

에스엘 (005850)

자회사와의 합병 결정

시너지 창출 목적. 합병 후 매출액 2.7조원

에스엘이 자회사 에스엘 라이팅을 흡수합병하기로 결정했다. 합병목적은 생산설비/기술/경영자원 통합을 통한 시너지 효과를 창출하기 위함인데, 비용절감과 규모화로 경쟁력이 강화될 것으로 기대하고 있다. 양사의 합병 후 법인은 단순 합산 기준으로 2019년 매출액 2.7조원, 순이익은 1,280억원의 실적이 예상된다.

합병 후 대주주 일가의 지분율은 66.6%로 상승

합병과 관련한 주주확정기준일은 2019년 1월 7일이고, 합병에 반대하는 의사를 통지하는 기간은 1월 31일부터 2월 14일까지 진행된다. 합병 반대 주주들이 주식매수 청구권을 행사할 수 있는 기간은 2월 15일부터 3월 8일까지이다. 합병기일은 4월 1일이고, 신주권 교부는 4월 15일이다. 현재 에스엘 라이팅의 최대 주주는 에스엘로 33.47%를 보유 중이고, Stanley Electric이 7.25%, 기타 대주주들이 나머지 주식을 보유하고 있다. 합병 과정에서 에스엘이 보유한 에스엘 라이팅 주식 33.47%는 소각되고, 합병 신주 1,434만주는 나머지 주주들에게 비율대로 배분된다. 에스엘 라이팅이 보유 중이던 에스엘 주식은 자사주 형태로 잔존한다. 합병이 종료되면 에스엘은 대주주 일가가 66.6%의 지분을 소유하고, 자사주 3.6%, 스탠리 6.8%, 국민연금/신영자산 11.5%, 기타 소액주주 11.5%의 지분으로 구성될 것이다.

목표주가 2.4만원으로 상향

글로벌 자동차 수요의 저성장과 자동차 밸류 체인의 수익성 하락이 지속되고 있는 시점에서 경쟁력 강화를 위한 합병은 긍정적으로 평가한다. 고수익의 지분법 자회사와의 합병을 통해 에스엘의 연결 순이익이 증가하는 폭이 주식수 희석 폭보다 크다는 점을 감안할 때, 단순 EPS는 22% 증가할 것으로 예상된다. 이를 감안하여 목표주가를 기존 2.0만원에서 신규 2.4만원(목표 P/E 9배 유지)으로 상향한다. 만약, 지배구조 단순화의 성과가 확인된다면 목표주가는 2.6만원 이상까지 조정될 수 있다. 에스엘의 지배구조는 기존 대비 단순화되는데, 국내에서는 해외 기업들과의 합작회사 위주로 재편되고, 해외 자회사들은 현지 생산/판매법인 위주가 된다. 과거 복잡한 지배구조에 따른 경영 비효율성 및 소액주주 차별화 가능성 우려로 Valuation에서 할인되던 부분이 이번 합병을 통해 회복될 수 있을 것으로 기대된다.

Issue Comment

BUY

| TP(12M): 24,000원(상향) | CP(12월 19일): 19,800원

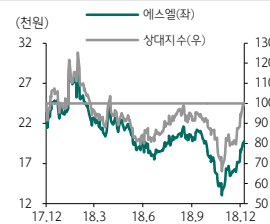
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,078.84
52주 최고/최저(원)	29,300/13,050
시가총액(십억원)	670.5
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	33,865.1
60일 평균 거래량(천주)	106.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
18년 배당금(예상, 원)	400
18년 배당수익률(예상, %)	2.02
외국인지분율(%)	20.96
주요주주 지분율(%)	
이종근 외 5인	57.02
국민연금	9.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	22.2 4.5 (13.3)
상대	23.5 17.6 3.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,554.6	1,679.7
영업이익(십억원)	38.6	66.5
순이익(십억원)	58.5	89.8
EPS(원)	1,692	2,603
BPS(원)	29,780	32,014

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,619.2	1,485.5	1,560.8	1,638.8	1,720.7
영업이익	십억원	99.3	54.8	38.3	59.7	66.1
세전이익	십억원	153.8	109.4	77.4	101.2	110.6
순이익	십억원	108.9	95.1	54.3	74.1	80.9
EPS	원	3,217	2,810	1,605	2,187	2,389
증감률	%	63.5	(12.7)	(42.9)	36.3	9.2
PER	배	6.70	8.72	12.34	9.05	8.29
PBR	배	0.81	0.86	0.67	0.63	0.59
EV/EBITDA	배	4.46	6.17	5.51	4.32	3.81
ROE	%	12.83	10.23	5.53	7.16	7.37
BPS	원	26,519	28,436	29,641	31,428	33,417
DPS	원	260	400	400	400	400

