

LS에코에너지 (229640.KS)

베트남 바다에서 찾는 기회

지난 2월 발표한 해저케이블로의 제품군 확장은 기존에 베트남 시장에 한정된 사업영역을 확대할 수 있는 기회. 유럽 전력청向 수주는 전력케이블 시장의 현 주소를 보여줌. 현재는 수익성도 개선될 수 있는 국면

Analyst 이민재
02)768-7895, minaje.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 88페이지 참조

신사업 진출과 산업 구조의 재편 과정 속 수혜

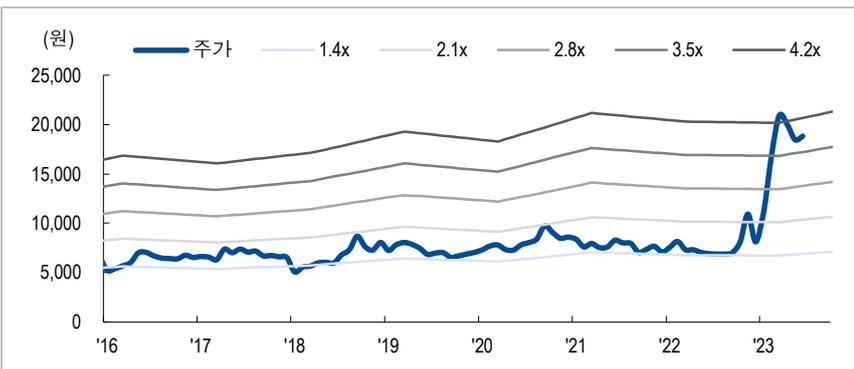
LS에코에너지에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 22,000원으로 커버리지를 재개. 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 초고압 전력케이블의 공급 부족으로 베트남을 넘어 유럽까지 고객처가 다변화되고 있으며, 2) 해저케이블은 제품 다변화를 통해 사업 영역을 확장할 수 있는 기회라 판단되기 때문. 목표주가 22,000원은 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 방식으로 산정. 전력케이블 부문 영업가치는 12개월 이동평균 EBITDA에 Prysmian, NKT의 EV/EBITDA 평균을 25% 할인한 8.0배를 적용해 산출. 해저케이블과 희토류 사업의 현재가치 4,714억원을 반영. (각각 3,104억원, 1,610억원)

작년부터 베트남 전력청(EVN) 외에 유럽 전력청 물량까지 확보하며 전력케이블 시장의 공급 부족을 체감하는 중. 2023년 초고압 전력케이블 사업부의 영업이익률은 9.2% 기록. 2024년도 외형 성장과 수익성 개선은 동시에 나타날 전망

베트남을 넘어 얻은 수익 개선

2024년 매출과 영업이익은 각각 7,333억원(+0.5% y-y), 343억원(+16% y-y)으로 추정. 주요 자회사별 영업이익은 LS VINA 2,240만달러(+2% y-y), LS CV 280만달러(흑전, y-y). 초고압 전력케이블의 고객사 범위를 베트남에서 유럽으로 확장해 수익성이 개선된 결과

LS에코에너지 12개월 Trailing PBR Band Chart



자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (신규)

목표주가	22,000원 (신규)
현재가 (24/03/29)	18,820원
업종	전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2,746.63 / 905.5
시가총액(보통주)	576.4십억원
발행주식수(보통주)	30.6백만주
52주 최고가('24/01/09)	22,550원
최저가('23/07/24)	6,740원
평균거래대금(60일)	17,311백만원
배당수익률(2024E)	0.96%
외국인지분율	2.9%
주요주주	
LS전선 외 11인	67.3%
-	0.0%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-10.0 132.6 173.5
상대수익률 (%p)	-12.9 108.8 143.4

