



Summary

국내 주주 자본주의가 한 발짝씩 나아감에 따라 자연스럽게 지주회사에 대한 관심이 고조되고 있다. 동사는 지주회사만이 할 수 있는 방식으로 그룹의 가치를 끌어 올리면서도 그 과실을 주주들에게 돌리고자 노력해 왔다는 점에서 주목받을 필요가 있다. 비상장 자회사들의 약진을 앞둔 지금이 바로 투자의 적기다.

알짜 비상장: LS전선과 LS니꼬동제련

그룹의 Star인 LS전선은 지금 대규모 전력 인프라 성장의 초입에 서 있다. 해저케이블과 전기차 권선 등 관련 역량을 적극적으로 육성해 온 만큼, 각국 인프라 투자의 수혜를 온전히 흡수하며 성장할 전망이다. LS니꼬동제련은 그룹의 Cash Cow로서 흔들림 없는 이익 체력을 보여줄 것이다. 비상장 자회사들의 성장 가능성을 믿는다면 동사에 투자하는 방법뿐이다.

자원의 선순환, 자회사부터 주주까지

동사는 지주회사로서 현명한 선장의 역할을 훌륭히 수행하고 있다. 유동성이 부족한 LS전선의 증설 자금을 지원하고, LS니꼬동제련을 완전 자회사로 인수하여 그룹의 수직 계열화를 완성한 것이다.

이처럼 과감하고 적극적인 투자에 따른 LS그룹 전반의 가치 성장은 결국 배당의 형태로 동사 주주들에게 돌아간다. 27년째 성실한 배당을 이어온 동사의 이익과 거버넌스가 동반 개선되며, 향후 더 높은 수준의 주주 환원이 기대된다.

<매출 및 EBITDA>

EBITDA 추정 - LS전선					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,602,796	4,831,489	6,111,367	6,527,467	6,604,274
(-) 매출원가	4,151,365	4,358,390	5,506,378	5,712,493	5,784,803
(-) 판매비와관리비	288,841	308,194	374,633	382,903	394,926
(+) 상각비 보정	80,416	87,706	95,808	97,581	102,600
EBITDA	243,006	252,611	326,164	529,653	527,144
/Sales(%)	5.3%	5.2%	5.3%	8.1%	8.0%

EBITDA 추정 - LS아이앤디					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,242,190	2,274,684	3,300,191	3,786,006	4,024,717
(-) 매출원가	2,030,536	2,041,451	2,959,480	3,360,782	3,559,792
(-) 판매비와관리비	190,565	187,240	231,352	258,881	265,524
(+) 상각비 보정	67,098	64,570	70,201	76,646	80,190
EBITDA	88,187	110,563	179,560	242,989	279,591
/Sales(%)	3.9%	4.9%	5.4%	6.4%	6.9%

EBITDA 추정 - LS니꼬동제련					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	7,874,717	7,979,812	9,901,511	10,021,271	9,955,962
(-) 매출원가	7,463,356	7,656,346	9,453,229	9,496,633	9,448,327
(-) 판매비와관리비	95,924	94,881	93,890	97,219	98,545
(+) 상각비 보정	79,025	78,823	83,812	87,121	91,447
EBITDA	394,462	307,408	438,205	514,539	500,538
/Sales(%)	5.0%	3.9%	4.4%	5.1%	5.0%

Rating

Buy

목표주가: 163,000 원

현재주가: 66,700 원

상승여력: 144.4%

12M 추가추이

시가총액 2 조 1,477 억원



Balance sheet data ('21)

순자산 3 조 5,466 억원  
PBR 0.42x  
ROE 8.15%

Earning data ('21)

PER 6.27x  
EPS 10,004 원  
당기순이익 2,778 억원

주요 주주

구자열 외 43인 32.24%  
자기주식 13.77%  
국민연금공단 13.32%

SMIC1 팀

팀장 44 기 이성규  
팀원 44 기 최정주  
45 기 박영민  
45 기 이동연  
45 기 정지원

# CONTENTS

---

0. Intro: 매력적인 지주회사에 대하여	03
1. 기업분석	04
2. 알짜 비상장: LS전선과 LS니꼬동제련	07
3. 자원의 선순환, 자회사부터 주주까지	22
4. 기타 매출추정	26
5. Valuation: SOTP	28
6. Appendix	33

## 0. Intro: 매력적인 지주회사에 대하여

말도 많고 탈도 많은 Business Group(이하 그룹)이 가진 단 하나의 장점을 꼽자면, **지주회사의 역량에 따라 시장보다 더 효율적인 자원 Allocation이 가능하다는 것이다.**

평범한 지주회사는 자회사들의 주식을 소유하는 것에 그치지만, **좋은 지주회사는 그룹의 심장**과 같다. 심장이 인체 곳곳으로 피를 보내듯, **그룹 내에서 적재적소에 자본을 순환시키는 기능을 하는 것이다.** BCG Matrix상 Cash Cow로부터 수취한 배당 수익을 그룹의 Star 혹은 Question Mark에 적극적으로 투자하는 것이 하나의 예시가 될 수 있겠다.

이는 마치 그룹 내 인사 이동을 통해 인력 시장을 거치지 않고도(즉 비용을 지불하지 않고도) 검증된 인재를 등용할 수 있는 것과 같다. 시장은 생각만큼 효율적이지 않고 정보 비대칭은 필연적이다. 따라서 그룹에 대한 이해도가 가장 높은 것은 시장이 아니라 지주회사일 수밖에 없다. 은행은 막 성장을 시작한 단계의 회사에게 돈을 빌려주는 리스크를 감당할 수 없을지라도, 지주사는 자회사의 가능성을 믿고 베팅할 수 있다.

**본 보고서는 LS그룹의 이러한 생태계에 주목한다.** LS그룹은 하나의 거대한 전선 왕국으로서, 후방에 해당하는 제련소부터 전방에 해당하는 기계 사업까지 아우르고 있다. **이처럼 모든 자회사들이 방향성을 같이하고 있는 사업 모델 하에서, LS(이하 동사)는 현명한 선장의 역할을 톡톡히 하고 있다.** 과감하고도 적극적인 투자 결정을 통해 그룹 전체의 가치를 끌어올리고 있는 것이다.

**알짜 비상장 자회사들이 대거 포진하고 있다는 점은 동사의 투자 매력도를 더욱 높인다.** LS 전선, LS아이앤디, LS니꼬동제련 등 유수의 자회사들 중 상장사는 오직 LS Electric뿐이다. 나머지 비상장 자회사들의 상승 여력에 베팅하고자 한다면 동사를 거치지 않을 수 없다.

그러나 이토록 매력적으로 보이는 지주회사라고 하더라도 마지막으로 반드시 확인해야 하는 것이 남았다. 그룹 내에서 효과적으로 자원을 순환시켜 가치를 높이고, 훌륭한 비상장 자회사를 거느리고 있다고 하더라도 **그 결실이 주주에게 도달하지 않으면 안 된다.** 바로 여기서 지주회사의 가치는 완성되는 것이다.

동사가 단행한 투자의 결실은 두 번의 배당을 거쳐 주주들에게 돌아온다. **특히나 동사는 눈이 오나 비가 오나 27년간 성실하게 배당을 이어 온 기업이다.** 주주 환원과 관련해 시장의 특별한 주목을 받지는 못했지만, 후술할 보고서에서는 동사의 이익과 거버넌스의 동반 개선에 따라 배당금을 인상할 만한 충분한 개연성을 제시한다.

동사는 지주회사이기 때문에 시장의 외면을 받았으나, 지주회사이기에 할 수 있는 Value-add를 통해 그룹을 성장시켜 나가고 있다. 이미 검증된 동사의 이익 체력이 한 단계 더 나아가 감에 따라, 주주들이 그 진가를 알아본 과실을 기대해 볼 수 있는 시점이다.

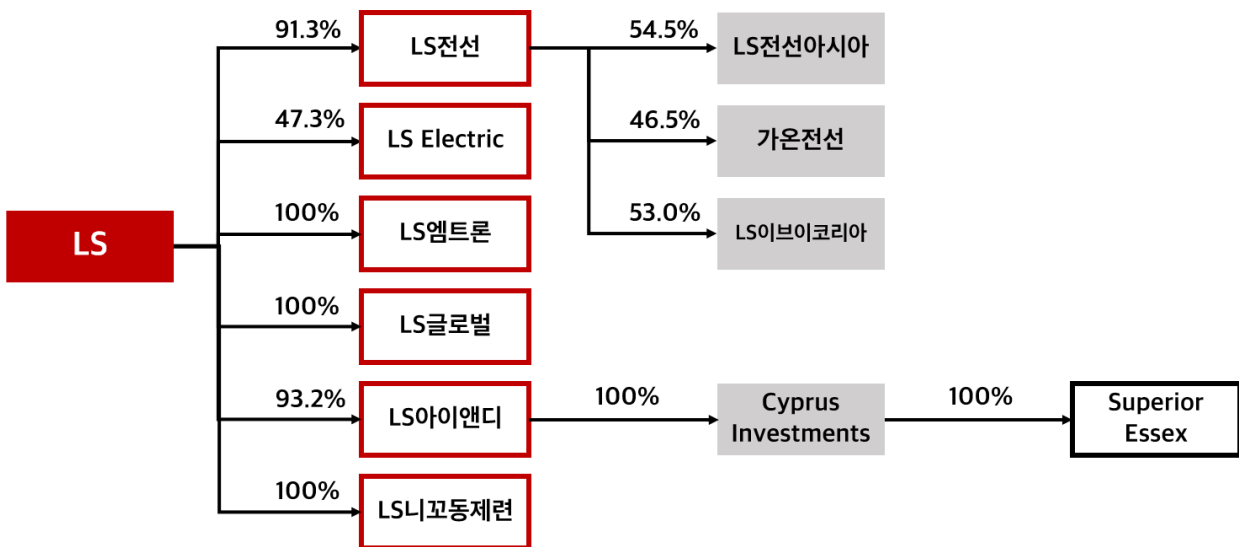
# 1. 기업 분석

## 1.1. 기업 개요

동사는 2003년 11월 LG그룹으로부터 그룹 분리 후 LG전선그룹으로 출범하였고, 2008년 7월 1일 분할과 함께 지주회사로 전환하였다. 지주회사로서 주식의 소유를 통해 종속회사들의 사업내용을 지배하는 것을 주된 목적으로 하고 있으며, 주 수입원은 자회사들로부터 받는 배당금, 브랜드 수수료 수입 등이 있다.

연결대상 종속회사에 포함된 회사로는 LS전선, LS Electric, LS엠트론, LS아이앤디, LS글로벌이 있다. '22년 8월 31일부터 LS니꼬동제련 지분 100%를 소유하게 된다.

그림 1-1. 동사 주요 자회사 조직도 (LS니꼬동제련 인수 반영)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

종속회사들의 주요 사업내용은 다음과 같다.

- 1) **LS전선**: 전선 사업부문은 생활용 및 산업용 전력을 공급하는데 쓰이는 각종 전력 케이블과 광통신케이블을 비롯한 각종 통신용 전선, 기기선, 선박용 고무선, 권선 등을 제조/판매한다.
- 2) **LS Electric**: 전력, 자동화, 금속, ITC 사업을 영위한다. 전력사업의 주요 재화 및 용역으로는 전력기기, 고압기기, 계량기 등이 있다. 자동화 사업은 PLC, INVERTER 및 자동화시스템 등을 판매한다.
- 3) **LS엠트론**: 기계 사업과 부품 사업을 영위한다. 기계 사업 부문은 농기계, 사출 성형기 등을 생산한다. 부품 사업 부문은 휴대폰 및 Display용 커넥터와 안테나를 생산, 판매한다.
- 4) **LS아이앤디**: 부동산개발 사업과 해외투자 사업을 영위한다. 부동산개발 부문은 임대료 수

취를 주 사업으로 하고 있다. 해외투자 부문은 Cyprus Investments, Inc. 의 지분을 100% 보유하고 있고, Cyprus Investments, Inc. 는 통신선, 권선 등을 제조하는 미국 전선 업체 Superior Essex(이하 SPSX)사의 지분(보통주 지분 100%)을 보유하고 있다.

5) **LS니꼬동제련**: 동광석을 제련하고 정련하는 과정에서 순도 99.99% 이상의 구리를 함유한 전기동을 생산하고, 부산물 처리 과정에서 희유금속성분을 추출해 금, 은, 백금, 팔라듐, 셀레늄 등을 생산한다. 추가로 화성 공정을 통해 황산, PSA, Liquid SO<sub>2</sub> 및 석고 등을 생산한다.

## 1.2. 주가 추이

그림 1-2. 동사 주가 추이



출처: Quantiwise, SMIC 1팀

1) 14.02~15.08 : SPSX 인수와 진도-제주 해저케이블 프로젝트에서 대규모 손실을 입은 후, 수익성이 낮은 통신 솔루션과 바닥재 사업을 정리하는 등 구조조정을 거쳤다. 이 과정에서 꾸준한 주가의 하락세가 나타났다.

2) 15.09.~17.08. : 글로벌 전선 상위업체의 주가가 회복세를 나타내는 상황에서 선진국 중심으로 전력선 해외 수주잔고가 증가했다. 이 과정에서 LS전선의 실적 성장 가시성에 시장이 주목하기 시작했고, 이후 대규모 신규 수주와 어닝 서프라이즈가 이어지며 전선 부문의 호황이 이어졌다.

전선 부문 이외에도 LS니꼬동제련의 이익 정상화, LS엠트론의 2차 전지용 동박 부문 성장 및 흑자 전환 등 긍정적인 이슈들이 있었으며, 트럼프 미 대통령 당선 및 OPEC 감산으로 미국 내 자국기업 우선주의와 중동의 플랜트 투자 재개에 대한 기대로 SPSX가 주목받기도 했다.

이에 더해 아시아 인프라 개발은행 설립으로 인한 LS산전(현 LS Electric)의 전력기기 수출 증가 기대감, LS전선 베트남법인(현 LS전선아시아) 고성장예 대한 기대감이 복합적으로 작용하며 주가가 우상향 궤적을 그렸다.

