

LS 에코에너지 (229640/KS)

LS 전선의 베트남 전진기지

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 44,000 원(신규편입)

현재주가: 36,000 원

상승여력: 22.2%



Analyst
나민식

minsik@sk.com
3773-9503

Company Data

발행주식수	3,062 만주
시가총액	1,103 십억원
주요주주	
LS전선(외11)	69.69%
국민연금공단	5.00%

Stock Data

주가(25/03/06)	36,000 원
KOSPI	2,558.13 pt
52주 최고가	50,800 원
52주 최저가	17,600 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



구조적인 변화에 있는 LS 에코에너지

LS 에코에너지는 베트남을 거점으로 전력 및 통신 케이블을 제조하며, 최근 히토류와 HVDC 사업에 뛰어들어 신성장 동력을 확보하고 있다. 본업인 케이블 사업에서는 고부가가치 제품인 초고압케이블, 가공선 매출액이 성장하며 수익성이 개선되고 있다. 또한 미국으로 향하는 통신케이블 수출이 증가하고 있다. 신사업인 히토류 사업은 베트남 현지 광산 업체로부터 원광 공급계약을 체결했다. 앞으로 정제기술을 확보해서 산화물을 생산할 계획이며, 희소금속 및 영구자석 제조까지 비전을 제시하고 있다. 요약하면, 동사는 전력망 투자 확대, 히토류 공급망 재편, 해저케이블 시장 확장이 맞물리면서 구조적인 변화를 맞이하고 있다.

25년 역시도 외형성장과 수익성 개선 이어질 전망

25년 매출액 1조 30 억원(YoY +15.4%), 영업이익 530 억원(YoY +18.6%, OPM +5.3%)을 전망한다. 고부가가치 제품인 초고압케이블, 가공선의 매출액 증가와 영업이익률 동시 개선이 기대된다. 아직 추정치에 반영하지는 않았지만, 베트남 및 영국의 해저케이블 프로젝트 가시성이 높아짐에 따라 추정치 상향 가능성이 있다. 25년 히토류 사업에서 매출액 500 억원을 기대한다. 현재 히토류 원광 공급계약이 베트남 현지 업체와 체결되었으며, 히토류 산화물 정제 기술을 도입하고 있다.

목표주가 44,000 원 제시

PSR 을 사용해서 전선사업과 히토류 사업의 가치를 각각 산출해서 목표주가를 산출했다. 26년 전선부문의 매출액 1조 520 억원에 PSR 0.7 배를 적용해서 7,360 억원, 26년 히토류 사업 매출액 500 억원에 PSR 12 배를 적용한 6,000 억원으로 사업 부문별 가치를 산출했다. 대한전선의 PSR 을 준용해서 전선사업은 PSR 0.7 배를 적용했으며, 마찬가지로 MP Materials 의 PSR 을 참조하여 히토류 사업은 PSR 12 배를 적용했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	751	818	731	869	1,003	1,102
영업이익	십억원	28	27	29	45	53	59
순이익(지배주주)	십억원	15	-2	4	31	30	34
EPS	원	479	-63	135	1,020	965	1,117
PER	배	16.5	-116.5	155.0	30.4	39.4	34.1
PBR	배	1.5	1.5	4.3	5.5	5.9	5.2
EV/EBITDA	배	11.6	11.1	21.2	20.8	22.0	19.9
ROE	%	10.2	-1.3	2.8	19.7	16.1	16.4






1. LS 에코에너지? LS 전선의 베트남 전진기지!

(1) Business Model

LS 에코에너지는 베트남을 기반으로 전력 및 통신 케이블 제조업을 영위하고 있다.

(1) 전력 인프라 수요가 증가하는 베트남에서 사업 기반을 두고 있으며 (2) 미-중 무역분쟁으로 베트남이 생산기지로 떠오르면서 미국향 수출을 노릴 수 있다 (3) 여기에 신성장 동력으로 희토류 및 HVDC 사업을 추진하고 있다.

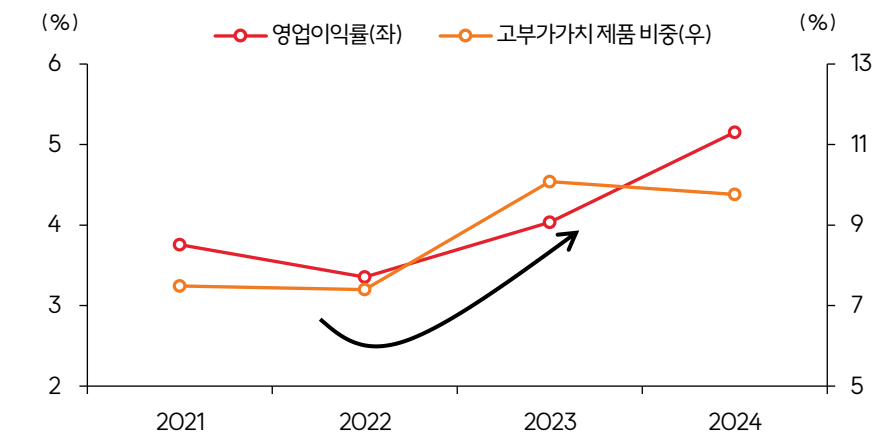
동사는 다양한 전력 및 통신 케이블을 생산한다. 아래의 다양한 품목 중에서 부가가치가 높은 제품은 초고압 케이블, 가공선, 버스덕트가 있다. 그 외 부가가치가 낮은 소재(SCR) 및 배전 케이블의 가격은 전기동 가격에 연동해서 움직이기 때문에 수익성을 높이기 어렵다. 또한 저압의 배전 케이블은 기술장벽이 낮은 특징으로 베트남 로컬 업체도 손쉽게 생산이 가능하다.

