

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

Company Data

자본금	169 억원
발행주식수	3,387 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	6,536 억원
주요주주	
이성업(외5)	57.01%
국민연금공단	9.19%
외국인지분율	21.20%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(18/12/18)	19,300 원
KOSPI	2062.11 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	29,300 원
52주 최저가	13,050 원
60일 평균 거래대금	17 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.4%	20.1%
6개월	-1.0%	14.0%
12개월	-16.3%	0.8%

에스엘 (005850/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

개선되는 본업과 합병을 통한 지배구조의 변화

12월 18일 계열회사 중 하나인 에스엘라이팅과의 합병을 공시. 합병을 통해 시너지 창출과 경영효율화, 규모의 경제 기대. 기존 주주의 지분가치 희석은 불가피하지만, 합병으로 인한 EPS 증가가 이를 상쇄할 전망. 합병을 제외하더라도 GM과 중국로컬 등 신규 수주 확대 및 19년 하반기부터 신규공장 가동, 제품 믹스 개선 진행 중. 본업의 변화가 계속되는 가운데 금번 합병을 통한 지배구조 단순화는 긍정적이라는 판단

에스엘라이팅과의 합병 공시

동사는 12월 18일 계열회사 중 하나인 에스엘라이팅과의 합병을 공시했다. 17년 상반기에는 관계회사간의 3사 합병(라이팅/서봉/라이텍)이 있었다. 금번 합병의 목적은 1) 생산설비, 기술, 및 경영자원의 통합을 통한 시너지 효과를 창출하고, 2)비용 절감을 통한 경영의 효율성을 달성하며, 3)규모화로 글로벌 경쟁력을 제고하기 위함으로 밝히고 있다. 피합병법인인 에스엘라이팅은 대구/천안/안산 공장에서 현대/기아차, GM 등의 고객을 대상 중이며, 헤드램프를 포함한 자동차 램프를 주로 제작하고 있다. 합병법인과 피합병법인의 합병비율은 1:12.5이며, 예상합병기일은 2019년 4월 1일이다.

예정대로 합병이 진행된다면 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 높아지지만, 기존 주주들의 지분가치 희석은 불가피하다(이전 3,386.5 만주 → 이후 4,802.2 만주). 하지만 관계회사였던 법인이 연결로 전환됨에 따른 EPS 증가가 이를 상쇄할 것으로 예상한다. 최대주주 지분율 상승에 따라 향후 자사주 및 배당 등을 통한 주주친화적인 정책도 기대할 수 있는 요인이다. 18년 3분기 누적 기준 에스엘 라이팅의 실적은 매출액 7,523 억원, 영업이익 516 억원(OPM 6.9%), 당기순이익 502 억원(NIM 6.7%)로 내부거래를 감안하더라도 합병 이후 실적변화는 클 전망이다. 이를 반영한 실적추정은 주총에서 합병이 결정된 이후부터 반영할 계획이다.

합병 이벤트를 제외하더라도 최근 GM 향 신규차종 확대, 19년 하반기부터 진행될 신규공장 가동을 통해 고객다변화가 진행되고 있고, LED 램프 및 고가차량 납품 확대로 인한 믹스개선이 진행 중이다. 본업에서 긍정적인 변화가 계속되는 가운데 금번 합병을 통한 지배구조의 단순화는 그간 복잡한 지분관계로 인해 받아왔던 valuation discount를 일정부분 해소해줄 것으로 기대한다. 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	13,951	16,192	14,855	15,580	16,274	17,837
yoY	%	2.6	16.1	-8.3	4.9	4.5	9.6
영업이익	억원	633	993	548	367	528	669
yoY	%	6.0	57.0	-44.9	-33.0	44.0	26.6
EBITDA	억원	1,213	1,652	1,222	1,165	1,368	1,437
세전이익	억원	1,102	1,538	1,094	769	973	1,160
순이익(지배주주)	억원	666	1,089	951	526	733	862
영업이익률%	%	4.5	6.1	3.7	2.4	3.3	3.8
EBITDA%	%	8.7	10.2	8.2	7.5	8.4	8.1
순이익률	%	4.9	6.8	6.5	3.5	4.5	4.9
EPS	원	1,967	3,217	2,810	1,554	2,164	2,547
PER	배	8.8	6.7	8.7	12.4	8.9	7.6
PBR	배	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	5.1	4.6	6.3	5.4	4.4	3.9
ROE	%	8.7	12.8	10.2	5.4	7.3	8.1
순차입금	억원	6	-45	-880	-558	-818	-1,180
부채비율	%	90.8	79.3	63.0	63.7	62.0	61.2

