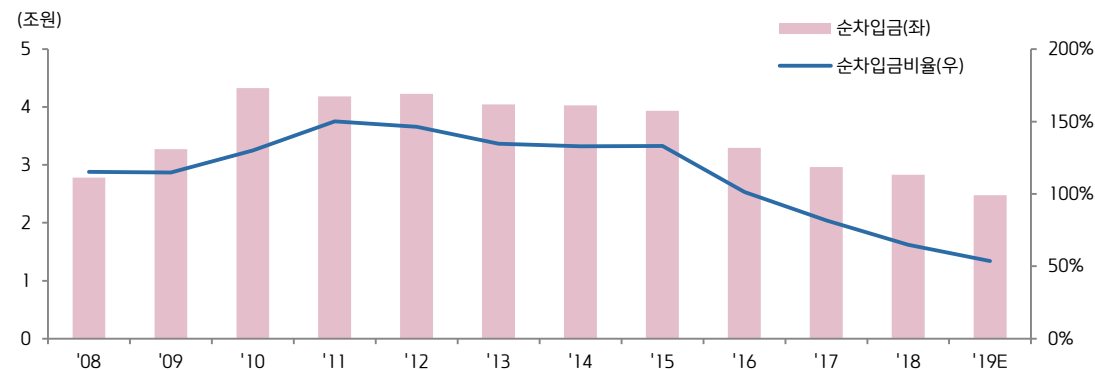
순차입금비율은 2011년 150%를 정점으로 지난해 말에는 65%까지 하락했다.

순이자비용은 2012년에 2,165억원에 달했으나 지난해에는 1,081억원으로 부담이 줄었다.

아킬레스 건으로 여겨진 I&D의 순차입금은 2013년말 1조 4,300억원에서 지난해 말에는 7,590억원으로 감소했다. I&D도 자체 EBITDA로 설비투자 지출과 이자 및 세금을 감당할 수 있는 체질을 갖췄다.

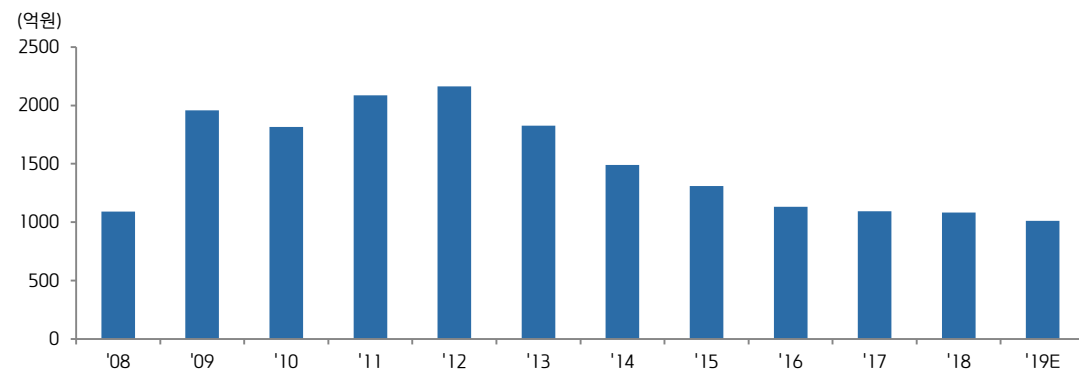
엠트론이 LS오토모티브 지분(47%)과 동박 사업을 매각한 이후 성장 동력이 부재한 상태에서 적자 상태가 이어지고 있다. 사출기와 전자부품은 한계 사업이기 때문에 트랙터가 호조를 기록하지 않으면 흑자 전환이 쉽지 않다. 우리도 Valuation에서 엠트론이 LS의 가치를 훼손하는 것으로 가정하고 있다. 다만, 엠트론의 매출액 비중이 8%에 불과해 존재감이 미약하고, 적자 규모도 크지 않아 Risk가 확대될 가능성이 제한적이다. LS오토모티브는 LSA홀딩스 지분법이익으로 세전이익에 기여할 것이다.

### LS 순차입금 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

### LS 순이자비용 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

### Valuation 지표, 역사적 최저

6개월 Forward 기준 PBR은 0.4배에 불과하다.

다음 PBR Band에서 확인하듯 역사적 최저다. 전선의 긍정적인 실적 전망을 감안하면 지나친 저평가 상태라고 판단된다.

투자 의견 ‘BUY’ 와 목표주가 75,000원을 유지한다. 목표주가 산출 시 엠트론과 I&D가 순손실이 예상됨에 따라 각각의 투자자산 가치를 마이너스로 가정했다. 엠트론과 I&D 지분의 반기 말 장부금액이 각각 4,334억과 2,640억원으로 평가돼 있는 것을 감안하면 충분히 보수적인 접근이다.

### LS PBR Band



자료: 키움증권  
주: 6개월 Forward 기준

### LS 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

		비고
투자자산 가치(a)	14,324	6개월 Forward 실적 기준
LS전선	6,231	PER 8배 적용, 10% 할인
LS산전	4,508	최근 1개월 시장가치 대비 30% 할인
LS니꼬동제련	6,173	PER 6배 적용, 10% 할인
LS엠트론	-1,962	PER 9배 적용, 10% 할인
LS I&D	-626	PER 7배 적용, 10% 할인
지주회사 영업가치(b)	8,516	교육용역/브랜드수수료/배당금수익, PER 10배 적용
순차입금(c)	2,043	지주회사 순차입금
순자산가치(d=a+b-c)	20,797	
수정발행주식수(e)	27,767	자사주 차감
주당 순자산가치(f=d/e)	74,897	
<b>목표주가</b>	<b>75,000</b>	

자료: 키움증권

### 배당 투자 매력

배당 매력도 중요한 투자포인트다.

동사는 일관되고 적극적인 배당 정책을 고수하고 있다. 연결 실적과 무관하게 지난 8년간 주당 1,250원을 유지했다. 배당 재원은 브랜드수수료수익, 자회사 배당금수익 등 안정적인 지주사 별도 실적을 근거로 한다.

그룹 차원의 재무구조 개선이 수반되고 있기 때문에 올해도 최소한 주당 1,250원 기초를 이어갈 것이다. 1,250원 가정 시 예상 배당수익률은 2.8%다.

## II. 전선, 해저케이블이 이끄는 질적 도약

### >>> 해저케이블 경쟁력 아시아 선두

#### 해저케이블은 과거 실패 경험

해저케이블은 LS전선에게 매우 아픈 손가락이었다. 야심 차게 시작한 첫 번째 프로젝트(진도-제주간)가 수천억원의 손실을 안겼다. 최근 2분기까지도 유산이 남아 마지막 보수 공사로서 195억원의 총당금을 반영했다. 가동률도 저조해 지난해까지 장기간 영업적자였다가 올해 상반기에 흑자 전환에 성공했다. 하지만 초기 시행착오와 적극적인 고객 응대가 있었기에 수주처를 유럽, 중남미, 미국, 아시아 등으로 확대할 수 있었다.

#### 아시아 선두로 도약

해저케이블은 전선 중 진입 장벽이 가장 높은 영역이고, 규모가 따라주면 고수익성을 달성할 수 있다. 지중케이블보다 절연, 피복 기술이 더욱 중요하고, 해저 포설 능력을 갖춰야 하며, 지역별 기상이나 해저 지질도 감안해야 한다. 턴테이블이나 매설용 특수 선박 등 별도의 설비도 필요하다.

Prysmian, Nexans 등 유럽 업체들이 시장을 선도하는 가운데, 동사는 글로벌 Top 5에 진입했고, JPS와 아시아 선두를 다투고 있다.

2009년 진도-제주 프로젝트를 수주한 이후 만 10년간의 업력이 축적되며 많은 역량을 쌓았고, 이제는 양질의 수주를 바탕으로 이익을 거둘 때가 됐다.

