

재생에너지

박건영 수석연구원

발간일자 2023.10.04
kun.park@iprovest.com



All in One

(발전부터 공급까지)

CONTENTS

3 **Summary**

4 **Key Chart**

9 **1. 풍력 & 태양광 이슈 점검**

1-1. 풍력 & 태양광 주요 기관별 전망

1-2. 풍력: Orsted 미국 프로젝트 지연과 시사점

1-3. 태양광: 중국업체들의 가격 전망

15 **2. '발전'만큼 중요한 '공급', 재생에너지와 그리드**

2-1. 독일, EU 사례를 통해 바라본 재생에너지와 그리드

2-2. 그리드 Valuechain 전격 해부

2-2-1. 국가별 주요 사업자 및 그리드 인프라

2-2-2. 인프라 투자는 당연, +@ 시장인 미국 주목

30 **기업분석**

LS(006260)

씨에스윈드(112610)

한화솔루션(009830)

한화솔루션(009830)

두산퓨얼셀(336260)

HD 현대에너지솔루션(322000)

Summary

풍력 & 태양광 2023년 이슈 점검

풍력 발전사업자 Orsted는 8월30일 미국 해상풍력 프로젝트 지연 및 Impairment(손상)에 대한 내용을 공식 홈페이지를 통해 발표. 관련 이슈의 풍력 산업 내 시사점과 향후 발생할 수 있는 리스크 및 투자전략 제시함.

태양광은 원재료(폴리실리콘) 및 제품 가격 하락 추세. 따라서, 글로벌 폴리실리콘 점유율 80% 수준인 중국 생산업체들이 '23년 2분기 실적발표에서 전망한 폴리실리콘 및 주요 제품의 가격에 대해 정리함.

재생에너지 기반 전력 생산을 넘어 공급까지... 전력 그리드까지 분석 범위 확대

재생에너지의 고유한 특성인 '간헐성'을 고려하면 재생에너지를 활용한 전력 '생산'만큼이나 '공급'을 이해하는 것이 중요. 전력이 공급되는 인프라인 '그리드(Grid)'에서 재생에너지 수용성 관련 이슈 존재. 독일과 같은 재생에너지 발전 선진국 사례를 살펴봄으로써 재생에너지와 그리드 이슈 파악.

나아가, 그리드 관련 국가별 정책, 글로벌 전력 사업자들의 투자(CAPEX) 계획과 그리드 Valuechain을 정리함. 향후 지속적으로 수요가 발생할 전력기기 파악 후 투자 기회를 찾는 것이 중요하다고 판단됨.

재생에너지 수용을 위한 전력 그리드 투자는 당연, +@ 찾기

전력 그리드 관련 정부정책, 전력 사업자들의 투자 계획 고려 시, 대규모 투자 진행될 것으로 전망. 재생에너지 수용을 위한 투자는 당연한 가운데, 미국의 경우 기존 그리드의 노후화로 송배전망의 신규 및 교체 수요가 발생 중. 따라서 미국 그리드 시장 분석.

결론적으로, 미국뿐만 아니라 유럽에서도 전력 그리드 인프라에 대한 교체 및 신규 설치가 증가할 것으로 예상됨에 따라, 전력 그리드 내 주요 제품을 판매하는 회사들의 수혜가 예상되며, 관련 기업들은 장기적으로 투자매력도가 높음.

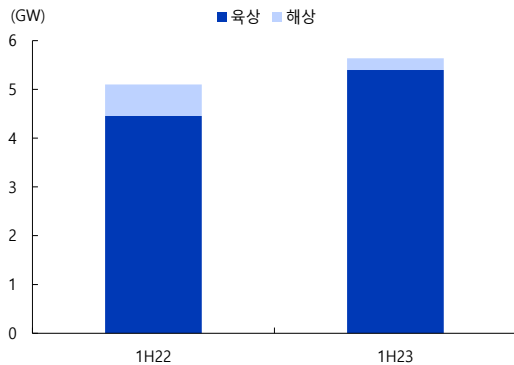
Key Chart

[도표 1] 해상풍력 디벨로퍼 'Orsted'의 미국 프로젝트 지연과 Impairment(손상) 관련 이슈 정리

프로젝트 지연 주요 내용	프로젝트 지연에 따른 손상	향후 전망
<ul style="list-style-type: none"> Adverse Impacts to the supply chain(handful of suppliers delays) → 공급업체 계약일정 이행 못함 Lack of favorable progress in Investment Tax Credit guidance → ITC 관련 이해관계자들 전진 없음 Increased interest rates, which affect its US portfolio → 미국 장기금리 상승, 일부 프로젝트 영향 	<ul style="list-style-type: none"> Potentially delayed revenue, extra costs, and other business case implication → DDK 5billion(향후 지연 없다고 가정시) Additional ITC qualifications for Ocean Wind 1 and Sunrise are not progressing → DDK 6billion(Tax credits 30% 미만 시) If the interest rates remain at current level by the end of third quarter, it will cause impairment → DDK 5billion 	<ul style="list-style-type: none"> The impairments relating to Ocean Wind1, Sunrise Wind, Revolution Wind, South Fork Wind, Block Island Wind Farm and several US onshore projects will be recognized in 3Q23. → 미국 육상풍력 손상 2Q23 인식 예정 We remain convinced the the value-creation of the portfolio will be within 150 to 300 basis points spread-to-WACC. Maintain ROCE target 14% → 프로젝트 적자는 아니며, 예상되는 손상 조정하여 '23~'30년 기간 ROCE 목표 14% 유지

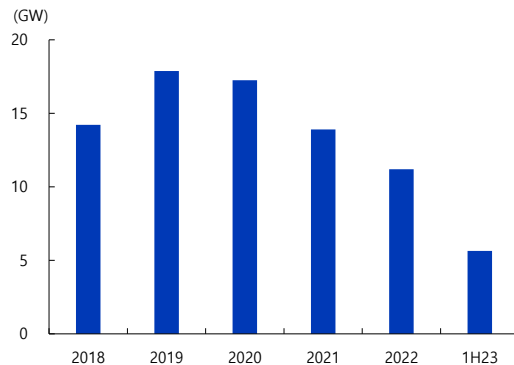
자료: Orsted, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 'Vestas' '23년 상반기 신규 수주



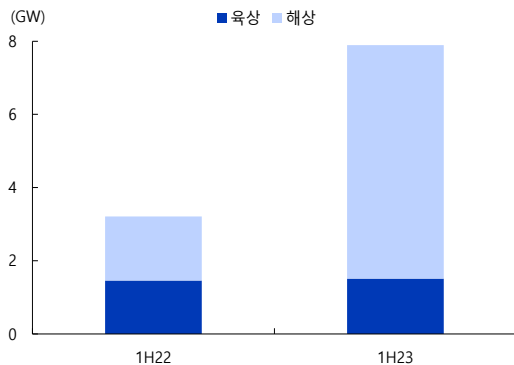
자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 'Vestas' 신규 수주 추이



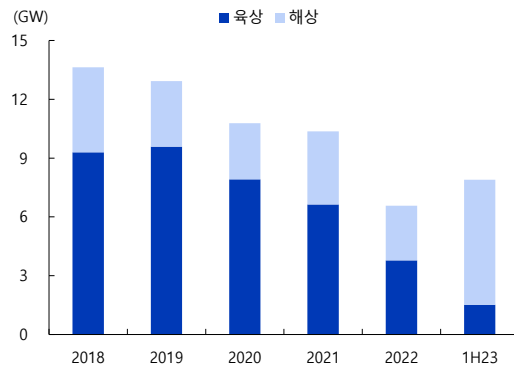
자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 'Siemens Gamesa' '23년 상반기 신규 수주



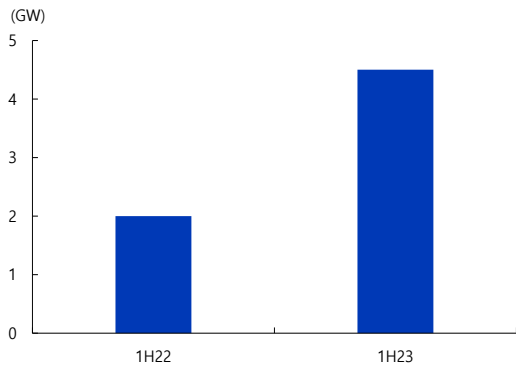
자료: Siemens Gamesa, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 'Siemens Gamesa' 신규 수주 추이



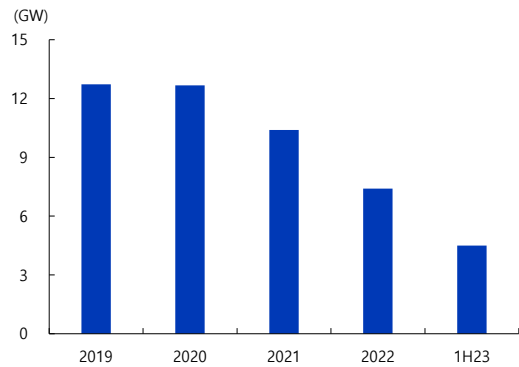
자료: Siemens Gamesa, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 'GE Vernova' '23년 상반기 신규 수주



자료: GE Vernova, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 'GE Vernova' 신규 수주 추이



자료: GE Vernova, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 가격 추이('12년 1월=100)



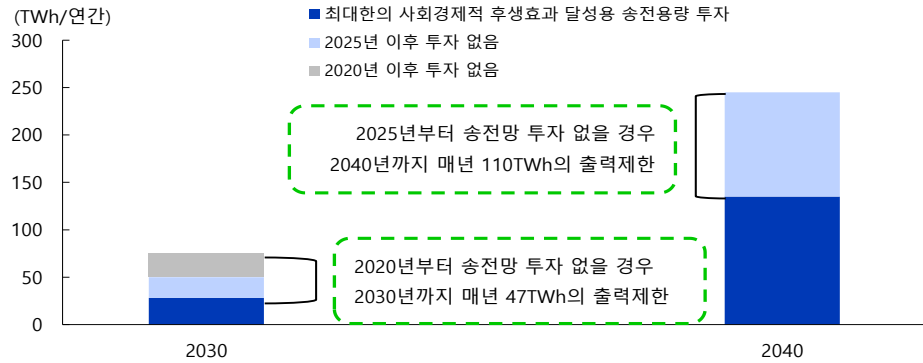
자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 태양광 Valuechain 내 사업자의 2Q23 실적발표 당시 주요 제품(폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈)에 대한 가격 전망 코멘트

기업명	사업영역	가격 전망	관련 코멘트
Daqo	폴리실리콘	폴리실리콘 →	- I think next 2 years, Chinese polysilicon maybe were stable, maybe between, I think, around RMB 60 to around RMB 70(폴리실리콘 가격 안정화 관련) - I think in June, the price almost go down to the bottom So we think in Q3, we see is very profitable(폴리실리콘 가격 안정화 관련) - Recently, we have also seen an increase in the ASP premium for N-type polysilicon with a meaningful increase in demand volume(N형 폴리실리콘 ASP 증가)
Wacker	폴리실리콘	폴리실리콘 ↘	- Our assumption for the second half is that we will achieve lower average selling prices for solar-grade polysilicon than in the first half(하반기 폴리실리콘 ASP 하락 전망)
Xinte	폴리실리콘	폴리실리콘 ↘	- With the gradual release of new polysilicon production capacity and the increase in market supply, polysilicon prices generally show a trend of downward fluctuations and will return to a reasonable price level(폴리실리콘 가격 하락 트렌드 관련)
GCL	폴리실리콘 / 웨이퍼 / 모듈	폴리실리콘 →	- Currently, polysilicon prices have reached the bottom range, which effectively reduces the costs of solar system and solar power generation, increases the return on investment ("IRR") of solar power plants, and amplifies its advantage in terms of the levelized cost of energy ("LCOE"). (폴리실리콘 가격 안정화 관련)
Longi	웨이퍼 / 모듈	웨이퍼 ↗	- From a market perspective, customer demand for high-quality silicon wafers will become increasingly strong in the future, and there will be a certain market premium for high-quality silicon wafer products(고품질 웨이퍼 수요 증가 관련)
Jinko Solar	웨이퍼 / 모듈	폴리실리콘, 모듈 →	- the poly [ph] is down to be stabilized and the module still -- it's reaching a kind of stabilized point(폴리, 모듈 가격 안정화 관련)
Canadian Solar	모듈	모듈 →	- Near term, based on the factors I've just mentioned, we expect the market to improve as we move through the second half of '23.(시장 상황 개선 관련)

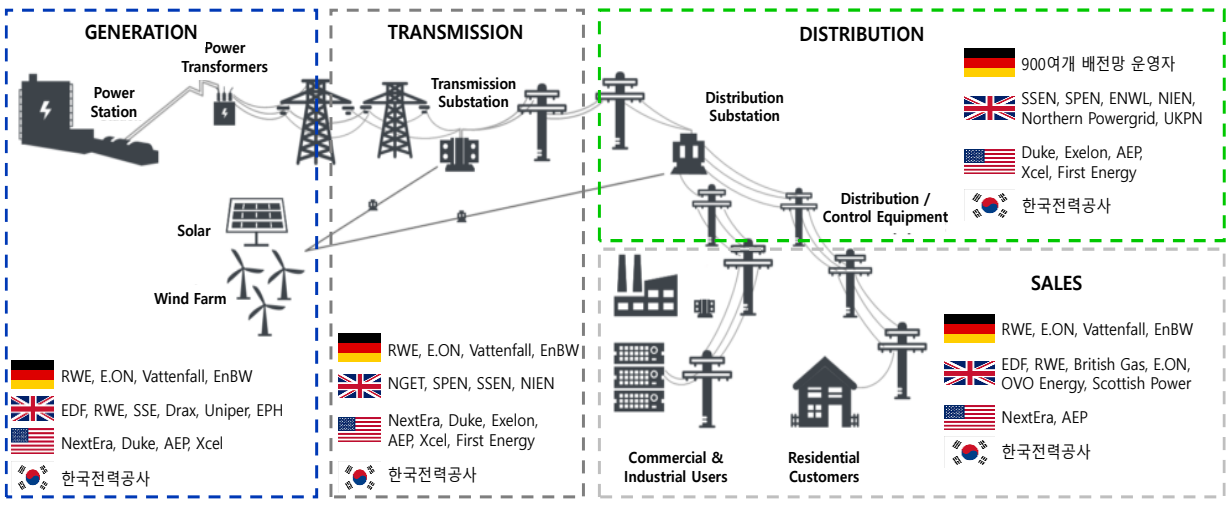
자료: 각사 2Q23 Earnings Call, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 송전망 확충 투자에 따른 출력제한 감소 효과



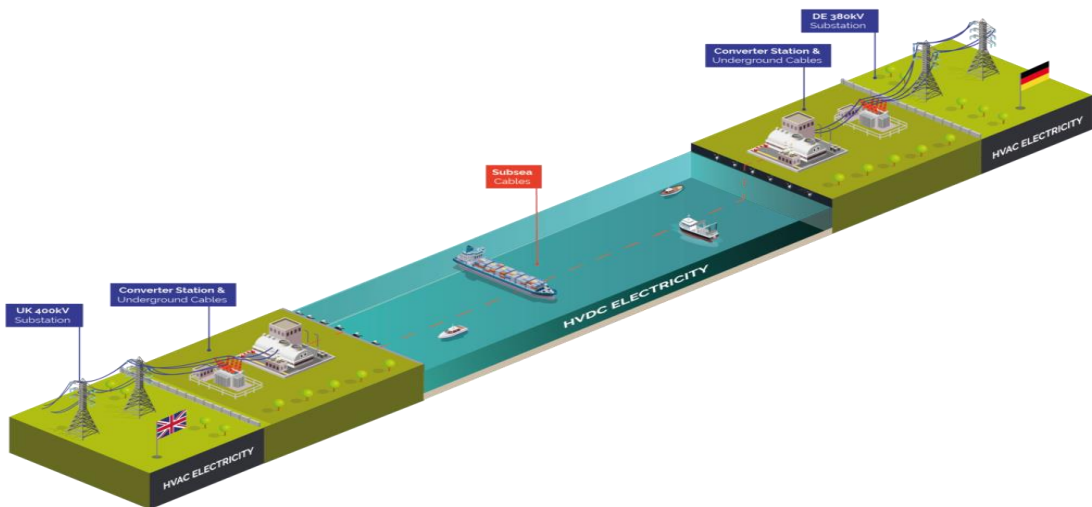
자료: ENTSO-E 'Power system needs in 2030 and 2040(Ten-Year Network Development Plan)' 2020, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 전력 그리드 Valuechain(발전 - 송전 - 배전 - 판매) 내 국가별 주요 사업자 및 구조



