



BUY(Maintain)

목표주가: 65,000원(하향)

주가(1/28): 38,950원

시가총액: 11,685억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/28)		1,906.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,800원	37,350원
등락률	-38.9%	4.3%
수익률	절대	상대
1W	-17.6%	-15.1%
1M	-22.1%	-16.7%
1Y	-35.5%	-33.7%

Company Data

발행주식수	30,000천주
일평균 거래량(3M)	168천주
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(15E)	3.0%
BPS(15E)	34,336원
주요 주주	LS외 1 46.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	23,519	22,940	22,054	22,731
영업이익	1,74	1,576	1,508	1,611
EBITDA	2,564	2,462	2,414	2,498
세전이익	1,460	1,291	1,101	1,433
순이익	1,140	1,051	706	1,118
지배주주지분순이익	1,165	1,068	703	1,113
EPS(원)	3,884	3,561	2,343	3,712
증감률(%YoY)	16.2	-8.3	-34.2	58.4
PER(배)	16.9	16.8	19.6	12.4
PBR(배)	2.1	1.8	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	9.3	8.8	7.0	6.4
영업이익률(%)	7.4	6.9	6.8	7.1
ROE(%)	12.9	11.0	7.0	10.3
순부채비율(%)	48.7	41.3	30.1	19.1

Price Trend



LS산전 (010120)

아쉬운 전력인프라



지난 2분기 연속 깜짝 실적에 따라 눈높이를 높였지만, 4분기는 전력인프라가 발목을 잡았고, 신항국 경기 침체 영향으로 전반적인 제품 Mix가 악화됐다. 그래도 전력기기가 양호한 수익성을 실현하고, 중국 법인이 선전한 점은 위안을 삼을 만하다. 올해는 전력인프라의 회복 속도에 따라 점진적인 실적 개선 추세가 예상된다. 1분기는 부진했던 전년 동기 대비 기저효과가 있을 것이다.

>>> 4분기 실적 예상치 하회, 전력인프라가 주요인

4분기 영업이익은 407억원(QoQ -25%, YoY -22%)으로 시장 컨센서스를 하회했다. 주된 부진 요인은 전력인프라였다. 국내 입찰 제한 영향으로 관급 매출이 감소하는 과정에서 수익성도 동반 저하됐고, 이라크형 매출의 회복 속도가 기대에 미치지 못했다.

주력인 전력기기는 신항국 경기 침체 영향이 있었지만, 베트남 중심 동남아 매출의 성장세가 지속됐고, 환율과 원자재 가격이 양호한 수익성을 뒷받침했다. 자동차 사업부는 대기업 대상 솔루션 매출이 확대됐는데, 일부 저부가 프로젝트 영향으로 제품 Mix가 악화됐다. 융합사업부는 태양광 매출이 회복세를 보였으나 고부가인 철도 매출이 감소했다.

자회사 중에는 중국 법인이 최고 성과를 이어간 점이 긍정적이었다. 중국 2개 법인의 연간 매출액은 31% 신장했으며, 신재생에너지 투자 확대에 따른 수혜가 큰 상태다.

LS메탈은 실적이 저조한 동판재 사업을 중단했고, 원가 효율화 노력의 성과로 적자폭이 축소됐다.

>>> 점진적 회복세 전망, 전력기기와 중국 법인 호조 지속

1분기 영업이익은 251억원(QoQ -38%, YoY 34%)으로 예상된다. 비수기지만 부진했던 전년 1분기에 비해 기저효과가 예상된다. 전력인프라 해외 사업의 회복 속도에 따라 하반기로 갈수록 점진적으로 개선될 것이다.

전력기기는 동남아 중심 해외 시장 공략을 강화하고, 자동화는 솔루션 영업을 확대해 나가는 한편, 스마트 공장 확산 추세에 적극 대응할 계획이다.

이에 반해 전력인프라는 수주 잔고가 감소한 상태여서 빠른 회복을 기대하기는 어려울 것이다.

자회사 중에서는 중국 법인의 고성장세가 이어지고, LS메탈은 수익성 관리 위주로 내실을 다져 갈 것이다.

이란의 경제 제재 해제와 관련해 전력인프라와 자동화솔루션의 수출 기회가 확대될 것으로 기대된다.

목표주가를 70,000원에서 65,000원으로 하향하나, 주가는 낙폭과대 상태로 판단된다.