LS 에코에너지 생산제품							
구분	품명	사진	설명	매출액 비중 (24년)	부가가치 (24년)	LS VINA	LSCV
전력	초고압 케이블		고전압 송전에 사용하는 케이블 고전압에 견디기 위해 도체에 절연층, 차수층, 외장 등 다층 구조 기술장벽이 높아서 베트남 현지 업체는 생산이 어렵다	6%	上	○	×
	가공선		전봇대에 공중으로 설치하는 송전용 전선 알루미늄 도체가 외부에 직접 노출된 형태 절연체가 없어서 저렴한 장점	2%	上	○	×
	버스덕트		전력분배용 도체(Bus Bar)를 덕트에 밀폐한 제품 케이블 대비 고전압, 대용량 전류를 운반할 수 있음 덕트가 케이스 역할을 해서 외부 충격으로부터 도체를 보호	1%	上	×	○
	배전 케이블		발전소와 변전소에서 전력공급을 위해 사용하는 케이블 도심 지중 배전망, 산업단지 내부 전력선에서 사용한다	38%	中	○	○
	SCR		전기동을 녹여서 주조/압연 공정으로 생산한 장대 형태의 소재 전선 및 케이블에 쓰이는 구리선을 만들기 위한 기초 소재 역할	39%	下	○	×
통신	UTP		데이터 케이블의 한 종류 외부 차폐(Shield)가 없는 꼬임 형태의 케이블 (Unshielded Twisted Pair) LAN, 전화선, 사무실 배선 등 다양한 곳에서 사용	12%	中	×	○
	광케이블		빛을 전송해서 데이터를 주고받는 케이블 유리섬유로 된 코어를 통해 데이터를 주고받는다	0%	下	×	○

자료: LS 전선, SK 증권

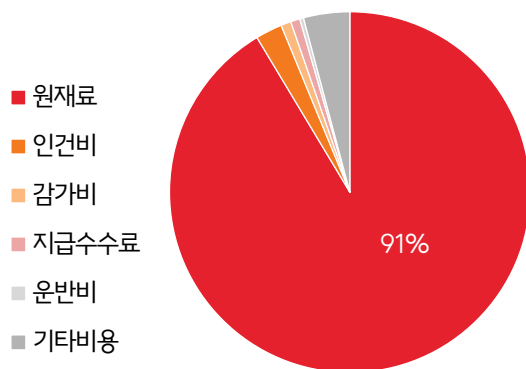
전선산업은 원재료 비중이 크며, LS 에코에너지도 영업비용의 약 85%가 원재료 비용이다. 전선 생산에 필요한 구리 및 알루미늄이 원재료 대부분을 차지하고 있다. 동사는 계열회사인 LS MnM 을 통해서 전기동을 안정적으로 공급받고 있다. 전체 영업비용에서 변동비가 차지하는 비중이 높기 때문에 대량생산으로 레버리지 효과를 기대하기 어렵다. 반대로 생각하면 초고압 케이블 등 고부가가치 제품 비중이 증가해야 영업이익률이 개선될 수 있다.

고부가가치 제품 증가 -> 영업이익률 개선



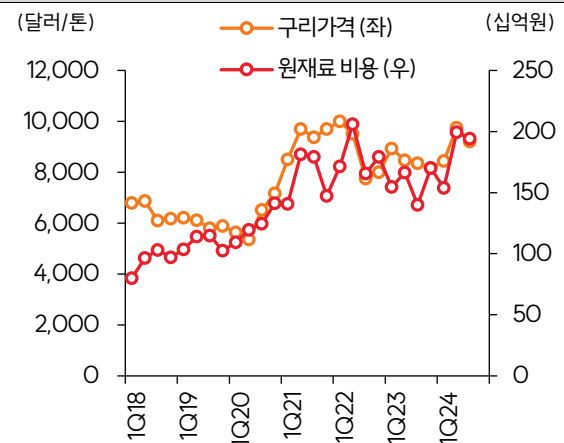
자료: SK 증권

영업비용 비중



자료: SK 증권

구리가격 vs. LS 에코에너지 원재료 추이



자료: 연론보도

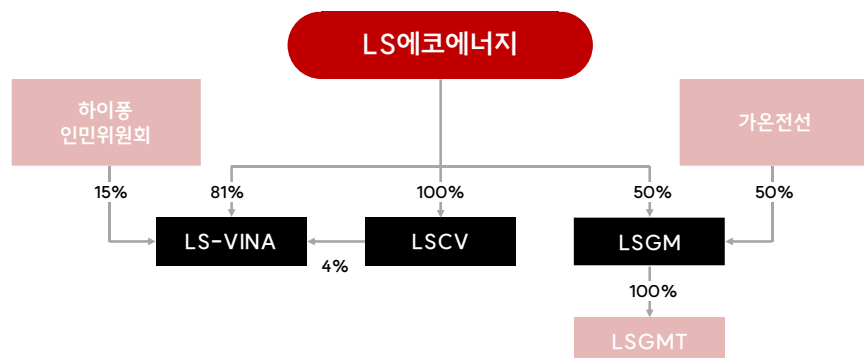
(2) 지배구조

동사의 구조는 다음과 같다. LS 에코에너지가 지주회사 역할을 하고 있으며 산하에 LS-VINA(지분율 85%), LSCV(지분율 100%), LSGM(50%)를 두고있다.

LS-VINA 는 베트남 하이퐁에 공장을 두고 있으며 주요 생산품목은 초고압, 가공선, 소재, 배전기기 등이다. LSCV 는 베트남 호치민에서 제품을 생산하며 UTP, 광케이블, 부스닥트, 배전기기를 생산한다. 마지막으로 LSGM 은 가온전선과 합작회사로 운영되며 미얀마에서 제품을 생산한다. 다만 LSGM 은 미얀마 군부 쿠데타 때문에 최소 가동률을 유지하고 있다.

