



# 에스엘 (005850)

기대가 점차 현실로

▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

## Buy (유지)

목표주가(상향): 41,000원

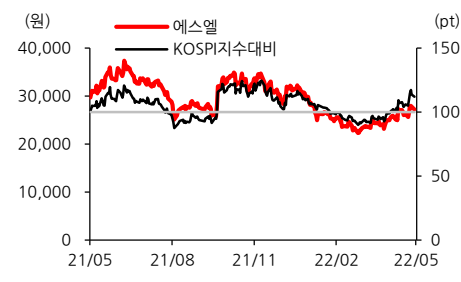
현재 주가(5/17)	29,700원
상승여력	▲38.0%
시가총액	13,795억원
발행주식수	46,449천주
52 주 최고가 / 최저가	37,350 / 22,300원
90 일 일평균 거래대금	43.59억원
외국인 지분율	14.2%
주주 구성	
이성업 (외 11 인)	64.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
StanleyElectric (외 1 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.0	17.6	-11.1	12.7
상대수익률(KOSPI)	21.8	22.1	0.5	29.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,505	3,001	3,556	3,913
영업이익	93	111	187	232
EBITDA	215	235	318	372
지배주주순이익	66	96	171	207
EPS	1,362	2,001	3,720	4,495
순차입금	174	123	122	76
PER	11.9	15.6	8.0	6.6
PBR	0.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.5	6.9	4.7	3.9
배당수익률	3.1	1.6	1.7	1.7
ROE	4.7	6.6	10.9	11.9

### 주가 추이



### 1Q22 Review: 컨센서스 상회

에스엘의 1Q22 연결 실적은 매출액 8,448억원(+14.1%, 이하 YoY), 영업이익의 410억원(-27.8%), 지배지분순이익 405억원(-24.3%)을 기록하며 어닝 서프라이즈를 시현했다(OP 컨센서스 +48.6% 상회). 실적 호조의 주요인은 ①LED 헤드램프 침투율 확대 등에 따른 Blended ASP 상승, ②양대 고객사(HMG, GM)의 미국지역 생산량 회복 등으로 파악된다. 램프 부문 Blended ASP는 한국·북미·인도를 중심으로 거의 매분기 YoY 성장세를 보이고 있는 것으로 추정되며, 미국법인(SL America)의 경우 4개 분기 연속 적자를 기록했으나 손실폭을 상당 부분 축소했다(2Q21 -80억원 > 3Q21 -81억원 > 4Q21 -261억원 > -6억원).

### 개선의 초입을 지났을 뿐

에스엘의 1Q22 OPM은 1Q20(5.0%) 및 1Q21(7.7%) 대비 낮은 4.9%를 나타냈다. 그러나 이는 주요 고객사의 완성차 생산 차질(고정비 부담)과 인플레이션 영향(변동비 부담)이 지속되고 있는 상황에서 보여준 수익성이다. 또한 '20년~현재 아이템 Mix 향상을 꾸준히 달성해왔기 때문에(그림1 참조), 'Q' 정상화 시 'P' 상승 효과가 본격적으로 이익화될 수 있다는 점도 고려할 필요가 있다. 이에 에스엘의 '22년 예상 실적을 매출액 3조 5,557억원(+18.5%), 영업이익 1,874억원(+69.6%), 지배지분순이익 1,713억원(+77.6%)으로 제시한다. 특히 SL America는 북미 GM向 주요 수주 차종들의 양산 개시(2H21 Terrain, 1H22 Sierra/Lyriq, 2H22 Colorado) 및 Ramp-up에 따라 1Q22를 바탕으로 지속적인 실적 회복이 나타날 전망이다.

### 투자 의견 'Buy' 유지, 목표주가 41,000원으로 상향

투자 의견 'Buy'를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 조정 및 EPS 적용 시점 변경(22E ▶ 12M.Fwd)을 반영해 41,000원으로 상향한다. ① LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 구조적 ASP 상승, ②북미지역 실적 회복, ③HMG 미국지역 Capa 증설 등 성장의 근거들이 점차 현실화되고 있다. 그럼에도 12개월 Forward PER은 7.7배 수준으로 여전히 글로벌 Peer는 물론 국내 부품업종 평균 대비 저평가되어 있다. 에스엘의 ①이익 성장 스토리, ②아이템 매력도(램프: 100% 전장품), ③HMG 내 입지(E-GMP 소차종, 제네시스 대부분 차종 램프 공급) 등을 고려 시 Valuation re-rating이 가능하다고 판단한다.

