

2024. 11. 15



▲ 철강/비철금속

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **210,000 원****현재주가 (11.14)** **97,600 원****상승여력** **115.2%**

KOSPI 2,418.86pt

시가총액 31,427억원

발행주식수 3,220만주

유동주식비율 52.81%

외국인비중 17.69%

52주 최고/최저가 187,500원/76,800원

평균거래대금 237.0억원

주요주주(%)

구자열 외 44 인 32.12

국민연금공단 12.06

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -23.7 -35.3 23.9

상대주가 -17.2 -26.9 24.6

주가그래프**LS** 006260**구리 가격과 TC 걱정 말고 모아갈 때**

- ✓ 연결영업이익 1,571억원 (-30.6% YoY, -58.0% QoQ, opm 2.5%), 컨센서스 하회
- ✓ 구리 가격과 환율 영향으로 LS MnM과 LS아이앤디의 실적 부진 영향
- ✓ LS전선 영업이익 742억원(+13.0 YoY, -9.1% QoQ)으로 견조한 실적 기록
- ✓ 최근 주가 하락의 원인였던 두 가지 요인 1) 2H24 실적 부진 2) 구리가격 하락은 2025년 점차 해소될 것으로 전망. 자회사 가치 고려 시 저평가 매력 부각

3Q24 Review: 자회사들의 부정적 요인이 겹쳤던 시기

연결영업이익 1,571억원 (-30.6% YoY, -58.0% QoQ, opm 2.5%)으로 컨센서스(2,400억원)와 당사 예상치(2,300억원)를 하회했다. LSMnM 영업이익 294억원(-57.6% YoY, -75.2 QoQ), LS아이앤디 영업적자 -48억원을 기록하여 예상보다 부진했다. 구리 가격(1Q24 8,542\$/t → 2Q24 9,866\$/t → 3Q24 9,333\$/t)과 환율(1Q24 1,328\$ → 2Q24 1,371\$ → 3Q24 1,359\$) 모두 2Q24 급등, 3Q24 하락한 영향이다. LS전선은 영업이익 742억원(+13.0 YoY, -9.1% QoQ)으로 견조한 실적을 기록했다. 저조한 해저케이블 인도량을 초고압 지중케이블 부문이 상쇄하여 마진률 하락을 방어했다.

이제는 시선을 2025, 2026년으로 돌릴 때

최근 주가 하락 원인은 1) 부진할 것으로 예상되었던 2H24 실적과 2) 구리 가격 하락이다. LS전선은 4Q24, LS Electric은 3Q24에 프로젝트 납기 일정의 영향으로 인해 일시적으로 실적이 부진하나 차기 분기부터 실적 정상화가 가능하다고 판단한다. LSMnM 또한 4Q24부터 환율 및 구리 가격 하락으로부터 벗어난다. 전체적으로 1Q25부터는 악화되었던 구간에서 벗어나 기존의 실적 궤도를 되찾을 것으로 전망한다. 2025년 Benchmark TC 하락으로 인한 LS MnM 실적 우려가 있으나, 역사적으로 Benchmark TC의 하락에는 구리 가격의 상승이 뒤따랐다(2025년 금속 산업 전망 p54 참고). 메탈 게인이 TC 하락으로 인한 원가 손실을 상쇄 가능할 것이다.

2025년은 그간의 주가 하락 원인이 해소되는 시기, 2026년은 LS전선의 신규 해저케이블 공장에서 매출이 발생하며 본격 성장이 예상되는 시기이다. 동사의 시가총액 3.14조원에는 상장자회사 지분가치 1.0조원, 비상장자회사 지분가치 2.04조원이 반영되어 있다. 최근 주가 하락으로 비상장자회사의 저평가 매력이 확대되었다고 판단한다.

