

에스엘 (005850)

1Q 크게 상회. 목표주가 대폭 상향

목표주가를 3.6만원으로 상향

에스엘에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 시장 기대치를 크게 상회한 1분기 실적을 반영하여 실적 추정치를 상향하는 동시에 목표주가가 3.6만원(목표 P/E 10배로 상향. 높아진 수익성 반영)으로 대폭 상향한다. 1분기의 서프라이즈한 실적은 에스엘이 합병을 통해 목표하는 바를 잘 보여 주었다고 평가한다. 고객사들의 생산증가와 상대적 고가 아이템 납품에 기반한 믹스개선, 그리고 이에 수반되는 비용의 절감노력 등이 어우러져 관계사들 합병 후 커진 몸집과 더불어 수익성도 개선된 것이다. 주가는 전년 3분기 이후 이러한 기대감을 반영해 왔지만, 실적 개선의 속도가 빨라 Valuation은 여전히 P/E 7배로 낮은 바 추가적으로 반영할 수 있다는 판단이다.

1Q21 Review: 영업이익률 7.7% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 크게 상회했다(영업이익 기준 +38%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 21%/85% 증가한 7,404억원/568억원(영업이익률 7.7%, +2.7%p (YoY))을 기록했다. 유럽/남미 매출액이 17%/9% (YoY) 감소했지만, 한국/북미/중국/인도 매출액이 전년의 낮은 기저와 고객사들의 생산증가에 힘입어 각각 19%/14%/70%/33% (YoY) 증가하면서 외형 성장을 이끌었다. 제품별 매출액은 램프/샷시가 각각 26%/9% (YoY) 증가했다. 외형 성장에 따른 고정비 부담 완화와 더불어 판관비의 절감에 힘입어 영업이익률은 무려 7.7%까지 개선되었다. 외형이 20% 성장한 에스엘 본사에서 매출총이익률이 0.8%p (YoY) 개선된 가운데, 판관비 중 전년 동기에 발생했던 보증수리비의 감소(-135억원 (YoY))와 지급수수료의 감소(-22억원 (YoY))가 전체 이익 증가에 크게 기여했다. 미국/중국 법인의 손익도 개선되었고(순이익 기준 각각 -15억원/-33억원 → +17억원/-2억원), 인도 2개법인의 합산 매출액이 37% (YoY) 증가하고, 합산 순이익은 +63억원 개선된 것도 실적 개선 요인으로 작용했다. 전체적으로 고객사들(현대차/기아/GM)의 생산증가와 고가 차종 위주의 신차로 인한 믹스개선 효과로 외형이 성장한 가운데, 비용 통제와 일회성 비용의 제거로 영업 레버리지 효과가 잘 발현된 것으로 판단한다. 중국 지분법 법인들의 매출액/이익도 개선되는 등 지분법이익도 51억원으로 증가했다(vs. 1Q20 -24억원).

연간 매출액 3조원 시대의 개막

에스엘은 최근 몇 년간 지속적으로 관계기업들을 흡수합병하면서 외형을 키워왔다. 2017년 연결 매출액/영업이익이 1,49조원/634억원이었는데, 합병 효과로 2020년 매출액/영업이익은 2,50조원/932억원으로 증가했다. COVID-19발 수요충격에서 벗어나고 고객사들의 신차 프로그램으로의 납품, 그리고 고가 라인업(GV80/GV70/아이오닉5/EV6 등)으로의 LED 램프의 납품 등이 예정된 2021년에는 연간 매출액 3조원 시대로 접어들 것으로 전망한다. 2분기 차량용 반도체 공급부족에 따른 고객사 생산차질의 영향이 일부 있겠지만, 중국 법인들의 회복과 한국/미국/인도 법인들의 외형 성장에 힘입어 2분기~4분기에 걸쳐 분기 7천억원~8천억원 매출액이 예상된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 36,000원(상향) | CP(5월17일): 26,350원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,134.52
52주 최고/최저(원)	28,500/11,050
시가총액(십억원)	1,270.2
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	48,203.3
60일 평균 거래량(천주)	302.1
60일 평균 거래대금(십억원)	7.5
21년 배당금(예상, 원)	500
21년 배당수익률(예상, %)	1.90
외국인지분율(%)	14.64
주요주주 지분율(%)	
이성업 외 11인	63.48
Stanley Electric	6.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.2) 62.7 95.2
상대	1.9 31.8 20.0