<표 1> 합병가액 산출근거

(단위: 원)	합병법인	피합병법인
	에스엘	에스엘라이팅
A. 기준시가	18,460	해당사항없음
B. 본질가치	해당사항없음	230,756
a. 자산가치	21,585	242,015
b. 수익가치	해당사항없음	223,251
C. 상대가치	해당사항없음	해당사항없음
D. 합병가액/1주	18,460	230,756
E. 합병비율	1	12,500:3152

자료: 에스엘 SK 증권

<표 2> 에스엘라이팅 공장별 주요 매출처

<표 2> 에스엘라이팅 공장별 주요 매출처

	주요 매출처
대구공장(본사)	(주)에스에이치비, 현대자동차(주), 한온시스템(주), 현대글로비스(주), 현대모비스(주), SL ALABAMA, LLC
천안공장 (구, 에스엘서봉)	한국지엠(주), 현대모비스(주), 현대자동차(주), GM San Luis Potosi Assy, SL Tennessee, LLC
안산공장 (구, 에스엘라이텍)	기아자동차(주), 현대모비스(주), (주)에스에이치비, SL ALABAMA, LLC

자료: 에스엘 SK 증권

<표 3> 에스엘 주주구성(18년 3분기 기준)

주요 주주	주식수	지분율(%)
이성엽	8,118,393	23.97
이충곤	4,871,323	14.38
이승훈	3,992,297	11.79
유정숙	193,515	0.57
이지원	378,457	1.12
(주)에스엘라이팅	1,754,601	5.18
국민연금	3,112,845	9.19
신영자산운용	2,413,871	7.13
Stanley Electric Co.Ltd	1,693,258	5
주식수 합계	33,865,090	100

자료: 에스엘 SK 증권

<표 4> 에스엘라이팅 주주구성

주요 주주	주식수	지분율(%)
에스엘(주)	576,894	33.47
Stanley Electric Co., Ltd.	125,000	7.25
(재)에스엘서봉재단	142,967	8.29
이충곤	155,721	9.03
이성엽	333,820	19.37
이승훈	140,866	8.17
이주환	166,895	9.68
기타	81,757	4.74
주식수 합계	1,723,920	100

자료: 에스엘 SK 증권

<표 5> 에스엘라이팅 재무상태표

(단위: 백만원)	2017	2018.3Q 누적
비유동자산	178,927	184,554
유형자산	124,116	120,788
매각예정비유동자산	3,268	3,270
유동자산	403,323	458,185
매출채권및기타유동채권	227,763	205,094
현금및현금성자산	48,080	71,925
자산총계	585,517	646,008
비유동부채	20,416	34,870
유동부채	144,427	156,833
부채총계	164,843	191,702
자본총계	420,674	454,305

자료: 에스엘 SK 증권

<표 6> 에스엘라이팅 손익계산서

(단위: 백만원)	2017	2018.3Q 누적
매출액	1,093,961	752,317
매출원가	947,017	632,797
%	86.6	84.1
영업이익	35,210	51,585
%	3.2	6.9
세전이익	48,603	62,694
%	4.4	8.3
당기순이익	49,819	50,160
%	4.6	6.7

자료: 에스엘 SK 증권 주: 2017년 실적은 3사합병 실적 기준

<표 7> 피합병법인인 에스엘 라이팅의 수익가치 산정내역

(단위: 백만원, %)	실적			추정				
	2016년	2017년	2018년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
매출액	994,064	1,093,961	750,295	1,030,509	1,071,006	1,098,223	1,111,677	1,082,845
매출원가	873,417	936,029	637,168	873,736	902,807	946,258	981,175	963,904
%	87.9	85.6	84.9	84.8	84.3	86.2	88.3	89.0
영업이익	36,509	50,955	40,990	66,607	87,206	56,956	40,679	23,848
%	3.7	4.7	5.5	6.5	8.1	5.2	3.7	2.2
법인세비용				14,754	20,642	13,321	9,382	5,309
세후영업이익				51,853	66,564	43,634	31,297	18,539
(+)감가상각비 및 무형자산상각비				25,049	32,438	36,335	41,924	38,277
(-)투자액(CAPEX)				-33,868	-45,755	-52,143	-30,577	-17,776
(±)순운전자본의 증감				10,900	560	989	6,931	3,161
영업현금흐름				53,934	53,808	28,815	49,574	42,200
현가계수(할인율 11.70%)				0.9462	0.847	0.7583	0.6788	0.6077
현재가치				51,030	45,577	21,850	33,653	25,647
추정기간동안의 현재가치								177,757
영구현금흐름의 현재가치								96,268
영업가치								274,025
비영업용자산의 가치								118,144
기업가치								392,169
차입금								7,302
주주가치								384,867
발행주식수(주)								1,723,920
1 주당 수익가치(원/주)								223,251

