

LS Group

“녹색성장”의 국가대표 전력기기 그룹

Reiterating:

OVERWEIGHT

BUY

LS

(M: 006260, TP: 97,000원)

LS산전

(M: 010120, TP: 54,000원)

Initiating Coverage:

JS전선

(M: 005560, TP: 15,000원)

- **글로벌 전력망 투자 확대 전망 - 지속가능한 경제재건의 핵심:** 2000년을 전후한 초고속 인터넷 인프라 투자가 정보혁명을 이끌었다면, 향후 펼쳐질 전력 인프라 투자는 에너지 및 환경 혁명을 이끌어 낼 것으로 예상됨. 글로벌 경제위기 극복과 지속가능한 경제재건을 위한 실마리가 전력망 투자에서 비롯될 것이라는 의견이 미국 실행정부를 중심으로 높아지고 있음. 그 외에도 세계적으로 전력망 투자가 확대될 것이라고 보는 이유는 1) 신재생에너지 활용확대에 따른 전력망 구조(network topology) 변경 2) 선진국 전력설비 노후화 3) “전력망 고속도로” 프로젝트 및 스마트 그리드 전환 4) 이머징 국가의 전력사용 확대 등.
- **전력기기 중심으로 수직계열화된 핵심역량과 시너지:** LS그룹은 전선업계 규모면에서 세계 3위권인 LS전선, 동계련 아시아 1위인 LS-Nikko, 경전기 분야 국내 1위로서 중전기 분야로 사업을 확장하는 LS산전, 기계부품사업에서 하이브리드카 부품으로 확장하는 LS엠트론 등 그룹의 모든 계열사가 전력기기라는 테마를 중심으로 수직계열화되어 역량을 집중하고 있다는 것이 장점. 이로 인하여 원재료 수급, 연구개발, 마케팅, 사업개발 등 경영활동의 전분야에서 그룹 시너지가 작용할 것으로 전망됨.
- **LS Corp., 2009년 순이익 y-y 86% 증가 전망:** 내년도 환율이 1,500원 이하에서 안정된다는 가정하에 동사의 순이익은 2008년 대비 86% 증가할 것으로 추정됨. LS전선은 해저케이블 사업진입과 미국시장 점유율 확대가 예상된다는 점, LS엠트론은 하이브리드카 부품을 중심으로 턴어라운드가 예상된다는 점, LS니꼬동계련의 시장지배력 지속 및 처리비(TR/RC) 상승 등 자회사 가치도 높아질 것으로 예상됨. BUY(M) 투자의견 및 목표주가 97,000원 유지.
- **LS산전, 2010년부터 전력기기 풀라인업으로 고속성장:** LS산전은 부산공장이 완공되는 2010년 경전기기에서 중전기기에 이르는 전력기기 풀라인업을 갖추게 되어 변압기, 차단기 등 중전기기의 수출을 늘리게 될 것으로 예상됨. 최근 M&A를 통해 전력IT 및 스마트 그리드 사업강화 기대. 2009년 1분기 중 900억원 수준의 토지보상 자금이 유입되는 점을 고려하여, BUY(M) 투자의견 유지 및 목표주가를 기존 51,000원에서 54,000원으로 5.8% 상향조정함.
- **JS전선에 대하여 BUY(M) 투자의견으로 커버리지 개시:** LS의 손자회사인 JS전선에 대하여 투자의견 BUY(M)과 12개월 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시. JS전선은 선박선/고무선 등 특수선 전문회사로써 최소 2011년까지의 주문이 확보된 상황이며, 그 이후에는 고무선/특수선 매출증가가 예상됨. 부채비율 36%, 시가배당율 4.8%로 재무구조가 우수하고, 모그룹과의 시너지효과도 기대되어 매수의견 제시.

■ 당사는 12월 16일 기준으로 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
■ 위 조사분석자료에 언급된 종목들 중에는 12월 16일 현재 당사가 그 지분을 1% 이상 보유하고 있는 종목이 없습니다.
■ 위 조사분석자료에 언급된 종목들 중에는 12월 16일 현재 위 조사분석을 수행한 조사분석담당자가 지분을 보유하고 있는 종목이 없습니다.

글로벌 경제위기 돌파구로 전력망 투자 부각

美 행정부의 ‘그린 뉴딜’ 기대감

오바마 당선자는 선거공약에서 2018년까지 10년간 총 1,800억불 규모의 그린에너지 산업 투자 계획을 밝힌바 있다. 그 중에서도 전력망 투자는 환경문제와 에너지문제에 동시에 긍정적인 효과를 주며, 미국의 경우 최대 500만개의 일자리를 창출하는 등 경제침체를 극복하기 위한 “그린 뉴딜” 정책으로 자리매김 하고 있다. 오바마가 당선된 이후 미국 에디슨 연구소(Edison Electric Institute)가 발표한 최근 보고에 따르면¹, 2010~2030년 기간 동안 신재생 및 원자력 발전에 5,050억불, 송전망에 2,980억불, 배전분야에 5,820억불이 소요될 것으로 전망하였다. 최근 에너지부(Dept of Energy) 장관으로 내정된 Steven Chu도 신재생 에너지와 전력망 투자를 지지하는 입장인 것으로 알려져 있다. 이러한 정황으로부터 오바마 정부가 현재의 금융불안을 안정화시키고 나면, 대략 2009년 하반기부터 미국 송배전망 투자가 본격화 될 것으로 예상된다.

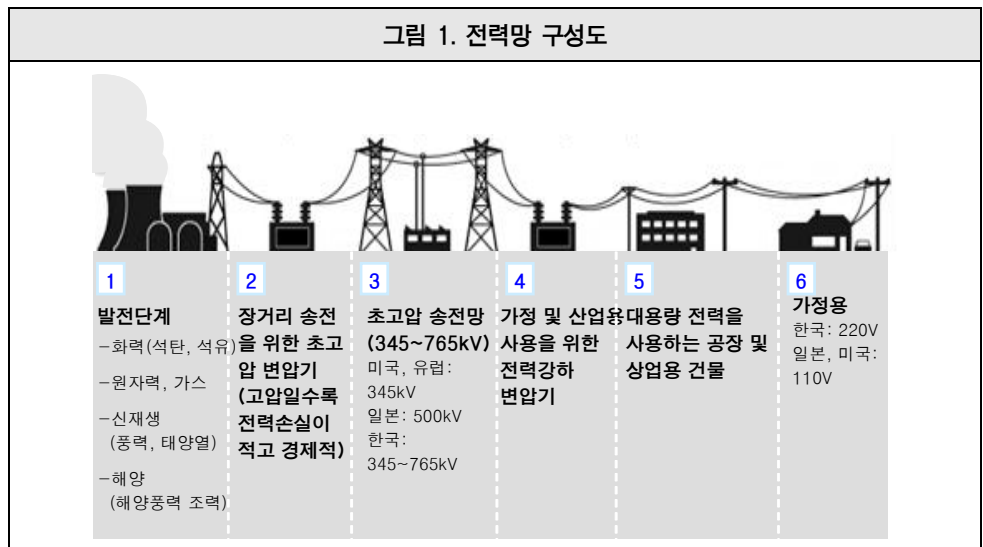
기존 전력망 노후화로 업그레이드 적기

사실 행정부의 “그린 뉴딜” 정책은 기존에 이미 계획된 전력망 투자를 확대하고, 신재생 에너지라는 테마를 중심으로 구체화시킨 것이라고 볼 수 있다. 1960년대에 건설된 미국의 전력망은 변압기 등의 내구연한인 40년이 훌쩍 넘고 있다. 게다가 1990년대에 민영화된 전력망 회사들이 설비투자를 지연시킴에 따라서 현재의 전력 서비스를 유지하는 것만으로도 상당한 투자가 소요될 전망이다.

중국과 이머징 마켓 전력기기 수요도 활발

이러한 전력망 투자는 이머징 국가의 신도시 건설과 맞물려 세계적인 전력망 투자붐을 불러일으키고 있다. 중국에서도 11월 17일 중국 최대의 전력회사인 SGCC(State Grid Corp. of China)가 향후 2년간 1,700억불에 이르는 전력망 투자계획을 공개한 바 있다. 이는 기존 중국 전력망 연간 투자규모의 두 배가 넘는 것이다. 중동 등 이머징 국가의 신도시 건설도 전력망 투자를 유발하여 전력기기의 글로벌 수요를 견인하는 요인이 되고 있다.

그림 1. 전력망 구성도



자료: North American Electric Reliability Council

¹ Edison Electric Institute, “Transforming America's Power Industry: The Investment Challenge 2010–2030”, Nov 10, 2008.

전력기기 산업 - 2020년까지 지속 성장 전망

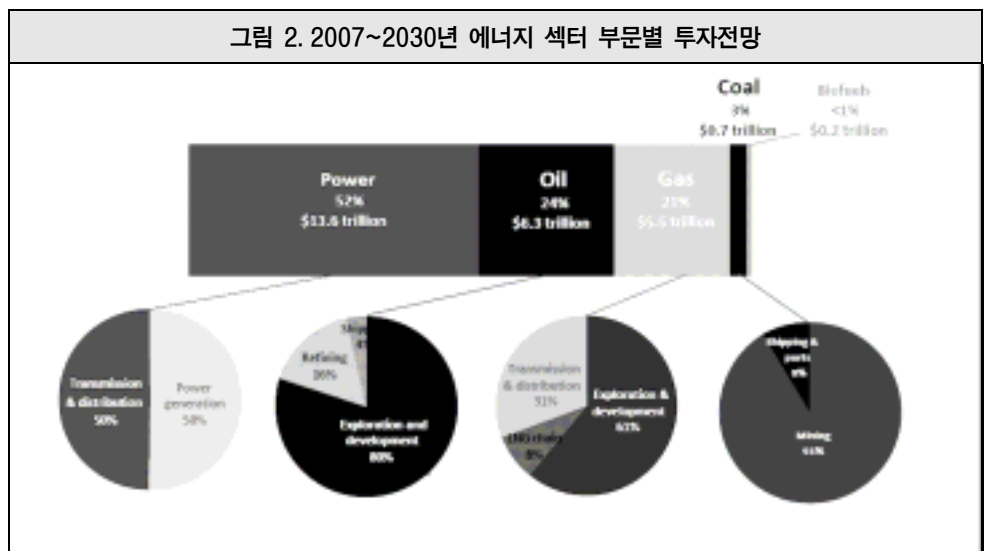
생산구조, R&D, 납품실적 등
진입장벽이 높은 편

전력기기 산업은 필수에너지인 전력 공급에 필요한 각종 장비/기기를 제조하는 산업으로써 국가 전력인프라 투자에 따르는 산업 사이클을 보임. 전력망의 특성상 부분적인 고장에도 막대한 피해가 발생하므로 제품의 안전성과 신뢰성 확보가 중요하며, 교체수요가 지속적으로 발생함. 또한 다품종 소량생산 위주의 생산구조로서 표준규격의 확보를 위한 연구개발 및 기존 납품실적이 중요한 특징이 있음. 기술변화속도가 비교적 느리고, 제품의 수명이 30년 가량으로 길고 미국, 유럽, 일본 등 선진국이 기술과 표준을 주도하여 진입장벽이 높음. 최근의 전력기기 산업은 에너지 가격급등을 경험한 선진국 정부의 신재생 에너지 비중 확대 및 고효율 발전/송전/배전 시스템의 구축을 위한 수요와 도시화가 진전되고 있는 이머징 마켓의 신규수요가 맞물리면서 관심이 높아지고 있음.

전력기기 세계시장규모
석유부문 전체와 맞먹어

EIA에 따르면, 2030년까지 송배전(T&D: Transmission & Distribution) 투자는 유전개발, 정유, 운송 등 석유부문 전체의 투자와 맞먹는 6.3T\$에 이를 것으로 전망됨. 이는 전체 에너지 섹터 투자 금액의 26%에 해당하는 것임. 세계 전력기기 시장규모는 2008년 950억불로 추정되며, 매년 4.5%의 안정된 성장이 예상됨. 중전기 시장은 전기생산량 증가와 연관되는데, 세계의 전기생산량은 향후 25년간 지속적으로 증가하여 현재의 두 배에 이르게 될 것으로 전망됨. 선진국에서는 매년 1.3%로 성장이 느린 반면, 이머징 마켓에서의 전기생산 성장율은 4%에 달하게 될 것으로 예상. 그러나, 미국, 유럽 등 선진국에서 전력망의 교체주기가 도래하고, 신재생 에너지의 비중확대가 에너지 안보에서 중요한 이슈로 떠오름에 따라서, 2010년~2020년 기간 중 세계적으로 전력기기 및 전력선의 수요가 높을 것으로 예상됨.

그림 2. 2007~2030년 에너지 섹터 부문별 투자전망



자료: EIA, World Energy Outlook 2008

1. 신재생 에너지 확대는 전력망 투자로 이어질 것

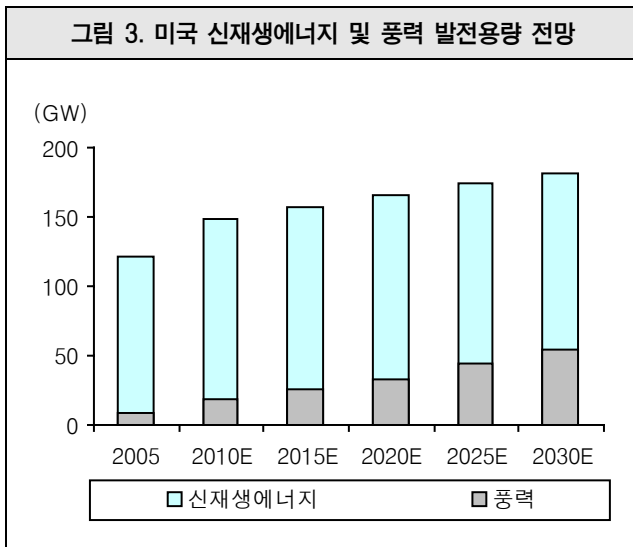
신재생 에너지 확대는
21세기의 글로벌 화두

풍력 (지상 및 해상), 태양열, 수력, 조력 등 자연자원을 이용한 신재생 에너지의 활용비율은 현재 세계적으로 1% 이하 인 것으로 파악되고 있다. 각국 정부는 이러한 신재생 에너지의 활용도를 향후 20년간 20% 수준으로 높이는 것을 목표로 하고 있다. 그 이유는, 1) 화석연료에 대한 의존도를 낮춰서 향후 원유가격이 상승에도 지속가능한 경제구조 창출 2) 전쟁 등으로 화석연료 운송로가 봉쇄되는 상황에도 에너지 조달이 가능한 국가안보 확립 3) 화석연료 고갈이 다가움에 따라서 신재생 에너지 확대에 대한 세계시장 선점 4) 환경문제, 일자리 창출, 유희부지 가치창출 등 정치, 경제적 이니셔티브 선점 등이다.

