

에너지 짹-쓰리법

“전력망은 빠르게, 해상풍력은 강하게, 핵연료는 안전하게”

SK증권 유틸리티/신재생, 나민식



유틸리티/신재생에너지

에너지 싹-쓰리법

SK증권 리서치센터



Analyst
나민식

minsik@sk.com
3773-9503

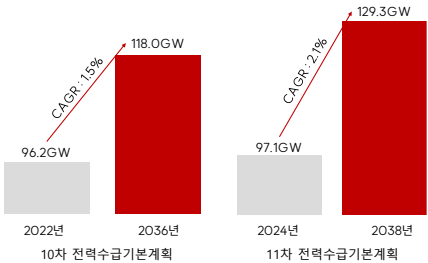
에너지 3 법 통과! 수혜주는?

전력망 확충법, 해상풍력법, 고준위 방폐장법을 포함한 에너지 3 법이 국회에서 통과되면서 전력/신재생에너지 산업이 변곡점을 맞이했다. 이 법안은 단순한 규제 완화에서 끝나지 않고 전력기기/전선 산업에 수혜까지 이어질 것이다. 또한 해상풍력 인허가 간소화로 SK 이터닉스, 대명에너지와 같은 풍력발전 개발업체(developer) 수혜까지 기대된다. 장기적인 산업 변화를 주도할 수 있는 핵심 기업에 대한 선별적인 접근이 필요한 시점이다.

에너지 3 법 주요내용

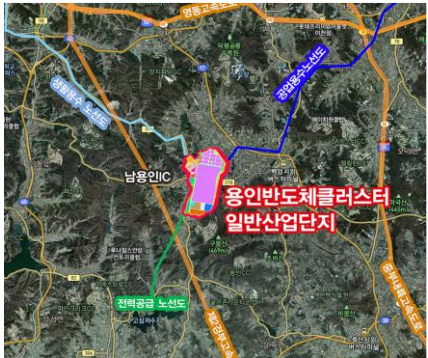
① 전력망 확충법: 반도체 클러스터와 데이터센터 전력 수요가 급격히 증가하는 상황에서 안정적인 전력 공급을 위한 대규모 송배전망 투자가 불가피한 상황이다. 전력망 확충법이 국회를 통과하면서 송배전망 병목현상이 해소될 것으로 생각한다. 이에 따라 한국전력의 설비투자가 증가하며 전력기기 업체들의 수혜가 예상된다. 또한 HVDC(고압직류송전) 기술이 본격적으로 확대될 전망이다. ② 해상풍력 특별법: 법안 통과로 인해 개발업체(developer)들은 더욱 신속한 사업추진이 가능해질 전망이다. 정부가 직접 발전입지를 선정하고 인허가 절차를 간소화 하기 때문이다. ③ 고준위 방폐장법: 지속가능한 원전 가동의 핵심 법안으로 평가된다. 그동안 국내 원전은 사용후핵연료 저장시설이 없어서 임시보관하는 실정이었다. 이번 법안이 통과되면서 중장기적인 원전 운영 가능성이 확보 되었다고 판단한다.

목표수요 성장을 상향 (10차 vs. 11차)



자료 : 산업부, SK 증권

용인 반도체 클러스터 조감도



자료 : YIGIC

HVDC 수직계열화에 성공한 LS 그룹에 주목할 필요

육지에 송전탑 건설이 어려운 상황에서 해결방법으로 HVDC가 선택될 가능성이 높아졌다. 전력망확충법은 단순히 주민의견을 무시하고 강제로 토지를 수용하겠다는 법안이 아니다. 때문에 장거리 해저케이블로 활용가능한 HVDC가 기술적인 해결 방법이 될 수 있다. LS 그룹은 HVDC 시스템에 필요한 제조, 설치, 유지보수까지 수직계열화에 성공했다. (1) LS 전선/LS 에코에너지는 초고압 케이블을 제조하며 (2) LS 일렉트릭은 HVDC 변환소에 필요한 전력기자재를 생산한다 (3) 마지막으로 LS 마린솔루션은 해저케이블 설치에 필요한 특수목적선박(포설선)을 운용한다.

Contents

1. 큰 그림	03
(1) 11차 전력수급기본계획	
(2) 반도체 클러스터	
2. 에너지 3법 주요내용	11
(1) 전력망 확충법	
(2) 해상풍력법	
(3) 고준위 방폐장법	
3. 산업전망	17
(1) 전력기기	
(2) 풍력발전	
4. 기업분석	22
LS 마린솔루션(O60370/KQ)	
LS 에코에너지(229640/KS)	

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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 07일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

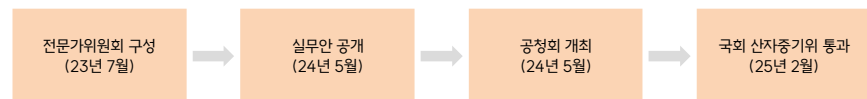
1. 큰 그림

(1) 11차 전력수급 기본계획

전력수급기본계획(이하 전기본)은 향후 15 년간 전력 수급 전략을 정립하는 계획으로 매 2 년마다 발표된다. 산업부에서 입안하며 국무회의에서 최종 승인한다. 금번 11차 전기본 실무안은 24 년 5 월에 공개했으며, 공청회까지 마무리 했다. 향후 국회 보고를 마무리 한 후 국무회의 승인을 앞두고 있다.

전기본은 신재생, 원자력 등 각종 발전원의 에너지 믹스를 정하기 때문에 정치적으로 첨예하게 갈등한다. 24 년 9 월 26 일 산업통상자원부는 11차 전기본 공청회를 열었다. 공청회가 시작하기 전에 "11 차 전력수급기본계획 백지화, 원자력 발전소 수명 연장 반대, 신규 건설 결사반대"와 같은 팻말을 든 환경단체 활동가들이 올라섰다. 이후 경찰은 공청회 진행을 위해 활동가 18 명을 연행했다. 전기본 계획의 중요성과 파급력을 보여주는 단면이다.

11차 전력수급기본계획 타임라인



자료: SK 증권

11차 전기본 공청회 (1)



자료: 언론보도

11차 전기본 공청회 (2)



자료: 언론보도

11차 전기본 중요 쟁점

: 전력수요, 에너지 믹스

이번 11 차 전기본의 중요 쟁점은 (1) 전력수요 전망치 상향 (2) 에너지믹스 변동(원자력/신재생에너지 소폭 비중 증가 및 LNG 비중확대)이다. 각각의 쟁점을 이해하면 최근에 주목받는 에너지 3 법이 왜 발의되었는지 배경을 이해할 수 있다. 결국 큰 그림은 전기본에서 결정된 다음에 세부 시행 계획의 일환으로 에너지 3 법이 발의된 것이기 때문이다.

① 전력수요 전망치 상향

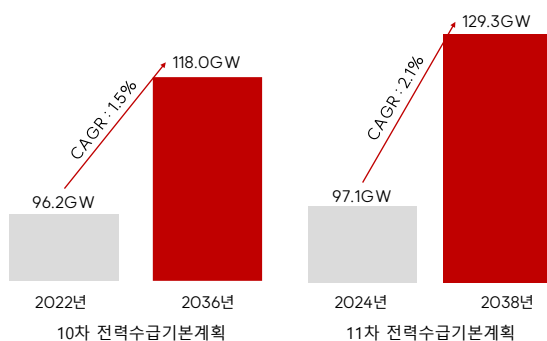
전력수급 기본계획의 목표수요는 모형수요 + 추가수요 - 수요관리, 이렇게 크게 3 가지로 구분해서 전망한다. 11차 전기본에서 2038 년 총 목표수요 129.3GW 는 모형수요 145.6GW + 추가수요 16.7GW - 수요관리 16.3GW 로 나뉜다.

모형수요는 경제 성장률, 인구변화, 기온변화 등 계량화 가능한 거시경제 변수를 기반으로 전력 수요를 예측한다. 이를 통해 전력수요의 표준 시나리오를 제공하며, 에너지 수요의 기본 틀을 설정한다.

추가수요는 계량화하기 어려우나 전력수요에 반영해야하는 변수를 반영한다. 전기차, 데이터센터, 반도체 산업단지 등 특정 산업의 성장이나 신기술의 등장으로 인한 전력 수요가 반영된다.

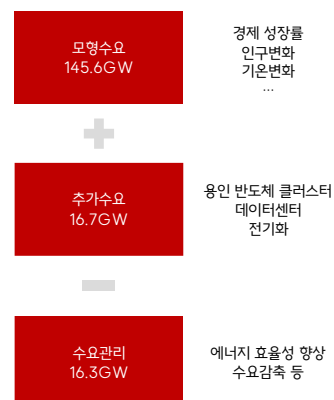
마지막으로 수요관리는 에너지 효율성 향상, 수요 감축을 통해서 전력 수요를 조절하는 항목이다. 예를 들어 에너지 절약 캠페인, 수요 반응 프로그램(DR)이 포함된다. 이러한 조치는 피크 시간대의 전력 부하를 줄이며 전반적인 에너지 소비를 절감하는 것이 목적이다

목표수요 성장률 상향 (10 차 vs. 11 차)



자료: 산업부, SK 증권

11차 전력수급기본계획 2038 년 목표수요

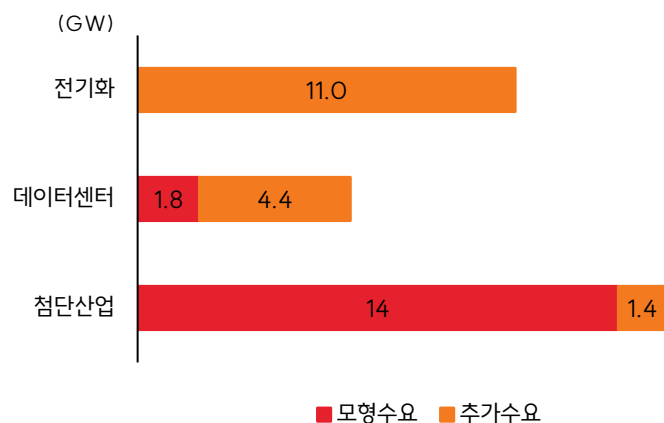


자료: 산업부, SK 증권

추가수요 부분에 주목할 필요가 있다. 11 차 전기본에서는 용인 반도체 클러스터, 데이터센터, 전기화(electrification)로 인한 추가 전력수요를 전망한다.