#### LS전선 해저케이블



자료: LS전선

#### LS전선 동해 공장



자료: LS전선

#### 해저케이블 매설용 특수 선박



자료: Prysmian



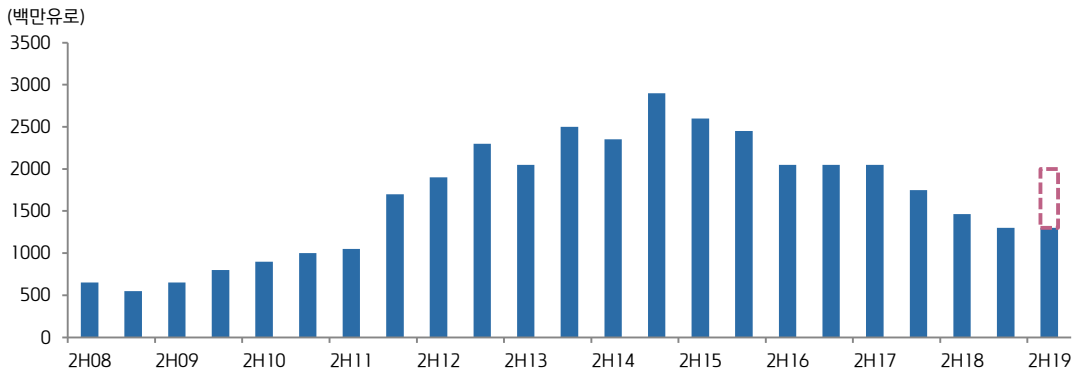
## 올해 해저케이블 시장 회복

글로벌 해저케이블 시장은 지난해 28억유로에서 올해 30억유로 규모로 회복될 전망이다.

해저케이블 수요는 주로 ① 해상 풍력 발전 단지와 ② 국가간 또는 지역간 전력망 연결 프로젝트에 의해 촉발된다.

업계 1위 Prysmian의 해저케이블 수주잔고를 보면, 2분기말 현재 13억유로를 보유하고 있다. 지난해 유럽 해상 풍력 수요의 일시적 둔화와 함께 신규 수주가 저조했다. 그러다가 최근 7월에 영국과 덴마크를 연결하는 7억유로 규모의 Viking 프로젝트를 수주하는 등 7월까지 11억유로를 수주해 연간 목표를 조기 달성했다. Viking 프로젝트는 525kV HVDC 케이블을 2023년까지 구축하는 것이다.

### Prysmian 해저케이블 수주잔고



자료: Prysmian, 키움증권

## >>> 해상 풍력 시장 동향 및 전망

### 해상 풍력이 강력한 모멘텀

LS전선에게는 대만 해상 풍력 프로젝트가 강력한 모멘텀이 될 것이다. 지리적 이점까지 더해져 전선 업계에서 차별적 수혜가 기대된다.

글로벌 해상 풍력 발전 시장부터 점검해 보자.

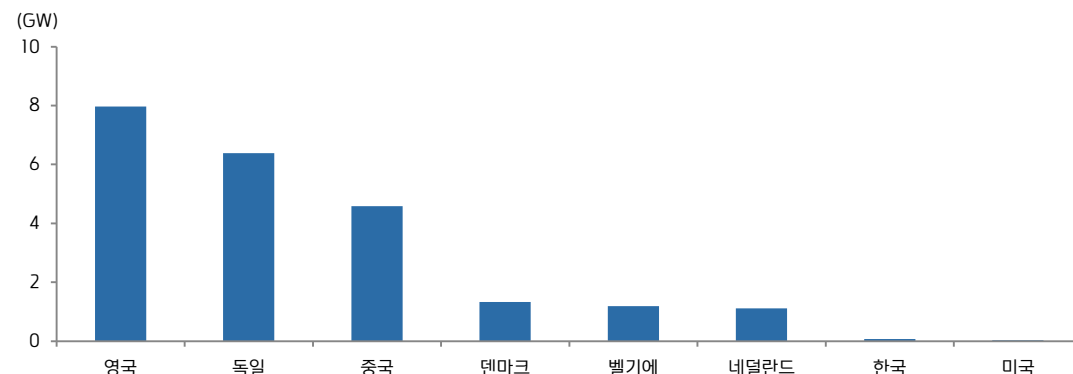
친환경 재생에너지 확산 추세 속에서 해상 풍력의 발전 효율과 채산성이 향상되고 있고, 육상 풍력에 비해 인허가 또는 민원 이슈가 제한적이라는 장점을 가진다.

### 글로벌 해상 풍력 연평균 21% 성장

Global Wind Energy Council 보고서에 따르면, 글로벌 해상 풍력 발전은 2013년 이후 연평균 21% 성장해 지난해 말 기준 세계적으로 23GW 용량이 설치돼 있다. 지역별로는 영국 8GW, 독일 6.4GW, 중국 4.6GW, 덴마크 1.3GW, 벨기에 1.2GW, 네덜란드 1.1GW 순이다.

영국을 중심으로 유럽에 집중됐던 시장이 전세계로 확산되고 있고, 아시아에서는 중국에 이어 대만 프로젝트가 공식적으로 시작됐으며, 한국, 일본, 베트남, 인도, 호주 등도 도입 논의가 활발하다.

### 주요국 해상 풍력 설치 현황(2018년)



자료: GWEC, 키움증권

### 아시아가 성장 주도

해상 풍력 발전은 향후 2030년까지 200GW가 구축될 전망이다. 연평균 20%의 성장률일 것이다.

아시아가 2030년까지 100GW가 설치되며 최대 시장이 될 것이다. 중국을 비롯해 대만, 한국, 베트남, 일본 등 다수의 국가에서 성장이 두드러질 것이다.

▶대만은 2025년까지 5.5GW를 설치할 예정이고, 발주 목표치를 달성했다. 2025년 이후에도 추가로 4.5GW를 구축할 계획이며, 3번째 개발 사업의 구체적인 내용은 올해 말에 발표될 것으로 예상된다.

▶한국은 ‘ 재생에너지 3020 계획’ 에 기반해 2030년까지 해상 풍력 13GW 설치를 목표로 설정했다. 원전 4기에 해당하는 전력량을 해상 풍력으로 대체하는 것으로 78조원이 투자될 전망이다. 한국은 대량의 에너지자원을 수입하는 한편, 육상 풍력 설치를 위한 입지가 부족해서라도 해상 풍력이 요구되는 상황이다. 정부와 지역 단위로 해상 풍력 지역에 대한 타당성 조사를 진행하고 있다.

▶일본은 2030년까지 해상과 육상을 합쳐 10GW 용량의 풍력 발전을 설치하고자 한다. 해상 풍력 개발에 적합한 11개 지역을 지정할 예정이다.

### 영국의 안정적 성장세

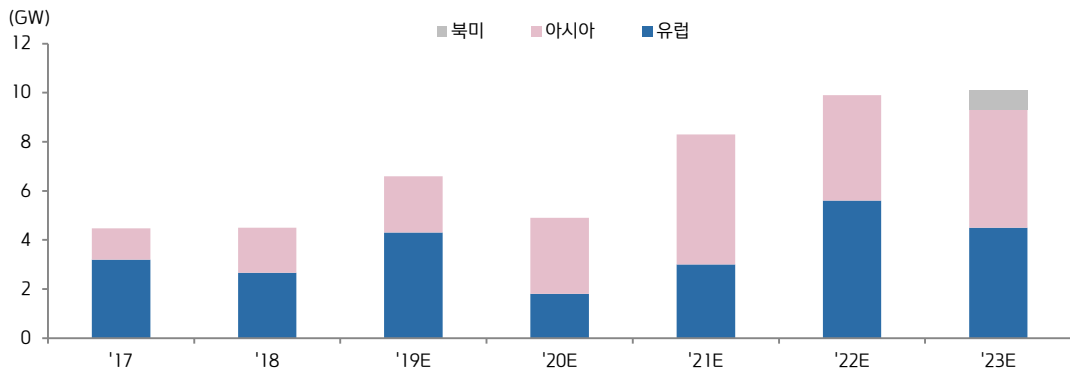
유럽은 2030년까지 78GW가 설치될 전망이다. 단기적으로 대규모 프로젝트는 부재하지만 영국이 안정적인 성장세를 이어갈 것이다.