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] 영국 - 독일 전력망 연결 프로젝트 '뉴컨넥트(NewConnect)', (전력망 연결을 통한 독일, 영국의 재생에너지 공급 안정화)



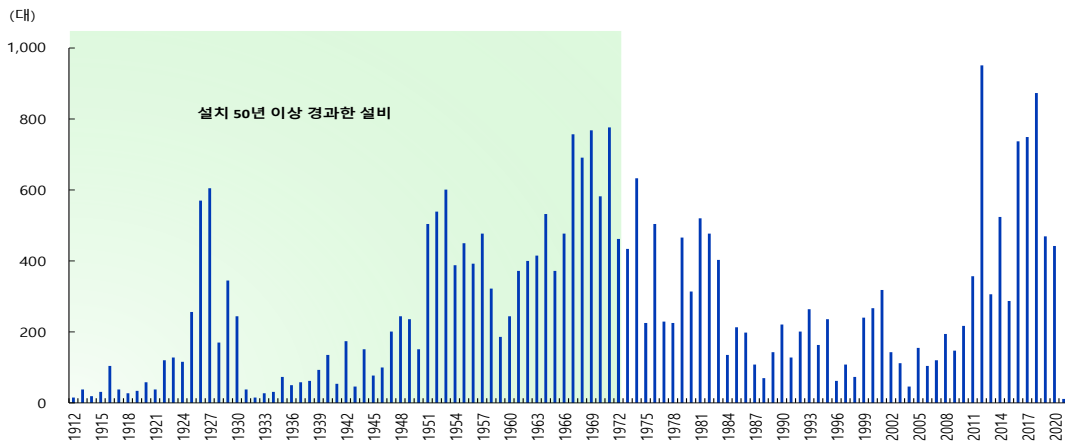
자료: NeuConnect Interconnector, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 미국, 유럽 주요 전력 사업자의 송배전망 관련 투자(CAPEX) 계획 정리

기업	사업 영역	내용
NextEra	발전, 송전, 판매	- '25년까지 송배전에 180억~200억달러(누적) 투자(스마트 그리드, 전선 매립, 스위치 교체 등) - '22년 기준 400억달러 규모 송전 사업 수주 추진
Duke Energy	발전, 송전, 변전, 배전	- '23년~'27년까지 630억달러(누적) CAPEX 지출, 80% 이상 친환경 전력 생산 및 전력망 현대화 - 55%는 망 복원력(Resiliency)과 친환경 그리드(Green-enabled grid)에 지출
Exelon	송전, 배전	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 '22년 62억달러에서 '26년 73억달러로 확대 - CAPEX 내 송배전망 관련 투자 비중 '22년 87.4%에서 '26년 88.1%로 확대
American Electric Power	발전, 송전, 배전, 판매	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자(누적) '13년~'17년 167억달러에서 '23년~'27년 258억달러로 확대 - CAPEX 내 송배전망 관련 투자(누적) 비중 '13년~'17년 77.0%에서 '23년~'27년 65.6%로 감소
Xcel Energy	발전, 송전, 배전	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 '22년 28억달러에서 '26년 44억달러로 확대 - CAPEX 내 송배전망 관련 투자 비중 '23년 38.9%에서 '27년 52.7%으로 확대
FirstEnergy	송전, 배전	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 '21년 28억달러에서 '25년 41억달러로 확대 - CAPEX 내 송배전망 관련 투자 비중 '23년 96.9%에서 '27년 98.3%으로 확대
Vattenfall	발전, 송전, 판매	- 전력망 연간 투자 '22년 50억크로네에서 '30년 80억~100억크로네로 확대
NGET	송전	- 전력망 누적 투자 '17년~'22년 42억파운드에서 '23년~'27년 71억파운드로 확대

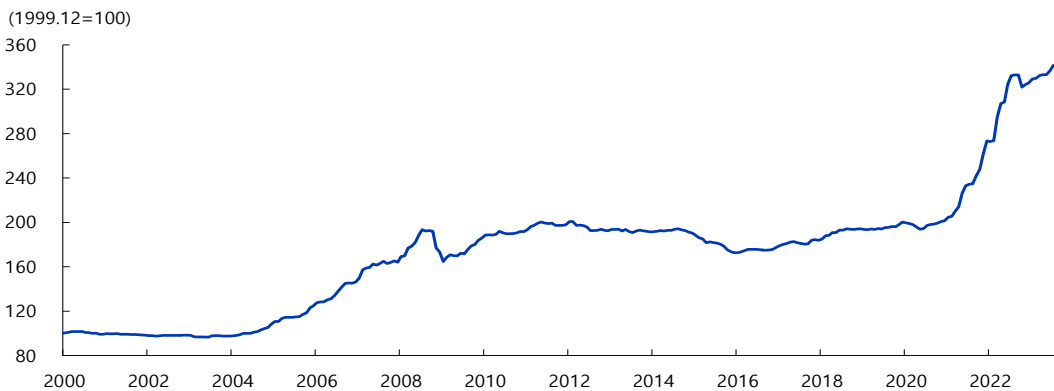
자료: 각사 2Q23 IR Presentation Material, 교보증권 리서치센터

[도표 15] American Electric Power 송전선 설치 시기, 수명 주기 경과 현황



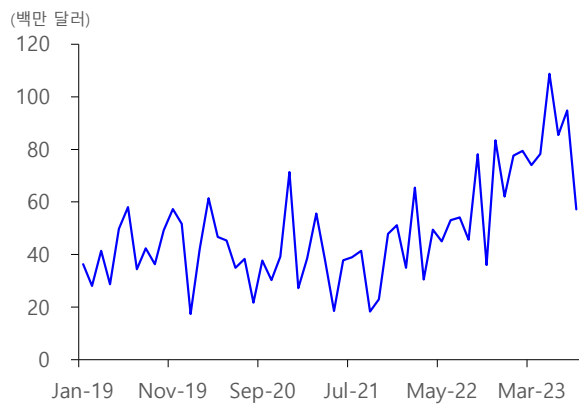
자료: AEP(American Electric Power), Grid Strategies, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 미국 변압기(Power and Distribution Transformers) PPI(Producer Price Index) 상승 추이



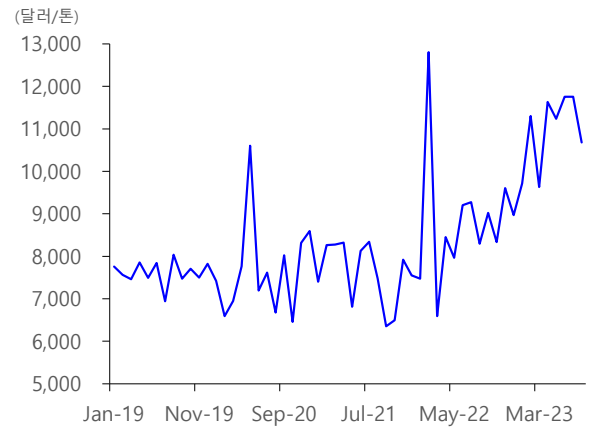
자료: FRED, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 한국 중대형 변압기 수출금액 추이



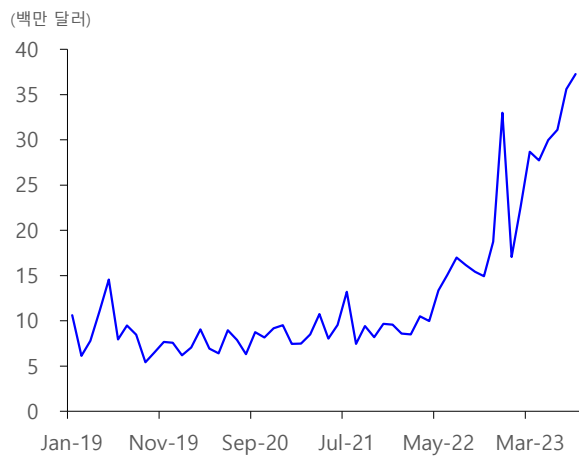
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 한국 중대형 변압기 수출단가 추이



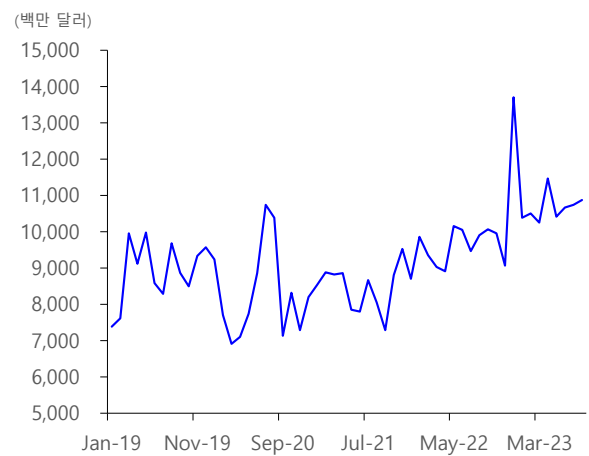
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 한국 소형 변압기 수출금액 추이



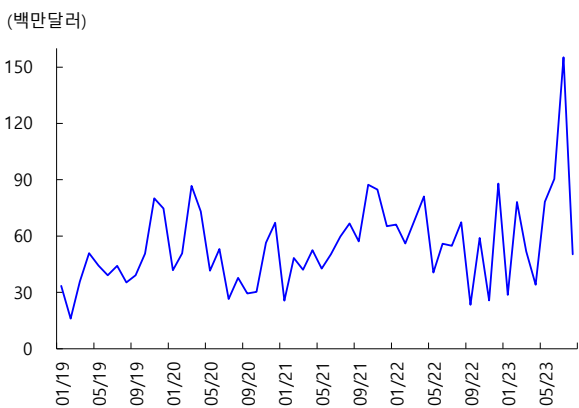
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 한국 소형 변압기 수출단가 추이



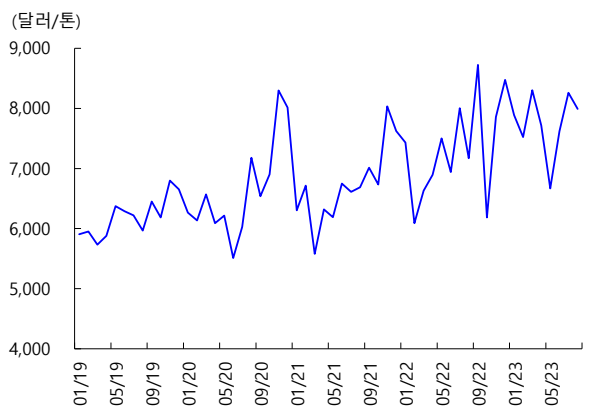
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 한국 전선·케이블 수출금액(품목: 854460) 추이



자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 한국 전선·케이블 수출단가(품목: 854460) 추이



자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
kun.park@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

LS 006260

Oct 04, 2023

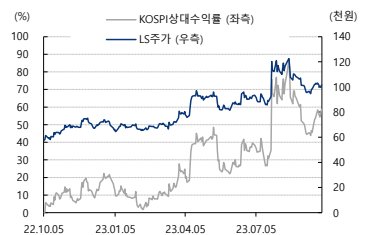
업황 호조, 자회사 투자매력도 상승 중

Buy 신규
TP 130,000 원 신규

Company Data

현재가(09/27)	101,600 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	122,600 원
52 주 최저가(보통주)	56,200 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	1,610 억원
시가총액	32,715 억원
발행주식수(보통주)	3,220 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	27.4 만주
평균거래대금(60 일)	275 억원
외국인지분(보통주)	11.76%
주요주주	
구자영 외 44 인	32.13%
국민연금공단	13.50%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	34.7	71.6
상대주가	-4.1	31.7	54.8



주주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

LS에 대해 투자 의견 'Buy', 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시. 주요 자회사들의 지분가치 합산. 지분가치에서 별도기준 순차입금 차감 후 보유 자사주 합산하여 기업가치 산출. 산출된 기업가치는 발행주식수로 나누어 목표주가 설정.

LS그룹 지주회사체제 전환, 주요 자회사 현황 파악

LS그룹은 '08년 LS전선을 지주회사와 사업자회사로 분할하면서 지주회사체제로 전환. 현재 주요 자회사는 LS전선, LS일렉트릭, LS엠엔엠, LS엠트론 등.

LS전선은 나동선부터 초고압전력선까지 수직계열화 완성. '20년부터 '22년 초까지 원재료(전기동)가격 상승으로 인해 주요 제품 가격 또한 상승함에 따라 실적 개선. 일부 제품가격 하락, 일회성 비용 인식으로 '23년 매출 및 영업이익 YoY 감소 전망. 전력케이블에 대한 글로벌 수요 증가로 수주 잔고는 증가 중.

LS일렉트릭은 전력기기 및 자동차 제품 제조 및 서비스 제공. '20년 LS산전에서 LS일렉트릭으로 사명변경 후 글로벌 사업 확대를 위해 조직 개편. 재생에너지 수용성 강화, 노후화된 인프라 교체 수요로 인한 글로벌 전력망 투자 확대에 해외 매출 비중 및 수주잔고 증가 중.

LS엠엔엠은 LS가 공동기업으로 출자한 LS니꼬동제련의 지분을 모두 인수하면서 LS엠엔엠으로 사명변경. 기존 제련 과정에서 습득한 금속기술과 생산되는 금속과 부산물을 활용해 반도체, 이차전지 등 타 산업에 적용 가능한 소재 개발 예정.

업황 호조에 따른 주요 자회사 투자매력도 상승, 실적 개선 기대

재생에너지 발전 증가에 따른 전력망 신규 설치, 노후화된 전력망의 교체 수요 등으로 인해 글로벌 전력 인프라 투자 사이클 도래했다고 판단. 단기적인 이벤트가 아니라 판단되며, LS전선, LS일렉트릭 수혜 전망. 나아가, LS엠엔엠 신사업 진출과 LS-엘엔에프 공동기업 설립을 통해 이차전지 Valuechain 구축 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	12,829	17,491	25,505	26,681	27,710
YoY(%)	22.8	36.3	45.8	4.6	3.9
영업이익(십억원)	575	671	1,059	1,110	1,164
OP 마진(%)	4.5	3.8	4.1	4.2	4.2
순이익(십억원)	352	505	550	620	720
EPS(원)	8,627	14,024	14,175	16,373	17,892
YoY(%)	119.0	62.6	1.1	15.5	9.3
PER(배)	6.3	5.0	7.2	6.2	5.7
PCR(배)	2.2	2.2	3.0	2.8	2.7
PBR(배)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	7.2	8.8	7.4	7.3	7.3
ROE(%)	8.2	12.0	10.9	11.4	11.2

1. 지주회사체제 전환

LS그룹 2008년 지주회사체제 전환

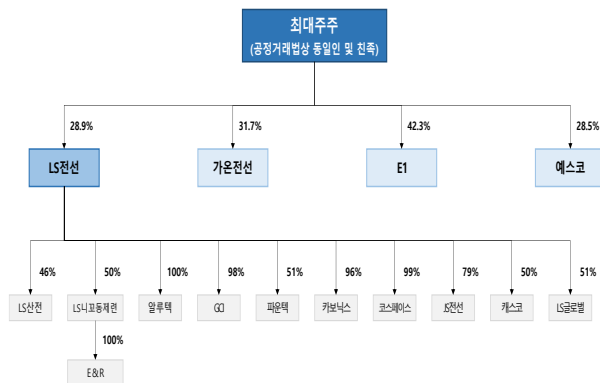
LS그룹은 '08년 LS전선을 지주회사와 사업자회사로 분할하면서 지주회사체제로 전환. 존속회사를 (주)LS으로 사명 변경, 물적분할을 통해 신설회사 LS전선과 LS엠트론을 설립. 지주회사체제 전환을 통해 신성장 동력 적극 발굴, 자회사들의 경영성과 창출을 위한 기반조성에 지주회사 역량 집중. '23년 2분기 기준 주요 자회사는 LS전선, LS일렉트릭, LS엠엔엔, LS엠트론 등이 존재.