모회사인 LS 전선과 교차판매 전략으로 계열사와 시너지를 기대할 수 있다. LS 전선이 미국, 유럽의 유틸리티 업체로부터 주문을 받은 다음에 LS 에코에너지가 생산을 담당하는 방식이다 이를 위해 LS 에코에너지는 미국의 안전인증 기구인 UL로부터 지중 전력 케이블 안정성 인증을 획득했다. 미국의 중국 공급망 탈피 정책에 힘입어서 북미향 수출 증가를 기대할 수 있다.

기업 지배구조



자료: LS 에코에너지, SK 증권

(3) PPE

구리 선재(Cu-Rod) 증설,
MV 생산라인 증설

LS 에코에너지의 증설 내역을 시간 순서대로 살펴보면 성장 방향에 대한 이해도를 올릴 수 있다.

(1) 2018 년: LS-VINA 는 베트남 전력 인프라 확충, 도시 개발, 산업단지 증가로 케이블 수요에 대응하기 위해 구리 선재(Cu-Rod) 증설을 결정했다. 구리 선재(Cu-Rod)는 전기동을 녹여서 주조/압연 공정으로 생산한 장대 형태의 소재로서 전선 및 케이블에 쓰이는 기초 소재 역할을 한다. 총 투자규모는 약 100 억원이다.

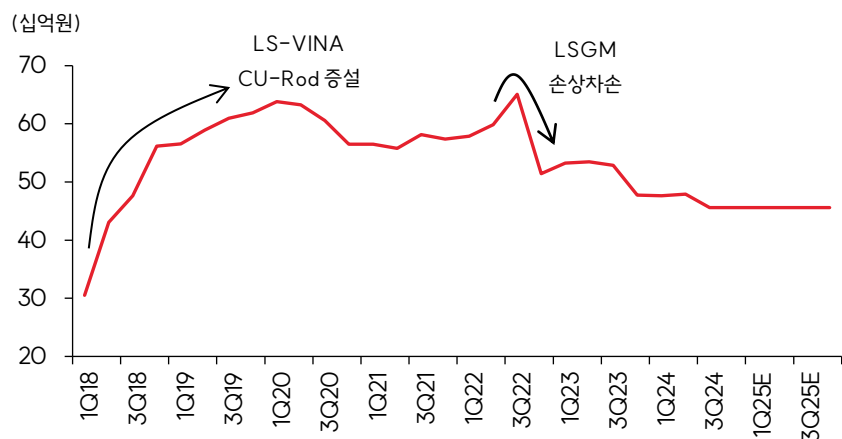
(2) 2019 년: LSCV 는 MV(Medium Voltage) 생산라인 증설을 결정했다. 마찬가지로 베트남의 전력 인프라 수요 증가에 대응하기 위해서 중저압 케이블 라인을 증설했다. 총 투자비용은 41 억원이다.

(3) 2022 년: LSCV 는 UTP 생산라인 증설을 결정했다. 이는 베트남이 아닌 미국의 UTP 케이블 수요가 증가하면서 고객의 공급확대 요청에 대응하기 위함이다. 총 투자금액은 68 억원이며, 2Q22 증설 결정 > 4Q22 생산라인 준공이 되었다.

(4) 2022 년: 2021 년 미얀마 군부 쿠데타로 영업환경이 악화됨에 따라 LSGM 공장에 손상차손을 반영했다. 미얀마에 위치한 유형자산이 230 억원에서 40 억원으로 감소했다.

(5) 향후계획: 영국과 베트남이 각각 해저케이블 프로젝트를 승인할 경우 해저케이블 공장 설립을 계획하고 있다.

유형자산 추이 및 전망



자료: SK 증권

LS-VINA: So Dau Ward, Hong Bang District, Haiphong City, Vietnam



자료: 나라스페이스, SK 증권

LSCV: Nhon Trach 2-Lockhang IZ, Nhon Trach District, Dong Nai Province, Vietnam



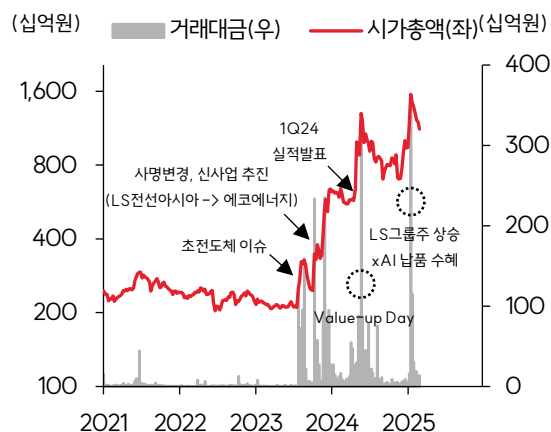
자료: 나라스페이스, SK 증권

(4) Financials

23 년은 펀더멘털 및 주가에 큰 변화가 있었다. ① 사명변경 및 신사업: 기존 LS 전선아시아에서 LS 에코에너지로 사명을 변경했다. 동시에 신규사업으로 해저케이블과 희토류 사업을 시작했다. 과거 30 년동안 베트남에서 전선 제조업을 영위하면서 쌓아온 지역 네트워크를 기반으로 베트남 희토류 개발업을 추진했다. 주가 역시 기대감을 반영하며 상승했다. ② 수익성 개선: 23 년 매출액 7,310 억원(YoY - 10.7%), 영업이익 290 억원(YoY +7.4%, OPM4.0%)를 기록했다. 마진이 낮은 소재 사업을 축소하면서 매출액 규모는 감소했지만, 고압(HV) 케이블 수출이 증가하면서 수익성 개선이 나타났다.