LS산전 4분기 실적(IFRS 연결) 요약

(단위: 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	6,164	4,853	5,520	5,728	5,916	3.3%	-4.0%	6,318	-6.4%
전력	3,177	2,549	2,908	2,894	3,020	4.4%	-4.9%	3,120	-3.2%
자동화솔루션	788	683	646	690	743	7.7%	-5.7%	776	-4.2%
융합사업	1,041	558	895	903	1,047	15.9%	0.6%	1,096	-4.5%
LS메탈	730	711	689	716	608	-15.1%	-16.7%	727	-16.3%
기타 국내자회사	174	145	136	109	168	54.1%	-3.4%	139	20.9%
해외법인	419	311	427	578	487	-15.7%	16.2%	597	-18.4%
영업이익	522	187	409	542	407	-25.0%	-22.0%	446	-8.9%
영업이익률	8.5%	3.9%	7.4%	9.5%	6.9%	-2.6%p	-1.6%p	7.1%	-0.2%p
세전이익	350	72	394	340	296	-12.8%	-15.2%	401	-26.0%
세전이익률	5.7%	1.5%	7.1%	5.9%	5.0%	-0.9%p	-0.7%p	6.3%	-1.3%p
순이익	148	49	273	144	237	63.9%	59.8%	352	-32.9%

자료: LS산전, 키움증권.

LS산전 실적 전망

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	YoY	2015P	YoY	2016E	YoY
매출액	4,853	5,520	5,728	5,916	5,025	5,646	5,835	6,225	22,910	-2.6%	22,017	-3.9%	22,731	3.2%
전력	2,549	2,908	2,894	3,020	2,712	2,975	2,945	3,164	11,949	6.2%	11,369	-4.9%	11,796	3.8%
전력기기	1,635	1,683	1,748	1,717	1,710	1,750	1,783	1,785	6,560	2.1%	6,783	3.4%	7,028	3.6%
전력인프라	913	1,225	1,146	1,302	1,002	1,225	1,163	1,379	5,389	11.8%	4,586	-14.9%	4,768	4.0%
자동화솔루션	683	646	690	743	684	692	707	775	2,790	-2.3%	2,761	-1.0%	2,857	3.5%
융합사업	558	895	903	1,047	626	861	979	1,136	3,538	-0.5%	3,403	-3.8%	3,602	5.9%
LS메탈	711	689	716	608	572	604	517	539	3,058	-23.1%	2,724	-10.9%	2,232	-18.1%
기타 국내자회사	145	136	109	168	141	142	143	155	584	-4.1%	558	-4.5%	581	4.2%
해외법인	311	427	578	487	374	507	677	623	1,377	-14.8%	1,803	30.9%	2,181	21.0%
영업이익	187	409	542	407	251	424	461	475	1,621	-7.4%	1,544	-4.7%	1,611	4.3%
전력	292	346	482	340	311	343	391	358	1,440	3.3%	1,460	1.4%	1,402	-3.9%
자동화솔루션	38	36	77	44	39	46	59	45	237	-38.9%	195	-17.9%	190	-2.3%
융합사업	-115	-2	-27	-33	-109	-13	-61	7	-125	적지	-176	적지	-176	적지
자회사 합계	-35	9	0	50	4	29	64	60	-11	적전	24	흑전	157	552.3%
영업이익률	3.9%	7.4%	9.5%	6.9%	5.0%	7.5%	7.9%	7.6%	7.1%	-0.4%p	7.0%	-0.1%p	7.1%	0.1%p
전력	11.5%	11.9%	16.7%	11.3%	11.5%	11.5%	13.3%	11.3%	12.1%	-0.3%p	12.8%	0.8%p	11.9%	-1.0%p
자동화솔루션	-5.8%	5.3%	6.0%	5.1%	10.5%	4.1%	2.1%	7.1%	3.8%	-2.3%p	3.3%	-0.6%p	3.1%	-0.2%p
융합사업	-20.5%	-0.2%	-3.0%	-3.2%	-17.4%	-1.5%	-6.3%	0.6%	-3.5%	-1.3%p	-5.2%	-5.2%p	-4.9%	-4.9%p
자회사 합계	-3.0%	0.7%	0.0%	4.0%	0.4%	2.3%	4.8%	4.5%	-0.2%	-0.6%p	0.5%	0.7%p	3.1%	2.7%p
세전이익	72	394	340	296	205	379	417	433	1,291	-11.6%	1,101	-14.7%	1,433	30.1%
순이익	49	273	144	237	159	294	324	336	1,068	-8.3%	703	-34.2%	1,113	58.4%

자료: LS산전, 키움증권.