신재생 에너지에
적합한 지역으로부터의
원거리 송전이 경제적

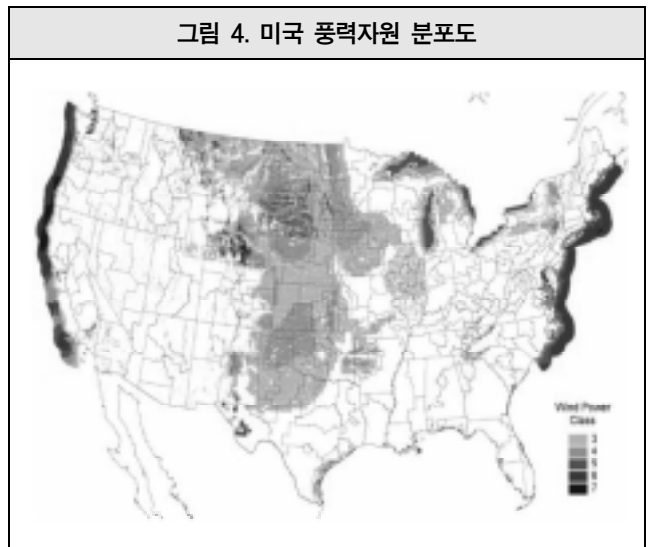
신재생 에너지의 발전용량과 비용은 지리적 조건에 따라서 달라지는데 현재 가장 큰 관심을 모으고 있는 풍력에너지의 경우, 바람의 세기의 세제곱에 비례하여 발전량이 증가하는 것으로 알려져 있다. 더욱이, 바람이 세게 부는 지역은 미국의 경우 중부 대평원으로 풍력단지에 필요한 토지비용 역시 도심 인근에 비교할 수 없이 저렴하다. 유럽에서 주로 이용하는 해상풍력발전도 검토되고 있다. 이와 같이, 풍량이 풍부한 곳에서 발전하여 도시지역까지 원거리 송전하는 것이 보다 경제적이며, 이것이 송전부문의 풍력발전 확대의 최대 수혜를 입게 되는 요인이다.

그림 3. 미국 신재생에너지 및 풍력 발전용량 전망



자료: EIA

그림 4. 미국 풍력자원 분포도



자료: National Renewable Energy Lab

2. 미국 전력망 노후화 교체수요 지속 발생

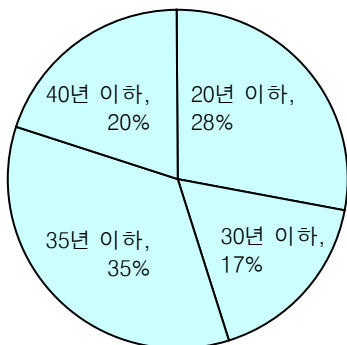
미국 전력망 품질은
'D' 등급 수준

최근 대선 이후 미국토목공학회(ASCE)는 오바마 당선자가 미국 전력망을 유지하는 데에만 향후 10년간 1조달러(환율 1,400 가정시 1,400조원)를 지출해야 한다고 조언하였다. 앞서 2005년 ASCE는 미국 전력망의 품질을 'D(poor)' 등급에 해당하며 후진국보다 낙후되어 있다고 평가한 바 있다². ASCE의 다음 전력망 품질평가 보고서는 2009년 3월 발간될 예정이나, 현재까지 '진보가 없었다(no significant improvement)'라고 중간 평가를 내리고 있다.

현존 전력망의 50~85%가
교체대상

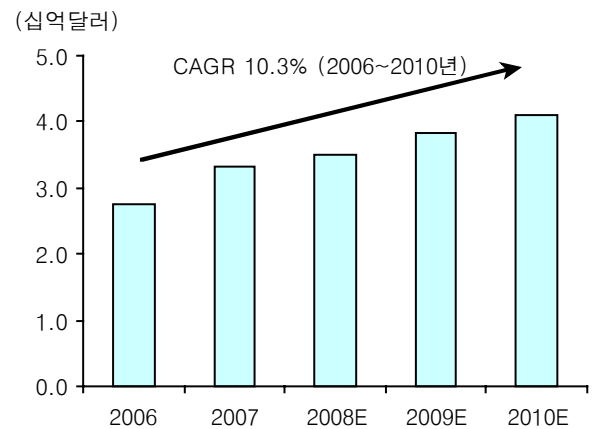
'20세기 최고의 공학적 업적'이라고 불리우던 미국 전력망이 이처럼 실망스러운 상태에 빠진 것은 다른 어떤 세계 최초, 최대 규모의 전력망이 시간이 지나면서 자연 노후(aging) 되었으나, 1990년대 미국 전력회사들의 민영화에 이은 수익성 위주 경영으로 전력망 유지보수에 대한 투자가 저조하였기 때문이다. 전력선, 변압기, 차단기 등 주요 전력기기들의 사용수명이 30년 정도라고 가정할 경우 50% 이상의 전력망이 교체대상인 것으로 파악되고 있다. 컨설팅 회사인 Black & Veatch의 최근 보고에 따르면, 미국 전력망의 25%는 이미 내용연수를 완전히 지났으며, 또 다른 60%는 향후 5년 내에 지나게 된다고 지적하고, 결과적으로 85%의 교체가 향후 5년에 필요하다고 지적한 바 있다.

그림 5. 미국 전력망 노후현황



자료: IEEE (2006)

그림 6. 미국 전력망 송전부문 투자추이



자료: EEI, 삼성증권 추정

² Zuyi Li, Jiachun Guo, "Wisdom about Age," IEEE Power and Energy Magazine, May 2006.

3. 전력망 고속도로와 스마트 그리드

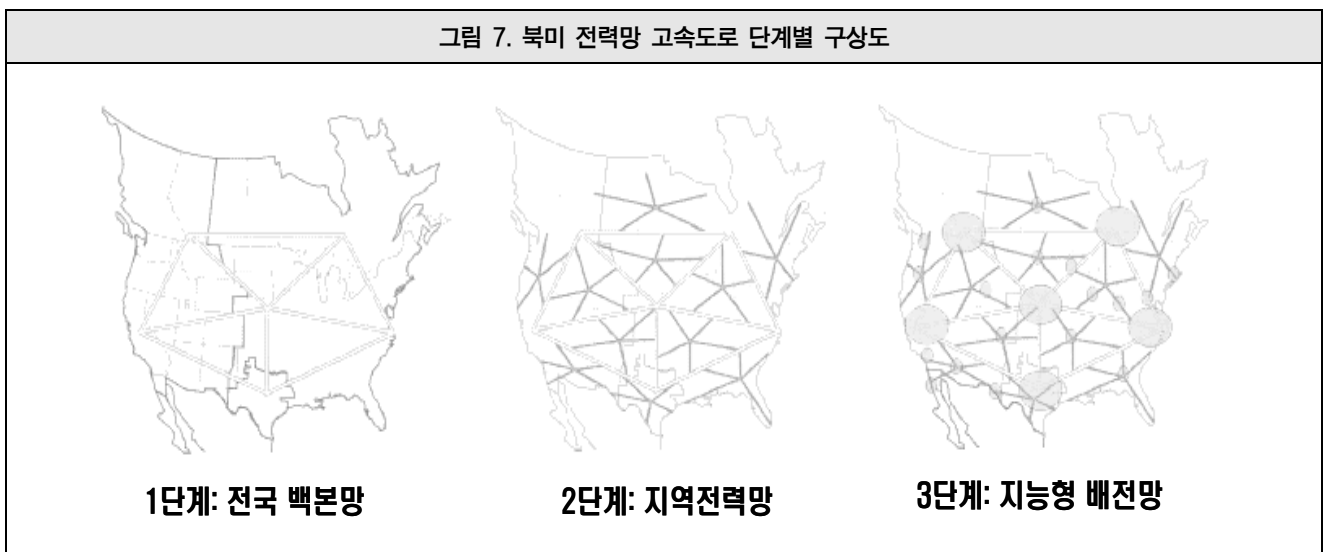
인프라 네트워크 투자
파급효과 커

1990년대 말 IT산업 붐을 이끌어낸 원동력은 전화망에서 인터넷으로의 인프라 확충에 있었다. 주식시장에서의 텔레콤 버블과 IT버블은 꺼지고 말았지만, 결국 인터넷은 인류의 삶의 질을 높였으며, 경제발전에 긍정적인 영향을 남겼다고 평가할 수 있다. 당시 인터넷 인프라 확장에 있어서 엘 고어가 주창한 이른바 ‘정보 고속도로(Information Super Highway)’는 결국 초고속 인터넷이라는 형태로 실현되었다고 볼 수 있다. 네트워크 인프라 투자가 연관산업과 경제전반에 미치는 영향력에 대해서 극명하게 보여준 사례라고 할 수 있다.

전력망 고속도로는
Next Big Thing

이와 비슷한 인프라 투자가 미국 전력망을 시작으로 일어날 가능성이 있는 것으로 보여진다. 즉, 신재생 에너지 활용, 화석 및 핵에너지 사용 축소, 전력 누수량의 절감 등 에너지 사용 전반에 걸쳐 혁신적인 변화를 이끌어 낼 기반 인프라로서 전력망 고속도로 (Interstate Electric Highway System)³ 구상이 주목 받고 있다. 또한 디지털 미터기와 같은 스마트 그리드는 백본망의 혁신을 사용자에게 전달하는 매개체로서 활발히 논의되고 있다. 이에 동조하여, 구글에서는 ‘클린 에너지 계획 2030’ 을 통해 신재생 에너지 확대를 위하여 2030년까지 미국 전력망에 1,330억 달러 등 총 4.4조달러 규모의 투자가 필요하다고 추정한 바 있다.

그림 7. 북미 전력망 고속도로 단계별 구상도



자료: US Dept. of Energy, "Grid Vision 2030"

³ Tierney, "A 21st century "Interstate Electric Highway System – Connecting Consumers and Domestic Clean Power Supplies", Anaylsis Group, 2008.

**오바마 행정부의
‘그린 뉴딜’ 정책 기대감**

오바마 당선자는 선거기간 중, 2018년까지 10년간 총 1,800억달러 규모의 그린에너지 산업 투자계획을 밝힌바 있다. 이에 앞서 구글에서도 ‘클린 에너지 계획 2030’에서 신재생 에너지 확대를 위하여 2030년까지 미국 전력망에 1,330억달러 등 4.4조달러 규모의 투자가 필요하다고 추정한 바 있다. 신재생에너지의 확대는 대형 발전소, 원전 외 다수의 소규모 발전설비가 수력, 풍력, 태양열, 조력 등의 자연에너지를 이용하는 분산발전 체계를 구축하게 된다. 이들 분산발전 체계는 자연력을 이용하는 특성으로 도시에서 먼 지역에 건설하여 송전시스템의 변화를 가져오게 된다. 또한 전기사용을 원천적으로 줄일 수 있는 스마트그리드 기술도 배전분야에 확대될 것으로 예상된다. 스마트그리드는 전체 전기사용량을 실시간으로 추적, 모니터링하고 관리하는 것을 목적으로 한다. 현재는 이러한 실시간 모니터링과 시간대별 과금이 불가능하여 최대 사용량을 높게 예상하여 용량을 설계하는 과정에서 전력 낭비가 발생하고 있다. 수요관리를 통하여 피크타임 전력은 50%, 총전력 사용량은 15% 줄일 수 있는 것으로 알려져 있다. 이러한 분산발전체계와 스마트그리드 기술은 환경문제와 에너지문제 동시에 긍정적인 효과를 주며, 미국의 경우 최대 500만개의 일자리를 창출하는 등 경제침체를 극복하기 위한 “그린 뉴딜” 정책으로 불리고 있는 상황이다. 오바마가 당선된 이후, 미국 에디슨 연구소가 발표한 보고에 따르면, 2010~2030년 기간 동안 신재생 및 원자력 발전에 5,050억 달러, 송전망에 2,980억 달러, 배전분야에 5,820억 달러가 소요될 것으로 전망하였다. 이러한 정황을 볼 때, 오바마 정부가 현재의 금융불안을 안정화 시키고 나면 대략 2009년 하반기부터 미국 송배전망 투자가 본격화 될 것으로 예상된다.

그림 8. 기존 전력망 대비 스마트 그리드 혁신요인

	20세기의 전력망	21세기의 “스마트” 전력망
기술특성	전기, 기계적	디지털 기술 활용
전력공급	일방향성	양방향성
발전(發電) 특성	대도시 인근 중앙집중식	최적 자연조건을 활용하는 분산형
네트워크 토폴로지	방사(放射)형	네트워크형
사용량 모니터링에 따른 전력공급	거의 없음 - “Blind” 형 공급	원격검침 및 “Self-monitoring”에 의한 전력공급 조절
장애대응	지역별 대응	광역 자동대체
정전피해	일부의 장애가 전체 전력망 파급가능	적응적 전력망 보호방법으로 전체망 보호
전력흐름제어	Demand-pull 방식	전력흐름의 세부제어 가능
전기요금 결정 메커니즘	규제에 의한 비효율적 가격결정	수요와 공급 정보에 의한 효율적 가격규제 가능
최종사용자 선택권	거의 없음	다양한 전력공급원 중 선택가능

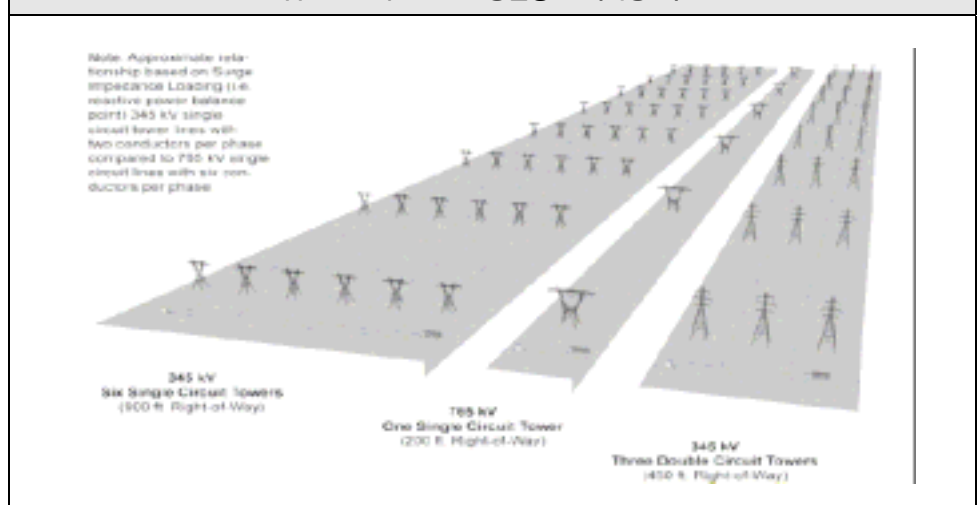
자료: Global Smart Energy

전력고속도로의 백본망은 765kV – 한국업체에 유리한 분야

전력망 고속도로의
핵심기술 765kV

전력고속도로의 상당한 부분은 현재 미국 전력망을 구성하는 345kV를 뛰어넘는 765kV로 구성될 것으로 예상된다. 그 이유는 단순히 765kV가 경제적이기 때문으로 AEP에 의하면, 동일한 용량을 100마일 전송하는데 765kV 전송을 사용하는 경우 345kV 전송에 비하여 삼분의 일 이하의 비용이 든다고 분석하고 있다. 그 이유는, 1) 송전용량이 345kV에 비하여 5배 수용 가능, 2) 고전압일수록 전력손실이 줄어듦 (345kV 대비 손실율 20%), 3) 전력사용량 변동에 보다 안정적, 4) 전력망 구축에 필요한 토지수용이 삼분의 일에 불과

그림 9. 345 / 765kV 송전망 토지사용 비교도



자료: American Electric Power

국내업체들은 세계 최초로
2회선 765kV 기술 갖춰

765kV는 LS를 비롯한 한국 전력기기 업체들에게 유리한 분야이다. 한국은 2002년 이미 765kV 대용량 송전시대를 아시아 국가 최초로 개막한 바 있다. 더욱이, 국내 765kV 기술은 1회선 수평배열을 사용하는 외국과는 달리 세계 최초로 2회선 기술을 자체 개발하여 사용하고 있다. 이는 보다 높은 국내 토지수용비용과 환경문제에 대한 민원 등으로 높은 기술적 요구조건을 충족시켜야 했기 때문이다. 그 결과, 국내 765kV 관련기술은 소음, 전자파, 구조물 지상고, 안정성 등에서 국제적으로도 가장 뛰어난 기술수준을 보유하고 있는 것으로 파악된다. 게다가 미국 중부지역과 유사한 산악지형에서의 설치경험이 풍부하다는 점도 장점이다. LS는 국내 765kV 사업에 참여하는 과정에서 얻은 경험을 바탕으로 765kV 가공 송전망 및 345kV 초고압 지중화(地中化) 구간에서 탁월한 기술력을 갖춘 것으로 알려지고 있다.

