

에스엘

BUY(유지)

005850 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(하향)	25,000원	현재주가(06/21)	19,450원	Up/Downside	+28.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 06. 22

본격적인 회복은 하반기 이후

Comment

실적 부진의 원인들 점차 해소: 1Q18까지 에스엘 북미 법인의 매출 역성장이 지속되고 있다. 북미 법인의 매출 역성장은 주요 고객사인 GM과 현대기아차의 생산량 감소 때문으로, 북미 법인의 매출 감소는 램프 부문의 실적 부진으로 연결되며 동사는 1Q18에 영업적자를 기록했다. 이러한 부진의 원인들은 1Q18를 저점으로 점차 개선될 것으로 예상된다. 이는 동사가 GM에 공급중인 Malibu 및 Enclave 등의 차량들의 생산량이 18년 이후 증가세로 전환됐고, 6월 이후 신타페 신차가 미국 알라바마 공장에서 생산됨에 따라 현대차의 생산량 역시 반등이 기대되기 때문이다.

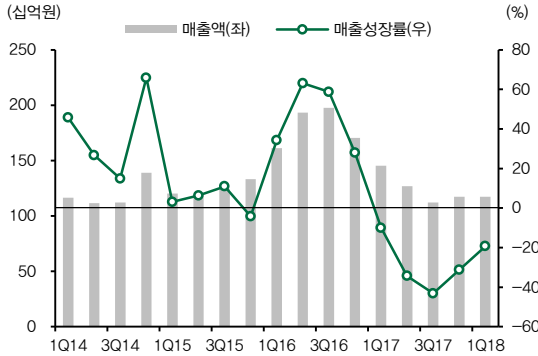
점진적인 회복 전망: 2Q18까지 GM향 공급 물량의 증가에도 불구하고 현대기아차의 생산량 감소로 북미 법인의 매출 역성장이 지속될 것으로 예상된다. 이에 따라 2Q18 동사의 영업이익은 139억 원(-15.3%YoY, 흑자전환QoQ)으로 전년 동기 대비 부진하겠지만 낮은 시장기대치(106억 원)는 상회할 것으로 예상된다. 기존 전망치 대비 부진한 실적 개선을 감안해 18년 영업이익 추정치를 43% 하향한다. 현대기아차의 미국 공장 생산량이 본격적으로 회복되는 하반기에는 본격적인 실적 회복이 기대된다.

Action

핵심 투자 포인트 여전히 유효: 실적추정치 하향으로 19년 FWD EPS 2,997원에 Target PER 8.5배를 적용해 목표주가를 25,000원으로 하향한다. 목표 주가 하향에도 불구하고 동사의 투자의견을 BUY로 유지한다. 이는 하반기 이후 램프 법인의 실적 반등으로 점진적인 실적 회복이 기대되기 때문이다. Full LED 램프의 적용으로 ASP가 높은 신타페 신차의 생산으로 동사 램프부문의 ASP 역시 증가할 것으로 예상된다.

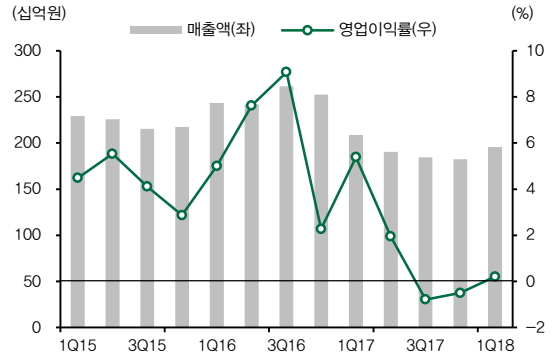
Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	17,500/29,300원												
매출액	1,619	1,485	1,536	1,660	1,801	KOSDAQ /KOSPI	826/2,338pt												
(증가율)	16.1	-8.3	3.4	8.1	8.5	시가총액	6,587억원												
영업이익	99	55	55	77	90	60일-평균거래량	74,835												
(증가율)	57.0	-44.9	0.8	40.2	15.6	외국인지분율	21.8%												
지배주주순이익	109	95	78	101	112	60일-외국인지분율변동추이	-0.9%p												
EPS	3,217	2,810	2,313	2,997	3,316	주요주주	이종근 외 5인 57.0%												
PER (H/L)	7.1/4.2	9.3/6.1	8.4	6.5	5.9														
PBR (H/L)	0.9/0.5	0.9/0.6	0.6	0.6	0.5	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-5.4</td> <td>-10.0</td> <td>-8.7</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-0.2</td> <td>-4.3</td> <td>-7.9</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-5.4	-10.0	-8.7	상대기준	-0.2	-4.3	-7.9
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-5.4	-10.0	-8.7																
상대기준	-0.2	-4.3	-7.9																
EV/EBITDA (H/L)	4.6/2.9	6.4/4.2	4.3	3.4	2.9														
영업이익률	6.1	3.7	3.6	4.7	5.0														
ROE	12.8	10.2	7.9	9.5	9.6														