[도표 23] 2008년 6월 5일 공시된 [정정]분할신고서 기준 LS전선 분할 관련 주요 내용

항목	주요 내용	
분할방법	① 상법 제 530 조의 2 내지 530 조의 12의 규정이 정하는 바에 따라 분할되는 회사가 영위하는 사업 중 전선부문 및 기계(부품)부문을 분할하여 각각 신설회사를 설립하되, 분할되는 회사가 신설회사의 발행주식 총수를 취득하는 단순·물적분할의방법으로 분할하며, 분할 후 기존의 분할되는 회사는 존속하고 신설회사는 비상장법인으로 한다. ... (생략)	
분할목적	① 투자사업부문과 전선, 기계(부품) 부문의 주요 제조사업부문으로 분리하여 적절한 기업가치의 평가를 통해 주주의 가치를 극대화 하고자 함. ② 투자사업부문만을 영위하는 순수지주회사의 설립을 통하여 제조사업부문이 제조사업부문의 고유사업에 전념케 하고 사업부문별 객관적인 평가를 함으로써 책임경영체계를 구축하고자 함. ③ 각 사업부문의 특성에 맞춰 신속한 의사결정이 이루어지게 하고 역량을 집중함으로써 성장잠재력을 확보하고 경영위험을 최소화 하고자 함.	
분할 후 존속회사의 내용	회사명	(주)엘에스[가칭]
	자본금	161,000,000,000
	주요사업	투자사업부문
분할로 설립될 회사의 내용	회사명, 주요 사업, 자본금	엘에스전선(주)[가칭] / 전선, 제조판매업 / 1000,000,000,000 원 엘에스엠트론(주) [가칭] / 기계, 부품 제조 판매업 / 45,000,000,000 원

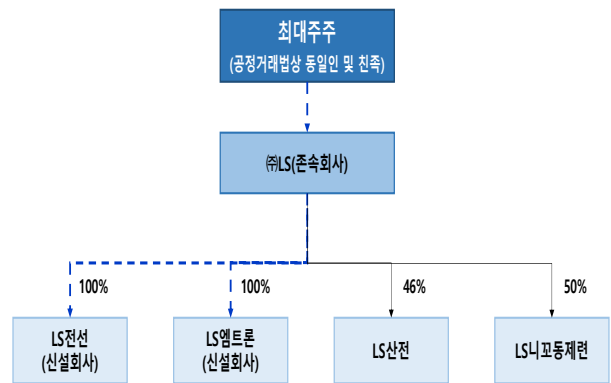
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 24] 2008년 지주회사체제 이전 LS 그룹 기업지배구조(요약)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 25] 분할 이후 LS 그룹 기업지배구조(요약)



자료: 교보증권 리서치센터

2. 주요 자회사 분석

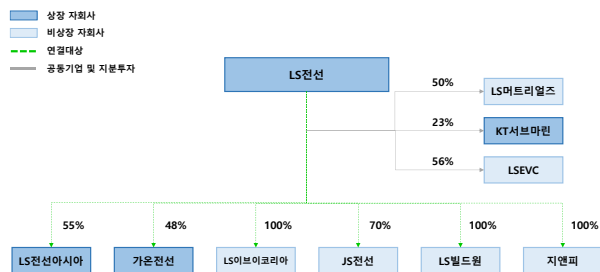
2-1. LS전선

전력선 부문 수주 증가

LS전선은 전력케이블 및 통신케이블 제조 및 판매 사업 영위, 나동선부터 초고압전력선까지 수직계열화 완성. '20년부터 '22년 초까지 전기동가격 상승으로 인해 LS전선 주요 제품 가격 또한 상승함에 따라 실적 개선. 원재료 가격 하락에 따른 일부 제품가격 하락, 일회성 비용 인식(카타르 프로젝트 공사 비용) 등으로 '23년 매출 및 영업이익 소폭 감소 전망, 다만 전방 수요 증가에 따른 수주 잔고 증가 중. 수주잔고는 '23년 반기 기준 3.8조원 수준('20년 2.5조원). 향후 해저케이블 등 고부가 가치 제품 판매를 통해 수익성 개선 전망.

① 글로벌 해상풍력 설치 수요 증가, ② 재생에너지 발전 증가에 따른 송배전선로 확장, ③ 유럽 국가간 전력망 연계 등으로 인해 초고압전력선 및 해저케이블의 수요가 향후에도 지속적으로 발생할 것으로 예상. LS전선은 올해 초 네덜란드 국영전력회사 TenneT가 입찰한 2조원대 규모의 초고압직류송전(HVDC) 케이블 프로젝트를 수주 완료.

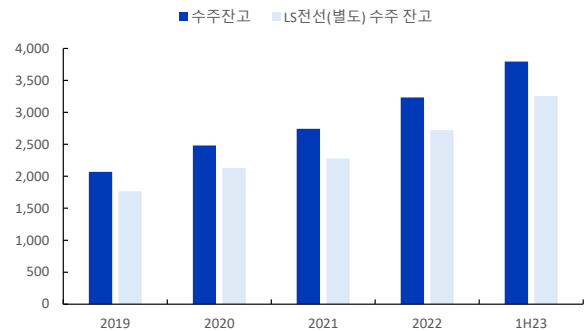
[도표 26] LS 전선 2Q23 반기보고서 기준 타법인출자현황



자료: LS전선, 교보증권 리서치센터

[도표 27] LS 전선 수주잔고 추이

(단위: 십억원)



자료: LS전선, 교보증권 리서치센터

[도표 28] LS 전선 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	1,711	1,883	1,737	1,290	1,498	1,510	1,626	1,746	6,621	6,379
YoY	28.1%	18.0%	13.1%	-21.5%	-12.4%	-19.8%	-6.4%	35.4%	8.3%	-3.7%
LS 전선 매출(별도)	1,172	1,212	1,149	691	916	912	1,081	1,170	4,224	4,079
국내 종속회사 매출	540	623	537	565	553	518	525	557	2,265	2,152
해외 종속회사 매출 (연결조정)	379	431	399	404	434	448	400	382	1,615	1,665
	-380	-383	-348	-371	-406	-368	-380	-363	-1,481	-1,516
영업이익	49	76	57	38	60	37	53	50	220	200
YoY	-7.8%	19.8%	-15.1%	-19.1%	22.7%	-50.5%	-7.6%	31.8%	-4.7%	-8.8%
영업이익률	2.9%	4.0%	3.3%	2.9%	4.0%	2.5%	3.2%	2.9%	3.3%	3.1%

자료: 교보증권 리서치센터

해저케이블 생산 가동률 상승 중

LS전선의 전력선 부문 내 해저케이블 생산 실적 및 생산 가동률 지속적으로 상승 중. 향후 글로벌 수요에 대비하여 해저 4동 준공, '23년 8월 공시를 통해 5동 증설 발표. 이는 아시아 최대 규모의 HDVC 해저케이블 전용 공장. 해저케이블의 경우 기존 LS전선의 제품 대비 수주 후 제품 인도(매출 인식)까지 기간이 더 긴 것으로 파악. 따라서, 선제적으로 생산 능력 확보 중요하다고 판단.

[도표 29] LS 전선(별도) 생산능력, 생산 실적 가동률 정리 (단위: 십억원)

		2019	2020	2021	2022
생산능력	중간재	983	1,044	1,739	1,915
	산업용전선 부문	428	375	571	394
	전력선 부문	860	773	800	943
	통신사업 부문	166	150	147	157
생산실적	중간재	961	1,050	1,644	1,653
	산업용전선 부문	415	365	562	360
	전력선 부문	718	704	730	897
	통신사업 부문	165	146	151	161
가동률	중간재	97.8%	100.5%	94.5%	86.3%
	산업용전선 부문	97.0%	97.4%	98.4%	91.2%
	전력선 부문	83.5%	91.0%	91.2%	95.1%
	통신사업 부문	99.3%	97.7%	102.7%	102.6%

자료: LS전선 사업보고서(생산능력의 산출근거는 LS전선 사업보고서 참고), 교보증권 리서치센터

[도표 30] LS 전선 품목별 생산 가동률 추이 (단위: 십억원)

사업 부문	품목	2019	2020	2021	2022
중간재	나동선	98%	101%	95%	86%
산업용전선 부문	권선	102%	100%	97%	-
	특수선	93%	95%	105%	91%
	산업용 특수케이블	34%	94%	93%	91%
전력선 부문	부스덕트	97%	95%	103%	99%
	고압/초고압 케이블	82%	102%	103%	96%
	저압/중압 케이블	94%	94%	108%	103%
	해저케이블	65%	65%	72%	86%
통신사업 부문	광섬유케이블	100%	97%	104%	103%
	동선케이블	99%	102%	101%	103%

자료: LS전선 사업보고서, 교보증권 리서치센터

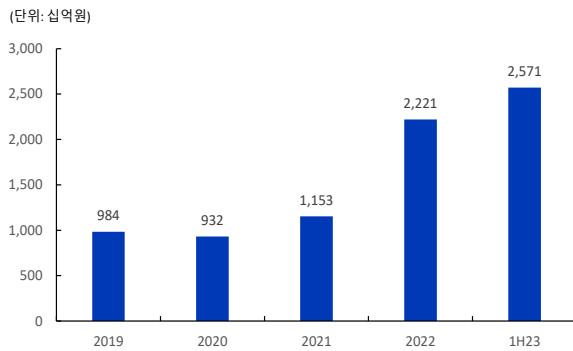
2-2. LS일렉트릭

'23년, 실적 개선과 수주 증가가 동시에

LS일렉트릭은 전력기기 및 자동화 관련 제품 제조 및 서비스 제공. LS일렉트릭은 '20년 LS산전에서 LS일렉트릭으로 사명변경 후 글로벌 사업 확대를 위해 사업본부 신설 및 조직 개편. 이후 해외 매출 비중 지속적으로 상승('20년 별도기준 해외 비중 25%에서 '22년 34%, '23년 반기 기준 41%까지 증가). 현재 재생에너지 수용성 강화로 인한 전력망 내 전력기기의 신규 설치 수요와 노후화된 인프라의 교체 수요가 동시에 발생 중.

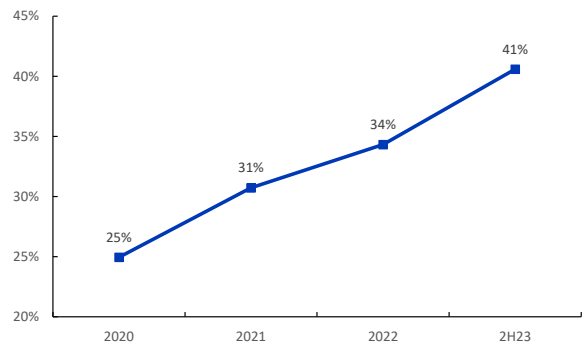
결과적으로 글로벌 전력 사업자들의 전력망 투자가 적극적으로 진행되고 있으며, 이는 LS일렉트릭의 수주잔고 증가와 실적 개선으로 이어지고 있음. '23년 매출액 4.3조원(YoY +28.4%), 영업이익 3,609억원(YoY +92.4%)으로 추정.

[도표 31] LS 일렉트릭 수주 잔고 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 32] LS 일렉트릭(별도) 해외매출비중 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 33] LS 일렉트릭 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	730	879	839	930	976	1,202	1,069	1,092	3,378	4,338
YoY	23.8%	36.6%	22.9%	23.5%	33.7%	36.8%	27.4%	17.4%	26.6%	28.4%
전력기기	218	221	218	188	229	237	225	226	845	917
전력인프라	125	201	204	271	256	358	328	330	800	1,271
자동화	98	101	103	107	117	107	115	116	410	455
신재생	38	101	33	57	63	151	86	101	229	401
자회사	277	293	306	357	349	351	345	349	1,233	1,395
영업이익	41	60	61	26	82	105	83	91	188	361
YoY	73.7%	27.8%	50.2%	-41.0%	101.5%	74.5%	36.9%	248.7%	20.9%	92.4%
영업이익률	5.6%	6.8%	7.2%	2.8%	8.4%	8.7%	7.8%	8.3%	5.6%	8.3%

자료: 교보증권 리서치센터

2-3. LS엠앤엠

LS니꼬동제련, LS 품으로

LS엠앤엠은 LS가 공동기업으로 출자한 LS니꼬동제련의 지분을 2022년에 모두 인수하면서 LS엠앤엠으로 사명변경. LS엠앤엠의 연간 전기동 생산능력은 68만톤이며, 이는 글로벌 2위 수준. LS엠앤엠의 자회사 토리컴은 미래 신사업 확장을 위해 이차전지 소재인 황산니켈공장 준공, LS엠앤엠은 향후 황산니켈을 시작으로 황산코발트 등 제품 영역 확대 계획 중.

LS는 양극재 생산 기업인 엘앤에프와 공동기업 설립 예정(엘에스엘앤에프 배터리솔루션(가칭)). LS는 엘앤에프와 함께 양극재 핵심소재인 전구체 사업 진출 기대. ‘원재료 자체 조달 – 핵심 소재 개발 – 양극재 생산’으로 이어지는 이차전지 Valuechain 구축 잠재력에 주목.

[도표 34] LS 엠앤엠 과거 5년 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	7,449	7,875	7,980	9,902	10,879
YoY		5.7%	1.3%	24.1%	9.9%
매출원가	7,100	7,469	7,656	9,453	10,259
매출총이익	349	405	323	448	620
매출총이익률	4.7%	5.1%	4.1%	4.5%	5.7%
영업이익	268	315	229	354	514
YoY		17.6%	-27.5%	55.0%	45.1%
영업이익률	3.6%	4.0%	2.9%	3.6%	4.7%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] LS, 엘앤에프 JV 설립 관련 주요 공시내용 정리

항목	주요 내용		
발행회사에 관한 사항	회사명	(가칭)주식회사 엘에스엘앤에프 배터리솔루션(대한민국)	
	대표이사	미정	
	주요사업	전구체 생산 및 판매	
취득내역	LS	취득금액	167,750,000,000 원
		취득후 지분비율	55%
	엘앤에프	취득금액	137,250,000,000 원
		취득후 지분비율	45%
	LS	취득목적	향후 성장이 기대되는 이차전지 소재사업진출을 위해 (주)엘앤에프와 JV 설립 추진
	엘앤에프	취득목적	핵심 원재료의 내재화를 통한 경쟁력 강화 및 국산화를 통한 인플레이션 감축 법안(IRA) 대응
LS	취득예정일	2025-03-31	
풋옵션계약 등 체결 여부	LS	일방이 계약위반으로 인해 계약이 해지된 경우, 상대방은 콜/풋옵션 행사 가능	
	엘앤에프	일방이 계약위반으로 인해 계약이 해지된 경우, 상대방은 콜/풋옵션 행사 가능	
투자판단에 참고할 사항	LS	상기 취득 결정은 향후 성장사업분야인 이차전지 소재 사업에 진출하여 LS 그룹 신규성장동력 창출을 위해 (주)엘앤에프와 전구체 생산 관련 신규 합작 법인을 설립하는 건임.	
	엘앤에프	본 공시는 핵심 원재료인 전구체 내재화를 통해 양극재 경쟁력을 강화하고자 (주)LS와 전구체 생산 신규 합작 법인을 설립하는 건임. 또한, 위 법인을 통하여 핵심 원료를 국산화함으로써 미국 인플레이션 법안(IRA)의 혜택을 받을 수 있을 것으로 예상.	