국명	전압 (kV)	송전거리 (km)	건설연도	비고
캐나다	735	600	1965	북부지역의 5,000MW 규모의 수력발전소 전력수송
우크라이나	750	4000	1967	러시아의 1,100kV DC송전선로 설계
미국	765	300	1969	현재 1,500kV 송전기술 개발 중
남아프리카 공화국	765	440	1984	세계최초의 GIS 변전소(1988년)
폴란드	750	114	1984	러시아와 연계
베네수엘라	765	650	1984	수력발전소 전력수송
브라질	765	900	1984	13,000MW 규모의 수력발전소 전력수송
러시아	1150	2500	1985	시베리아 지역의 대규모 화력·수력발전소 전력수송
일본	1000	250	1992	현재 500kV로 운전 중
인도	765	450	1994	부하증가에 대비하여 현재 400kV로 운전 중
한국	765	332	2002	중부 및 남부지역의 화력·원자력발전소 전력수송

그림 11. 미국 765kV 계통 구상도

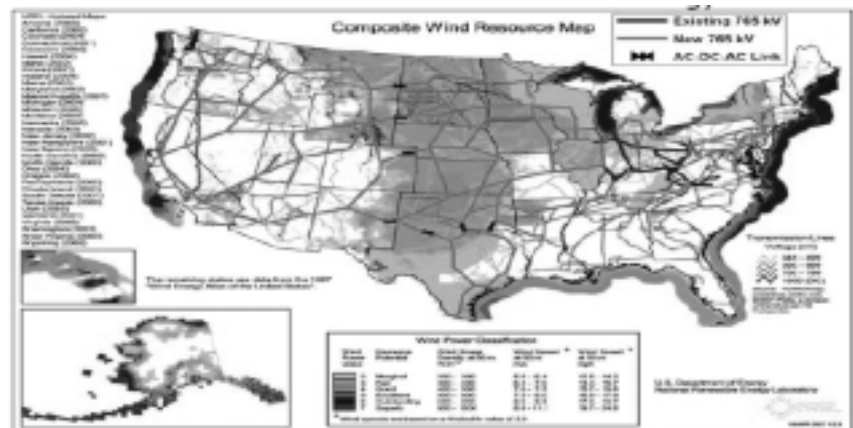
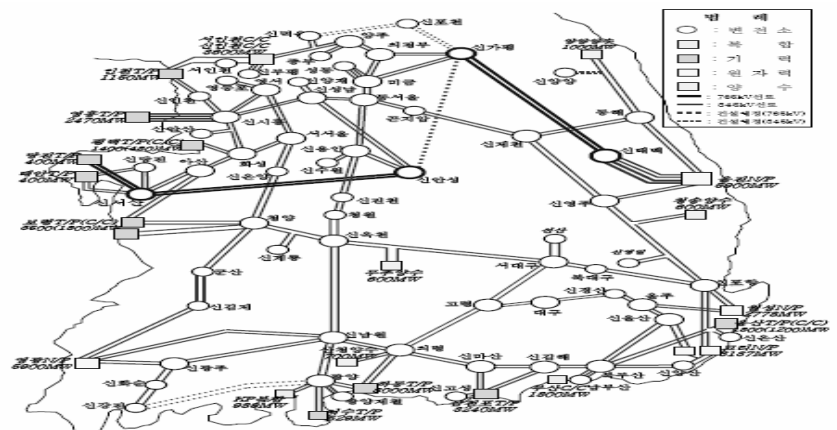


그림 12. 국내 765kV 계통 구상도



삼성증권

4. 이머징 국가들의 전력사용량 증가 및 국내 플랜트 해외수주 수혜

중국 향후 2년간 전력망 투자규모 2배로 증액

지난 11월 17일 중국 최대의 전력회사인 State Grid Corp. of China (SGCC)는 향후 2년간 1,700억달러 규모의 전력망 투자계획을 발표한 바 있다. 이는 기존 투자계획보다 두 배로 증액된 것으로써, 낙후된 중국 중부와 서부지역에 전기를 공급하기 위한 전력망 구축이다. 중국시장은 유럽업체들이 중국 업체들과 합작(Joint Venture)형태로 시장을 장악하고 있어서 국내업체에게 시장참여의 기회는 제한적인 것으로 알려져 있으나, 글로벌 전력선 수요를 견인하여 간접적 수혜를 보는 것은 가능한 것으로 파악된다.

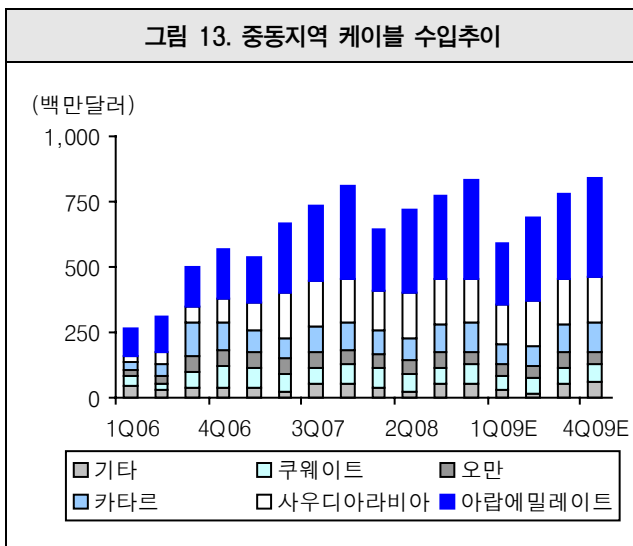
중동지역 성장세 2010년까지 지속될 듯

현재 국내업체에게 보다 직접적으로 수혜를 주고 있는 지역은 중동지역으로 LS는 중동지역에서 15% 정도의 시장점유율로 1위를 달리고 있는 것으로 알려져 있다. 이는 바레인, 쿠웨이트, 오만, 카타르, 사우디아라비아, 아랍에미리트 등 중동 걸프지역 6개 국가연합인 ‘GCC 그리드 프로젝트’에 의한 수요로 2010년까지 70억달러 투자가 예정되어 있으므로, 과거 2년간의 전력선 수요는 2009~2010년까지 유지될 것으로 판단된다. 최근의 유가하락과 경제침체 속에서도, 10월말까지의 중동지역 전력선 수입물량은 유지되고 있는 것으로 파악되고 있다.

국내 건설업체 해외수주 증가의 수혜 전망

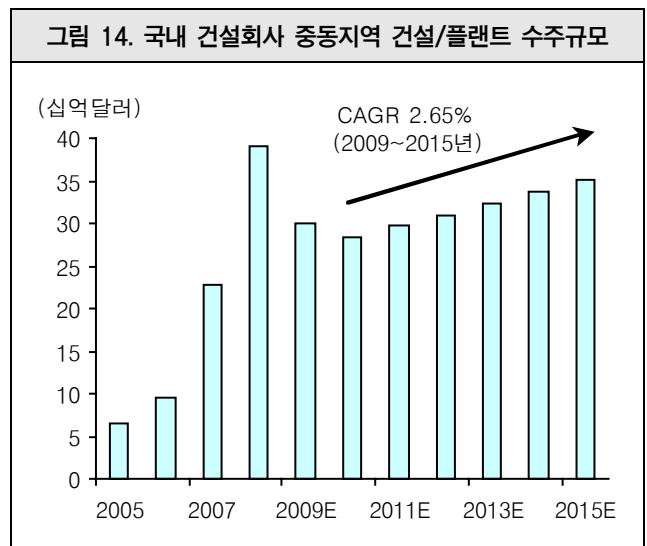
국내 건설업체들은 중동지역을 중심으로 건축 및 플랜트 수주를 늘려왔으며, 이러한 추세는 2015년까지 지속될 것으로 예상된다. 이에, 건설에 소요되는 전력선 등 건설자재의 공급으로 국내 전력기기 업체들이 수혜를 받게 되는 것이다. 최근에는 국내 건설업체가 전력기기 업체들과 해외동반진출을 위해 상호 협력하기로 MOU를 체결한 바 있어 향후 LS를 비롯한 국내 전력기기 업체들과 건설업체들간의 협력관계가 강화되고, 수출지역 또한 다변화 될 것으로 예상된다. MOU의 주요 내용은 1) 해외시장 개척을 위한 공동마케팅, 2) 해외시장 관련정보의 교환 및 조사, 3) 해외 전력산업 바이어 데이터베이스 공유, 4) 기타 해외 경쟁력 강화를 위한 상호협력 등.

그림 13. 중동지역 케이블 수입추이



자료: ICF, 삼성증권 추정

그림 14. 국내 건설회사 중동지역 건설/플랜트 수주규모



자료: 삼성증권 건설섹터 추정

LS, 전선 및 전력기기 중심으로 수직 계열화된 핵심역량 우수

동제련, 전선, 전력기기
폴라인업 갖춰

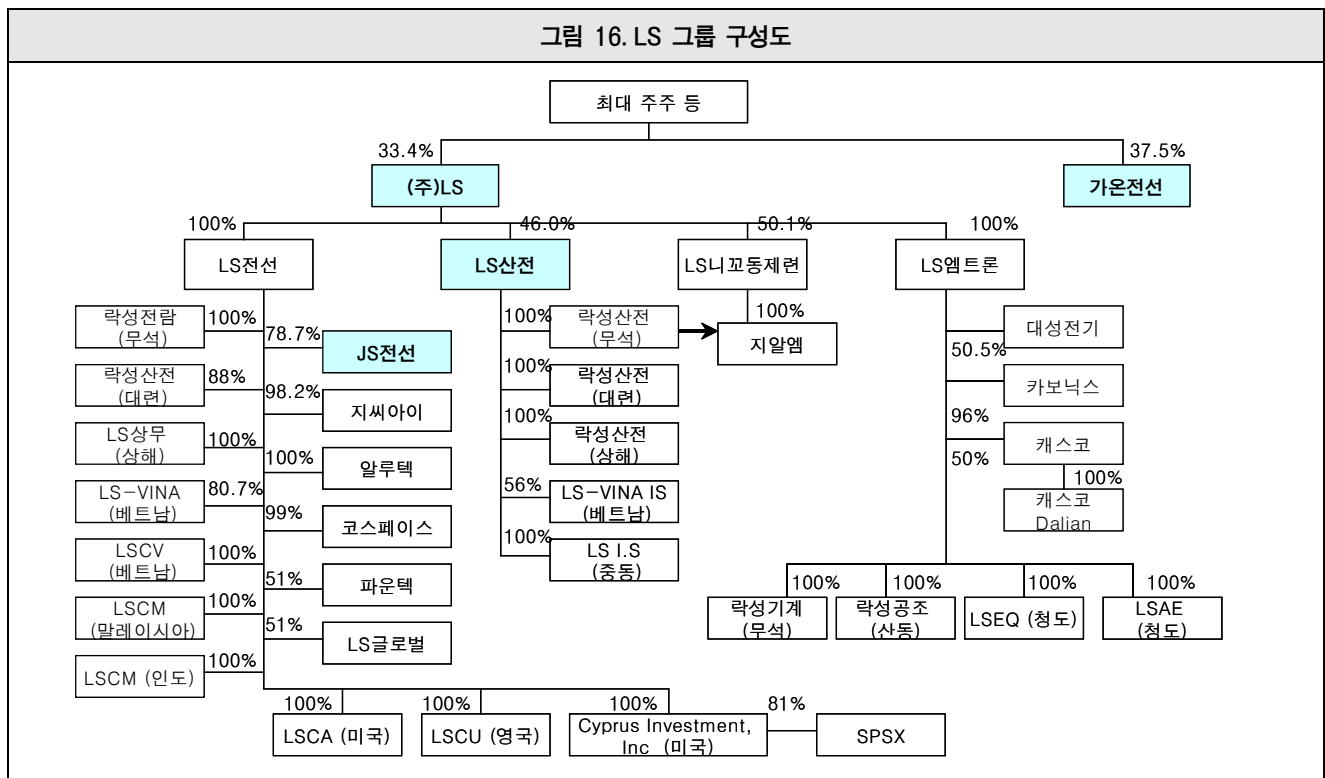
LS그룹은 동제련에서 전선과 전력기기의 폴라인업을 갖추고 있다. 전력기기를 중심으로 수직계열화되어 원료수급, 마케팅, 수출지역, 연구개발에 이르는 다양한 경영활동에서 규모/범위의 경제를 추구하고 있다는 점이 장점이다. 지주회사 전환 이후 100% 자회사인 LS전선과 자회사인 SPSX, JS전선 및 가온전선 등 그룹사 전선매출 기준으로 세계 3위권이다. 게다가 세계 2위 수준의 동제련소와 국내 60% 시장점유율의 경전기분야까지 전력기기 산업에서는 세계적으로도 독보적인 사업구성을 가지고 있다고 할 수 있다.

그림 15. LS그룹 사업추진 현황

투자대상	시기	투자비(십억원)	의미
JS전선 인수	2004. 5	81	해양선박용 케이블 세계 1위
SPSX 인수	2008. 8	930	권선 세계 1위, 미국시장진출
대성기계 인수	2008. 10	69	자동차 부품 진출
플레넷 인수	2008. 11	4	스마트그리드 기술 습득
휘닉스 M&N 인수	2008. 11	6	비철금속 재활용 사업 진출
동해 해저케이블 공장	2009.5 완공	130	국내최초 해저케이블 공장
부산 화전공장	2009.11 완공	103	전력기기 폴라인업 구축

자료: 삼성증권

그림 16. LS 그룹 구성도



자료: 삼성증권

Reiterate:

LS

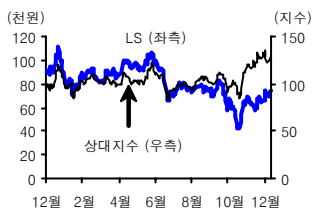
(006260)

BUY(M)

2009년 순이익 y-y 86% 증가전망

주가 (12월 17일):	74,500원
6개월 목표주가:	97,000원
종합주가지수:	1,170
코스닥주가지수:	339
시가총액:	2.4조원
총발행주식수:	32,200,000주
120일 평균 거래대금:	177억원
52주 최저/최고:	38,300원/112,500
상대수익률 (3월/6월):	22.9%/11.2%
배당수익률 (08E):	1.3%
주당장부가치 (08E):	56,526원
유동주식비율:	52.8%
외국인지분:	8.2%
주요주주:	구자열 외 (33.4%) 미래에셋 (15.9%)