도표 1. 에스엘 북미 법인 역성장 지속



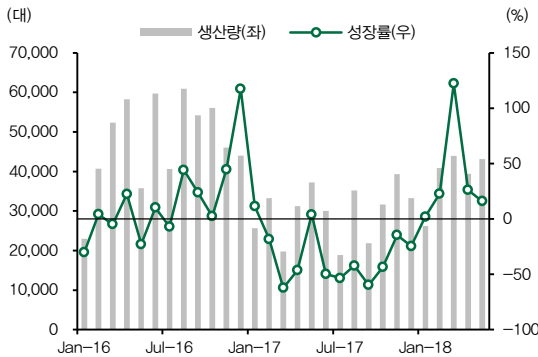
자료: DB금융투자
주: 에스엘 북미 법인 매출액 및 매출 성장률 분기별 추이

도표 2. 북미 법인 매출 역성장 램프부문 실적 부진으로 연결



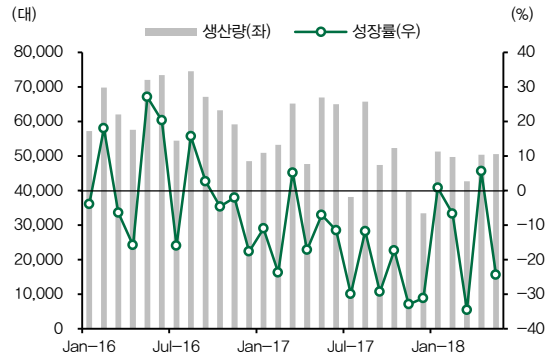
자료: DB금융투자
주: 에스엘 램프 부문 매출액 및 영업이익률 분기별 추이

도표 3. 에스엘 공급 GM 차량 생산 18년 이후 증가 지속



자료: DB금융투자. 주: 에스엘 공급 GM 차량 생산량 합계 월별 추이

도표 4. 현대기아차 미국 공장 생산 3Q18 반등 예상



자료: DB금융투자. 주: 현대기아차 미국 공장 월별 판매량 추이

도표 5. 에스엘 실적 추정치 변경

(단위: 십억원 만대 %, %pt)

	18년			19년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
매출액	1,536	1,729	-11.2	1,660	1,871	-11.3
Lamp	782	912	-14.3	852	994	-14.3
Chasis	443	503	-11.8	488	553	-11.8
Mold and others	311	315	-1.3	320	324	-1.3
영업이익	55	96	-42.6	77	106	-27.3
(영업이익률)	3.6	5.6	-2.0	4.7	5.7	-1.0
지배주주순이익	78	129	-39.1	101	137	-25.8
(지배주주순이익률)	5.1	7.4	-2.3	6.1	7.3	-1.2

자료: DB금융투자

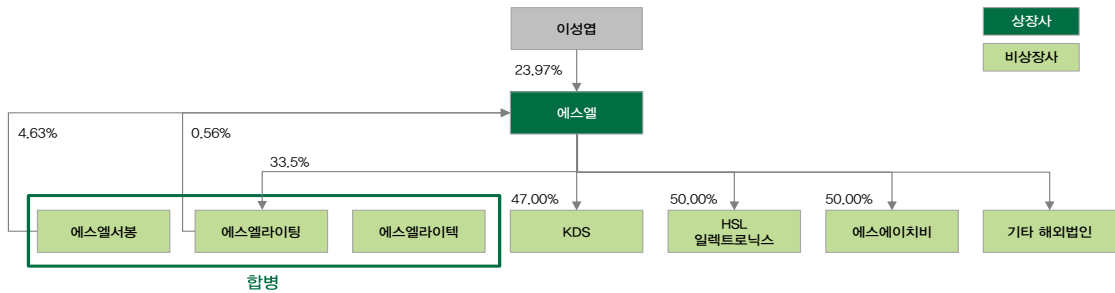
도표 6. 에스엘 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	381	372	374	358	352	398	410	376	1,485	1,536	1,660
Lamp	209	190	185	183	196	194	194	198	767	782	852
Chasis	105	106	105	98	98	117	121	108	414	443	488
Mold and others	67	75	84	78	58	87	95	70	304	311	320
영업이익	22	16	10	6	-2	14	20	23	55	55	77
Lamp	11	4	-1	-1	0	3	5	6	13	15	30
Chasis	4	3	3	0	2	2	2	6	9	12	16
Mold and others	7	10	9	7	-4	9	12	11	33	28	32
영업이익률	5.8	4.4	2.8	1.7	-0.4	3.5	4.9	6.1	3.7	3.6	4.7
Lamp	5.4	1.9	-0.8	-0.5	0.2	1.5	2.7	3.2	1.6	1.9	3.5
Chasis	3.4	2.7	3.1	-0.3	2.0	2.0	2.0	5.3	2.3	2.8	3.2
Mold and others	10.6	13.1	10.2	9.3	-6.6	10.0	13.0	15.3	10.8	9.0	10.0
지배주주순이익	30	36	20	10	9	21	21	27	95	78	101
(지배주주순이익률)	7.8	9.6	5.3	2.8	2.6	5.3	5.1	7.2	6.4	5.1	6.1