	2022	2023	2024E	2025F
매출액	818	730	733	760
증감률	9.0	-10.8	0.5	3.7
영업이익	27	29	34	38
증감률	-2.7	7.4	16.4	10.1
영업이익률	3.4	4.0	4.7	5.0
(지배지분)순이익	-2	4	20	22
EPS	-63	129	647	723
증감률	적전	흑전	400.0	11.8
PER	N/A	161.5	29.1	26.0
PBR	1.5	4.3	3.6	3.3
EV/EBITDA	10.5	20.8	16.5	15.5
ROE	-1.3	2.7	12.8	13.1
부채비율	220.6	198.8	180.9	169.9
순차입금	136	108	88	95

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

LS에코에너지는 베트남 1위 전력케이블 생산기업인 LS-VINA Cable&System Joint Stock(LS-VINA)과 베트남 전력 및 통신케이블 생산법인인 LS Cable&System Vietnam(LSCV) 등을 종속회사로 두고 있는 LS그룹 계열의 외국기업 지배주회사. 2023년 매출액은 7,310억원(-11% y-y)이며, 자회사별 매출액은 LS-VINA 7,251억원(연결조정 전 매출 비중 77%), LSCV 2,183억원(23%) 등. 2023년 12월 사명을 LS전선아시아에서 LS에코에너지로 변경

Share price drivers/Earnings Momentum

- 미국 및 유럽의 신재생에너지 신규 수요 및 노후 전력 설비로 인한 교체 수요 발생
- 해상 풍력 발주 등으로 인한 해저케이블 시장 성장
- 베트남 경기 회복으로 인한 인프라 투자 회복
- 데이터센터, 전기차 등 추가적인 전력 수요의 증가

Downside Risk

- 글로벌 경기 침체에 따른 국내외 설비투자 둔화 지속
- 고금리 등에 따른 신재생에너지 프로젝트 발주 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Prysmian	17.4	15.7	3.1	2.7	17.7	17.3
NKT	25.2	23.3	2.5	2.3	10.1	9.9
Nexans	14.9	13.4	2.3	2.1	15.4	15.6
대한전선	-	-	-	-	-	-

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023	2024E	2025F
PER	16.5	-	161.5	29.1	26.0
PBR	1.6	1.5	4.3	3.6	3.3
PSR	0.3	0.3	0.9	0.8	0.8
ROE	10.2	-1.3	2.7	12.8	13.1
ROIC	7.3	15.5	5.1	9.3	9.8

자료: NH투자증권 리서치본부

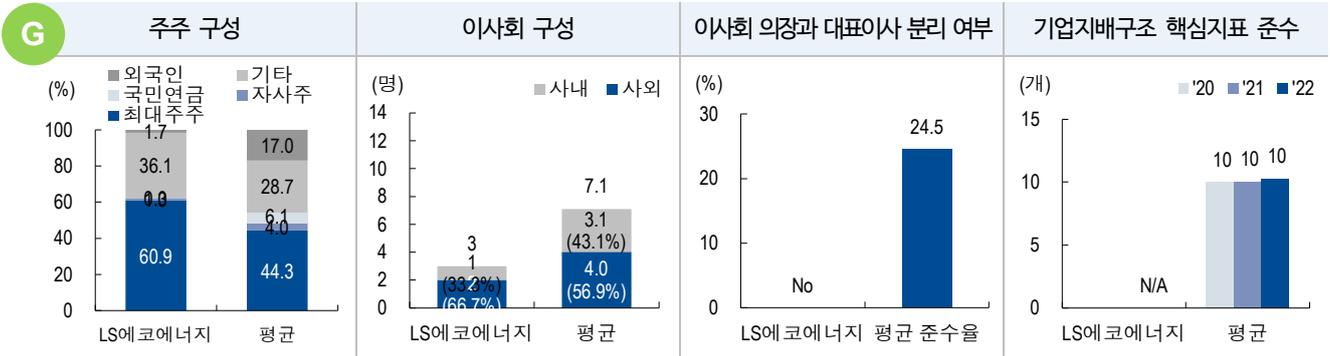
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