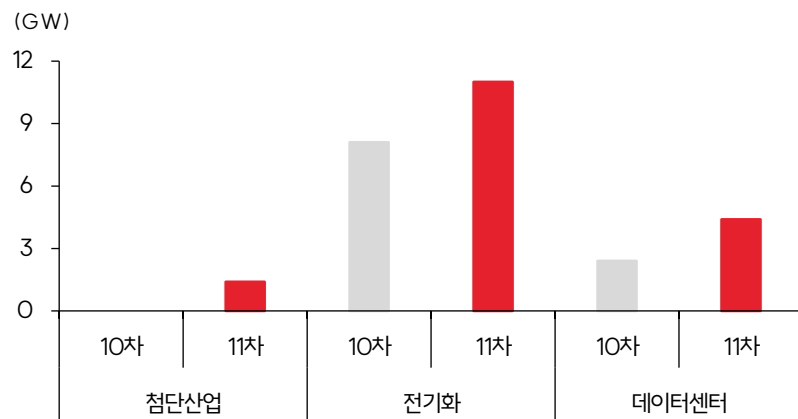
각각 부문별로 나누면 다음과 같다. ▲ 용인 반도체 클러스터(추가 수요 +1.4GW): 전기본 최초로 모형에 반영되었으며, 산업성장에 따르는 모형수요와 중복 방지를 위해 추가 수요 1.4GW 가 반영되었다. ▲ 데이터센터(추가 수요 +4.4GW): 인공지능 확산으로 데이터센터 전력 수요가 증가함에 따라 4.4GW 를 반영했다. 이는 10 차 전기본의 2.4GW 대비해서 증가한 수치다. ▲ 전기화(추가 수요 +11.0GW): 전기차, 전기로, 히트펌프, 수소환원제철 등 산업 다방면에서 전기 사용량이 증가함을 반영했다. 역시 10 차 전기본에서 전망한 +8.1GW 대비해서 상향되었다.

전기화, 데이터센터, 첨단산업 수요전망



자료: 산업부, SK 증권

전력수급기본계획 추가수요 (10 차 vs. 11 차)



자료: 산업부, SK 증권

그러나 인공지능의 급격한 성장으로 데이터센터 전력 수요가 과소평가된 것으로 판단한다. 전기본 실무안 발표(24 년 5 월) 이후, 딥시크(Deepseek)의 거대언어모델 대중화, 트럼프의 스타게이트(Stargate) 프로젝트 등 중요 이벤트가 발생했다. 여기에 스톡 팜 로드(Stock Farm Road)가 한국의 남서부 지역에 3GW 규모의 데이터센터 건설을 목표하고 있다. 다양한 가능성을 검토하면 11 차 전기본에서 제시한 데이터센터 전력수요에서 더 증가할 가능성이 높다고 생각한다.

Open AI / Stargate



자료: OpenAI

② 에너지믹스 변동

전기본에서 정치적, 사회적 갈등의 핵심요소는 에너지 믹스에 있다. 원자력에 우호적인 보수정권이 집권하거나, 신재생에너지에 친화적인 진보정권이 집권할 때 에너지 믹스가 변하기 때문이다.

11 차 전기본의 2038 년 목표 원전 발전량은 250TWh(비중 36%), 신재생에너지 232TWh(비중 33%), LNG 74TWh(비중 11%)를 제시했다. 원전과 신재생에너지를 기저발전으로 사용하며 피크수요에 대비한 첨두발전은 LNG 로 대응하는 방향이다.

참고로 10 차 전기본의 2036 년 목표 원전 발전량은 231TWh(비중 35%), 신재생에너지 204TWh(비중 31%), LNG 62TWh(비중 9%)를 제시했었다. 11 차 전기본과 비교하면 원자력 발전소 비중은 0.7%pt 증가, 신재생에너지는 2.3%pt 증가, LNG 는 1.2%pt 증가했다.

원자력과 신재생에너지 비중 모두 10 차 대비 약간 상승했으나, 정책 기조를 고려하면 증가 폭이 제한되었다. 원전은 부지 확보에 어려움이 있으며, 신재생에너지는 송배전망 용량부족 문제가 이어지고 있기 때문이다. LNG 발전소는 건설기간이 짧으며, 전통 화력발전(석탄)에 비해서 탄소배출이 적기 때문에 에너지전환의 교두보 역할로서 비중이 증가한 것으로 추측한다.

에너지 믹스 변화 (10차 vs. 11차)								
10 차	구분	원자력	석탄	LNG	신재생	수소/암모니아	기타	계
2030년	발전량(TWh)	201.7	122.5	142.4	134.1	13	8.1	621.8
	비중	32.4%	19.7%	22.9%	21.6%	2.1%	1.3%	100%
2036년	발전량(TWh)	230.7	95.9	62.3	204.4	47.4	26.6	667.3
	비중	34.6%	14.4%	9.3%	30.6%	7.1%	4.0%	100%
11차	구분	원자력	석탄	LNG	신재생	수소/암모니아	기타	계
2030년	발전량(TWh)	204.2	110.5	161	139.6	15.5	11.8	642.6
	비중	31.8%	17.2%	25.1%	21.7%	2.4%	1.8%	100%
2038년	발전량(TWh)	248.3	70.9	74.3	232.1	43.9	34.9	704.4
	비중	35.2%	10.1%	10.5%	33.0%	6.2%	5.0%	100%
10차 vs. 11차	구분	원자력	석탄	LNG	신재생	수소/암모니아	기타	계
2030년	발전량(TWh)	2.5	-12	18.6	5.5	2.5	3.7	20.8
	비중	-0.7%	-2.5%	2.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0%
전망 종료 연도	발전량(TWh)	17.6	-25	12	27.7	-3.5	8.3	37.1
	비중	0.7%	-4.3%	1.2%	2.3%	-0.9%	1.0%	0%

자료: 산업부, SK 증권

(2) 반도체 클러스터

24년 1월, 정부는 경기 남부 지역을 중심으로 '반도체 메가 클러스터 조성방안'을 발표했다. 현재 생산팹 19기, 연구팹 2기 등 총 21기 팹이 가동중에 있는데, 계획에 따르면 생산 팹 13기, 연구팹 3기를 추가 완공해서 총 37기를 가동하겠다는 계획이다. 투자규모는 2047년까지 총 622조원을 계획하고 있다.

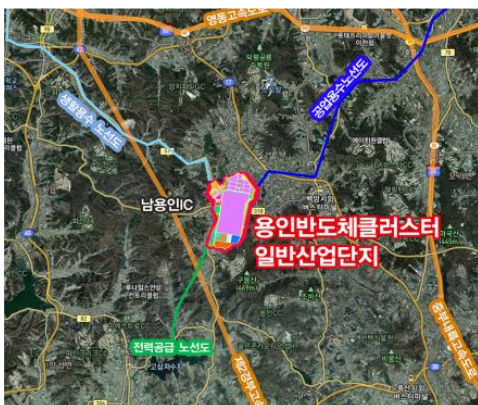
정부가 계획한 반도체 클러스터 가동을 위해서는 원활한 전력 인프라가 뒷받침 되어야 한다. 용인 반도체 클러스터 가동을 위해서는 2053년까지 전체 10GW 이상의 전력수요가 필요하다. 24년 한국의 피크 전력수요 97GW에서 추가로 +10.3% 증가하는 것이며, 이는 원자력발전소 7기(APR1400 × 7기)와 맞먹는 전력수요다.

용인 반도체 클러스터 전경 (25년 2월)



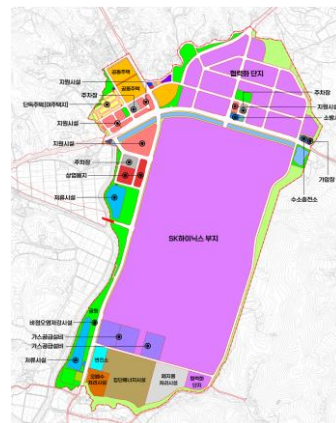
자료: YIGIC

용인 반도체 클러스터 조감도 (1)



자료: YIGIC

용인 반도체 클러스터 조감도 (2)

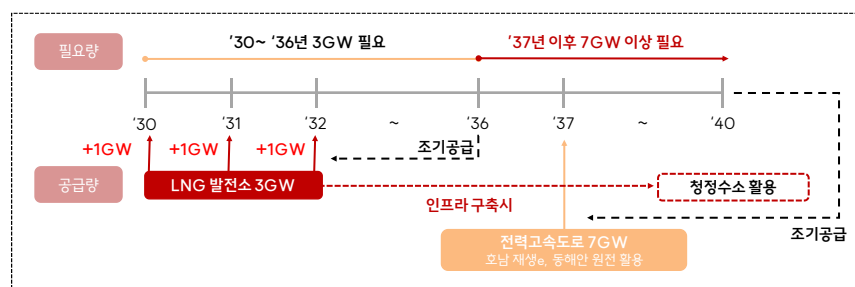


자료: YIGIC

전력공급은 2 단계로 진행된다. 초기 전력수요인 3GW 는 산업단지내 LNG 발전소에서 공급할 예정이다. 동서, 남부, 서부발전소 각각 1GW 규모의 LNG 발전소를 건설할 예정이다. 후기 전력수요 7GW 는 장거리 송전선로를 활용해서 서남권 재생에너지, 동해안 원자력발전소를 활용할 계획이다.