자료: DB금융투자

도표 7. 에스엘 지배구조



자료: DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	806	786	867	958	1,059
현금및현금성자산	120	109	98	114	99
매출채권및기타채권	309	246	289	307	338
재고자산	143	141	144	152	169
비유동자산	826	803	816	818	828
유형자산	418	373	392	397	410
무형자산	30	29	23	19	16
투자자산	354	370	370	370	370
자산총계	1,632	1,589	1,683	1,775	1,887
유동부채	519	440	467	471	482
매입채무및기타채무	249	203	231	234	246
단기차입금및단기차채	210	174	174	174	174
유동성장기부채	12	13	13	13	13
비유동부채	203	175	175	175	175
사채및차입금	50	34	34	34	34
부채총계	722	614	642	645	657
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	144	144	144	144	144
이익잉여금	735	820	885	973	1,071
비지배주주지분	12	12	13	14	15
자본총계	911	975	1,041	1,130	1,230

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	1,619	1,485	1,536	1,660	1,801
매출원가	1,414	1,323	1,365	1,458	1,577
매출총이익	206	162	170	202	225
판관비	106	107	115	124	135
영업이익	99	55	55	77	90
EBITDA	165	122	130	149	160
영업외손익	54	54	56	69	72
금융손익	-2	-1	-1	-1	-1
투자손익	50	31	32	43	44
기타영업외손익	6	24	25	27	29
세전이익	154	109	112	147	162
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	110	96	79	103	114
지배주주지분순이익	109	95	78	101	112
비지배주주지분순이익	1	1	1	1	1
총포괄이익	108	74	79	103	114
증감률(%YoY)					
매출액	16.1	-8.3	3.4	8.1	8.5
영업이익	57.0	-44.9	0.8	40.2	15.6
EPS	63.5	-12.7	-17.7	29.6	10.7

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	97	147	122	144	133
당기순이익	110	96	79	103	114
현금유출이없는비용및수익	79	44	108	115	119
유형및무형자산상각비	66	67	75	71	71
영업관련자산부채변동	-82	-1	-33	-30	-51
매출채권및기타채권의감소	-49	58	-44	-18	-30
재고자산의감소	-4	-6	-2	-9	-16
매입채무및기타채무의증가	-1	-25	27	3	11
투자활동현금흐름	-89	-119	-112	-108	-128
CAPEX	-72	-60	-88	-73	-81
투자자산의순증	32	16	0	0	0
재무활동현금흐름	-21	-35	-20	-20	-20
사채및차입금의 증가	-2	-52	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-9	-9	-14	-14	-14
기타현금흐름	0	-4	0	0	0
현금의증가	-13	-12	-11	16	-16
기초현금	133	120	109	98	114
기말현금	120	109	98	114	99

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	3,217	2,810	2,313	2,997	3,316
BPS	26,519	28,436	30,349	32,946	35,862
DPS	260	400	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	6.7	8.7	8.4	6.5	5.9
P/B	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.5	6.2	4.3	3.4	2.9
수익성(%)					
영업이익률	6.1	3.7	3.6	4.7	5.0
EBITDA마진	10.2	8.2	8.5	9.0	8.9
순이익률	6.8	6.5	5.2	6.2	6.3
ROE	12.8	10.2	7.9	9.5	9.6
ROA	6.9	6.0	4.8	5.9	6.2
ROIC	11.2	7.3	6.0	7.8	8.5
안정성및기타					
부채비율(%)	79.3	63.0	61.7	57.1	53.4
이자보상배율(배)	12.6	7.5	8.5	11.9	13.8
배당성향(배)	8.0	14.1	17.1	13.2	11.9

자료: 에스엘 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

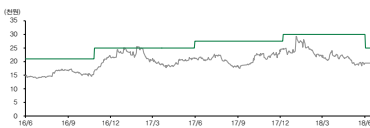
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

에스엘 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/05/17	Buy	21,000	-26.7	-17.6					
16/11/16	Buy	25,000	-15.8	2.0					
17/06/20	Buy	27,500	-23.7	-10.5					
17/12/27	Buy	30,000	-24.5	-2.3					
18/06/22	Buy	25,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경