- ▶ 영국은 2030년까지 매년 1~2GW씩 총 30GW를 설치할 계획이다. 2030년까지 2년마다 보조금 성격의 차액 계약인 CFD를 지원한다.
- ▶ 영국 다음인 독일은 2030년까지 15GW를 설치하고자 한다. 2021년에 첫 번째 집중 입찰이 이루어지고, 2026년부터 800MW씩 설치될 예정이다.
- ▶ 네덜란드는 2030년까지 11.5GW를 설치할 계획이다. 내년 초에 760MW 규모 입찰이 예정돼 있다. 덴마크는 2030년까지 최소 2.4GW 규모의 3개 해상 풍력 입찰을 진행할 예정이다. 800~1,000MW 입찰이 올해 발표되고, 할당은 2021년에 진행될 것이다.
- ▶ 프랑스 정부는 2028년까지 해상 풍력 설치 목표를 5GW에서 10GW로 상향했다. 올해 2월에 최종 에너지 계획을 발표했고, 내년에 1GW 프로젝트가 예정돼 있다.
- ▶ 폴란드는 2040년까지 10.3GW를 설치하고자 한다.

### 미국은 21년 이후 대규모 프로젝트 시작

미국은 2030년까지 10GW가 설치될 전망이다. 2021~2023년 사이에 최초 대규모 프로젝트가 시작될 것이다. 주별로 메사추세츠는 2030년까지 해상 풍력을 3.2GW로 높일 수 있는 법안이 통과됐다. 2030년까지 뉴저지는 3.5GW, 메릴랜드는 1.6GW를 목표로 한다. 뉴욕은 2035년 9GW를 목표로 한다.

### 글로벌 해상 풍력 설치량 전망



자료: GWEC, 키움증권



## 주요국 해상 풍력 현황

유럽	해상 풍력 현황
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2030년까지 매년 1~2GW씩 총 30GW 설치 목표</li> <li>• 2030년까지 2년마다 진행되는 CFD(해상 풍력의 보조금 역할을 하는 차액계약) 지원 입찰 2019년분 종료</li> <li>• Hornsea 3 인가 절차는 계획대로 진행 예정</li> </ul>
독일	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2030년까지 15GW 해상 풍력 설치 목표</li> <li>• 2021년 첫 번째 집중 입찰 예상. 2026년부터 800MW씩 설치 예정</li> </ul>
네덜란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 정부에서 2030년까지 11.5GW 해상 풍력 설치 목표</li> <li>• 2020년 초 760MW 규모 입찰 진행 예정</li> </ul>
덴마크	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2030년까지 최소 2.4GW 규모 3개 해상 풍력 입찰 진행</li> <li>• 800~1,000MW 입찰 2019년 발표. 할당은 2021년 진행 예정</li> </ul>
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2028년까지 해상 풍력 정부 목표 5GW에서 10GW로 상향</li> <li>• 2019년 2월 최종 에너지 계획 발표. 2020년에 1GW Round 4 프로젝트 예정</li> </ul>
폴란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2040년까지 해상 풍력 10.3GW 설치 목표</li> </ul>
아시아	해상 풍력 현황
대만	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2025년까지 설치 예정인 5.5GW 발주 목표치 달성</li> <li>• 2025년 이후 추가적으로 4.5GW 입찰 계획. 3번째 개발 사업 구체적인 사항은 4Q19 발표 예상</li> <li>• 600MW 규모 Greater Changhua 3 프로젝트 입찰 진행 예정</li> </ul>
한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2030년까지 13GW 규모 해상 풍력 설치 목표</li> <li>• 대량의 에너지자원 수입과 육상 풍력의 한계로 해상 풍력에 대한 요구가 높은 상황</li> <li>• 정부와 지역 단위로 해상 풍력 지역에 대한 타당성 조사 진행 중</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2030년까지 해상과 육상을 합쳐 10GW 풍력 발전 설치 목표</li> <li>• 향후 해상 풍력 개발에 적합한 11개 지역 지정</li> <li>• Choshi를 포함한 4개 지역은 정부에 의해 즉각적으로 풍력 측정과 지질 조사가 이뤄지며 선정</li> </ul>

자료: Ørsted, 키움증권

## >>> 기회의 땅, 대만

### 대만 탈원전, 신재생 확충 기초

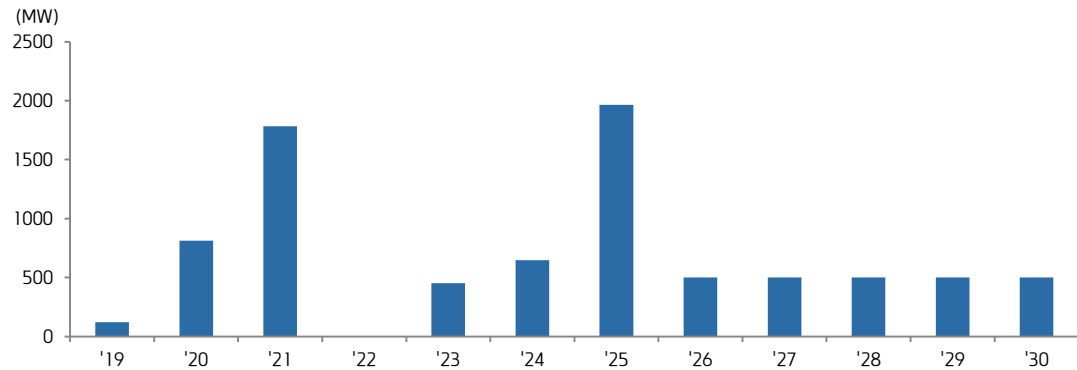
LS전선에게 ‘기회의 땅’인 대만의 해상 풍력 계획을 구체적으로 살펴 보자

대만 정부는 탈원전 및 신재생 확충 에너지 정책 기초 아래 2025년까지 총 5.5GW의 해상 풍력단지 10여개를 건설할 예정이다. 현재 가동 중인 원전을 2025년까지 폐로할 예정이다. 그 대신 2025년까지 230억달러를 투자해 신재생에너지 비중을 현재 5%에서 20%로 확대할 계획이다.

대만 정부는 서부 해안에 총 36곳의 풍력 발전 가능 지역을 선정했고, 현재 20개 프로젝트가 환경 허가를 받고 개발을 추진 중이다.

대만 해상 풍력 개발에 참여 중인 기업은 대만 Taipower, Sawncor, Lealea, 중국 Steel Corp., Asia Cement Corp, 독일 wpd, EnBW, 덴마크 Ørsted, Copenhagen Infrastructure Partners, 벨기에 Jan De Nul, 호주 Macquarie Capital, 캐나다 Northland Power 등으로 알려진다.

### 대만 해상 풍력 설치량 전망



자료: GWEC, 키움증권

### 대만 탈원전 계획

원자로	가동 시기	폐로 시기	가동현황	
Jinshan	1호기	1987	2018.1	2014년 연료봉 사고로 가동 중지
	2호기	1979	2019.7	2017년 폭우로 송전선 유실, 사용 후 핵연료 저장용량 한계에 달해 가동 중지
Kuosheng	1호기	1981	2021.12	가동 중
	2호기	1983	2023.3	2016년 5월 원전 내 화재 발생으로 가동 중지
Ma'anshan	1호기	1984	2024.7	가동 중
	2호기	1985	2025.3	가동 중
Lungmen	1호기			가동 취소
	2호기			가동 취소

자료: 해외 에너지시장 인사이트

### 해저케이블 발주 규모 수천억

2025년까지 대만 해상 풍력을 육지로 연결할 해저케이블은 2,000km 이상 필요하고, 발주 규모가 수천억원에 이를 것이다.