[표1] 에스엘 1Q22 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	1Q21	4Q21	1Q22			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	740	828	845	765	778	14.1%	2.0%	10.5%	8.6%
영업이익	57	-5	41	28	28	-27.8%	후자전환	46.1%	48.6%
당기순이익	54	-11	41	28	26	-24.3%	후자전환	47.1%	55.3%
영업이익률	7.7%	-0.7%	4.9%	3.7%	3.5%	-2.8%p	5.5%p	1.2%p	1.3%p
순이익률	7.2%	-1.4%	4.8%	3.6%	3.4%	-2.4%p	6.2%p	1.2%p	1.4%p

주: 1Q22 실적 컨센서스는 5월 13일 기준(분기보고서 공시 이전)  
 자료: 에스엘, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

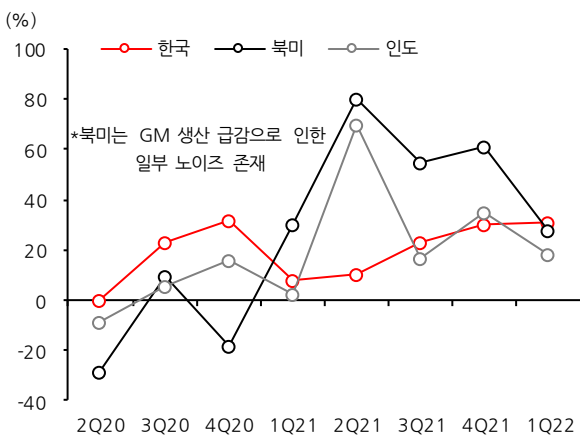
[표2] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	3,001	3,556	3,913	740	720	713	828	845	841	889	980
램프	2,475	2,932	3,248	599	606	594	677	697	692	735	809
전동화	362	427	460	95	83	84	100	102	102	106	116
기타	164	197	206	47	31	35	52	45	47	49	55
영업이익	111	187	232	57	37	23	-5	41	40	52	54
지배지분순이익	96	171	207	54	38	16	-11	41	38	46	47
yoy 증가율											
매출액	19.8%	18.5%	10.1%	20.8%	71.2%	4.5%	4.9%	14.1%	16.9%	24.8%	18.4%
영업이익	18.7%	69.6%	24.0%	85.2%	흑전	-48.4%	적전	-27.8%	9.9%	128.6%	흑전
지배지분순이익	46.9%	77.6%	20.8%	505.7%	흑전	-29.8%	적전	-24.3%	0.6%	179.3%	흑전
이익률											
영업이익	3.7%	5.3%	5.9%	7.7%	5.1%	3.2%	-0.7%	4.9%	4.8%	5.8%	5.6%
지배지분순이익	3.2%	4.8%	5.3%	7.2%	5.2%	2.3%	-1.4%	4.8%	4.5%	5.2%	4.8%

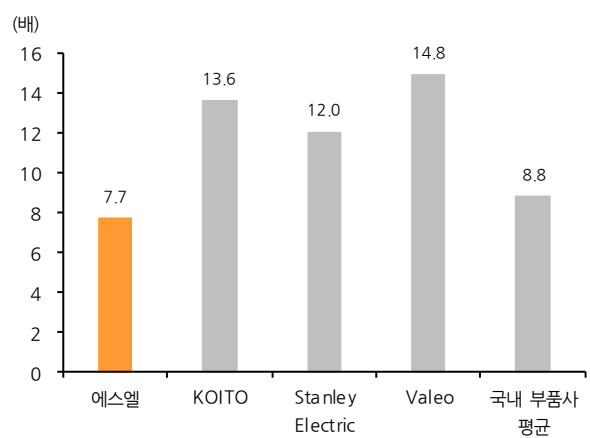
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 지역별 단순 대당 매출액 YoY 증감률



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 12개월 Forward PER



주: 에스엘은 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,262	2,505	3,001	3,556	3,913
매출총이익	210	255	287	402	452
영업이익	44	93	111	187	232
EBITDA	141	215	235	318	372
순이자손익	-2	-2	1	0	0
외화관련손익	2	-26	25	24	23
지분법손익	0	0	0	9	11
세전계속사업손익	82	89	155	226	272
당기순이익	87	64	96	172	208
지배주주순이익	86	66	96	171	207
<b>증가율(%)</b>					
매출액	41.5	10.7	19.8	18.5	10.1
영업이익	852.5	113.7	18.7	69.6	24.0
EBITDA	86.5	52.3	9.4	35.3	16.8
순이익	246.1	-26.3	49.9	78.6	20.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.3	10.2	9.6	11.3	11.5
영업이익률	1.9	3.7	3.7	5.3	5.9
EBITDA 이익률	6.2	8.6	7.8	9.0	9.5
세전이익률	3.6	3.6	5.2	6.3	6.9
순이익률	3.8	2.6	3.2	4.8	5.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	-41	163	192	150	212
당기순이익	87	64	96	172	208
자산상각비	98	122	125	131	139
운전자본증감	-230	-110	-74	-43	-60
매출채권 감소(증가)	-24	-60	5	-118	-76
재고자산 감소(증가)	-58	-15	-103	2	-36
매입채무 증가(감소)	-33	4	7	73	52
투자현금흐름	21	-171	-95	-135	-142
유형자산처분(취득)	-114	-156	-149	-167	-176
무형자산 감소(증가)	-7	-7	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	196	-4	88	71	56
재무현금흐름	46	21	78	-11	-18
차입금의 증가(감소)	61	44	101	13	5
자본의 증가(감소)	-14	-23	-23	-23	-23
배당금의 지급	14	19	23	-23	-23
총현금흐름	187	265	302	193	272
(-)운전자본증가(감소)	341	23	-30	43	60
(-)설비투자	117	164	158	167	176
(+)자산매각	-3	2	2	-6	-6
Free Cash Flow	-274	79	176	-23	30
(-)기타투자	-56	91	131	33	16
잉여현금	-217	-12	46	-56	14
NOPLAT	32	67	68	143	178
(+) Dep	98	122	125	131	139
(-)운전자본투자	341	23	-30	43	60
(-)Capex	117	164	158	167	176
OpFCF	-329	1	65	63	81