주: 합병 전 재무제표



Analyst **송선재**
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA **구성중**
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 합병 관련 주요 일정

일정		날짜
합병계약일		2018년 12월 18일
주주확정기준일		2019년 01월 07일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2019년 01월 08일
	종료일	2019년 01월 11일
합병반대의사통지 접수기간	시작일	2019년 01월 31일
	종료일	2019년 02월 14일
주주총회예정일자		2019년 02월 15일
주식매수청구권 행사기간	시작일	2019년 02월 15일
	종료일	2019년 03월 08일
구주권제출기간	시작일	-
	종료일	-
매매거래 정지예정기간	시작일	-
	종료일	-
채권자 이의 제출기간	시작일	2019년 02월 15일
	종료일	2018년 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, 하나금융투자

표 2. 에스엘 라이팅의 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년 3분기 누적
매출액	312.7	380.2	336.1	345.6	899.2	752.3
영업이익	4.0	4.6	(10.5)	(14.1)	17.5	n/a
(영업이익률)	1.3%	1.2%	-3.1%	-4.1%	1.9%	n/a
순이익	13.6	10.6	(10.5)	(0.9)	31.7	50.2
자산	320.7	302.4	294.8	260.2	585.5	646.0
부채	133.3	104.4	109.2	74.0	164.8	191.7
자본	187.4	198.0	185.6	186.3	420.7	454.3

주: 에스엘 라이팅은 2017년 중으로 에스엘 서빙과 에스엘 라이텍을 흡수 합병했음
 자료: 에스엘 라이팅, 에스엘, 하나금융투자

표 3. 합병 전후 비교

(단위: 십억원)

구분	합병 전		합병 후 에스엘
	에스엘	에스엘 라이팅	
자산	906.7	585.5	1,492.2
부채	152.3	164.8	317.1
자본	754.4	420.7	1,175.1
부채비율	20.2%	39.2%	27.0%
매출액	720.9	899.2	1,620.1
매출총이익	80.8	113.0	193.8
영업이익	32.8	17.5	50.3
(영업이익률)	4.5%	1.9%	3.1%
당기순이익	132.1	31.7	163.8
(당기순이익률)	18.3%	3.5%	10.1%

주: 에스엘 실적은 개별 기준
 자료: 에스엘, 하나금융투자

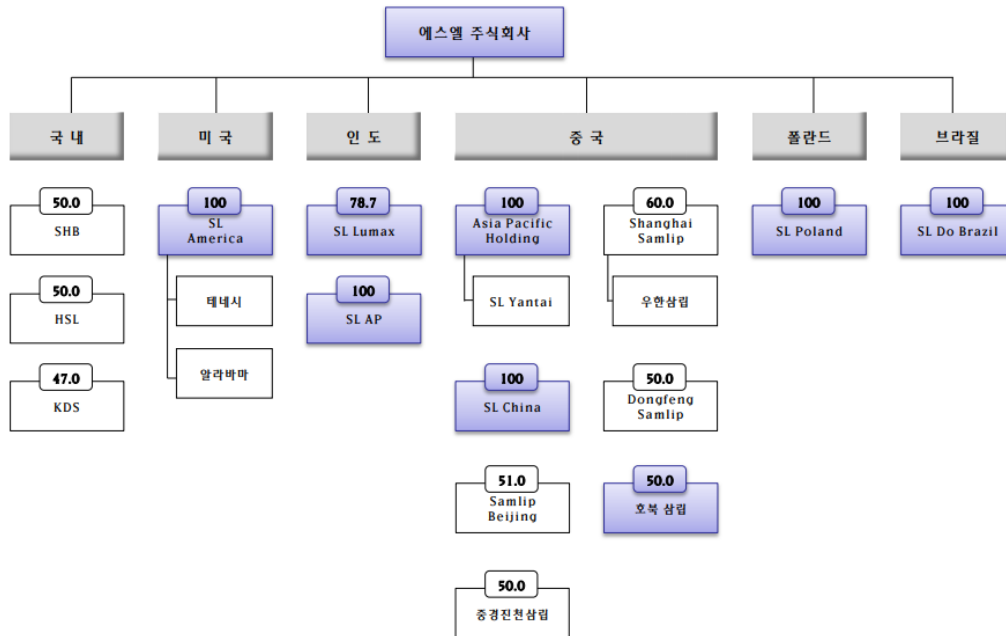
표 4. 합병 전후의 주요 주주 지분율 변화

(자료: %)