LS전선은 올해 대만 해상 풍력 관련해 발주된 3건의 해저케이블을 모두 싹쓸이했다. 1월 원린현 170km 구간, 7월 초 장화현 1,184억원 규모, 7월 말 마오리현 130km 구간 프로젝트로서, 3건의 총 수주 금액은 2,000억원대다. 3건의 사업 파트너는 각각 독일 wpd, 덴마크 Ørsted, 벨기에 Jan De Nul이다. 해상 풍력 발전의 주체가 누구이든 해저케이블의 공급자는 LS전선이라는 말이다.

### Ørsted와 파트너십 구축

이 중 Ørsted는 1,820MW를 할당 받아 대만 해상 풍력 시장을 선도하고 있다고 말한다. LS전선은 Ørsted와 긴밀한 협력 관계를 구축하고 있다. Ørsted를 통해 수주한 장화현 해상 풍력단지가 가장 큰 규모로서 연간 900MW의 전력을 생산하게 된다. LS전선은 3년간 230kV급 해저케이블을 공급한다.

### 해저케이블 경쟁 상대 없어

대만 해상 풍력용 해저케이블의 경쟁 상대가 없어 보인다. 아시아에서는 일본의 JPS와 경합하지만, JPS는 자국 수요에 대응하기에도 생산능력이 빠듯한 듯 하다.

Prismian, Nexans 등 유럽 업체들은 장거리 운송비 등을 감안하면 경제성이 떨어질 것이고, 영국 등 유럽 시장에 집중하는 모습이다.

대만에서는 2차, 3차 해상 풍력 프로젝트가 시작될 것이고, 올해 해저케이블 추가 발주가 예정돼 있다. 당연히 LS전선의 수주 기대감이 높다.

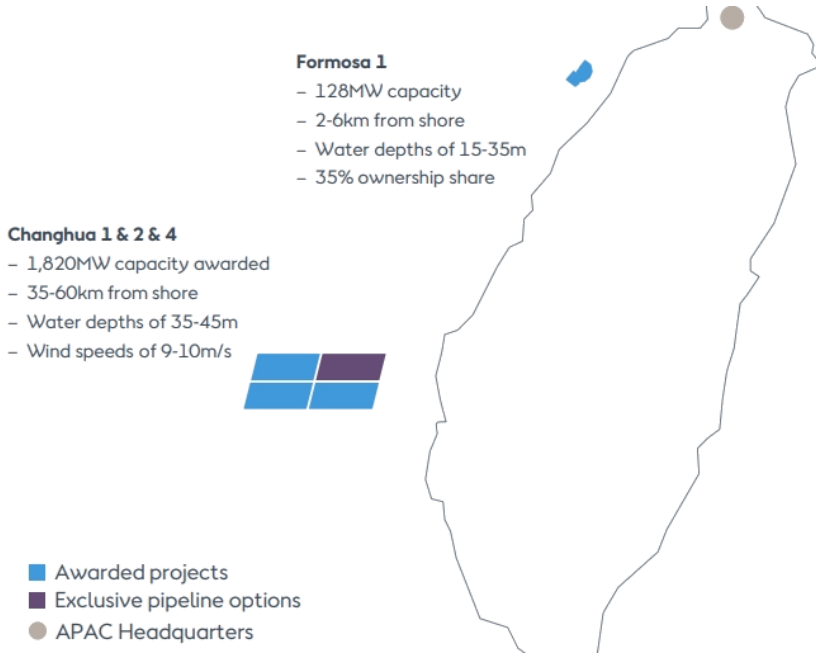
### LS전선 대만 해저케이블 수주 현황(19년 1월~7월)



자료: LS전선



Ørsted 대만 해상 풍력단지 성과



자료: Ørsted

중남미 시장 공략

동사는 대만 이외에도 중남미 시장을 공략하고자 한다. 중남미는 전력망이 노후화돼 있고, 예산이 부족하기 때문에 프로젝트 파이낸싱이 가능하면 사업 참여 기회가 많아질 것이다. 동사는 연초에 브라질 해저케이블을 수주하는 등 레퍼런스를 쌓고 있다.

한국도 대규모 프로젝트 예정

물론 한국은 텃밭이고 국내 유일 사업자로서 강점이 발휘될 것이다. 한국도 2030년까지 13GW 해상 풍력을 설치하고자 하는 목표 아래 조만간 시장이 개화할 것이다. 이와 별개로 한국전력 주도로 완도와 제주를 잇는 대규모 해저 전력망 프로젝트가 예정돼 있다.

해저케이블 수주잔고 5천억원 이상

LS전선의 해저케이블 매출액은 지난해 980억원에서 올해 1,400억원, 내년 2,200억원, 2021년 3,300억원으로 고성장할 전망이다.

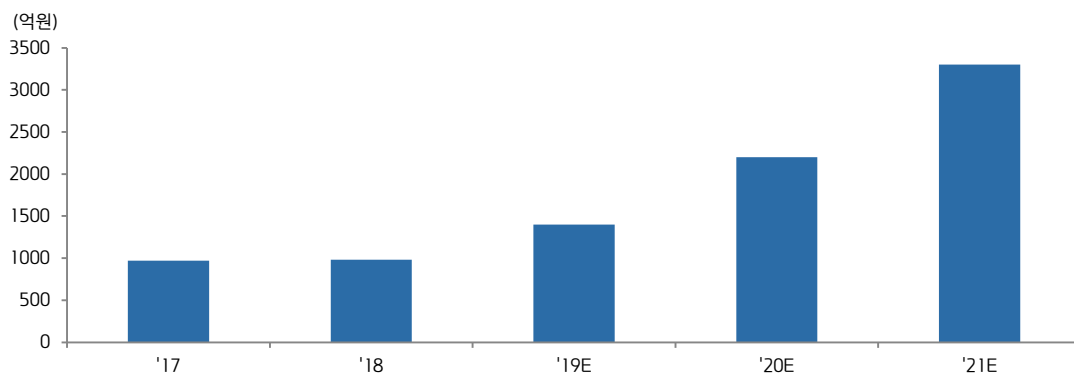
해저케이블의 수주잔고는 2분기 말 4,000억원이고, 7월 대만 수주 건을 포함하면 5,000억원을 훌쩍 넘는다. 수익성을 고려해 선별 수주하겠다는 입장이다.

수익성 면에서는 과거 진도-제주간 프로젝트의 사고 여파 등으로 장기간 적자였으나 지난 1분기에 흑자 전환에 성공했고, 향후 가동률이 뒷받침된다면 두자리수 이익률도 가능할 것이다.

동해 2공장 건설 중

기대 이상의 수주 성과에 대응하기 위해 동사는 동해 2공장을 건설하고 있고, 내년 1분기에 완공될 예정이다. 이를 계기로 해저케이블 생산능력이 2021년까지 2.5배로 확대될 것이다. 해저케이블을 더 길게 뽑을 수 있는 장조장 능력이 향상돼 수주 경쟁에서 더욱 유리할 것이다.

### LS전선 해저케이블 매출 전망



자료: LS, 키움증권

## >>> 초고압케이블과 통신선도 호조

### 초고압케이블, 중동 수주 긍정적

초고압케이블은 유가 수준이나 업황에 비하면 양호한 실적을 달성하고 있고, 중동 수주가 뒷받침되고 있다. 2분기 말 1조 2,000억원의 수주잔고를 확보했다. 지난해 유가 상승기에 수주가 호조를 보인 탓이다. 최근 2분기에도 쿠웨이트에서 신도시 전력망 사업으로 1,125억원 규모 400kV급 초고압케이블을 수주했다.

동사는 교류와 직류(HVDC) 모두 500kV급 이상 케이블을 제조할 수 있는 선도적 기술력을 갖췄다.

### 통신선, 유럽 호황 장기화 기대

통신선은 유럽 시장 호황이 인상적이다.

프랑스와 이탈리아를 중심으로 초고속인터넷 및 이동통신망 투자가 활발하다. 초고속인터넷망을 도시 위주에서 지방으로 확대 구축하고 있고, 4G 및 5G망 투자가 병행되고 있다. 프랑스는 2024년 파리올림픽을 염두에 둔 투자일 것이다.