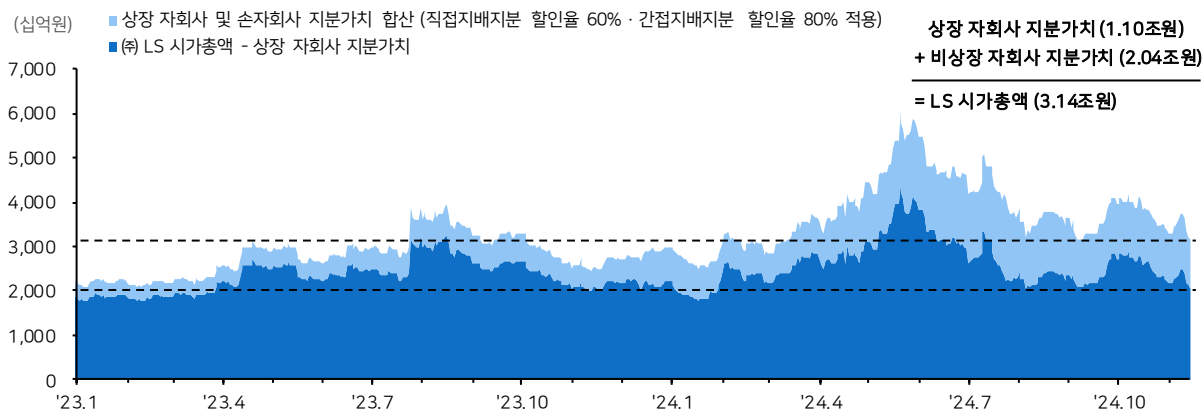
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	17,491.3	669.5	793.3	24,635	140.6	134,156	2.8	0.5	9.1	20.2	192.8
2023	24,480.7	899.7	436.0	13,539	-32.6	147,008	6.9	0.6	8.2	9.6	170.3
2024E	27,238.8	1,002.2	353.2	10,970	-8.8	154,055	8.9	0.6	7.6	7.3	177.8
2025E	28,086.3	1,090.0	420.5	13,059	7.8	165,713	7.5	0.6	6.9	8.2	174.2
2026E	29,121.1	1,186.6	477.3	14,822	13.5	179,091	6.6	0.5	6.4	8.6	165.2

그림1 LS 주가, 구리와 지속 동행 중.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 11/14(목) 종가 기준, LS 시가총액 3.14조 = 상장자회사 지분가치 1.10조 + 비상장 자회사 지분가치 2.04조



주: 11월 14일 종가 기준

상장자회사(LS Electric) 지분가치 = [시가총액 * 지분율 * 할인율 60%]

상장 손자회사(LS에코에너지, LS머트리얼즈, LS마린솔루션, 가온전선) 지분가치 = [시가총액 * 유효지분율 * 할인율 80%]

자료: QuantiWise, DART, 메리츠증권 리서치센터

그림2 비상장 자회사 지분가치는 2023년평균 수준을 하회. 현재 LS 시가총액은 상장자회사 시장가치 확대만 반영한 수준



자료: QuantiWise, DART, 메리츠증권 리서치센터

표1 LS 주요 상장·비상장 자회사 및 지분율. 핵심 비상장 자회사는 LS전선, LSMnM

자회사	지분율	손자회사	지분율	간접지분율	비고
LS Electric	48.5%				KOSPI 상장
LS 전선	92.3%	LS 에코에너지	69.7%	64.3%	KOSDAQ 상장
		가온전선	37.6%	34.7%	KOSPI 상장
		LS 머트리얼즈	43.5%	40.2%	KOSDAQ 상장
		LS 마린솔루션	66.8%	61.7%	KOSDAQ 상장
		LS 이브이코리아	100.0%		
		LS 그린링크	100.0%		미국 해저케이블 법인
		지엔피	100.0%		
		LS 빌드윈	100.0%		
LS MnM	100.0%				2022.8.30. 전환사채 발행 (전환대상: 지분 24.9%, 기업가치 1.89조원 기준)
LS 아이앤디	94.5%	Cyprus Investments (Superior Essex 100% 보유)	100.0%		Superior Essex
LS 엠트론	100.0%				트랙터 제조업체
LS 이링크	50.0%				EV 충전인프라 업체
LS 엘앤에프 배터리솔루션(LLBS)	55.0%				전구체 제조업체
LS 글로벌	100.0%				