과거 1년간 주가 추이



- **BUY(M) 투자이견 및 97,000원 목표주가 유지:** 당사는 2008년 하반기 동안 KOSPI 대비 17.5% 아웃퍼폼하며 경기침체에 상대적으로 방어적인 면모를 보여왔음. 이에 따라 현재 동사의 PER 가치지표는 시장평균 대비 높은 상황이나, 2009년부터 순이익 성장 가능성이 높다고 판단되어 BUY(M) 투자이견과 목표주가를 유지함.
- **2008년 영업이익 58% 증가 달성, 2009년 순이익 86% 성장 전망:** 초고압 전력선의 수출증가로 2008년 동사의 전선부문 영업이익은 y-y 58%의 높은 성장을 달성한 것으로 파악됨. 그러나, 외환관련손실 및 SPSX 인수비용 지출로 순이익은 부진한 모습을 보였음. 2009년은 전기동 가격의 하락과 경기침체 영향으로 전선부문 매출은 감소, 영업이익은 보합수준일 것으로 보이나, 환율안정과 미국경제가 2009년 하반기부터 침체에서 벗어난다는 가정(SPSX의 영업실적이 y-y 50% 이하로 하락하지는 않는다는 가정)하에 동사의 2009년 순이익은 y-y 86% 증가할 것으로 예상됨.
- **2009년 해저케이블 수주 및 군포부지 매각 기대감:** 2009년 1월 발표 예정된 한전의 5천억원 규모의 해저케이블 프로젝트 수주가 가능한 것으로 판단되고, 공시지가 4천억원 수준의 군포부지도 2009년~2010년 중 매각이 가능할 것으로 기대됨.
- **3년 내 자회사 상장예상:** 당사는 2008년 3분기 중 지주회사로 전환한 바 있음. 100% 자회사인 LS전선, LS엠트론 및 미국 SPSX의 상장이 전망됨에 따라 향후 3년간 1조 원에 달하는 자금유입이 가능한 것으로 보임.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2005	2,480	84	160	113	3,878	(4.1)	19.2	0.9	10.0	10.2	767
2006	2,908	97	249	215	7,516	93.8	9.9	0.9	17.3	11.1	802
2007	3,164	107	221	184	6,614	(12.0)	11.3	1.8	13.0	17.7	954
2008E	2,265	127	78	103	3,726	(43.7)	20.0	1.3	6.8	15.5	129
2009E	240	221	216	192	6,932	86.1	10.7	1.2	11.7	9.6	60
2010E	269	249	244	215	7,736	11.6	9.6	1.1	11.9	8.3	(12)

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: LS, 삼성증권 추정

- 당사는 12월 16일 기준으로 지난 3개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 12월 16일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 12월 16일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

BUY(M) 투자의견 및 목표주가 97,000원 유지

당사는 LS에 대하여 BUY(M) 투자의견과 6개월 목표주가 97,000원을 유지한다. 이는 지주회사 전환 이후에도 핵심자회사인 LS전선에 대한 지분이 100% 유지되고 있어 기업가치의 변화가 없다고 보기 때문이다. 100% 지분을 보유한 자회사에 대해서는 디스카운트를 적용하지 않았고, 그 외 상장 및 비상장 자회사에 대해서는 1) 그룹의 핵심역량을 이루는 자회사로서 향후 3년간 지속적인 기업가치 상승이 예상되고, 2) 50% 수준의 높은 지분으로 경영권을 보유, 3) 상장사 또는 합작사로서 경영성과에 대한 투명성이 높다고 판단하여, 15%의 할인율을 적용하였다. 순부채는 2008년 3분기 수치를 적용하고, 주식수는 자사주를 제외하여 적정주가를 산정하였다. 주요 자회사 및 자산의 가치산정방법은 다음과 같다.

LS전선: LS엠트론 분리 과정에서 변경된 사업부문에 대하여 2009년 EBITDA를 2,326억원으로 추정하고, 적정배수로 기존의 5.8배를 유지하였다. 군포부지의 공시지가 3,991억원, Superior Essex에 대해서는 미국기업들의 평균적인 기업가치 하락을 고려하여 기존 평가액 대비 40% 할인한 3,391억원으로 산정하였다. JS케이블은 과거 60일 평균주가에 15% 할인율을 적용하였고, 기타 자회사와 안양부지(공시지가 2,080억원)에 대해서는 40% 할인율을 적용하였다.

LS엠트론: 삼성 유니버스 기계, 장비업종의 2008년 평균 PBR은 2.1배 수준이나, 신생 자회사로써 아직 영업이익이 낮은 수준임을 감안하여, LS엠트론에 대해서는 보수적으로 장부가치 산정.

LS산전: 과거 60일 평균주가에 15% 할인율을 적용.

LS 니코 동제련: 올해가 동가격 TC/RC율 저점을 기록하고 반등하는 과정임을 고려하여, 동제련 자회사에 대하여 동종업체의 과거 3년간 PBR 평균 1.6을 적용하고 15% 할인율 적용.

LS타워: 연간 120억원 수준의 임대수익을 거두고 있음. 장부가 924억원 적용.

투자의견 BUY(M)을 제시하는 이유는 다음과 같다.

- **2009년 순이익 86% 성장예상:** 당사는 2008년 전선부문에 서 영업이익이 70% 성장하나, 외환관련손실과 SPSX 인수 비용으로 부진한 순이익을 기록할 것으로 보임. 2009년에는 원/달러 환율과 SPSX의 실적이 안정화된다는 가정하에, 당사의 순이익은 86% 성장이 가능한 것으로 판단됨.
- **해저케이블 수주 및 군포부지 매각 기대감:** 2009년 1월 중 한전의 해저케이블 수주가 유력시 되고 있으며, 공시지가 4천 억원에 달하는 군포부지도 2009~2010년 중 매각이 가능할 것으로 기대됨.
- **3년 내 자회사 상장예상:** 당사는 향후 3년 이내에 100% 지분을 보유한 LS전선과 LS엠트론의 상장이 예상되고, 미국 SPSX도 시장상황이 호전되면 상장을 할 계획이다. 이때 LS그룹으로 유입 가능한 총 자금규모는 시장상황과 매각지분 규모에 따라 약 6천억~1조원에 이를 것으로 예상된다.

그림 1. LS Valuation

(십억원)

LS 전선 (A)	1,027.2
영업가치	1,353.8
2009E EBITDA	232.6
EV/EBITDA multiple	5.8
자산가치	1,103.9
Land bank	399.1
SPSX	339.1
JS 케이블	72.7
자산 및 기타 자회사	293.0
순부채	1,430.4
LS 엠트론 (B)	464.1
LS 산전 (C)	526.9
LS 니코 동제련 (D)	701.9
LS 타워 (E)	92.4
LS 자산 가치 (F=A+B+C+D+E)	2,812.6
순부채 (G)	114.0
Fair Value (F-G)	2,698.7
주식수 (자사주 제외)	27.8
적정가격	97,189
현재주가	74,500

자료: 삼성증권 추정

2009년 순이익 86% 증가 전망

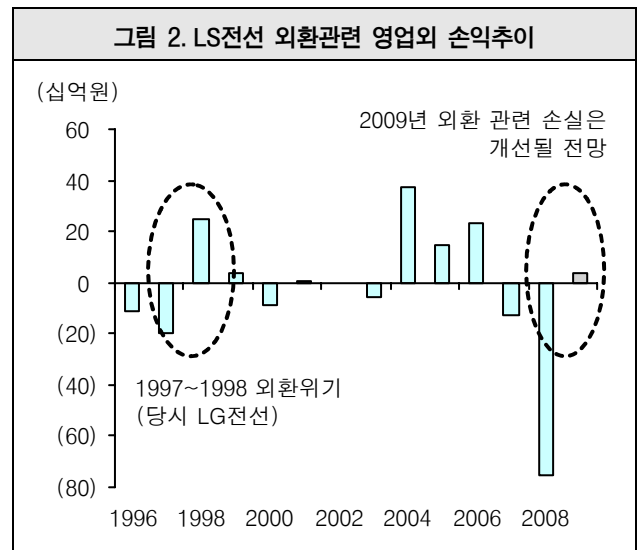
동사는 2008년 중동지역으로의 초고압케이블 수출증가에 힘입어 전선부문 영업이익 58% 성장을 달성하였다. 그러나 순이익은 환율변동에 의한 손실, SPSX 인수비용, 동제련 수익성 저하 등의 요인으로 저조한 양상을 보였다. 2009년에는 전선업 영업이익이 보합수준으로 유지되는 가운데, 영업외 순이익 저하요인이 사라지게 되므로 순이익에서의 큰 폭 성장이 예상된다.

외환관련손익 개선: 동사는 2008년 외환관련 손실이 거래, 환산, 파생을 합해 800억원에 달하는 것으로 파악된다. 이는 연간 달러 노출액 5억불의 80% 이상을 헷지한 상태에서 원/달러 환율이 40% 이상 상승하여 발생한 손실이다. 동사는 2009년에도 비슷한 포지션을 취할 것으로 예상되며, 이 경우 2009년 환율이 하향안정화 된다는 가정하에, 외환관련 손실의 큰 폭 개선이 예상된다.

SPSX 인수비용은 일회성: SPSX 인수관련 지분법 손실로 3, 4분기 합산 300억원에 이를 것으로 파악됨. 그러나 PMI과정이 순조롭게 진행됨에 따라 인수관련 일회성 비용은 2009년에는 더 이상 지출되지 않을 것으로 예상됨.

건조한 자회사 실적: 동제련의 TC/RC 개선추이, LS산전의 영업권 상각 종료에 따른 지분법 이익 개선, JS전선의 안정적 실적 등 자회사들의 건조한 실적이 기대됨.

이를 종합하면, LS의 2009년 순이익은 y-y 86% 개선된 1,925억원 수준에 도달할 것으로 예상되며, 2010년 이후에도 세계경제회복과 미국시장 점유율 확대에 따라 연평균 10% 수준의 건조한 순이익 성장이 기대된다.

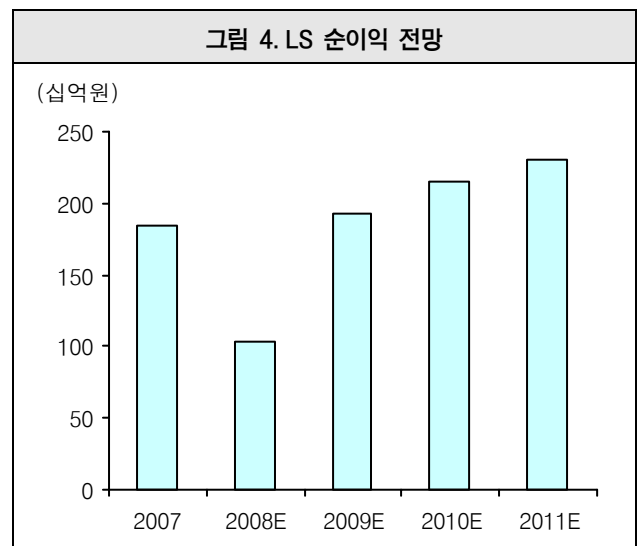


자료: LS, 09년은 삼성증권 추정

그림 3. LS 자회사 지분법 이익 전망

(십억원)	2008E		2009E			
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
LS 전선	(0)	6	20	22	21	23
LS 니코	10	28	16	33	10	29
LS 산전	4	8	18	8	11	14
LS 엠트론	(10)	0	0	0	1	1
분기합	4	43	55	63	43	67

자료: LS, 삼성증권 추정



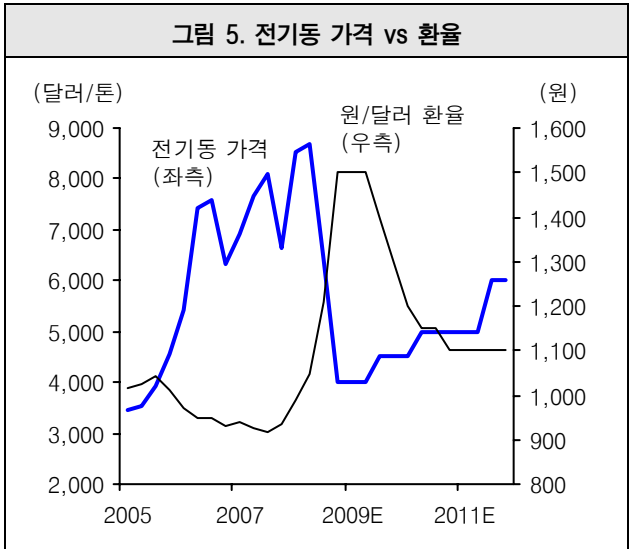
자료: 삼성증권 추정

LS전선, 원가하락으로 매출은 감소하나 순이익 증가

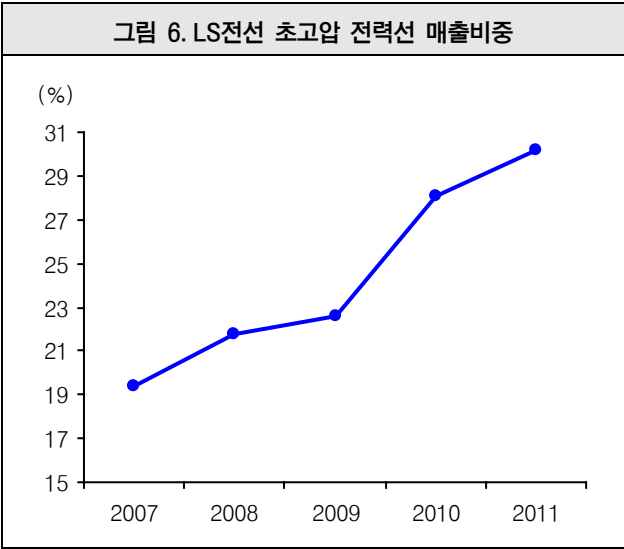
2009년 LS전선의 매출액은 원가 하락을 반영하여 감소할 것으로 예상된다. 이는 전선 제품 원가의 60~70%를 차지하는 전기동 가격이 LME 국제가격 기준으로 2008년 4분기 중 50% 가까이 하락하였기 때문이다. 환율 상승이 전기동의 국제 가격 하락을 상쇄하므로, LS전선의 2009년 매출은 y-y 10% 수준 감소할 것으로 예상된다.

반면, 영업이익은 보합수준 유지가 가능한 것으로 파악되는데 그 이유는 핵심 사업인 초고압 케이블과 광통신 부문의 이익 규모가 동가격과 무관한 구조를 가지기 때문이다. 초고압 케이블은 수주시점의 국제 동가격을 고려하여 수주금액을 결정하게 되므로 일정수준의 이익을 보장받고, 광통신 선은 구리를 사용하지 않기 때문이다. 또한 동가격 및 운송비의 하락은 운전자 본과 운영비용 감소 효과도 가져온다. 이에 따라서 LS전선의 2009년 영업이익은 y-y 11.5% 증가할 것으로 추정된다.

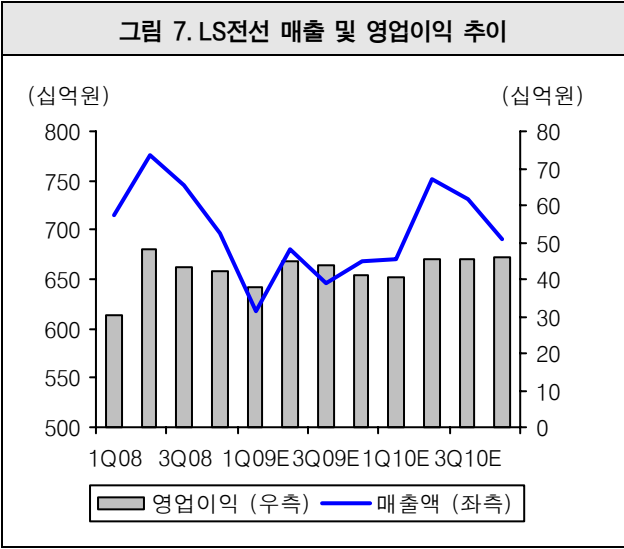
LS전선의 초고압 전력선 부문은 현재 매출의 20%, 영업이익의 40% 수준으로 파악된다. 2009년 상반기 중 완공되는 동해 해저케이블 공장과 해외 초고압 전선의 매출확대는 LS전선의 고수익 부문 매출비중을 높여줄 것으로 기대된다. 이에 따라 2011년 초고압/해저 케이블의 기여도는 매출의 30%, 영업이익의 50%수준을 초과할 것으로 기대되고 있다.



