한화투자증권

2021년 4월 30일
기업분석

에스엘 (005850)

1Q21 Preview: 반도체 영향 미미해 기대치 상회 전망

▶Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(유지): 33,000원

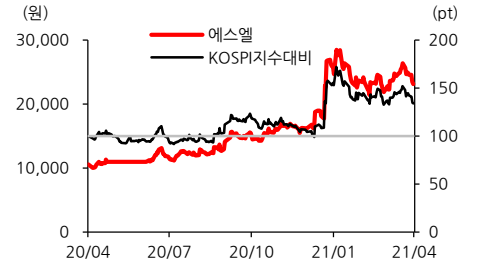
현재 주가(4/29)	23,200원
상승여력	▲42.2%
시가총액	11,183억원
발행주식수	48,203천주
52 주 최고가 / 최저가	28,500 / 10,043원
90 일 일평균 거래대금	85.97억원
외국인 지분율	14.5%
주주 구성	
이성엽 (외 12 인)	63.5%
StanleyElectric (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.1	-6.1	55.2	119.7
상대수익률(KOSPI)	-1.4	-12.7	18.8	56.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,262	2,505	2,948	3,290
영업이익	44	93	170	213
EBITDA	141	215	302	353
지배주주순이익	86	66	135	169
EPS	1,550	1,206	2,923	3,679
순차입금	-69	-64	-69	-98
PER	9.3	13.5	7.9	6.3
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.7	3.3	3.5	2.9
배당수익률	2.8	3.1	2.2	2.2
ROE	7.3	4.7	9.2	10.7

주가 추이



에스엘은 핵심 고객사의 양호한 출하에 힘입어 시장 기대치를 상회하는 1Q21 실적을 달성할 전망입니다. 2Q21 완성차 생산 차질 우려가 있으나, 핵심 성장 포인트와 Valuation 매력에는 변함이 없습니다.

1Q21 실적 Preview: 컨센서스 상회 전망

에스엘의 1Q21 예상 실적은 매출액 7,104억원(+15.9%, 이하 YoY), 영업이익 401억원(+30.8%), 당기순이익 313억원(+254.2%)으로 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 이는 ①예상보다 양호했던 현대차·기아(이하 HMG) 글로벌 출하량(에스엘 램프 영업지역 기준 당사 추정 대비 +8.5%), ②HMG 신차 사이클 수혜, ③헤드램프 ASP 개선 등에 근거한다.

반도체 부족 우려 상존하나, 구조적 ASP 상승세 지속

당사는 2Q21~3Q21 반도체 부족에 따른 완성차 생산 차질 우려와 4Q21 종업원급여 증가 가능성(성과급 등)을 반영해 에스엘의 동기간 예상 실적을 보수적으로 재추정했다(2Q21~4Q21 합산 OP -6.1%). 그러나 ①강건한 주요국 완성차 수요, ②에스엘의 높은 HMG 신차 노출도(E-GMP 전기차, 제네시스, 투싼 등), ③2H21 GM 2개 차종向 헤드램프 신규 공급 등을 감안하면 2Q21 이후 반도체 수급 개선 시 추정치를 상회하는 실적 달성이 가능할 것으로 예상한다.

한편 반도체 이슈에도 불구하고 LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 구조적인 ASP 상승세는 지속될 것이다. 이는 ①E-GMP 전기차·제네시스 GV70 등 주요 신차 LED 헤드램프 기본 탑재, ②내수·북미 소비자 상위 트림 및 옵션 채택률 증가 추세 등에 기인한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 33,000원 유지

투자의견과 목표주가를 유지한다. 고객사 생산 차질 심화 가능성을 반영해 2Q21~4Q21 실적 추정치를 소폭 하향 조정했으나 ①핵심 투자 포인트(LED 헤드램프 침투율↑, 美 테네시공장 손익 회복, 고객사 내 입지 강화)가 유효하고, ②1Q21 예상 실적 호조로 연간 실적 조정폭은 제한적이기 때문이다. 최근 실적 우려로 부품사 전반에 주가 조정이 나타나고 있으나, 에스엘은 양호한 실적 확인 시 Valuation 매력이 부각될 것이다('21F PER ▷ 에스엘: 7.9x, 글로벌 램프 Peer 평균: 16.6x).

