



## BUY(Maintain)

목표주가: 65,000원

주가(2/5): 39,250원

시가총액: 11,775억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com



## Stock Data

KOSPI (2/5)	52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,800원	37,350원	
등락률	-38.5%	5.1%	
수익률	절대	상대	
1W	-14.4%	-13.8%	
1M	-26.9%	-22.6%	
1Y	-36.7%	-35.5%	

## Company Data

발행주식수	30,000천주
일평균 거래량(3M)	171천주
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(15E)	3.0%
BPS(15E)	34,336원
주요 주주	LS와 1 46.0%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	23,519	22,940	22,054	22,731
영업이익	1,749	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
자체주주지분순이익	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



## 투자 아이디어

## LS산전 (010120)

## 긍정적 변화의 조짐들



실적에 비해 주가가 과도하게 하락했고, 이는 성장성 우려로 인한 Valuation De-rating으로 해석된다. 이에 대해 16년은 호전될 가능성이 높고, 신규 사업에서 의미 있는 성과들이 더해질 것이다. 지난해 부진 요인이었던 전력인프라가 수주잔고에 기반해 회복되고, 전력기기와 중국 법인은 호조세가 이어질 것이다. HVDC 수주 로드맵이 예상돼 있고 신재생에너지 투자 확대는 전력기기에 새로운 기회가 되고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 실적 개선 가시성 높아, 전력인프라 회복

올해 실적 개선에 대한 가시성이 높다고 판단된다.

1) 지난해 부진했던 전력인프라가 가장 큰 폭으로 개선될 것이다. 이라크는 지난해 수주한 대규모 프로젝트가 매출로 반영되며 정상화 단계에 진입할 것이고, 국내에서는 입찰 제한 해제와 더불어 한전의 송변전 설비 투자 확대에 따라 우호적인 환경이 조성될 것이며, 제재가 해제된 이란이 새로운 기회를 제공할 것이다. 2) 전력기기는 해외에서 동남아 중심의 높은 성장세를 이어가는 가운데, 국내에서는 신재생에너지 시장 선점 효과를 이어갈 것이다. 3) 자동화는 대기업 대상 고부가 패키지 영업을 확대하고, 스마트 공장 확산 추세에 적극적으로 대응할 계획이다. 4) 융합 사업부 내 태양광은 단품 위주에서 발전 Turn-key 솔루션으로 사업 전략을 전환했고, 일본 수요가 회복될 전망이다. 스마트그리드는 파리기후협약 이후 정부의 신에너지 정책 시행과 함께 사업 환경이 유의미하게 전환되는 해가 될 것이다. 5) 자회사 중에서는 중국 무석 법인이 신재생에너지 투자 확대에 따른 수혜로 고성장할 것이고, LS메탈은 부실한 동판재 사업 정리, 후육관 수주 증가, 내부 고정비 감축 활동을 바탕으로 텐어라운드를 실현할 것이다.

구체적인 매출 규모로 본다면, 이라크 전력인프라는 지난해 500억원에서 올해 1,000억원으로, 태양광은 지난해 1,700억원에서 올해 2,300억원으로, 스마트그리드는 지난해 500억원에 올해 1,000억원으로, 무석 법인은 지난해 1,300억원에서 올해 1,600억원으로 증가할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; HVDC와 신재생에너지 모멘텀 주목

HVDC 모멘텀도 주목할 필요가 있다. 이미 수주한 서해안 프로젝트 매출이 올해 400억원 규모로 본격적으로 발생하고, 2018년까지 4,000억원 규모의 투자 로드맵이 예상됨에 따라 국내 유일한 사업자인 LS산전의 수주 가능성이 높아 보인다.

국내외로 신재생에너지 투자가 늘어나고 있는 추세는 동사 전력기기의 경쟁력을 높이는 중요한 계기가 되고 있다. 직류(DC)용 차단기 등 관련 제품을 선도적으로 출시했고, 대용량 제품 개발에서 앞서가고 있다.

이처럼 태양광, 스마트그리드, 전기차 부품, HVDC 등 신규 사업의 성과가 점진적으로 구체화되고 있다. 최근 주가 하락은 과도한 Valuation De-rating에서 비롯된 것으로 판단된다. 목표주가 65,000원을 유지한다.

## LS산전 실적 전망

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	YoY	2015P	YoY	2016E	YoY
<b>매출액</b>	<b>4,853</b>	<b>5,520</b>	<b>5,728</b>	<b>5,916</b>	<b>5,025</b>	<b>5,646</b>	<b>5,835</b>	<b>6,225</b>	<b>22,910</b>	<b>-2.6%</b>	<b>22,017</b>	<b>-3.9%</b>	<b>22,731</b>	<b>3.2%</b>
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%
<b>영업이익</b>	<b>187</b>	<b>409</b>	<b>542</b>	<b>407</b>	<b>251</b>	<b>424</b>	<b>461</b>	<b>475</b>	<b>1,621</b>	<b>-7.4%</b>	<b>1,544</b>	<b>-4.7%</b>	<b>1,611</b>	<b>4.3%</b>
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%
<b>영업이익률</b>	<b>3.9%</b>	<b>7.4%</b>	<b>9.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>-0.4%p</b>	<b>7.0%</b>	<b>-0.1%p</b>	<b>7.1%</b>	<b>0.1%p</b>
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
<b>세전이익</b>	<b>72</b>	<b>394</b>	<b>340</b>	<b>296</b>	<b>205</b>	<b>379</b>	<b>417</b>	<b>433</b>	<b>1,291</b>	<b>-11.6%</b>	<b>1,101</b>	<b>-14.7%</b>	<b>1,433</b>	<b>30.1%</b>
<b>순이익</b>	<b>49</b>	<b>273</b>	<b>144</b>	<b>237</b>	<b>159</b>	<b>294</b>	<b>324</b>	<b>336</b>	<b>1,068</b>	<b>-8.3%</b>	<b>703</b>	<b>-34.2%</b>	<b>1,113</b>	<b>58.4%</b>

자료: LS산전, 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
관계기업지분법손익	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

## 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

## 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

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

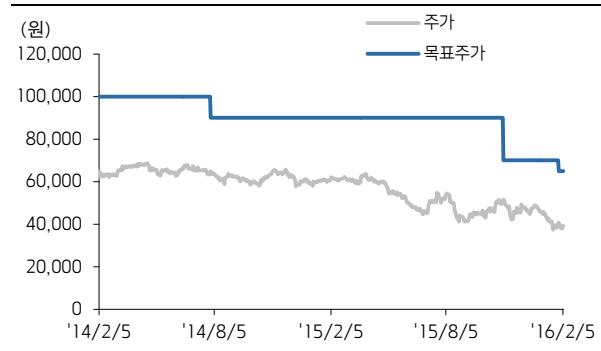
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	3,884	3,561	2,343	3,712	4,192
BPS	30,874	33,098	34,336	38,047	40,775
주당EBITDA	8,547	8,207	8,047	8,325	8,630
CFPS	6,515	6,460	5,373	6,682	6,889
DPS	1,100	1,300	1,400	1,500	1,600
주가배수(배)					
PER	16.9	16.8	19.6	12.4	11.0
PBR	2.1	1.8	1.3	1.2	1.1
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
투하자본이익률(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 2월 5일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
LS산전 (010120)	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
	2016/02/11	BUY(Maintain)	65,000원

### 목표주가 추이



### 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 (2015/1/1~2015/12/30)

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