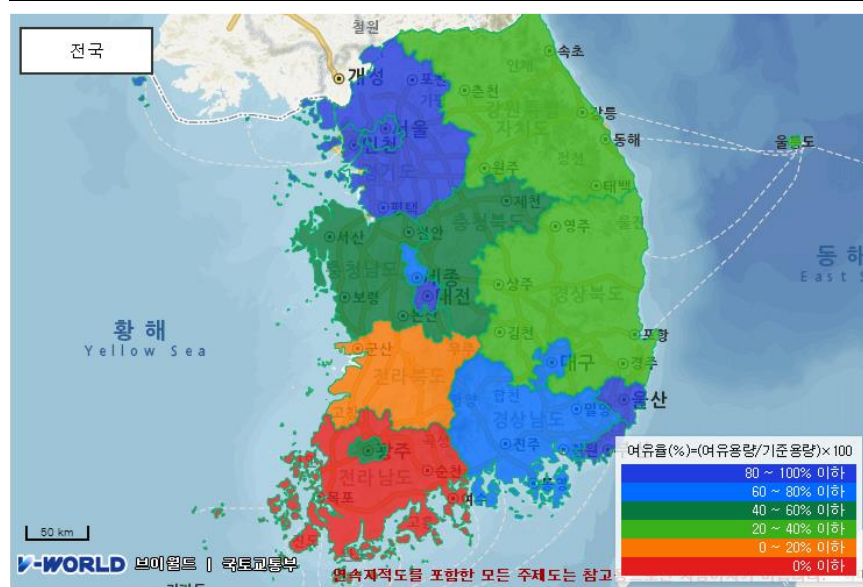
문제는 송배전망 용량이 부족하다는 사실이다. 수도권에서 멀리 떨어진 전라도와 동해안에서 전력을 받아야 하는데 최근까지도 전력망 제약이 발생하고 있다. 재생에너지 발전자원이 풍부한 전라도, 제주도는 출력제어가 빈번하게 발생한다. 발전기에서 전력을 생산할 수 있는데 수도권까지 이어주는 송배전망 용량이 부족해서 강제로 발전기를 중단시키는 것이다. 이를 해결하기 위한 신규 송전망 건설역시 인허가 및 주민반대로 난항을 겪고 있다.

용인 반도체 클러스터 전력공급계획



자료: 산업부, SK 증권

호남지역 송배전 용량 부족현상



자료: 한국전력

송배전망 문제를 해결하기 위해 정부는 다양한 정책을 제시하고 있다.

24년 11월 '반도체 생태계 지원 강화방안'을 발표하며 인프라 지원책을 발표했다. 전라도, 강원도의 전력을 수송하는 장거리 송전선로는 한전이 100% 부담하며, 산업단지내 총 사업비 약 2.4조원 중 공공이 0.7조원을 분담하기로 결정했다. 다수의 전기사용자를 위한 공용 설비는 한전이, 특정 사용자를 위한 전기공급설비는 사용자가 부담하는 원칙을 지키면서 일부 정부의 재정지원이 들어가는 방식이다.

또한 25년 2월 에너지 3법(전력망, 방폐장, 해상풍력 특별법)이 국회 산자중기위원회를 통과했다. 반도체 클러스터와 같은 첨단 산업 단지에 안정적이고 지속 가능한 전력공급을 위한 제도적 기반을 마련하는데 중요한 역할을 할 것으로 판단한다.

전력망 확충 특별법 통과 효과

「국가기간 전력망 확충 특별법」 기대효과	
한전 단독 건설 방식	국가 차원 지원체계 도입
▶ 전력망 기피 현상, 지자체·주민 반대 ▶ 전력망 건설지원제로 '14년 이후 정제 → 전력망 건설 장기 지연 만연 (현 345kV 건설기간: 평균 13년)	▶ 범부처 전력망위원회 신설 ▶ 인허가 특례 확대, 차별화된 보상 → 국가 핵심 전력망 신속 건설 (현재 대비 약 3~4년 단축)

자료: 산업부, SK증권

반도체 생태계 지원 강화방안

전력공급계획		
국가산단	1단계	동서,남부,서부 발전이 각각 1GW 규모 LNG 발전소 건설
	2단계	내륙 관통 송전선로 1개(북천안→용인) 연결 및 계통설비 보강 추진
	3단계	11차 송변전 설비계획 이후 다양한 대안 검토
일반산단	1단계	동용인 변전소 시설 및 신안성-동용인 선로 구축
	2단계	장거리 송전선로(신원주→용인) 연결 및 산단 내 변전소 신설
투자비용 및 사업비 분담		
국가산단(1단계), 일반산단(1.2단계) 총 사업비 2.4조원 중 공공 0.7조원 기업 1.7조원 분담		
국가산단(2단계) 투자비용 약 1.3조원 추정		

자료: 산업부, SK증권

2. 에너지 3법 주요 내용

(1) 전력망 확충법

「전력망 특별법」의 핵심 내용은 송변전 인프라의 신속한 건설을 위해서 국가주도 지원체계를 마련함에 있다. 1978년에 제정된 현행 「전원개발촉진법」에 따라서 한국전력이 주도해서 송배전망을 확충하는 방식은 한계가 있어서 특별법을 마련했다.

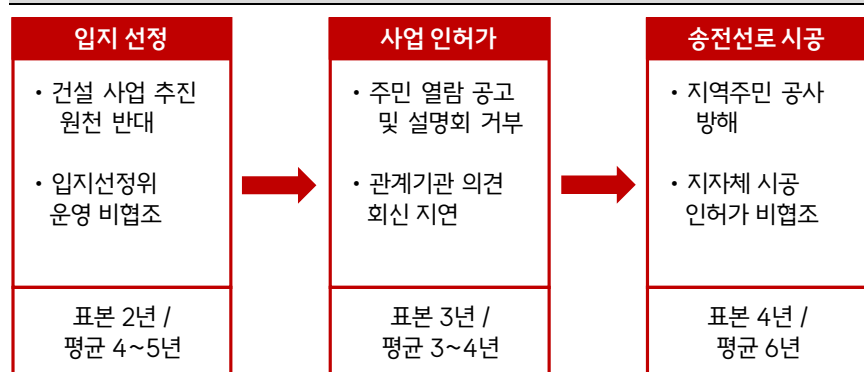
「전원개발촉진법」에는 송전망 개발에 필요한 토지를 수용한다는 조항이 있다. 법률이 제정된 1980~90년대는 한국의 고도성장을 뒷받침하기 위해서 빠른 전력인프라 건설이 중요했다. 그러나 2000년대 이후부터는 사유재산권 침해 문제가 발생하면서 송배전망 건설이 지연되었다. 밀양 송전선로 및 고덕-서안성 송전선로 지연이 대표적인 사례다.

송전설비 지연 사례

사업명	건설목표	준공시기	지연기간
500kV 동해안-신가평 HVDC (신한울 NP)	2019년 12월	2025년 06월	66개월
345kV 북당진-신탕정 (태안 TP)	2012년 06월	2024년 12월	150개월
345kV 당진화력-신송산 (당진 TP)	2021년 06월	2028년 12월	90개월
345kV 신시흥-신송도 T/L (바이오)	2023년 06월	2028년 12월	66개월
345kV 신장성 변전소 (서남해 해상풍력)	2021년 04월	2027년 09월	77개월

자료: 한국전력, SK 증권

송전설비 건설 단계별 소요시간 및 지연원인



자료: 산업자료

여야 다수 의원이 발의한 전력망 특별법안에 대한 공통점을 뽑아보면 빠른 전력망 확충, 첨단산업 지원, 지역주민 수용성 확보를 목표로 한다는 점이 동일하다.

(1) 국가기간 전력망 확충위원회 또는 유사한 조직을 국무총리 산하에 신설해 전력망 사업을 정부 주도로 신속하게 추진할 수 있도록 한다. 기존에는 한국전력이 송배전망 건설을 담당했었다. 그러나 사회가 다원화되면서 송배전망 건설에 따르는 사회적 갈등이 심화되자 한국전력 단독으로 송배전망 건설문제를 해결하기 어려워졌다. 정부의 각종 부처에서 문제를 해결하기 위해서 정부 주로의 사업을 추진할 수 있도록 변경한 것이다.

(2) 반도체 클러스터, AI, 데이터센터 등 전력수요 급증 산업을 지원하기 위한 인프라 구축에 초점을 맞추고 있다. 앞서 11 차 전기법, 반도체클러스터에서 알아본 것처럼 전력수요가 급증할 것으로 예상에 대응하기 위해서 특별법을 통과시켰다.

(3) 전력망 개발 시 환경영향평가, 토지수용 등의 절차를 신속하게 처리할 수 있도록 개선한다 (4) 송전망 및 전력시설이 들어서는 지역 주민을 대상으로 보상 체계 개선을 공통적으로 명시하고 있다. 송배전망 건설로 소유권 침해 또는 환경오염 문제가 발생할 수 있기 때문에 이를 법안에 명시했다.

전력망 특별법 주요내용 정리

- 1 (가칭) 국가기간 전력망 확충위원회 신설 > 정부주도 사업시행
- 2 반도체 클러스터, AI, 데이터센터 등 전력수요 급증을 대비해서 인프라 구축
- 3 환경영향평가, 토지수용 등 절차의 신속한 처리
- 4 지역 주민을 대상으로 보상체계 개선

자료: SK 증권

(2) 해상풍력법

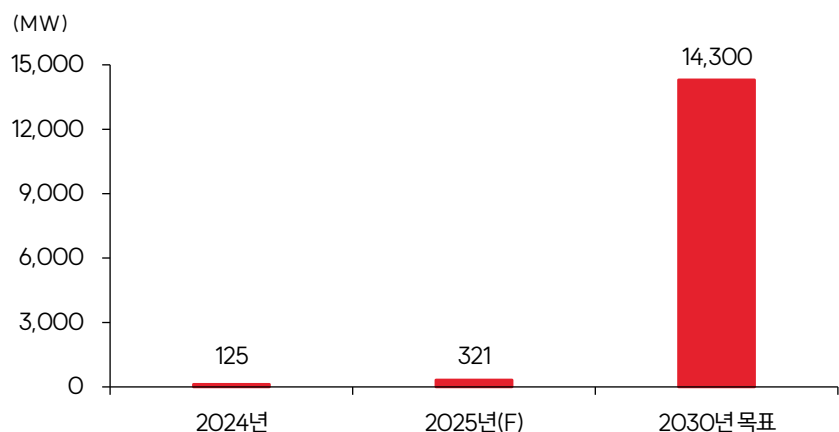
해상풍력 개발업체 수혜 전망

국내 해상풍력은 개별 사업자가 사업 전 과정을 추진하는 방식으로 이뤄진다. 해상 풍력 개발에 필요한 입지발굴, 주민수용성확보, 환경영향평가, 군작전성평가 등 30여개에 이르는 인허가 절차를 개별 사업자가 진행해야하는 어려움이 있었다. 특히 해상풍력 사업으로 피해를 보는 어업인과 끊임없는 갈등이 발생하면서 사업진행 속도가 느려졌다.