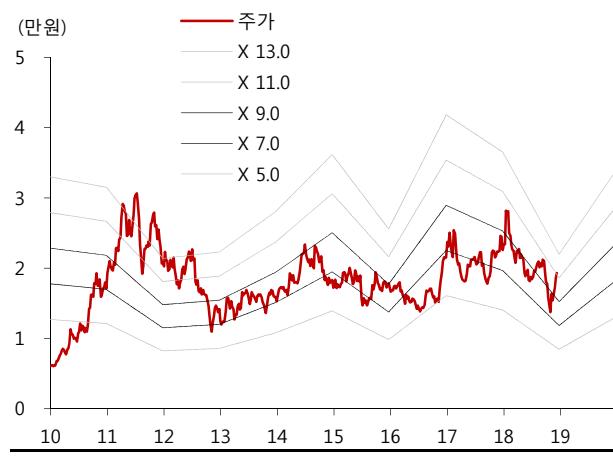
자료: 에스엘 SK 증권

<표 8> 합병일정

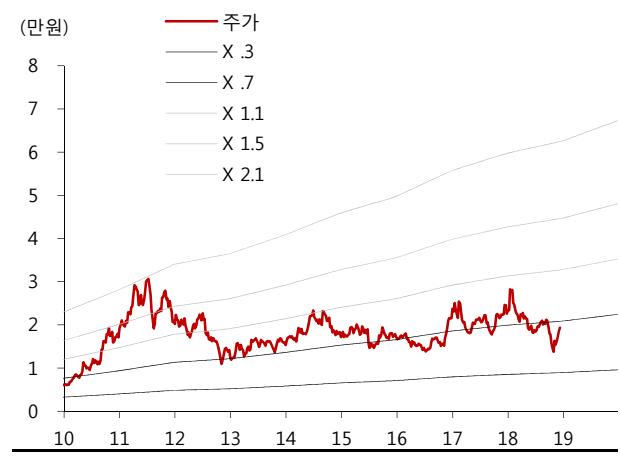
합병계약일		2018년 12월 18일
주주확정기준일		2019년 01월 07일
주주명부 폐쇄기간	시작일/종료일	2019년 01월 08일 / 01월 11일
합병반대의사통지 접수기간	시작일/종료일	2019년 01월 31일 / 02월 14일
주주총회예정일자		2019년 02월 15일
주식매수청구권 행사기간	시작일/종료일	2019년 02월 15일 / 03월 08일
구주권제출기간	시작일/종료일	2019년 02월 27일 / 03월 31일
매매거래 정지예정기간	시작일/종료일	2019년 03월 30일 / 04월 15일
채권자이의 제출기간	시작일/종료일	2019년 02월 15일 / 03월 24일
합병기일		2019년 04월 01일
종료보고 총회일		2019년 04월 02일
합병등기예정일자		2019년 04월 05일
신주권교부예정일		2019년 04월 15일
신주의 상장예정일		2019년 04월 18일

자료: 에스엘 SK 증권 주. 주식매수청구권 17,191 원

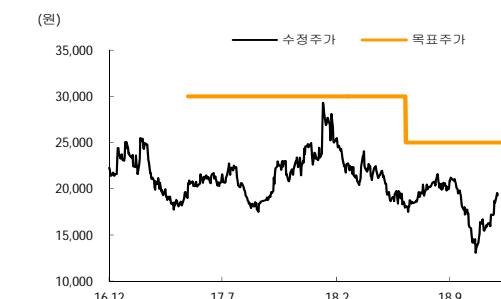
<그림 1> PER 밴드차트 – 에스엘



<그림 2> PBR 밴드차트 – 에스엘



일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율	
			대상시점				
				평균주기대비	최고(최저)		
2018.12.19	매수	25,000원	6개월				
2018.06.29	매수	25,000원	6개월	-26.57%	-13.60%		
2017.12.08	매수	30,000원	6개월	-27.92%	-2.33%		
2017.05.16	매수	30,000원	6개월	-30.83%	-22.00%		

**Compliance Notice**

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 12월 19일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,059	7,862	7,826	8,249	9,074
현금및현금성자산	1,204	1,089	983	1,083	1,405
매출채권및기타채권	3,080	2,442	2,562	2,676	2,933
재고자산	1,429	1,413	1,482	1,548	1,697
비유동자산	8,265	8,032	8,453	8,650	8,742
장기금융자산	304	311	368	418	418
유형자산	4,181	3,730	3,887	3,624	3,264
무형자산	300	289	325	332	336
자산총계	16,323	15,895	16,279	16,899	17,816
유동부채	5,186	4,396	4,681	4,789	5,036
단기금융부채	2,222	1,864	2,025	2,015	1,995
매입채무 및 기타채무	2,313	1,838	1,928	2,014	2,207
단기충당부채	91	30	32	33	36
비유동부채	2,033	1,747	1,656	1,677	1,726
장기금융부채	502	340	232	182	162
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	30	40	44	46	49
부채총계	7,218	6,144	6,337	6,466	6,761
지배주주지분	8,981	9,630	9,805	10,302	10,929
자본금	169	169	169	169	169
자본잉여금	1,439	1,439	1,439	1,439	1,439
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	7,346	8,200	8,437	9,034	9,761
비자매주주지분	125	121	137	131	126
자본총계	9,105	9,751	9,942	10,433	11,055
부채와자본총계	16,323	15,895	16,279	16,899	17,816