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,399	1,440	1,601	1,722	1,886
현금성자산	124	133	314	318	370
매출채권	558	637	636	754	830
재고자산	248	245	361	359	395
비유동자산	874	899	966	1,065	1,143
투자자산	287	275	303	359	395
유형자산	567	605	646	690	735
무형자산	20	19	18	16	13
<b>자산총계</b>	<b>2,274</b>	<b>2,339</b>	<b>2,567</b>	<b>2,786</b>	<b>3,029</b>
유동부채	729	774	899	984	1,041
매입채무	393	428	442	515	567
유동성이자부채	249	285	400	412	417
비유동부채	165	140	150	142	145
비유동이자부채	31	22	37	28	29
<b>부채총계</b>	<b>895</b>	<b>914</b>	<b>1,049</b>	<b>1,127</b>	<b>1,186</b>
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	460	460	460	460	460
이익잉여금	912	972	1,036	1,185	1,369
자본조정	-35	-46	-18	-25	-25
자기주식	-8	-13	-13	-13	-13
<b>자본총계</b>	<b>1,379</b>	<b>1,425</b>	<b>1,518</b>	<b>1,660</b>	<b>1,844</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,780	1,362	2,001	3,720	4,495
BPS	28,224	29,241	31,155	34,086	37,903
DPS	400	500	500	500	500
CFPS	3,889	5,491	6,265	4,006	5,652
ROA(%)	4.3	2.8	3.9	6.4	7.1
ROE(%)	7.3	4.7	6.6	10.9	11.9
ROIC(%)	3.0	4.9	4.9	9.7	11.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	8.1	11.9	15.6	8.0	6.6
PBR	0.5	0.6	1.0	0.9	0.8
PSR	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
PCR	3.7	3.0	5.0	7.4	5.3
EV/EBITDA	7.3	4.5	6.9	4.7	3.9
배당수익률	2.8	3.1	1.6	1.7	1.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	64.9	64.1	69.1	67.9	64.3
Net debt/Equity	11.3	12.2	8.1	7.4	4.1
Net debt/EBITDA	110.8	81.1	52.3	38.5	20.5
유동비율	191.8	186.1	178.2	175.0	181.2
이자보상배율(배)	4.2	11.5	17.8	16.6	19.6
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	76.3	77.3	69.7	69.1	68.0
현금+투자자산	23.7	22.7	30.3	30.9	32.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	16.9	17.7	22.3	21.0	19.5
자기자본	83.1	82.3	77.7	79.0	80.5

[ Compliance Notice ]

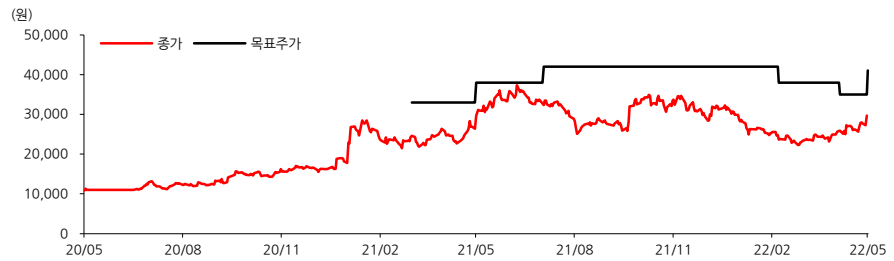
(공표일: 2022년 5월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준호)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 에스엘 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.03.18	2021.03.19	2021.04.30	2021.05.18	2021.07.20
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박준호	33,000	33,000	38,000	42,000
일 시	2021.08.18	2021.10.20	2021.11.16	2022.01.24	2022.02.24	2022.04.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	42,000	42,000	42,000	42,000	38,000	35,000
일 시	2022.05.18					
투자의견	Buy					
목표가격	41,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.19	Buy	33,000	-26.16	-14.09
2021.05.18	Buy	38,000	-11.64	-1.71
2021.07.20	Buy	42,000	-28.39	-16.90
2022.02.24	Buy	38,000	-36.88	-31.97
2022.04.22	Buy	35,000	-24.03	-20.00
2022.05.18	Buy	41,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2022년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%