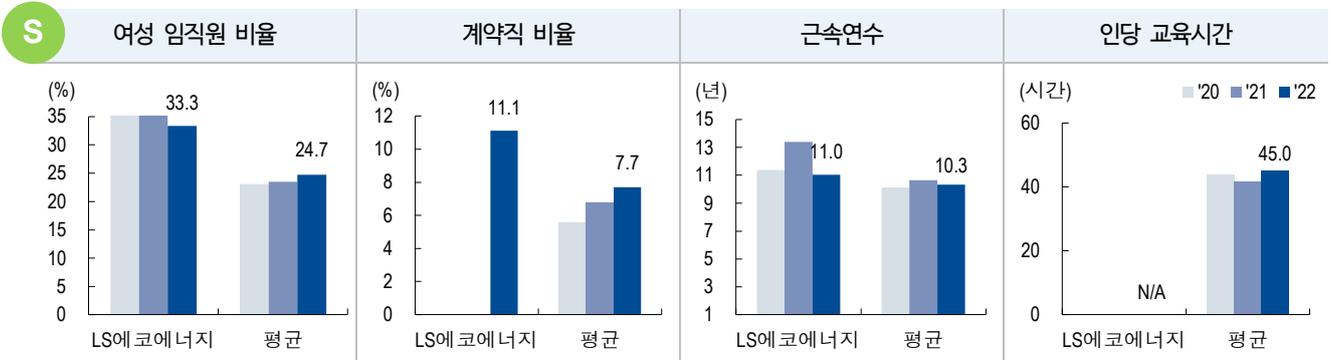
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	200	345	404	441	520	580	751	818	730
영업이익	11	20	20	18	26	16	28	27	29
영업이익률(%)	5.6	5.7	4.9	4.1	5.0	2.8	3.8	3.4	4.0
세전이익	8	18	19	14	22	12	21	-5	8
순이익	6	15	14	11	17	8	16	-9	4
지배지분순이익	5	13	13	10	16	7	15	-2	4
EBITDA	14	25	25	23	33	23	35	35	36
CAPEX	3	1	16	27	11	4	2	9	5
Free Cash Flow	-8	24	-24	-7	-34	-18	-34	-1	33
EPS(원)	358	436	419	323	523	239	479	-63	129
BPS(원)	3,553	4,009	3,825	4,078	4,591	4,352	5,041	4,835	4,806
DPS(원)	125	150	160	160	180	200	240	250	160
순차입금	14	-14	1	13	57	81	115	136	108
ROE(%)	5.1	11.5	10.7	8.2	12.1	5.3	10.2	-1.3	2.7
ROIC(%)	N/A	12.0	10.6	9.0	10.4	4.3	7.3	15.5	5.1
배당성장률(%)	68.8	34.8	38.2	49.5	34.4	82.5	49.4	-394.4	122.5
배당수익률(%)	N/A	2.7	2.5	2.8	2.2	2.6	3.0	3.4	0.8
순차입금 비율(%)	12.4	-10.5	0.6	9.4	35.4	54.5	66.9	86.2	68.4