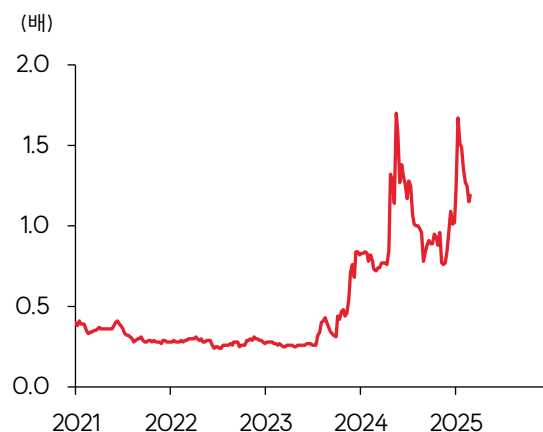
24 년은 신사업인 해저케이블 및 희토류 사업이 본격화되는 시점이었다. 동사가 진행한 사업을 순서대로 나열하면 다음과 같다. (24 년 1 월) 베트남 흥틴 미네랄과 희토류 산화물 구매 계약을 체결 → (24 년 2 월) 독일 희토류 영구자석 제조기업인 바쿰슈멜츠(VAC)와 합작법인 설립을 위한 업무협약 체결. 24 년 내 한국에 생산 및 판매법인을 세우고 영구자석을 공급할 예정이다. → (24 년 6 월) 영국-아이슬란드간 해저케이블 사업 부지확보 관련하여 영국의 GIC 사와 협상을 진행했다. 또한 같은 시기에 한국지질자원연구원으로부터 희토류 정제 기술을 확보했다.

시가총액 및 이벤트 (log scale)



자료: Fnguide, SK 증권

PSR Band



자료: Fnguide, SK 증권

희토류 및 전력케이블 사업 변수

향후 동사를 둘러싼 변수는 크게 3 가지가 있다. ① 희토류 사업 매출액 규모 및 시점이 중요하다. 희토류 사업이 기존 본업과 비교하면 상대적인 매출액 규모는 작으나, 주가에 미치는 영향은 크다. 희토류 사업 가시성이 높아지거나, 산화물 가격이 상승하면 주가에 프리미엄 요인이 될 것으로 생각한다.

② 본업에서는 유럽 및 베트남의 해저케이블 진행 속도를 주목할 필요가 있다. 제조업의 주가가 상승하는 시기는 매출액과 영업이익이 동시에 상승하는 시점이다. 동시에 있어서 해저케이블이 매출액 성장과 수익성 개선 모두다 노릴 수 있는 아이템이다. ③ 마지막으로 광케이블 및 UTP 의 미국 수출금액 추이에 주목해야 한다. 데이터센터의 용량에 비례해서 통신 케이블의 수요가 증가하고 있다. 여기에 미국이 중국의 공급망을 배제함에 따라서 베트남에 생산공장을 보유한 동사에 기회가 될 것으로 판단한다.

실적추정 (십억원)												
Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
LS-VINA OPM(%)	3.5	4.3	7.5	3.7	4.1	4.2	4.1	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
LSCV OPM(%)	0.9	-2.4	-0.9	1.8	5.2	7.0	5.7	-0.6	4.0	4.0	4.0	2.0
매출액	176	187	167	200	180	233	223	233	225	259	257	261
YoY	-9.8	-20.0	-13.8	2.9	2.0	24.2	33.4	16.6	25.2	11.5	15.1	12.0
LS-VINA	175	184	165	201	173	238	225	232	207	249	239	248
LSCV	50	54	54	60	63	68	74	68	76	71	77	72
LSGM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
지주부문	0	5	0	0	0	10	0	0	13	13	13	13
연결조정	-49	-55	-52	-61	-55	-83	-76	-67	-70	-74	-72	-71
영업이익	5	6	11	7	10	15	13	8	12	14	14	13
YoY	-22.8	-32.0	17.7	189.1	84.0	147.9	13.5	8.1	26.8	-4.6	12.2	62.4
영업이익률	3.0	3.2	6.6	3.6	5.4	6.3	5.6	3.3	5.5	5.4	5.5	4.9
LS-VINA	6	8	12	8	7	10	9	9	10	12	12	12
LSCV	0	-1	0	1	3	5	4	0	3	3	3	1
LSGM	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
지주부문	0	4	0	0	0	9	0	0	1	1	1	1
연결조정	0	-5	0	0	0	-9	0	-1	-2	-2	-2	-2
	-4	-4	-7	-5	0	3	-2	2	-3	-3	-3	-3
금융수익(비용)	-3	-3	-3	-2	-2	-2	-2	2	-2	-2	-2	-2
기타 영업외손익	0	-1	-4	-3	1	5	-1	0	-1	-1	-2	-1
종속 및 관계기업관련	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
법인세	1	1	1	1	2	5	2	4	2	2	2	2
당기순이익	1	1	3	1	8	13	8	6	7	9	9	8
YoY	-85.0	-81.3	-14.0	흑전	1,239.2	2,002.0	226.7	1,089.9	-7.8	-31.9	3.4	33.1
순이익률	0.3	0.3	1.5	0.3	4.4	5.6	3.8	2.6	3.3	3.4	3.4	3.1

자료: SK 증권

2. 희토류 사업 A~Z

(1) 희토류 개념

희토류는 주기율표상 란타넘부터 루테튬까지 15 개의 란타넘계 원소에 스카듐과 이트륨을 더한 총 17 개 금속 원소를 지칭한다. 희토류라는 이름과 달리 희소하게 존재하는 것은 아니지만, 채산성이 높은 농도로 산출되는 곳이 드물어 '희토류(Rare Earth Element)'라는 이름이 붙었다.

희토류는 물리 화학적 특성에 따라서 경희토류(Light REE)와 중희토류(Heavy REE)로 나뉜다. 경희토류는 희토류 원소 중 상대적으로 매장량이 풍부하고 정제 공정이 용이하다. 네오디뮴(Nd), 프라세오디뮴(Pr)같은 원소가 영구자석 생산에 필수적이며, 영구자석은 전기차 및 풍력발전 터빈에 사용된다. 반대로 중희토류는 희귀하고 정제 난이도가 높아서 경제적 가치가 높다. 중희토류는 원자로 제어봉, 레이저, 광섬유 등 특수 산업에 사용된다.