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정



참고: 2009년 이후는 해저케이블 포함
자료: 삼성증권 추정



자료: 삼성증권 추정

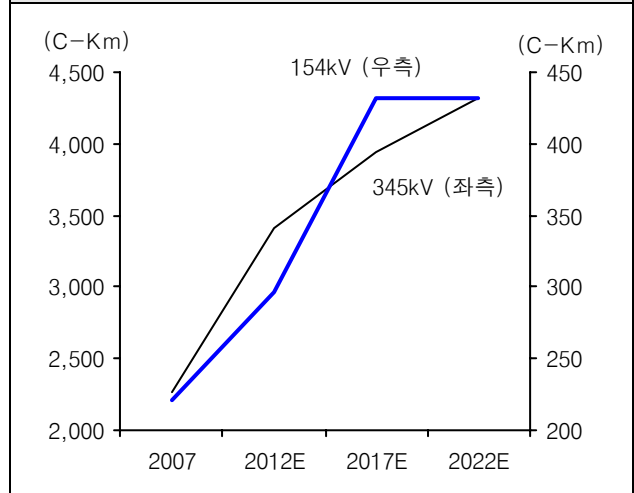
해저케이블, 지중화사업 등 견조한 국내 수요

초고압 전력선에 대한 국내수요도 한전의 해저케이블 사업과 지중화 사업에 힘입어 장기적으로 견조할 것으로 판단된다. 최근 발표된 한전의 제4차 전력수급기본계획(2008~2022)에 따르면, 2022년까지 국내 송전선로는 2007년 대비 1.34배로 확대 될 것으로 보인다. 한전은 특히 지중선 점유비를 2007년 8.6%에서 2022년 12.3%로 높이는 초고압선 지중화 사업을 지속적으로 추진할 것으로 알려졌다. 초고압선 지중화 작업은 철탑에 의한 가공선(架空線)을 지하에 매설하는 것으로써 도시미관을 높이고, 철탑에 점유된 지상공간을 활용하여 관련 민원을 줄이는 장점이 있기 때문에 지속적으로 추진될 것으로 예상된다. 한전의 계획에 따르면, 2012년까지 단기적으로 345kV 지중선은 연평균 6.0%, 145kV 지중선은 연평균 8.5%로 높은 성장율을 보일 것으로 예상된다. 같은 전압에서도 지중선은 가공선에 비하여 영업마진이 5% 가량 높은 것으로 알려져, 한전의 초고압 지중화 작업은 LS의 국내사업을 장단기적으로 견조하게 이끌 것으로 예상된다.

또한, 2009년 1월 중으로 발표하기로 예정된 한전의 해저 케이블 사업에 LS가 수주할 경우 신성장동력으로 추진 중인 해저케이블 사업에서 사업경험을 쌓는 기회가 될 것으로 보인다. 본 사업은 진도와 제주를 연결하는 HVDC(High Voltage Direct Current) 122km 구간에 3년간 총 3억불에 달하는 대규모 사업이다. 현재 LS전선, 일본의 JPS, 프랑스의 넥상스가 입찰한 상태이다.

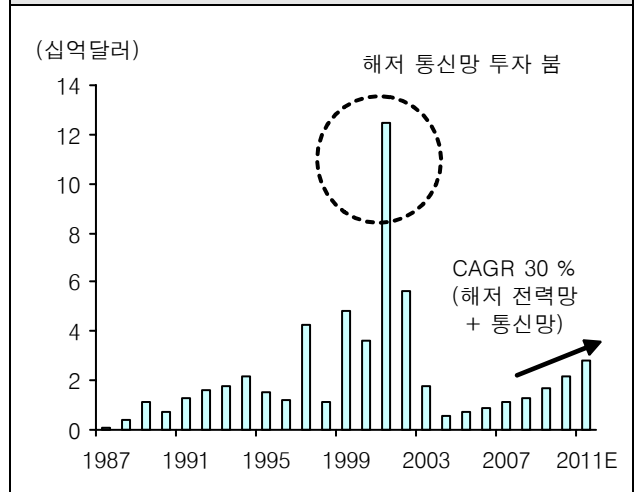
2008년 전체 13억 달러에 이르는 세계 해저케이블 시장은 해상플랜트 및 해상풍력단지의 증가와 국가간 전력망 연계사업 등으로 매년 30%의 높은 성장율을 보이고 있다. 해저 케이블 사업은 그 동안 넥상스, 프리즈미안, ABB, JPS 등 소수 유럽 기업들이 주도하던 사업으로 영업마진 30%대의 수익성 높은 사업분야이다. LS전선은 2007년 해저케이블 개발과 인증을 완료한 바 있으며, 2009년 5월 준공을 목표로 동해 송정공업단지에 해저케이블 공장을 건설 중에 있다. 2011년까지 해저케이블을 포함한 초고압전력선 사업비중이 현재 23%에서 27%까지 높아질 것으로 기대된다.

그림 8. 국내 송전선로 지중화 구간 추이



자료: 한국전력

그림 9. 해저케이블 세계시장 추이



자료: 삼성증권 추정

LS니꼬동제련, TR/RC 상승전환으로 지분법 이익 증가

LS가 50.1% 보유하고 있는 LS니꼬동제련은 70년의 역사를 가지고 있으며, 세계 두번째 규모이자 국내 유일의 동제련 공장을 보유하고 있다. 새로운 공정기술을 적용하여 품질과 효율성에서 세계적으로도 가장 우수한 동제련 관련 회사로 알려져 있으며, LME 품질등급에서 최우수 평가를 받고 있다.

동사의 수익성은 통상 연말에 광산업체와 제련업체 간의 협상에 의하여 결정되는 전기동 처리비용(TC/RC)에 따라서 크게 좌우된다. 또한 LS니꼬는 전기동 외에도 황산, 금, 은 등 다수의 부산물을 생산하고 있으므로, 이들 부산물의 가격 변동이 실적에 영향을 미치게 된다. 보통 동제련에서 얻는 수익이 전체 수익의 75% 수준으로, 나머지 25%는 부산물인 것으로 알려져 있다. 2008년은 전기동 처리비용이 하락한 반면, 황산을 비롯한 부산물 가격이 강세를 보이면서 전기동 처리수익의 감소분을 보완하였다.

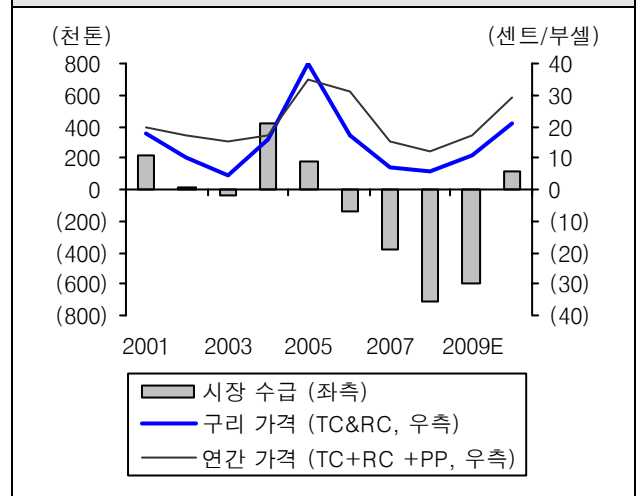
LS니꼬동제련에 대한 2009년 실적은 결국 처리비용과 부산물 가격에 좌우될 것으로 볼 수 있다. 2001년부터의 장기추이와 구리원료 공급균형을 검토하면, TC/RC는 2008년을 바닥으로 상승추세로 전환할 것으로 예상된다. 특히 2009~10년에는 구리원료 시장이 균형을 되찾고, 황산가격의 하락이 협상에 반영되면서 TC/RC 가격이 상승할 가능성이 제기되고 있다. 이를 종합하면 LS에 대한 LS니꼬동제련의 지분법 이익은 2009년부터 연평균 3.3%의 완만한 상승을 보일 것으로 예상된다.

그림 10. LS 니꼬 동제련 생산물 및 생산용량

제품	연간 생산용량 (ton)	사용처
Electrolytic Copper	510K	전선, 소재
Ferro sand	900K	시멘트
Sulfuric Acid	1360K	비료, 알루미늄, 화약
PSA	15K	반도체
Plaster	62K	시멘트
Gold (4-9 grade)	60	귀금속
Silver (4-9 grade)	600	귀금속

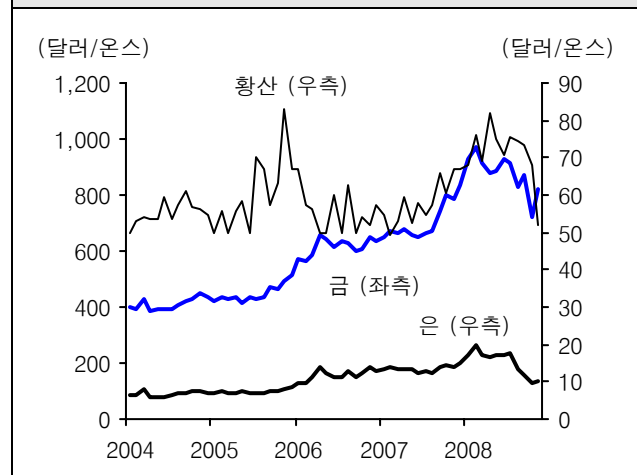
자료: LS 니꼬동제련, 삼성증권 정리

그림 11. 구리 가격 추이



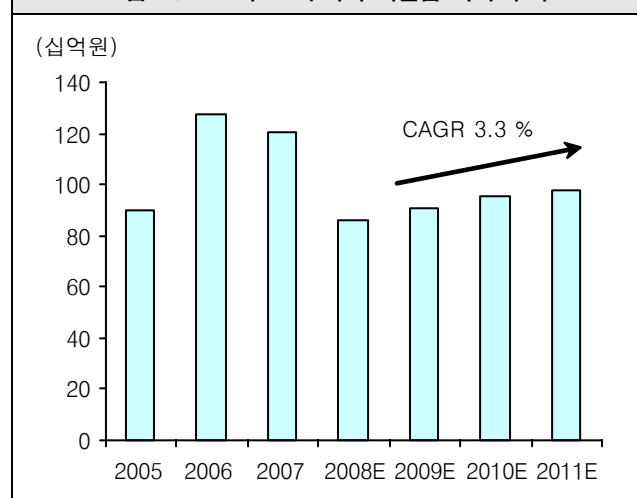
자료: Industry Analysts

그림 12. 주요 원자재 가격 추이



자료: Bloomberg

그림 13. LS 니꼬로부터의 지분법 이익 추이



자료: LS, 삼성증권 추정

높은 지분율과 경영권으로 할인율 적용여지 작아

동사는 2008년 7월 지주회사로 전환하였다. 지주회사 평가시 통상 적용되는 할인율을 적용하면 LS의 경우 핵심자회사들이 상장되어 있거나, 100% 지분을 보유하고 있기 때문에 높은 할인율을 적용할 필요성이 없는 것으로 보인다. 현재 지주회사의 수입배당금 익금불산입 규정에 따르면, 비상장회사의 경우 출자비율 80%, 상장회사의 경우 40%를 초과하는 경우 배당금 전액을 익금불산입 하고 있으며, 기준비율 이하 시에는 80%를 익금불산입 하고 있다.

동사의 자회사 할인율에 위와 같은 규정을 준용한다면, 지분을 100% 보유한 LS전선과 엠트론에 대해서는 할인이 필요하지 않으며, LS산전과 LS니꼬만이 할인의 대상이 될 수 있다. 당사는 LS의 경우 1) 자회사들이 모두 핵심사업인 전력기기 사업을 영위하고 있으며, 2) 모두 경영권을 가지고 있고, 3) 가까운 시일 내에 경영권을 포함한 지분을 매각할 계획이 없으므로 큰 폭의 할인율은 필요하지 않다고 판단하여 각각 15%의 할인율을 적용하여 목표주가를 산출하였다.

더욱이, 동사는 LS전선과 LS엠트론 및 미국 자회사인 SPSX를 각각 국내외 증시에 상장할 계획을 갖고 있는 것으로 알려져 있어 향후 LS그룹으로 유입 가능한 자금은 상장비율에 따라서 6천억원에서 1조 사이가 될 것으로 예상된다. 상장시기는 현재의 금융위기에 따른 시장침체와 LS전선 및 엠트론에 대한 3년 내 재상장 규정을 고려하면 국내 자회사는 2010~2011년, SPSX는 2012년 이후가 될 것으로 전망된다.

그림 14. 자회사 수입배당에 대한 익금불산입율

(%)	상장여부	지분율	익금불산입율
LS전선	비상장	100	100
LS엠트론	비상장	100	100
LS산전	상장	46.0	100
LS-니꼬동제련	비상장	50.1	80

자료: 법인세법 18조 2항, 삼성증권 정리

그림 15. 자회사 할인율에 따른 LS 적정주가 범위

(%)	Worst Case	Strict Case	Base Case	Better Case	Ideal Case
LS-니꼬동제련	30	30	15	15	0
LS 산전	30	15	15	0	0
LS 적정주가 (원)	89,000	92,500	97,000	100,000	105,000

자료: 삼성증권 정리

LS (006260/74,500원/BUY(M)/목표주가: 97,000원)

손익계산서

12월31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	2,908	3,164	2,265	240	269
LS 전선	n/a	n/a	n/a	85	92
LS 니코동	n/a	n/a	n/a	89	89
LS 산전	n/a	n/a	n/a	52	47
LS 엠트론	n/a	n/a	n/a	2	3
매출원가	2,618	2,823	1,986	0	0
매출총이익	290	341	279	240	269
판매비와 관리비	193	234	152	19	21
영업이익	97	107	127	221	249
영업외수익	264	298	284	2	2
이자수익	4	5	6	2	2
지분법이익	173	176	68	0	0
외환관련이익	65	95	208	0	0
유형자산처분이익	2	2	1	0	0
기타	20	20	1	0	0
영업외비용	112	184	332	7	7
이자비용	44	47	31	7	7
지분법손실	4	10	8	0	0
외환관련손실	42	108	267	0	0
기타	22	18	27	0	0
세전계속사업이익	249	221	78	216	244
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전이익	249	221	78	216	244
세금	34	37	(25)	23	29
순이익	215	184	103	193	215
EBITDA	7,516	6,614	3,726	6,932	7,736
EPS (원)*	7,638	6,625	5,587	7,028	8,046

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동에서의 현금흐름	94	57	1,237	191	215
순이익	215	184	103	192	215
유·무형자산 상각비	64	67	0	0	0
퇴직급여	16	17	0	0	0
지분법손실(이익)	(169)	(166)	(60)	0	0
순운전자본감소(증가)	(43)	(117)	nm	(5)	(4)
기타	10	72	1,193	4	4
투자활동에서의 현금흐름	(83)	(238)	(334)	(92)	(103)
설비투자	(126)	(130)	0	0	0
Free Cash Flow	(32)	(73)	1,237	191	215
투자자산의 (증가)감소	34	(107)	(419)	(92)	(103)
기타	8	(2)	85	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(5)	175	(903)	(100)	(112)
단기차입금의 증가(감소)	29	(5)	(333)	(28)	0
장기차입금 증가(감소)	(0)	28	(29)	0	0
사채증가(감소)	71	140	(480)	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	(50)	70	(70)	(30)	(70)
배당금	(29)	(28)	(28)	(42)	(42)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	0
조정항목	(31)	(14)	0	0	0
기타	6	(15)	37	0	0
현금증감	6	(6)	nm	(0)	(0)
기초현금	6	12	6	5	5
기말현금	12	6	5	5	5