자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부

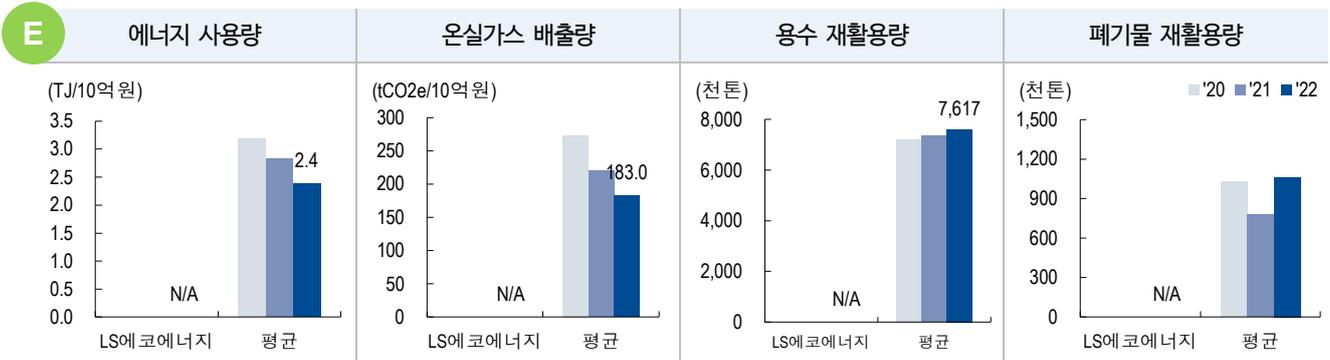
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: LS에코에너지, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	N/A	- N/A
S	2021.6	- LS-VINA 베트남에서 Covid-19 백신 기금 지원
G	2023.11	- LS전선아시아 'LS에코에너지'로 사명 변경

자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부

고객 다변화와 해저케이블로의 제품군 확대로 인한 증장기 수혜

LS에코에너지에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 22,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 투자의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 전 세계적으로 확대되는 초고압 전력케이블의 공급 부족으로 인해 고객처가 베트남을 넘어 유럽까지 다변화되고 있으며, 2) 중장기적으로 확대될 해저케이블은 수익성 높은 제품으로 LS에코에너지의 사업 영역을 확장할 수 있는 기회 요인으로 작용할 것이라 판단되기 때문이다. LS에코에너지는 베트남 전력청(EVN)을 중심으로 사업을 영위해 왔지만, 미뤄지는 투자 등으로 초고압 전력케이블 수주가 원활하지 못했다. 그러나 유럽과 미국을 중심으로 증가하는 수요에 대응하지 못한 Top-tier 회사들로 인해 LS에코에너지와 같은 회사들이 기회를 잡게 됐다.

목표주가 22,000원은 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 방식으로 산정했다. 1) 기존 전력케이블 부문의 영업가치 3,346억원(12개월 이동평균 EBITDA 418억원에 Top-tier(Prismian, NKT)의 EV/EBITDA 평균 10.3배를 25% 할인한 8.0배 적용), 2) 해저케이블 사업의 현재가치 3,104억원(2030년 영업가치 4,681억원을 WACC 6.0%로 할인), 3) 히토류 사업의 현재가치 1,610억원(2030년 영업가치 2,429억원을 WACC 6.0%로 할인)을 반영해 기업가치를 6,610억원(주당 22,000원)으로 산출했다.

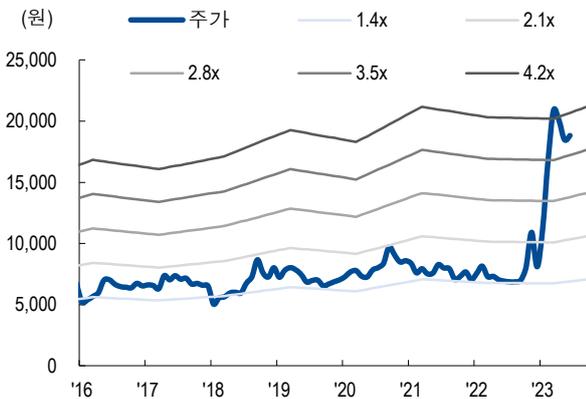
표1. LS에코에너지 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 배, %, 원)

	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA	지분율	장부가	시장가	적용가
1) 별도부문 영업가치						
-전력케이블	41.8	8.0			335	335
-해저케이블 ^{주1)}	55.1	8.5			468	310
-히토류	21.1	11.5			243	161
2) 연결중속기업, 관계사 지분가치						
-자사주 및 기타					5	5
-합계						5
3) Total Value = 1) + 2)						811
4) 순차입금						151
5) NAV = 3) - 4)						661
6) 주당 순자산가치						21,570
7) 목표주가		주식수	3,062만주			22,000