- 3) 18.06.~20.03. : 전기동 가격 약세, 신흥국 경기 둔화, 글로벌 설비투자 부진 등이 겹치며 실적 악화 우려로 주가가 하락했다. 코로나19 팬데믹 시작과 함께 저점을 통과했다.
- 4) 20.04.~21.01. : 전기동 가격 상승으로 호실적이 예상되는 상황에서 해상풍력용 해저케이블 납품 기대감이 피어나며 주가가 상승했다.
- 5) 22.02.~22.05. : '21년도 박스권에 갇혀 있다가 세계 주식시장의 침체와 함께 하락했던 주가가 자회사들의 실적 성장 기대를 통해 상승했다. 해저케이블 수주 호조, 동 제련 수수료 상승, 북미 트랙터 수요 증가가 LS전선, LS니꼬동제련, LS엠트론의 실적 기대감으로 이어졌고 LS Electric의 1분기 어닝 서프라이즈까지 있었기 때문이다.

## 2. 알짜 비상장: LS전선과 LS니꼬동제련

### 2.1. LS전선 : 해저 케이블과 전기차 권선으로 성장동력 확보

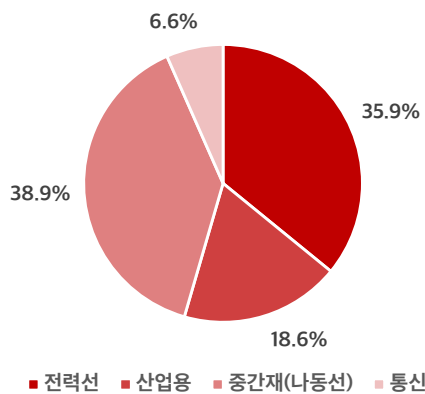
신재생 에너지 전환 +  
전기차 도입 본격화

LS전선은 현재 구조적인 전력 인프라 성장의 초입에 서 있다. 이는 매년 꾸준히 발생하던 기본적인 수요를 넘어서는 거대 사이클이다. 신재생 에너지로의 전환과 전기차 도입의 본격화, 양대 축이 이끄는 수요의 폭발적인 증가는 LS전선의 이익으로 점차 흡수될 전망이다.

#### 2.1.1. 기업 개요

동사의 비상장 자회사인 LS전선은 전력 및 통신 케이블의 제조 및 판매 사업을 영위하고 있으며, 사업부문은 중간재(나동선) 부문, 산업용 전선 부문, 전력선 부문, 통신사업 부문 4개로 구분하고 있다. 매출액은 '18년부터 '20년까지 3조 3,000억 원 수준에서 정체되었다가, '21년에 주요 원재료인 동 가격의 상승과 해저 케이블 매출 성장으로 전년 대비 26% 증가하였다.

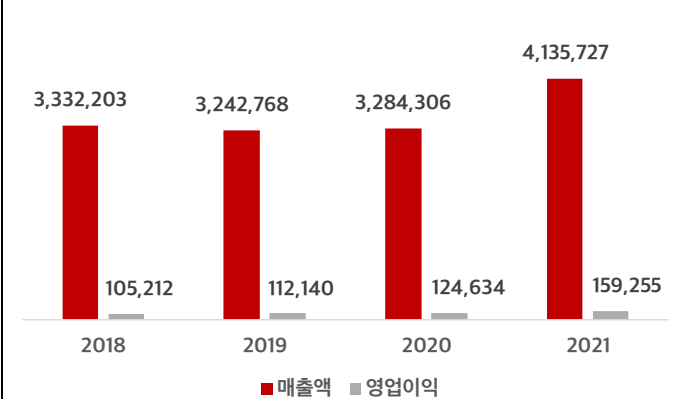
그림 2-1. '21 사업부문 별 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-2. 매출 및 영업이익 추이

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

#### 2.1.2. 각국 인프라 투자의 수혜

LS전선은 매년 전력 수급을 확대하고 노후 전력망을 대체하면서 발생하는 기본적인 수요와, 기업 설비 투자에 따른 전선 수요를 통해 견조한 이익을 창출해 왔다. 그러나 최근 각국에서 발표되고 있는 인프라 투자안들은 기존 전력 그리드의 확충뿐만 아니라 전기차와 신재생 에너지에 막대한 자금을 투입할 계획을 담고 있어 관련 역량을 키워 온 LS전선에 대한 기대감을 높이고 있다.

##### 1) 국내 인프라 투자

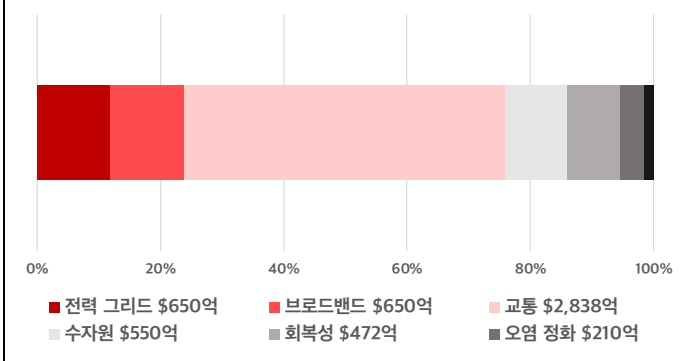
우선 한국은 제9차 전력수급기본계획에 따라 '35년까지 14.1GW의 발전 능력을 추가할 계획이다. 현재까지 갖추고 있는 발전 설비의 16% 수준인데, 이를 위한 전력망 보강에만 약 17조 원이 소요될 것으로 예상되고 있다. LS전선의 전통적인 주력 매출처가 수혜를 입을 것으로 예측되는 대목이다.

그림 2-3. LS전선 사업 부문별 매출 비중

사업 부문	주요 제품	2019	2020	2021
중간재	나동선	31.1%	33.1%	38.9%
산업용	권선	15.7%	14.6%	18.6%
	특수선 산업용 특수 케이블			
전력선	부스덕트	44.6%	44.3%	35.9%
	고압 케이블			
	저압 케이블 해저 케이블			
통신사업	광케이블	8.6%	8.0%	6.6%
	동선 케이블			

출처: LS전선 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-4. IJIA 인프라 부문별 예산



출처: World Energy Market Insight, SMIC 1팀

## 2) 미국 인프라 투자

그보다 더 주목해야 하는 것은 작년 말 미국 하원에서 통과된 1조 2,000억 달러 규모의 ‘초당적 인프라 투자 및 일자리 법안’(IIJA)이다. IIJA는 일반적인 인프라 법안과는 달리 교통, 브로드밴드, 전력 그리드, 수자원 등 거의 모든 주제에 대응되는 프로그램에 예산을 제공할 계획이다. 법안이 집행되는 8년에 걸쳐 막대한 예산이 투자되며, 이에 따라 뉴딜과 같이 한 시대를 결정짓는 대규모 인프라 재건이 이루어질 것이다.

LS전선은 전력 그리드, 브로드밴드, 교통 3부문과 관련된다. 전력 그리드 부문에서는 일반 전력선과 나동선, 브로드밴드 부문에서는 통신선, 교통 부문에서는 전기차 관련 수혜를 입을 전망이다. 특히 전력 그리드 재건에만 650억 달러가 투입될 계획이기 때문에, LS전선은 이에 대응하기 위해 약 2,690만 달러를 투자해 노스캐롤라이나 전력 공장을 증설할 계획이라고 밝혔다. 현재 188명이 근무하고 있는 공장에 86명을 추가 채용하여 인력 역시 확충한다.

## 2.1.3. 해저 케이블, 동사의 안정적인 성장을 책임진다!

기초 전선 제품들  
= 낮은 수익성의 원인

LS전선의 영업이익률은 3개년 평균 3.6% 수준을 기록하고 있다. 매출 비중의 40%를 차지하는 나동선을 비롯한 기초 전선 제품들이 바로 낮은 수익성의 원인이었다. 나동선의 지난 3년 평균 영업이익률은 2%였고, 심지어 ‘21년에는 동 가격이 천정부지로 치솟으면서 이익률이 더욱 훼손되었다. 이제까지 LS전선은 나쁜 수익성과 취약한 원가구조를 가진 그다지 매력적이지 않은 회사였던 것이다.

해저케이블의 등장!

그러나 ‘21년을 기점으로 LS전선은 해저 케이블이라는 새로운 성장동력에 기반하여 몸집 키우기에 나설 예정이다. ‘21년 원재료 가격의 급등에도 불구하고 동사 이익률은 방어되었다는 사실이 그 복선이다. 고마진 제품인 해저 케이블 매출이 전년 대비 2배 이상 성장하면서 수익성이 보존된 것이다.

기술적 진입장벽  
→ 높은 수익성의 원인

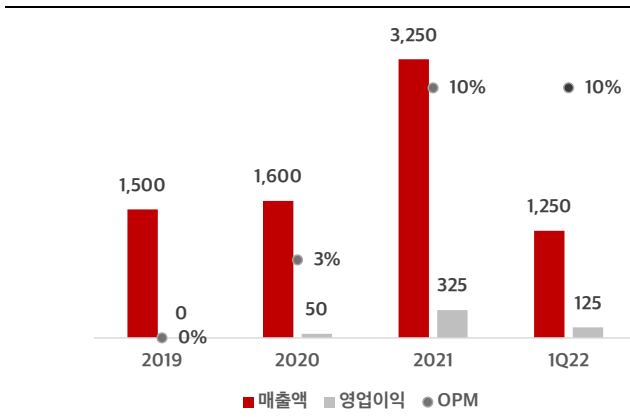
LS전선의 미래를 책임질 해저 케이블은 해상풍력발전으로 생산된 전기를 육지까지 운송하는데 사용된다. 해저 케이블의 높은 수익성은 기술적 진입장벽으로부터 비롯된다. 일반 지상 케이블과 달리 한 번 설치하면 최소 30년 이상 사용해야 하므로 전력 운송과 더불어 부식 방지 및 충격 완충의 기능까지도 수행해야 하는 것이다. 또한 바다에서 육지까지 장거리 전력 운송을 위해 수십 km의 케이블을 끊임 없이 생산할 수 있어야 한다.

수요 高 + 공급 低  
= 높은 단가와 수익성

이로 인해 해저 케이블은 LS전선과 Nexans(프랑스), Prysmian(이탈리아), Sumitomo(일본) 4개 업체가 과점 시장을 형성하고 있다. 해상풍력의 급부상으로 해저 케이블 수요는 빠르게 증가하는 한편 공급은 제한되어 있어 단가와 수익성이 높게 형성되어 있는 것이다.

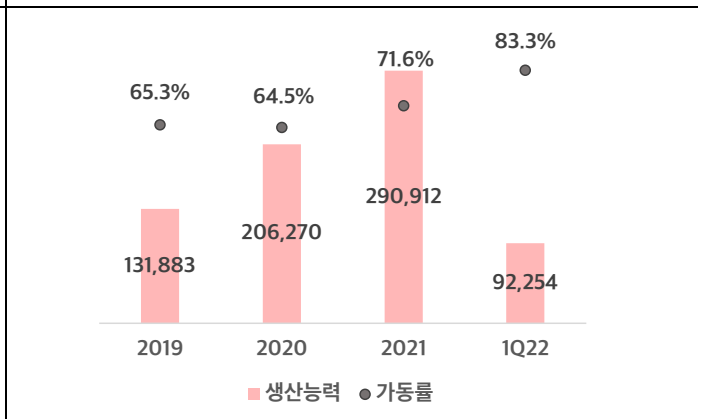
해저 케이블의 영업이익률은 제품만 납품할 경우 5%, 시공 작업까지 함께 수행할 경우 10%를 상회하여 기존 제품들에 비해 현저히 높은 수익성을 자랑한다. 뿐만 아니라 해저 케이블은 장기 계약(2-3년) 기반의 수주 산업이기 때문에 이익률을 보장받아 원자재 가격과 무관하게 10% 내외의 안정적인 이익률을 기대할 수 있다는 장점도 가진다.

그림 2-5. 해저 케이블 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-6. 해저 케이블 생산능력 및 가동률 추이 (단위: km)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

매출의 8%지만  
영업이익에서는 20% !

‘21년 전사 매출에서 해저 케이블 매출이 차지하는 비중은 8%에 불과하다. 그러나 제품의 높은 마진율 덕분에 영업이익에서는 20%의 비중을 차지하며 수익성에 크게 기여하였다. ‘19년부터 축적되어온 해저 케이블의 수주잔고가 ‘21년부터 본격적으로 매출로 인식되면서 그간의 성과가 가시화된 것이다. ‘22년 1분기에도 역대급 매출과 영업이익을 기록하였으며, 해저 케이블의 생산능력과 가동률, 수주잔고 또한 꾸준히 우상향하고 있다. 증설을 통한 생산능력 확대까지 앞두고 있는 만큼 빠른 매출 성장과 수익성 개선이 기대된다.

#### 2.1.4. 폭발적인 대만향 매출 증가

대만은 LS전선 해저 케이블 매출의 절반 이상을 차지하는 최대 수요국이다. 대만 정부가 ‘25년까지 진행하는 1차 해상풍력 사업에서 현재까지 발주된 해저 케이블을 전부 LS전선이 수주한 바 있다. 본 절에서는 대만 해상풍력 시장의 높은 성장성을 밝히고, 증설 후 CAPA를 뛰어넘는 대규모 수주를 대만으로부터 받게 될 개연성이 높다는 것을 보이고자 한다.

##### (1) 대만 해상풍력 시장의 높은 성장성

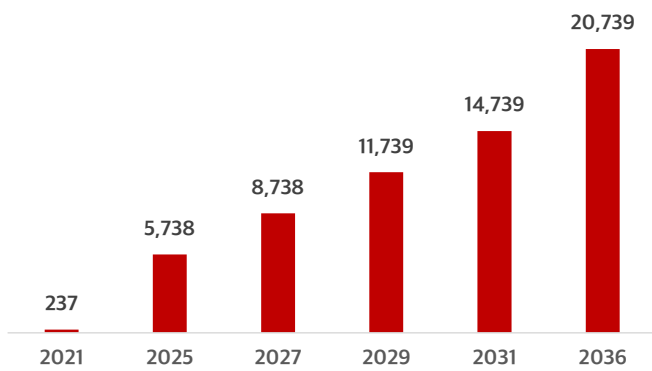
해상풍력은 최근 가장 빠르게 성장하고 있는 재생에너지원이다. ‘21년 글로벌 해상풍력 누적 설비용량은 전년 대비 60% 증가하였다. 신규 설치량은 태양광, 육상풍력에 비해 절대적인 규모 차원에서는 작지만 전년 대비 성장률은 두 에너지원에 비해 확연히 높았다.

유럽 성장 둔화,  
아시아 고성장

지역적으로는 아시아 지역의 성장이 두드러졌다. 중국을 제외한 아시아 지역의 '21년 해상풍력 신규 설치량은 888MW로 전년 대비 약 309% 증가하였다. 반면 유럽의 '21년 증가율은 13%로, 이미 상당 수준의 발전 설비를 보유하여 성장이 둔화된 유럽 지역보다 현재 가파른 성장세를 보이고 있는 아시아 시장에 더욱 주목할 필요가 있다.