자료: 교보증권 리서치센터

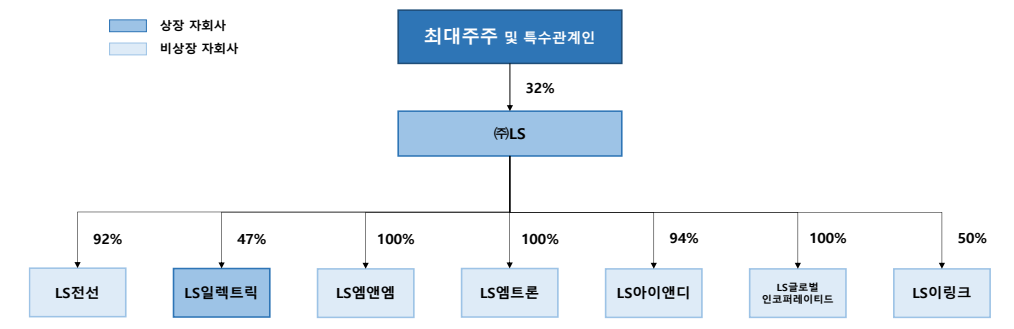
3. Valuation 및 실적 전망

3-1. Valuation

투자 의견 Buy, 목표주가 130,000원으로 Coverage 개시

LS에 대해 투자 의견 ‘Buy’, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시. 상장 자회사 LS일렉트릭은 1개월 평균 시가총액 반영. 비상장 자회사는 별도로 기업가치 산출. LS전선은 ‘23년 예상 EBITDA에 글로벌 전선 기업 Prysmian의 ‘23년 EV/EBITDA에 할인율 적용하여 산출. LS엠엔엠은 ‘23년 예상 EBITDA에 동계련소를 보유한 Jiangxi Copper의 ‘23년 EV/EBITDA에 할인율 적용하여 산출. 그 외 자회사는 장부가 적용. 산출된 자회사의 기업가치를 LS가 보유한 지분율을 적용 후 합산. 자회사 합산 가치에서 별도기준 순차입금 차감, 보유 자사주 합산하여 기업가치(NAV) 산출. 자사주 금액은 LS주가 100,000원 기준. 산출된 NAV는 지주회사 NAV Discount 적용 후 발행주식수로 나누어 목표주가 설정.

[도표 36] (주)LS 최대주주 및 특수관계인, 타법인출자현황(요약)



자료: LS 2023년 반기보고서, 교보증권 리서치센터

[도표 37] LS Valuation Table

(단위: 십억원)

	시가총액/기업가치	(주)LS 지분율	반영 가치	비고
상장 자회사 보유 가치				
* LS 일렉트릭	2,894	47.5%	1,374	1M Average 시가총액
합계 ①	2,894		1,374	
비상장회사 보유 가치				
* LS 전선	2,187	92.1%	2,015	'23년 예상 EBITDA * EV/EBITDA 6배 적용
* LS 엠엔엠	2,908	100%	2,908	
* LS 엠트론	516	100%	516	장부가 적용
* LS 아이앤디	485	94.1%	456	장부가 적용
* LS 글로벌인코퍼레이티드	54	100%	54	장부가 적용
합계 ②	6,150		5,949	
순차입금(별도기준) ③			-502.2	순차입금 + 자사주(LS 주가 100,000원 기준)
NAV ①+②+③			6,821	
Discount 적용			39%	복합기업(WiseFN 기준)으로 분류된 회사들의 1Yr 평균 할인율
NAV, Discount 적용			4,161	
보통주 주식수(주)			32,200,000	
목표주가(원)			129,212	목표주가 130,000원으로 최종 설정

자료: 교보증권 리서치센터

3-2. 실적 전망

'23년 매출액 25.5조원(YoY +45.8%), 영업이익 1.1조원(YoY +87.5%)으로 추정

LS 2023년 매출액 25.5조원(YoY +45.8%), 영업이익 1.1조원(YoY +87.5%)으로 추정. LS 일렉트릭의 실적 개선과, LS엠엔엠의 연결 편입(LS엠엔엠은 2022년 9월 30일 기준 LS의 종속기업으로 편입, 2022년 4분기부터 연결실체의 경영성과에 대해 반영)됨에 따라 LS 연결 실적 개선 전망. 향후 재생에너지 발전량 증가에 따른 전력망 내 인프라의 신규 설치 수요 증가와 더불어 노후화된 전력망에 대한 교체 수요로 인해 LS 주요 자회사들의 수주 증가 및 실적 개선 기대.

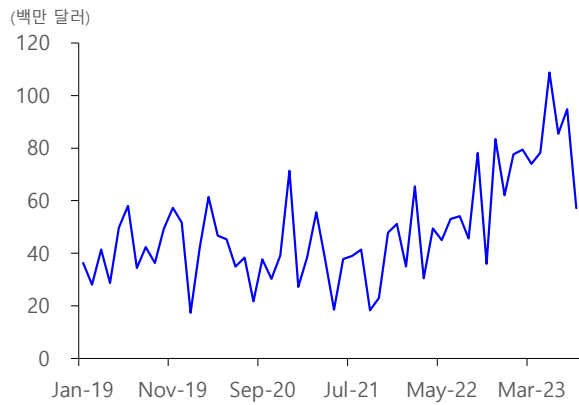
[도표 38] LS 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액(연결)	3,713	4,120	3,859	5,799	6,098	6,509	6,427	6,470	17,491	25,505
* 주요 자회사 매출액										
LS 전선	1,711	1,883	1,737	1,290	1,498	1,510	1,626	1,746	6,621	6,379
LS 일렉트릭	730	879	839	930	976	1,202	1,069	1,092	3,378	4,338
LS 엠엔엠	2,801	2,831	2,692	2,555	2,565	2,736	2,762	2,725	10,879	10,788
LS 엠트론	313	314	286	297	309	287	275	281	1,210	1,151
LS 아이앤디	948	1,039	987	945	992	1,032	1,035	977	3,919	4,036
YoY										
매출액(연결)	27.7%	23.5%	15.9%	78.2%	64.2%	58.0%	66.6%	11.6%	36.3%	45.8%
LS 전선	28.1%	18.0%	13.1%	-21.5%	-12.4%	-19.8%	-6.4%	35.4%	8.3%	-3.7%
LS 일렉트릭	23.8%	36.6%	22.9%	23.5%	33.7%	36.8%	27.4%	17.4%	26.6%	28.4%
LS 엠엔엠	27.1%	15.4%	3.6%	-3.5%	-8.4%	-3.3%	2.6%	6.6%	9.9%	-0.8%
LS 엠트론	21.2%	17.2%	16.5%	11.4%	-1.3%	-8.6%	-3.8%	-5.5%	16.5%	-4.8%
LS 아이앤디	29.5%	21.5%	16.7%	9.0%	4.6%	-0.7%	4.9%	3.4%	18.8%	3.0%
영업이익(연결)	168	196	178	128	238	282	275	264	671	1,059
* 주요 자회사 영업이익										
LS 전선	49	76	57	38	60	37	53	50	220	200
LS 일렉트릭	41	60	61	26	82	105	83	91	188	361
LS 엠엔엠	112	194	157	52	26	109	108	102	514	346
LS 엠트론	20	23	12	-5	23	15	13	-2	50	49
LS 아이앤디	23	-2	13	32	38	21	31	29	66	119
YoY										
영업이익(연결)	4.1%	-6.4%	30.8%	84.2%	42.0%	43.4%	54.2%	105.6%	19.4%	57.8%
LS 전선	-8%	20%	-15%	-19%	22.7%	-50.5%	-7.6%	31.8%	-4.7%	-8.8%
LS 일렉트릭	74%	28%	50%	-41%	101.5%	74.5%	36.9%	248.7%	20.9%	92.4%
LS 엠엔엠	164%	83%	35%	-43%	-76.6%	-43.6%	-31.1%	98.2%	45.1%	-32.8%
LS 엠트론	117%	97%	-1023%	-51%	19.5%	-35.6%	7.2%	-45.5%	383.7%	-3.2%
LS 아이앤디	-39%	-104%	-22%	50%	65.2%	-1150.0%	138.9%	-8.9%	-45.5%	80.6%
* 주요 자회사 영업이익률										
영업이익률(연결)	4.5%	4.8%	4.6%	2.2%	3.9%	4.3%	4.3%	4.1%	3.8%	4.2%
LS 전선	2.9%	4.0%	3.3%	2.9%	4.0%	2.5%	3.2%	2.9%	3.3%	3.1%
LS 일렉트릭	5.6%	6.8%	7.2%	2.8%	8.4%	8.7%	7.8%	8.3%	5.6%	8.3%
LS 엠엔엠	4.0%	6.8%	5.8%	2.0%	1.0%	4.0%	3.9%	3.7%	4.7%	3.2%
LS 엠트론	6.2%	7.4%	4.2%	-1.5%	7.5%	5.2%	4.7%	-0.9%	4.2%	4.2%
LS 아이앤디	2.4%	-0.2%	1.3%	3.4%	3.8%	2.0%	3.0%	3.0%	1.7%	3.0%

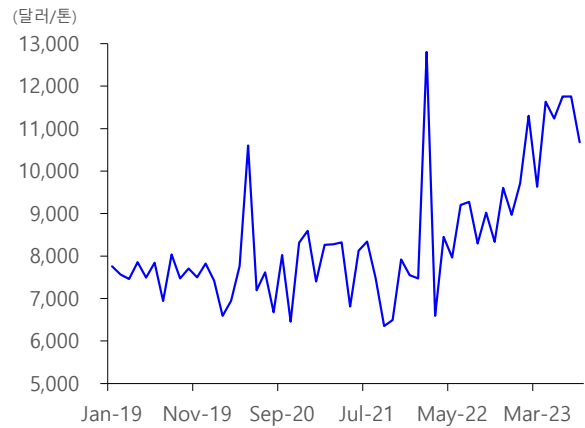
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 39] 한국 중대형 변압기 수출금액 추이



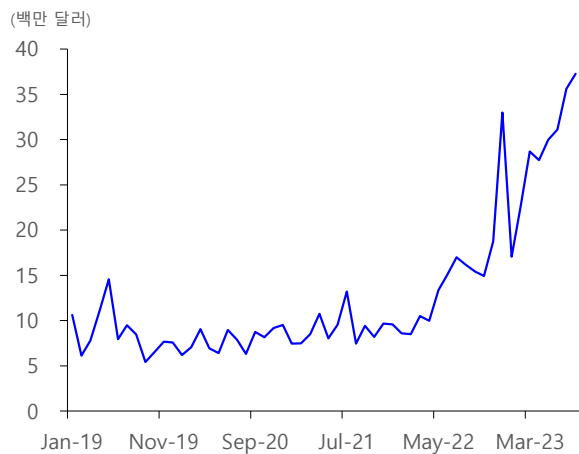
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 한국 중대형 변압기 수출단가 추이



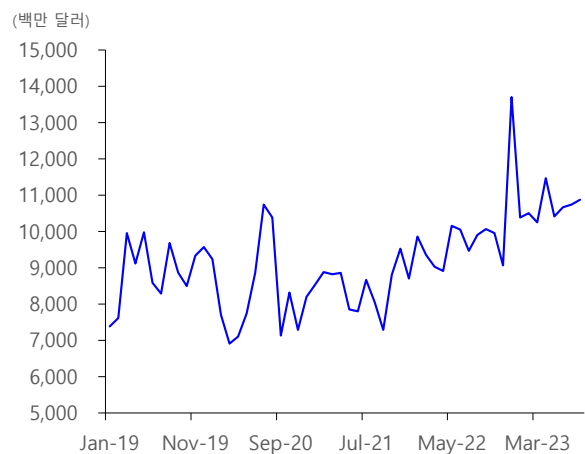
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 한국 소형 변압기 수출금액 추이



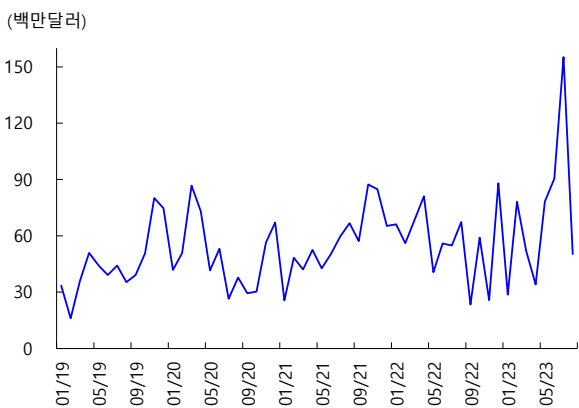
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 한국 소형 변압기 수출단가 추이



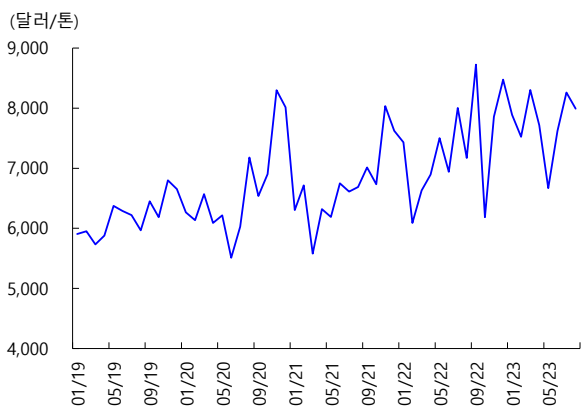
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 한국 전선·케이블 수출금액(품목: 854460) 추이



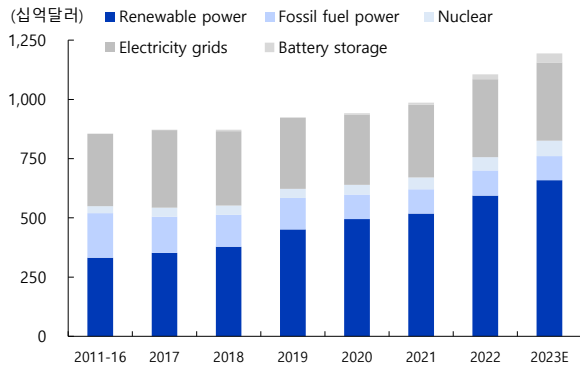
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 한국 전선·케이블 수출단가(품목: 854460) 추이



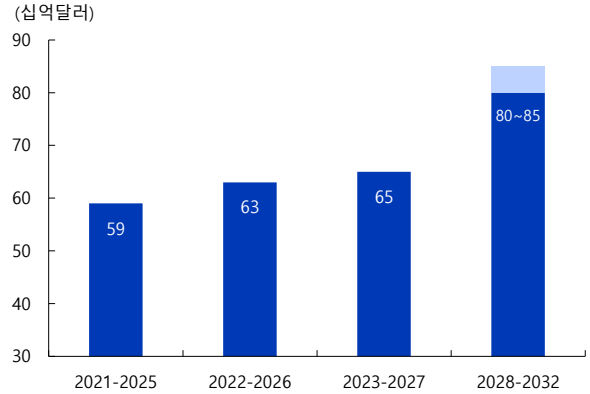
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 글로벌 전력부문 투자 금액 및 비중(전력망 비중 참고)



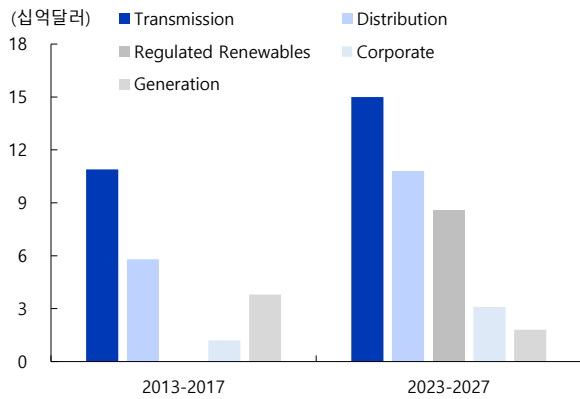
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 46] Duke Energy CAPEX 전망
(Clean Energy + Grid Modernization)