해상풍력 개발업체(developer)의 사업속도 지연뿐만 아니라 다양한 사회적인 문제가 발생했다. 대표적으로 가성사업자 문제가 있다. 해상풍력 발전사업이 목적이 아니라 실제로는 사업허가 프리미엄을 노리는 명목상 사업자를 의미한다. 마치 재건축 아파트가 안전진단허가, 조합설립인가, 사업시행허가 각 단계가 통과하기를 노리면서 투자하는 것과 비슷하다. 또한 수많은 개별 사업자가 난립하면서 해양자원 난개발 문제 역시 지목받고 있었다.

그 결과 정부의 해상풍력 보급 목표치와 현실 간 괴리가 벌어졌다. 현재까지 해상풍력 누적 설비용량 125MW을 설치했다. 여기에 추가로 한림해상풍력(100MW), 전남해상풍력(96MW)의 상업운전을 가정하면 25년 연말 누적 설비용량은 321MW를 전망한다. 정부의 해상풍력 보급 목표 2030년 14,300MW와 비교하면 2.2% 달성에 불과한 현실이다.

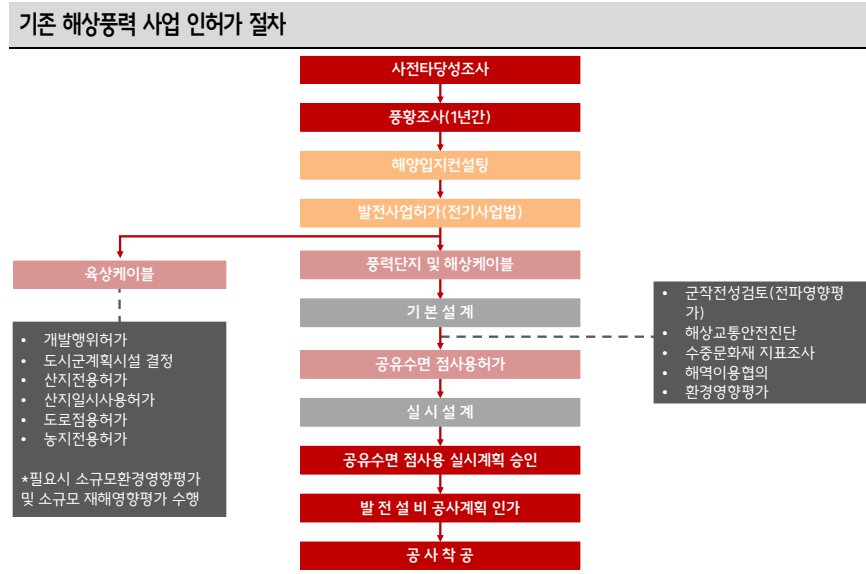
해상풍력 목표 vs. 현실



자료: 산업자료, SK 증권

「해상풍력 특별법」은 해상풍력 입지를 정부 주도의 계획 입지 제도로 전환함에 목적이 있다. 정부가 해상풍력 발전에 적합한 지역을 사전에 지정한 다음에 민간 사업자는 그 구역 내에서 사업을 추진하는 구조다.

또한 기존 부처별 개별 심의 방식에서 원스톱(one-stop) 방식의 인허가 시스템 도입을 목표하고 있다. 기존 해상풍력 인허가는 사항에 따라서 환경부, 해수부, 국방부 건건이 협의를 진행해야하는 문제점이 있었다. 이 과정에서 시간이 걸리기 때문에 사업진행속도가 더뎠다. 이를 해결하기 위해서 해상풍력 특별법에는 인허가 절차 간소화 또는 일원화 조항이 포함되었다.



자료: 기후솔루션

해상풍력 특별법 주요내용 정리

- 1 정부 주도의 계획입지 제도 도입
- 2 인허가 일괄처리 체계
- 3 국무총리 산하 해상풍력발전위원회 설립

자료: SK 증권

(3) 고준위 방폐장법

그동안 원자력 발전소는 사용후 핵연료 저장시설 없이 가동되면서 소위 '화장실 없는 아파트'라는 비판을 받았다. 원자력 발전소가 가동되면서 방사성 폐기물이 발생하는데 이를 처리할 장소가 없다는 의미다.

국내에서는 유일하게 경주에 중저준위 방사성 폐기물 처리시설이 있으나 고준위 방폐물을 저장하지 못하는 한계가 있었다. 고준위 방폐물인 사용후핵연료는 임시로 원전 부지 내 습식 저장시설(수조)에 보관되고 있었으며, 일부는 건식 저장시설(캐스크)를 활용해서 처분했다.

이러한 임시 처분시설의 저장 용량 포화 예상 시점이 6년 앞으로 다가오고 있다. 가장 저장공간이 부족한 고리원전의 포화율은 83.8%, 포화시점은 2031년으로 내다보고 있었다. 따라서 지속가능한 원전 운영을 위해서는 별도의 사용후핵연료 저장시설을 건설해야 한다는 필요성이 제기되었다.

임시 처분시설 저장용량 포화 시점

구분	고리	한빛	한울	새울	신월성	월성
노형	경수로	경수로	경수로	경수로	경수로	중수로
포화율	83.8%	74.2%	80.8%	19.0%	62.9%	98.9%
포화시점	2031년	2031년	2032년	2066년	2044년	-

자료: 산업부(2021년 기준)

임시저장 수조에서 보관되는 사용후핵연료봉

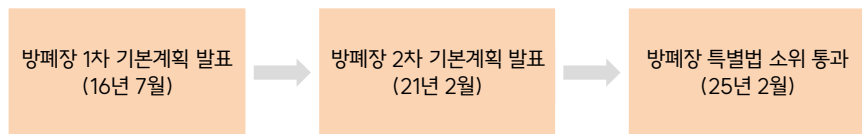


자료: 한수원

2016 년 처음으로 발의된 고준위 방폐장법은 약 10 년 만에 국회 통과를 앞두고 있다. 박근혜, 문재인 정부가 두 차례에 걸쳐서 공론화를 했으며 그 결과 고준위 방사성 폐기물 관리 기본계획을 수립했다. 2016 년 7 월, 1차 기본계획 발표 > 2021 년 12 월, 2 차 기본계획 발표 > 2025 년 2 월, 고준위 방폐장 특별법 법안 통과가 순서대로 진행되었다.

고준위 방폐장법에 따라서 사용후핵연료 임시 저장시설을 원전 부지 내 설치 가능하지만, 중간 저장시설 완공 시 이전하도록 규정했다. 중간 저장시설은 2050 년 이전까지, 영구 처분시설은 2060~2065 년에 건설을 목표하고 있다.

고준위 방사성 폐기물 처리장 타임라인



자료: SK 증권

3. 산업전망

(1) 전력기기

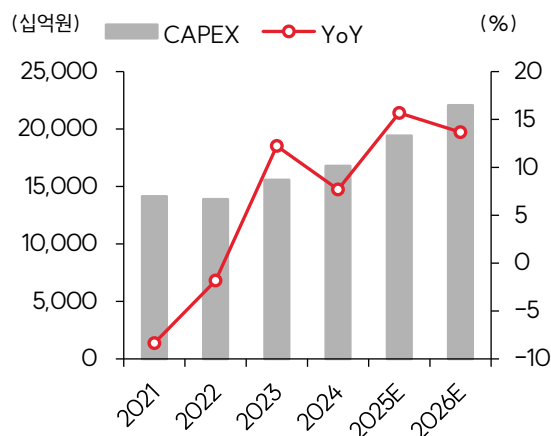
에너지 3 법이 통과되면서 전력기기 산업은 다양한 경로를 통해서 수혜를 전망한다.

먼저 전력망 병목현상이 해소되면서 전력기기 총수요 증가를 전망한다. 전력망 확충 법 통과 -> 건설지연 송배전망 프로젝트 진행 -> 전력기기업체 주주 증가 순서대로 진행될 것으로 생각한다.

송배전망 병목 현상의 문제로 동해안 화력발전소 가동률이 낮아졌다. 삼척 그린파워, 블루파워 화력발전소는 동해안에서 서울까지 이어지는 송전 용량이 부족해서 정상 가동률을 하회하고 있다. 인허가 및 주민반대 때문에 동해안-신가평 송전선로 건설이 지연되었기 때문이다.

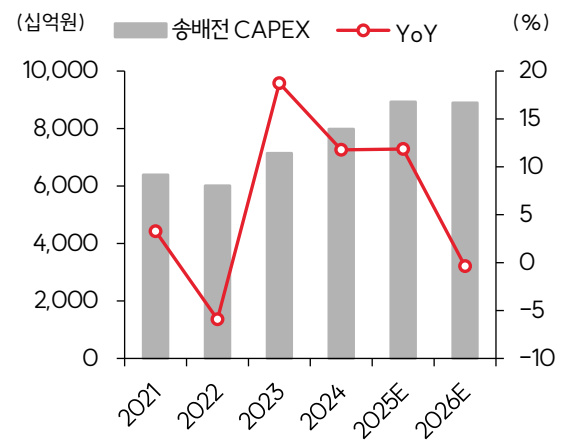
국내 전력기기 업체는 한국전력 송배전망 CAPEX에 대응하기 위해 일부 생산능력을 할애하고 있다. 미국의 전력기기 가격이 높게 형성된 상황에서 한전의 잠재수요에 대응하기 위해서 일부 기회비용 손실을 감수하는 상황이었다. 그러나 전력망특별법이 국회를 통과한 이후에 송배전망 건설프로젝트가 진행되면서 한국전력의 전력기기 주문이 증가할 것으로 예상할 수 있다.