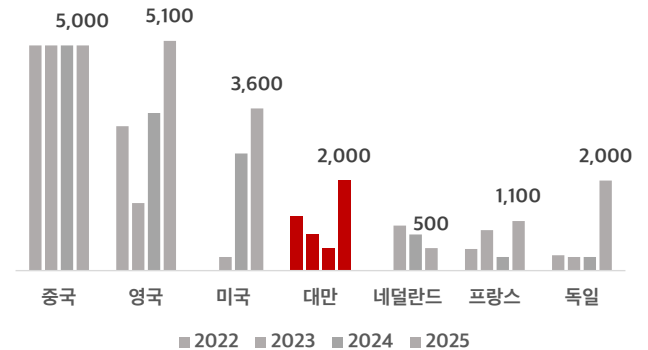
그 중에서도 특히 대만이 가장 적극적으로 해상풍력 인프라를 구축할 계획을 가지고 있다. '25년 대만의 설비용량과 발전량 목표치는 각각 5,738MW과 207억 kWh로, 계획대로라면 '21년 대비 각각 27배, 41배 증가하게 된다. 이로써 해상풍력발전은 '25년 대만 재생에너지 용량의 20%를 차지하면서 주류 재생에너지원으로 도약할 전망이다.

그림 2-7. 대만 해상풍력발전 누적설비용량 계획 (단위: MW)



출처: 대만 경제부, SMIC 1팀

그림 2-8. 국가별 해상풍력 설치량 전망치 (단위: MW)



출처: GWEC, SMIC 1팀

대만의 매서운 투자

대만의 공격적인 설비 투자 규모는 다른 국가와 견주어도 손색이 없다. '25년까지 대만의 해상풍력 신규 설치량 전망치는 전 세계에서 중국, 영국, 미국 다음으로 높다. 즉 대만은 해상풍력 발전이 이제 막 개화하여 성장성이 높으면서도 투자 규모는 주도국들과 대등한 수준이기에 그 어떤 국가보다도 가파른 성장이 기대되는 시장인 것이다.

그렇다면 대만이 정말로 계획처럼 해상풍력발전에 힘을 쏟을까? 본 보고서는 그러한 개연성이 매우 높다는 근거로 ① 강화되고 있는 대만의 탈탄소화 정책과 ② 해상풍력에 매우 유리한 대만의 지리적 환경을 제시한다.

1) 대만 정부의 강력한 탈탄소화 정책

① 최근 대만 정부의 정책 기조는 탈탄소화 및 신재생에너지 비중 확대를 명확히 향하고 있다. 대만 정부는 2050년 이산화탄소 배출량을 2005년 배출량의 50%로 낮추는 기존의 목표를 온실가스 제로 배출로 수정한 바 있으며, 올해는 탄소중립을 법제화하여 탄소배출비용 부과에 대한 법적 근거를 마련하였다. 뿐만 아니라 작년에 탄소배출권 거래제도 및 기후변화대응전략 등 관련 법규를 개정 및 강화하였으며, 현재는 탄소세와 관련한 입법을 진행 중에 있기도 하다.

최근 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 에너지 자립의 필요성이 크게 대두된 만큼, 에너지의 수입 의존도가 97%에 달하는 대만은 화석연료를 대체할 수 있는 신재생에너지의 발전에 더욱 박차를 가할 것으로 보인다.

2) 해상풍력에 매우 유리한 입지

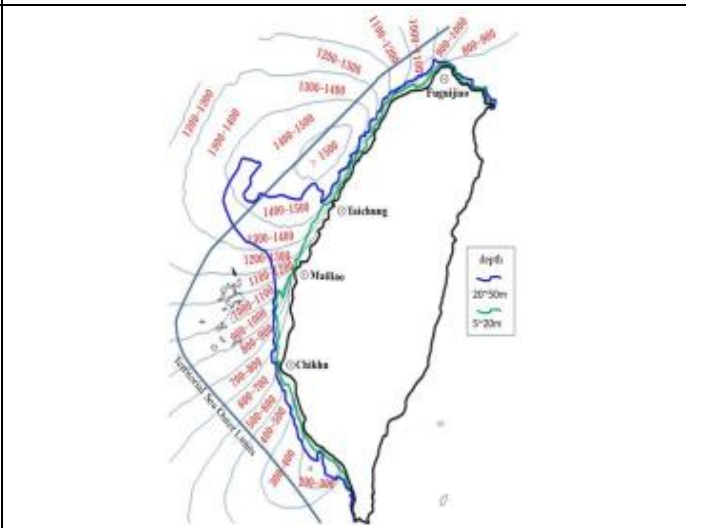
② 대만은 본토 입지에 매우 유리한 해상풍력에 주력할 수밖에 없다. 풍력은 에너지 세기의 단위인 풍력 밀도를 기준으로 7개의 등급으로 구분되는데, 일반적으로 4등급 이상인 지역을 해상풍력 발전 적지로 판단한다. 대만의 서부 해역 대부분이 4등급 이상에 해당하며, 그 중에서도 상당 구역이 가장 상위 등급인 7등급에 분포하고 있다. 실제로 전 세계 53개국에서 개발 예정인 2,122개의 해상풍력발전단지 중 풍속 순위 상위 100개의 단지에 대만 지역이 76곳 포함된다. 대만은 유리한 입지를 기반으로 가장 효율적으로 해상풍력 발전을 육성할 수 있는 국가인 것이다.

그림 2-9. 풍력 등급표

풍력 등급	풍력 밀도 (W/m <sup>2</sup> )	풍속(m/s)
1	≤160	≤5.1
2	≤240	≤5.9
3	≤320	≤6.5
4	≤400	≤7.0
5	≤480	≤7.4
6	≤680	≤8.2
7	≤1600	≤11.0

출처: NREL 2009, SMIC 1팀

그림 2-10. 대만 서부 해역의 풍력 밀도 (단위: MW)



출처: MDPI, SMIC 1팀

수주 쓸어담는 LS전선

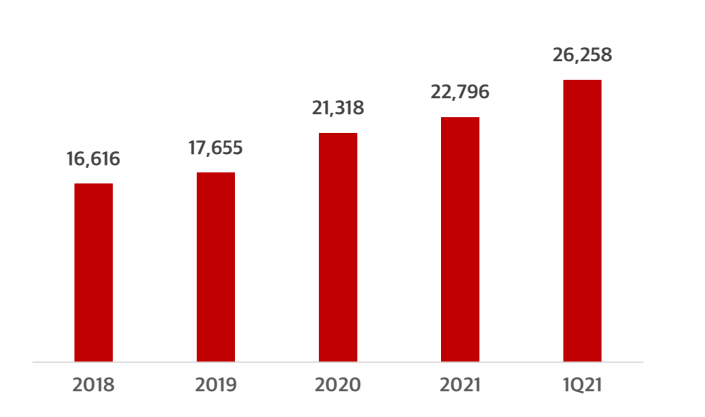
‘25년까지 진행되는 대만의 제1차 해상풍력단지 개발 파이프라인은 아래와 같다. 전체 설비 용량 약 40%에 대하여 케이블 사업자가 결정되었는데, LS전선이 대부분의 물량을 수주 받아 3년간 총 8,000억 원 규모의 잔고를 쌓았다. ‘25년까지 남은 60%의 물량에 대하여 약 1.2조 원 규모의 신규 발주가 발생할 예정이다. ‘21년 LS전선의 대만 향 해저 케이블 매출이 약 1,600억 원이므로 근시일 내에 상당한 수준의 매출 성장을 기대해 볼 수 있겠다.

그림 2-11. 대만 제 1차 해상풍력단지 개발 파이프라인

단지명	설비용량(MW)	계통연계 시점
하이양	128	2019
타이디엔 1기	110	2021
위녕	640	2022
하이닝Formosa2	376	2022
장화 : 동남, 서남(1단계)	900	2022
장광1기	100	2022
장광2기	500	2023
하이룽 2호, 3호	1,044	2024
중녕	300	2024
타이디엔 2기	294.5	2025
장화 : 서남(1단계), 서북	920	2025-2026

출처: KOTRA, SMIC 1팀

그림 2-12. LS전선 수주잔고 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

대량 발주 시작이  
머지않았다!

'26년 이후 제2차 해상풍력단지 개발 계획 예상 발주액이 7조 원 규모인 상황에서, **글로벌 해저 케이블 업체의 수주잔고 수준이 '21년에 이미 '24년까지 생산 가능한 물량을 초과하고 있다.** 따라서 계획된 일정을 준수하려면 개발 업체가 선정되는 즉시 대규모 해상 케이블 발주를 시작할 가능성이 매우 높다. '22년 3분기부터 개발 업체 선정이 시작되므로, 빠르면 올해부터 발주가 진행되어 동사의 주가 드라이버로 작용할 것이다.

## (2) LS전선의 수주가 확실시되는 이유

대만의 대량 발주가 예견되는 가운데, LS전선은 이제껏 그래왔듯 그 중 상당량을 수주할 것으로 판단한다. 그 근거는 크게 아래의 3가지로 요약된다.

① **높은 기술적 진입장벽** : 앞서 이미 서술한 부분이다. 해저 케이블 생산에 높은 수준의 기술력이 요구되기 때문에 LS전선과 Nexans(프랑스), Prysmian(이탈리아), Sumitomo(일본) 4개 업체가 과점 시장을 형성하고 있다.

② **가격 경쟁력** : 대만항 공급에 있어서만큼은 유럽 업체에 비해 동사가 가격 경쟁력을 가진다. 수십 km에 달하는 해저 케이블은 선박으로 운송되기 때문에 비용에서 운송비가 차지하는 비중이 상당하다. 따라서 운송지와의 거리가 가격 경쟁력을 결정하는 중요한 변수이다. LS전선 IR에 따르면 대만항 공급에 있어 유럽 업체가 LS전선에 비해 15% 더 높은 운송비를 부담하고 있다.

③ **글로벌 개발 업체와의 우선공급계약** : 다수의 글로벌 해상풍력 개발업체들과 우선공급계약을 맺고 있는 LS전선은 일본의 Sumitomo에 비해서도 수주 우위를 갖는다. LS전선은 덴마크 Orsted, 캐나다의 노스랜드파워, 대만 CDWE와 우선공급계약 또는 우선협력관계를 맺은 바 있다. 대만의 제1차 해상풍력단지 개발 계획에서 위 3개사가 참여하는 파이프라인의 발전 용량은 2,992MW로, 전체 용량의 56%에 달한다.

Sumitomo는 해상풍력개발업체와 우선공급계약을 체결한 바 없는 것으로 확인하였다. 글로벌 업체와의 우선공급계약은 좋은 레퍼런스가 되어 타 파이프라인에서 LS전선의 수주 가능성을 더욱 높일 것이다.

## (3) 증설을 통한 매출 실현

'24년에는 CAPA가  
2배로 확대된다!

해상 케이블 수요 호조와 높은 추가 수주 가능성에 힘입어 LS전선 또한 빠르게 증설을 진행하고 있다. '23년 4월에는 1,859억 규모의 해저 케이블 생산 전용 공장이 완공될 예정이며, '25년까지 동해시에 위치한 기존 공장에 증설을 위해 800억 원 투자를 집행할 예정이다. LS전선에 따르면 '24년에는 현재의 2배 수준의 CAPA를 무리 없이 달성할 수 있다고 한다. 향후 LS전선의 가파른 매출 성장이 기대되는 대목이다.

### 2.1.5. 전기차 성장에 올라탄 권선 사업

#### 작은 권선이 맵다

전사 매출액의 4.2%. 일견 초라해 보이는 작은 사업부인 권선 부문에 주목해야 할 이유가 있다면, 그곳에 거대한 잠재력이 숨겨져 있기 때문이다. **기하급수적인 성장이 담보된 전기차 시장, 그 중에서도 핵심 부품인 모터에 사용되는 권선을 글로벌 과점 업체로서 납품할 수 있는 사업부이다.** 작다는 이유만으로 지나쳐서는 안될 것이다.

권선(Magnet Wire)은 전기 에너지와 운동 에너지 간 변환을 매개하는 부품으로, 전자기기의 **철관과 신경 역할을 한다.** 전기자동차에서는 구동 모터에 코일 형태로 감겨 배터리와 모터를 연결한다. LS전선은 권선 종류 중 환선, 각선, 고기능 권선을 생산한다.

#### LS 전선의 기술적 우위

이 중 **각선과 고기능 권선에** 주목해야 할 필요가 있다. 고전압, 고출력, 대용량 전기차 모터에 반드시 필요하기도 하고, **글로벌 과점 업체로서 LS전선이 가진 기술적 우위가 여실히 드러나는 제품군이기 때문이다.** 점적률, 절연성능, 내열성, 내전압 면에서 특히 우수함을 보인다.

**1) 점적률:** 전체 부피 중 주 소재가 차지하는 부피, 이 경우에선 전체 권선의 부피 중 구리가 차지하는 비율을 의미한다. 구리는 전기 전도성이 매우 높은 물질이다. 점적률이 높을수록 권선의 전기 전도율이 높아지고 전기 에너지의 사용 효율이 높아진다.

**2) 절연성능:** 전류가 통하지 않게 하는 성질을 의미한다. 모터에는 권선이 여러 겹으로 감겨 있기 때문에 권선끼리 합선이 일어나지 않도록 하기 위해서는 전선을 절연물질로 균일하게, 빈틈없이 도포하여 권선의 절연성능을 확보하는 것이 매우 중요하다.

**3) 내열특성:** 높은 온도를 견디어 내는 성질을 뜻한다. 전자제품 내 고열의 환경에서 재료가 변형되거나 변질되는 일이 발생하면 권선이 본연의 목적을 수행하지 못하고 문제를 일으킬 수 있기 때문에 내열특성 역시 중요한 요소로 꼽힌다.

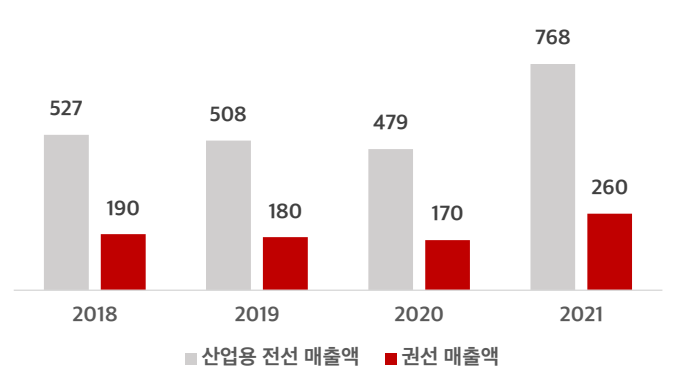
**4) 내전압:** 전압에 의한 손상이나 파괴를 견딜 수 있는 전압 크기의 인가 범위를 의미한다. 절연체에 허용범위 이상의 전압을 걸면 절연파괴가 일어나는데, 이 경우 절연성능이 사라져 제품의 오작동이 발생할 수 있다.