구분	에스엘	에스엘라이팅	합병 에스엘
에스엘		33.5	
이성엽	24.0	19.4	25.5
이충근	14.4	9.0	14.1
이승훈	11.8	8.2	11.9
이주환		9.7	4.3
기타 대주주	1.7	4.7	3.3
에스엘서봉재단		8.3	7.4
에스엘 라이팅 (자사주)	5.2		3.6
Stanley Electrics	5.0	7.3	6.8
국민연금	9.2		6.5
신영자산	7.1		5.0
기타 소액주주	21.7		11.5
합계	100	100	100

자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 1. 합병 후 지배구조



자료: 에스엘

표 5. 목표주가 산정

구분	단위	합병전	합병 후	변화율
2019년 순이익	십억원	74	128	73%
주식수	만주	3,387	4,820	42%
EPS	원	2,187	2,662	22%
목표 P/E	배	9	9	
목표주가	원	19,693	23,955	22%
목표 P/E 상향 시	배		10	
목표주가	원		26,616	

자료: 에스엘, 하나금융투자

추정 재무제표

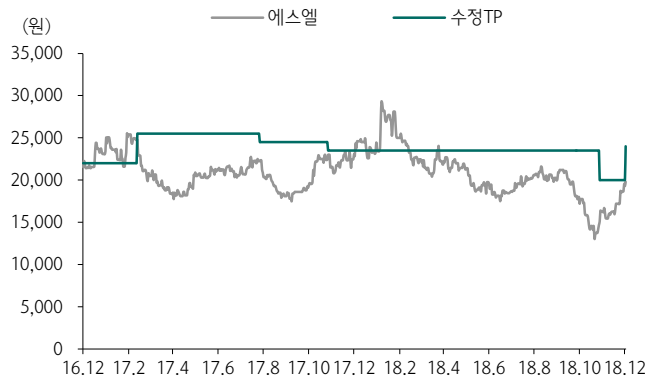
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,619.2	1,485.5	1,560.8	1,638.8	1,720.7
매출원가	1,413.6	1,323.4	1,399.2	1,450.9	1,521.9
매출총이익	205.6	162.1	161.6	187.9	198.8
판매비	106.3	107.3	123.3	128.2	132.7
영업이익	99.3	54.8	38.3	59.7	66.1
금융손익	(1.5)	(0.6)	0.2	1.0	1.6
중속/관계기업손익	50.3	31.2	35.1	36.0	37.1
기타영업외손익	5.7	24.0	3.8	4.5	5.9
세전이익	153.8	109.4	77.4	101.2	110.6
법인세	43.8	13.1	22.4	26.3	28.8
계속사업이익	110.0	96.2	55.0	74.9	81.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	110.0	96.2	55.0	74.9	81.8
비지배주주지분 손익	1.1	1.1	0.6	0.8	0.9
지배주주순이익	108.9	95.1	54.3	74.1	80.9
지배주주지분포괄이익	106.5	73.8	54.7	74.6	81.5
NOPAT	71.0	48.2	27.2	44.1	48.9
EBITDA	165.2	122.2	106.3	128.2	135.1
성장성(%)					
매출액증가율	16.1	(8.3)	5.1	5.0	5.0
NOPAT증가율	79.7	(32.1)	(43.6)	62.1	10.9
EBITDA증가율	36.2	(26.0)	(13.0)	20.6	5.4
영업이익증가율	56.9	(44.8)	(30.1)	55.9	10.7
(지배주주)순이익증가율	63.5	(12.7)	(42.9)	36.5	9.2
EPS증가율	63.5	(12.7)	(42.9)	36.3	9.2
수익성(%)					
매출총이익률	12.7	10.9	10.4	11.5	11.6
EBITDA이익률	10.2	8.2	6.8	7.8	7.9
영업이익률	6.1	3.7	2.5	3.6	3.8
계속사업이익률	6.8	6.5	3.5	4.6	4.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,217	2,810	1,605	2,187	2,389
BPS	26,519	28,436	29,641	31,428	33,417
CFPS	5,590	4,129	2,952	3,647	3,856
EBITDAPS	4,879	3,609	3,140	3,785	3,990
SPS	47,813	43,864	46,090	48,392	50,811
DPS	260	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	6.7	8.7	12.3	9.1	8.3
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
PCFR	3.9	5.9	6.7	5.4	5.1
EV/EBITDA	4.5	6.2	5.5	4.3	3.8
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	12.8	10.2	5.5	7.2	7.4
ROA	6.9	5.9	3.3	4.4	4.5
ROIC	11.0	7.3	4.2	6.7	7.2
부채비율	79.3	63.0	63.2	61.6	60.0
순부채비율	(0.5)	(9.0)	(9.6)	(12.0)	(14.7)
이자보상배율(배)	12.6	7.5	6.1	9.7	10.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	805.9	786.2	831.0	889.3	955.1