주: 핵심 비상장 자회사를 파란색 음영처리

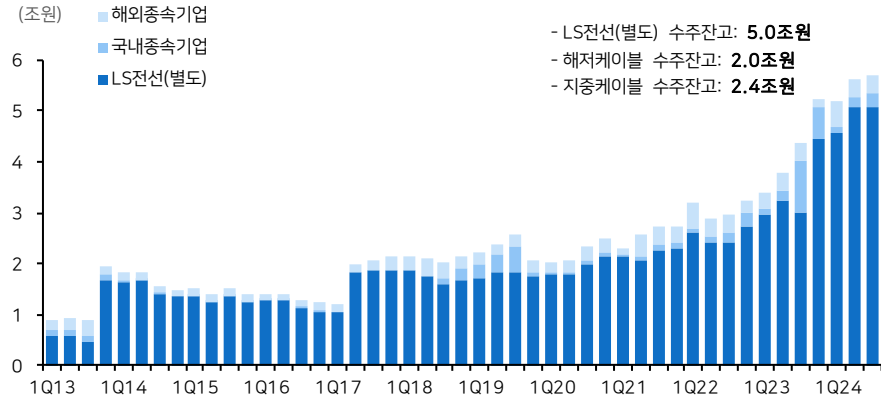
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

표2 LS 주요주주 구성

	주식수 (주)	지분율 (%)
구자열 외 44인	10,247,522	31.82
재단법인송강재단	95,530	0.30
국민연금	3,883,016	12.06
자사주	4,852,462	15.07
외국인보유	5,696,860	17.69
그외	7,424,610	23.06
총발행주식수	32,200,000	100.00

자료: DART, 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림3 LS전선 수주잔고 증가 지속 중이며, 대만 및 독일 본계약 체결로 추가 확대 전망



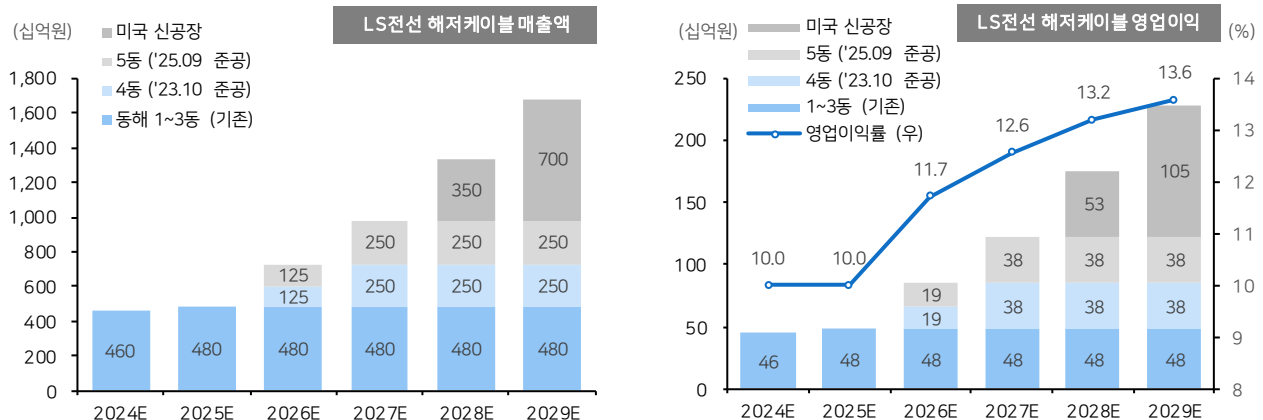
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