한국전력 CAPEX 추이



자료: 한국전력, SK 증권

한국전력 송배전망 CAPEX 추이



자료: 한국전력, SK 증권

HVDC 추진 가능성 높아짐

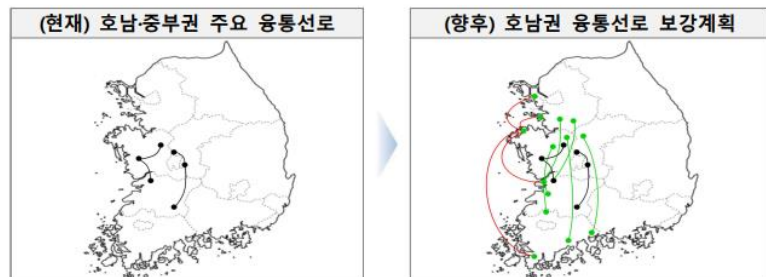
그리고 전력기기 산업에서 최신기술 도입 가능성이 높아졌다.

전력망 확충법 통과에도 여전히 주민 수용성 문제를 쉽게 넘어가기에는 어렵다. 법안의 주요 목적은 송배전망 건설주체를 한전이 아니라 국가기관으로 격상시켜서 갈등조정을 원활하게 해결하겠다는 것이다. 이는 단순히 주민의 의견을 무시하고 토지를 강제로 수용하는 법안은 아니다. 이렇듯 여전히 육지에 송전탑 건설이 어려운 상황에서 해결방법으로 HVDC가 선택될 가능성이 높다고 판단한다.

HVDC는 교류(AC) 대신 직류(DC)를 이용하는 송전 방식이다. 일반적인 교류(AC)망에 비해서 송전 손실이 적으며 장거리 및 해저/지중 송전에 유리한 장점이 있다. 그러나 변환소(AC ↔ DC)가 필요해서 초기 비용이 높다는 단점이 있다.

산업부는 '전력계통 혁신대책'의 일환으로 횡축-종축 국가 HVDC 기간망 건설을 제시했다. 횡축으로는 동해안-수도권 송전선로를 통해서 동해안의 화력발전소의 전력을 공급하는 방식이며, 종축으로는 서해안 송전선로를 건설해서 전라도의 신재생에너지를 끌어오는 방식이다. 에너지 3법이 통과된 만큼 기존 HVDC 건설이 탄력을 받을 것으로 전망한다.

국내 HVDC 개발 현황 (1)



자료: 산업부

주: 검은색 - 기존선로, 초록색 - 신규 AC 선로, 빨간색 - 신규 HVDC 선로

국내 HVDC 개발 현황 (2)

사업명	중공	사업규모	변환 기술
해남-제주 (#1)	1998	0.3GW 180kV 101km	전류형
진도-소제주 (#2)	2013	0.4GW 250kV 113km	전류형
북당진-고덕 (1단계)	2020	1.5GW 500kV 34km	전류형
북당진-고덕 (2단계)	2024	1.5GW 400kV 34km	전류형
완도-동제주 (#3)	2024	0.2GW 150kV 96km	전압형
양주 BTB	2024	0.2GW 120kV -	전압형
신부평 BTB	2024	0.5GW 130kV -	전압형
동해안-신가평 (EP 1단계)	2025	4.0GW 500kV 230km	전류형
동해안-동서울 (EP 2단계)	2026	4.0GW 500kV 270km	전류형
서해안-수도권	2036	8.0GW 500kV (계획중)	전압형

자료: 산업부, SK 증권

LS 그룹은 HVDC와 관련된 기자재 생산부터 설치까지 수직계열화에 성공했다.

① LS 전선: HVDC 분야에서 핵심인 송전 케이블을 제조한다. LS 전선은 지중(육상) 케이블과 해저 HVDC 케이블 모두 제조한다. 23년 강원도 동해시에 HVDC 케이블 공장을 준공했으며, 24년에는 네덜란드 국영 전력기업 테넌트(TenneT)의 북해 해상풍력 전력망 연결사업에 2 조원 규모의 HVDC 해저 및 지중 케이블 공급계약을 수주했다. 또한 24년에는 미국 버지니아주에 1 조원 규모의 해저케이블 공장건설을 발표했다. 전선산업에서 탈 중국 움직임이 나타나면서 수혜가 예상된다.

② LS 에코에너지: LS 전선과 협력하여 베트남에서 HVDC 사업을 추진하고 있다. 베트남에 2 개의 생산 공장을 운영하고 있으며, 유럽 및 북미에 초고압 케이블을 수출하고 있다. 24년에는 덴마크 국영 에너지망 회사인 에네르기넷(Energinet)과 3,050 만 달러 규모의 공급 계약을 체결했다. 또한 영국 Global Interconnection Group와 합작으로 영국-아이슬란드 해저케이블 사업을 추진하고 있다.

③ LS 일렉트릭: HVDC 는 교류를 직류로 변환하는 변환소가 필요한데, 이에 필요한 변환설비를 생산하고 있다. 2010년부터 국내 HVDC 프로젝트에 필요한 변환용 변압기를 공급하기 시작하면서 국산화에 성공했다.

④ LS 마린솔루션: 해저케이블 설치에 필요한 특수목적 선박을 운영하고 있다. 약 90km에 이르는 제주-완도 제3연계선을 시공했다. 앞으로 종축 HVDC 개발이 서해안을 따라서 해저에 설치될 가능성이 높아짐에 따라서 수혜를 전망한다.

HVDC 개념 및 LS 그룹 수직계열화 현황



자료: 산업부, SK 증권

(2) 풍력발전

해상풍력 특별법 통과로 SK 이터닉스, 대명에너지와 같은 해상풍력 개발업체 (developer)에 수혜를 전망한다. 해상풍력 특별법이 통과되면서 단일화된 인허가 절차가 마련되거나, 주무부처 일원화될 가능성이 높아졌다. 바뀐 방식으로 개발 리드타임(Lead Time)이 단축되면서 사업 위험도가 낮아질 것이다.

해상풍력 개발업체에 미치는 가장 직접적인 효과는 파이프라인 진행속도가 빨라질 것으로 전망한다. 또한 해상풍력 사업은 입지선정, 인허가, 착공 각 단계별로 리스크가 차입금리에 반영되어 있었다. 그러나 입지선정 및 인허가 단계에서 리스크가 낮아지면서 차입금리가 낮아질 것이다. 결과적으로 IRR 개선효과가 기대된다.

Company Analysis

LS 마린솔루션 (060370/KQ)

에너지 3 법 최대 수혜주

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 25,000 원(유지)

현재주가: 16,150 원

상승여력: 54.8%



Analyst
나민식

minsik@sk.com
3773-9503

Company Data

발행주식수	3,267 만주
시가총액	528 십억원
주요주주	
LS전선	66.75%
자사주	4.12%

Stock Data

주가(25/03/06)	16,150 원
KOSDAQ	734.92 pt
52주 최고가	24,450 원
52주 최저가	8,780 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



전력망, 해상풍력 특별법 통과 -> LS 마린솔루션 수혜

전력망 특별법이 통과되면서 서해안 HVDC 프로젝트 가시성이 높아졌다. 케이블, 전력 기기를 모두 포함한 사업규모는 약 11조원으로 추산되며, 2036년 완공을 전망한다. 일반적으로 완공 10년전부터 프로젝트 관련된 공사/용역이 진행된다. 국내에서 해저전력 케이블 설치 이력이 있는 회사가 드물기 때문에 동사가 서해안 HVDC 프로젝트를 수행할 가능성이 높다고 판단한다. 또한 해상풍력 특별법이 통과되면서 동사가 참여하는 다수의 발전단지 진행속도가 빨라질 것으로 전망한다. 먼저 가시성이 높은 프로젝트로 안마 해상풍력(532MW)이 25년 상반기, 태안 해상풍력(500MW)가 25년 하반기에 신규수주가 기대된다. 참고로 24년 동사가 수행한 전남해상풍력 1단지(96MW)보다 더 사업규모가 큰 해상풍력 프로젝트다.

알고보면 인공지능 관련 종목

전선케이블에 더해서 통신케이블에도 수혜가 예상된다. 인공지능으로 인한 데이터 트래픽의 증가 그리고 중국의 해저 케이블 파손 의혹으로 빅테크의 대륙 간 해저 통신 케이블 건설이 이어지고 있다. 메타는 2월 14일(현지시간 기준) Project Waterworth라는 해저 케이블 프로젝트를 발표했다. 정확한 투자규모에 대한 언급은 없었으나, 다년간 수십억 달러 규모(multi-billion dollar)를 투자할 계획이다. 동사는 과거 메타와 구글의 해저 케이블 프로젝트에 참여한 이력(ECHO 프로젝트)이 있는 만큼, 빅테크향 통신 케이블 수혜가 예상된다.

