

에스엘 (005850)

회계 이슈 발생

목표주가 1.3만원으로 하향

에스엘에 대한 투자 의견 'Neutral'을 유지하는 가운데, 목표주가를 기존 2.0만원에서 신규 1.3만원(12MF 추정 EPS에 목표 P/E 10배 적용)으로 하향한다. 목표주가는 5월 20일 밝혀진 회계기준 위반으로 인한 상장적격성 실질심사의 심의대상 해당 여부가 나오는 6월 10일까지 임시로 제시하는 것이고(추후 해당 여부에 따라 실질심사도 가능), 관련 이슈가 명확해진 후 실적/Valuation 변경이 발생할 경우 다시 제시할 예정이다.

인도법인의 회계기준 위반으로 검찰 통보

에스엘은 5월 20일 장 종료 후 회계처리기준 위반행위에 대한 검찰 통보 사실 등을 공시했다. 주요 위반 내용으로는 종속기업 영업이익의 과소/과대계상과 이연법인세부채의 과대계상이었다. 조사를 담당한 증권선물위원회는 에스엘의 인도 법인이 매출처의 단가인하 압력 우려로 2016~2017년 영업이익을 각각 129.8억원/119.2억원 과소계상했고, 2018년에는 재료비 상승으로 영업이익이 급감하자 영업이익을 111.7억원 과대계상했다고 명시했다. 이연법인세부채 과대계상에 관해서는 외국납부세액공제 효과를 미반영해 2013~2017년 각각 236.0억원/299.9억원/338.7억원/386.8억원/356.3억원 과대계상했다고 지적했다. 증권선물위원회는 관련 조치로 과징금 부과, 감사인 지정 3년, 담당임원 해임권고 및 직무정지 6월, 검찰통보 및 시정요구 등의 제재를 내렸다. 이와 관련하여, 거래소는 유가증권 상장규정 제 49조에 따라 6월 10일(추가 15일 가능)까지 상장적격성 실질심사의 심의대상 해당 여부를 결정할 예정이고, 이전까지는 매매거래가 정지된다. 만약 심의대상에 해당된다고 결정되면, 추가적으로 상장적격성 실질심사를 받게 되어 상장유지(=매매거래정지 해제) 혹은 상장폐지가 결정된다.

인도법인의 매출액/순이익 비중은 10%/11%

이번 회계 문제가 발생한 인도법인은 SL LUMAX LTD(지분율 78.72%)로 1997년도에 설립된 합작법인이다. 2019년 매출액/순이익은 18%/999% 증가한 2,300억원/92억원, 순이익률은 4.0%를 기록했다(연결 매출액/순이익 대비 비중 10.2%/10.8%). 이번 혐의에서 영업이익은 2016~2017년에 과소계상, 2018년에 과대계상된 것으로 공시되었는데, 정정된 공시 기준으로 인도법인의 순이익률은 2017년/2018년은 각각 6.1%/0.4%이다. 해당 조정으로 2019년 4월에 공시된 2018년 사업보고서 기준 에스엘의 연결 영업이익은 2017년/2018년 각각 548억원/167억원이었으나, +86억원/-121억원 조정되어 2020년 5월에 공시된 2019년 사업보고서에서는 각각 634억원/46억원으로 변경되었다.

Update

Neutral

| TP(12M): 13,000원(하향) | CP(5월 21일): 13,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,998.31
52주 최고/최저(원)	24,500/9,200
시가총액(십억원)	665.2
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	48,203.3
60일 평균 거래량(천주)	136.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
20년 배당금(예상, 원)	400
20년 배당수익률(예상, %)	2.90
외국인지분율(%)	14.31
주요주주 지분율(%)	
이성영 외 11인	63.31
국민연금공단	7.65
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.6 (21.8) (39.1)
상대	0.2 (18.0) (37.2)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,484.0	2,676.0
영업이익(십억원)	56.3	102.0
순이익(십억원)	77.3	107.7
EPS(원)	1,770	2,406
BPS(원)	26,849	28,870

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,598.6	2,262.2	2,282.4	2,556.3	2,658.5
영업이익	십억원	4.6	43.6	48.7	93.5	103.9
세전이익	십억원	30.1	81.9	72.1	125.6	139.3
순이익	십억원	25.1	85.8	54.0	94.1	104.3
EPS	원	743	1,921	1,120	1,951	2,163
증감률	%	(73.7)	158.5	(41.7)	74.2	10.9
PER	배	26.87	9.45	12.32	7.07	6.38
PBR	배	0.67	0.64	0.47	0.45	0.42
EV/EBITDA	배	8.66	5.84	3.02	2.27	1.78
ROE	%	2.51	7.25	3.92	6.56	6.89
BPS	원	29,693	28,392	29,127	30,694	32,473
DPS	원	400	400	400	400	400