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,936.0	3,217.8
영업이익(십억원)	177.3	214.4
순이익(십억원)	144.8	174.1
EPS(원)	2,962	3,566
BPS(원)	32,923	36,040

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,262.2	2,505.0	3,000.0	3,164.9	3,259.8
영업이익	십억원	43.6	93.2	202.6	217.9	224.4
세전이익	십억원	81.9	89.0	224.0	246.4	249.5
순이익	십억원	85.8	65.7	174.2	191.6	194.0
EPS	원	1,921	1,362	3,613	3,974	4,024
증감율	%	158.55	(29.10)	165.27	9.99	1.26
PER	배	9.45	11.93	7.29	6.63	6.55
PBR	배	0.64	0.55	0.81	0.73	0.66
EV/EBITDA	배	5.84	3.42	3.03	2.49	2.03
ROE	%	7.25	4.74	11.73	11.65	10.69
BPS	원	28,392	29,505	32,640	36,137	39,683
DPS	원	400	500	500	500	500



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

RA **안영준**
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

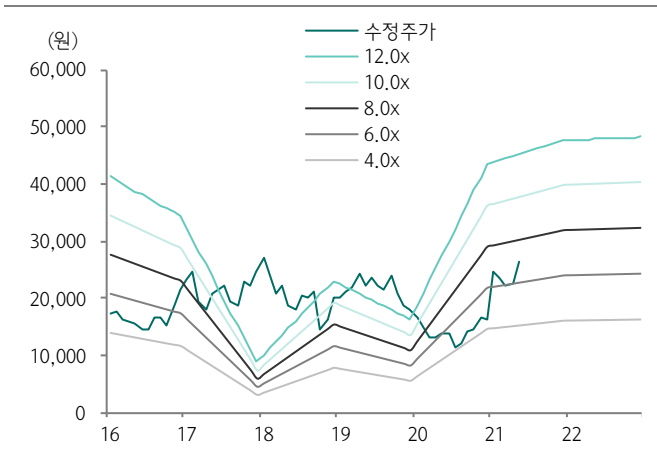
표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	613	420	682	789	740	753	696	811	2,262	2,505	3,000	3,165
한국	329	320	344	432	392	1,233	1,385	2,053	1,155	1,425	1,626	1,699
북미	155	36	179	179	177	234	760	936	571	549	683	709
중국	28	41	55	57	47	129	224	257	191	181	218	260
인도	79	17	85	96	104	238	331	427	269	276	398	417
유럽	13	5	10	15	11	26	43	54	53	43	50	54
남미	9	1	9	10	9	1	8	7	21	30	24	25
기타	1	0	0	0	1	2	3	4	2	2	2	2
영업이익	31	-14	44	32	57	55	36	55	44	93	203	218
세전이익	18	-7	37	42	71	59	38	56	82	89	224	246
순이익	9	-6	23	38	53	45	29	44	87	64	170	187
지배주주순이익	9	-4	23	38	55	46	29	45	86	66	174	192
(YoY)												
매출액	56	-34	19	20	21	79	2	3	42	11	20	5
한국	121	-9	19	18	19	286	303	375	91	23	14	5
북미	16	-74	20	20	14	551	325	423	8	-4	25	4
중국	-38	-15	25	6	70	214	305	350	-9	-5	20	19
인도	49	-74	7	30	33	1,345	290	347	32	2	44	5
유럽	5	-61	-29	18	-17	385	332	254	4	-18	16	7
남미			-16	0	-9	-15	-15	-28		42	-20	4
기타	-1	-99	-103	-104	-12	675	628	1,107	-6	-16	0	0
영업이익	-965	적전	8,575	181	85	흑전	-19	70	853	114	118	8
세전이익	112	적전	104	400	302	흑전	2	34	172	9	152	10
순이익	22	적전	43	98	506	흑전	22	16	246	-26	165	10
지배주주순이익	40	적전	44	92	518	흑전	24	19	241	-23	165	10
이익률												
영업이익률	5.0	-3.3	6.4	4.1	7.7	7.3	5.1	6.8	1.9	3.7	6.8	6.9
세전이익률	2.9	-1.8	5.4	5.3	9.7	7.8	5.4	7.0	3.6	3.6	7.5	7.8
순이익률	1.4	-1.3	3.4	4.8	7.2	5.9	4.1	5.4	3.8	2.6	5.7	5.9