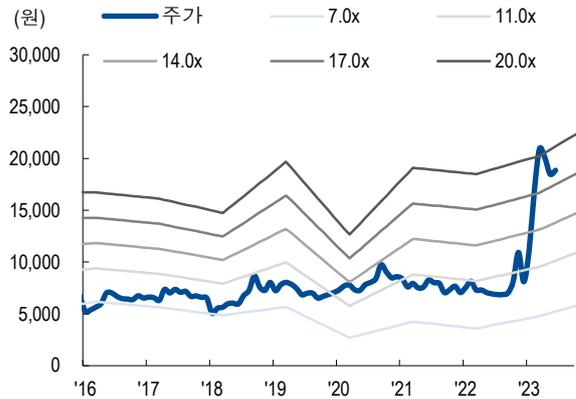
주1) 해저케이블은 2030년 매출 3,671억원, EBITDAmargin율 15%를 적용해 산출한 영업가치를 WACC(가중평균자본비용) 6.0%로 할인해 적용; 주2) 히토류는 2030년 매출 1,760억원, EBITDAmargin율 12%를 적용해 산출한 영업가치를 WACC 6.0%로 할인해 적용; 주3) WACC는 자기자본비용 8.0%, 타인자본비용 5.0%, 부채비율 187%를 감안해 산출; 자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. PBR 밴드차트: 미래사업을 반영한 주가 수준



자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. EV/EBITDA 밴드차트: 증설 효과를 반영 못한 구간



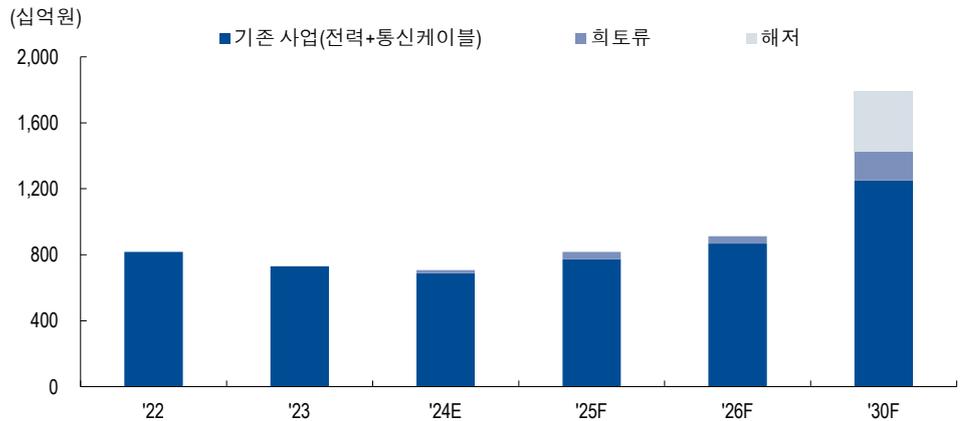
자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부 전망

높은 밸류에이션은 모회사를 감안할 때 극복 가능한 수준

LS에코에너지는 2024년 기준 EV/EBITDA 17배로 주요 Peer들과 비교했을 때 상대적으로 높은 밸류에이션에 거래되고 있다. 2024년 EV/EBITDA 기준 대한전선 6배, 가온전선 4배, Prysmian 10배, NKT 10배이다. 그러나 이러한 밸류에이션 격차는 베트남이라는 성장 국가에 대한 프리미엄뿐만 아니라 중장기적으로 해저케이블 외에 희토류 사업에 대한 기대감도 반영된 결과로 판단된다. 참고로 LS에코에너지는 2016년 9월 상장 이후 2023년까지 평균 EV/EBITDA가 12배 수준에서 형성되어 있다.