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

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

표 1. 에스엘 루막스의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	항목	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
정정 공시	자산	72.8	91.1	92.2	86.6	94.6
	부채	19.5	32.6	29.8	28.5	29.3
	매출액	152.3	168.0	176.9	194.3	230.0
	순이익	10.5	5.0	10.7	0.8	9.2
	순이익률	6.9%	3.0%	6.1%	0.4%	4.0%
기존 공시	자산	72.8	91.1	90.2	81.8	94.6
	부채	19.5	32.6	33.3	30.0	29.3
	매출액	152.3	168.0	174.7	197.6	230.0
	순이익	10.5	5.0	5.1	8.0	9.2
	순이익률	6.9%	3.0%	2.9%	4.0%	4.0%

주: 3월 결산 기준이나, 지배기업과 동일 보고기간 재무정보 사용
 자료: 에스엘, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,598.6	2,262.2	2,282.4	2,556.3	2,658.5
매출원가	1,465.5	2,052.5	2,056.7	2,280.5	2,367.0
매출총이익	133.1	209.7	225.7	275.8	291.5
판매비	128.5	166.1	176.9	182.2	187.7
영업이익	4.6	43.6	48.7	93.5	103.9
금융손익	(0.3)	(2.2)	0.3	2.2	3.7
종속/관계기업손익	30.2	23.0	18.5	19.1	19.6
기타영업외손익	(4.4)	17.5	4.6	10.8	12.1
세전이익	30.1	81.9	72.1	125.6	139.3
법인세	4.9	(5.2)	17.3	30.2	33.4
계속사업이익	25.2	87.1	54.8	95.5	105.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.2	87.1	54.8	95.5	105.9
비배주주지분순이익	0.0	1.3	0.8	1.4	1.6
지배주주순이익	25.1	85.8	54.0	94.1	104.3
지배주주지분포괄이익	11.2	56.5	53.5	93.3	103.4
NOPAT	3.8	46.4	37.0	71.1	78.9
EBITDA	75.7	141.1	160.5	205.0	207.8
성장성(%)					
매출액증가율	7.5	41.5	0.9	12.0	4.0
NOPAT증가율	(92.8)	1,121.1	(20.3)	92.2	11.0
EBITDA증가율	(42.2)	86.4	13.7	27.7	1.4
영업이익증가율	(92.8)	847.8	11.7	92.0	11.1
(지배주주)순이익증가율	(73.7)	241.8	(37.1)	74.3	10.8
EPS증가율	(73.7)	158.5	(41.7)	74.2	10.9
수익성(%)					
매출총이익률	8.3	9.3	9.9	10.8	11.0
EBITDA이익률	4.7	6.2	7.0	8.0	7.8
영업이익률	0.3	1.9	2.1	3.7	3.9
계속사업이익률	1.6	3.9	2.4	3.7	4.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	743	1,921	1,120	1,951	2,163
BPS	29,693	28,392	29,127	30,694	32,473
CFPS	3,182	4,197	3,116	4,181	4,264
EBITDAPS	2,234	3,160	3,329	4,253	4,310
SPS	47,206	50,645	47,349	53,031	55,152
DPS	400	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	26.9	9.4	12.3	7.1	6.4
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PCFR	6.3	4.3	4.4	3.3	3.2
EV/EBITDA	8.7	5.8	3.0	2.3	1.8
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	2.5	7.3	3.9	6.6	6.9
ROA	1.5	4.3	2.5	4.3	4.6
ROIC	0.6	4.8	3.2	6.1	6.6
부채비율	69.2	64.9	48.5	49.4	47.9
순부채비율	(3.7)	(5.0)	(14.1)	(14.8)	(20.0)
이자보상배율(배)	0.5	4.2	4.4	8.5	9.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	887.7	1,399.2	1,384.9	1,513.7	1,650.3
금융자산	272.1	349.4	468.2	488.5	584.6
현금성자산	97.9	124.0	242.9	263.2	359.3
매출채권 등	325.3	557.9	456.5	511.3	531.7
재고자산	170.3	247.8	207.5	232.4	241.7
기타유동자산	120.0	244.1	252.7	281.5	292.3
비유동자산	842.7	874.4	716.1	714.1	683.2
투자자산	380.6	207.8	51.7	51.7	51.7
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	383.5	566.8	563.3	560.5	533.7
무형자산	18.7	20.3	21.5	22.4	18.3
기타비유동자산	59.9	79.5	79.6	79.5	79.5
자산총계	1,730.4	2,273.6	2,100.9	2,227.8	2,333.5
유동부채	539.7	729.4	644.9	693.9	712.2
금융부채	204.2	249.5	237.4	237.6	237.7
매입채무 등	273.2	393.3	285.3	319.5	332.3
기타유동부채	62.3	86.6	122.2	136.8	142.2
비유동부채	167.9	165.5	41.5	42.8	43.2
금융부채	30.4	30.9	30.9	30.9	30.9
기타비유동부채	137.5	134.6	10.6	11.9	12.3
부채총계	707.6	894.9	686.4	736.7	755.4
지배주주지분	1,005.5	1,360.5	1,396.0	1,471.4	1,557.2
자본금	16.9	24.1	24.1	24.1	24.1
자본잉여금	143.9	459.7	459.7	459.7	459.7
자본조정	0.0	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
기타포괄이익누계액	(22.8)	(27.2)	(27.2)	(27.2)	(27.2)
이익잉여금	867.5	912.0	947.4	1,022.9	1,108.7
비지배주주지분	17.3	18.2	18.6	19.7	20.8
자본총계	1,022.8	1,378.7	1,414.6	1,491.1	1,578.0
순금융부채	(37.5)	(69.0)	(199.9)	(220.0)	(316.1)