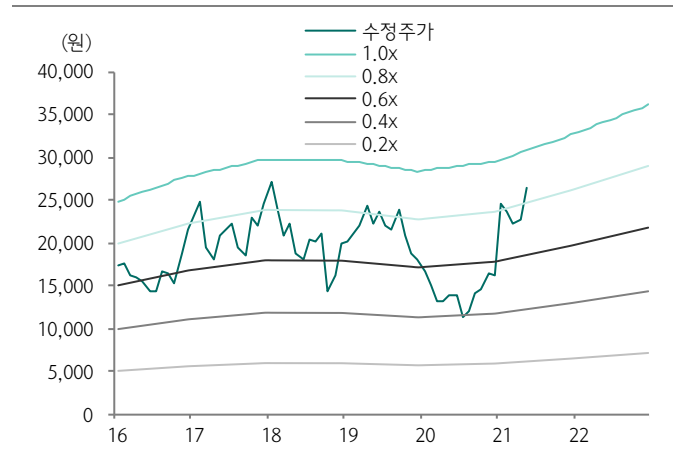
자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 1. 에스엘의 P/E Band



자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 2. 에스엘의 P/B Band



자료: 에스엘, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,262.2	2,505.0	3,000.0	3,164.9	3,259.8
매출원가	2,052.5	2,250.2	2,619.0	2,761.5	2,844.3
매출총이익	209.7	254.8	381.0	403.4	415.5
판매비	166.1	161.6	178.3	185.5	191.1
영업이익	43.6	93.2	202.6	217.9	224.4
금융손익	(2.2)	0.1	0.5	3.8	5.5
종속/관계기업손익	23.0	6.6	21.0	21.6	22.3
기타영업외손익	17.5	(10.9)	(0.1)	3.2	(2.7)
세전이익	81.9	89.0	224.0	246.4	249.5
법인세	(5.2)	24.8	53.8	59.1	59.9
계속사업이익	87.1	64.2	170.3	187.3	189.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	87.1	64.2	170.3	187.3	189.6
비배주주지분 손익	1.3	(1.5)	(3.9)	(4.3)	(4.3)
지배주주순이익	85.8	65.7	174.2	191.6	194.0
지배주주지분포괄이익	56.5	72.2	176.5	194.2	196.6
NOPAT	46.4	67.2	154.0	165.6	170.6
EBITDA	141.1	215.0	329.9	349.5	359.5
성장성(%)					
매출액증가율	41.51	10.73	19.76	5.50	3.00
NOPAT증가율	1,121.05	44.83	129.17	7.53	3.02
EBITDA증가율	86.39	52.37	53.44	5.94	2.86
영업이익증가율	847.83	113.76	117.38	7.55	2.98
(지배주주)순이익증가율	241.83	(23.43)	165.14	9.99	1.25
EPS증가율	158.55	(29.10)	165.27	9.99	1.26
수익성(%)					
매출총이익률	9.27	10.17	12.70	12.75	12.75
EBITDA이익률	6.24	8.58	11.00	11.04	11.03
영업이익률	1.93	3.72	6.75	6.88	6.88
계속사업이익률	3.85	2.56	5.68	5.92	5.82

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,399.2	1,440.4	1,641.4	1,824.3	1,992.7
금융자산	349.4	371.4	581.1	706.9	842.3
현금성자산	124.0	133.1	342.8	468.5	603.9
매출채권	536.5	624.6	546.5	576.5	593.8
재고자산	247.8	245.2	287.1	302.9	312.0
기타유동자산	265.5	199.2	226.7	238.0	244.6
비유동자산	874.4	898.6	921.4	939.8	959.4
투자자산	207.8	208.4	208.4	208.4	213.1
금융자산	51.7	51.7	51.7	51.7	51.7
유형자산	566.9	605.1	627.0	644.8	659.3
무형자산	20.2	18.8	19.7	20.3	20.7
기타비유동자산	79.5	66.3	66.3	66.3	66.3
자산총계	2,273.6	2,339.0	2,562.7	2,764.1	2,952.0
유동부채	729.4	774.1	827.3	856.7	873.6
금융부채	249.5	285.5	277.5	277.5	277.5
매입채무	283.0	317.5	342.5	361.3	372.2
기타유동부채	196.9	171.1	207.3	217.9	223.9
비유동부채	165.5	139.7	163.0	170.7	175.2
금융부채	30.9	22.0	22.0	22.0	22.0
기타비유동부채	134.6	117.7	141.0	148.7	153.2
부채총계	894.9	913.8	990.3	1,027.4	1,048.8
지배주주지분	1,360.5	1,409.6	1,560.7	1,729.2	1,900.2
자본금	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
자본잉여금	459.7	459.7	459.7	459.7	459.7
자본조정	(8.1)	(12.7)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
기타포괄이익누계액	(27.2)	(33.7)	(33.7)	(33.7)	(33.7)
이익잉여금	912.0	972.2	1,123.3	1,291.9	1,462.8
비지배주주지분	18.2	15.6	11.7	7.5	3.1
자본총계	1,378.7	1,425.2	1,572.4	1,736.7	1,903.3
순금융부채	(69.0)	(64.0)	(281.7)	(407.4)	(542.8)