[표1] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망 (단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	2,505	2,948	3,290	613	420	682	789	710	715	722	800
램프	2,005	2,448	2,752	476	360	569	601	588	595	603	661
Chassis	326	390	423	87	48	89	102	96	92	92	110
기타	174	110	115	51	13	24	87	26	28	27	29
영업이익	93	170	213	31	-14	44	32	40	41	43	46
순이익	64	136	171	9	-6	23	38	31	33	34	37
yoy 증가율											
매출액	10.7%	17.7%	11.6%	56.0%	-34.3%	19.4%	20.0%	15.9%	70.1%	5.8%	1.4%
영업이익	113.7%	82.1%	25.8%	흑전	적전	8575.1%	180.8%	30.8%	흑전	-3.3%	43.1%
순이익	-26.3%	111.1%	26.1%	21.6%	적전	22.4%	131.6%	254.2%	흑전	43.9%	-1.0%
이익률											
영업이익	3.7%	5.8%	6.5%	5.0%	-3.3%	6.4%	4.1%	5.6%	5.7%	5.9%	5.8%
순이익	2.6%	4.6%	5.2%	1.4%	-1.3%	3.4%	4.8%	4.4%	4.7%	4.7%	4.6%

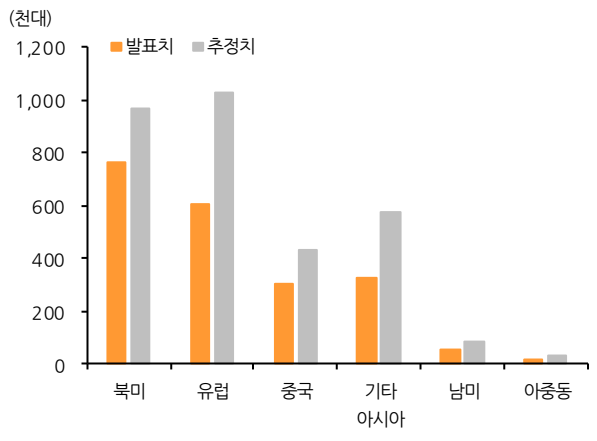
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 에스엘 연간 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억 원)

	변경 전		변경 후		차이	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
매출액	2,957	3,256	2,948	3,290	-0.3%	1.0%
영업이익	177	211	170	213	-4.0%	1.1%
margin	*6.0%*	*6.5%*	*5.8%*	*6.5%*	*-0.2%p*	*0.0%p*
순이익	142	168	136	171	-4.6%	1.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

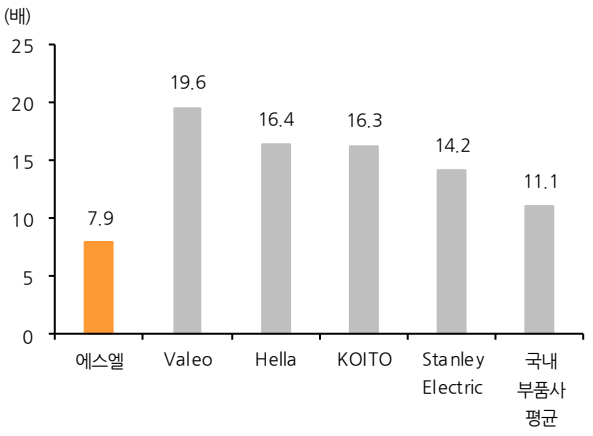
[그림1] 반도체 부족에 따른 글로벌 완성차 생산 차질 규모



주: 4월 26일 누적 기준

자료: AutoForecast Solutions, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 `21F PER



주: 에스엘은 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,599	2,262	2,505	2,948	3,290
매출총이익	133	210	255	354	404
영업이익	5	44	93	170	213
EBITDA	76	141	215	302	353
순이자손익	0	-2	-2	-3	-2
외화관련손익	-2	2	-26	2	2
지분법손익	30	23	7	7	8
세전계속사업손익	30	82	89	176	222
당기순이익	25	87	64	136	171
지배주주순이익	25	86	66	135	169
증가율(%)					
매출액	7.3	41.5	10.7	17.7	11.6
영업이익	-92.8	852.5	113.7	82.1	25.8
EBITDA	-43.6	86.5	52.3	40.3	17.2
순이익	-74.8	246.1	-26.3	111.1	26.1
이익률(%)					
매출총이익률	8.3	9.3	10.2	12.0	12.3
영업이익률	0.3	1.9	3.7	5.8	6.5
EBITDA 이익률	4.7	6.2	8.6	10.2	10.7
세전이익률	1.9	3.6	3.6	6.0	6.8
순이익률	1.6	3.8	2.6	4.6	5.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	888	1,399	1,440	1,631	1,837
현금성자산	272	349	371	392	451
매출채권	324	556	637	679	759
재고자산	170	248	245	301	336
비유동자산	843	874	899	934	979
투자자산	441	443	275	275	278
유형자산	383	567	605	638	678
무형자산	19	20	19	21	23
자산총계	1,730	2,274	2,339	2,565	2,815
유동부채	540	729	774	855	935
매입채무	247	343	369	396	430
유동성이자부채	204	249	285	292	320
비유동부채	168	165	140	182	194
비유동이자부채	30	31	22	30	32
부채총계	708	895	914	1,038	1,128
자본금	17	24	24	24	24
자본잉여금	144	460	460	460	460
이익잉여금	867	912	972	1,084	1,230
자본조정	-23	-35	-46	-57	-45
자기주식	0	-8	-13	-13	-13
자본총계	1,023	1,379	1,425	1,527	1,687