희토류 원광에는 다양한 원소가 혼재되어 있어 농축 및 분리 과정에서 노하우가 필요하다. 미국의 MP Materials의 경우에도 당초 2020년에 정제시설을 운영하기로 목표했으나, 기술적 이슈로 일정이 지연되어서 2023년 말에 정제시설 재가동에 성공했다. 또한 희토류가 화학적 정제과정을 거치는 과정에서 다량의 폐수 및 방사선 물질이 배출된다. 이러한 환경오염 문제로 희토류 원광 대부분이 중국, 미얀마 같은 개발도상국에서 생산이 이뤄진다.

경희토류, 중희토류 차이점		
구분	경 희토류	중 희토류
주요 원소	La, CE, Pr, Nd, Sm, Eu, Gd	Tb, Dy, Ho, Er, Tm, Yb, Lu
매장량	상대적으로 풍부	희귀, 제한적
산출 지역	중국(바이안오보 광산), 미국(마운틴패스 광산), 호주	중국(남부 점토광산), 미얀마, 베트남
주요 용도	영구자석, 배터리, 촉매, 유리	영구자석, 광섬유, 레이저, 원자로
경제적 가치	상대적으로 낮음	상대적으로 높음

자료: USGS, SK 증권

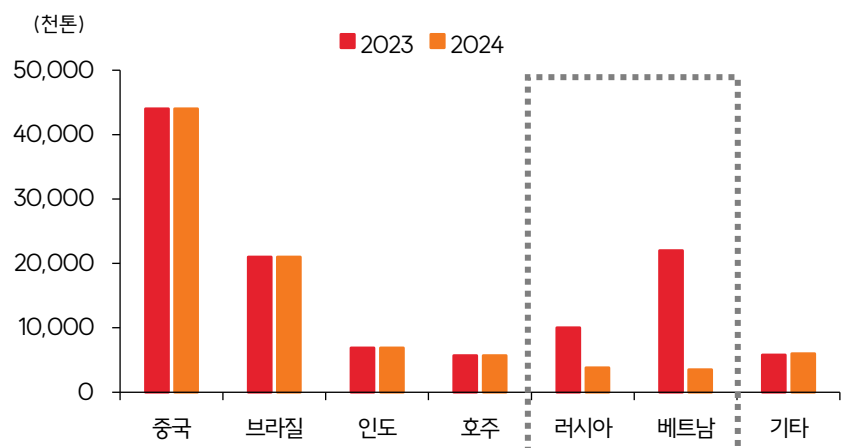
(2) 베트남 희토류 매장량 변화에 대해서

미국 지질조사국(USGS) 2024년 데이터에 따르면 전세계 희토류 매장량은 중국이 49%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 그 뒤를 이어서 브라질 23%, 호주 6%, 러시아 4%, 베트남 4% 비중을 차지하고 있다.

참고로 24년 데이터 발표 이전까지만 하더라도 베트남은 "전세계 2위 희토류 보유국"이라는 타이틀을 달고 있었다. 23년 USGS 데이터에 따르면 베트남 희토류 매장량은 22,000,000 톤으로 전세계 매장량 순위에서 중국을 이어서 2위(비중 20%)를 차지했었다. 그러나 24년 데이터를 업데이트하면서 베트남의 희토류 매장량은 3,500,000 톤 (비중 4%)으로 급격히 감소했다.

표면적으로 베트남 희토류 매장량이 급격히 감소한 이유는 신뢰할 만한 최신 데이터가 반영되면서 수치가 조정된 것으로 보인다. USGS 데이터는 각국이 제공한 최신 지질조사 결과를 토대로 매장량을 업데이트 한다. 이를 반영하여 매년 매장량 변화가 나타난다. 예를 들어 러시아 역시 24년 매장량이 3,800,000 톤으로(vs. 23년 10,000,000 톤) 급감했다.

베트남 희토류 매장량 변화 (23 vs. 24)



자료: USGS, SK 증권

한번 더 파고들면 매장량 감소는 베트남 정부의 희토류 정책변화와 맞물려 있다.

23년 7월 베트남 정부는 '2023~2030 천연자원 탐사, 개발 마스터 플랜'을 승인하여 희토류를 전략 자원으로 육성할 계획을 세웠다. 계획에 따라서 라이쩌우(Lai Chau)성과 라오카이(Lao Cai)성에 위치한 희토류 광구 8곳을 탐사 완료하며, 베트남 북부 지역을 희토류 산업의 중심지로 발전시킨다는 청사진이 담겨있다.

이와 동시에 관리 감독이 강화되었다. 23년 10월 베트남희토(JSC) 회장 등 희토류 기업 임원을 부정 혐의로 체포했으며, 24년 7월에는 전 환경부 차관을 희토류 광산 인허가 비리로 체포했다. 또한 24년 7월에 베트남 정부가 원광 희토류 수출을 금지하겠다고 발표했다. 희토류를 베트남에서 정제, 가공한 후에만 수출하도록 정책 전환을 명확히 했다. 베트남 정부의 방향은 단순히 희토류 원재료를 공급하는 것이 아니라, 정제, 가공에 필요한 산업을 자국내 육성하기 위한 목적이다.

요컨대, 희토류 매장량 감소는 베트남 정부가 현실적인 기반 위에서 희토류 성장 전략을 모색하는 과정으로 해석할 수 있다.