해저케이블 사업은 PetroVietnam Technical Services Corporation(PSTC)가 개발할 해상풍력 프로젝트에 대응할 계획이다. 해저케이블은 기술적 난도가 높고, 설치 시 포설선 등 부대설비가 필요해 진입장벽이 높은 사업이다. 그러나 모회사 LS전선과의 협업을 통해 이런 부분들은 해소할 계획이다. 희토류 사업은 지난 1월 베트남 광산업체인 HungThinh Mineral과 연간 500만톤의 희토류 산화물에 대한 구매계약을 체결했다. 2024년 하반기 약 150톤 규모의 물량을, 2025년부터 500톤을 공급받은 후 추후 희소 금속/합금 플랜트까지 설립해 제조 및 공급을 담당할 계획이다. 중장기적으로 보유 부지를 활용하고 100억원을 투자해 관련 설비를 확보할 예정이다. 참고로 희토류 사업과 관련한 매출은 2024년 184억원에서 2025년 459억원, 2030년 1,760억원까지 확대될 것으로 보고 있다.

그림3. LS에코에너지 2030년 중장기 가이드스

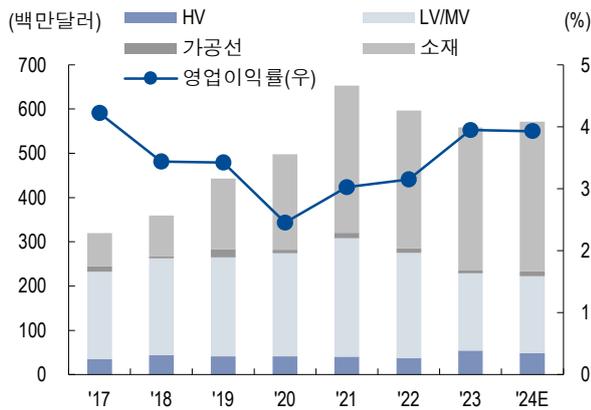


자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부

2024년 전반적인 이익 개선 가능성

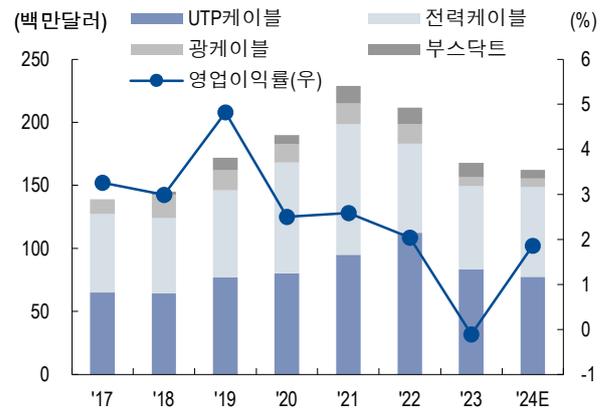
LS에코에너지의 2024년 매출과 영업이익은 각각 7,333억원(+0.5% y-y), 343억원(+16% y-y)으로 추정된다. 이익이 개선되는 이유는 1) LS CV 광케이블 부문의 적자 축소(2023년 -350만달러, 2024년 -190만달러), 2) LS VINA 초고압 전력케이블 부문의 이익 유지(2023년 500만달러, 2024년 480만달러) 등 때문이다. LS VINA는 지난해 유럽과 싱가포르로부터의 초고압 전력케이블 수주가 올해까지 매출로 이어지며 양호한 수익성을 보일 전망이다. 현재 초고압 전력케이블 시장을 감안했을 때 올해 추가 수주를 통한 수익성 유지도 가능할 것으로 추정된다.