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	53	-41	163	190	255
당기순이익	25	87	64	136	171
자산상각비	71	98	122	132	140
운전자본증감	-60	-230	-110	-96	-95
매출채권 감소(증가)	-83	-24	-60	-42	-80
재고자산 감소(증가)	-21	-58	-15	-56	-35
매입채무 증가(감소)	75	-33	4	27	34
투자현금흐름	-59	21	-171	-199	-230
유형자산처분(취득)	-68	-114	-156	-175	-195
무형자산 감소(증가)	-8	-7	-7	-9	-10
투자자산 감소(증가)	34	191	3	-41	-32
재무현금흐름	-4	46	21	-12	2
차입금의 증가(감소)	7	61	44	15	30
자본의 증가(감소)	-16	-14	-19	-23	-23
배당금의 지급	-16	-14	-19	-23	-23
총현금흐름	108	187	265	286	350
(-)운전자본증가(감소)	39	290	10	96	95
(-)설비투자	76	117	164	185	202
(+)자산매각	0	-3	2	1	-2
Free Cash Flow	-7	-223	92	6	51
(-)기타투자	38	-11	111	-26	-7
잉여현금	-45	-212	-19	32	57
NOPLAT	4	32	67	131	164
(+) Dep	71	98	122	132	140
(-)운전자본투자	39	290	10	96	95
(-)Capex	76	117	164	185	202
OpFCF	-40	-278	14	-18	7

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	592	1,550	1,206	2,923	3,679
BPS	23,668	22,498	29,241	31,342	34,634
DPS	400	400	500	500	500
CFPS	2,536	3,387	4,862	5,928	7,262
ROA(%)	1.5	4.3	2.8	5.5	6.3
ROE(%)	2.5	7.3	4.7	9.2	10.7
ROIC(%)	0.6	3.6	5.8	10.5	12.0
Multiples(x,%)					
PER	26.9	9.3	13.5	7.9	6.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PCR	6.3	4.3	3.3	3.9	3.2
EV/EBITDA	8.4	5.7	3.3	3.5	2.9
배당수익률	2.5	2.8	3.1	2.2	2.2
안정성(%)					
부채비율	69.2	64.9	64.1	67.9	66.9
Net debt/Equity	-3.7	-5.0	-4.5	-4.5	-5.8
Net debt/EBITDA	-49.5	-48.9	-29.8	-22.8	-27.8
유동비율	164.5	191.8	186.1	190.7	196.5
이자보상배율(배)	0.5	4.2	11.5	20.5	23.6
자산구조(%)					
투하자본	47.0	58.9	64.7	66.1	66.3
현금+투자자산	53.0	41.1	35.3	33.9	33.7
자본구조(%)					
차입금	18.7	16.9	17.7	17.5	17.3
자기자본	81.3	83.1	82.3	82.5	82.7

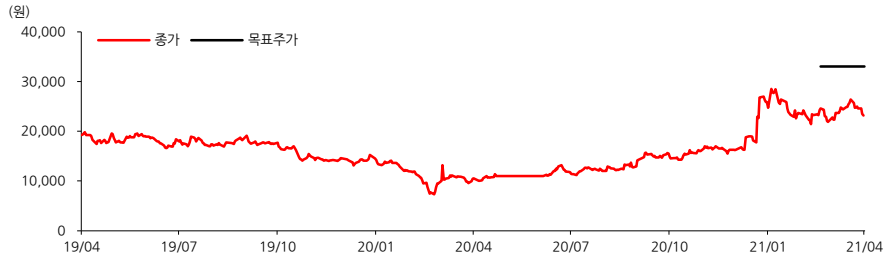
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 4 월 30 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준호)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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 책임소재에 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		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		박준호	33,000	33,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.19	Buy	33,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2021 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%