베트남 정부 희토류 광구 개발 촉진

Under Decision 866, the Government plans to explore eight rare earth mining areas between 2023 and 2030 and one mining area between 2031 and 2050. It is estimated that a total of 1,500,000 tons can be explored during that period. This output represents a small percentage of Vietnam's projected total reserves. Below are mining areas under Decision 866 (including one mine that is already licensed - Nam Nam Xe in Phong Tho District, Lai Chau Province):

No.	Mining and location	Land area (ha)	Objective to explore (Reserves - TR ₂ O ₃ tons)	
			2023-2030	2031-2050
1	Nam Nam Xe (Phong Tho District, Lai Chau Province)	329	71,000	
2	Nam Dong Pao (Tam Duong District, Lai Chau Province)	220	400,000	
3	Khu 3-Nam Mo Dong Pao (Tam Duong District, Lai Chau Province)	37	30,972	
5	Then Thau (Phong Tho District, Lai Chau Province)	554		1,500,000
6	Then Sin (Tam Duong District, Lai Chau Province)	1,330	126,000	
7	Muong Hum (Bat Xat District, Lao Cai Province)	2,985	129,207	
8	Khu Tan An (Van Ban District, Lao Cai Province)		101,640	
9	Khu Lang Phat (Van Yen District, Yen Bai Province)	796	124,357	

자료: 베트남 정부(Decision 866, 23년 7월)

쩐 홍 하(Tran Hong Ha) 부총리 희토류 수출규제 언급



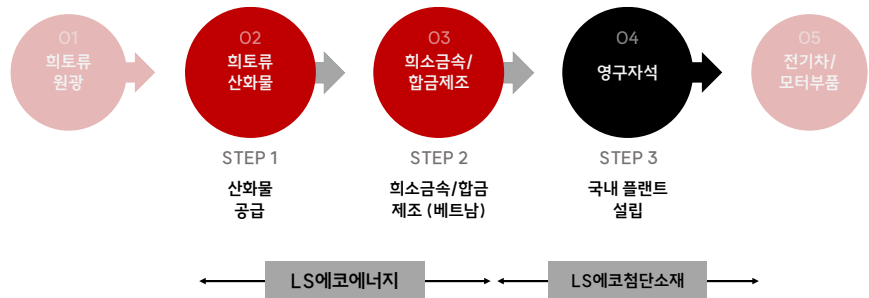
자료: The Voice of Vietnam

(3) LS 에코에너지와 희토류

전세계적으로 중국에 편중된 희토류 공급망에서 탈피하기 위한 움직임이 나타나고 있다. 24년 2월, 백악관에서 열린 트럼프-젤렌스키 회담에서 광물협정이 화두로 떠오른 이유 역시 미국이 자체적인 공급망을 구축하기 위함으로 판단한다.

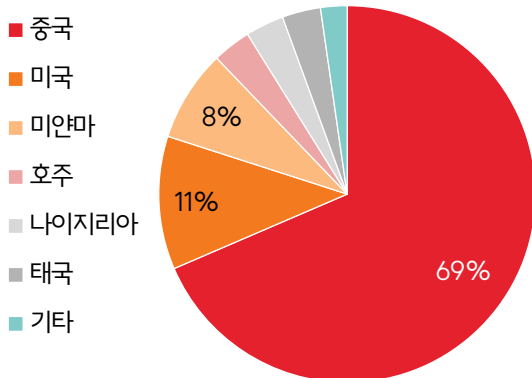
동사는 글로벌 흐름에 맞춰서 베트남 현지 희토류 광산 기업과 협력하고 있다. 24년 1월, 베트남 광산업체인 흥틴 미네랄(Hung Thinh Mineral)과 200톤 규모의 희토류 산화물 구매 계약을 체결했다. 광산에서 공급받은 희토류 산화물을 가공해서 희소금속 및 합금을 제조할 계획이다. 희토류 사업을 통해서 동사는 25년부터 매출액 500억원, 영업이익률 7~9%(High-single)을 기대한다.

LS 에코에너지의 희토류 사업 공급망



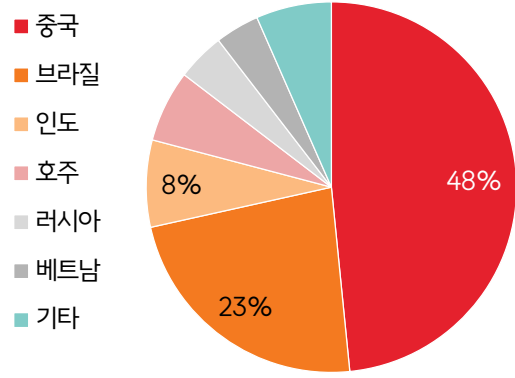
자료: LS 에코에너지, SK 증권

희토류 생산량 국가별 비중 (2024)



자료: USGS, SK 증권

희토류 매장량 국가별 비중(2024)



자료: USGS, SK 증권

3. Valuation

(1) 목표주가 44,000 원 제시

PSR 을 사용해서 전선사업과 희토류 사업의 가치를 각각 산출해서 목표주가를 산출했다. 26 년 전선부문의 매출액 1 조 520 억원에 PSR 0.7 배를 적용해서 7,360 억 원, 26 년 희토류 사업의 매출액 500 억원에 PSR 12 배를 적용한 6,000 억원의 사업부문별 가치를 산출했다.

PSR 을 사용한 이유는 희토류 사업가치에서 비교기업인 MP Materials 가 순이익 적자를 기록했기 때문이다. MP Materials 는 미국의 대표적인 희토류 생산기업으로 희토류 공급망 수직계열화를 성장전략으로 펼치고 있다. LS 에코에너지의 희토류 사업과 유사점이 많다고 생각한다. MP Materials 의 매출액과 주가가 희토류 산화물의 가격변화에 연동해서 움직이기 때문에 PSR 이 가치평가에 적합한 방법이라고 판단한다.

대한전선의 PSR 을 준용해서 전선사업은 PSR 0.7 배를 적용했으며, 마찬가지로 MP Materials 의 PSR 을 참조하여 희토류 사업은 PSR 12 배를 적용했다.