광케이블의 빠른 수급 여건은 향후 3년여간 지속될 것으로 전망된다. 동사는 유럽 광케이블 수요에 적극 대응하고자 폴란드 생산법인을 설립했고, 본격 가동과 함께 안정화 단계를 거치고 있다.

통신선의 수익성은 지금껏 보지 못한 두 자리수가 이어지고 있다.

### LS전선 500kV 케이블 설치 현장



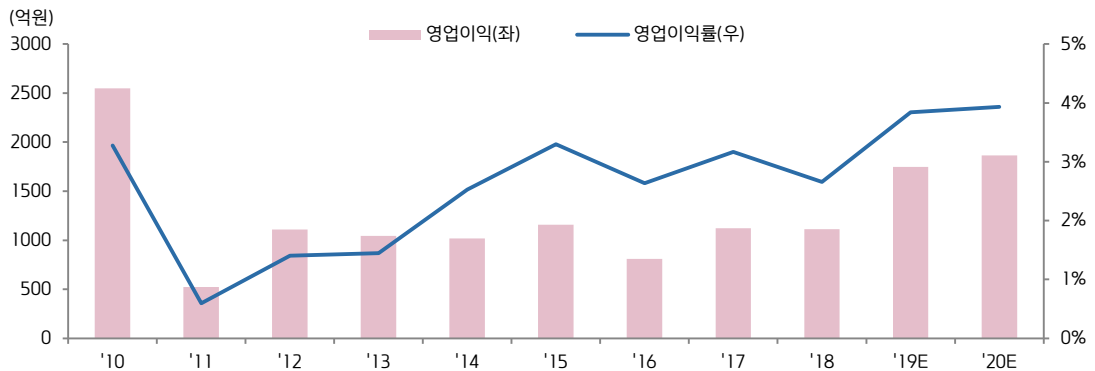
자료: 전기신문

### LS전선 광케이블 생산 현장



자료: LS전선

### LS전선 실적 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권



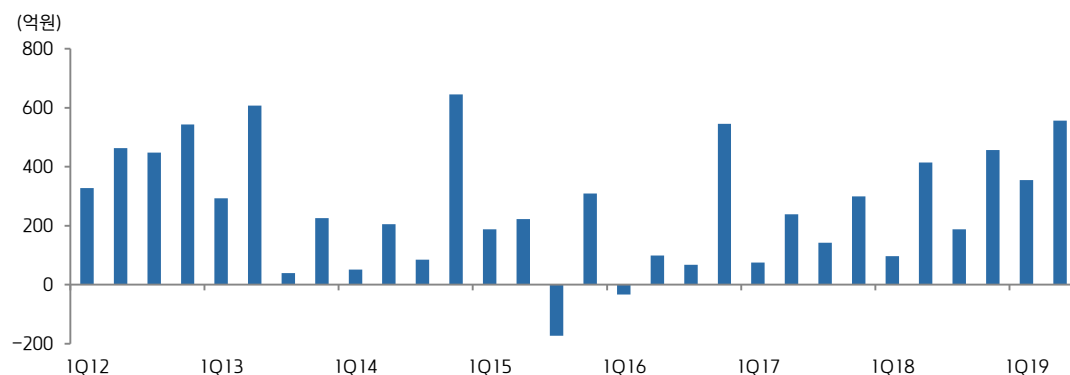
### III. 동제련, 귀금속 가격 강세

#### 부산물 이익 급증

동제련 부문은 제련수수료 하락이 예상했던 악재라면, 팔라듐, 금 등 부산물 가격 급등은 예상치 못했던 호재이며, 실적 추정치가 상향되고 있다.

올해 영업이익은 17% 증가한 3,138억원으로 추정된다. 전기동 이익이 18% 감소하는 반면, 귀금속, 황산 등 부산물 이익은 60% 급증할 전망이다.

#### 동제련 부산물이익 추이



자료: LS, 키움증권

#### 팔라듐의 재발견

통상적으로 동제련 과정에서 금, 은, 백금, 셀레늄, 텔루륨, 팔라듐 등 10여가지의 귀금속 및 희소금속이 채취되고, 제련 역량 향상에 따라 과거보다 Free Metal 채취율이 늘어났다. 동정광의 구리 함량은 평균 20~30%다.

팔라듐 가치의 재발견이 이루어지고 있다.

팔라듐 가격은 현재 온스당 1,460달러 수준으로 금 가격과 대등하며, 금과 ‘귀금속 대장’을 다투는 상황이다. 2016년 저가 대비로는 3배나 올랐고, 올해에도 16% 추가 상승했다.

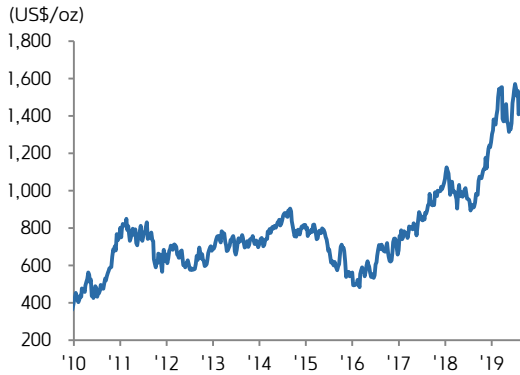
이에 따라 팔라듐이 동제련의 귀금속 이익 증가를 주도하고 있다.

#### 팔라듐 수급 불균형

팔라듐 가격 강세 배경으로 수급 불균형을 꼽는다. 중국과 유럽을 중심으로 휘발유 차량의 배기가스 감축 정책에 따라 팔라듐의 수요가 증가하고 있는데 반해, 러시아를 필두로 생산국의 공급은 제한적인 상황이다.

팔라듐은 강한 환원 작용이 특징이어서 주로 휘발유 차량의 배기가스 정화장치 촉매제 원료로 쓰인다. 전세계 팔라듐의 80%가 러시아와 남아프리카공화국에서 생산되는데, 양국이 생산량을 줄이면서 공급 부족이 이어지고 있다.

### 팔라듐 가격 추이



자료: Bloomberg

### 팔라듐

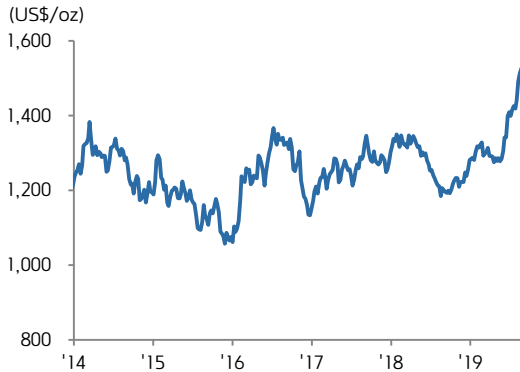


자료: 인터넷

### 금, 은 가격 6월 이후 급등세

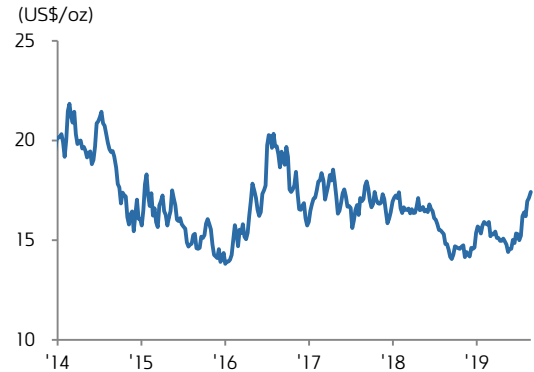
금과 은 가격은 6월 이후 가파른 상승세를 보이고 있다. 미중 무역분쟁 격화에 따른 안전자산 강세 현상으로 해석된다. 동사의 부산물 이익에서 금, 은이 차지하는 비중이 가장 크다. 하반기 부산물 이익의 추가적인 증가를 기대할 수 있는 환경이다.