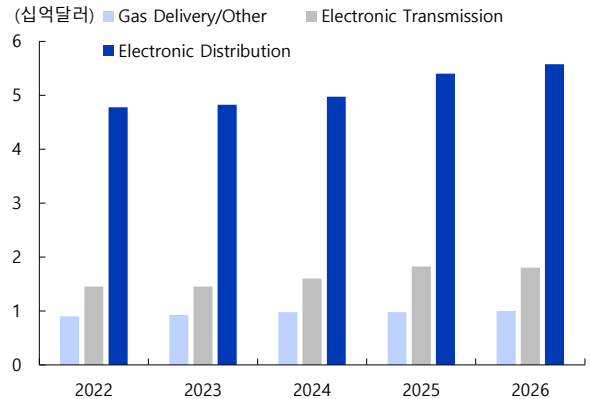
자료: Duke Energy, 교보증권 리서치센터

[도표 47] American Electric Power CAPEX 전망



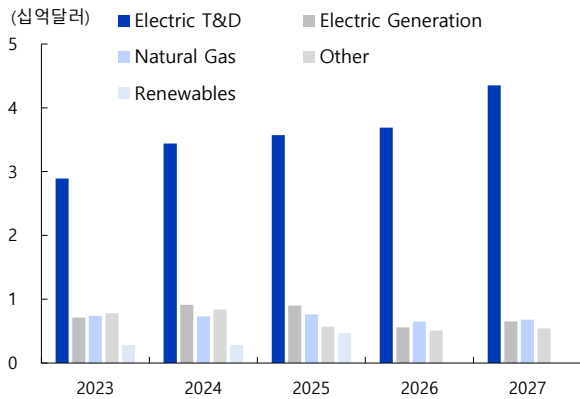
자료: American Electric Power, 교보증권 리서치센터

[도표 48] Exelon CAPEX 전망



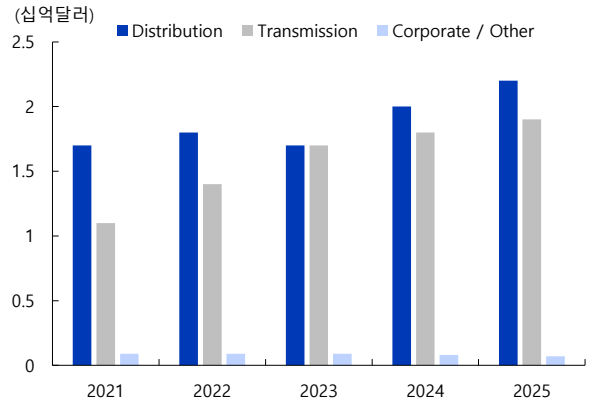
자료: Exelon, 교보증권 리서치센터

[도표 49] Xcel Energy CAPEX 전망



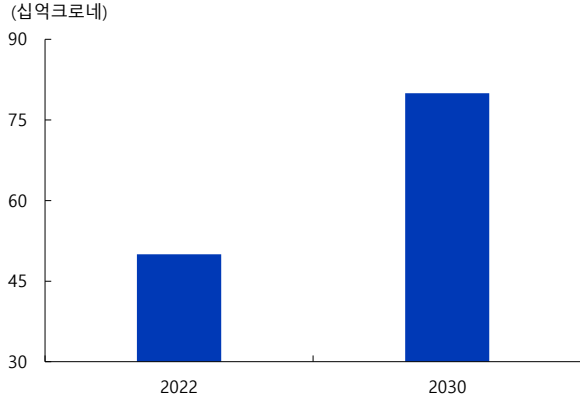
자료: Xcel Energy, 교보증권 리서치센터

[도표 50] First Energy CAPEX 전망



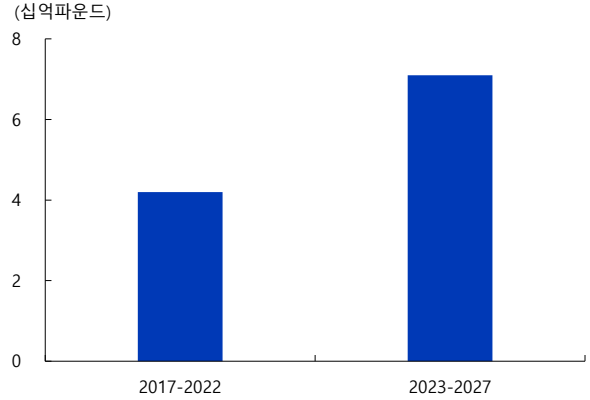
자료: First Energy, 교보증권 리서치센터

[도표 51] Vattenfall CAPEX 전망(Power Grid Division)



자료: Vattenfall, 교보증권 리서치센터

[도표 52] NGET CAPEX 전망(Transmission system)



자료: NGET, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 미국, 유럽 주요 전력 사업자의 송배전망 관련 투자(CAPEX) 계획 정리

기업	사업 영역	내용
NextEra	발전, 송전, 판매	- '25년까지 송배전에 180억~200억달러(누적) 투자(스마트 그리드, 전선 매립, 스위치 교체 등)
		- '22년 기준 400억달러 규모 송전 사업 수주 추진
Duke Energy	발전, 송전, 변전, 배전	- '23년~'27년까지 630억달러(누적) CAPEX 지출, 80% 이상 친환경 전력 생산 및 전력망 현대화
		- 55%는 망 복원력(Resiliency)과 친환경 그리드(Green-enabled grid)에 지출
Exelon	송전, 배전	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 '22년 62억달러에서 '26년 73억달러로 확대
		- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 비중 '22년 87.4%에서 '26년 88.1%로 확대
American Electric Power	발전, 송전, 배전, 판매	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자(누적) '13년~'17년 167억달러에서 '23년~'27년 258억달러로 확대
		- CAPEX 내 송배전망 관련 투자(누적) 비중 '13년~'17년 77.0%에서 '23년~'27년 65.6%로 감소
Xcel Energy	발전, 송전, 배전	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 '22년 28억달러에서 '26년 44억달러로 확대
		- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 비중 '23년 38.9%에서 '27년 52.7%으로 확대
FirstEnergy	송전, 배전	- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 '21년 28억달러에서 '25년 41억달러로 확대
		- CAPEX 내 송배전망 관련 투자 비중 '23년 96.9%에서 '27년 98.3%으로 확대
Vattenfall	발전, 송전, 판매	- 전력망 연간 투자 '22년 50억크로네에서 '30년 80억~100억크로네로 확대
NGET	송전	- 전력망 누적 투자 '17년~'22년 42억파운드에서 '23년~'27년 71억파운드로 확대

자료: 각사 2Q23 IR Presentation Material, 교보증권 리서치센터

[LS 006260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	12,829	17,491	25,505	26,681	27,710
매출원가	11,217	15,610	22,957	23,880	24,662
매출총이익	1,612	1,882	2,548	2,802	3,048
매출총이익률 (%)	12.6	10.8	10.0	10.5	11.0
판매비와관리비	1,142	1,320	1,495	1,692	1,884
영업이익	575	671	1,059	1,110	1,164
영업이익률 (%)	4.5	3.8	4.1	4.2	4.2
EBITDA	879	1,009	1,351	1,372	1,395
EBITDA Margin (%)	6.9	5.8	5.3	5.1	5.0
영업외손익	-78	96	-361	-330	-259
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	27	114	56	92	115
금융비용	-178	-228	-291	-273	-287
기타	73	211	-126	-149	-87
법인세비용차감전순손익	392	658	692	780	905
법인세비용	47	149	138	156	181
계속사업순손익	345	509	554	624	724
중단사업순손익	7	-4	-4	-4	-4
당기순이익	352	505	550	620	720
당기순이익률 (%)	2.7	2.9	2.2	2.3	2.6
비지배지분순이익	74	54	93	93	144
지배지분순이익	278	452	456	527	576
지배순이익률 (%)	2.2	2.6	1.8	2.0	2.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	60	48	50	50	50
포괄순이익	413	553	600	670	770
비지배지분포괄이익	100	49	53	59	68
지배지분포괄이익	312	504	547	611	702

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-133	467	-172	441	551
당기순이익	345	509	550	620	720
비현금항목의 가감	515	573	629	616	611
감가상각비	257	292	256	225	197
외환손익	-34	-26	-29	-29	-29
지분법평가손익	-105	-109	0	0	0
기타	396	416	402	420	442
자산부채의 증감	-881	-444	-1,060	-481	-440
기타현금흐름	-112	-171	-292	-314	-340
투자활동 현금흐름	-444	-1,040	-1,016	-1,174	-1,245
투자자산	-124	104	38	38	38
유형자산	-290	-484	-300	-444	-500
기타	-30	-660	-754	-768	-783
재무활동 현금흐름	280	971	740	770	98
단기차입금	161	492	492	492	492
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	940	1,122	523	352	-320
자본의 증가(감소)	0	12	0	0	0
현금배당	-65	-63	-43	-43	-43
기타	-756	-593	-233	-32	-32
현금의 증감	-292	399	874	861	170
기초 현금	1,564	1,273	1,671	2,546	3,406
기말 현금	1,273	1,671	2,546	3,406	3,576
NOPLAT	506	519	842	888	931
FCF	-361	-70	-219	225	223

자료: LS, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,486	11,461	13,703	15,188	15,950
현금및현금성자산	1,273	1,671	2,546	3,406	3,576
매출채권 및 기타채권	2,963	3,603	4,910	5,151	5,368
재고자산	2,223	4,662	5,101	5,336	5,542
기타유동자산	1,027	1,525	1,147	1,295	1,464
비유동자산	5,140	5,353	5,364	5,571	5,889
유형자산	2,471	3,488	3,532	3,751	4,054
관계기업투자금	1,341	379	341	303	266
기타금융투자자산	373	299	299	299	299
기타비유동자산	955	1,186	1,191	1,217	1,270
자산총계	12,626	16,814	19,067	20,760	21,839
유동부채	5,174	8,505	9,630	10,265	10,888
매입채무 및 기타채무	1,916	2,685	3,497	3,616	3,720
차입금	1,537	3,598	4,090	4,583	5,075
유동상채무	1,012	1,295	1,095	1,095	1,095
기타유동부채	709	926	948	972	998
비유동부채	2,742	2,754	3,305	3,686	3,398
차입금	623	977	1,500	1,852	1,532
사채	1,684	1,290	1,290	1,290	1,290
기타비유동부채	435	487	514	544	576
부채총계	7,916	11,259	12,934	13,951	14,286
지배지분	3,547	3,981	4,394	4,879	5,413
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	348	331	331	331	331
이익잉여금	3,158	3,598	4,012	4,497	5,030
기타자본변동	-109	-121	-121	-121	-121
비지배지분	1,164	1,574	1,738	1,929	2,140
자본총계	4,710	5,555	6,132	6,809	7,553
총차입금	5,088	7,373	8,190	9,036	9,211

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,627	14,024	14,175	16,373	17,892
PER	6.3	5.0	7.2	6.2	5.7
BPS	110,143	123,619	136,472	151,524	168,095
PBR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	27,292	31,347	41,949	42,612	43,320
EV/EBITDA	7.2	8.8	7.4	7.3	7.3
SPS	398,425	543,209	792,084	828,606	860,565
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-11,224	-2,182	-6,816	6,998	6,912
DPS	1,450	1,550	1,550	1,550	1,550

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	22.8	36.3	45.8	4.6	3.9
영업이익 증가율	37.3	16.6	56.9	5.4	4.9
순이익 증가율	80.8	43.6	8.8	12.8	16.1
수익성					
ROIC	9.0	6.7	8.5	8.3	8.2
ROA	2.3	3.1	2.5	2.6	2.7
ROE	8.2	12.0	10.9	11.4	11.2
안정성					
부채비율	168.1	202.7	210.9	204.9	189.1
순차입금비율	40.3	43.8	43.0	43.5	42.2
이자보상배율	5.4	3.6	5.1	4.9	5.0

Company Analysis

씨에스윈드 112610

Oct 04, 2023

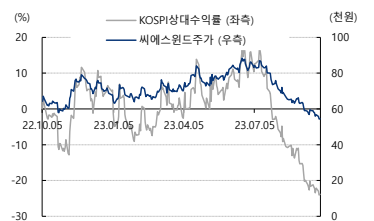
희노애락

Buy 유지
TP 71,000 원 하향

Company Data

현재가(09/27)	54,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	88,400 원
52 주 최저가(보통주)	54,300 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	211 억원
시가총액	22,983 억원
발행주식수(보통주)	4,217 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	33.7 만주
평균거래대금(60 일)	201 억원
외국인지분(보통주)	12.43%
주요주주	
김성권 외 18 인	41.14%
국민연금공단	12.22%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	-21.8	-12.5
상대주가	-11.7	-23.6	-21.1



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

3Q23 매출액 4,358억원(YoY +34.9%), 영업이익 417억원(YoY +106.4%)

3Q23 매출액 4,358억원(YoY +34.9%), 영업이익 417억원(YoY +106.4%)으로 '23년 9월 27일 컨센서스(매출액 4,582억원, 영업이익 449억원) 하회할 것으로 추정. 풍력 디벨로퍼들의 프로젝트가 지연됨에 따라 씨에스윈드 수주잔고의 매출인식 지연을 추정치에 반영. 당사는 '23년 회사의 연간 수주 목표 14억달러를 달성하지 못할 것으로 예상함에 따라 '23년, '24년 연간 추정치 하향 조정. 프로젝트 지연의 주요 원인은 매크로 환경으로 파악(고금리, 고물가 등).

희로애락이 담긴 2023년

'25년, '26년 풍력 터빈의 신규 설치 전망치를 고려하면, '23년 하반기부터 터빈 업체들의 본격적인 수주 증가 기대함. 터빈 업체들의 수주 증가는 씨에스윈드와 같은 기자재 업체들의 수주 증가로 이어지기 때문에 '23년 상반기에는 해당 기대감이 주가에 반영되었다고 판단. 2Q23 터빈업체들의 신규 수주 증가 추이를 고려하면 해상풍력을 중심으로 터빈의 신규 설치 수요는 강함. 그러나 고금리 등, 매크로 환경으로 인해 Orsted와 같은 풍력 디벨로퍼들의 프로젝트 지연 및 포트폴리오 내 프로젝트의 손상 이슈 등이 발생함으로써, 계획 했던 수주와 제품 인도가 지연됨에 따라 최근 주가 부진. 당사는 Orsted의 코멘트(손상 이슈 발생했음에도 불구하고, 프로젝트 ROCE 14% 유지 가능 등) 고려하면, 프로젝트 지연이 장기화될 가능성은 낮다고 판단. 향후 시장 환경, 전방업체들의 톤 변화에 주목.