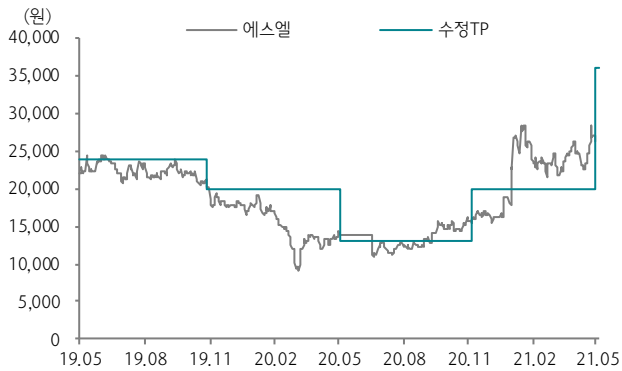
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,921	1,362	3,613	3,974	4,024
BPS	28,392	29,505	32,640	36,137	39,683
CFPS	4,197	5,491	6,930	7,450	7,630
EBITDAPS	3,160	4,460	6,843	7,250	7,458
SPS	50,645	51,968	62,236	65,657	67,627
DPS	400	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	9.45	11.93	7.29	6.63	6.55
PBR	0.64	0.55	0.81	0.73	0.66
PCR	4.32	2.96	3.80	3.54	3.45
EV/EBITDA	5.84	3.42	3.03	2.49	2.03
PSR	0.36	0.31	0.42	0.40	0.39
재무비율(%)					
ROE	7.25	4.74	11.73	11.65	10.69
ROA	4.29	2.85	7.11	7.19	6.79
ROIC	5.93	7.07	15.74	16.12	16.12
부채비율	64.91	64.12	62.98	59.16	55.10
순부채비율	(5.00)	(4.49)	(17.91)	(23.46)	(28.52)
이자보상배율(배)	4.15	11.53	24.28	26.46	27.25

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(41.0)	162.8	277.5	300.6	314.4
당기순이익	87.1	64.2	170.3	187.3	189.6
조정	10	21	12	12	13
감가상각비	97.5	121.8	127.2	131.6	135.1
외환거래손익	3.0	14.7	8.7	11.0	15.3
지분법손익	(20.0)	(6.6)	(21.0)	(21.6)	(22.3)
기타	(70.5)	(108.9)	(102.9)	(109.0)	(115.1)
영업활동 자산부채 변동	(230.1)	(109.7)	(9.8)	(9.0)	(5.2)
투자활동 현금흐름	21.3	(171.4)	(137.0)	(138.6)	(147.1)
투자자산감소(증가)	195.9	6.0	21.0	21.6	17.6
자본증가(감소)	(113.7)	(155.8)	(140.0)	(140.0)	(140.0)
기타	(60.9)	(21.6)	(18.0)	(20.2)	(24.7)
재무활동 현금흐름	45.7	21.3	(31.1)	(23.0)	(23.0)
금융부채증가(감소)	45.7	27.1	(8.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	322.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(309.0)	12.8	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(13.9)	(18.6)	(23.0)	(23.0)	(23.0)
현금의 증감	26.1	12.7	206.1	125.7	135.4
Unlevered CFO	187.5	264.7	334.1	359.1	367.8
Free Cash Flow	(158.4)	(1.6)	137.5	160.6	174.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.18	BUY	36,000	-	-
20.11.23	BUY	20,000	10.50%	42.50%
20.5.22	Neutral	13,000	3.23%	-15.00%
19.11.15	Neutral	20,000	-22.63%	-54.00%
18.12.20	BUY	24,000	-7.94%	8.12%
18.11.15	BUY	20,000	-14.89%	-1.00%

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	91.97%	8.03%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 5월 17일

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 2021년 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2021년 5월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.