### 금 가격 추이



자료: Bloomberg

### 은 가격 추이



자료: Bloomberg

### 황산 흑자 전환

한동안 적자였던 황산까지도 흑자 전환했다.

구리의 순도를 높이는 정련 과정에서 구리를 황산 용액이 담긴 수조에 넣고 전류를 흘리는 정해정련 공정을 활용한다. 이 때 배출되는 아황산가스로 고순도 황산을 만들고, 비료 제조나 반도체 세척용 등으로 판매한다.

황산은 중국의 공급이 감소하는 등 수급 상황이 개선된 것으로 파악된다.

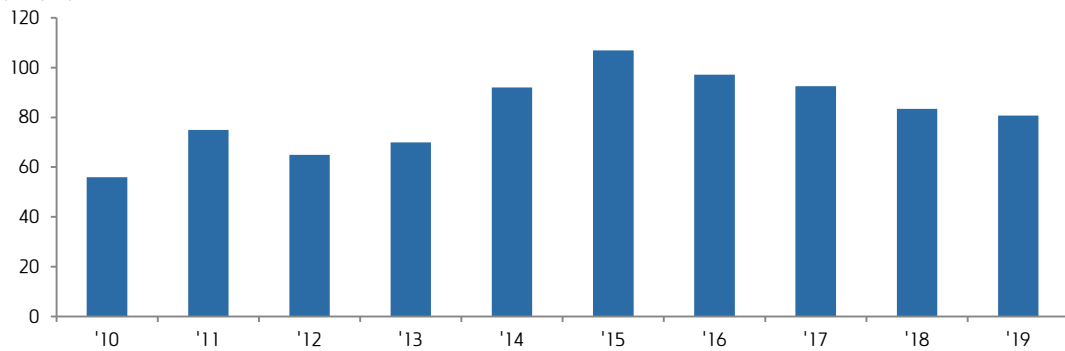
### 제련수수료는 하락

올해 제련수수료는 지난해보다 3% 하락한 톤당 80.8달러로 정해졌다.

이는 최근 10년간 평균 수준이다. 동사는 수익성 방어를 위해 스마트 팩토리 구축 등 내부 효율 개선 활동을 전개하고 있다.

### 동제련 제련수수료 추이

(달러/톤)



자료: LS, 키움증권



## IV. I&D, 미국 5G 투자 수혜

### 인프라 투자와 동 가격 중요

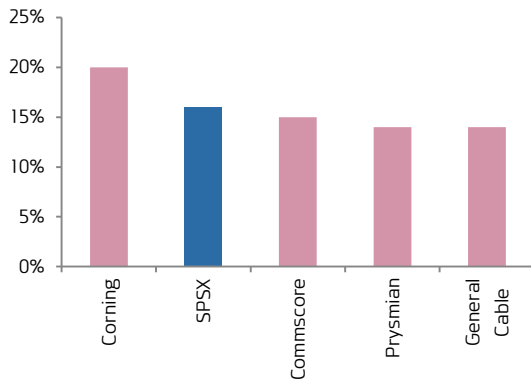
I&D 부문의 실적을 좌우하는 핵심 요인은 ① 통신망 및 인프라 투자와 ② 동 가격 추이다. 즉, 복미를 중심으로 5G 등 새로운 통신망 구축을 위한 투자가 이루어지거나 경기 부양을 위해 정부 주도로 인프라 투자가 확대되거나 동 가격이 상승할 때 실적 개선폭이 커진다. 이 때문에 동사 실적의 경기 민감도가 큰 편이다.

매출액이 2~3조원의 규모를 갖추고 있어 영업이익률이 1%p만 상승해도 영업이익이 200~300억원 증가하게 된다. 올해 예상 영업이익률은 1.5%로 4년래 최저이며, 2017년에는 4.7%까지 상승하기도 했다.

### SPSX 통신선 복미 2위

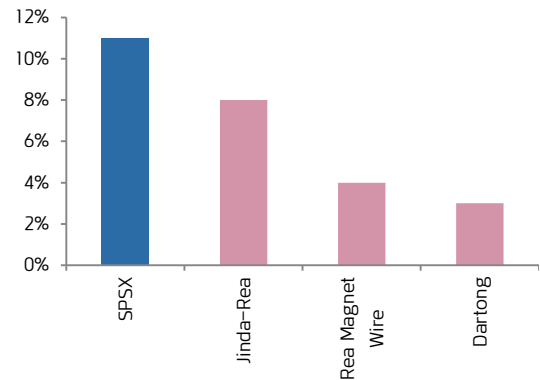
Superior Essex의 통신선은 복미 시장 점유율 16%로 Corning에 이어 2위다. LS전선이 복미 외 지역 통신선 사업을 담당하는 형태로 그룹 내 역할 분담이 이루어지고 있다. 복미 통신선 시장은 유럽의 호황과 비교해 온도차가 큰 상태다. 복미 통신선 시장은 2016년 하반기부터 지난해 상반기까지 호조였으나, 그 이후 주요 프로젝트들이 지연되며 침체된 상태다. 미국의 5G 통신망 투자가 미흡한 것과 흐름을 같이 한다. 달리 생각하면 미국의 5G 투자가 가속화될 때 수혜가 클 것이고, 내년 전망이 밝아 보인다. 2분기 실적에서 점진적 회복 조짐이 가시화됐다.

복미 통신선 점유율 현황(2018년)



자료: Superior Essex, 키움증권

글로벌 권선 점유율 현황(2018년)



자료: Superior Essex, 키움증권

### 미국 5G 부분 상용화

미국 주요 통신사들은 올해 일부 도시에서 부분적인 5G 상용 서비스를 시작했다. AT&T는 현재 21개 도시에서 모바일 5G를 제공하고 있다. Verizon은 올해 4월에 상용 서비스를 시작했고, 유선 및 무선 서비스를 병행하고 있다. T-Mobile과 Sprint는 최근 미국 법무부의 합병 승인을 취득했다. 양 사간 합병 이슈가 투자를 저해하는 불확실 요인으로 작용했다. 현재 T-Mobile은 6개 도시, Sprint는 5개 도시에서 5G 서비스를 제공하고 있다. 한국과 비교하면 5G의 침투 속도가 매우 더디다.

## 내년 5G 전국망 구축 계획

향후 5G 투자 계획으로서 AT&T는 내년 상반기까지 전국망을 구축하고자 한다. Verizon은 일단 올해 내 주요 30개 도시로 커버리지를 확대할 계획이다. T-Mobile과 Sprint 합병 법인은 3년 내 미국인 97%를 커버할 수 있는 5G망을 구축해야 한다.

## 내년 SA 방식 투자 활성화

현재 주요국 통신사들은 5G망 구축 시 기존 4G 코어 네트워크 인프라를 활용할 수 있는 NSA(Non-Standalone) 방식에 기반하고 있다. 이에 대해 내년부터는 4G 네트워크에 의존하지 않는 SA(Standalone) 방식 투자가 본격화될 것이다.

NSA 방식은 6GHz 이하 주파수 대역(Sub 6)을 구현하는데 용이하며, 주로 도심지 외곽에서 전국망을 구축하는 용도이다.

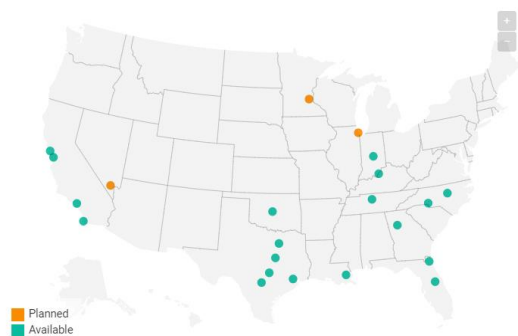
SA 방식으로 전환해야 초고주파 대역(mmWave)에 기반해 초고속, 초저지연, 초연결로 규정되는 진정한 5G 효과를 기대할 수 있다. 트래픽이 집중되는 도심지에서 5G를 구현하는 데 활용될 것이다.