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	697	1,208	1,075	1,033	915
당기순이익(순실)	1,100	962	547	739	870
비현금성항목등	793	436	799	629	567
유형자산감가상각비	624	614	722	733	660
무형자산상각비	35	60	76	106	108
기타	138	135	125	49	-53
운전자본감소(증가)	-806	-186	-56	-102	-232
매출채권및기타채권의 감소증가)	-494	582	26	-114	-257
재고자산감소(증가)	-37	-62	-56	-66	-149
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-6	-247	140	86	193
기타	-269	-459	-165	-7	-20
법인세납부	-390	-5	-215	-233	-290
투자활동현금흐름	-540	-861	-972	-676	-351
금융자산감소(증가)	-199	-271	-116	-150	0
유형자산감소(증가)	-679	-556	-890	-470	-300
무형자산감소(증가)	-55	-113	-113	-113	-113
기타	393	80	147	57	62
재무활동현금흐름	-285	-425	-194	-257	-242
단기금융부채증가(감소)	0	0	5	-10	-20
장기금융부채증가(감소)	-81	-263	-13	-50	-20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-89	-95	-135	-135	-135
기타	-115	-67	-50	-61	-67
현금의 증가(감소)	-129	-115	-106	100	323
기초현금	1,333	1,204	1,089	983	1,083
기말현금	1,204	1,089	983	1,083	1,405
FCF	-78	592	-64	557	625

자료 : 에스엘 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,192	14,855	15,580	16,274	17,837
매출원가	14,136	13,234	14,007	14,427	15,800
매출총이익	2,056	1,621	1,573	1,847	2,037
매출총이익률 (%)	12.7	10.9	10.1	11.4	11.4
판매비와관리비	1,063	1,073	1,206	1,319	1,368
영업이익	993	548	367	528	669
영업이익률 (%)	6.1	3.7	2.4	3.3	3.8
비영업순익	545	546	402	444	491
순금융비용	28	19	5	4	5
외환관련손익	-56	11	-29	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	503	493	384	402	445
세전계속사업이익	1,538	1,094	769	973	1,160
세전계속사업이익률 (%)	9.5	7.4	4.9	6.0	6.5
계속사업법인세	438	131	223	233	290
계속사업이익	1,100	962	547	739	870
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,100	962	547	739	870
순이익률 (%)	6.8	6.5	3.5	4.5	4.9
지배주주	1,089	951	526	733	862
지배주주구속 순이익률(%)	6.73	6.41	3.38	4.5	4.83
비지배주주	11	11	21	6	8
총포괄이익	1,077	741	434	627	757
지배주주	1,065	738	426	633	762
비지배주주	12	3	8	-6	-5
EBITDA	1,652	1,222	1,165	1,368	1,437

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	16.1	-8.3	4.9	4.5	9.6
영업이익	57.0	-44.9	-33.0	44.0	26.6
세전계속사업이익	39.6	-28.9	-29.7	26.4	19.3
EBITDA	36.2	-26.0	-4.7	17.4	5.1
EPS(계속사업)	63.5	-12.7	-44.7	39.2	17.7
수익성 (%)					
ROE	12.8	10.2	5.4	7.3	8.1
ROA	6.9	6.0	3.4	4.5	5.0
EBITDA/마진	10.2	8.2	7.5	8.4	8.1
안정성 (%)					
유동비율	155.4	178.8	167.2	172.3	180.2
부채비율	79.3	63.0	63.7	62.0	61.2
순차입금/자기자본	-0.5	-9.0	-5.6	-7.8	-10.7
EBITDA/이자비용(배)	20.9	16.8	15.0	22.4	21.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,217	2,810	1,554	2,164	2,547
BPS	26,519	28,436	28,954	30,422	32,273
CFPS	5,162	4,802	3,909	4,642	4,815
주당 현금배당금	260	400	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.9	9.1	18.9	13.5	11.5
PER(최저)	4.3	6.2	8.4	6.0	5.1
PBR(최고)	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	4.2	5.1	4.9	4.2	4.0
EV/EBITDA(최고)	4.7	6.6	8.3	6.9	6.3
EV/EBITDA(최저)	3.0	4.4	3.6	2.9	2.5