Valuation			
구분	2026 년 매출액 (십억원)	PSR(배)	신규편입
전선사업	1,052	0.7	736
희토류	50	12.0	600
기업가치			1,336
발행주식수 (천주)			30,625
목표주가 (원)			44,000
현재주가 (원)			36,000
상승률			+22.2%

자료: SK 증권

(2) MP Materials

미국의 MP Materials 희토류 사업을
참조할 필요가 있음

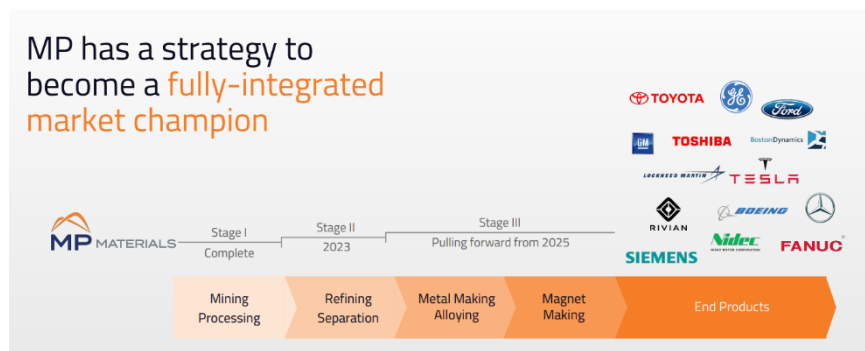
MP Materials 는 대표적인 미국내 희토류 생산기업이다. 미국 캘리포니아주 모하비 사막에 위치한 마운틴 패스(Mountain pass) 희토류 광산을 소유하고 있다.

매출액은 주로 희토류 산화물/농축물 판매에서 발생한다. 23년부터 자체적으로 희토류 정제시설을 재가동하여 고순도 산화물을 생산하기 시작했다. 주요 제품으로 NdPR 산화물(네오디뮴-프라세오디뮴 산화물)을 생산한다. 이는 전기차 모터와 풍력발전기에 사용되는 영구자석의 핵심 재료다. 또한 란탄(Lanthanum) 과 세륨(Cerium) 등의 경희토류 산화물 역시 생산하고 있다.

성장 전략은 채굴(stage1) - > 정제(stage2) - > 영구자석 제조(stage3)에 이르는 3 단계 전략을 추진하고 있다. 이미 마운틴 패스 희토류 광산에서 채굴작업을 하고 있으며, 20 년 당시에는 원광 및 농축물 대부분을 중국 정제업체에 판매했다. 그러나 2 단계로 넘어가면서 23 년에 정제 설비를 가동하기 시작했다. 23 년 NdPR 산화물을 약 200 톤 시범 생산했으며, 2024 년에는 자체적인 판매 물량을 늘릴 계획이다. 마지막으로 3 단계 영구자석 제조를 위해서 텍사스에서 수천 톤/연간 규모의 제조공장을 건설하고 있다. 25 년 말부터는 시제품 영구자석을 양산할 계획이다. 이 전략이 완성되면 미국에서 희토류 광산에서 영구자석까지 통합 공급망을 갖추게 된다.

LS 그룹의 희토류 사업 역시 공급망 수직계열화를 목표하고 있다. 희토류 채굴에서 정제까지는 LS 에코에너지가 담당하며, LS 에코첨단소재가 영구자석 제조하는 방식이다. 그리고 전력과 관련된 다양한 사업을 영위하는 LS 그룹을 통해서 전기차/해상 풍력같은 희토류 공급망의 최종시장(end-market)까지 이어질 수 있다.

MP Materials 성장전략

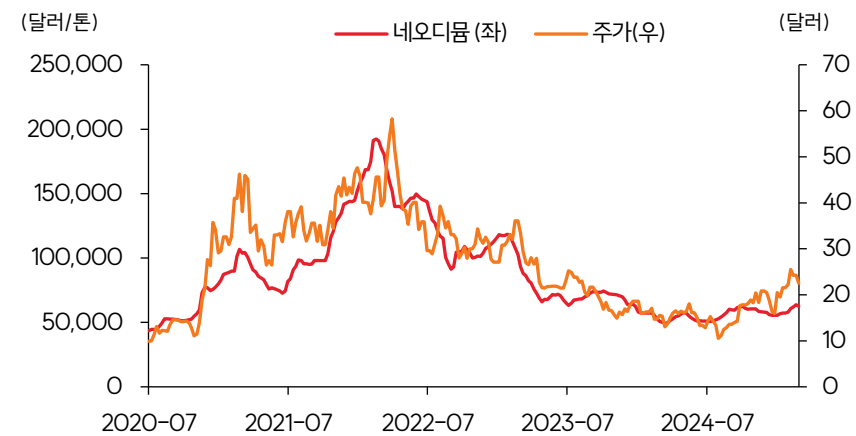


자료: MP Materials(2021)

광산기업인 MP Materials의 주가는 희토류 가격에 민감하게 반응한다. 24년 1분기는 희토류 가격 약세로 주가가 하락했다. 그러나 24년 3분기를 기점으로 중국 정부가 희토류 생산 통제를 발표하면서 희토류 가격이 회복세를 보였다. 그 결과 NdPR 가격이 저점대비 반등하면서 MP Materials의 주가 역시 반등했다.

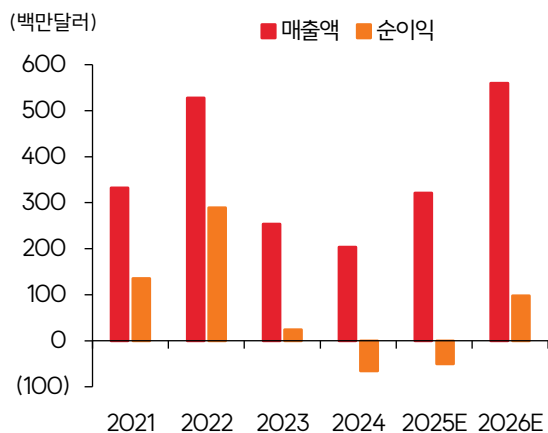
최근에는 전략자원인 희토류의 가치가 부각되면서 장기성장 기대감이 주가에 반영되기 시작했다. 25년에 이르면 산화물 판매 확대로 이익이 확대되며, GM 등으로 영구자석 공급이 가시화 되면서 성장 모멘텀을 확보할 것이라는 전망이 주가에 반영되는 것으로 판단한다.