LS산전 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	22,302	글로벌 Peer그룹 평균
EBITDA	2,506	
Target EV/EBITDA	8.9	
순차입금	3,322	
적정주주가치	18,981	자사주 차감
수정발행주식수	29,341	
이론주가	64,690	

자료: 키움증권

LS산전 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q16E	2015P	2016E	1Q16E	2015P	2016E	1Q16E	2015P	2016E
매출액	5,341	22,456	23,527	5,025	22,017	22,731	-5.9%	-2.0%	-3.4%
영업이익	256	1,548	1,620	251	1,544	1,611	-1.9%	-0.2%	-0.6%
세전이익	210	1,205	1,444	205	1,101	1,433	-2.6%	-8.6%	-0.8%
순이익	185	819	1,270	159	703	1,113	-14.0%	-14.1%	-12.4%
EPS(원)		2,729	4,235		2,343	3,712		-14.1%	-12.4%
영업이익률	4.8%	6.9%	6.9%	5.0%	7.0%	7.1%	0.2%p	0.1%p	0.2%p
세전이익률	3.9%	5.4%	6.1%	4.1%	5.0%	6.3%	0.1%p	-0.4%p	0.2%p
순이익률	3.5%	3.6%	5.4%	3.2%	3.2%	4.9%	-0.3%p	-0.5%p	-0.5%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	23,519	22,940	22,054	22,731	24,040
매출원가	19,198	18,723	17,834	18,370	19,411
매출총이익	4,321	4,217	4,221	4,361	4,629
판매비및일반관리비	2,572	2,641	2,713	2,750	2,836
영업이익(보고)	1,749	1,576	1,508	1,611	1,611
영업이익(핵심)	1,749	1,576	1,508	1,611	1,792
영업외손익	-289	-285	-407	-178	-164
이자수익	44	64	58	54	57
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	221	357	372	0	0
이자비용	278	282	256	232	221
외환손실	317	271	181	0	0
관계기업지분손익	53	114	105	0	0
투자및기타자산처분손익	5	-16	79	0	0
금융상품평가및기타금융이익	613	484	641	0	0
기타	-631	-736	-1,224	0	0
법인세차감전이익	1,460	1,291	1,101	1,433	1,628
법인세비용	313	206	227	315	358
유효법인세율 (%)	21.5%	16.0%	20.6%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,140	1,051	706	1,118	1,270
지배주주지분순이익(억원)	1,165	1,068	703	1,113	1,257
EBITDA	2,564	2,462	2,414	2,498	2,589
현금순이익(Cash Earnings)	1,955	1,938	1,612	2,004	2,067
수정당기순이익	654	658	135	1,118	1,270
증감율(% YoY)					
매출액	5.4	-2.5	-3.9	3.1	5.8
영업이익(보고)	13.5	-9.9	-4.3	6.8	0.0
영업이익(핵심)	13.5	-9.9	-4.3	6.8	11.3
EBITDA	10.0	-4.0	-2.0	3.5	3.7
지배주주지분 당기순이익	16.2	-8.3	-34.2	58.4	12.9
EPS	16.2	-8.3	-34.2	58.4	12.9
수정순이익	6.4	0.5	-79.5	730.4	13.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,107	1,623	1,121	2,222	1,719
당기순이익	1,147	1,085	706	1,118	1,270
감가상각비	651	697	713	711	645
무형자산상각비	164	190	194	176	152
외환손익	44	-93	-191	0	0
자산처분손익	271	189	-79	0	0
지분법손익	-42	2	-105	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,316	-643	241	-293	-340
기타	189	197	-357	510	-7
투자활동현금흐름	-961	-646	-757	-922	-926
투자자산의 처분	-194	177	15	-20	-23
유형자산의 처분	17	29	0	0	0
유형자산의 취득	-648	-714	-855	-898	-898
무형자산의 처분	-217	-154	0	0	0
기타	82	17	83	-4	-5
재무활동현금흐름	6	429	-106	-794	-630
단기차입금의 증가	-786	-296	94	0	0
장기차입금의 증가	1,100	1,041	0	-500	-300
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-293	-323	-381	-411	-440
기타	-15	7	181	117	110
현금및현금성자산의순증가	153	1,410	259	506	164
기초현금및현금성자산	1,761	1,914	3,323	3,582	4,088
기말현금및현금성자산	1,914	3,323	3,582	4,088	4,251
Gross Cash Flow	2,424	2,266	880	2,515	2,059
Op Free Cash Flow	7	699	1,489	952	957