Valuation

25년 매출액 1,580억원(YoY +20.9%), 영업이익 150억원(YoY +24.0%, OPM +9.8%)를 전망한다. 25년은 전선 프로젝트 공백에도 불구하고 LS 빌드윈이 연결 손익계산서에 반영됨에 따라서 매출액 성장이 이어질 것으로 예상된다. 2H25~1H26까지 GL2030 적재 중량 업그레이드가 진행될 예정이다. 26년부터 진행될 해상풍력 프로젝트 수행에 대응하기 위함이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	십억원	30	43	71	130	158	174
영업이익	십억원	-5	-7	13	12	15	24
순이익(지배주주)	십억원	-3	-12	12	13	13	20
EPS	원	-145	-467	448	404	400	599
PER	배	-37.2	-10.6	24.4	36.6	41.6	27.8
PBR	배	1.2	1.1	2.3	3.6	3.8	3.5
EV/EBITDA	배	17.9	13.1	12.7	24.4	23.8	16.9
ROE	%	-3.1	-11.4	9.9	10.4	9.6	13.3

실적추정 (십억원)												
Key Factors	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
보유 선박 (척)	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	2.7	2.0	2.0	2.9	3.0	3.0	3.0
선박당 매출액 (십억원)	25	28	25	20	18	19	15	21	24	43	53	58
매출액	66	84	74	61	55	52	30	43	71	130	158	174
YoY	-13.4	26.4	-12.2	-16.9	-10.0	-5.3	-42.8	43.2	65.4	84.1	20.9	10.3
건설공사	44	67	58	44	40	36	19	29	48	88	110	117
유지보수	13	12	16	13	13	15	11	13	14	26	30	36
기타	10	5	0	4	2	1	0	1	9	16	18	21
영업비용	60	76	64	67	54	56	35	49	58	118	142	150
선박운용비	27	39	33	32	26	25	14	18	25	78	102	109
감가상각비	8	13	13	14	13	11	9	11	6	6	6	6
종업원급여	7	7	8	7	9	7	7	9	8	10	11	11
변동비	3	6	3	2	2	1	1	1	1	8	8	9
고정비	17	12	7	12	5	11	4	10	17	15	15	15
영업이익	6	8	9	-5	1	-4	-5	-7	13	12	15	24
YoY	-42.7	30.7	17.3	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	-5.3	24.0	54.3
영업이익률	9.3	9.6	12.8	-8.5	1.8	-7.9	-17.2	-15.4	18.5	9.5	9.8	13.6
금융수익(비용)	3	2	3	1	1	2	3	5	3	3	3	3
기타 영업외손익	5	3	2	1	1	6	2	2	1	1	1	1
종속및관계기업관련손익	1	0	0	0	0	58	1	0	0	3	0	0
법인세	1	1	0	0	0	47	1	11	0	0	0	0
당기순이익	4	5	8	-4	0	1	-3	-12	12	13	13	20
YoY	-54.0	24.2	60.2	적전	흑전	146.2	적전	적지	흑전	12.9	-1.0	49.8
당기순이익률	6.2	6.1	11.2	-7.0	0.9	2.3	-10.7	-28.3	16.5	10.1	8.3	11.3

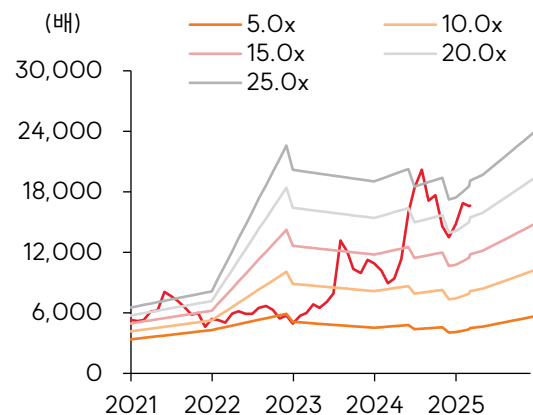
자료: SK 증권

시가총액/거래대금 추이



자료: Fnguide, SK 증권

EV/EBITDA Band



자료: Fnguide, SK 증권

포설선 리스트

구분	세계로	미래로	Responder	GL2030	미정
사진					
취득연도	1998년	2011년	2015년	2023년	2H27~1H28
용도	포설선	다목적 선박	포설선	포설선	포설선
총길이	116m	70m	106m	92m	142m
폭	20m	15m	20m	36m	30m
총톤수	8,323G/T	1,999G/T	6,298G/T	8,030G/T	13,000/GT
수용인원	62명	52명	68명	60명	80~90명
기타			2020년 화재		도입예정

자료: SK 증권, LS 마린솔루션

신규 포설선 개념도



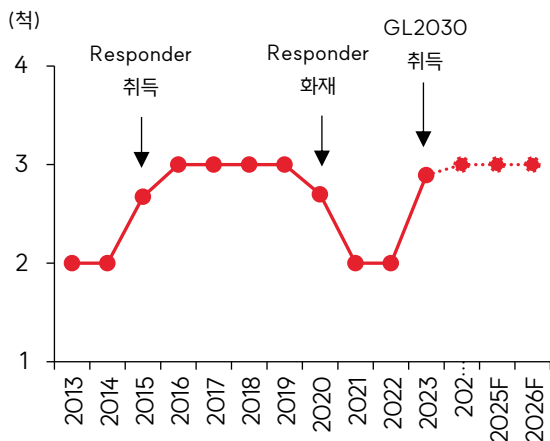
자료: LS 마린솔루션

포설선 제원

구분	Cable Laying Vessel
선체	142m × 30m × 8m
선적용량	약 13,000 톤
DP 시스템	DP2급
매설장비	Plough, ROV
승선인원	80~90명
선박속도	12~14 노트

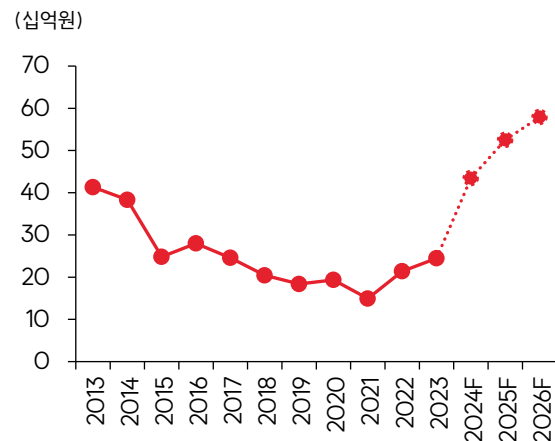
자료: LS 마린솔루션, SK 증권

보유선박



자료: SK 증권

선박당 매출액



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	89	67	94	110	130
현금및현금성자산	70	34	22	24	34
매출채권 및 기타채권	11	25	47	57	62
재고자산	2	2	3	4	5
비유동자산	32	80	81	81	81
장기금융자산	1	1	1	1	1
유형자산	26	74	74	74	74
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	120	147	174	191	210
유동부채	8	24	42	51	56
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	3	8	14	17	19
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8	24	42	51	56
지배주주지분	112	123	132	140	155
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	34	34	34	34	34
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	54	65	74	82	97
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	112	123	132	140	155
부채와자본총계	120	147	174	191	210

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	2	17	11	16	24
당기순이익(손실)	-12	12	13	13	20
비현금성항목등	19	10	10	10	12
유형자산감가상각비	11	6	6	6	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	8	3	3	3	5
운전자본감소(증가)	-6	-6	-8	-4	-2
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3	-16	-21	-10	-6
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-2	-1	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1	-0	6	3	2
기타	1	1	-7	-7	-11
법인세납부	-0	-0	-4	-4	-6
투자활동현금흐름	-13	-52	-8	-7	-7
금융자산의감소(증가)	-3	2	-1	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-9	-54	-6	-6	-6
무형자산의감소(증가)	0	-0	0	0	0
기타	0	0	-1	-0	-0
재무활동현금흐름	24	-1	-4	-5	-5
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	0	0	0
자본의증가(감소)	25	0	0	0	0
배당금지급	-1	-1	-4	-5	-5
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	13	-36	-12	1	11
기초현금	57	70	34	22	24
기말현금	70	34	22	24	34
FCF	-8	-37	5	9	17

자료 : LS마린솔루션, SK증권

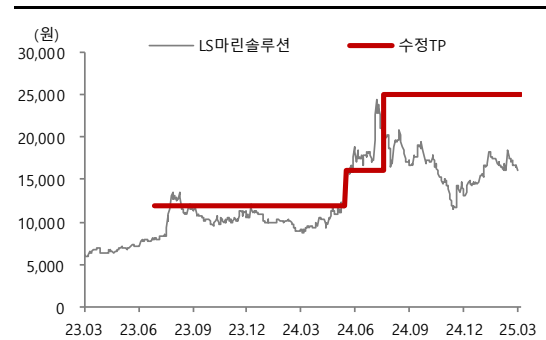
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	43	71	130	158	174
매출원가	42	51	104	125	132
매출총이익	0	20	27	32	42
매출총이익률(%)	0.8	28.3	20.4	20.6	24.0
판매비와 관리비	7	7	14	17	18
영업이익	-7	13	12	15	24
영업이익률(%)	-15.4	18.5	9.5	9.8	13.6
비영업손익	3	1	4	1	1
순금융손익	1	2	0	0	0
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-4	15	17	17	25
세전계속사업이익률(%)	-9.5	20.6	12.9	10.6	14.4
계속사업법인세	-3	3	4	4	6
계속사업이익	-12	12	13	13	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-12	12	13	13	20
순이익률(%)	-28.3	16.4	10.1	8.3	11.3
지배주주	-12	12	13	13	20
지배주주귀속 순이익률(%)	-28.3	16.4	10.1	8.3	11.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-12	11	13	13	20
지배주주	-12	11	13	13	20
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	4	20	19	22	30

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	43.2	65.4	84.1	20.9	10.3
영업이익	적지	흑전	-5.3	24.0	54.3
세전계속사업이익	적지	흑전	15.6	-0.6	49.8
EBITDA	21.6	365.2	-3.8	15.8	38.3
EPS	적지	흑전	-9.8	-1.0	49.8
수익성 (%)					
ROA	-10.5	8.7	8.2	7.2	9.8
ROE	-11.4	9.9	10.4	9.6	13.3
EBITDA마진	9.8	27.6	14.4	13.8	17.3
안정성 (%)					
유동비율	1,169.6	279.5	222.2	217.7	233.3
부채비율	7.0	19.7	32.2	36.3	36.2
순차입금/자기자본	-65.0	-28.3	-17.7	-17.8	-23.1
EBITDA/이자비용(배)	406.4	1,369.2	1,986.5	1,739.9	2,144.9
배당성향	-6.1	33.9	38.0	38.4	25.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-467	448	404	400	599
BPS	4,402	4,798	4,093	4,340	4,786
CFPS	-51	697	601	597	796
주당 현금배당금	30	160	160	160	160
Valuation지표 (배)					
PER	-10.6	24.4	36.6	41.6	27.8
PBR	1.1	2.3	3.6	3.8	3.5
PCR	-97.3	15.7	24.6	27.9	20.9
EV/EBITDA	13.1	12.7	24.4	23.8	16.9
배당수익률	0.6	1.5	1.1	1.0	1.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.24	매수	25,000원	6개월		
2024.05.21	매수	16,000원	6개월	16.04%	52.81%
2023.07.04	매수	12,000원	6개월	-13.20%	12.83%



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%
----	--------	----	-------	----	-------

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	2024P	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

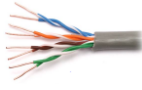
1. LS 에코에너지? LS 전선의 베트남 전진기지!