표3 LS전선 주요 프로젝트 수주 내역

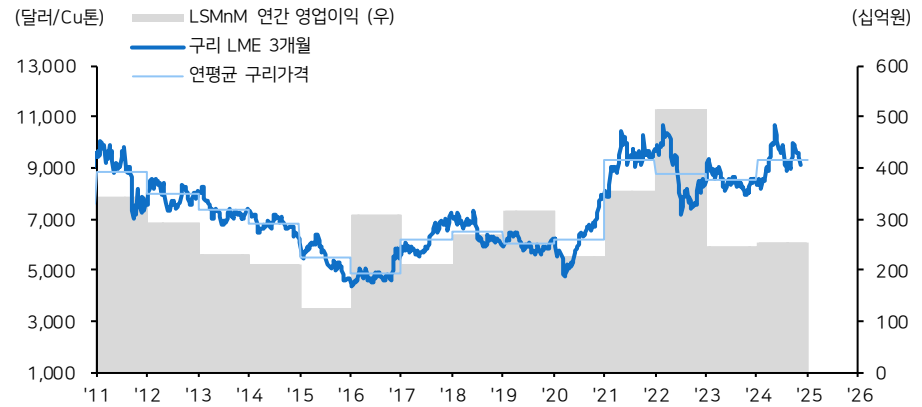
계약시기	국가	고객사	프로젝트	계약기간	금액 (십억원)	비고
2024.03	대만	CIP	대만 Fengmiao (500MW)	2026~2027	약 1,300억원	우선협상대상자 선정, 수주잔고 미반영
2023.09	한국	-	안마 해상풍력 (532MW)	2024~2027	약 2,000억원	우선협상대상자 선정, 수주잔고 미반영
2023.05	독일	TenneT	Framework	2023.05 ~ 2031.12	2387.6	수주잔고 미반영, 3~4차 본계약은 2026년까지 체결 예정
2023.12			Offshore 2GW Projects - BalWin4	2023.12 ~ 2030.09	861.7	2차 본계약, 수주잔고 반영
2023.12			Offshore 2GW Projects - LanWin1	2023.12 ~ 2030.09	824.7	1차 본계약, 수주잔고 반영
2023.05	대만	Orsted	CHW	2023.05 ~ 2025.10	189.1	수주잔고 반영
2022.12	영국	Vattenfall	Norfolk West & East	2022.12 ~ 2028.09	401.3	수주잔고 반영
2022.01	영국	Vattenfall	Norfolk Boreas	2022.10 ~ 2026.09	242.8	계약해지
2022.01	미국	Orsted	Ocean Wind	2022.01 ~ 2025.02	354.7	수주잔고 반영
2020.12	한국	한국전력	완도-제주 #3HVDC	2020.12 ~ 2023.12	232.4	수주잔고 반영

자료: LS, DART, 메리츠증권 리서치센터

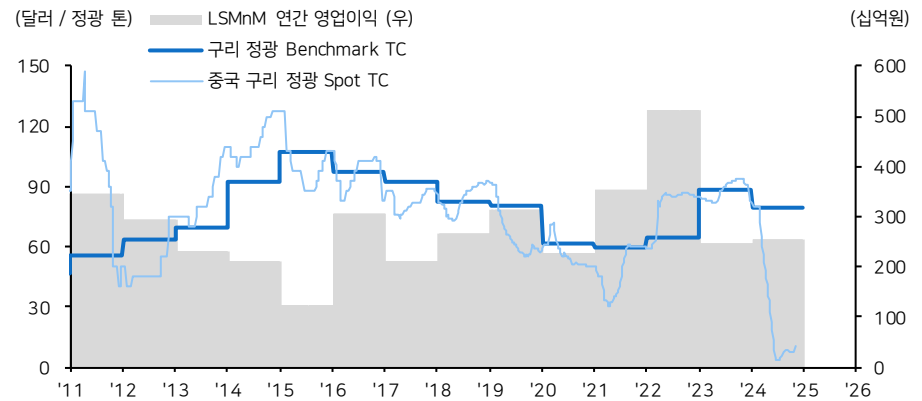
그림4 LS전선 해저케이블 부문 실적 전망



자료: LS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LS MnM 영업이익, 구리 가격의 변동폭이 가장 큰 영향


자료: Dart, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Benchmark TC, Spot TC는 비용 측 변수 (TC↓ = 원재료 구매가↑ = 매출원가↑)