그림 2-13. 각선



출처: LS전선 홈페이지

그림 2-14. 산업용 전선 및 권선 부문 매출액 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

LS전선의 각선과 고기능 권선은 모터의 점적률 향상을 위한 와이어의 고집적화, 고속 와인딩에 적합한 구조를 지니고 있다. 고기능 절연재질을 이용해 복잡한 성형 및 벤딩에서도 뛰어난 절연성능을 보이고, 내열특성은 240℃로 준수하다. 가장 중요한 점은 800V 전압에 견딜 수 있어 고출력, 고전압 모터에 무리 없이 사용될 수 있다는 것이다.

#### 높은 전압 규격의 장점

##### 1) 충전 시간 감소

**800V 충전 시스템은 LS전선에게 매우 중요한 의미를 갖는다.** 현재 대부분의 전기차는 400V 충전 시스템을 사용하는데, 더 높은 전압 규격 채택 시 차량 과열, 배터리 수명 단축 등의 위험이 커지기 때문이다. 그러나 전압이 높아질수록 충전기의 출력도 상승해 충전 시간을 줄일 수 있다. 기술력만 확보된다면 전압을 높이지 않을 이유가 없다.

좀 더 자세히 설명하면, ' $전력(W)=전압(V)\times 전류(A)$ ' 공식에 따라 400V의 전압으로 250A의 전류를 흘려보내면 100KW가 만들어진다. 여기서 전압을 800V로 올려주면 500A 전류가 흐르면서 400KW의 전력이 만들어진다. 전압이 2배 올라가면 충전 시간은 4분의 1로 줄어들게 되는 것이다.

##### 2) 배터리 용량 ↑

##### 3) 차체 경량화

게다가 높은 전압 규격 채택의 이점은 충전 편의에만 있는 것이 아니다. **배터리 용량, 차체 출력, 주행거리가 늘어나고, 차체 경량화에도 기여한다.** 전압을 높이면 전류를 낮출 수 있고 전류가 낮아지면 전선의 굵기를 줄일 수 있기 때문이다.

#### 필연적인 기술의 Shift

따라서 향후 기술 개발을 예상하며 많은 완성차 업체들이 전압 시스템을 800V로 전환하고 있고, 시간이 지날수록 800V 시스템 채택 비율은 높아질 수밖에 없는 상황이다. 내연기관이 사이드 밸브에서 오버헤드 밸브로, 또 더블 오버헤드 캠샤프트로 발전했듯이 장치의 고성능화는 필연적인 방향이기 때문이다.

그러나 이토록 성장성이 높은 전기차 시장에 납품될 구동모터용 권선을 생산하는 업체는 전 세계에서 LS전선, 히타치, 후루카와 전기(SPSX 합작), 스미토모 전기 총 4곳뿐이다. 내연기관에 들어가는 12V 권선 시장에는 중소 업체들도 손쉽게 진입할 수 있으나 고전압 권선 시장의 경우 명백한 기술적 해자가 존재하기 때문이다.

그림 2-15. 글로벌 전기차 판매량 추정치

(단위: 대)

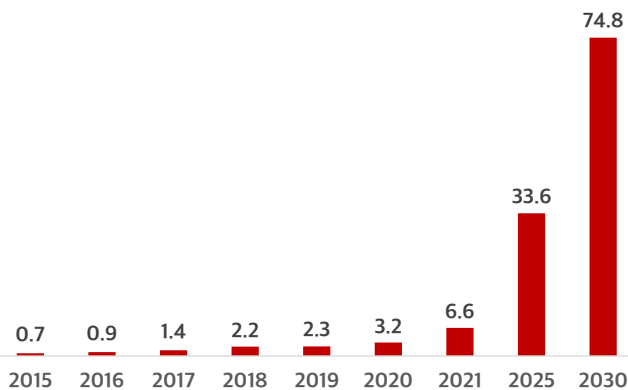
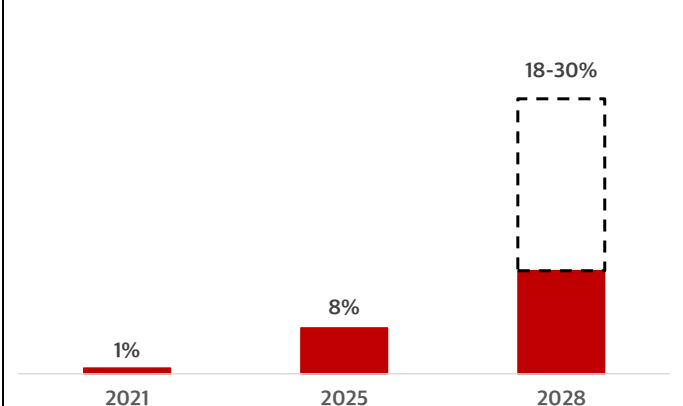


그림 2-16. 전체 전기차 중 800V 규격 채택 비율



출처: IEA, SMIC 1팀

출처: BOSCH, ZF, SMIC 1팀.

글로벌 완성차 업체향  
공급 레퍼런스 多

LS전선은 '09년 권선 개발 이후 '17년부터 GM Bolt EV에 400V 권선을 공급하기 시작했으며 테슬라, 도요타, 아우디 등 글로벌 완성차 업체향 공급 레퍼런스를 착실히 쌓아왔다. 글로벌 권선 제조 선두 업체로서의 초석을 단단히 다져온 것이고, 이는 신규 진입한 사업자가 결코 단시간내에 따라잡을 수 없는 영역이다.

화룡점정으로, '21년부터는 현대 아이오닉5, 기아 EV6에 800V 고전압 권선을 단독 공급하게 되었다. 800V 권선 시장을 선점하면서 경쟁 업체 대비 우위를 확보한 것이다. '21년 LS전선 권선 사업부의 매출이 증가한 것은 우연이 아니라 일종의 대전환이었다.

이에 더해 차체 경량화를 위한 알루미늄 동선과 자회사인 LS이브이코리아가 생산하는 배터리 부품, 와이어링 하네스 등 전기차 부품 라인업 확대가 체계적으로 이루어지고 있다는 점에서, LS전선은 전기차 시장 개화의 특수를 온전히 누리게 될 것이다.

#### 2.1.4. 매출 추정

매출 추정은 LS전선 별도, 국내중속회사, 해외중속회사 3 부문으로 나누어 진행하였다. 그 중 국내중속회사와 해외중속회사 부문은 국내상장자회사인 LS전선아시아를 제외하고는 LS전선의 연결이익에서 차지하는 비중이 낮아 별도 추정하지 않고 '21년 매출을 flat 처리하였다. LS전선아시아의 경우 대부분의 매출이 동 가격에 연동되는 전선 부문에서 발생하므로, 현재 수준('22.05.30)의 동 가격, 락다운 해제로 인한 Q 증가를 고려하여 제품별로 추정해주었다. 동 가격이 유지될 것으로 보는 구체적인 논리는 2.2.3 LS니꼬동제련 매출 추정에 서술하였다.

다음은 LS전선 별도 기준 매출 추정이다. LS전선 별도 매출액은 다시 전력선 부문, 산업용 전선 부문, 중간재 부문, 통신사업 부문으로 나누어 추정하였다.

##### [전력선 부문]

해저 케이블과 그 외로 구분하여 추정하였다. 해저 케이블 외 매출은 주요 제품인 부스덕트의 CAPA에 연동하여 추정하였다. 공시된 증설 계획 역시 반영하였다. 해저 케이블의 매출은 증설 계획과 원재료 가격 변화, 재고의 증감을 모두 고려하여 추정하였다. 구체적인 추정 논리는 다음과 같다.

① '19년은 생산량 = Q(판매량)를 가정하였다. ② '20년은 코로나의 영향으로 대만 해상 풍력 발전 파이프라인이 잠정 중단되면서 생산한 만큼 판매하지 못하고 재고가 증가하였다. '20년의 재고 증가는 매출액과 P(단가)에서 역산한 Q를 생산량과 비교하여 산출하였다. 이때 P는 원재료인 동 가격의 상승을 반영하였으며, 재고는 '21-'23 동안 소화될 것으로 판단하였다. ③ ②와 동일한 방식으로 '21년의 재고 감소를 구하고, 남은 재고는 '22년과 '23년에 균등하게 분배해주었다. ④ '22년 및 '23년의 매출은 추정된 Q와 P를 곱하여 산출하였다. Q는 공시된 증설계획을 반영하고 '22년 1분기 가동률을 적용하여 추정하였으며, P는 동 가격이 현재('22년 5월 30일) 수준에서 유지된다고 보아 추정하였다.

전력선 부문 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
CAPA (A, km)	131,883	206,270	290,912	369,016	464,308
가동률 (B)	65.3%	64.5%	71.6%	83.3%	83.3%
생산량 (C=A*B, km)	86,120	133,044	208,293	307,390	386,768
yoy(%)		54.5%	56.6%	47.6%	25.8%
매출액 yoy		23.1%	103.1%	51.9%	23.0%
P yoy (동가격 반영)		1.9%	23.5%	5.0%	-1.7%
Q yoy		20.7%	64.5%	44.6%	25.1%
Q (E=C+D, km)	86,120	103,979	218,896	316,621	395,999
재고 증감 (D, km)		29,065	(10,603)	(9,231)	(9,231)
해저 케이블 매출액	130,000	160,000	325,000	493,786	607,150
CAPA (가동시간)	109,945	97,899	90,803	94,092	98,797
yoy(%)				3.6%	5.0%
그 외 매출액	1,316,263	1,294,644	1,160,279	1,202,306	1,262,421
합계	1,446,263	1,454,644	1,485,279	1,696,091	1,869,571

### [산업용 전선 부문]

‘제조원가를 기준으로 산정한 CAPA / 제조원가율 \* 가동률’ 식을 통해 매출을 추정하였다. 수익성이 좋은 전기차 권선의 판매 호조로 제조원가율이 감소 추세에 있다는 점을 고려하였다. 공시된 증설 계획이 없다는 점, 동 가격이 현재 수준에서 유지될 것이라는 점을 고려하여 CAPA를 산출하였다. 가동률은 ‘22년 1분기 수치를 그대로 적용하였다.

산업용 전선 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
CAPA (A, 원가 기준)	428,169	374,746	571,052	745,852	720,182
원가율 (B)	84.2%	78.2%	74.3%	74.3%	74.3%
가동률 (C)	97.0%	97.4%	98.4%	87.8%	87.8%
매출액 (A/B*C)	508,453	479,406	768,110	880,887	850,570

### [중간재 부문]

중간재 부문 매출은 전기동 가격에 연동하여 추정하였다. 중간재 부문의 원가에서 원재료비가 차지하는 비중이 가장 크기 때문에 원재료비에 연동한 추정이 가장 합리적이라고 판단했다. 지난 3년간 CAPA에 큰 변동이 없었다는 점을 고려하여 생산량을 추정하였다.

중간재 부문 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
톤당 매출액 (원)	4,188,009	4,670,642	7,162,796	8,328,251	
yoy(%)		11.5%	53.4%	16.3%	-3.4%
전기동 yoy(%)		4.0%	47.7%	10.3%	-3.4%
생산량 (톤)	240,728	232,604	224,680	212,832	212,832
매출액	1,008,171	1,086,410	1,609,337	1,772,518	1,711,515

### [통신 부문]

통신 부문 매출은 광섬유 케이블 생산량에 생산량-매출액 조정계수를 곱하여 추정하였다. 통신 부문은 현재 증설 계획이 없다는 점, 국내외 통신 부문 인프라 투자 호조로 가동률은 작년년부터 100%를 상회해왔다는 점을 고려하였다. ‘23년 매출은 ‘22년의 매출 성장률을 적용하여 추정하였다.

통신 부문 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
CAPA (f-km)	16,352,867	15,085,746	14,779,500	15,722,000	
가동률	99.5%	96.5%	103.6%	100.0%	
생산량 (f-km)	16271103	14557745	15311562	15722000	
yoy(%)		-10.5%	5.2%	2.7%	
매출액 yoy (%)		-5.7%	3.5%	1.6%	1.6%
조정 계수		0.54	0.67	0.61	
매출액	279,881	263,846	273,001	277,444	281,959

이를 바탕으로 추정한 LS전선 매출액은 다음과 같다.

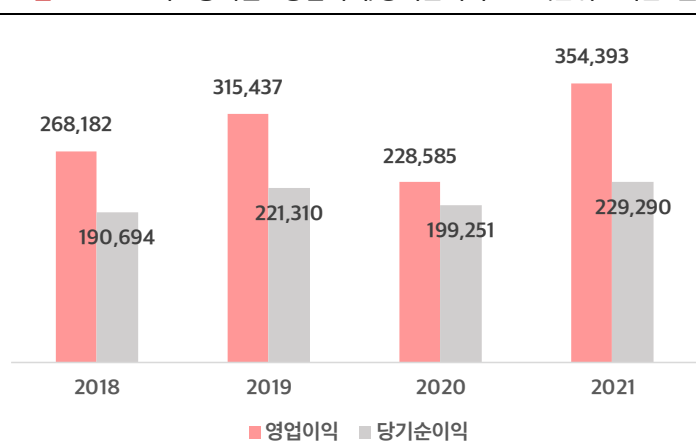
매출 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,602,796	4,831,489	6,111,367	6,527,467	6,604,274
yoy(%)		5.0%	26.5%	6.8%	1.2%
LS전선 별도 기준 매출액	3,242,768	3,284,306	4,135,727	4,626,940	4,713,614
전력선	1,446,263	1,454,644	1,485,279	1,696,091	1,869,571
산업용 전선	508,453	479,406	768,110	880,887	850,570
중간재(나동선)	1,008,171	1,086,410	1,609,337	1,772,518	1,711,515
통신사업	279,881	263,846	273,001	277,444	281,959
국내중속회사 매출액	1,274,802	1,429,765	1,914,518	1,941,804	1,950,839
LS전선아시아	518,025	579,612	752,895	780,181	789,216
해외중속회사 매출액	1,149,789	1,129,753	1,565,079	1,565,079	1,565,079
연결조정	-1,064,563	-1,012,335	-1,503,957	-1,606,356	-1,625,257

## 2.2. 안정적인 Cash Cow: LS니꼬동제련

LS 니꼬동제련: 동 제련 및 부산물 판매

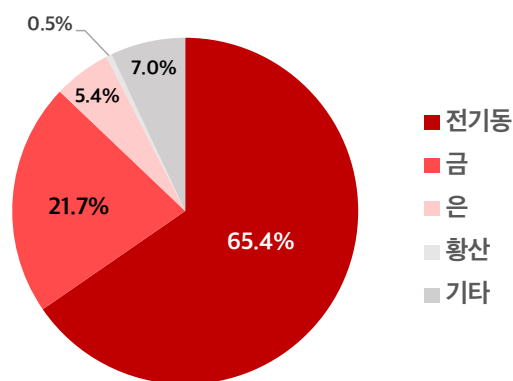
LS니꼬동제련은 동 제련과 반도체용 황산 제조 및 판매를 주 영업활동으로 한다. 동광석을 제련/정련한 전기동과 더불어, 부산물인 금, 은 등의 귀금속과 화성 공정을 통해 생산한 황산 등을 판매한다. 매출액은 '21년 기준 9조 9,015억원, 영업이익은 3,544억원이다. 주요 제품군별 매출 비중은 '21년 기준 전기동(65.4%) 금(21.7%), 은(5.4%), 황산(0.5%)이다.