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨 자료: LS, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	998	1,146	39	51	53
현금 및 현금성자산	12	6	5	5	5
단기투자	33	120	34	45	47
단기대여금	1	1	0	0	0
매출채권	23	19	0	0	0
재고자산	242	279	0	0	0
기타	687	721	0	1	1
비유동자산	1,828	2,046	1,739	1,820	1,921
투자자산	840	1,030	1,623	1,705	1,806
유형자산	868	898	115	115	115
무형자산	76	86	1	1	1
기타	44	32	0	0	0
자산총계	2,826	3,192	1,778	1,871	1,974
유동부채	1,000	1,026	138	80	10
매입채무	401	326	7	7	7
단기차입금	366	361	28	0	0
유동성장기부채	100	170	100	70	0
기타	133	169	4	4	4
비유동부채	494	675	70	70	70
사채	379	519	40	40	40
장기차입금	1	29	0	0	0
기타	113	127	30	30	30
부채총계	1,494	1,701	208	150	80
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	539	539	539	539	539
이익잉여금	696	852	893	1,044	1,217
자본조정 및 기타	(64)	(61)	(24)	(24)	(24)
자본총계	1,332	1,491	1,570	1,720	1,894

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2006	2007	2008E	2009E	2010E
증감률 (%)					
매출액	17.2	8.8	nm	nm	12.3
영업이익	14.8	10.3	nm	nm	12.7
세전계속사업이익	55.4	(11.2)	(64.7)	176.2	13.1
순이익	90.1	(14.6)	(43.8)	86.1	11.6
EBITDA	10.6	9.2	(24.9)	55.8	12.7
EPS*	93.8	(12.0)	(43.7)	86.1	11.6
수익률 (%)					
영업이익률	3.3	3.4	5.6	92.0	92.3
세전계속사업이익률	8.6	7.0	3.5	90.0	90.6
순이익률	7.4	5.8	4.6	80.2	79.8
EBITDA 마진율	5.9	6.0	6.3	92.0	92.3
ROE	17.3	13.0	6.8	11.7	11.9
ROA	8.1	6.1	4.2	10.6	11.2
기타비율					
순부채비율 (%)	63.6	72.4	10.7	6.4	2.1
부채비율 (%)	112.2	114.1	13.3	8.7	4.2
이자보상비율 (배)	2.4	2.6	5.2	nm	nm
매출채권회전율 (배)	5.1	4.8	6.7	nm	nm
주당지표 (원)					
SPS	103,144	113,963	81,556	8,641	9,700
BPS	47,253	53,703	56,526	61,959	68,195
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
EBITDA	6,127	6,793	5,103	7,950	8,958

Reiterate:

LS산전

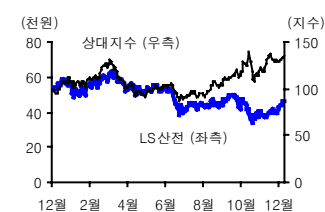
(010120)

BUY(M)

토지보상 자금유입을 반영하여 목표주가 상향

주가 (12월 17일):	44,950원
6개월 목표주가:	54,000원
종합주가지수:	1,170
코스닥주가지수:	339
시가총액:	1,3조원
총발행주식수:	30,000,000주
120일 평균 거래대금:	60억원
52주 최저/최고:	33,000원/63,000원
상대수익률 (3월/6월):	15.0%/16.4%
배당수익률 (08E):	1.9%
주당장부가치 (08E):	15,506원
유동주식비율:	53.9%
외국인지분:	15.5%
주요주주:	LS (46.0%) 국민연금 (12.3%)

과거 1년간 주가 추이



- **BUY(M) 투자 의견 유지 및 54,000원 목표주가 상향:** 동사는 국내 경전기기와 자동차 사업에서 안정적인 실적이 예상되며, 수출시장을 점진적으로 확대하고 있음. 국내의 전력망 투자가 안정적으로 증가한다는 점과 2009년 1분기 중 마곡지구 토지보상에 의한 자금유입을 반영하여 목표주가를 기존 51,000원에서 54,000원으로 5.8% 상향조정함.
- **2010년 중전기 사업 본격확대:** 2009년 말 완공되는 부산 화전공장은 변압기, 차단기 등 중전기기로 사업영역을 확대하는 중요한 계기가 될 것으로 보임. 또한 STS 후속관도 동사 파이프 사업부문 영업이익율을 2008년 1%에서 2010년 5% 수준으로 높일 것으로 예상.
- **M&A로 스마트 그리드 시장 진입 가속:** 동사는 11월 26일 전력선 통신 (PLC: Powerline Communication) 전문업체인 플레넷의 경영권을 38억원에 인수한 바 있음. PLC는 원격검침과 지능형 배전 등 스마트 그리드의 핵심기술로서, 동사의 전력IT 및 스마트그리드 시장 진입이 가속화될 것으로 판단됨.
- **1분기 중 토지보상금 800억 예상:** 2009년 1분기 중 이루어질 것으로 알려진 동사의 마곡지구 토지보상의 보상가는 800억원 수준으로 장부가 272억 대비 500억원 이상의 처분이익이 발생할 전망이다. 이는 동사의 기업가치를 5.8% 높이는 효과로 판단 목표주가를 54,000원으로 상향조정함.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2006	1,205	152	136	100	3,320	20.9	13.5	4.2	30.6	8.2	283
2007	1,294	157	149	111	3,693	11.2	12.2	3.3	27.0	7.8	192
2008E	1,413	156	143	106	3,533	(4.3)	12.7	2.9	21.6	7.9	218
2009E	1,503	171	216	160	5,337	51.1	8.4	2.3	27.3	6.8	271
2010E	1,690	213	211	156	5,200	(2.6)	8.6	2.0	22.0	5.4	220
2011E	1,951	254	253	187	6,246	20.1	7.2	1.6	22.1	4.6	216

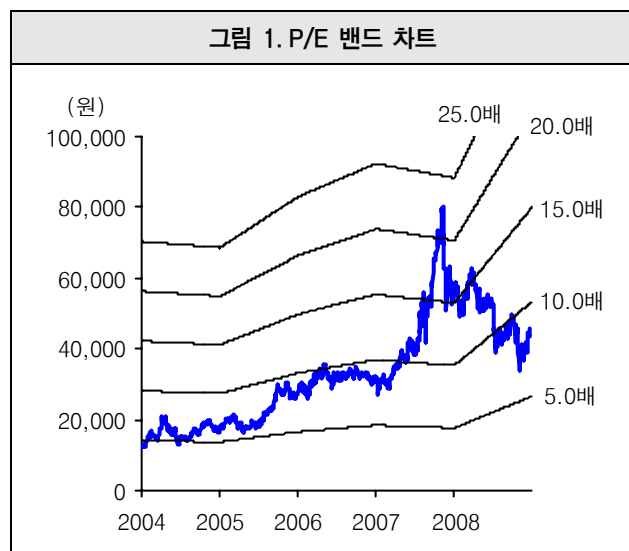
참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회계화됨
자료: LS산전, 삼성증권 추정

- 당사는 12월 16일 기준으로 지난 3개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 12월 16일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 12월 16일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

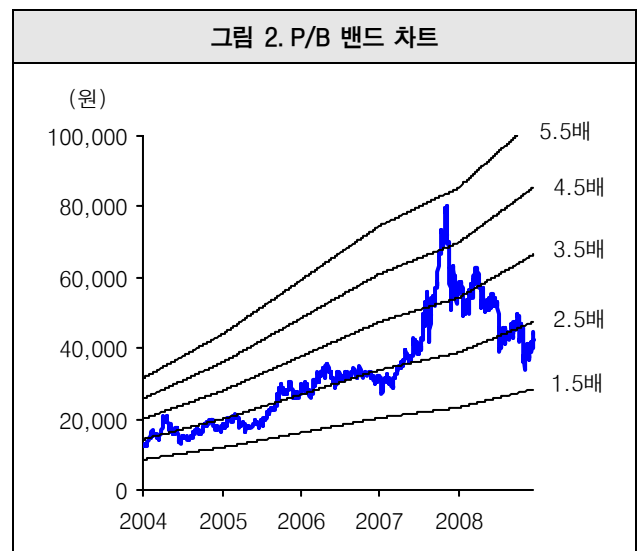
표 1. 연간 실적 추정 변경

(십억원)	변경 후			변경 전			증감 (%)		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
매출액	1,413	1,503	1,690	1,413	1,527	1,675	0.0	(1.6)	0.9
영업이익	156	171	213	156	178	190	0.0	(3.9)	12.1
세전이익	143	216	211	143	151	182	0.0	43.0	15.9
순이익	106	160	156	106	112	135	0.0	42.9	15.6
EPS (원)	3,533	5,337	5,200	3,533	3,739	4,494	0.0	42.7	15.7
수익성 (%)									
영업이익	11.0	11.4	12.6						
세전이익	10.1	14.4	12.5						
순이익	7.5	10.6	9.2						

자료: 삼성증권 추정



자료: 삼성증권



자료: 삼성증권

기업분석

LS산전 (010120/44,950원/BUY(M)/목표주가: 54,000원)

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	200E	2010E
매출액	1,205	1,294	1,413	1,503	1,690
전력기기 및 시스템	659	678	787	877	1,010
자동화기기	263	270	265	274	310
금속가공	301	345	361	352	370
매출원가	947	1,025	1,119	1,186	1,335
매출총이익	259	269	294	317	355
(매출총이익율, %)	21.5	20.8	20.8	21.1	21.0
판매 및 일반관리비	107	112	138	146	142
영업이익	152	157	156	171	213
(영업이익율, %)	12.6	12.1	11.0	11.4	12.6
순이자수입(비용)	(15)	(10)	(6)	(9)	(5)
순외환관련수입(비용)	2	(0)	(10)	(0)	(0)
지분법이익(비용)	3	4	4	4	4
(영업관련자회사)	3	4	4	4	4
(비영업자회사)	0	0	0	0	0
기타 영업외이익(비용)	(5)	(0)	(0)	50	(0)
세전이익	136	149	143	216	211
법인세비용	37	39	37	56	55
순이익	100	111	106	160	156
(순이익율, %)	8.3	8.6	7.5	10.6	9.2
계속사업순이익*	100	111	106	160	156
(계속사업순이익율, %)	8.3	8.6	7.5	10.6	9.2
EBITDA	198	198	198	236	293
(EBITDA이익율, %)	16	15	14	16	17
EPS (원)	3,320	3,693	3,533	5,337	5,200
수정 EPS** (원)	3,320	3,693	3,533	5,337	5,200
DPS (보통주, 원)	750	850	850	950	1,050
DPS(우선주, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	22.6	23.0	26.9	17.8	20.2

현금흐름표

기말현금	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	91	149	175	206	222
순이익	100	111	106	160	156
유·무형자산 상각비	46	42	42	65	80
순외환관련손실 (이익)	(0)	(0)	(10)	0	0
지분법평가손실 (이익)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
Gross Cash Flow	143	148	134	221	232
순운전자본 감소(증가)	80	23	(23)	33	29
기타	(52)	0	41	(15)	(10)
투자활동 현금흐름	(39)	(41)	(128)	(176)	(89)
설비투자	(37)	(46)	(127)	(136)	(75)
Free cash flow	54	103	47	71	147
투자자산의 증가 (감소)	3	3	1	40	14
기타	1	8	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(67)	(90)	(22)	(30)	(133)
차입금의 증가 (감소)	(47)	(65)	51	84	(36)
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(18)	(22)	(29)	(29)	(32)
기타	(2)	(3)	(34)	(75)	(65)
현금증감	(15)	18	25	1	0
기초현금	21	6	24	49	50
기말현금	6	24	49	50	50

참고: * 일회성 요인 제거

** 일회성 요인 제거, 완전회석화

자료: LS산전, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	200E	2010E
유동자산	401	465	465	520	574
현금 및 현금성자산	6	24	49	50	50
매출채권	275	276	250	265	290
재고자산	92	98	106	115	130
기타	27	68	60	90	104
비유동자산	534	490	623	769	818
투자자산	34	42	42	52	52
(지분법 적용 투자자산)	28	35	35	45	45
유형자산	390	380	495	619	682
무형자산	44	48	60	72	84
기타	66	20	26	26	0
자산총계	934	955	1,088	1,289	1,392
유동부채	322	379	360	415	420
매입채무	136	117	130	125	140
유동성 장기부채	18	21	41	71	41
기타	167	241	189	219	239
비유동부채	245	122	203	227	201
사채 및 장기차입금	201	84	165	189	163
기타	44	38	38	38	38
부채총계	567	501	563	642	621
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	216	305	385	517	641
자본조정	1	(0)	(10)	(20)	(20)
자본총계	367	454	525	646	771
순부채	283	192	218	271	220
주당순자산 (원)	10,773	13,554	15,506	19,157	22,904

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2006	2007	2008E	200E	2010E
증감률 (%)					
매출액	9.2	7.3	9.2	6.4	12.4
영업이익	6.0	3.1	(0.5)	10.0	24.2
순이익	21.0	11.2	(4.3)	51.1	(2.6)
영업순이익	21.0	11.2	(4.3)	51.1	(2.6)
EBITDA	4.1	0.0	(0.3)	19.5	23.9
EPS**	20.9	11.2	(4.3)	51.1	(2.6)
수익률 (%)					
ROE	30.6	27.0	21.6	27.3	22.0
ROA	11.0	11.7	10.4	13.5	11.6
ROIC	20.0	19.5	17.5	16.0	17.0
순부채비율 (%)	43.5	29.7	29.3	29.5	22.2
이자보상비율 (배)	9.9	15.0	25.1	20.2	38.8
매출채권회전주기 (일)	75	78	68	63	60
매입채권회전주기 (일)	48	45	40	39	36
재고회전주기 (일)	31	34	33	34	33
Valuation (배)					
P/E	13.5	12.2	12.7	8.4	8.6
P/S	0.8	1.3	1.0	0.9	0.8
P/B	4.2	3.3	2.9	2.3	2.0
EV/EBITDA	8.2	7.8	7.9	6.8	5.4
EV/EBIT	4.3	4.1	4.8	5.3	4.7
배당수익률 (보통주, %)	2.3	1.5	1.9	2.1	2.3

Initiating Coverage:

JS전선

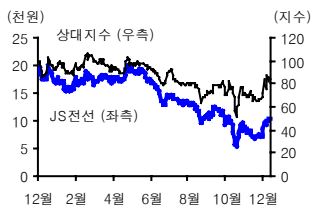
(005560)

BUY(M)

선박/해양용 특수전선의 글로벌 강소기업 (強小企業)

주가 (12월 16일):	10,450원
6개월 목표주가:	15,000원
총합주가지수:	1,170
코스닥주가지수:	339
시가총액:	1,189억원
총발행주식수:	11,378,640주
120일 평균 거래대금:	17억원
52주 최저/최고:	4,880원/21,500원
상대수익률 (3월/6월):	16.3%/-6.3%
배당수익률 (08E):	2.0%
주당장부가치 (08E):	13,549원
유통주식비율:	17.7%
외국인지분:	0.4%
주요주주:	LS전선 (78.7%)