자료: Dart, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 3Q24 실적 컨센서스 하회

(십억원)	3Q24P	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	7,085.5	6,013.9	17.8	7,414.3	-4.4	6697.6	5.8	6,580.9	7.7
영업이익	157.1	226.2	-30.6	374.4	-58.0	240	-34.5	230.0	-31.7
세전이익	102.9	121.2	-15.1	320.3	-67.9	137.3	-25.1	149.9	-31.4
지배주주 순이익	45.0	37.2	21.0	180.5	-75.1	91.6	-50.9	100.1	-55.1
영업이익률(%)	2.2	3.8		5.0		3.6		3.5	
세전이익률(%)	1.5	2.0		4.3		2.0		2.3	
순이익률(%)	0.6	0.6		2.4		1.4		1.5	

자료: Bloomberg, LS, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년, 2025년 영업이익 컨센서스 하회 전망

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	27,238.8	27,120.5	0.4	28,086.3	28,211.3	-0.4
영업이익	1,002.2	1,127.0	-11.1	1,090.0	1,209.4	-9.9
세전이익	700.4	746.9	-6.2	740.6	848.9	-12.8
지배주주 순이익	353.2	398.1	-11.3	420.5	479.5	-12.3
영업이익률(%)	3.7	4.2		3.9	4.3	
세전이익률(%)	2.6	2.8		2.6	3.0	
순이익률(%)	1.3	1.5		1.5	1.7	

자료: Bloomberg, LS, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년, 2025년 영업이익 추정치 하향 조정

(십억원)	2023	2024E	2025E
매출액 - 신규 추정	24,481	27,239	28,086
매출액 - 기존 추정	24,481	26,524	27,646
% change	-	2.7	1.6
영업이익 - 신규 추정	902	1,002	1,090
영업이익 - 기존 추정	902	1,129	1,181
% change	-	-11.2	-7.7
세전이익 - 신규 추정	632	700	741
세전이익 - 기존 추정	632	775	786
% change	-	-9.6	-5.8
지배주주 순이익 - 신규 추정	436	353	421
지배주주 순이익 - 기존 추정	436	448	525
% change	-	-21.2	-19.9
EPS (지배주주) - 신규 추정	9,316	10,970	13,059
EPS (지배주주) - 기존 추정	9,316	13,920	16,306
% change	-	-21.2	-19.9

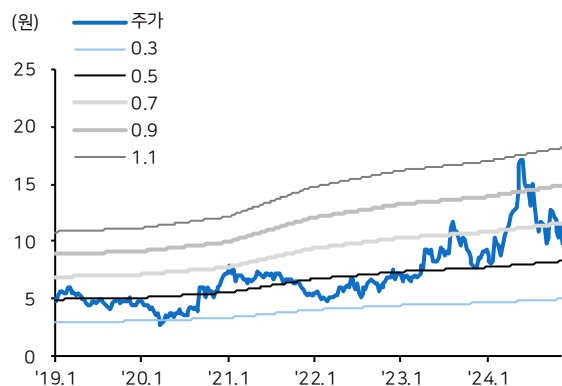
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표4 LS 실적 Snapshot