그림 2-17. LS니꼬동제련 영업이익/당기순이익 (단위: 백만 원)



출처: LS니꼬동제련 감사보고서, SMIC 1팀

그림 2-18. LS니꼬동제련 제품군별 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

동사가 최근까지 지분율 50.1%를 보유하고 있었으나, 지난달 JKJS가 보유한 잔여 지분을 모두 매수하여 완전 자회사로 편입되었다. 계약의 상세 내용은 3.2. LS니꼬동제련 인수 결정에서 후술한다.

### 2.2.1. 제련 수수료 회복, 실적 성장의 청신호

금속의 제련 수수료(T/C)는 제련 업체의 주 수입원이다. T/C는 광산 업체와 제련 업체 사이의 협상력에 따라 톤 당 가격(\$/ton)으로 결정된다. 예컨대 정광 생산량이 증가하면 제련 수요가 증가하여 제련업체의 협상력이 높아지고, 제련 수수료는 상승한다. 제련소가 문을 닫으면 제련 공급이 감소하여 거꾸로 제련 수수료가 높아질 것이다.

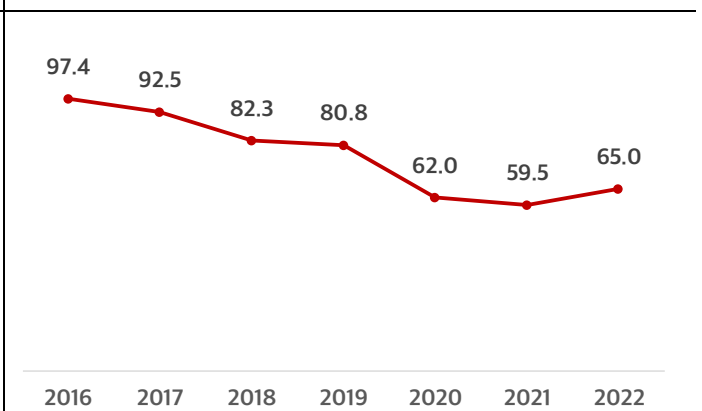
그림 2-19. 구리 제련수수료의 상승 요인



출처: SMIC 1팀

그림 2-20. 연평균 구리 제련수수료

(단위: 달러/톤)



출처: S&P Global Market Intelligence, SMIC 1팀

구리 T/C 반등:  
수익성이 개선된다!

구리 T/C는 '19년 당시 80.8 달러/톤이었으나, 팬데믹 이후의 정광 공급 부족과 구리 수요 하락에 따라 '20년 62 달러/톤, '21년에는 59.5 달러/톤까지 하락하며 최저점에 도달했다. 이는 그간 제련 업체들의 수익성 악화에 기여한 가장 큰 요인이었으나, '22년 들어서는 65 달러/톤으로 반등세를 보이기 시작했다. 본 장에서는 구리 T/C에 영향을 미치는 제련 수요와 공급을 살펴봄으로써 LS니꼬동제련의 흔들림 없는 이익 체력을 증명하고자 한다.

#### (1) 제련 수요가 증가한다.

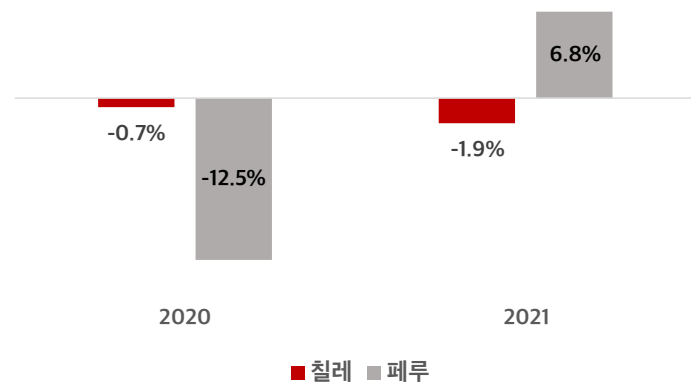
팬데믹으로 인한  
정광 채굴량 감소

'20년은 팬데믹으로 인해 세계적인 구리 정광 공급량이 상당히 정체된 시기였다. 전세계 정광 채굴량의 40%를 차지하고 있는 칠레와 페루에서 코로나19가 확산되며 광산이 정상적으로 가동되지 않았던 탓이다. 칠레의 생산량은 '19년 대비 0.7%, 페루는 12.5% 감소하였다. 게다가 신규 광산 개발 또한 중단되며 이러한 현상이 더욱 심화되었다.

정광 생산량 회복세

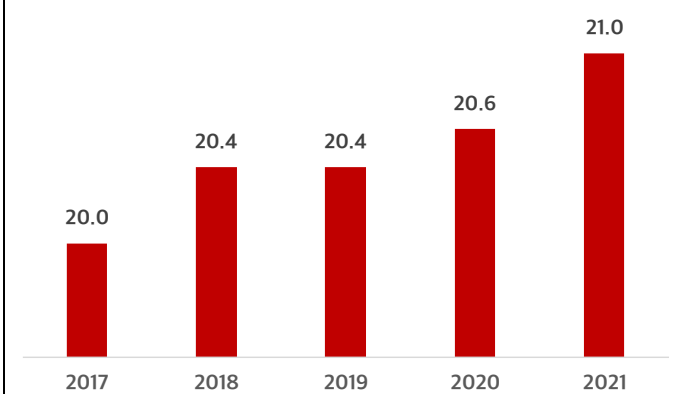
그러나 최근에는 각지의 광산 업체에서 생산량이 회복되며 세계 정광 생산량이 다시 본격적인 상승세에 접어들었다. 페루의 경우 '22년 1분기 생산량이 전년 동기 대비 4.3% 상승하였다. 그럼에도 이는 여전히 '19년 1분기에 비하면 6% 이상 낮은 수치다. 정상 수준까지는 아직 회복 여력이 남은 것이다.

그림 2-21. 칠레와 페루의 정광 생산량 YoY



출처: Tradingeconomics.com, SMIC 1팀

그림 2-22. 세계 구리 정광 생산량 (단위: 백만 MT)



출처: ICSG, SMIC 1팀

## 신규 광산 개발 재개

신규 광산 개발 역시 재개되었다. 페루의 Quellaveco 광산은 '22년 12만~16만 톤, '23년부터는 연간 30만 톤의 정광을 생산할 예정이다. '21년 5월에 가동을 시작한 콩고의 Kamoakakula 광산은 '21년 약 10.6만 톤을 생산했으며, '22년 생산량은 29만 톤에서 34만 톤으로 예상된다. 칠레의 Quebrada Blanca는 2023년부터 연간 31만 6천 톤을 생산할 예정이다.

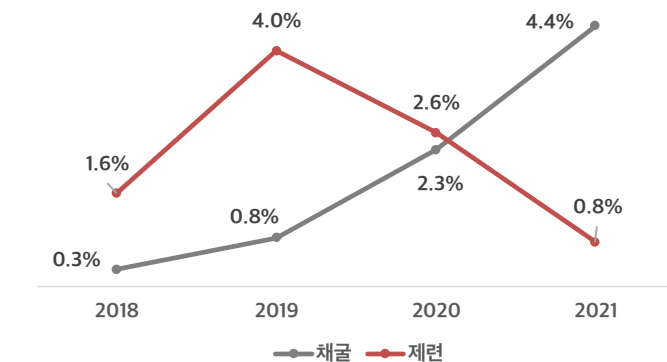
오미크론 변이와 긴 가뭄으로 인해 세계 최대 생산국인 칠레의 생산량이 아직 전혀 회복되지 못했음을 고려하면 더욱 희망적이다. 전세계 가동률이 기존 85% 수준으로 회복되어 가고 신규 광산들이 각기 채광을 시작하면서 전세계 정광 공급량은 '22년 2,190만 톤, '23년 2,310만 톤으로 전망된다.

## 중국 리오프닝 → 탄탄한 구리 수요

정제 구리에 대한 수요는 의심의 여지 없이 탄탄하다. 앞서 2.1.1.에서 언급한 세계 각국의 대규모 인프라 투자는 물론, 당장 중국의 리오프닝 수요 역시 고려해야 한다. 중국은 세계 정제 구리 수요의 51.6%를 차지하고 있는데, 6월 1일부로 상하이 봉쇄령이 해제되었기 때문이다. 이 뿐만 아니라 중국 정부의 대규모 경기 부양 조치가 구리 소비량에 더욱 힘을 실어 줄 것이다.

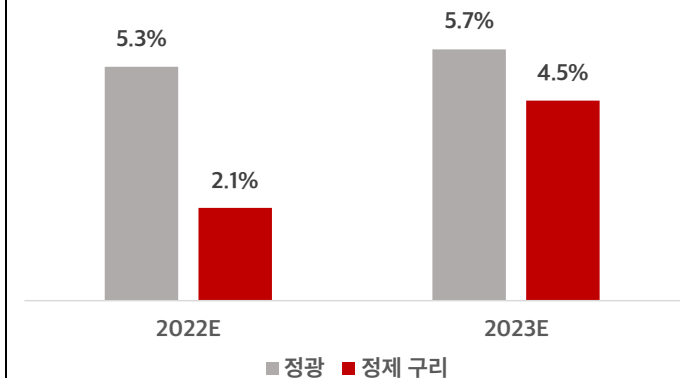
## (2) 제련 공급은 정광 공급 증가세를 따라가지 못한다.

그림 2-23. 구리 채굴 및 제련 CAPA 증가율



출처: ICSG, SMIC 1팀

그림 2-24. 구리 정광 및 정제 구리 생산량 증가율



출처: IWCC, SMIC 1팀

[그림 2-23]에서는 광산 업체(채굴) CAPA의 증가세에 비해 제련소의 CAPA 증가세가 다소 둔화되는 추세를 확인할 수 있다. 정제 구리 생산량의 41%를 차지하는 중국에서는 제련소가 증가하고 있지만, 칠레 등지에서는 오히려 감소하는 양상을 띠고 있기 때문이다. 세계적으로 '22년 정제 구리 생산량은 2.1%, '23년에는 4.5% 증가할 것으로 예상된다. 정광 생산량의 증가세가 각 해 5.3%, 5.7%임을 고려할 때, 광산 업체와 제련 업체 간 협상력의 지각 변동은 없을 것으로 예측된다.

## 2.2.2. LS니꼬동제련 매출 추정

### (1) 전기동 매출 추정

전기동 매출 추정		2019	2020	2021	2022E	2023E
광산 업체 CAPA 증가율	LME 전기동 가격 (\$/mt)	6,000	6,181	9,317	9,532	9,532
>> 제련소 CAPA 증가율	매출액 (백만 원)	4,525,734	4,719,731	6,470,444	6,658,736	6,593,426

전기동 매출액은 LME 전기동 가격에 연동해서 추정하였다. 전기동 가격 변동을 구체적으로 추정하기는 어려우므로, '22년과 '23년 모두 5월 LME 가격인 9,532 달러/미터톤을 사용했다. 이는 중국 락다운에 따른 수요 감소 우려로 급락한 수치이기에 봉쇄가 이미 해제된 시점에서 보수적이다. 또한 각국 인프라 투자 계획을 고려할 때 추가적인 하락은 제한적이라고 판단했다. '22년 매출은 1분기 LME 가격이었던 9,977 달러/미터톤을 가중평균하여 반영해 주었다.

### (2) 금/은 매출 추정

금 매출 추정		2019	2020	2021	2022E	2023E
생산 실적 (kg)		45,876	32,225	32,360	32,293	32,293
kg 당 매출		50.80	66.65	66.47	66.56	66.56
매출액 (백만 원)		2,330,715	2,147,864	2,150,918	2,149,397	2,149,397

은 매출 추정		2019	2020	2021	2022E	2023E
생산 실적 (kg)		611,731	530,277	574,638	552,458	552,458
kg 당 매출		0.59	0.76	0.93	0.85	0.85
매출액 (백만 원)		363,298	403,096	535,521	467,404	467,404

금과 은은 동 제련 과정에서 발생하는 부산물이기 때문에, 공급받은 정광의 품위와 생산 실적이 연관된다. '20년에 민수르, BHP와 정광 장기 구매 계약을 체결한 이후로 생산 실적과 kg당 매출이 비교적 일정하므로 '20년과 '21년 평균값을 사용하였다. 두 계약 기간이 모두 5년을 넘기 때문에 '23년까지 동일하게 유지된다고 판단하였다.

**(3) 매출 추정 결과**

‘21년 황산 가격이 급등하며 매출이 급격하게 증가하였다. 가격 급등의 원인은 정유사의 유향 생산량 감소와 곡물 가격 급등에 따른 비료 수요 증가이다. 두 가지 모두 단기간 내에 해소될 수 있는 요인이 아니라고 판단하여 황산 가격이 현재 수준으로 유지된다고 가정하였다. 이에 ‘21년 매출을 ‘22년, ‘23년 동일하게 적용하였다. 기타 매출은 합리적인 추정이 어려우므로 ‘21년, ‘22년 매출 평균값을 사용하였다.

각 제품별 매출액을 합산한 최종 추정 결과는 아래와 같다.