과거 1년간 주가 추이



- **BUY(M), 12개월 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시:** JS전선에 대하여 BUY(M) 투자의견과 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시. 당사는 선박/해양용 전선에서 세계1위인 특수전선 전문업체로써, 국내외 대형 조선업체들을 주고객으로 하여 안정적인 수익을 창출할 것으로 예상됨. DCF로 산출한 동사의 12개월 목표주가는 영구성장을 1.5%, 할인율 10.5%의 보수적인 가정 하에서도 44%의 상승여력을 제공함.
- **2011년까지 선박용 케이블 업황 유지:** 국내 조선사들의 수주잔고가 2011년까지 확보됨에 따라 선박용 케이블의 수요는 경기침체와 무관하게 최소 향후 3년간 견조할 것으로 예상됨. 2011년 이후에는 동사가 신사업부문으로 육성 중인 고무선과 난연성(難燃性)케이블 등 신사업 매출비중이 늘어날 것으로 전망됨. 국내 조선업체를 기반으로 확고한 글로벌 시장지위를 가지고 있으므로, 내년도 환율과 전기동 가격이 안정적일 것이라는 가정하에 이익 가시성이 높은 것으로 판단.
- **안정적 재무구조와 높은 배당수익률:** 당사는 2008년 추정 부채비율 36%, 유동비율 268%로서 안정적 재무구조를 가지고 있으며, 4.8%에 달하는 높은 시가배당율이 예상됨. 내년도에 전기동 가격 약세가 지속되고, 환율이 안정을 찾는다면 운전자본부담도 크게 줄어들 것으로 예상됨.
- **연구개발역량 강화 및 LS그룹과의 시너지 효과로 장기성장성 높아:** 당사는 원료수급, 연구개발, 경영지원에서 LS그룹의 지원을 받고 있으며, 마케팅에서도 특수전선 분야의 해외시장 확대에 시너지를 높일 것으로 예상됨. 현재 LS전선이 78.7%의 지분을 보유하고 있으며, 향후 재무적 투자자가 참여하여 유통물량이 늘어날 경우 더욱 매력적인 투자대상이 될 것으로 전망됨.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2007	371.0	14.4	14.2	11.1	1,150.0	(9.6)	9.1	0.8	11.0	5.4	(14.5)
2008E	476.2	25.2	14.8	11.6	1,198.2	4.2	8.7	0.8	8.7	4.0	1.9
2009E	444.4	27.1	22.4	17.5	1,806.9	50.8	5.8	0.7	12.3	3.6	(3.7)
2010E	454.7	28.2	23.8	18.6	1,925.4	6.6	5.4	0.7	12.0	3.3	(7.6)
2011E	480.6	30.6	26.7	20.9	2,153.6	11.9	4.9	0.6	12.3	2.9	(13.7)

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

자료: JS전선, 삼성증권 추정

- 당사는 12월 16일 기준으로 지난 3개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 12월 16일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 12월 16일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

국내 조선업 현황에 따라 안정적인 핵심사업

동사 선박용 케이블은 2008년 매출의 43%, 영업이익의 70%를 기여하는 핵심사업분야이다. 선박용 케이블의 세계시장 규모는 2008년 1.2조원 규모로 추정되는데, 신조선과 해양플랜트 발주가 호황을 누림에 따라서 CAGR 5.6%로 성장하고 있는 것으로 파악된다. 선박/해양용 케이블은 일반 전력선과 달리 부식, 산화, 침수 등 가혹조건에 견뎌야 하므로 도금과 편조(編造) 등의 공정이 추가되고 국제표준, 납품실적, 브랜드 신뢰도가 중요한 경쟁요인이다. JS전선은 이 분야에서 40년의 업력을 보유한 전문업체로서, 1998년 법정관리에 들어간 이후 2005년 LS가 인수하였으며, 2007년 11월 재상장 하였다.

현재 국내 조선업체들이 세계 선박공급 물량의 40%를 차지함에 따라 이들 선박에서 사용하는 선박용 케이블 제조업체들도 세계적인 수준에 올라서 있다. 국내에는 JS전선, 대한전선 자회사인 TMC, 프랑스 넥상스 자회사인 극동전선이 시장을 분할하고 있다. 국내 조선산업의 현황에 따라 국내 3개 업체가 총 40%의 점유율로 세계시장을 주도하는 상황이며, 중국과 일본 전선회사들이 각각 15%, 그 외에 프랑스(넥상스), 미국(제네럴 케이블), 네덜란드(Draka)등이 각각 10% 정도의 점유율을 보이고 있다. 공급업체들은 기술, 고객관계, 납품실적 등으로 진입장벽을 형성하고 있어 선박용 케이블 시장구조는 안정적인 것으로 파악된다.

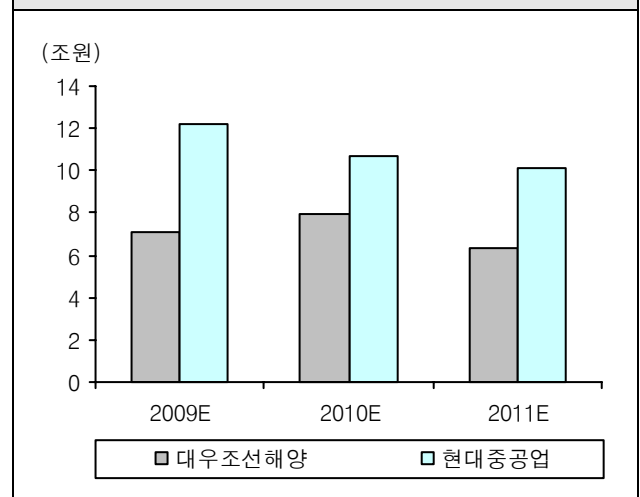
종합하면, 선박용 케이블이 전체 선가(船價)에서 차지하는 비중은 그리 크지 않지만, 그 품질과 안정성이 선박의 안전과 비용으로 직결되기 때문에 전문성 있는 소규모 회사들이 시장을 과점하며 안정적인 수익을 거두고 있는 상황이다. 그 중에서도 JS전선은 매출, 수익성, 연구개발 및 대형고객 확보 측면에서 선박용 전선의 세계1위라고 볼 수 있다.

그림 1. JS전선 부문별 매출 및 영업이익 기여 구성비 (2008E)

(%)	매출 비중	영업이익 비중
선박/해양용	43	70
고무/특수선	5	9
소재 및 범용선	52	21

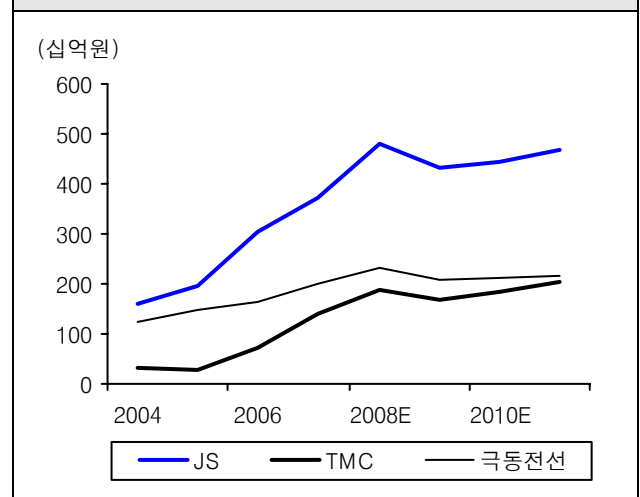
자료: JS전선, 삼성증권 추정

그림 2. JS전선 주요 고객사 수주물량 추이



자료: 삼성증권 조선섹터

그림 3. 국내 선박용 케이블 3사 매출추이



자료: 각 사, 삼성증권 추정

고무/특수선, 방화방염 솔루션 등 신사업 성장성 높아

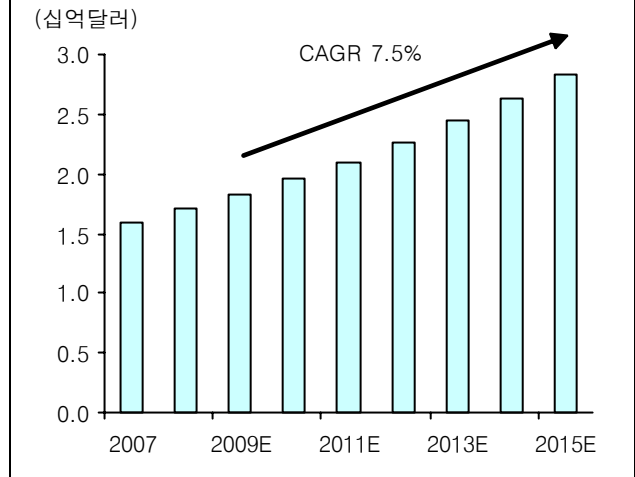
캐쉬카우 역할을 하는 선박용 전선 이외에 동사의 성장성은 크게 고무특수전선, 방화방염 솔루션 등 신수종 제품군, 수출확대 등 세가지로 볼 수 있다.

첫째, 현재 동사 매출의 5%, 영업이익의 9%를 차지하고 있는 고무선(rubber cable) 분야는 향후 높은 성장성이 기대된다. 고무선은 반복적인 기계적 충격과 화염 등 극한적인 상황에서도 제어, 전력공급 등 전선의 기능을 수행하도록 설계된 제품군으로 고도의 신뢰성을 요구하는 고부가가치 제품이다. 고무선은 크레인 케이블, 내방사선 원전용 케이블, 풍력, 광산, 철도, 항공 등에서 사용되며, 사용분야가 다양해지면서 시장규모도 증가하는 추세이다. Integer research에 따르면 고무선 시장은 연간 7.5%로 성장하여 2015년 30억달러 규모에 달할 것으로 보고 있다. 이에 따라 JS전선의 향후 3년간 고무특수선 매출은 2008~2011년간 연평균 11.5%로 성장할 것으로 예상된다.

둘째, 동사의 우수한 연구능력과 축전된 기술로 신수종 제품군의 개발과 사업확대가 가능한 것으로 판단된다. 동사는 방화/방염 케이블로 산업자원부로부터 '2007년 100대 특허' 최우수상을 수상하며 연구개발 능력을 입증한 바 있다. 이외에도 전력구 냉각시스템 등 특수용도의 고부가가치 전선매출을 지속적으로 높여 2015년까지 신수종 사업 매출비율을 15%까지 확대하는 것을 목표로 하고 있다.

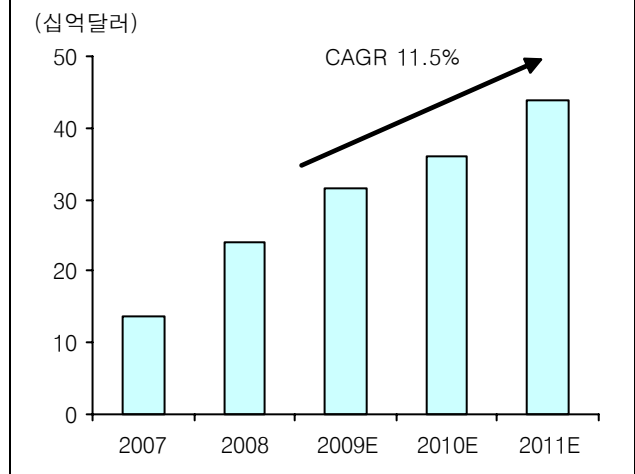
셋째, 동사는 현재 10% 수준인 직접수출 비중을 장기적으로 확대할 전망이다. 현재 국내 조선업체 이외에도 SAMCO, KEPPEL, TransOcean 등으로 수출하고 있으며, LS그룹의 글로벌 마케팅과의 시너지 효과도 기대할 수 있다. 이에 따라 동사의 직접수출 비중은 현재 10%에서 2015년 30% 수준으로 높아질 것으로 예상된다.

그림 4. 세계 고무선 시장전망



자료: Integer Research

그림 5. JS전선 고무선 매출전망



자료: 삼성증권 추정

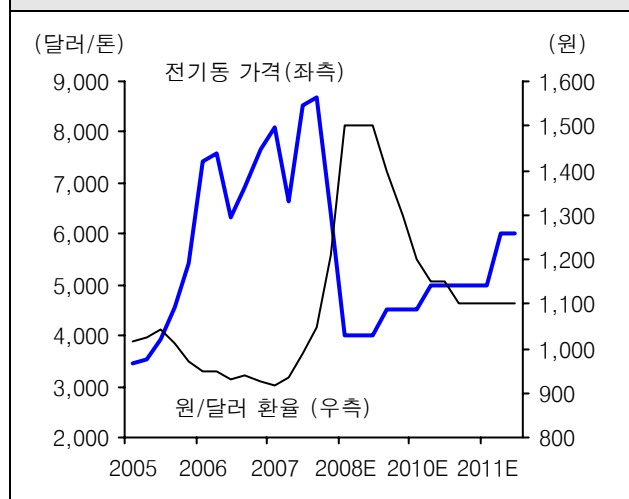
전기동 가격 하락에 따른 매출 감소, 순이익은 성장

전체 원재료 중 전기동 비중이 60%를 넘기 때문에 동사의 매출은 동가격 하락에 따른 영향을 받게 된다. 2008년 상반기 톤당 7,000불을 웃돌던 전기동 가격은 12월말 현재 3,500달러 수준으로 하락한 상황. 당사는 JS전선의 2009년 이후 매출추정을 위하여 전기동 가격은 안정적인 상승세를, 원/달러 환율은 점진적인 하락세를 가정하였다.

2008년 동사는 전기동 가격과 환율의 급등락으로 운전자본이 07년의 두 배 수준인 330억원으로 크게 증가하였고, 외환관련 손실도 100억원 발생하였다. 이에 따라, 2008년 매출과 영업이익이 각각 28%, 76% 성장한 것으로 파악되나, 순이익은 2007년과 비슷한 수준에 그칠 것으로 예상된다.

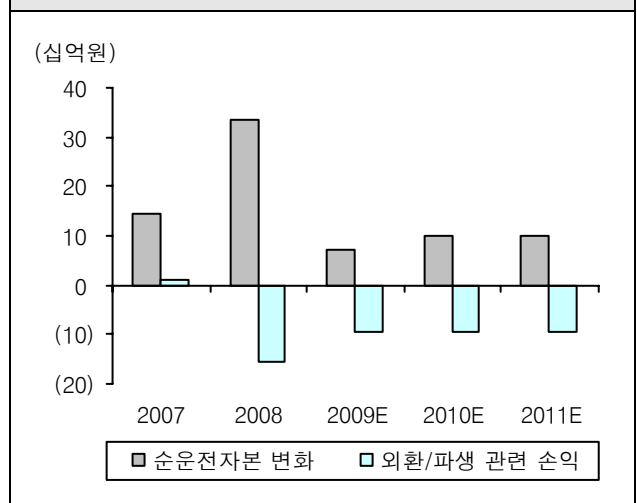
2009년 전기동 가격은 톤당 4,500~5,000달러에서 완만한 증가추이를 보일 것으로 예상된다. 반면 1,000원에서 1,400원 수준으로 오른 환율과 유기적 성장이 이를 상쇄하여 2009년 동사의 매출은 10% 수준의 하락을 보일 전망이다. 그러나 원/달러 환율이 1,500원 이하에서 안정된다면, 전기동 가격 하락에 따른 매출감소와 무관하게 동사의 순이익은 건조한 증가세를 유지할 것으로 판단된다.

그림 6. 환율과 전기동 추이



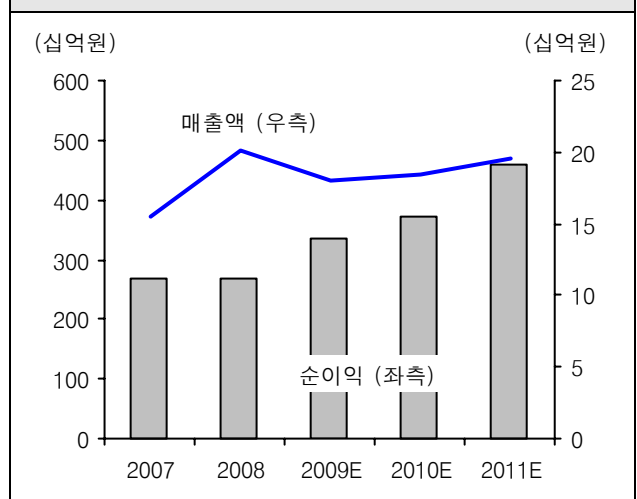
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

그림 7. JS전선의 순운전자본 및 외환/파생손익



자료: 삼성증권 추정

그림 8. JS전선 매출 및 순이익 추이



자료: 삼성증권 추정

DCF로 산출한 12개월 목표주가 15,000원

DCF에 의한 JS전선의 12개월 목표주가를 15,000원으로 제시한다. 2008년이 종료하는 시점이므로 2009년의 추정 FCF부터 목표주가에 반영하였고, 영구성장율 1.5%, 할인율 10.5% 등 보수적인 가정을 적용하였다. 2009년부터 2015년까지의 FCF 현재가치 628억원에 잔존가치 826억원으로 영업가치는 1,453억원으로 산출되었다. 따라서, 12개월 목표주가는 현재가 대비 44%의 상승여력을 가지는 것으로 분석되었다.