MP Materials 주가 vs. 네오디뮴 산화물 가격



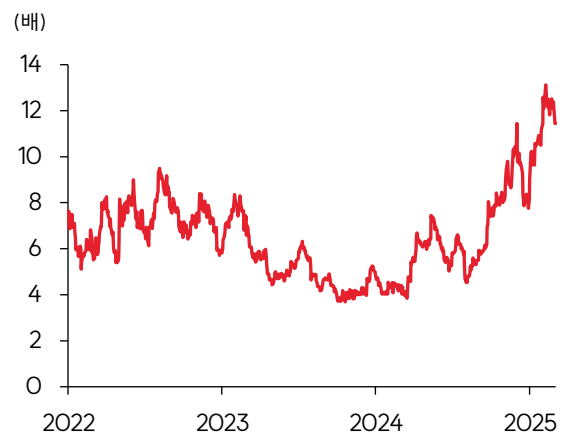
자료: Bloomberg, SK 증권

MP Materials 매출액, 순이익 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

MP Materials PSR



자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	404	308	386	448	512
현금및현금성자산	25	24	67	91	120
매출채권 및 기타채권	185	138	161	181	198
재고자산	163	129	150	168	184
비유동자산	103	100	98	97	97
장기금융자산	0	0	1	1	1
유형자산	51	48	46	46	46
무형자산	35	34	34	34	33
자산총계	507	408	484	546	608
유동부채	343	247	293	328	358
단기금융부채	202	163	190	213	233
매입채무 및 기타채무	118	59	85	96	105
단기충당부채	1	3	3	3	4
비유동부채	5	6	6	7	7
장기금융부채	1	2	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	349	253	300	335	366
지배주주지분	148	145	172	195	223
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	89	90	90	90	90
기타자본구성요소	-3	-2	-2	-2	-2
자기주식	-3	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	40	37	62	85	114
비지배주주지분	10	10	12	16	20
자본총계	158	156	184	211	243
부채와자본총계	507	408	484	546	608

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	8	38	10	18	26
당기순이익(손실)	-9	4	35	33	38
비현금성항목등	37	33	27	24	26
유형자산감가상각비	7	7	7	5	5
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	29	25	19	18	20
운전자본감소(증가)	-6	18	-37	-25	-22
매출채권및기타채권의감소(증가)	-34	48	-25	-19	-17
재고자산의감소(증가)	29	34	-21	-18	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	-7	-58	7	10	9
기타	-19	-22	-24	-22	-25
법인세납부	-5	-5	-9	-8	-10
투자활동현금흐름	-10	-4	-4	-10	-10
금융자산의감소(증가)	-1	1	0	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-9	-3	-3	-5	-5
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	0	-1	-1	-4	-4
재무활동현금흐름	14	-35	23	17	14
단기금융부채의증가(감소)	21	-28	31	23	20
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	-0	0	0
자본의증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금지급	-7	-8	-8	-6	-6
기타	-0	1	-0	-0	-0
현금의 증가(감소)	14	-1	43	24	30
기초현금	10	25	24	67	91
기말현금	25	24	67	91	120
FCF	-1	34	7	12	20

자료 : LS에코에너지, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	818	731	869	1,003	1,102
매출원가	765	674	799	921	1,012
매출총이익	53	57	70	82	90
매출총이익률(%)	6.5	7.8	8.1	8.1	8.2
판매비와 관리비	26	27	25	28	31
영업이익	27	29	45	53	59
영업이익률(%)	3.4	4.0	5.2	5.3	5.3
비영업손익	-33	-21	3	-12	-11
순금융손익	-8	-12	-6	-6	-6
외환관련손익	-8	-2	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-5	9	48	41	48
세전계속사업이익률(%)	-0.6	1.2	5.5	4.1	4.3
계속사업법인세	4	4	13	8	10
계속사업이익	-9	4	35	33	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	4	35	33	38
순이익률(%)	-1.1	0.6	4.1	3.3	3.5
지배주주	-2	4	31	30	34
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	0.6	3.6	2.9	3.1
비지배주주	-7	0	4	3	4
총포괄이익	-5	5	36	33	38
지배주주	1	3	33	29	34
비지배주주	-6	1	3	3	4
EBITDA	35	37	52	59	65

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	9.0	-10.7	18.9	15.4	9.9
영업이익	-2.7	7.4	51.9	18.6	10.9
세전계속사업이익	적전	흑전	459.8	-14.6	15.7
EBITDA	0.3	5.9	40.2	13.4	9.8
EPS	적전	흑전	656.4	-5.4	15.7
수익성 (%)					
ROA	-1.8	0.9	7.9	6.4	6.6
ROE	-1.3	2.8	19.7	16.1	16.4
EBITDA마진	4.3	5.1	6.0	5.9	5.9
안정성 (%)					
유동비율	117.7	124.7	131.5	136.7	142.8
부채비율	220.6	162.5	162.8	158.8	150.6
순차입금/자기자본	99.4	87.4	64.9	55.9	44.4
EBITDA/이자비용(배)	4.2	2.9	7.4	7.4	7.4
배당성향	-394.4	146.9	19.4	20.5	17.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-63	135	1,020	965	1,117
BPS	4,925	4,814	5,670	6,437	7,356
CFPS	188	386	1,259	1,160	1,311
주당 현금배당금	250	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER	-116.5	155.0	30.4	39.4	34.1
PBR	1.5	4.3	5.5	5.9	5.2
PCR	38.8	54.2	24.6	32.8	29.0
EV/EBITDA	11.1	21.2	20.8	22.0	19.9
배당수익률	3.4	1.0	0.6	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2025.03.07 매수 44,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 07일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------