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
실적 전망											
연결매출액	6,098.5	6,509.3	6,013.9	5,859.1	5,945.0	7,414.3	7,085.5	6,794.0	24,480.7	27,238.8	28,086.3
LS MnM	2,564.9	2,736.2	2,498.8	2,354.9	2,521.9	3,187.6	3,279.6	3,233.5	10,154.8	12,222.6	12,520.7
LS 전선	1,498.2	1,509.6	1,566.6	1,642.7	1,445.8	1,918.8	1,729.2	1,595.8	6,217.1	6,689.7	6,816.5
LS 아이앤디	991.9	1,031.9	932.4	870.5	971.9	1,159.6	1,181.7	957.6	3,826.7	4,270.7	4,313.5
LS 엠트론	308.0	287.1	217.7	206.3	285.8	291.0	256.0	206.3	1,019.1	1,039.1	1,059.9
LS Electric	975.8	1,201.8	1,022.6	1,030.4	1,038.6	1,132.4	1,021.2	1,116.6	4,230.5	4,308.9	4,724.2
연결조정 및 기타	-240.3	-257.2	-224.2	-245.7	-319.1	-275.2	-382.2	-315.7	-967.4	-1,292.2	-1,348.4
매출 성장률 (% YoY)	64.2	58.0	55.9	1.0	-2.5	13.9	17.8	16.0	40.0	11.3	3.1
연결영업이익	238.2	281.6	226.2	153.7	246.1	374.4	157.1	224.7	899.7	1,002.2	1,090.0
LS MnM	26.2	109.3	69.4	41.2	45.1	118.5	29.4	62.2	246.1	255.3	246.9
LS 전선	60.1	37.4	65.7	69.3	73.0	81.6	74.2	63.0	232.5	291.9	313.7
LS 아이앤디	38.1	20.6	14.4	5.7	14.1	59.7	-4.8	20.8	78.8	89.8	93.9
LS 엠트론	22.3	15.0	3.7	-1.7	17.9	12.1	3.7	-0.8	39.3	32.9	38.0
LS Electric	81.8	104.9	70.1	68.1	93.7	109.6	66.5	87.4	324.9	357.2	434.6
연결조정 및 기타	9.7	-5.6	2.9	-29.0	2.3	-7.2	-11.9	-8.0	-22.0	-24.8	-37.2
영업이익률 (%)	3.8	4.3	3.6	2.9	4.1	5.1	2.5	3.4	3.7	3.8	4.0
영업이익 성장률 (% YoY)	81.4	88.3	45.7	27.8	5.3	36.2	-19.1	38.2	61.0	15.2	9.1
세전이익	122.8	178.5	121.2	218.6	110.5	320.3	102.9	166.7	641.0	700.4	740.6
지배주주순이익	78.6	89.1	37.2	231.1	40.3	180.5	44.2	88.2	436.0	353.2	420.5
주요 가정											
구리 Blended TC (달러/톤)	86	86	88	84	78	63	58	58	86	64	39
구리 가격 (달러/톤)	8,937	8,490	8,392	8,256	8,542	9,866	9,333	9,479	8,518	9,305	9,650
금 가격 (달러/oz)	1,846	1,963	1,938	1,931	2,031	2,269	2,399	2,654	1,920	2,338	2,700
은 가격 (달러/oz)	23.1	23.6	23.6	23.0	23.4	26.9	29.3	31.6	23.3	27.8	32.1
평균환율 (원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,371	1,359	1,380	1,306	1,360	1,358

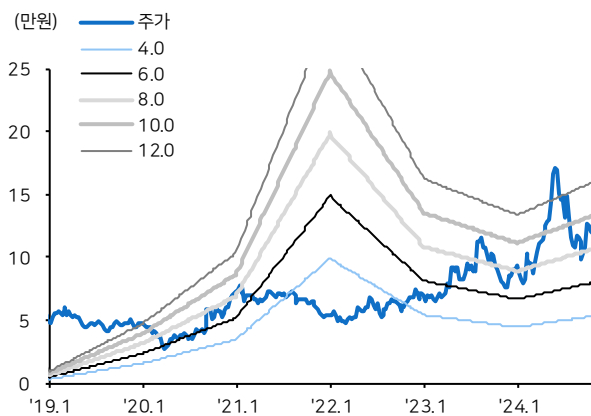
자료: LS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 LS PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 LS PER Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