## 미국 주요 통신사 5G 커버리지 계획

통신사	5G 서비스 현황	5G 커버리지 계획
AT&T	<ul style="list-style-type: none"> <li>21개 도시 5G 상용화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019년 말 집에서 5G 이용할 수 있는 Fixed Wireless Access 솔루션 제공 예정</li> <li>2020년 상반기 전국망 구축 계획</li> </ul>
Verizon	<ul style="list-style-type: none"> <li>19년 4월 상용 서비스 개시</li> <li>5G Home 및 모바일 서비스 병행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019년 내 주요 30개 도시 커버리지 계획</li> </ul>
T-Mobile	<ul style="list-style-type: none"> <li>6개 도시 5G 상용화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 전국망 구축 계획</li> <li>합병 법인, 3년 내 미국인 97% 커버</li> </ul>

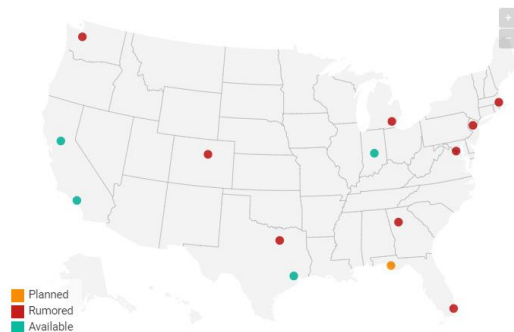
자료: 키움증권

## AT&T 모바일 5G 커버리지 현황



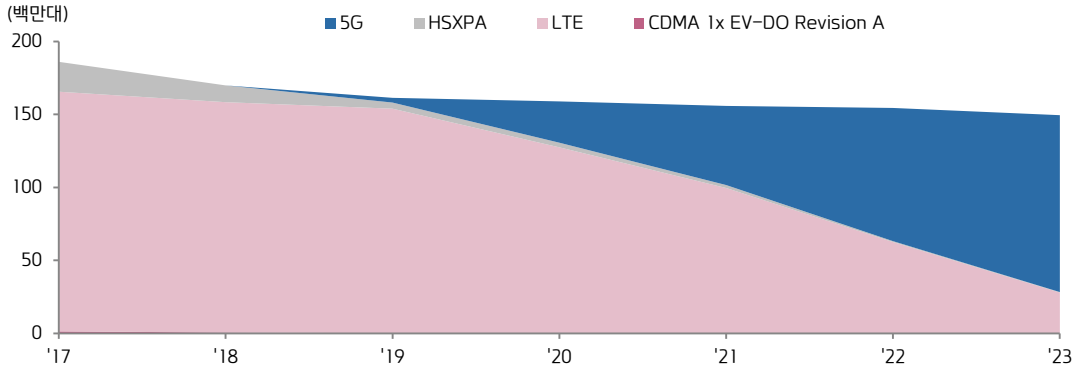
자료: Dotdash

## Verizon 모바일 5G 커버리지 현황



자료: Dotdash

### 미국 5G폰 시장 전망



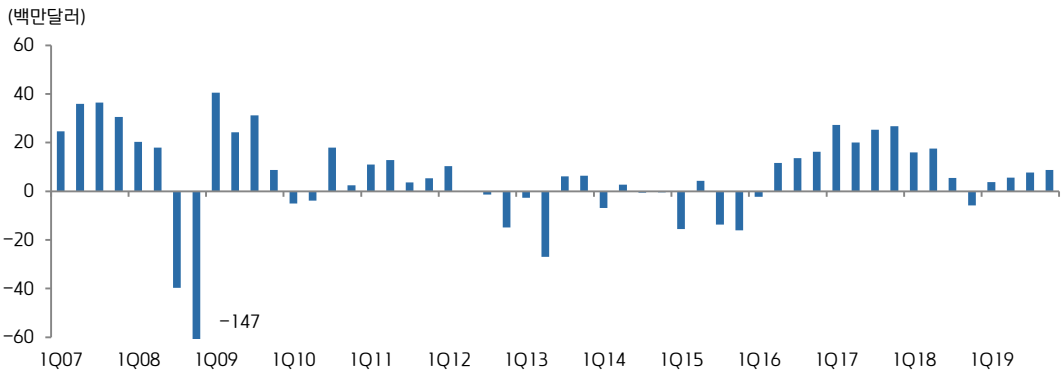
자료: Gartner, 키움증권

### 권선, 전기차 대응 강화

권선은 지역별로 북미 수요가 양호하나 유럽과 중국 수요는 약세를 면치 못하고 있다. 유럽에서는 특히 독일 수요가 부진한 것으로 파악된다. 이에 따라 원가 절감 등 수익 개선 활동을 강화하고 있다. 주요국에서 경기 부양을 위해 인프라 투자를 확대한다면 권선 업황도 회복될 것이다. 주목해야 할 성과로서 북미 전기차 고객 T사에 전기차용 권선을 공급하고 있다. 전기차 모터용 권선의 수익성이 가장 우월한 편이고, 전략적으로 대응을 강화하고자 한다.

권선 사업부는 지난해 11월 동유럽 세르비아 공장을 준공했다. 이로써 미국과 중국 이외에 유럽에는 독일, 이탈리아, 세르비아 공장을 보유하게 됐다. 독일은 고부가 권선, 이탈리아와 세르비아는 중저가 권선 위주로 제품 포트폴리오를 분할에 운영할 계획이다.

### Superior Essex 분기 영업이익 추이 및 전망



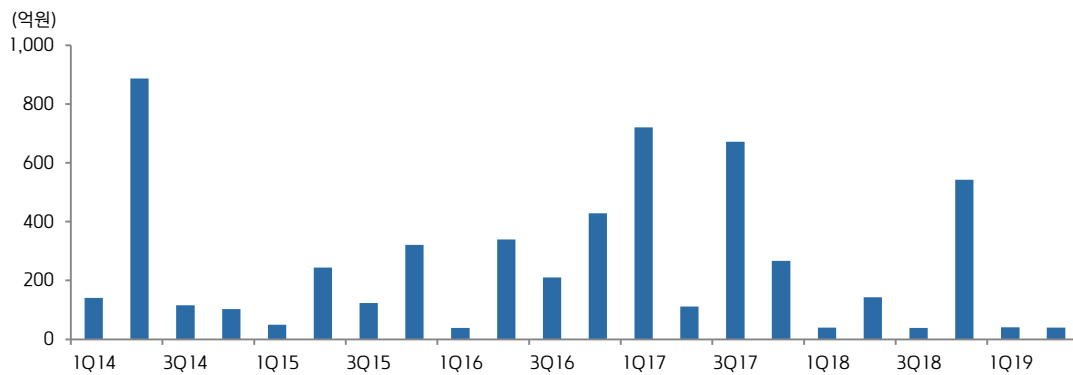
자료: LS아이앤디, 키움증권

### 부동산 연내 매각 완료

부동산 개발 사업은 과거 LS전선이 소유하고 있던 군포(244,000㎡) 및 안양(147,000㎡) 부지를 대상으로 한다. 지금까지 누적으로 부동산 매각을 통해 5,500억원을 회수했고, 잔여 부동산은 299억원에 불과하며, 4분기에 매각이 일단락될 것이다. 그렇게 되면 안양 LS타워 임대업만 영위하게 된다. 부동산 매각 자금은 I&D 부문의 차입금 상환에 쓰였다.