Peer Group 주가하락에 따른 Multiple 반영, 목표주가 하향

풍력 산업 내 주요 글로벌 기업들(디벨로퍼, 터빈 및 기자재 제조 업체)의 주가 하락에 따른 Multiple 하락과, 당사의 추정치 조정을 반영하여 목표주가 기존 107,000원에서 71,000원으로 하향.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,195	1,375	1,652	2,055	2,588
YoY(%)	23.3	15.1	20.1	24.4	25.9
영업이익(십억원)	101	42	150	199	259
OP 마진(%)	8.5	3.1	9.1	9.7	10.0
순이익(십억원)	65	-10	90	149	191
EPS(원)	1,601	-23	2,030	3,361	4,303
YoY(%)	-10.4	적전	흑전	65.5	28.0
PER(배)	41.0	-2,955.9	26.8	16.2	12.7
PCR(배)	20.2	22.6	9.6	7.1	5.8
PBR(배)	3.1	3.3	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	21.4	29.9	12.5	10.4	8.9
ROE(%)	10.1	-0.1	9.4	14.1	15.9

Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[도표 54] 씨에스윈드 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	310	328	323	414	350	416	436	450	1,375	1,652	2,055
YoY	28.1%	17.4%	50.7%	-9.9%	13.0%	26.9%	34.9%	8.6%	15.1%	20.1%	24.4%
영업이익	9	19	20	-7	25	42	42	42	42	150	199
YoY	-70.8%	-31.6%	57.6%	적자	166.4%	116.6%	106.4%	흑전	-58.3%	256.8%	32.6%
영업이익률	3.0%	5.9%	6.3%	-1.6%	7.0%	10.1%	9.6%	9.4%	3.1%	9.1%	9.7%

자료: 교보증권 리서치센터

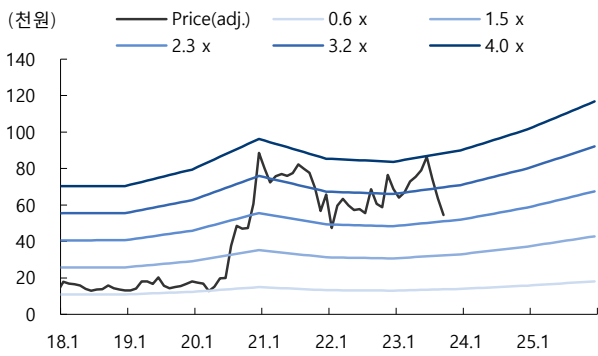
[도표 55] 씨에스윈드 Valuation Table

(단위: 십억원)

구분	값	비고
적용 EBITDA	2850	'24년 예상 EBITDA
적용 EV/EBITDA(배)	11	터빈 기자재 업체 TPI Composite '24년 EV/EBITDA에 20% 할증하여 적용 (씨에스윈드의 재무상황(수익성 등)을 고려하여 할증 적용)
EV	3,135	
순차입금(별도)+자사주 적정가치	-150.7 2,984	2Q23 별도 기준 순차입금, 자사주 금액은 씨에스윈드 현재 주가(54,500 원) 기준
발행주식수(주) 목표주가(원)	42,171,403 70,765	목표주가 71,000 원으로 최종 설정

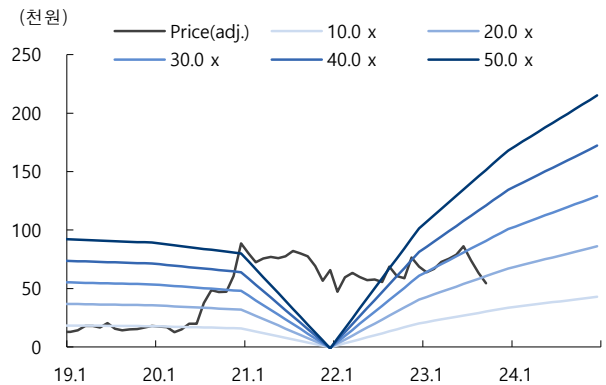
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 56] 씨에스윈드 12M Trailing P/B BAND



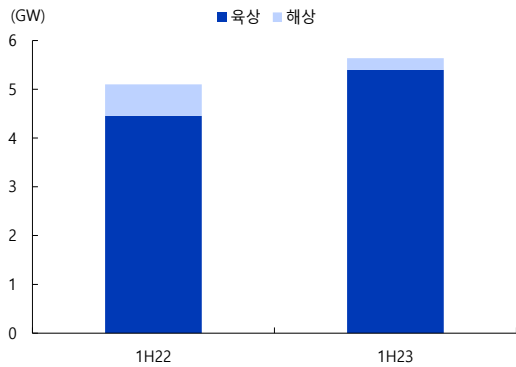
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 57] 씨에스윈드 12M FWD P/E BAND



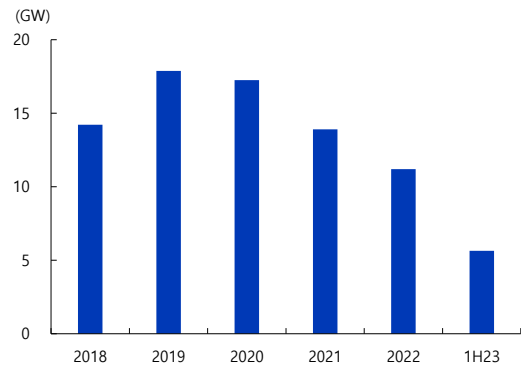
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 58] 'Vestas' '23년 상반기 신규 수주



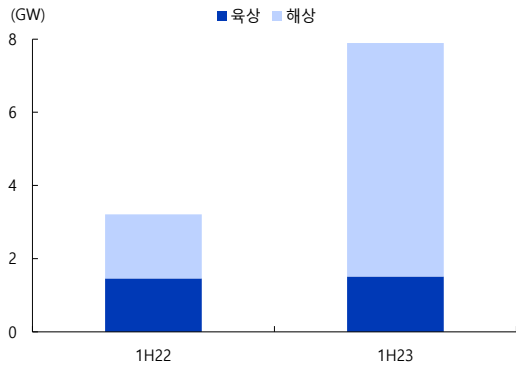
자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 'Vestas' 신규 수주 추이



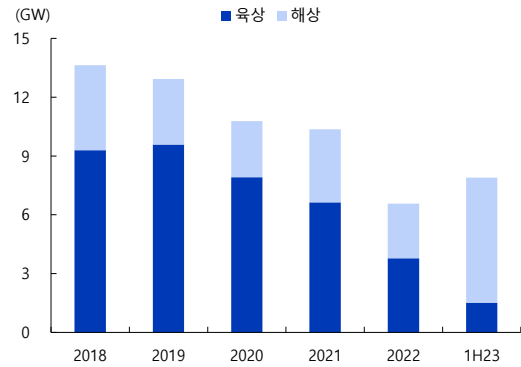
자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 'Siemens Gamesa' '23년 상반기 신규 수주



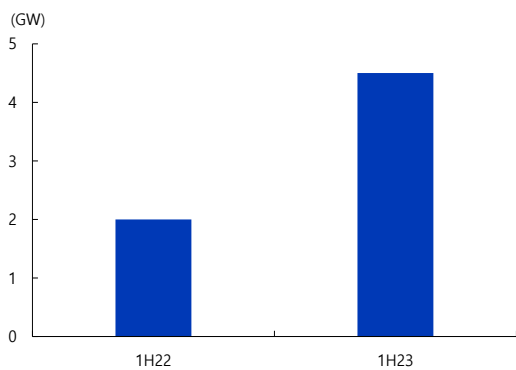
자료: Siemens Gamesa, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 'Siemens Gamesa' 신규 수주 추이



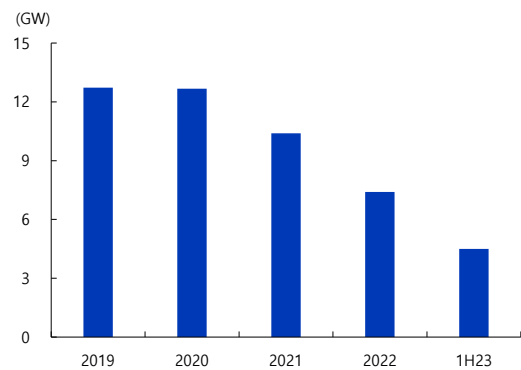
자료: Siemens Gamesa, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 'GE Vernova' '23년 상반기 신규 수주



자료: GE Vernova, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 'GE Vernova' 신규 수주 추이



자료: GE Vernova, 교보증권 리서치센터

[씨에스윈드 112610]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,195	1,375	1,652	2,055	2,588
매출원가	1,024	1,239	1,399	1,732	2,174
매출총이익	171	136	252	323	414
매출총이익률 (%)	14.3	9.9	15.3	15.7	16.0
판매비와관리비	70	94	102	123	155
영업이익	101	42	150	199	259
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.1	9.7	10.0
EBITDA	139	108	225	285	355
EBITDA Margin (%)	11.7	7.8	13.6	13.9	13.7
영업외손익	-10	-40	-16	1	-2
관계기업손익	1	-2	-2	-2	-2
금융수익	45	59	29	31	33
금융비용	-59	-100	-57	-67	-78
기타	2	3	14	40	45
법인세비용차감전순이익	91	2	134	201	256
법인세비용	25	10	43	50	64
계속사업순이익	66	-9	91	151	192
중단사업순이익	-1	-1	-1	-1	-1
당기순이익	65	-10	90	149	191
당기순이익률 (%)	5.4	-0.7	5.5	7.3	7.4
비지배지분순이익	-1	-9	5	7	10
지배지분순이익	66	-1	86	142	181
지배순이익률 (%)	5.5	-0.1	5.2	6.9	7.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	41	47	54	63
포괄순이익	100	31	137	204	254
비지배지분포괄이익	1	-8	-37	-55	-69
지배지분포괄이익	99	39	174	259	323

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-105	151	80	107	114
당기순이익	65	-10	90	149	191
비현금항목의 가감	68	129	155	181	213
감가상각비	32	51	63	77	89
외환손익	-1	21	-1	-1	-1
자본법평가손익	-1	2	2	2	2
기타	39	56	91	103	123
자산부채의 증감	-193	68	-104	-147	-192
기타현금흐름	-45	-37	-62	-77	-98
투자활동 현금흐름	-301	-105	-202	-204	-205
투자자산	-217	-17	-8	-8	-8
유형자산	-92	-98	-200	-200	-200
기타	9	10	6	3	3
재무활동 현금흐름	568	-95	127	242	221
단기차입금	12	39	39	39	39
사채	0	-11	0	0	0
장기차입금	120	-12	139	250	225
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-25	-21	-21	-21
기타	452	-86	-30	-27	-23
현금의 증감	170	-70	20	151	127
기초 현금	92	262	192	212	362
기말 현금	262	192	212	362	489
NOPLAT	73	-207	102	149	194
FCF	-174	-171	-128	-112	-102

자료: 씨에스윈드, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,073	1,012	1,197	1,593	2,047
현금및현금성자산	262	192	212	362	489
매출채권 및 기타채권	398	366	437	542	682
재고자산	351	382	459	571	719
기타유동자산	62	72	90	118	157
비유동자산	698	768	913	1,049	1,180
유형자산	510	532	669	793	904
관계기업투자금	3	9	16	24	31
기타금융자산	4	7	6	5	5
기타비유동자산	181	220	221	228	239
자산총계	1,771	1,780	2,110	2,642	3,227
유동부채	573	624	735	876	1,048
매입채무 및 기타채무	316	323	378	458	564
차입금	181	233	272	312	351
유동성채무	7	27	36	48	63
기타유동부채	69	41	49	59	71
비유동부채	255	231	381	646	888
차입금	206	174	312	562	787
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	57	69	83	101
부채총계	827	855	1,116	1,522	1,936
지배지분	894	877	941	1,063	1,223
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	597	610	610	610	610
이익잉여금	268	239	304	425	586
기타자본변동	0	-43	-43	-43	-43
비지배지분	50	48	52	58	67
자본총계	944	925	993	1,121	1,290
총차입금	441	475	671	984	1,278

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,601	-23	2,030	3,361	4,303
PER	41.0	-2,955.9	26.8	16.2	12.7
BPS	21,204	20,786	22,325	25,195	29,007
PBR	3.1	3.3	2.4	2.2	1.9
EBITDAPS	3,368	2,554	5,324	6,758	8,417
EV/EBITDA	21.4	29.9	12.5	10.4	8.9
SPS	28,896	32,603	39,162	48,727	61,365
PSR	2.3	2.1	1.4	1.1	0.9
CFPS	-4,200	-4,054	-3,024	-2,663	-2,410
DPS	600	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	23.3	15.1	20.1	24.4	25.9
영업이익 증가율	3.6	-58.3	256.8	32.6	29.8
순이익 증가율	92.7	적전	흑전	65.5	28.0
수익성					
ROIC	9.1	-19.0	8.3	10.1	10.9
ROA	5.0	-0.1	4.4	6.0	6.2
ROE	10.1	-0.1	9.4	14.1	15.9
안정성					
부채비율	87.7	92.5	112.4	135.8	150.1
순차입금비율	24.9	26.7	31.8	37.2	39.6
이자보상배율	11.6	2.9	7.2	6.5	6.6

Company Analysis

한화솔루션 009830

Oct 04, 2023

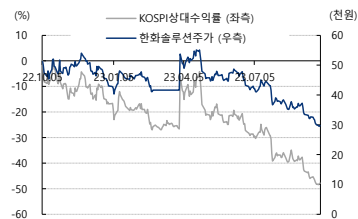
업황 바닥, 반등 시점에 주목

Buy 유지
TP 40,000 원 하향

Company Data

현재가(09/27)	29,750 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	55,100 원
52 주 최저가(보통주)	29,500 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	9,782 억원
시가총액	51,693 억원
발행주식수(보통주)	17,189 만주
발행주식수(우선주)	258 만주
평균거래량(60 일)	105.5 만주
평균거래대금(60 일)	350 억원
외국인지분(보통주)	23.17%
주요주주	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	8.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.7	-28.5	-37.8
상대주가	-13.9	-30.1	-43.9



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

3Q23 매출액 3.34조원(YoY -0.8%), 영업이익 1,148억원(YoY -67.1%)

3Q23 매출액 3.34조원(YoY -0.8%), 영업이익 1,148억원(YoY -67.1%)으로 기존 추정치에서 하향 조정. 신재생에너지(태양광) 사업부문 내에서 분산형 전원에서 비용 증가와, 발전사업 일부 프로젝트 협상 지연 영향 반영. 3Q23 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 가격 하락 반영. 3Q23 신재생에너지 사업부문 매출액 1.76조원, 영업이익 692억원으로 추정. 3Q23 케미칼 사업부문 내 전반적인 제품의 스프레드 개선은 제한적일 것으로 전망, 3Q23 케미칼 사업부문 매출액 1.3조원, 영업이익 347억원으로 추정.

업황은 바닥

일부 폴리실리콘 및 웨이퍼, 모듈 생산업체들은 2Q23 실적발표 당시 원재료 및 제품의 향후 가격 전망에 대해 Stable(안정적), Bottom(바닥)이라 코멘트. 향후 가격 안정화 추이와 한화솔루션의 신재생에너지 사업부문 4Q23 회복세 주목. 3Q23에 지연된 발전 사업 프로젝트는 4Q23에 인식 예상. 장기적으로 한화솔루션은 단모듈 제조 및 판매를 넘어 발전 프로젝트 등으로, 태양광 사업 영역이 점차 확장될 것으로 전망. 더불어 미국내 Capa 증설로 인한 경쟁력 확보 기대.

실적 추정치 하향, 목표주가 하향

한화솔루션 '23년 추정치 하향 조정함에 따라 목표주가 기존 61,000원에서 40,000원으로 하향. 사업부문별 EV/EBITDA 적용하여 합산. 자산가치와 별도로 순차입금 반영하여 목표주가 산출.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	10,725	13,654	13,192	13,584	14,381
YoY(%)	16.6	27.3	-3.4	3.0	5.9
영업이익(십억원)	738	966	771	1,059	1,271
OP 마진(%)	6.9	7.1	5.8	7.8	8.8
순이익(십억원)	616	366	311	511	707
EPS(원)	3,325	1,878	1,774	2,918	4,035
YoY(%)	72.6	-43.5	-5.5	64.5	38.3
PER(배)	10.7	22.9	16.8	10.2	7.4
PCR(배)	5.0	4.8	2.9	2.3	2.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.2	8.7	7.5	6.1	5.2
ROE(%)	8.8	4.2	3.4	5.3	6.9

Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[도표 64] 한화솔루션 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	3,100	3,393	3,340	3,359	13,654	13,192
YoY	23.5%	22.0%	30.4%	32.6%	4.4%	0.1%	-0.8%	-14.5%	27.3%	-3.4%
신재생에너지(태양광)	921	1,234	1,332	2,082	1,366	1,629	1,767	1,877	5,569	6,638
케미칼	1,549	1,599	1,466	1,295	1,348	1,341	1,303	1,262	5,909	5,254
첨단소재	262	300	313	278	254	264	270	221	1,152	1,009
리테일	124	132	127	150					533	
기타	114	124	129	124	133	159	142	149	491	583
영업이익	158	278	348	182	271	194	115	191	966	771
신재생에너지(태양광)	-114	35	197	232	245	138	69	160	350	613
케미칼	258	235	128	-32	34	49	35	36	589	154
첨단소재	3	17	20	-4	22	21	19	7	35	69
리테일	9	4	8	17					38	
기타	3	-13	-4	-31	-29	-14	-8	-13	-45	-64
영업이익률	-38.0%	25.6%	95.3%	116.4%	71.9%	-30.1%	-67.1%	4.7%	30.9%	-20.2%
신재생에너지(태양광)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	291.8%	-64.9%	-30.9%	흑전	75.0%
케미칼	1.1%	-19.7%	-52.0%	적전	-86.9%	-79.1%	-72.9%	흑전	-43.7%	-73.9%
첨단소재	-58.3%	654.5%	760.9%	적지	623.3%	27.7%	-4.5%	흑전	263.9%	95.1%
영업이익률	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	8.8%	5.7%	3.4%	5.7%	7.1%	5.8%
신재생에너지(태양광)	적자	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	3.9%	8.5%	6.3%	9.2%
케미칼	16.7%	14.7%	8.7%	적자	2.5%	3.7%	2.7%	2.9%	10.0%	2.9%
첨단소재	1.1%	5.5%	6.3%	적자	8.6%	8.0%	7.0%	3.2%	3.1%	6.8%