<b>매출 추정</b>					
<b>(단위: 백만 원)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>매출액</b>	<b>7,874,717</b>	<b>7,979,812</b>	<b>9,901,510</b>	<b>10,021,271</b>	<b>9,955,962</b>
전기동	4,525,734	4,719,731	6,470,444	6,658,736	6,593,426
금	2,330,715	2,147,864	2,150,918	2,149,397	2,149,397
은	363,298	403,096	535,521	467,404	467,404
황산	57,171	13,407	51,128	51,128	51,128
기타	597,799	695,714	693,499	694,607	694,607

### 3. 자원의 선순환, 자회사부터 주주까지

지주사로서의 매력:  
자원배분 & 주주환원

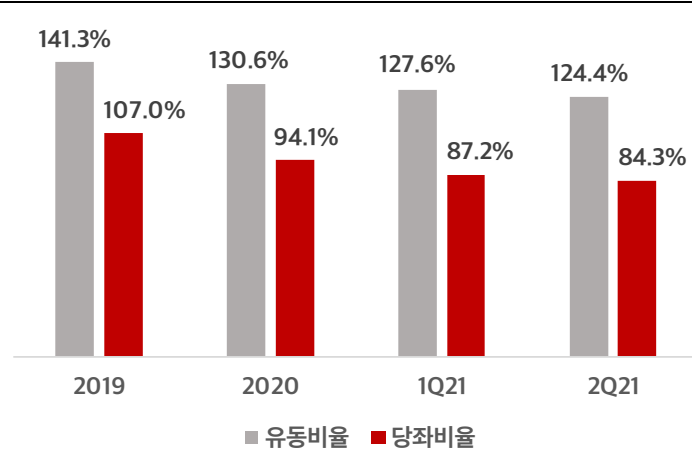
동사는 지주회사로서 자원 배분의 역할을 훌륭히 수행하고 있다. 유동성이 부족한 LS전선의 증설 자금을 지원하고, LS니꼬동제련을 완전 자회사로 인수하여 그룹의 수직 계열화를 완성한 것이다. LS그룹 전반의 성장은 결국 배당의 형태로 주주들에게 돌아간다. 이익과 거버넌스가 동반 개선되며 이전보다 더 높은 수준의 주주 환원을 기대해 볼 수 있겠다.

#### 3.1. LS전선 증설 자금 지원

증설이 필요했던  
LS 전선

LS전선은 21년 반기 기준으로 2조 672억 원 규모의 수주 잔고가 쌓여 있었다. 가동률을 고려할 때 이를 매출로 실현하기 위해서는 반드시 증설이 필요했다. 그러나 LS전선의 차입금 규모는 꾸준히 증가하고 있었으며, 유동비율과 당좌비율 역시 점차 떨어지고 있었기 때문에 당장 필요한 대규모 투자는 부담스러울 수밖에 없었다.

그림 3-1. 유상증자 발표 이전 LS전선 유동/당좌비율



출처: LS전선 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-2. LS전선 유상증자 결정 공시

1. 신주의 종류와 수	보통주식 (주)	3,573,168
	기타주식 (주)	-
2. 1주당 액면가액 (원)		5,000
3. 증자전 발행주식총수 (주)	보통주식 (주)	18,750,307
	기타주식 (주)	-
4. 자금조달의 목적	시설자금 (원)	120,000,000,000
	영업양수자금 (원)	-
	운영자금 (원)	-
	채무상환자금 (원)	99,999,953,700
5. 증자방식	타법인 증권 취득자금 (원)	-
	기타자금 (원)	-
		제3자배정증자

출처: DART, SMIC 1팀

동사의 지원으로  
설비투자자금 확보

동사는 이에 3자배정 유상증자에 참여하여 지원 사격에 나선다. LS전선은 '21년 8월, 동사를 대상으로 한 3자배정 유상증자를 통해 2,200억 원 가량의 현금을 확보했다. LS전선은 이 유상증자와 관련해 1,200억 원은 시설 자금으로, 약 1,000억 원은 채무 상환 자금으로 사용하겠다고 밝혔다. 설비 투자 자금을 확보하는 동시에 재무구조 역시 일정 부분 개선할 수 있었던 것이다.

재무구조 악화 없이  
자본 조달 성공

해당 유상증자는 대규모 차입이 동반하는 재무구조의 악화 없이, 효율적인 방식으로 그룹 내 자본 조달에 성공했다는 점에서 고무적이다. 이로 인해 LS전선은 과도한 이자 비용 지불의 부담에서 자유로워졌으며, 248%에 육박하던 부채비율도 200% 수준으로 하락하게 되었다.

알짜 자회사에 대한  
지분율 상승

뿐만 아니라 미래 성장성이 매우 가시적인 자회사에 대한 동사의 지분율을 더욱 높이는 계기가 되었다는 의의도 있다. 일방적인 구제가 아닌 전략적 판단이었다는 것이다. 동사는 LS전선에 대한 지분율을 91.2%까지 확대하며, 증설이 견인하는 LS전선 실적 성장의 수혜를 더욱 강력하게 누릴 수 있게 되었다.

## 3.2. LS니꼬동제련 인수 결정

금쪽같은 내 새끼,  
LS니꼬동제련

동사의 과감한 결단은 여기서 끝이 아니다. 5월 24일 발표된 **LS니꼬동제련 완전 인수**는 최고의 투자였다. 동사는 우선 LS니꼬동제련 주식 전체의 9.66%를 유상감자하여 초기 출자금을 1,000억 원 가량 회수하였고, JKL 파트너스를 대상으로 4,707억 원의 교환사채를 발행하여 JKJS 지분 49.9%를 9,331억 원에 매입하였다.

ROIC로 살펴본  
인수 계약의 정당성

좋은 딜이었다고 판단할 만한 이유에는 여러가지가 있지만, 가장 일차적으로는 ROIC를 계산해 볼 수 있겠다. 세후영업이익 대신 당기순이익을 이용하여 대략적으로만 계산해 보자. 앞서 서술한 논리대로 LS니꼬동제련이 '21년 수준의 당기순이익을 유지한다고 가정한다,

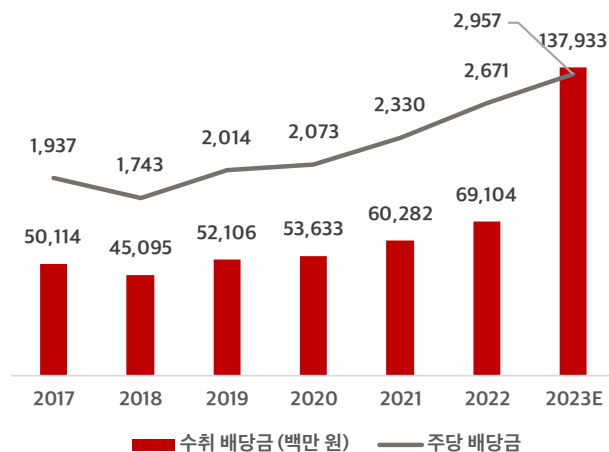
[그림 3-3]에서 계산한 교환사채 이익희석률을 반영하고, 교환사채 이자비용과 기존에도 인식되던 이익을 제해 준 연간 이익 증분은 574.6억 원 수준임을 알 수 있다. 이를 실제 투자 자본 3,624억 원(9,331억 - 교환사채 4,707억 - 출자금 회수분 1,000억)으로 나누어 주면 **연간 ROIC가 15.9%** 수준임을 확인할 수 있다. 동사의 ROE가 '21년 기준 8.15%임을 고려하면 고무적인 수치다.

그림 3-3. ROIC 계산 과정

총 주식 수 A	46,651,403
교환주식 수 B	11,616,199
교환 후 총 주식 수 A+B	58,267,602
이익희석률 B/(A+B)	19.9%
'21 LS니꼬동제련 당기순이익 ①	2,300억 원
1 - 이익희석률 ②	80.1%
이자비용 (4707억*2.5%) ③	117.7억 원
기존 인식되던 이익 (①*0.5) ④	1,150억 원
연간 이익 증분 ①*②-③-④	574.6억 원

출처: SMIC 1팀

그림 3-4. LS니꼬동제련으로부터 수취한 배당 수익 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

하지만 이 완전 인수 결정의 진가는 숫자보다도 LS니꼬동제련이 하게 될 역할에서 드러난다.

## (1) 강화된 Cash Cow로서의 역할

배당금이 앞으로 2 배!

우선 동사가 LS니꼬동제련으로부터 수취할 수 있는 현금에 주목해야 한다. LS니꼬동제련은 기존에도 동사에게 상당 금액의 배당 수익을 안겨 왔으나, 최근 지분율 상승으로 인해 '23년 수취 금액은 두 배 가까이 늘어나게 된다.

[그림 3-4]는 LS니꼬동제련의 '23년 배당 총액이 '22년과 동일하다는 가정 하에 '23년 배당 수취액을 산정한 것이다. (유상감자에 따른 지분율 희석으로 주당 배당금이 소폭 상승하였다.) 동사는 '23년에 LS니꼬동제련으로부터 약 1379억 원의 배당 수익을 얻을 것으로 전망되며, 이는 전년 대비 약 688억 원 증가한 수치다.

지갑이 두툼해야  
돈을 뿌리지

이는 주주 환원에 사용될 수 있을 뿐만 아니라, 앞선 LS전선의 경우처럼 성장성이 명확한 다른 자회사들에게 투자할 수 있는 직접적인 재원이 된다. 특히 동사는 최근 다양한 신사업에 진출하고자 하는 포부를 드러내고 있다는 점에서, LS니꼬동제련의 그룹 Cash Cow로서의 역할이 더욱 강화될 것으로 보인다.

## (2) 그룹 내 수직계열화 완성

가격 변동에 다소  
취약했던 자회사들

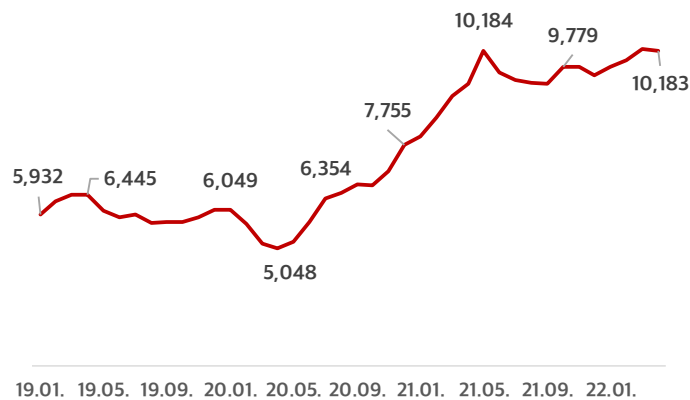
[그림 3-5]에서 최근 전기동 가격 추이를 확인해 보면, 단 1-2년 사이 매우 급격한 변동이 발생한 것을 볼 수 있다. 차익을 노린 투기적 수요의 개입으로 변동성이 더욱 증폭된 것이다. LS그룹에는 이러한 가격 변동에 취약한 자회사들이 많다. 대표적으로 LS전선과 LS아이앤디는 가장 주요한 원재료가 전기동이다. 동사는 실제로 연결 회사들의 전체 원재료비 중 전기동 매입액이 65%를 차지할 정도라고 밝혔다.

가격 변동 위험 헛지

그러나 LS니꼬동제련 인수로 인해, LS그룹은 향후 전기동 가격의 변동 및 Supply-chain 변화에 이전보다 훨씬 적극적인 대처를 할 수 있을 것으로 기대된다. LS니꼬동제련이 완전 자회사로 그룹에 편입된 만큼, 계열사 부당 지원으로 인한 이해 상충 문제 위험으로부터 자유롭기도 하다. 기존에도 선물 구매 등을 통해서 적극적으로 동 가격 변동 위험을 회피해 왔으나, 보다 확실하게 그룹 전체의 안정성이 높아지는 것이다.

그림 3-5. '19-'22 전기동 가격 추이

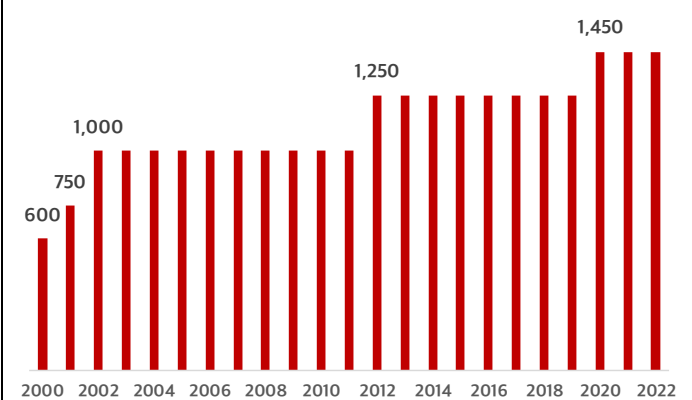
(단위: 달러/톤)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-6. 동사 주당 배당금 추이

(단위: 원)



출처: KRX, SMIC 1팀

### 3.3. 결국 이 모든 것은 주주에게로

주주환원이 Key

그룹 안에서 자금을 잘 분배하는 것도 물론 중요하지만, 결과적으로 그 과실을 주주에게 돌리는 것 역시 무엇보다 중요한 지주회사의 평가 기준이다. 아쉽게도 동사는 그간 주주 환원의 관점에서 시장의 주목을 받지 못했다.

27년 연속 배당!

하지만 동사는 27년간 눈이 오나 비가 오나 꾸준히 배당을 이어 온 기업이다. 순현금손실이 발생했을 때는 물론, IMF 때에도 배당을 지급하는 성실함을 보였다. 특히 여력이 닿을 때마다 주당 배당금을 상승시켜 왔으며, 결코 배당금을 낮춘 적은 없었다는 점에서 그 지속성을 신뢰할 수 있다. 올해도 어김없이 402억 원 규모의 현금 배당을 실시했다.

배당 자원 확대 +  
주주 환원 강조

무엇보다 본 보고서는 동사의 향후 배당 지급 능력이 더욱 강화될 것으로 전망한다. 배당의 자원은 경상적인 현금흐름인 영업활동 현금흐름으로 설명하는 것이 합리적이고, 동사의 영업 활동 현금흐름은 대부분 자회사로부터 수취한 배당금이다. 앞서 언급했듯 LS니꼬동제련의 배당금이 2배로 늘어날 것이며, LS전선 역시 전년대비 50% 증가한 수준의 배당금 지급에 합의했다는 점에서 **동사의 배당 자원이 점점 확대되어 가고 있기 때문이다.**

게다가 상장사인 LS Electric은 '24년까지 3년간 당기순이익의 40%를 배당할 것을 약속했으며, LS전선아시아 역시 최근 역대 최고 금액의 배당을 결의했다. **LS그룹 내부에서도 주주 환원을 강조하는 분위기가 형성되고 있는 것이다.**

언제나 성실한 배당을 이어 온 동사의 배당 자원이 급증하고, 시장과 그룹 내에서 주주 환원의 중요성이 충분히 환기된 상황이므로 향후 동사의 배당 증가를 충분히 기대해 볼 만하다.