### LS아이앤디 부동산 매출 추이



자료: LS아이앤디, 키움증권

### Superior Essex 제품 Line-up



자료: Superior Essex

포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	94,183	101,102	101,516	105,552	109,563
매출원가	81,633	88,550	87,534	90,628	93,852
매출총이익	12,550	12,551	13,982	14,924	15,711
판매비	8,526	9,008	9,047	9,366	9,687
<b>영업이익</b>	5,274	5,091	4,935	5,558	6,024
<b>EBITDA</b>	7,981	7,758	7,582	8,303	8,874
영업외손익	-283	-792	-988	-1,379	-1,337
이자수익	145	211	269	261	260
이자비용	1,238	1,292	1,279	1,273	1,266
외환관련이익	2,269	2,276	1,335	1,335	1,335
외환관련손실	2,814	2,262	1,010	1,335	1,335
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	1,355	275	-303	-367	-331
<b>법인세차감전이익</b>	3,742	2,751	3,947	4,179	4,687
법인세비용	448	474	783	838	940
계속사업손익	3,293	2,277	3,164	3,340	3,747
당기순이익	3,648	4,877	3,172	3,340	3,747
<b>지배주주순이익</b>	2,969	4,041	2,347	2,463	2,762
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	10.7	7.3	0.4	4.0	3.8
영업이익 증감율	39.3	-3.5	-3.1	12.6	8.4
EBITDA 증감율	21.2	-2.8	-2.3	9.5	6.9
지배주주순이익 증감율	76.6	36.1	-41.9	4.9	12.1
EPS 증감율	76.5	36.1	-41.9	4.9	12.2
매출총이익률(%)	13.3	12.4	13.8	14.1	14.3
영업이익률(%)	5.6	5.0	4.9	5.3	5.5
EBITDA Margin(%)	8.5	7.7	7.5	7.9	8.1
지배주주순이익률(%)	3.2	4.0	2.3	2.3	2.5

재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	61,049	59,775	63,288	64,761	66,580
현금 및 현금성자산	6,287	8,265	11,296	10,808	10,665
단기금융자산	3,642	3,066	3,157	3,252	3,350
매출채권 및 기타채권	25,642	25,650	25,755	26,779	27,797
재고자산	14,185	15,399	15,462	16,077	16,688
기타유동자산	14,935	10,461	10,775	11,097	11,430
<b>비유동자산</b>	38,740	45,128	43,940	45,532	47,183
투자자산	10,399	13,586	11,910	12,957	14,003
유형자산	19,577	22,471	23,466	24,465	25,476
무형자산	6,371	6,543	6,035	5,582	5,176
기타비유동자산	2,393	2,528	2,529	2,528	2,528
<b>자산총계</b>	99,789	104,903	107,228	110,294	113,763
<b>유동부채</b>	41,200	39,566	39,419	39,843	40,265
매입채무 및 기타채무	11,482	10,696	10,748	11,172	11,594
단기금융부채	19,583	20,629	20,429	20,429	20,429
기타유동부채	10,135	8,241	8,242	8,242	8,242
<b>비유동부채</b>	22,268	21,741	21,541	21,341	21,141
장기금융부채	20,001	19,028	18,828	18,628	18,428
기타비유동부채	2,267	2,713	2,713	2,713	2,713
<b>부채총계</b>	63,468	61,307	60,960	61,184	61,405
<b>자본지분</b>	27,217	31,636	33,484	35,448	37,711
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	2,854	2,962	2,962	2,962	2,962
기타자본	-692	-701	-701	-701	-701
기타포괄손익누계액	-473	-553	-704	-856	-1,008
이익잉여금	23,918	28,318	30,317	32,433	34,848
비자본지분	9,104	11,960	12,784	13,662	14,647
<b>자본총계</b>	36,321	43,596	46,268	49,110	52,358

현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	2,374	499	6,148	5,317	5,836
당기순이익	3,293	2,277	3,172	3,340	3,747
비현금항목의 가감	3,942	4,650	4,440	4,594	4,796
유형자산감가상각비	2,168	2,169	2,139	2,291	2,445
무형자산감가상각비	539	498	507	454	406
지분법평가손익	-1,250	-2,954	0	0	0
기타	2,485	4,937	1,794	1,849	1,945
영업활동자산부채증감	-3,721	-4,825	-116	-1,215	-1,207
매출채권및기타채권의감소	-2,828	-1,288	-105	-1,024	-1,018
재고자산의감소	-778	-566	-63	-615	-611
매입채무및기타채무의증가	1,526	-1,148	52	424	422
기타	-1,641	-1,823	0	0	0
기타현금흐름	-1,140	-1,603	-1,348	-1,402	-1,500
<b>투자활동 현금흐름</b>	-4,030	3,667	-1,551	-4,432	-4,599
유형자산의 취득	-1,793	-2,985	-3,134	-3,291	-3,455
유형자산의 처분	535	221	0	0	0
무형자산의 순취득	-305	-309	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-969	-3,187	1,675	-1,046	-1,046
단기금융자산의감소(증가)	-1,359	576	-92	-95	-98
기타	-139	9,351	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	1,490	-2,315	-787	-587	-587
차입금의 증가(감소)	713	-963	-400	-200	-200
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-513	-558	-347	-347	-347
기타	1,290	-794	-40	-40	-40
기타현금흐름	-82	128	-780	-787	-793.53
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-248	1,978	3,031	-488	-143
기초현금 및 현금성자산	6,535	6,287	8,265	11,296	10,808
기말현금 및 현금성자산	6,287	8,265	11,296	10,808	10,665

투자지표

(단위 : 원, %, 배)

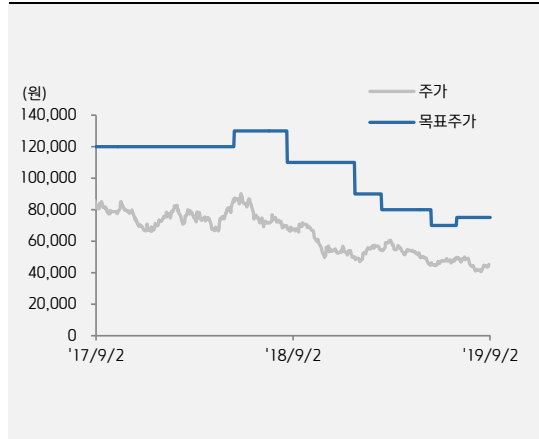
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,219	12,551	7,288	7,648	8,579
BPS	84,524	98,249	103,988	110,087	117,116
CFPS	23,574	29,585	23,638	24,643	26,530
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>주가배수(배)</b>					
PER	7.9	3.9	6.0	5.7	5.1
PER(최고)	9.6	7.3	8.5		
PER(최저)	6.4	3.8	5.4		
PBR	0.86	0.50	0.42	0.40	0.37
PBR(최고)	1.05	0.94	0.60		
PBR(최저)	0.69	0.49	0.38		
PSR	0.25	0.16	0.14	0.13	0.13
PCFR	3.1	1.7	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.2	9.0	6.8	6.4	6.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.5	7.1	10.9	10.4	9.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.7	2.5	2.9	2.9	2.9
ROA	3.7	4.8	3.0	3.1	3.3
ROE	11.5	13.7	7.2	7.1	7.6
ROIC	7.5	8.3	6.6	7.2	7.6
매출채권회전율	3.6	3.9	3.9	4.0	4.0
재고자산회전율	6.5	6.8	6.6	6.7	6.7
부채비율	174.7	140.6	131.8	124.6	117.3
순차입금비율	81.6	65.0	53.6	50.9	47.4
이자보상배율, 현금)	4.3	3.9	3.9	4.4	4.8
<b>총차입금</b>	39,584	39,657	39,257	39,057	38,857
순차입금	29,655	28,326	24,804	24,997	24,843
NOPLAT	7,981	7,758	7,582	8,303	8,874
FCF	1,723	-386	3,352	2,683	3,004

### 투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
LS (006260)	2018/01/26	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-36.20	-31.08
	2018/02/14	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-37.28	-27.75
	2018/05/16	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-33.23	-32.85
	2018/05/21	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-40.32	-30.69
	2018/08/16	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-40.70	-30.69
	2018/08/22	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-45.50	-34.91
	2018/12/26	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-40.87	-36.33
	2019/02/13	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-33.23	-24.38
	2019/05/16	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-33.27	-29.14
	2019/07/02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-35.23	-33.80
	2019/07/15	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-38.78	-33.53
	2019/08/16	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-39.62	-33.53
	2019/09/02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

### 목표주가추이(2개년)



### 투자이견 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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%