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	12,374	14,030	13,847	14,888	15,674
현금및현금성자산	1,914	3,323	3,582	4,088	4,251
유동금융자산	437	134	129	135	143
매출채권및유동채권	7,993	8,896	8,528	8,974	9,490
재고자산	2,030	1,676	1,607	1,691	1,789
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,639	8,914	8,701	8,745	8,886
장기매출채권및기타비유동채권	232	318	305	321	339
투자자산	268	351	279	293	308
유형자산	6,638	6,781	6,696	6,882	7,136
무형자산	1,449	1,380	1,341	1,165	1,013
기타비유동자산	51	84	81	85	90
자산총계	21,013	22,944	22,547	23,634	24,560
유동부채	5,216	7,374	7,097	7,029	7,022
매입채무및기타유동채무	4,026	4,386	4,205	4,425	4,680
단기차입금	664	527	621	621	621
유동성장기차입금	205	1,809	1,645	1,325	1,025
기타유동부채	320	652	625	658	696
비유동부채	6,528	5,635	5,136	5,172	5,283
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	5,995	5,226	4,546	4,466	4,466
기타비유동부채	533	409	590	706	817
부채총계	11,743	13,009	12,232	12,201	12,304
자본금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,020	8,675	8,988	10,101	10,920
기타자본	-258	-246	-187	-187	-187
지배주주지분자본총계	9,262	9,929	10,301	11,414	12,232
비지배주주지분자본총계	7	5	14	18	23
자본총계	9,270	9,935	10,315	11,432	12,256
순차입금	4,513	4,104	3,101	2,189	1,717
총차입금	6,864	7,562	6,812	6,412	6,112

투자지표

(단위: 원, 배, %)

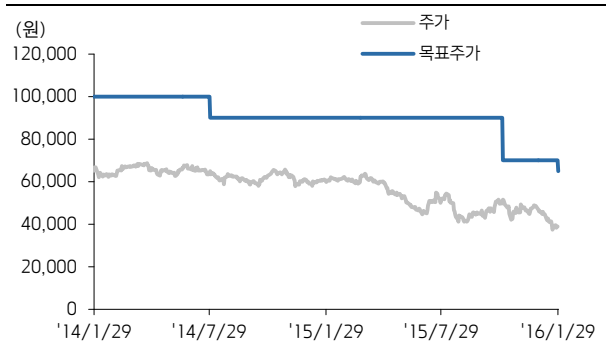
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	3,884	3,561	2,343	3,712	4,192
BPS	30,874	33,098	34,336	38,047	40,775
주당EBITDA	8,547	8,207	8,047	8,325	8,630
CFPS	6,515	6,460	5,373	6,682	6,889
DPS	1,100	1,300	1,400	1,500	1,600
주가배수(배)					
PER	16.9	16.8	19.6	12.4	11.0
PBR	2.1	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.3	8.8	7.0	6.4	6.0
PCFR	10.1	9.3	8.6	6.9	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.4	6.9	6.8	7.1	6.7
영업이익률(핵심)	7.4	6.9	6.8	7.1	7.5
EBITDA margin	10.9	10.7	10.9	11.0	10.8
순이익률	4.8	4.6	3.2	4.9	5.3
자기자본이익률(ROE)	12.9	11.0	7.0	10.3	10.7
투자자본이익률(ROIC)	10.1	9.5	8.7	9.1	9.9
안정성(%)					
부채비율	126.7	130.9	118.6	106.7	100.4
순차입금비율	48.7	41.3	30.1	19.1	14.0
이자보상배율(배)	6.3	5.6	5.9	6.9	8.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	2.7	2.5	2.6	2.6
재고자산회전율	10.8	12.4	13.4	13.8	13.8
매입채무회전율	5.6	5.5	5.1	5.3	5.3

- 당사는 1월 28일 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
LS산전 (010120)	2014/01/10	BUY(Maintain)	100,000원
	2014/02/07	BUY(Maintain)	100,000원
	2014/05/02	BUY(Maintain)	100,000원
	2014/06/23	BUY(Maintain)	100,000원
	2014/07/30	BUY(Maintain)	90,000원
	2014/09/01	BUY(Maintain)	90,000원
	2014/10/21	BUY(Maintain)	90,000원
	2014/11/05	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/01/16	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/01/29	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/04/02	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/07/10	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/07/24	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/09/17	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/10/08	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/10/14	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/10/27	BUY(Maintain)	90,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	65,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%