LS (006260)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,491.3	24,480.7	27,238.8	28,086.3	29,121.1
매출액증가율(%)	36.3	40.0	11.3	3.1	3.7
매출원가	15,611.1	22,113.4	24,699.8	25,421.7	26,266.2
매출총이익	1,880.3	2,367.4	2,539.0	2,664.6	2,855.0
판매관리비	1,320.2	1,465.7	1,500.5	1,531.4	1,624.1
영업이익	669.5	899.7	1,002.2	1,090.0	1,186.6
영업이익률(%)	3.2	3.7	3.8	4.0	4.2
금융손익	-114.8	-342.9	-281.6	-376.4	-374.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	444.9	84.3	-20.2	27.1	27.0
세전계속사업이익	999.6	641.0	700.3	740.6	839.5
법인세비용	148.8	63.7	171.3	174.1	197.3
당기순이익	847.2	570.6	520.3	560.7	636.4
지배주주지분 순이익	793.3	436.0	353.2	420.5	477.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	11,461.3	11,617.6	12,701.0	13,565.2	14,171.8
현금및현금성자산	1,671.3	1,701.2	1,974.2	2,612.0	2,751.3
매출채권	3,355.9	3,292.2	3,733.9	3,812.7	3,975.4
재고자산	4,662.0	4,828.2	5,063.3	5,170.2	5,390.8
비유동자산	5,796.1	6,628.4	7,095.5	7,393.6	7,661.6
유형자산	3,938.8	4,362.4	4,870.9	5,181.4	5,461.3
무형자산	626.0	829.2	863.5	842.7	813.6
투자자산	678.3	749.0	702.3	710.6	727.9
자산총계	17,257.4	18,246.0	19,796.4	20,958.8	21,833.4
유동부채	8,505.0	8,631.6	10,063.1	10,302.7	10,472.3
매입채무	1,771.5	1,471.5	1,706.3	1,742.3	1,816.7
단기차입금	3,598.0	4,004.1	4,888.4	5,088.4	5,088.4
유동성장기부채	1,295.5	1,292.2	1,281.9	1,239.2	1,239.2
비유동부채	2,858.4	2,863.8	2,606.4	3,013.8	3,128.9
사채	1,290.4	1,209.9	1,106.1	1,306.1	1,306.1
장기차입금	977.0	992.3	916.7	1,116.7	1,216.7
부채총계	11,363.4	11,495.4	12,669.6	13,316.4	13,601.1
자본금	161.0	161.0	161.0	161.0	161.0
자본잉여금	330.9	377.1	260.8	260.8	260.8
기타포괄이익누계액	26.4	12.8	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	3,937.4	4,320.8	4,644.0	5,019.4	5,450.1
비지배주주지분	1,574.1	2,016.9	2,166.3	2,306.5	2,465.5
자본총계	5,893.9	6,750.6	7,126.9	7,642.4	8,232.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	467.1	361.4	637.7	1,000.5	985.5
당기순이익(손실)	847.2	570.6	520.3	560.7	636.4
유형자산상각비	293.2	357.2	437.5	508.9	557.9
무형자산상각비	46.7	48.3	59.0	60.8	59.2
운전자본의 증감	-444.2	-574.7	-422.8	-129.8	-267.8
투자활동 현금흐름	-1,039.6	-714.4	-589.2	-880.4	-911.1
유형자산의증가(CAPEX)	-483.7	-593.0	-744.9	-819.4	-837.8
투자자산의감소(증가)	1,035.8	-70.7	46.7	-8.4	-17.3
재무활동 현금흐름	971.1	372.2	214.1	517.7	64.9
차입금의 증감	2,304.6	353.1	723.2	562.8	111.4
자본의 증가	-17.4	46.2	-116.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	398.8	29.9	273.0	637.8	139.3
기초현금	1,272.6	1,671.3	1,701.2	1,974.2	2,612.0
기말현금	1,671.3	1,701.2	1,974.2	2,612.0	2,751.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	543,209	760,272	845,925	872,245	904,383
EPS(지배주주)	24,635	13,539	10,970	13,059	14,822
CFPS	33,487	45,270	50,400	51,800	56,366
EBITDAPS	31,348	40,532	46,542	51,540	56,014
BPS	134,156	147,008	154,055	165,713	179,091
DPS	1,550	1,600	1,650	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	2.8	6.9	8.9	7.5	6.6
PCR	2.1	2.1	1.9	1.9	1.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	1,009.4	1,305.1	1,498.7	1,659.6	1,803.7
EV/EBITDA	9.1	8.2	7.6	6.9	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	9.6	7.3	8.2	8.6
EBITDA 이익률	5.8	5.3	5.5	5.9	6.2
부채비율	192.8	170.3	177.8	174.2	165.2
금융비용부담률	1.1	1.6	1.6	1.7	1.7
이자보상배율(x)	3.6	2.3	2.3	2.3	2.4
매출채권회전율(x)	5.6	7.4	7.8	7.4	7.5
재고자산회전율(x)	5.1	5.2	5.5	5.5	5.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LS (006260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