자료: 교보증권 리서치센터

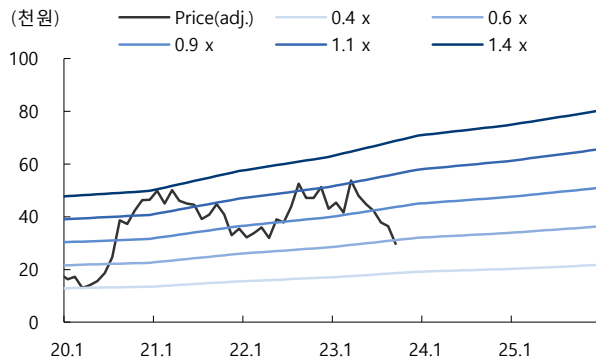
[도표 65] 한화솔루션 Valuation Table

(단위: 십억원)

	EBITDA	적용 EV/EBITDA	한화솔루션 반영 가치	비고
신재생에너지(태양광)	1,035	8.5	8,794 ①	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
케미칼	503.9	5	2,519 ②	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
첨단소재	103.9	5	519 ③	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
합계	1,642	-	11,833 ①+②+③	
자산가치 ④			698	여천 NCC 등 장부가 반영, 자사주 금액은 현재주가(29,750 원)으로 반영
순차입금 ⑤			-5,645	2Q23 기준
기업가치 ④+⑤			6,886	
발행주식수(주)			171,892,536	
목표주가(원)			40,058	목표주가 40,000 원으로 최종 설정

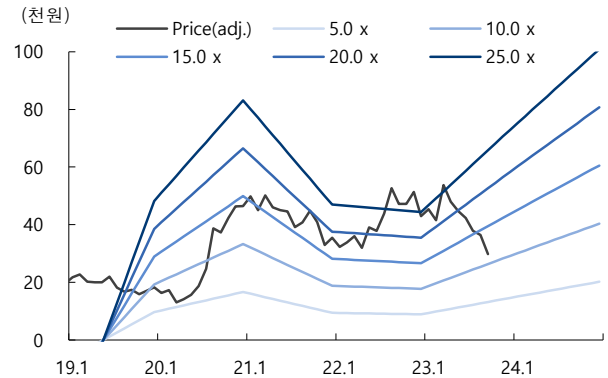
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 66] 한화솔루션 12M Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 67] 한화솔루션 12M FWD P/E BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 68] 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 가격 추이('12년 1월=100)



자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 태양광 Valuechain 내 사업자의 2Q23 실적발표 당시 주요 제품(폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈)에 대한 가격 전망 코멘트

기업명	사업영역	가격 전망	관련 코멘트
Daqo	폴리실리콘	폴리실리콘 →	- I think next 2 years, Chinese polysilicon maybe were stable, maybe between, I think, around RMB 60 to around RMB 70(폴리실리콘 가격 안정화 관련)
			- I think in June, the price almost go down to the bottom So we think in Q3, we see is very profitable.(폴리실리콘 가격 안정화 관련)
			- Recently, we have also seen an increase in the ASP premium for N-type polysilicon with a meaningful increase in demand volume(N형 폴리실리콘 ASP 증가)
Wacker	폴리실리콘	폴리실리콘 ↘	- Our assumption for the second half is that we will achieve lower average selling prices for solar-grade polysilicon than in the first half(하반기 폴리실리콘 ASP 하락 전망)
Xinte	폴리실리콘	폴리실리콘 →	- With the gradual release of new polysilicon production capacity and the increase in market supply, polysilicon prices generally show a trend of downward fluctuations and will return to a reasonable price level(폴리실리콘 가격 하락 트렌드와 적정가격 회귀 관련 코멘트)
GCL	폴리실리콘 / 웨이퍼 / 모듈	폴리실리콘 →	- Currently, polysilicon prices have reached the bottom range, which effectively reduces the costs of solar system and solar power generation, increases the return on investment ("IRR") of solar power plants, and amplifies its advantage in terms of the levelized cost of energy ("LCOE"). (폴리실리콘 가격 안정화 관련)
Longi	웨이퍼 / 모듈	웨이퍼 ↗	- From a market perspective, customer demand for high-quality silicon wafers will become increasingly strong in the future, and there will be a certain market premium for high-quality silicon wafer products.(고품질 웨이퍼 수요 증가 관련)
Jinko Solar	웨이퍼 / 모듈	폴리실리콘, 모듈 →	- the poly [ph] is down to be stabilized and the module still -- it's reaching a kind of stabilized point.(폴리, 모듈 가격 안정화 관련)
Canadian Solar	모듈	모듈 →	- Near term, based on the factors I've just mentioned, we expect the market to improve as we move through the second half of '23.(시장 상황 개선 관련)

자료: 각사 2Q23 Earnings Call, 교보증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	13,192	13,584	14,381
매출원가	8,529	10,853	10,461	10,641	11,009
매출총이익	2,196	2,801	2,732	2,944	3,372
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	20.7	21.7	23.4
판매비와관리비	1,458	1,835	1,961	1,884	2,101
영업이익	738	966	771	1,059	1,271
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.8	7.8	8.8
EBITDA	1,387	1,642	1,547	1,938	2,264
EBITDA Margin (%)	12.9	12.0	11.7	14.3	15.7
영업외손익	117	-397	-293	-273	-184
관계기업손익	263	-102	-60	-100	-100
금융수익	22	36	34	37	46
금융비용	-148	-226	-234	-244	-256
기타	-20	-105	-32	35	126
법인세비용차감전순이익	855	569	478	786	1,088
법인세비용	239	203	167	275	381
계속사업순이익	616	366	311	511	707
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	616	366	311	511	707
당기순이익률 (%)	5.7	2.7	2.4	3.8	4.9
비지배지분순이익	-3	7	6	10	13
지배지분순이익	619	359	305	502	694
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	2.3	3.7	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	273	219	219	219	219
포괄순이익	890	585	530	730	926
비지배지분포괄이익	3	4	4	5	7
지배지분포괄이익	886	580	526	725	919

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	1,112	1,249	1,462
당기순이익	0	0	311	511	707
비현금항목의 가감	701	1,340	1,437	1,694	1,915
감가상각비	617	637	743	847	964
외환손익	89	109	-56	-56	-56
지분법평가손익	-263	102	60	100	100
기타	257	492	691	803	908
자산부채의 증감	-191	-1,626	-268	-473	-570
기타현금흐름	481	403	-368	-483	-590
투자활동 현금흐름	-1,655	-1,477	-1,919	-2,019	-2,220
투자자산	-596	-594	-458	-458	-458
유형자산	-813	-903	-1,500	-1,600	-1,800
기타	-247	21	40	39	38
재무활동 현금흐름	1,076	2,322	1,299	1,441	1,500
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-71	1,304	324	372	428
자본의 증가(감소)	1,339	0	-90	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-191	1,018	1,065	1,069	1,072
현금의 증감	452	965	-187	279	804
기초 현금	1,200	1,652	2,616	2,429	2,708
기말 현금	1,652	2,616	2,429	2,708	3,511
NOPLAT	532	622	501	689	826
FCF	177	-1,232	-490	-506	-552

자료: 한화솔루션, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,251	8,718	9,869
현금및현금성자산	1,567	2,548	2,429	2,708	3,511
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,244	2,342	2,506
재고자산	2,232	3,060	2,957	3,044	3,223
기타유동자산	641	685	621	624	628
비유동자산	12,524	13,634	14,764	15,860	17,061
유형자산	6,452	6,879	7,637	8,389	9,226
관계기업투자금	3,438	3,745	4,143	4,501	4,860
기타금융자산	299	452	452	452	452
기타비유동자산	2,334	2,558	2,532	2,517	2,524
자산총계	20,008	23,832	24,639	26,202	28,554
유동부채	5,788	6,808	7,076	7,687	8,772
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,719	2,771	2,878
차입금	2,004	2,443	2,443	2,443	2,443
유동성채무	607	560	516	476	439
기타유동부채	490	1,025	1,398	1,997	3,012
비유동부채	4,774	5,685	5,986	6,382	6,880
차입금	1,615	2,158	2,482	2,854	3,282
사채	1,649	2,047	2,047	2,047	2,047
기타비유동부채	1,511	1,480	1,457	1,480	1,550
부채총계	11,806	13,935	14,503	15,510	17,092
지배지분	8,159	8,921	9,136	9,637	10,331
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	5,866	6,368	7,062
기타자본변동	-24	-154	-154	-154	-154
비지배지분	42	976	1,000	1,055	1,131
자본총계	8,201	9,897	10,136	10,692	11,462
총차입금	6,320	7,789	8,185	8,656	9,215

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,325	1,878	1,774	2,918	4,035
PER	10.7	22.9	16.8	10.2	7.4
BPS	42,408	46,364	52,364	55,239	59,215
PBR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	7,406	8,533	8,868	11,106	12,974
EV/EBITDA	8.2	8.7	7.5	6.1	5.2
SPS	57,614	71,383	76,747	79,027	83,661
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
CFPS	944	-6,403	-2,811	-2,901	-3,162
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	16.6	27.3	-3.4	3.0	5.9
영업이익 증가율	24.3	30.9	-20.2	37.4	20.0
순이익 증가율	104.3	-40.6	-15.1	64.5	38.3
수익성					
ROIC	6.1	6.3	4.6	6.0	6.8
ROA	3.5	1.6	1.3	2.0	2.5
ROE	8.8	4.2	3.4	5.3	6.9
안정성					
부채비율	144.0	140.8	143.1	145.1	149.1
순차입금비율	31.6	32.7	33.2	33.0	32.3
이자보상배율	5.0	4.3	3.3	4.3	5.0

Company Analysis

두산퓨얼셀 336260

Oct 04, 2023

하반기 점검

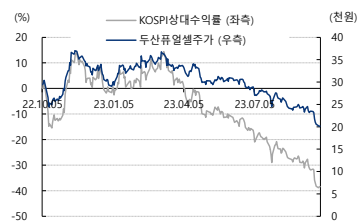
Buy 유지

TP 27,000 원 하향

Company Data

현재가(09/27)	20,150 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	37,150 원
52 주 최저가(보통주)	20,100 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	82 억원
시가총액	14,404 억원
발행주식수(보통주)	6,549 만주
발행주식수(우선주)	1,635 만주
평균거래량(60 일)	34.5 만주
평균거래대금(60 일)	79 억원
외국인지분(보통주)	13.22%
주요주주	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.2	-39.5	-33.1
상대주가	-15.4	-40.9	-39.6



주주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

3Q23 매출액 1,093억원(YoY +269.3%), 영업이익 26억원(YoY, 흑자전환)

3Q23 매출액 1,093억원(YoY +269.3%), 영업이익 26억원(YoY 흑자전환)으로 추정. 기존 수주의 매출인식은 하반기에 이뤄질 것으로 예상되며, 3Q23 대비 4Q23에 매출액 규모가 더 클 것으로 전망. '23년 10월부터 신규 수주 발생 기대.

10월부터 주요 일정 진행 예정

두산퓨얼셀은 상반기 수소 발전 입찰시장에서 선정된 우선협상 5개 사업자 중 가장 높은 낙찰 비중을 차지한 것으로 파악. 상반기에 이어 하반기 일반수소 발전시장 입찰 일정에 주목. 하반기 우선협상대상자 발표는 '23년 10월 31일로 예정되어 있으며, 낙찰자 발표 및 계약체결은 '23년 11월 예정.

실적 추정치 하향, 목표주가 하향

'23년 하반기에 기존 수주의 매출인식이 상반기 대비 많이 이루어질 것으로 예상되나, 당사는 기존 '23년 연간 추정 매출액 4,760억원을 4,010억원으로 하향 조정. 고금리 등 매크로 환경으로 인한 프로젝트의 지연이 장기화 되고 있다는 점을 고려하여 기존에 예상했던 매출인식 시점을 변경하여 반영. 따라서, 목표주가 산출 방식은 P/S Multiple Valuation 방식을 유지하나, 하향된 '23년 매출액 추정치를 반영하여 기존 목표주가 39,000원에서 27,000원으로 하향.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	381	312	401	707	910
YoY(%)	-17.4	-18.2	28.5	76.2	28.8
영업이익(십억원)	18	7	18	35	53
OP 마진(%)	4.7	2.2	4.5	5.0	5.8
순이익(십억원)	9	4	7	20	31
EPS(원)	133	59	102	309	472
YoY(%)	-46.4	-55.6	73.0	202.6	52.8
PER(배)	361.5	497.5	197.4	65.2	42.7
PCR(배)	50.5	23.3	15.0	12.4	10.3
PBR(배)	7.6	4.6	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA(배)	123.4	118.1	55.0	36.6	28.2
ROE(%)	1.7	0.7	1.3	3.7	5.5

Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[도표 71] 두산퓨얼셀 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	51	74	30	157	50	49	109	193	401	707	910
YoY	-28.8%	33.4%	-75.9%	19.8%	-2.6%	-33.6%	269.3%	22.5%	28.5%	76.2%	28.8%
연료전지 주기기	28	48	3	127	24	19	79	159	281	569	754
장기유지보수서비스	24	26	26	30	26	30	30	34	120	138	156
영업이익	-9	1	-3	18	3	0	3	11	18	35	53
YoY	적전	-22.9%	적전	99.7%	흑전	-39.9%	흑전	-37.2%	142.9%	101.4%	49.4%
영업이익률	적자	1.1%	적자	11.4%	6.4%	1.0%	2.4%	5.9%	4.4%	5.0%	5.8%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 72] 두산퓨얼셀 연료전지 수주 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
기초	246	217	183	166	436	409	447	513	797	773
신규수주	22	0	79	376	0	87	69	411	0	4
매출계상	51	34	96	106	28	48	3	127	24	19
기말	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758

자료: 두산퓨얼셀, 교보증권 리서치센터

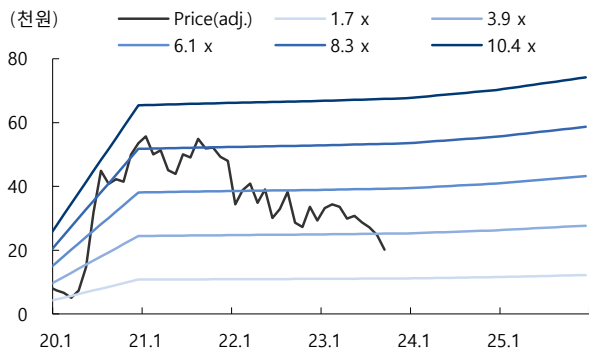
[도표 73] 두산퓨얼셀 Valuation Table

(단위: 십억원)

목록	값	비고
적용 매출액	401.0	'23년 예상 매출액
적용 P/S	4.5	Peer Group(Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power) 평균에서 20% 할인
적정 기업가치	1,804.6	
발행주식수(주)	65,493,726	자사주 차감하지 않은 발행주식 총수
목표주가(원)	27,553	목표주가 27,000 원으로 최종 설정

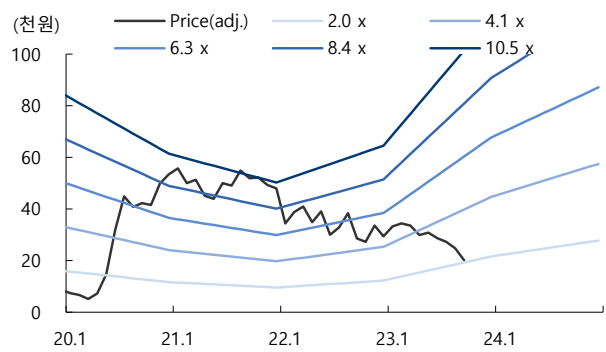
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 74] 두산퓨얼셀 12M Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 75] 두산퓨얼셀 12M FWD P/S BAND