## 4. 기타 매출추정

### 4.1. LS아이앤디 매출 추정

#### (1) 전선 부문 매출 추정

전선 부문 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
Standard Round Wire 판매 단가	11,243	11,537	15,254	17,095	16,306	16,118
Standard Round Wire 판매 수량	116	118	141	37	152	164
Standard Round Wire 매출액	1,304,211	1,361,336	2,150,750	632,515	2,478,555	2,643,411
CTC and Flat Wire 판매 단가	11,983	12,361	14,100	15,143	14,902	14,730
CTC and Flat Wire 판매 수량	32	30	42	11	48	54
CTC and Flat Wire 매출액	383,442	370,840	592,210	166,570	715,307	795,446
<b>전선 부문 매출액</b>	<b>1,687,653</b>	<b>1,732,176</b>	<b>2,742,960</b>	<b>799,085</b>	<b>3,193,862</b>	<b>3,438,857</b>

권선 제품 판매량은 설비 투자액에 근거하여 추정하였다. LS아이앤디는 생산 능력 확장을 위해 '21년도에 400억 원을 투자했고, '22년 480억 원 투자를 예고했다. 1) '22년 기초 기준 건설중인 자산 546억 원과 투자 예정금액이 생산설비 취득원가 8,600억 원의 약 12%에 해당하고 2) 유지/보수 투자로 매년 꾸준히 100~200억 원이 취득원가에 반영되었다는 점, 3) 미진한 수요로 인해 그간 집행되었던 매년 100~300억 원의 설비확장투자가 판매로 이어지지 않았다는 점, 4) 건설중인 유형자산 중 50% 이상이 기계장치로 대체된다는 점, 5) EV향 권선 시장 확장이 가파르고 LS아이앤디가 납품 이력을 지닌 미국, 독일의 전기차 생산이 '25년까지 CAGR 47% 성장 예상된다는 점을 고려하여 '21년에 나타난 전년 대비 판매량 증가분을 '22, '23년도에 나누어 적용하는 추정에 무리가 없다고 판단하였다. 제품별 매출액은 전기동 가격 변화에 연동하여 추정하였다.

#### (2) 통신 부문 매출 추정

통신 부문 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
Copper Cable 판매 단가	17.3	17.1	17.8	21.0	19.3	19.0
Copper Cable 판매 수량 (MCF)	21,650	19,758	19,287	4,204	18,708	18,147
Copper Cable 매출액	375,334	338,289	342,466	88,266	360,437	345,594
Fiber Cable 판매 단가 (원)	35,999	31,847	32,431	33,069	33,069	33,069
Fiber Cable 판매 수량 (FKM)	3,773,000	5,902,000	6,222,000	1,726,000	6,470,880	6,729,715
Fiber Cable 판매 매출액	135,824	187,960	201,785	57,076	213,983	222,542
<b>통신 부문 매출액</b>	<b>511,158</b>	<b>526,249</b>	<b>544,251</b>	<b>145,342</b>	<b>574,420</b>	<b>568,137</b>

Copper Cable의 경우 중소 업체와의 경쟁 구도 심화로 Q 측면 성장성을 담보할 수 없어 '20~'21년도 판매량 감소율을 '22, '23년도 판매량에 적용하였다. 판매 금액은 전기동 가격 변화에 연동하여 추정하였다. Fiber Cable의 판매량은 광케이블 연간 성장률 4%를 적용하여 추정하였다. 광케이블 판매금액의 변화를 야기할 유의미한 변수가 없다고 판단, 판매금액은 '22년 1분기와 동일하게 반영하였다.

**(3) 부동산개발 부문 매출 추정**

부동산개발 부문 매출 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
임대료 수취액	47,057	16,259	16,045	4,431	17,724	17,724
부동산개발 부문 매출액	47,057	16,259	16,045	4,431	17,724	17,724

부동산 개발 부문의 매출은 안양 LS타워 임대료 수익만으로 이루어져 있다. 매출 변화 요인이 없다고 판단되어 '22년도 1분기 임대료 수익을 사용해 '22, '23년도 매출을 추정하였다.

**(4) 매출 추정 결과**

각 제품별 매출액을 합산한 최종 추정 결과는 다음과 같다.

매출 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
매출액	2,245,868	2,274,684	3,303,256	948,858	3,786,006	4,024,717
전선 부문	1,687,653	1,732,176	2,742,960	799,085	3,193,862	3,438,857
통신 부문	511,158	526,249	544,251	145,342	574,420	568,137
부동산개발 부문	47,057	16,259	16,045	4,431	17,724	17,724

## 5. Valuation: SOTP

### 5.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서에서는 동사의 목표주가 산정을 위해 SOTP Method를 사용하였다. 지난 5월 LS니꼬동제련 인수에 따라 전사 이익의 안정성이 제고되었으며, 향후 전력 인프라 투자 집행에 따른 구리 수요 증가로부터 온전한 수혜를 누릴 것이다. 전사 차원에서 발생하는 이익에 단일 Multiple을 적용하는 방법으로는 각 사업부 별 이익의 성장성을 제대로 반영하지 못한다고 판단하였고, 따라서 전력 인프라 부문과 전기동 제련 부문으로 나누어 추정하였다.

### 5.2. 영업가치 추정

#### 5.2.1. 전력 인프라 부문 - LS전선 & LS아이앤디

##### 1) 매출원가 추정

LS전선의 경우, 원재료비는 매출에 연동하여 추정하였다. 지난 1분기, 동사는 주요 원재료비 가격이 상승하면서 판가 인상을 통해 일정 수준의 마진율을 유지하였는데, 이것이 앞으로도 지속 가능할 것으로 판단하였다. 종업원급여는 임금상승률을 고려하였고 임차료는 보수적 추정을 위해 각각 코로나19 임차료 할인이 종료된다고 가정하여 '19년 수치를 flat 처리하였다.

LS아이앤디의 경우, LS전선과 마찬가지로 원재료비 인상에 따른 판가 인상을 고려하여 원재료비는 매출에 연동하여 추정하였다. 종업원급여는 임금상승률을 고려하였고, 임차료는 '21년 값을 flat 처리하였다. 기타비용은 1Q22에 발생한 값이 전년 동기 대비 -67.6% 감소한 것을 반영하여 '22년 동안 쪽 유지된다고 가정하였고 '23년은 '22년과 같은 수치가 발생한다고 가정하였다.

##### 2) 판매비와관리비 추정

LS전선의 경우, 대규모 신규 채용이 없다는 가정 하, 급여는 임금상승률을 고려하여 추정하였다. 퇴직급여는 급여에 연동하였고 복리후생비는 '21년 수준을 flat 처리하였다. 지급수수료, 운반비, 세금과공과는 과거 경향성을 바탕으로 매출에 연동하였다. 여비교통비는 코로나19 거리두기 해제에 따라 '19년 수준을 flat 처리하였다. 연구비는 과거 성장률을 반영해주었고 광고선전비 및 기타비용은 합리적 추정이 어려워 3년 평균치를 flat 적용해주었다.

LS아이앤디의 경우, 급여는 임금상승률을 고려하여 추정하였다. 운반비, 소모품비, 보험료는 매출에 따라 연동되는 경향이 있어 이를 반영하였고, 여비교통비는 '19년 수치를 flat 적용하였다. 기타 비중이 작고 합리적 추정이 어려운 계정과목들은 3년 평균치를 적용해주거나 flat 처리하였다.

### 3) 영업가치 추정

LS전선 감가상각비는 각 계정별 취득원가 및 내용연수에 따른 평균상각률을 고려하여 추정하였다. 감가상각비가 인식한 다음 해 재투자가 집행된다고 가정하였고, 건설중인자산은 부문별 취득원가 비중을 고려해 분배하였다. (6. Appendix 참조)

LS아이앤디 감가상각비는 각 계정별 취득원가 및 내용연수에 따른 평균상각률 및 건설중인자산 대체로 인한 신규취득을 과거 평균치를 고려하여 반영하였다. (6. Appendix 참조)

앞선 보고서 논리에 따라 LS전선은 향후 전력 인프라 투자가 집행됨에 따른 수혜를 누릴 것이며, LS아이앤디 역시 마찬가지다. 특히 LS전선의 영업가치는 업황 호조에 따른 증설과 그에 따라 증대되는 영업현금흐름으로 설명할 수 있다. 따라서 이러한 이익의 성장성을 가장 잘 반영하는 EV/EBITDA Method를 채택하였다.

전력 인프라 Target EV/EBITDA Multiple 선정을 위한 Peer로 NEXANS을 선정하였다. 그 근거는 다음과 같다.

[1] 케이블 제조업체로서 '에너지 전환 과정에서의 전력 인프라 투자 증대'라는 비슷한 시장 모멘텀을 LS전선과 공유한다고 볼 수 있다.

[2] NEXANS는 2019년 이후 CapEx Scale-up이 이루어졌고, 그 이후 2021F EBITDA/Total Asset이 10.2%까지 성장하였다. 현재 동사 역시 증설을 앞두고 있고, 2023E EBITDA/Total Asset가 10.1%까지 성장할 것으로 기대된다.

Peer	Valuation
<b>NEXANS</b>	
2021F EBITDA/Total Asset	10.2%
<b>2021F EV/EBITDA Multiple</b>	<b>6.94x</b>
<b>전력 인프라 - LS전선 &amp; LS아이앤디 (계)</b>	
2023E EBITDA/Total Asset	10.1%
<b>Target EV/EBITDA Multiple</b>	<b>6.94x</b>
<b>2023E EBITDA (단위: 백만 원)</b>	
LS전선	527,144
LS아이앤디	279,591
<b>EV (단위: 백만 원)</b>	
LS전선	3,658,382
LS아이앤디	1,940,359

시기와 상황, 수익성까지 비슷하다는 점에서 NEXANS의 2021F EV/EBITDA Multiple 6.94x를 전력 인프라 부문의 Target Multiple로 제시한다. 이를 바탕으로 산출한 영업가치는 LS전선 3조 6,584억 원, LS아이앤디 1조 9,404억 원이다.

## 5.2.2. 전기동 부문 - LS니꼬동제련

1) **매출원가 추정:** 원재료비는 매출에 연동되는 경향이 있어 매출액 대비 일정 비중을 유지하는 것으로 추정했다. 급여는 임금상승률을 고려하였고, 퇴직급여는 급여에 연동하였다.

2) **판매비와관리비 추정:** 지급수수료는 매출에 연동하였고, 임차료와 여비교통비는 코로나19 이전과 비슷할 것으로 판단하여 '19년 수치를 flat 적용하였다. 기타 합리적 추정이 어려운 계정과목들은 3개년 평균치를 적용해주었다.

### 3) 영업가치 추정

감가상각비의 경우, 앞서 LS전선의 상각비 추정에서와 마찬가지로 건설중인자산 분배 및 전년 상각비 재투자를 가정하였다.

최근 동사는 LS니꼬동제련 지분을 전량 인수하였고, 따라서 동사 기업가치에 LS니꼬동제련의 영업가치가 반영될 것이다. LS니꼬동제련의 모든 자산이 동사 연결실체 하 편입되었으며 그 과정에서 현금이 지출되었고, 이자발생부채가 증가하였다. 이를 회수하는 과정에서 실제로 벌어들이는 현금흐름인 EBITDA를 통해 LS니꼬동제련의 영업가치를 설명하는 것이 가장 합리적이라고 판단하였다.

LS니꼬동제련의 EV/EBITDA Multiple 산정하기 위한 Peer로는 Jiangxi copper를 제시한다. 그 근거는 다음과 같다.

[1] Jiangxi copper는 LS니꼬동제련과 마찬가지로 구리 제련업을 영위하고 있다. 즉, 주요 원재료 및 수익구조가 비슷하며, 구리 수요 증감에 따른 업황을 공유한다는 점에서 적절한 Peer가 될 수 있다.

[2] EBITDA 마진율 관점에서, 총 자산 대비 EBITDA 관점에서 LS니꼬동제련의 수익성이 더 우수하다. 최근 구리 가격 강세 및 업황 호조에 힘입어 Jiangxi copper가 더 높은 EBITDA 성장률을 기록했다.

[3] 하지만 Jiangxi copper의 EBITDA 성장 추세가 지속되기는 쉽지 않을 것이다. 과거 좋지 않았던 수익성에 따른 기저효과가 있기 때문이다. 즉, 향후 구리 가격 상승에 따라 EBITDA 마진율이 개선되는 정도에는 어느 정도 한계가 있으나, 구리 가격이 하락한다면 수익성이 크게 악화될 것이다. 반면, LS니꼬동제련은 더 좋은 수익성을 바탕으로 상대적으로 안정적인 EBITDA 마진율을 유지할 것이다.

Peer	Valuation
<b>Jiangxi copper</b>	
2021F EBITDA/Total Asset	8.9%
2021F EBITDA/Sales	3.25%
<b>2022E EV/EBITDA Multiple</b>	<b>6.86x</b>
<b>LS니꼬동제련</b>	
2023E EBITDA/Total Asset	11.4%
2023E EBITDA/Sales	5.03%
<b>Target Multiple</b>	<b>6.86x</b>
LS니꼬동제련 2023E EBITDA	500,538
<b>EV (단위: 백만 원)</b>	<b>3,433,691</b>

따라서, Jiangxi copper의 2022E EV/EBITDA Multiple 6.86x를 Target Multiple로 제시한다. Peer 대비 높은 수익성을 바탕으로 안정적인 영업현금흐름을 지속 가능하다는 점을 고려할 때, 이는 무리한 수준이 아니다. LS니꼬동제련의 2023E EBITDA에 적용하여 산출한 LS니꼬동제련의 영업가치는 3조 4,337억 원이다.

### 5.2.3. LS Electric

LS Electric은 상장사이므로, 주주가치에 대한 시장의 평가가 시가총액에 반영되어 있다고 가정하였다. 따라서 현재 시가총액에 1Q22 순차입금을 더해 영업가치를 산출하였다.

### 5.3. 비영업자산 및 순차입금

투자목적 출자지분과 투자부동산은 각각 1Q22기준 장부가를 적용하였다.