(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.

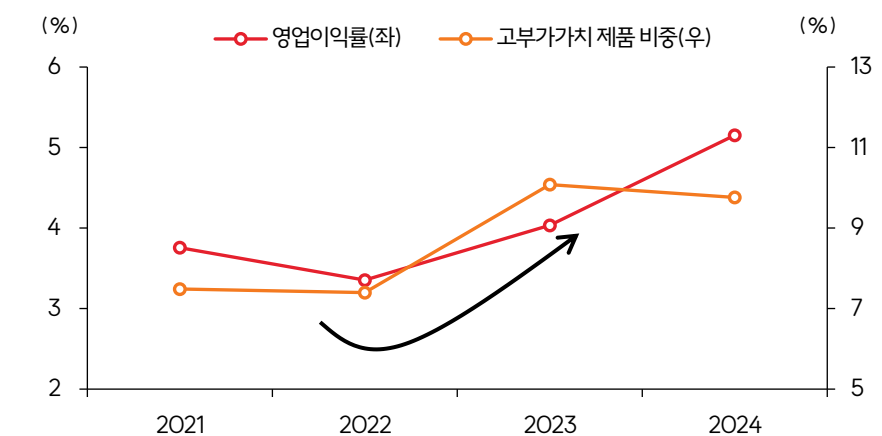
동사는 다양한 전력 및 통신 케이블을 생산한다. 아래의 다양한 품목 중에서 부가가치가 높은 제품은 초고압 케이블, 가공선, 버스덕트가 있다. 그 외 부가가치가 낮은 소재(SCR) 및 배전 케이블의 가격은 전기동 가격에 연동해서 움직이기 때문에 수익성을 높이기 어렵다. 또한 저압의 배전 케이블은 기술장벽이 낮은 특징으로 베트남 로컬 업체도 손쉽게 생산이 가능하다.

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	O	×
	가공선		전봇대에 공중으로 설치하는 송전용 전선 알루미늄 도체가 외부에 직접 노출된 형태 절연체가 없어서 저렴한 장점	2%	上	O	×
	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	×	O
	배전 케이블		발전소와 변전소에서 전력공급을 위해 사용하는 케이블 도심 지중 배전망, 산업단지 내부 전력선에서 사용한다	38%	中	O	O
	SCR		전기동을 녹여서 주조/압연 공정으로 생산한 장대 형태의 소재 전선 및 케이블에 쓰이는 구리선을 만들기 위한 기초 소재 역할	39%	下	O	×
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	×	O
	광케이블		빛을 전송해서 데이터를 주고받는 케이블 유리섬유로 된 코어를 통해 데이터를 주고받는다	0%	下	×	O

자료: LS전선, SK증권

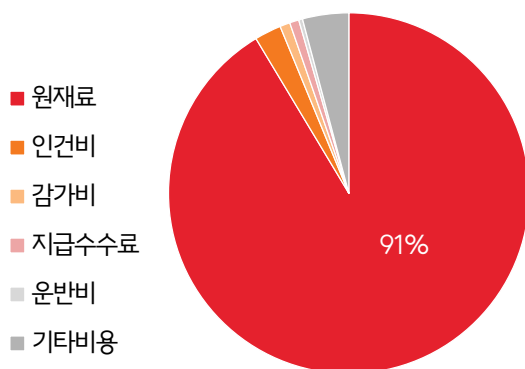
전선산업은 원재료 비중이 크며, LS 에코에너지도 영업비용의 약 85%가 원재료 비용이다. 전선 생산에 필요한 구리 및 알루미늄이 원재료 대부분을 차지하고 있다. 동사는 계열회사인 LS MnM 을 통해서 전기동을 안정적으로 공급받고 있다. 전체 영업비용에서 변동비가 차지하는 비중이 높기 때문에 대량생산으로 레버리지 효과를 기대하기 어렵다. 반대로 생각하면 초고압 케이블 등 고부가가치 제품 비중이 증가해야 영업이익률이 개선될 수 있다.

고부가가치 제품 증가 -> 영업이익률 개선



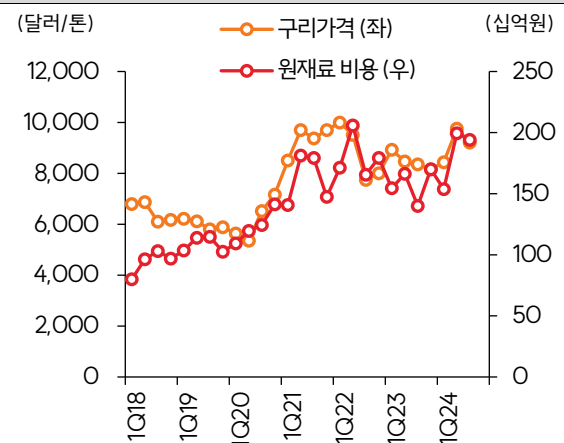
자료: SK 증권

영업비용 비중



자료: SK 증권

구리가격 vs. LS 에코에너지 원재료 추이



자료: 언론보도

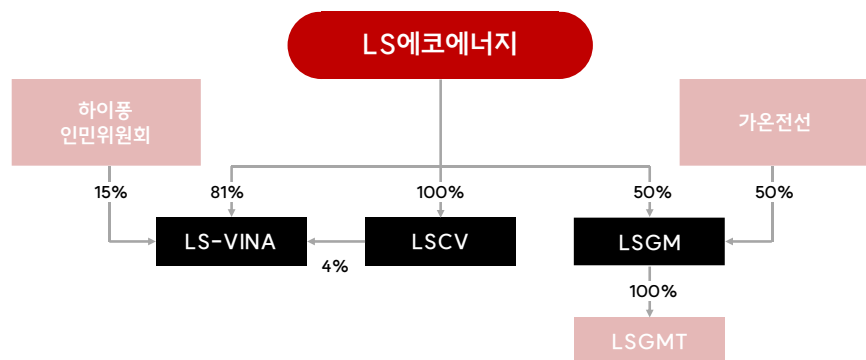
(2) 지배구조

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.

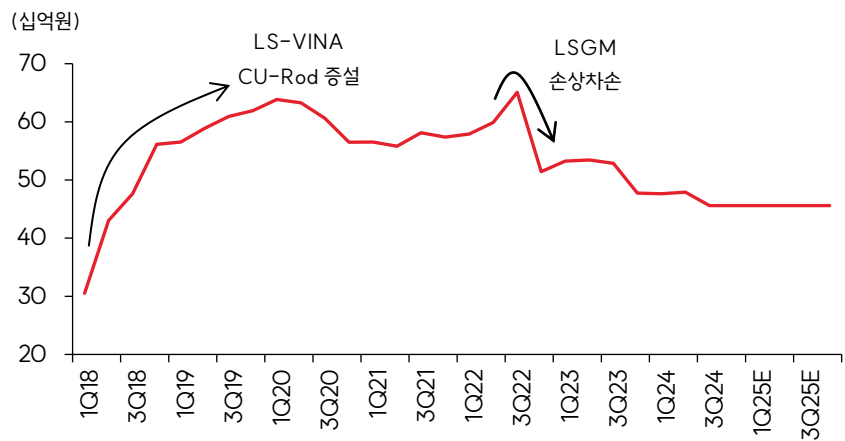
(2) 2019 년: LSCV 는 MV(Medium Voltage) 생산라인 증설을 결정했다. 마찬가지로 베트남의 전력 인프라 수요 증가에 대응하기 위해서 중저압 케이블 라인을 증설했다. 총 투자비용은 41 억원이다.

(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: SK증권

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%, OPM 4.0%)를 기록했다. 마진이 낮은 소재 사업을 축소하면서 매출액 규모는 감소했지만, 고압(HV) 케이블 수출이 증가하면서 수익성 개선이 나타났다.

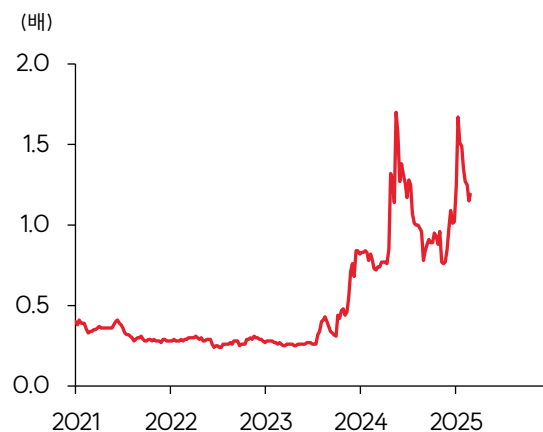
24 년은 신사업인 해저케이블 및 희토류 사업이 본격화되는 시점이었다. 동사가 진행한 사업을 순서대로 나열하면 다음과 같다. (24 년 1 월) 베트남 흥틴 미네랄과 희토류 산화물 구매 계약을 체결 → (24 년 2 월) 독일 희토류 영구자석 제조기업인 바쿰슈멜츠(VAC)와 합작법인 설립을 위한 업무협약 체결. 24 년 내 한국에 생산 및 판매법인을 세우고 영구자석을 공급할 예정이다. → (24 년 6 월) 영국-아이슬란드간 해저케이블 사업 부지확보 관련하여 영국의 GIC 사와 협상을 진행했다. 또한 같은 시기에 한국지질자원연구원으로부터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