자료: 교보증권 리서치센터

Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[두산퓨얼셀 336260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	381	312	401	707	910
매출원가	333	267	332	602	772
매출총이익	48	45	69	105	137
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	17.3	14.8	15.1
판매비와관리비	30	37	52	69	85
영업이익	18	7	18	35	53
영업이익률 (%)	4.7	2.3	4.4	5.0	5.8
EBITDA	27	20	30	49	69
EBITDA Margin (%)	7.0	6.3	7.5	6.9	7.6
영업외손익	1	-3	-10	-13	-19
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	15	15	14	10
금융비용	-17	-12	-17	-19	-21
기타	1	-5	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	19	4	7	22	34
법인세비용	10	0	1	2	3
계속사업순이익	9	4	7	20	31
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	4	7	20	31
당기순이익률 (%)	2.3	1.2	1.7	2.9	3.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	9	4	7	20	31
지배지분이익률 (%)	2.3	1.2	1.7	2.9	3.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	8	5	8	21	32
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	5	8	21	32

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-140	-258	46	-83	-114
당기순이익	9	4	7	20	31
비현금항목의 가감	54	79	82	87	97
감가상각비	7	10	11	12	15
외환손익	-5	-5	1	1	1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	52	74	70	74	81
자산부채의 증감	-188	-331	-44	-187	-232
기타현금흐름	-14	-10	2	-2	-9
투자활동 현금흐름	42	93	-13	-13	-43
투자자산	0	-2	0	0	0
유형자산	-35	-74	-20	-20	-50
기타	77	168	7	7	7
재무활동 현금흐름	-28	191	104	95	107
단기차입금	0	64	0	0	0
사채	-24	97	97	97	97
장기차입금	0	30	90	0	12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-4	0	-83	-3	-3
현금의 증감	-126	26	115	-24	-73
기초 현금	132	6	32	147	124
기말 현금	6	32	147	124	51
NOPLAT	8	7	16	32	48
FCF	-206	-386	-36	-162	-218

자료: 두산퓨얼셀, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	498	676	802	993	1,151
현금및현금성자산	6	32	147	124	51
매출채권 및 기타채권	67	171	211	353	448
재고자산	209	431	401	471	607
기타유동자산	216	42	43	45	46
비유동자산	201	351	371	392	441
유형자산	91	176	186	194	229
관계기업투자금	3	2	3	3	4
기타금융자산	5	7	8	8	9
기타비유동자산	102	165	175	186	199
자산총계	699	1,027	1,174	1,385	1,592
유동부채	78	313	260	347	407
매입채무 및 기타채무	37	137	161	245	301
차입금	0	64	64	64	64
유동성채무	3	80	0	0	0
기타유동부채	37	32	35	38	42
비유동부채	103	191	384	487	604
차입금	0	30	120	120	132
사채	75	97	194	292	389
기타비유동부채	28	64	69	76	84
부채총계	181	504	644	835	1,011
지배지분	518	523	530	550	581
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478	478
이익잉여금	32	37	44	64	95
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	518	523	530	550	581
총차입금	85	278	384	481	590

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	133	59	102	309	472
PER	361.5	497.5	197.4	65.2	42.7
BPS	6,331	6,391	6,473	6,720	7,098
PBR	7.6	4.6	3.1	3.0	2.8
EBITDAPS	326	239	368	593	849
EV/EBITDA	123.4	118.1	55.0	36.6	28.2
SPS	5,824	4,766	6,123	10,787	13,892
PSR	8.2	6.2	3.3	1.9	1.5
CFPS	-2,515	-4,711	-438	-1,979	-2,663
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-17.4	-18.2	28.5	76.2	28.8
영업이익 증가율	-30.9	-59.9	142.8	101.4	49.4
순이익 증가율	-38.7	-55.6	73.0	202.6	52.8
수익성					
ROIC	3.1	1.3	2.4	4.4	5.3
ROA	1.2	0.4	0.6	1.6	2.1
ROE	1.7	0.7	1.3	3.7	5.5
안정성					
부채비율	34.9	96.3	121.5	151.8	174.1
순차입금비율	12.1	27.1	32.7	34.7	37.0
이자보상배율	3.6	1.5	2.6	4.1	5.0



이 페이지는 편집상 공백입니다.

Company Analysis

HD현대에너지솔루션 322000

Oct 04, 2023

인고의 시간

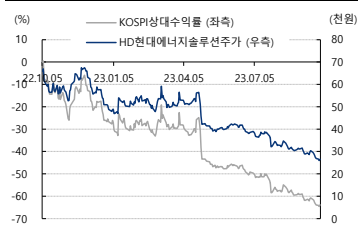
Trading Buy 하향

TP 30,000 원 하향

Company Data

현재가(09/27)	26,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	67,400 원
52 주 최저가(보통주)	25,950 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	560 억원
시가총액	2,968 억원
발행주식수(보통주)	1,120 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	54 만주
평균거래대금(60 일)	16 억원
외국인지분(보통주)	10.09%
주요주주	
에이치디한국조선해양	53.57%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.7	-47.3	-57.7
상대주가	-10.8	-48.5	-61.9



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

3Q23 매출액 1,480억원(YoY -44.8%), 영업이익 66억원(YoY -78.2%)

3Q23 매출액 1,480억원(YoY -44.8%), 영업이익 66억원(YoY -78.2%)으로 기존 추정치 대비 하향 조정. 폴리실리콘 및 웨이퍼 모듈 가격 하락 및 유럽 지역 등 재고 정리 상황 반영.

2023년은 인고의 시간

원재료 및 주요 제품의 가격 하락과 유럽 시장에서의 재고관리로 인해 2023년은 HD현대에너지솔루션에게 인고의 시간. 현재 재정비 중이며, 유럽 외 시장으로 지역 확장 중. 지난 9월 아프리카 앙골라 지역 수주 공시(422억원 수준). 미국으로의 생산시설 확장은 미정이며, 여전히 검토 중인 것으로 파악. ‘24년부터 M10(대면적, 고효율화) 출하 목표. ‘23년 재고 정리 완료 및 향후 지역 다변화 및 신규 모델 출하에 주목.

실적 추정치 하향, 목표주가 하향

폴리실리콘 및 주요 제품 가격에 대한 전망을 기존 가정치 대비 하향하여 실적을 추정함에 따라 ‘23년, ‘24년 예상 지배주주순이익 각각 기존 665억원, 787억원에서 148억원, 379억원으로 하향 추정. 목표주가 49,500원에서 30,000원으로 조정. 투자 의견 ‘Buy’에서 ‘Trading Buy’로 변경. 목표주가는 ‘24년 예상 지배주주순이익에 Peer Group들의 ‘2년 평균 P/E Multiple 8.8배를 적용 후 발행주식수로 나누어 산출.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	593	985	601	755	946
YoY(%)	50.4	66.0	-39.0	25.7	25.2
영업이익(십억원)	9	90	31	51	72
OP 마진(%)	1.5	9.1	5.2	6.8	7.6
순이익(십억원)	-7	61	15	38	62
EPS(원)	-594	5,412	1,320	3,387	5,499
YoY(%)	적전	흑전	-75.6	156.6	62.4
PER(배)	-36.0	9.0	20.1	7.8	4.8
PCR(배)	273.0	5.1	4.9	3.5	2.6
PBR(배)	0.7	1.4	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	10.5	5.4	5.1	4.0	2.9
ROE(%)	-2.1	17.3	3.8	9.4	13.7

Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[도표 76] HD 현대에너지솔루션 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	176	264	268	276	141	151	148	161	985	601	755
YoY	95.5%	80.4%	79.3%	33.4%	-20.0%	-42.8%	-44.8%	-40.1%	66.0%	-39.0%	25.7%
영업이익	8	24	30	28	8	8	7	8	90	31	51
YoY	393.0%	719.7%	흑전	405.2%	4.0%	-66.8%	-78.2%	-70.4%	849.2%	-65.7%	63.4%
영업이익률	4.4%	9.0%	11.3%	10.3%	5.7%	5.2%	4.5%	5.2%	9.2%	5.2%	6.7%

자료: 교보증권 리서치센터

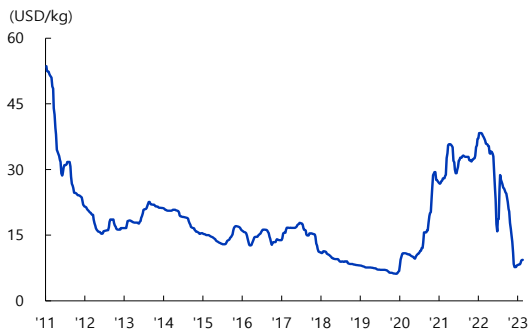
[도표 77] HD 현대에너지솔루션 Valuation Table

(단위: 십억원)

구분	값	비고
적용 순이익	38.0	'24년 예상 지배주주순이익
적용 P/E	8.8	Peer Group '24년 P/E Multiple 평균
기업 가치	334.4	
발행주식수(주)	11,200,000	
목표주가(원)	29,857	목표주가 30,000 원으로 최종 설정

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 78] 폴리실리콘 가격 추이



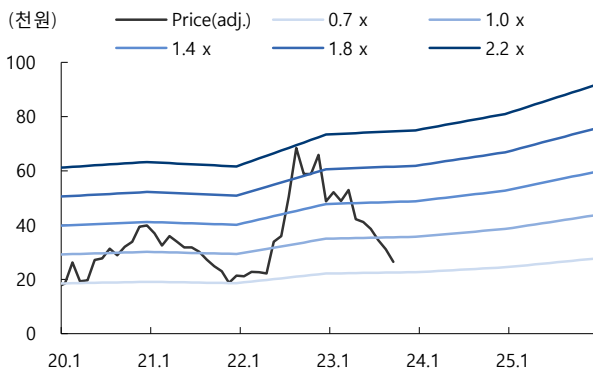
자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 가격 추이('12년 1월=100)



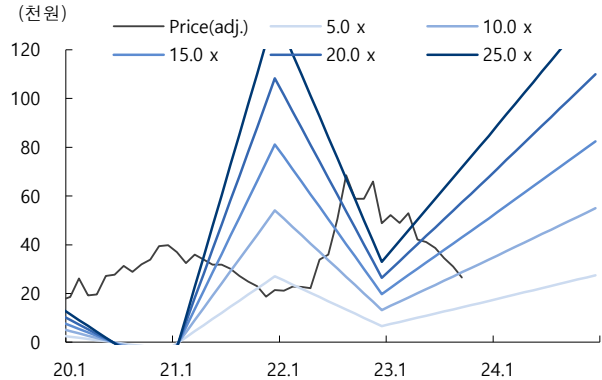
자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 80] HD 현대에너지솔루션 12M Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 81] HD 현대에너지솔루션 12M FWD P/E BAND



자료: 교보증권 리서치센터

Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[HD현대에너지솔루션 322000]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	593	985	601	755	946
매출원가	517	800	514	634	785
매출총이익	76	185	86	121	161
매출총이익률 (%)	12.8	18.8	14.3	16.0	17.0
판매비와관리비	66	95	55	70	89
영업이익	9	90	31	51	72
영업이익률 (%)	1.6	9.2	5.2	6.7	7.6
EBITDA	18	101	40	59	79
EBITDA Margin (%)	3.0	10.2	6.7	7.8	8.3
영업외손익	-16	-15	-12	-6	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	19	15	16	16
금융비용	-19	-31	-27	-27	-27
기타	-6	-4	0	5	11
법인세비용차감전순이익	-6	75	19	45	72
법인세비용	0	14	4	7	11
계속사업순이익	-7	61	15	38	62
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	61	15	38	62
당기순이익률 (%)	-1.1	6.2	2.5	5.0	6.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-7	61	15	38	62
지배지분이익률 (%)	-1.1	6.2	2.5	5.0	6.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	-6	61	16	39	63
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-6	61	16	39	63

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	36	-35	145	22	46
당기순이익	-7	61	15	38	62
비현금항목의 가감	8	46	45	48	51
감가상각비	8	9	8	7	6
외환손익	2	-2	13	13	13
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-2	39	24	27	31
자산부채의 증감	36	-139	88	-57	-57
기타현금흐름	0	-2	-3	-6	-10
투자활동 현금흐름	-34	-11	-17	-22	-27
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-27	-14	-15	-20	-25
기타	-6	3	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	13	-14	-18	-10	-10
단기차입금	5	-21	-3	-3	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	10	1	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-7	-7	-7
기타	-1	-3	-9	-1	-1
현금의 증감	16	-60	85	-33	-16
기초 현금	112	128	69	154	121
기말 현금	128	69	154	121	104
NOPLAT	10	73	25	43	61
FCF	27	-69	106	-26	-14

자료: HD 현대에너지솔루션, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	445	490	416	459	548
현금및현금성자산	128	69	154	121	126
매출채권 및 기타채권	118	140	87	120	149
재고자산	186	273	167	209	262
기타유동자산	13	8	8	9	10
비유동자산	160	163	170	183	205
유형자산	114	119	126	139	158
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	44	41	41	42	45
자산총계	606	653	586	642	752
유동부채	256	237	161	185	217
매입채무 및 기타채무	184	184	119	145	177
차입금	55	32	29	26	24
유동성채무	3	8	0	0	0
기타유동부채	14	13	13	13	16
비유동부채	29	34	35	36	38
차입금	26	28	29	29	30
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	6	6	7	8
부채총계	285	271	196	221	255
지배지분	320	382	390	421	476
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	106	106	106	106	106
이익잉여금	154	215	223	254	309
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	320	382	390	421	476
총차입금	84	70	60	58	57

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

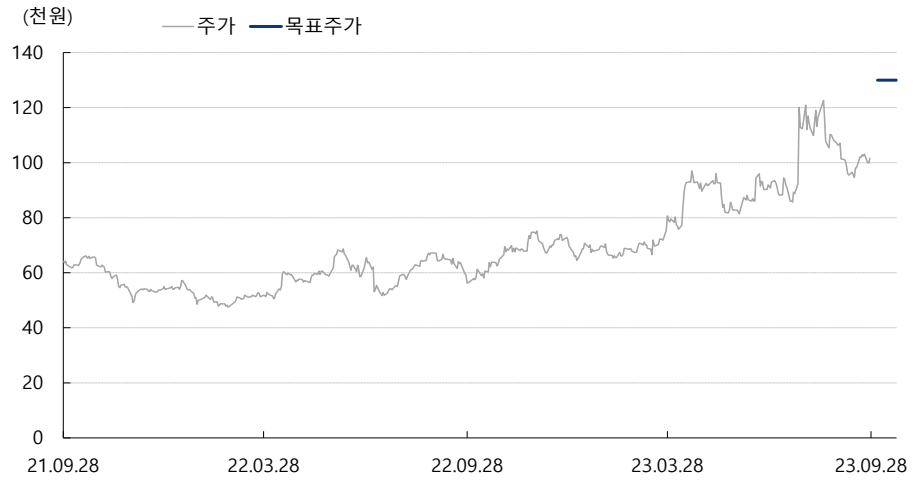
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-594	5,412	1,320	3,387	5,499
PER	-36.0	9.0	20.1	7.8	4.8
BPS	28,600	34,065	34,785	37,572	42,471
PBR	0.7	1.4	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	1,610	8,989	3,584	5,244	7,043
EV/EBITDA	10.5	5.4	5.1	4.0	2.9
SPS	52,961	87,930	53,622	67,429	84,428
PSR	0.4	0.6	0.5	0.4	0.3
CFPS	2,392	-6,194	9,509	-2,314	-1,209
DPS	0	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	50.4	66.0	-39.0	25.7	25.2
영업이익 증가율	8.1	849.6	-65.7	63.5	41.6
순이익 증가율	적전	흑전	-75.6	156.6	62.4
수익성					
ROIC	4.1	24.7	8.0	14.5	16.7
ROA	-1.3	9.6	2.4	6.2	8.8
ROE	-2.1	17.3	3.8	9.4	13.7
안정성					
부채비율	89.0	71.1	50.3	52.6	53.6
순차입금비율	13.8	10.8	10.3	9.1	7.5
이자보상배율	6.1	49.3	19.9	33.9	49.8

LS 최근 2년간 목표주가 변동추이



씨에스윈드 최근 2년간 목표주가 변동추이



한화솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



두산퓨얼셀 최근 2년간 목표주가 변동추이



HD 현대에너지솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하