그림4. LS VINA: 초고압 전력케이블 덕분에 유지되는 수익성



자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. LS CV: 광케이블의 적자는 줄어들 전망



자료: LS에코에너지, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12	2024/12E	2025/12F
매출액	818	730	733	760
증감률 (%)	9.0	-10.8	0.5	3.7
매출원가	765	675	671	694
매출총이익	53	55	62	66
Gross 마진 (%)	6.5	7.5	8.5	8.7
판매비와 일반관리비	25.9	25.6	27.7	28.7
영업이익	27	29	34	38
증감률 (%)	-2.7	7.4	16.4	10.1
OP 마진 (%)	3.4	4.0	4.7	5.0
EBITDA	35	36	41	44
영업외손익	-33	-21	-6	-6
금융수익(비용)	-8	-8	-8	-8
기타영업외손익	-25	2	2	2
종속, 관계기업관련손익	0	-15	0	0
세전계속사업이익	-5	8	29	32
법인세비용	4	4	7	7
계속사업이익	-9	4	22	25
당기순이익	-9	4	22	25
증감률 (%)	적전	후전	400.0	11.8
Net 마진 (%)	-1.1	0.6	3.0	3.3
지배주주지분 순이익	-2	4	20	22
비지배주주지분 순이익	-7	0	2	3
기타포괄이익	4	0	0	0
총포괄이익	-5	4	22	25

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12	2024/12E	2025/12F
PER(X)	N/A	161.5	29.1	26.0
PBR(X)	1.5	4.3	3.6	3.3
PCR(X)	8.1	27.2	13.4	12.5
PSR(X)	0.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(X)	10.5	20.8	16.5	15.5
EV/EBIT(X)	13.5	25.7	19.7	18.2
EPS(W)	-63	129	647	723
BPS(W)	4,835	4,806	5,274	5,780
SPS(W)	26,726	23,838	23,946	24,829
자기자본이익률(ROE, %)	-1.3	2.7	12.8	13.1
총자산이익률(ROA, %)	-1.8	0.9	4.6	4.9
투자자본이익률(ROIC, %)	15.5	5.1	9.3	9.8
배당수익률(%)	3.4	0.8	1.0	1.2
배당성장률(%)	-394.4	122.5	27.6	30.1
총현금배당금(십억원)	7.6	4.9	5.5	6.7
보통주 주당배당금(W)	250	160	180	220
순부채(현금)/자기자본(%)	86.2	68.4	50.6	49.5
총부채/자기자본(%)	220.6	198.8	180.9	169.9
이자발생부채	203.1	182.6	183.3	189.7
유동비율(%)	117.7	122.0	128.4	133.6
총발행주식수(mn)	30.6	30.6	30.6	30.6
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	7,290	20,900	18,820	18,820
시가총액(십억원)	223	640	576	576

Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12	2024/12E	2025/12F
현금및현금성자산	25	37	57	55
매출채권	184	164	165	182
유동자산	404	375	397	428
유형자산	51	50	48	47
투자자산	0	0	0	0
비유동자산	103	96	94	93
자산총계	507	471	491	520
단기성부채	202	181	182	188
매입채무	113	100	101	105
유동부채	343	308	309	320
장기성부채	1	1	1	1
장기충당부채	1	1	1	1
비유동부채	5	6	6	7
부채총계	349	313	315	327
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	89	89	89	89
이익잉여금	40	40	54	69
비지배주주지분	10	10	13	15
자본총계	158	158	174	192

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12	2024/12E	2025/12F
영업활동 현금흐름	8	38	28	3
당기순이익	-9	4	22	25
+ 유/무형자산상각비	8	7	7	7
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	28	23	43	46
- 운전자본의증가(감소)	-6	27	-1	-28
투자활동 현금흐름	-10	2	-5	-6
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-9	-5	-5	-5
+ 투자자산의매각(취득)	1	0	0	0
Free Cash Flow	-1	33	23	-2
Net Cash Flow	-2	40	23	-3
재무활동 현금흐름	14	-28	-4	1
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	14	-28	-4	1
현금의증가	14	12	19	-2
기말현금 및 현금성자산	25	37	56	54
기말 순부채(순현금)	136	108	88	95