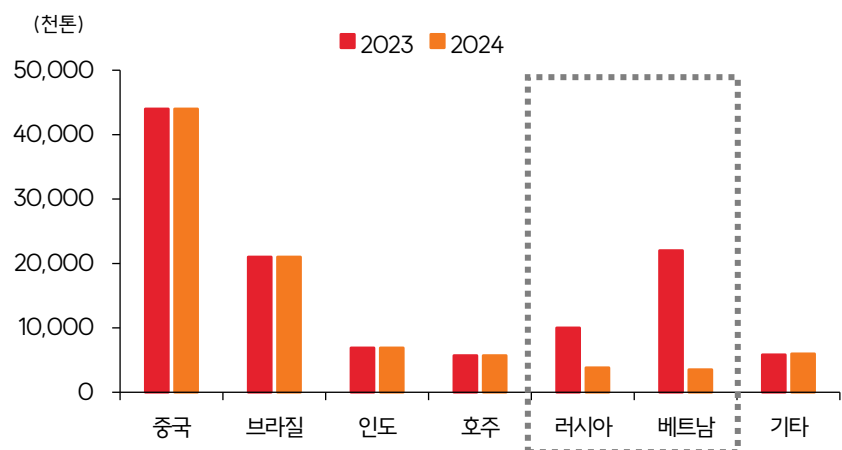
(2) 베트남 희토류 매장량 변화에 대해서

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 - TR50 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



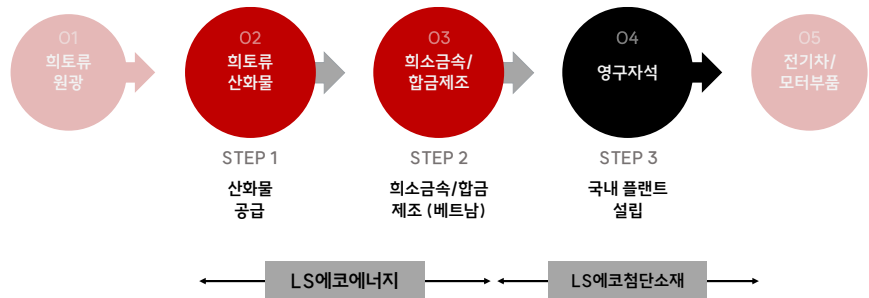
자료: The Voice of Vietnam

(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.

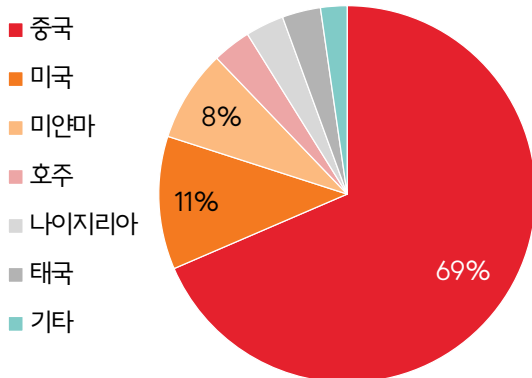
동사는 글로벌 흐름에 맞춰서 베트남 현지 희토류 광산 기업과 협력하고 있다. 24년 1월, 베트남 광산업체인 흥틴 미네랄(Hung Thinh Mineral)과 200톤 규모의 희토류 산화물 구매 계약을 체결했다. 광산에서 공급받은 희토류 산화물을 가공해서 희소금속 및 합금을 제조할 계획이다. 희토류 사업을 통해서 동사는 25년부터 매출액 500억원, 영업이익률 7~9%(High-single)을 기대한다.

LS 에코에너지의 희토류 사업 공급망



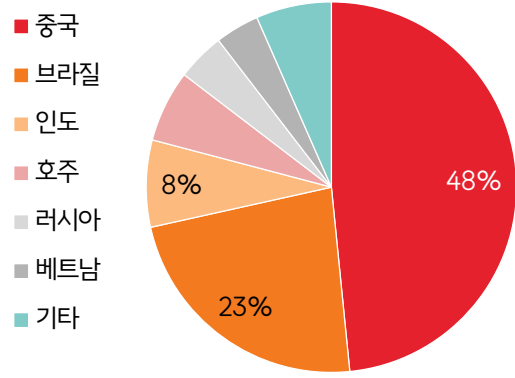
자료: LS 에코에너지, SK 증권

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 히토류 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 히토류 사업의 매출액 500 억원에 PSR 12 배를 적용한 6,000 억원의 사업부문별 가치를 산출했다.

PSR 을 사용한 이유는 히토류 사업가치에서 비교기업인 MP Materials 가 순이익 적자를 기록했기 때문이다. MP Materials 는 미국의 대표적인 히토류 생산기업으로 히토류 공급망 수직계열화를 성장전략으로 펼치고 있다. LS 에코에너지의 히토류 사업과 유사점이 많다고 생각한다. MP Materials 의 매출액과 주가가 히토류 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 히토류 사업은 PSR 12 배를 적용했다.

Valuation			
구분	2026 년 매출액 (십억원)	PSR(배)	신규편입
전선사업	1,052	0.7	736
히토류	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

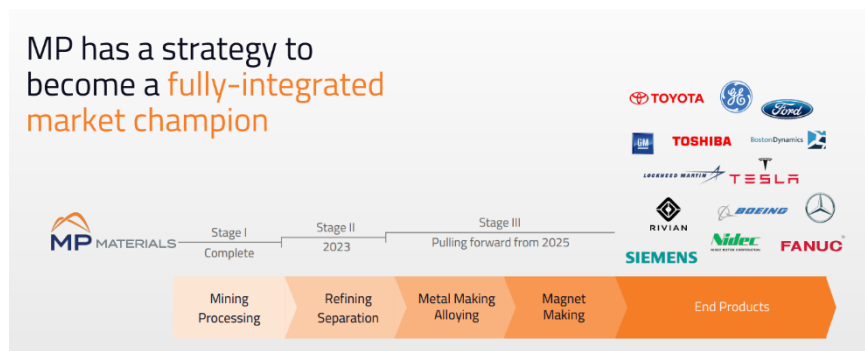
MP Materials 는 대표적인 미국내 희토류 생산기업이다. 미국 캘리포니아주 모하비 사막에 위치한 마운틴 패스(Mountain pass) 희토류 광산을 소유하고 있다.

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, 20년 당시에는 원광 및 농축물 대부분을 중국 정제업체에 판매했다. 그러나 2 단계로 넘어가면서 23년에 정제 설비를 가동하기 시작했다. 23년 NdPR 산화물을 약 200톤 시범 생산했으며, 2024년에는 자체적인 판매 물량을 늘릴 계획이다. 마지막으로 3 단계 영구자석 제조를 위해서 텍사스에서 수천 톤/연간 규모의 제조공장을 건설하고 있다. 25년 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

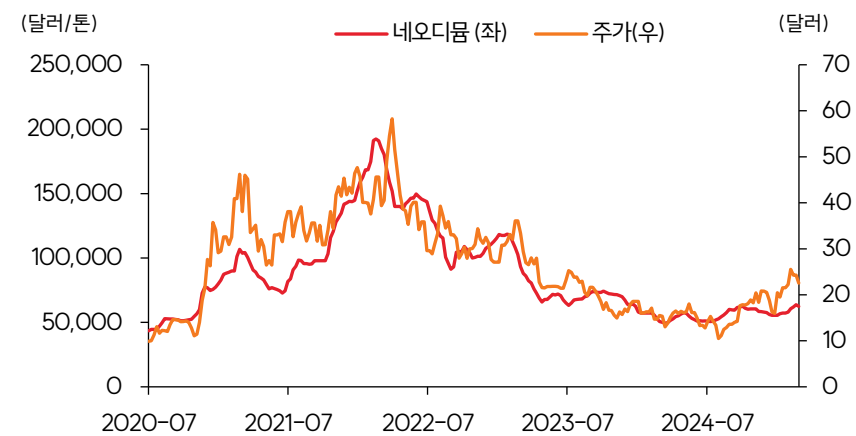


자료: MP Materials(2021)

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.

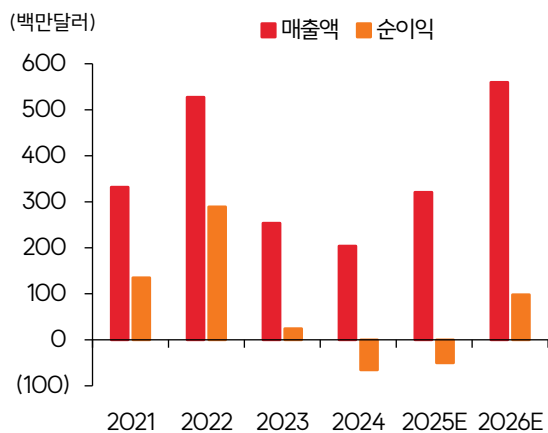
최근에는 전략자원인 희토류의 가치가 부각되면서 장기성장 기대감이 주가에 반영되기 시작했다. 25년에 이르면 산화물 판매 확대에 이익이 확대되며, GM 등으로 영구자석 공급이 가시화되면서 성장 모멘텀을 확보할 것이라는 전망이 주가에 반영되는 것으로 판단한다.

MP Materials 주가 vs. 네오디뮴 산화물 가격



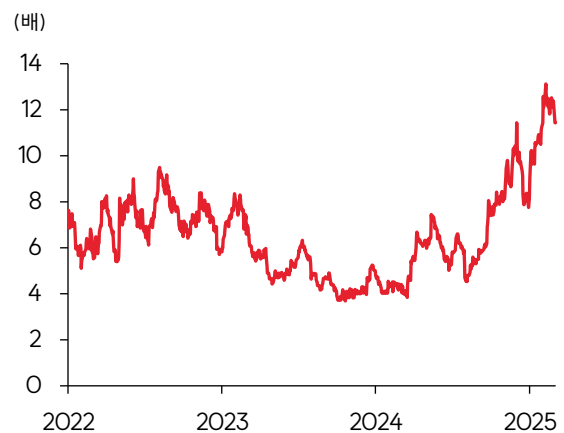
자료: Bloomberg, SK 증권

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
무형자산감각비	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) 주가대비
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%
----	--------	----	-------	----	-------