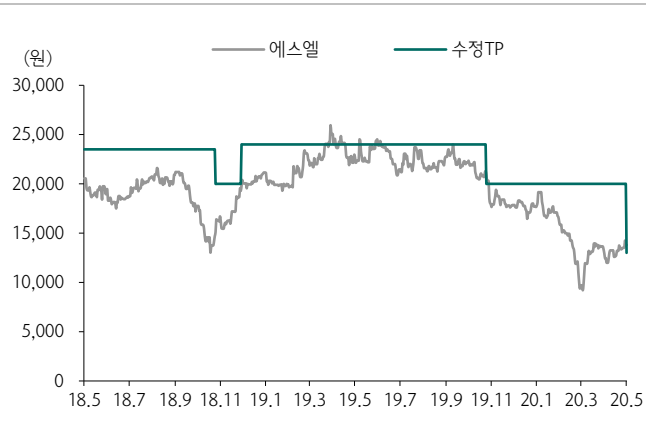
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	53.0	(41.0)	84.9	130.3	169.1
당기순이익	25.2	87.1	54.8	95.5	105.9
조정	87.5	102.0	93.4	93.2	85.0
감가상각비	71.1	97.5	111.7	111.5	103.9
외환거래손익	3.0	3.0	(0.5)	(0.3)	(1.0)
지분법손익	(30.2)	(20.0)	(18.5)	(19.1)	(19.6)
기타	43.6	21.5	0.7	1.1	1.7
영업활동자산부채변동	(59.7)	(230.1)	(63.3)	(58.4)	(21.8)
투자활동 현금흐름	(58.9)	21.3	65.7	(90.0)	(52.2)
투자자산감소(증가)	19.4	195.9	174.2	18.7	19.2
유형자산감소(증가)	(67.9)	(113.7)	(100.0)	(100.0)	(70.0)
기타	(10.4)	(60.9)	(8.5)	(8.7)	(1.4)
재무활동 현금흐름	(3.7)	45.7	(30.6)	(18.3)	(18.5)
금융부채증가(감소)	14.2	45.7	(12.1)	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.0	322.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	(309.0)	0.1	0.0	(0.1)
배당지급	(15.7)	(13.9)	(18.6)	(18.5)	(18.5)
현금의 증감	(11.0)	26.1	118.9	20.3	96.1
Unlevered CFO	107.8	187.5	150.2	201.6	205.5
Free Cash Flow	(22.6)	(158.4)	(15.1)	30.3	99.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.22	Neutral	13,000		
19.11.15	Neutral	20,000	-22.37%	1.50%
18.12.20	BUY	24,000	-7.95%	8.12%
18.11.15	BUY	20,000	-15.59%	-2.25%
18.5.15	Neutral	23,500	-19.39%	-6.60%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)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 2020년 05월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 05월 22일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.