동사 연결 재무상태표에는 1Q22 기준 5조 3,003억 원의 이자발생부채와 1조 4,026억 원의 현금성자산이 공시되어 있었다. 이에 '21년 말 기준 LS니꼬동제련 이자발생부채에 인수 지분 50%를 고려한 5,314억 원, 교환사채 4,700억 원을 반영, 총 이자발생부채로 6조 3,017억 원을 적용하였다.

현금성자산 역시 마찬가지로 인수 지분 50%를 고려한 2,878억 원의 순증가, 그리고 유상감자로 인한 현금지출 1,000억 원을 반영해주었다.

### 5.4. Valuation 및 투자의견

각 사업부별 영업가치에 대해서는 앞서 서술하였다. 현재 LS Electric에 대한 동사의 지분율 47.5%를 고려하여, 52.5%의 상장사 할인율을 적용하였다. 투자목적 출자지분에 대해서는 30%의 할인율을, 투자부동산에 대해서는 50%의 할인율을 적용하였다.

Valuation - SOTP Method					
(단위: 백만 원)					
영업가치	Valuation	EV	지분율	discount	Target EV
LS Electirc	Market Cap + IBD	1,555,539	47.5%	52.5%	350,968
LS전선	EV/EBITDA	3,658,383	91.21%	-	3,336,811
LS니꼬동제련	EV/EBITDA	3,433,691	100.0%	-	3,433,691
LS아이앤디	EV/EBITDA	1,940,359	92.5%	-	1,794,444
LS글로벌	NAV	38,189	100.0%	48.0%	19,858
LS엠트론	NAV	484,057	100.0%	48.0%	251,710
<b>계</b>					<b>9,187,482</b>
비영업자산			NAV	discount	
투자목적 출자지분			88,164	50.0%	44,082
투자부동산			20,765	50.0%	10,383
<b>계</b>					<b>54,465</b>
순차입금					
(+) 이자발생부채					6,301,702
(-) 현금성자산					1,590,384
<b>계</b>					<b>4,711,318</b>
목표 시가총액					<b>4,530,629</b>
유통주식수					27,767,071
<b>목표주가</b>					<b>163,000</b>
현재주가					66,700
<b>상승여력</b>					<b>144.4%</b>

LS글로벌과 LS엠트론의 EBITDA가 동사 전사 EBITDA에서 차지하는 비중을 고려할 때, NAV 이상의 영업가치를 기대하기 어렵다고 판단하였다. 그리고 현재 동사 주가는 장부가치보다 낮은 가격으로 거래되고 있다. 이러한 점을 고려하여 동사의 현재 Market PBR Multiple을 각각 LS글로벌과 LS엠트론의 1Q22 NAV에 할인율로써 적용, 영업가치를 산출하였다.

또한, 지난 5월 공시된 4,700억 규모의 LS니꼬동제련 관련 교환사채의 교환청구기간은 2024년 1월부터 2027년 8월까지이다. 따라서 본 Valuation에서는 이를 이자발생부채 계정에 포함하였다.

지금까지의 논의를 종합, 목표 시가총액 4조 5,306억 원을 현재 유통주식수 27,767,071주로 나누어 목표주가 163,000원을 산출하였으며, 현재주가 66,700원 대비 상승여력 144.4%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

## 6. Appendix

### 6.1. 매출원가

매출원가 추정 - LS전선					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출원가</b>	<b>4,151,365</b>	<b>4,358,390</b>	<b>5,506,378</b>	<b>5,712,493</b>	<b>5,784,803</b>
원재료비	3,505,891	3,436,655	4,801,999	4,988,504	5,047,202
종업원급여	231,267	232,236	290,352	301,676	313,441
감가상각비	63,393	64,764	71,449	74,441	78,103
사용권자산상각비	3,863	7,407	5,916	5,729	6,351
무형자산상각비	2,975	2,435	4,131	3,180	3,249
임차료	9,239	7,649	7,819	9,239	9,239
기타	334,737	607,244	324,712	329,725	327,218

매출원가 추정 - LS아이앤디					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출원가</b>	<b>2,030,536</b>	<b>2,041,451</b>	<b>2,959,480</b>	<b>3,360,782</b>	<b>3,559,792</b>
원재료비	1,804,334	1,737,003	2,345,550	2,976,528	3,164,201
종업원급여	164,861	165,888	188,146	204,966	212,652
감가상각비	42,489	43,896	43,276	50,455	53,996
사용권자산상각비	2,835	2,889	3,762	3,162	3,271
무형자산상각비	368	423	331	374	376
임차료	2,853	2,596	3,910	3,910	3,910
기타비용	12,796	88,756	374,505	121,386	121,386

매출원가 추정 - LS니꼬동제련					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출원가</b>	<b>7,463,356</b>	<b>7,656,346</b>	<b>9,453,229</b>	<b>9,496,633</b>	<b>9,448,327</b>
원재료비	7,034,632	7,215,330	9,008,139	9,043,498	8,984,561
급여	71,452	72,286	77,884	81,778	85,867
퇴직급여	5,507	5,748	5,636	6,241	6,553
복리후생비	16,354	17,201	17,226	16,927	17,118
감가상각비	73,205	72,300	75,501	79,807	83,728
사용권자산상각비	608	750	760	760	760
무형자산상각비	1,776	2,103	3,662	2,665	3,070
운반비	162	165	137	155	152
전력비	67,850	70,388	70,191	69,476	70,018
기타비용	191,810	200,075	194,093	195,326	196,498

## 6.2. 판매비와관리비

판매비와관리비 추정 - LS전선					
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>판매비와관리비</b>	<b>288,841</b>	<b>308,194</b>	<b>374,633</b>	<b>382,903</b>	<b>394,926</b>
급여	75,563	77,476	89,403	92,890	96,512
퇴직급여	5,526	5,611	6,009	6,588	6,845
복리후생비	14,477	14,473	16,280	16,280	16,280
감가상각비	3,074	4,093	5,770	6,012	6,307
사용권자산상각비	6,064	5,829	6,588	6,160	6,192
무형자산상각비	1,047	3,178	1,954	2,060	2,397
지급수수료	41,642	42,027	50,808	56,701	57,368
운반비	65,372	67,285	90,968	93,591	94,692
임차료	3,266	2,292	2,826	3,266	3,266
여비교통비	7,625	3,354	4,162	7,625	7,625
세금과공과	4,081	4,422	5,290	5,804	5,872
연구비	18,043	20,058	21,761	23,163	24,656
광고선전비	2,402	2,056	2,852	2,437	2,448
수출제비용	15,615	17,624	23,567	23,709	23,988
기타	25,044	38,416	46,395	36,618	40,476

판매비와관리비 추정 - LS아이앤디					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>판매비와관리비</b>	<b>190,565</b>	<b>187,240</b>	<b>231,352</b>	<b>258,881</b>	<b>265,524</b>
급여	71,263	70,658	84,330	91,869	95,314
퇴직급여	5,445	6,449	4,652	5,515	5,539
복리후생비	214	233	252	252	252
감가상각비	1,900	2,416	4,157	4,157	4,157
사용권자산상각비	5,017	4,520	4,565	4,701	4,595
무형자산상각비	12,441	13,314	14,111	13,797	13,795
지급수수료	23,492	21,823	25,455	28,260	28,260
운반비	30,602	29,886	36,497	47,762	50,773
임차료	1,252	1,763	2,816	2,816	2,816
여비교통비	6,177	2,228	3,118	6,177	6,177
세금과공과	3,914	3,681	4,318	5,099	5,099
연구비	5,461	4,621	4,748	4,943	4,771
광고선전비	1,116	1,426	1,277	1,273	1,325
소모품비	3,768	4,749	5,328	6,793	7,221
보험료	1,078	1,549	1,796	2,153	2,289
통신비	1,546	1,334	1,232	1,371	1,312
판매수수료	10,223	8,780	10,636	9,880	9,765
기타	5,656	7,810	22,064	22,064	22,064

판매비와관리비 추정 - LS니꼬동제련					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
판매비와관리비	95,924	94,881	93,890	97,219	98,545
급여	29,487	28,550	23,804	24,994	26,244
퇴직급여	2,444	2,300	2,437	2,215	2,325
복리후생비	3,744	4,242	3,498	3,828	3,856
감가상각비	933	1,021	1,023	1,023	1,023
사용권자산상각비	1,770	1,775	1,781	1,781	1,781
무형자산상각비	733	874	1,085	1,085	1,085
지급수수료	22,022	22,529	26,975	27,873	27,691
운반비	17,625	17,225	16,863	17,238	17,109
임차료	173	79	96	173	173
여비교통비	1,219	232	239	1,219	1,219
수도광열비	760	763	788	770	774
소모품비	36	108	85	76	90
세금과공과	836	1,014	748	866	876
통신비	318	306	340	321	322
접대비	972	926	923	940	930
교육훈련비	696	628	583	636	616
차량유지비	342	265	289	299	284
경상개발비	8,697	9,040	8,789	8,842	8,890
광고선전비	895	914	1,124	978	1,005
수출제비용	229	202	300	244	249
기타	1,993	1,888	2,120	2,000	2,003

## 6.3. EBITDA

EBITDA 추정 - LS전선					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,602,796	4,831,489	6,111,367	6,527,467	6,604,274
(-) 매출원가	4,151,365	4,358,390	5,506,378	5,712,493	5,784,803
(-) 판매비와관리비	288,841	308,194	374,633	382,903	394,926
(+) 상각비 보정	80,416	87,706	95,808	97,581	102,600
EBITDA	243,006	252,611	326,164	529,653	527,144
/Sales(%)	5.3%	5.2%	5.3%	8.1%	8.0%

EBITDA 추정 - LS아이앤디					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,242,190	2,274,684	3,300,191	3,786,006	4,024,717
(-) 매출원가	2,030,536	2,041,451	2,959,480	3,360,782	3,559,792
(-) 판매비와관리비	190,565	187,240	231,352	258,881	265,524
(+) 상각비 보정	67,098	64,570	70,201	76,646	80,190
EBITDA	88,187	110,563	179,560	242,989	279,591
/Sales(%)	3.9%	4.9%	5.4%	6.4%	6.9%

EBITDA 추정 - LS니고동제련					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	7,874,717	7,979,812	9,901,511	10,021,271	9,955,962
(-) 매출원가	7,463,356	7,656,346	9,453,229	9,496,633	9,448,327
(-) 판매비와관리비	95,924	94,881	93,890	97,219	98,545
(+) 상각비 보정	79,025	78,823	83,812	87,121	91,447
<b>EBITDA</b>	<b>394,462</b>	<b>307,408</b>	<b>438,205</b>	<b>514,539</b>	<b>500,538</b>
/Sales(%)	5.0%	3.9%	4.4%	5.1%	5.0%

## 6.4. 감가상각비

감가상각비 추정 - LS전선					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>감가상각비</b>	<b>66,467</b>	<b>68,857</b>	<b>77,219</b>	<b>80,452</b>	<b>84,411</b>
건물	16,861	16,121	16,943	18,505	19,415
기계장치	40,041	42,291	48,024	49,686	52,131
기타유형자산	9,565	10,445	12,252	12,262	12,865
<b>취득원가</b>					
건물	392,260	423,819	442,343	465,235	488,126
기계장치	726,686	813,172	874,807	920,079	965,351
기타유형자산	160,961	188,161	197,707	207,938	218,170
<b>상각률 (%)</b>				<b>평균 상각률</b>	
건물	4.3%	3.8%	3.8%	4.0%	
기계장치	5.5%	5.2%	5.5%	5.4%	
기타유형자산	5.9%	5.6%	6.2%	5.9%	

감가상각비 추정 - LS아이앤디					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>감가상각비</b>	<b>44,389</b>	<b>46,312</b>	<b>47,433</b>	<b>54,612</b>	<b>58,153</b>
건물	3,700	4,019	4,450	4,559	4,854
구축물	274	328	396	374	398
기계장치	33,138	32,390	29,507	37,598	40,035
기타유형자산	7,277	9,575	13,080	12,082	12,865
<b>취득원가</b>					
건물	99,205	100,801	109,973	116,263	123,799
구축물	5,137	6,824	6,557	6,932	7,381
기계장치	454,333	522,307	571,948	604,661	643,857
기타유형자산	81,896	89,753	108,441	114,643	122,075
<b>상각률 (%)</b>				<b>평균 상각률</b>	
건물	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	
구축물	5.3%	4.8%	6.0%	5.4%	
기계장치	7.3%	6.2%	5.2%	6.2%	
기타유형자산	8.9%	10.7%	12.1%	10.5%	

감가상각비 추정 - LS니고동제련					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
감가상각비	74,138	73,321	76,524	80,830	84,751
건물	4,288	4,377	4,677	4,820	5,054
구축물	3,385	3,710	3,955	4,030	4,226
기계장치	61,766	60,185	62,635	66,842	70,085
차량운반구	433	417	427	456	478
공구와기구	102	99	147	138	145
비품	1,604	1,893	2,174	1,801	1,889
기타유형자산	2,560	2,640	2,509	2,743	2,876
취득원가					
건물	213,078	219,354	233,884	240,682	252,360
구축물	97,752	107,936	112,965	116,249	121,889
기계장치	1,070,849	1,137,283	1,195,551	1,230,303	1,289,993
차량운반구	3,566	3,515	3,754	3,863	4,051
공구와기구	1,790	1,908	2,342	2,410	2,527
비품	24,994	27,985	23,347	24,026	25,191
기타유형자산	46,176	43,264	47,111	48,480	50,833
상각률 (%)				평균 상각률	
건물	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
구축물	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	
기계장치	5.8%	5.3%	5.2%	5.4%	
차량운반구	12.1%	11.9%	11.4%	11.8%	
공구와기구	5.7%	5.2%	6.3%	5.7%	
비품	6.4%	6.8%	9.3%	7.5%	
기타유형자산	5.5%	6.1%	5.3%	5.7%	

### 6.5. 기타 LS Electric, 비영업자산, 순차입금

영업가치 - LS Electric	
(단위: 백만 원)	
시가총액	1,545,000
(+) 이자발생부채	858,758
(-) 현금성자산	848,219
EV	1,555,539

순차입금	
(단위: 백만 원)	1Q22기준
(+) 이자발생부채	6,301,702
(-) 현금성자산	1,590,384
순차입금	4,711,318

비영업자산	
(단위: 백만 원)	
투자목적 출자지분	88,164
투자부동산	18,600

### 6.6. LME 전기동 가격 변화에 따른 목표주가 변화

LME 전기동 가격 (\$/mt)	5,719	7,626	9,532	11,438	13,345
상대가격	60.00	80.00	100.00	120.00	140.00
목표주가 (단위: 원)	69,000	117,000	163,000	209,000	255,000

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.