금융자산	277.0	308.4	305.1	337.2	375.6
현금성자산	120.4	108.9	95.5	117.1	144.4
매출채권 등	309.2	245.6	291.5	306.0	321.3
재고자산	142.9	141.3	149.3	156.8	164.6
기타유동자산	76.8	90.9	85.1	89.3	93.6
비유동자산	826.5	803.2	827.0	850.9	875.2
투자자산	354.3	369.9	388.6	408.0	428.4
금융자산	30.4	31.1	32.7	34.3	36.0
유형자산	418.1	373.0	380.3	386.4	391.6
무형자산	29.9	28.9	26.6	24.9	23.7
기타비유동자산	24.2	31.4	31.5	31.6	31.5
자산총계	1,632.3	1,589.5	1,658.0	1,740.1	1,830.3
유동부채	518.6	439.6	460.3	474.3	489.1
금융부채	222.2	186.4	173.9	173.9	173.9
매입채무 등	249.3	203.3	237.8	249.7	262.2
기타유동부채	47.1	49.9	48.6	50.7	53.0
비유동부채	203.3	174.7	181.9	189.2	197.0
금융부채	50.2	34.0	34.0	34.0	34.0
기타비유동부채	153.1	140.7	147.9	155.2	163.0
부채총계	721.8	614.4	642.1	663.6	686.1
지배주주지분	898.0	963.0	1,003.8	1,064.3	1,131.7
자본금	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	2.6	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
이익잉여금	734.6	820.0	860.8	921.3	988.7
비지배주주지분	12.5	12.1	12.1	12.2	12.5
자본총계	910.5	975.1	1,015.9	1,076.5	1,144.2
순금융부채	(4.5)	(88.0)	(97.2)	(129.3)	(167.6)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	97.2	146.9	80.1	103.3	108.3
당기순이익	110.0	96.2	55.0	74.9	81.8
조정	69.6	52.2	32.9	33.1	31.4
감가상각비	65.9	67.5	68.0	68.5	69.0
외환거래손익	3.5	(2.7)	1.6	2.0	0.8
지분법손익	(50.3)	(49.3)	(35.1)	(36.0)	(37.1)
기타	50.5	36.7	(1.6)	(1.4)	(1.3)
영업활동자산부채변동	(82.4)	(1.5)	(7.8)	(4.7)	(4.9)
투자활동 현금흐름	(89.4)	(119.4)	(68.4)	(68.9)	(68.3)
투자자산감소(증가)	33.2	21.4	15.7	15.9	16.0
유형자산감소(증가)	(67.9)	(55.6)	(70.0)	(70.0)	(70.0)
기타	(54.7)	(85.2)	(14.1)	(14.8)	(14.3)
재무활동 현금흐름	(20.6)	(35.3)	(26.1)	(13.5)	(13.5)
금융부채증가(감소)	(2.1)	(52.0)	(12.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.6)	26.2	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(8.9)	(9.5)	(13.5)	(13.5)	(13.5)
현금의 증감	(12.9)	(11.5)	(13.4)	21.6	27.2
Unlevered CFO	189.3	139.8	100.0	123.5	130.6
Free Cash Flow	25.6	87.2	10.1	33.3	38.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.12.20	BUY	24,000		
18.11.15	BUY	20,000	-15.59%	-2.25%
17.11.14	Neutral	23,500	-10.29%	24.68%
17.8.14	Neutral	24,500	-18.65%	-6.12%
17.3.2	BUY	25,500	-19.72%	-9.22%
16.12.13	BUY	22,000	5.64%	15.91%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 12월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 12월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 12월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.