동사에 대하여 BUY(M) 투자 의견을 제시하는 이유는 1) 국내 조선산업의 높은 수주잔고에 따라서 최소 향후 3년간은 동사의 선박용 케이블 사업전망이 견조할 것으로 예상 2) 진입장벽이 높은 과점시장에서 글로벌 선두업체로써의 확고한 지위와 안정적인 재무구조 3) 전력기기산업에 전문성을 가진 LS그룹과의 시너지 효과 기대 등.

그림 9. JS전선 FCF 추정

(십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBIT	10.7	14.4	25.2	27.1	28.2	30.6	37.8	41.8	46.2	51.1
법인세	2.9	4.0	6.9	7.4	7.7	8.4	10.4	11.5	12.7	14.0
NOPLAT	7.7	10.4	18.3	19.6	20.4	22.2	27.4	30.3	33.5	37.0
감가상각비	5.1	4.8	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
무형자산상각비	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Gross cashflow	12.9	15.4	23.6	24.9	25.7	27.5	32.7	35.6	38.8	42.3
순운전자본 증감	(16.0)	(14.4)	(33.3)	(7.0)	(10.0)	(11.1)	(12.2)	(13.5)	(15.0)	(16.5)
유형자산의 증감	(6.7)	(5.6)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
무형자산의 증감	(0.3)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
Gross investment	(23.0)	(22.7)	(41.0)	(14.7)	(17.7)	(18.8)	(19.9)	(21.5)	(23.0)	(24.5)
Free Cash Flow	(10.1)	(7.2)	(17.5)	10.2	8.0	8.7	12.7	14.0	15.8	17.8
PVDF (Present Value Discount Factor)				1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
PV of FCF				10.2	7.2	7.1	9.4	9.4	9.6	9.8
PV of FCF until 2015	62.8									
PV of Continuing value (after 2015)	82.6									
영업가치	145.3									

자료: 삼성증권 추정

그림 10. JS전선 Valuation

가정 (%)	
영구성장율 g	1.50%
WACC	10.50%
Fair value (십억원)	
영업가치	145.3
자사주	0.0
순현금 (2008E)	(1.9)
Equity value	143.4
주식수 (백만주)	9.7
적정주가 (원)	15,000
현재주가 (원)	10,450
상승여력 (%)	43.5%

자료: 삼성증권

그림 11. 민감도 분석

(원)		성장률 (%)				
		0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
10.5%	9.0	16,000	17,000	18,000	19,000	20,000
	9.5	15,000	16,000	17,000	17,000	18,000
	10.0	15,000	15,000	16,000	16,000	17,000
	10.5	14,000	14,000	15,000	15,000	16,000
	11.0	13,000	14,000	14,000	15,000	15,000
	11.5	13,000	13,000	13,000	14,000	14,000
	12.0	12,000	12,000	13,000	13,000	14,000

자료: 삼성증권

기업분석

JS전선 (005560/10,450원/BUY(M)/목표주가: 15,000원)

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	200E	2010E
매출액	302.1	371.0	476.2	444.4	454.7
선박/해양용	97.1	126.0	195.3	203.2	207.3
고무/특수선	12.0	13.8	22.4	28.7	32.8
범용선	193.0	231.1	258.6	212.5	214.6
매출원가	283.7	348.1	439.8	402.2	411.0
매출총이익	18.4	22.8	36.4	42.2	43.6
(매출총이익율, %)	6.1	6.2	7.6	9.5	9.6
판매 및 일반관리비	7.7	8.4	11.2	15.1	15.5
영업이익	10.7	14.4	25.2	27.1	28.2
(영업이익율, %)	3.5	3.9	5.3	6.1	6.2
순이자수입(비용)	(0.3)	(1.2)	1.0	0.7	1.1
순외환관련수입(비용)	0.7	1.0	(12.6)	(7.8)	(7.8)
지분법이익(비용)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(영업관련자회사)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(비영업자회사)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 영업외이익(비용)	(3.4)	(3.6)	16.8	5.7	4.8
세전이익	10.2	14.2	14.8	22.4	23.8
법인세비용	(1.7)	3.1	3.2	4.9	5.2
순이익	11.9	11.1	11.6	17.5	18.6
(순이익율, %)	3.9	3.0	2.4	3.9	4.1
계속사업순이익*	11.9	11.1	11.6	17.5	18.6
(계속사업순이익율, %)	3.9	3.0	2.4	3.9	4.1
EBITDA	15.8	19.4	30.5	32.3	33.3
(EBITDA이익율, %)	5.2	5.2	6.4	7.3	7.3
EPS (원)	1,272	1,150	1,198	1,807	1,925
수정 EPS** (원)	897	1,150	1,198	1,807	1,925
DPS (보통주, 원)	500	500	500	500	500
DPS(우선주, 원)	(1.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	51.1	49.0	32.5	30.5

현금흐름표

기말현금	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	4.6	3.8	1.6	33.7	32.8
순이익	11.9	11.1	11.6	17.5	18.6
유·무형자산 상각비	5.1	5.0	5.3	5.2	5.2
순외환관련손실 (이익)	0.2	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실 (이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	17.2	16.1	16.9	22.7	23.8
순운전자본 감소(증가)	16.0	14.4	33.3	7.0	10.0
기타	(12.6)	(12.2)	(15.3)	11.0	9.0
투자활동 현금흐름	(8.5)	(14.5)	(6.6)	(9.8)	(7.6)
설비투자	(7.0)	(8.2)	(7.7)	(7.7)	(7.7)
Free cash flow	(2.3)	(4.4)	(6.1)	26.0	25.1
투자자산의 증가 (감소)	1.6	6.3	(1.1)	2.1	(0.1)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동에서의 현금흐름	1.2	15.2	5.7	(24.3)	(25.3)
차입금의 증가 (감소)	12.2	(21.9)	16.6	(4.0)	(4.0)
자본금의 증가 (감소)	(21.0)	10.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타	10.0	27.2	(5.2)	(14.6)	(15.6)
현금증감	(2.7)	4.5	0.7	(0.4)	(0.0)
기초현금	2.9	0.2	4.7	5.4	5.0
기말현금	0.2	4.7	5.4	5.0	5.0

참고: * 일회성 요인 제거

** 일회성 요인 제거, 완전회석화

자료: JS전선, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	200E	2010E
유동자산	77.9	96.2	123.0	129.7	137.6
현금 및 현금성자산	0.2	4.7	5.4	5.0	5.0
매출채권	49.9	55.9	78.0	85.0	93.0
재고자산	22.5	21.5	28.0	26.0	26.0
기타	5.2	14.1	11.6	13.7	13.6
비유동자산	58.0	59.8	63.0	66.1	69.2
투자자산	3.5	2.0	2.0	2.0	2.0
(지분법 적용 투자자산)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	50.3	51.1	51.6	52.1	52.6
무형자산	0.3	2.8	5.4	8.0	10.6
기타	3.8	3.9	4.0	4.0	4.0
자산총계	135.8	156.0	186.0	195.8	206.8
유동부채	59.9	22.0	46.0	44.0	42.0
매입채무	23.1	12.4	20.0	22.0	24.0
유동성 장기부채	22.2	0.3	16.9	12.9	8.9
기타	14.7	9.4	9.1	9.1	9.1
비유동부채	3.5	3.3	3.4	3.4	3.4
사채 및 장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.5	3.3	3.4	3.4	3.4
부채총계	63.4	25.3	49.4	47.4	45.4
자본금	46.9	56.9	56.9	56.9	56.9
자본잉여금	50.0	62.7	62.7	62.7	62.7
이익잉여금	(24.2)	11.1	17.1	28.9	41.8
자본조정	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	72.4	130.7	136.6	148.4	161.4
순부채	20.1	(14.5)	1.9	(3.7)	(7.6)
주당순자산 (원)	5,420	13,206	13,549	14,501	15,571

재무비율 및 주당지표

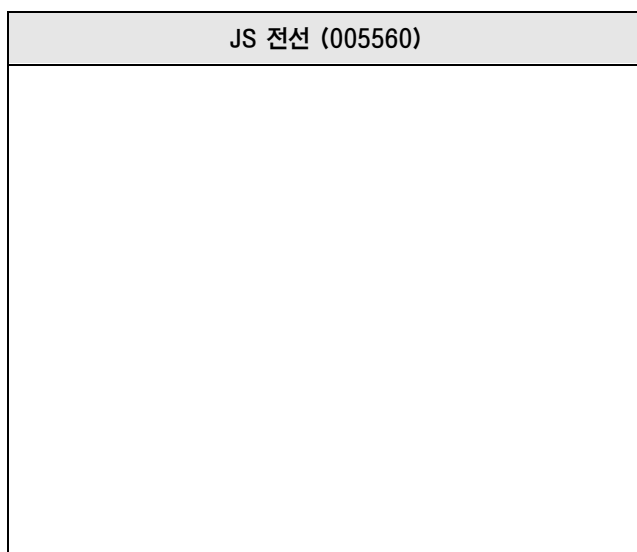
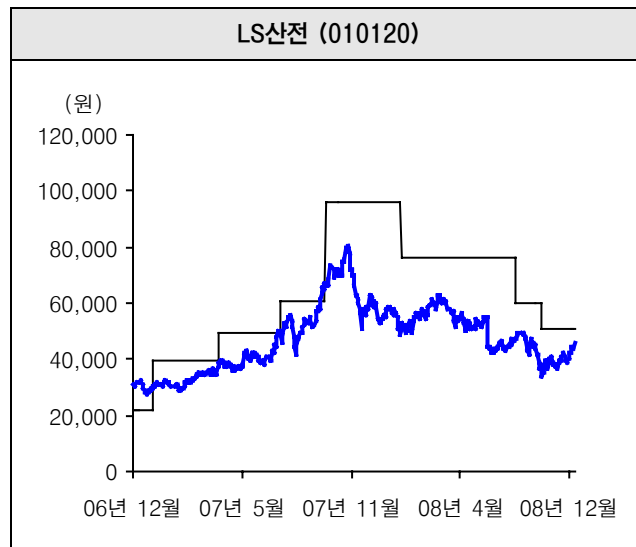
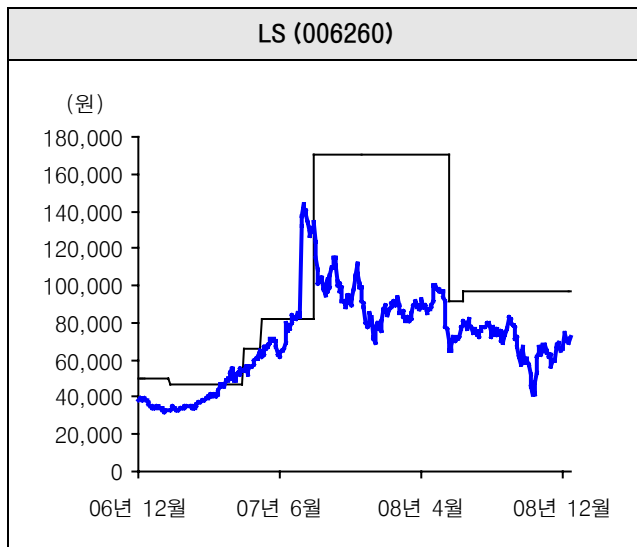
12월 31일 기준	2006	2007	2008E	200E	2010E
증감률 (%)					
매출액	54.3	22.8	28.4	(6.7)	2.3
영업이익	73.2	34.6	75.5	7.2	4.0
순이익	106.0	(6.7)	4.2	50.8	6.6
영업순이익	106.0	(6.7)	4.2	50.8	6.6
EBITDA	35.9	22.7	57.3	5.7	3.3
EPS**	197.9	(9.6)	4.2	50.8	6.6
수익률 (%)					
ROE	15.5	11.0	8.7	12.3	12.0
ROA	9.8	7.6	6.8	9.2	9.3
ROIC	14.3	11.8	16.5	15.2	15.0
순부채비율 (%)	21.7	(12.5)	1.4	(2.6)	(4.9)
이자보상비율 (배)	32.1	12.0	(25.5)	(38.3)	(26.1)
매출채권회전주기 (일)	49	52	51	67	71
매입채권회전주기 (일)	20	19	13	19	20
재고회전주기 (일)	25	23	21	25	23
Valuation (배)					
P/E	8.3	9.1	8.8	5.8	5.5
P/S	0.0	0.5	0.2	0.2	0.2
P/B	1.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.8	5.4	4.0	3.6	3.4
EV/EBIT	8.7	8.1	5.5	5.3	5.5
배당수익률 (보통주, %)	nm	2.8	4.8	4.8	4.8

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

종목명	성명	보유여부	수량	취득일	유가증권	발행관련	비고
-----	----	------	----	-----	------	------	----

해당사항 없습니다

2년간 목표주가 변경추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

LS

일 자	2007. 1/30	5/9	6/4	11/9	2008. 7/7	7/25	11/17	12/17
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	46,400원	66,100원	81,500원	170,000원	91,500원	97,000원	97,000원	97,000원

LS산전

일 자	2007. 1/18	4/24	7/26	10/4	10/26	11/27	2008. 1/24	9/22	10/29	12/17
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	39,500원	49,300원	61,000원	96,000원	96,000원	96,000원	76,000원	60,000원	51,000원	54,000원

JS전선

일 자	2008. 11/5	12/17
투자의견	Not rated	BUY(M)
목표주가	n/a	15,000원

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 **투자기간**을 6개월, 절대 수익률 기준의 **투자등급** 3단계와 **리스크** 3단계로 구분함.

BUY -매수 : 10% 초과 (Low), 15% 초과 (Medium), 20% 초과 (High)

HOLD -보유 : -10% ~ 10% (Low), -15% ~ 15% (Medium), -20% ~ 20% (High)

SELL -매도 : -10% 미만 (Low), -15% 미만 (Medium), -20% 미만 (High)

아래 지점은 1588-2323 / 1544-1544 로 통화하실 수 있습니다.

Fn Honors 서울지역

강남대로, 강서, 강남구청, 강동(명일동 Branch 포함), 갤러리아, 구로디지털, 구의(구리 Branch 포함), 대치, 도곡(도곡역 Branch 포함), 명동, 목동, 반포, 방배(이수역 Branch 포함), 보라매, 삼성타운, 삼성동(공항터미널 Branch 포함), 상계, 서교, 서초, 송파(올림픽 Branch 포함), 수유, 신사, 압구정, 여의도, 영등포, 영업부, 은평, 이촌, 잠실, 제기동, 종로, 종합운동장, 청담, 태평로(마포 Branch 포함), 테헤란, 호텔신라(H-Club 종로타워 Branch 포함)

Fn Honors 경기지역

과천, 미금역, 부천, 부평, 분당, 수원, 수지(죽전 Branch 포함), 안산, 영통, 일산, 인천, 정자역, 평촌

Fn Honors 충청·호남

광주, 둔산, 목포, 서광주, 순천, 여수, 익산, 전주, 천안, 청주

Fn Honors 영남지역

거제, 경주, 구미(인동 Branch 포함), 김해, 대구, 대구서, 대구중앙, 동래, 마산, 범일동, 부산, 부산중앙, 상인, 시지, 안동, 울산(남울산 Branch 포함)
지산, 진주, 창원, 포항, 해운대

Fn Honors 강원지역

강릉, 원주, 춘천

Fn Honors 제주지역

제주

고객 불편사항 접수

080-911-0900

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.[작성자: 신경관]