한화투자증권

2025년 5월 29일
기업분석

에스엘 (005850)

하반기 북미 생산 비중 확대, 내년 대규모 수주 물량의 매출 전환 시작

▶Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(하향): 43,000원

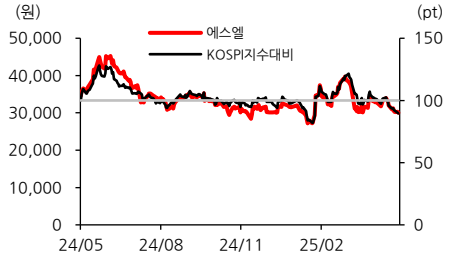
현재 주가(5/28)	30,550원
상승여력	▲40.8%
시가총액	14,190억원
발행주식수	46,449천주
52 주 최고가 / 최저가	45,250 / 27,200원
90 일 일평균 거래대금	63.19억원
외국인 지분율	16.3%
주주 구성	
이성엽 (외 10 인)	62.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
StanleyElectric (외 1 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.8	-11.2	-2.1	-11.7
상대수익률(KOSPI)	-12.6	-16.6	-8.7	-9.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,839	4,973	5,075	5,536
영업이익	386	395	406	448
EBITDA	539	559	581	641
지배주주순이익	336	368	353	375
EPS	7,223	7,998	7,673	8,135
순차입금	50	-24	-38	-156
PER	4.9	3.8	4.0	3.8
PBR	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.2	2.5	2.4	2.0
배당수익률	2.5	4.0	3.9	4.3
ROE	18.8	17.4	14.6	13.9

주가 추이



1Q 북미/인도 매출 성장 둔화를 견조한 국내 매출 실적을 통해 만회

동사의 1Q25 매출액은 1.2조원(-1.0% 이하 YoY), 영업이익 1,193억원(-14.1%)으로 성장세가 둔화된 실적을 기록. 동사 매출의 35%를 차지하는 북미 시장에서는 GM 주요 모델(말리부, 터레인 등) 단산으로 GM向 램프 매출이 감소했으며, 인도의 경우는 사급 물량에 대한 매출 인식 방식 변경 영향으로 분기별 약 100억원의 매출 감소 영향이 발생. 반면, 국내시장의 경우는 주요 고객사의 미국 관세 영향 최소화를 위한 사전 생산 물량 증가로 1Q 매출 5,724억원(+11.9%) 기록하며 견조한 실적을 통해 북미/인도 매출 둔화 영향을 만회.

하반기 북미 비중 점진적 증가, 국내는 신차 중심 매출 통해 영향 최소화

1Q 성장이 다소 둔화된 모습이었으나, 동사의 '25년 매출액은 5.07조원(+2.0%), 영업이익 4,063억원(+2.8% YoY)으로 안정적 성장이 지속될 것으로 예상. 북미의 경우 HMGMA ramp-up을 비롯하여 알라바마/조지아 등 현지 생산 비중을 높이고 있는 현대차그룹向 물량 증가 예상되며, GM向 매출의 경우 비록 1Q에는 기존 모델 단산 영향이 존재했고 하반기 관세 영향으로 인한 수요 둔화 가능성이 존재하는 상황이나, '25.4월까지 YTD 기준 GM의 미국 현지 판매량은 전년 동기 대비 17.6% 증가를 기록했으며, 18%대 M/S를 시현 중인 만큼 하반기 M/S 유지 중심의 판매 증가세 지속 노력으로 동사 판매 물량 영향은 낮을 것으로 예상.

국내의 경우 하반기 관세 영향에 따른 미국 수출 물량 감소 및 지역별 매크로 불확실성에 따른 수요 둔화 우려가 상존하나, 상대적으로 수요가 견조한 HEV 및 EV3 향 물량 등 xEV 중심 매출 증가를 통해 매출 영향을 최소화할 것으로 전망. 특히, 팰리세이드 HEV 물량 증가와 EV4 출시에 따른 xEV 신차 중심의 동사 램프 및 전동화(BMS, SBCM, E-shifter 등) 제품의 매출 성장 기대.

관세 불확실성 속 '26년부터 대규모 수주 물량의 매출 전환 시작

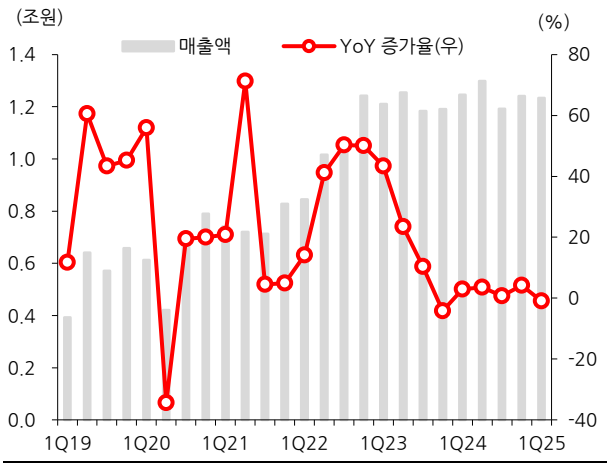
'23년을 기점으로 급증('22년 대비 390% 증가)한 수주 물량은 '26년부터 매출로 이어지며 동사의 이익 체력을 한 층 업그레이드할 전망. LED 헤드램프 이외에 그릴, 무드램프 등 신규 수주를 통한 아이템 확장으로 동사는 전통적인 램프류 대비 높은 ASP와 아이템 다양화를 통해 매출 증가 및 수익성 개선이 가시화될 것으로 기대. 인도의 경우도 현대차의 현지 생산 CAPA 증설('26년초 +25만대) 및 '현대차-GM 공급망 협력' 가능성에 따라 동사의 안정적 현지 매출 확대 예상. 다만, 관세 영향 등 자동차 업황 전반의 투자심리 위축은 동사 밸류에이션에 부담. 기존 멀티플 5% 할인 적용하여 목표 주가 43,000원으로 하향.

[표1] 에스엘의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,246	1,298	1,192	1,237	1,234	1,336	1,204	1,301	4,973	5,075	5,536
지역별 매출											
한국	560	609	508	614	572	612	487	568	2,292	2,240	2,295
중국	56	56	50	70	58	59	53	66	231	237	237
북미	424	427	437	411	408	449	457	459	1,701	1,774	2,080
인도	163	157	162	104	158	164	166	163	586	651	735
기타	42	50	35	41	37	51	40	45	167	173	189
지역별 매출 비중											
한국	45.0	46.9	42.6	49.6	46.4	45.8	40.5	43.6	46.1	44.1	41.5
중국	4.5	4.3	4.2	5.7	4.7	4.4	4.4	5.1	4.6	4.7	4.3
북미	34.1	32.9	36.7	33.3	33.1	33.6	38.0	35.3	34.2	35.0	37.6
인도	13.1	12.1	13.6	8.4	12.8	12.3	13.8	12.5	11.8	12.8	13.3
기타	3.4	3.8	2.9	3.3	3.0	3.8	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4
부문별 매출											
램프	995	1,045	938	982	943	1,063	954	1,030	3,961	3,989	4,368
전동화	130	140	135	138	173	162	142	153	543	629	699
기타	121	113	119	117	118	112	108	119	470	457	469
부문별 매출 비중											
램프	79.9	80.5	78.7	79.4	76.4	79.5	79.2	79.1	79.6	78.6	78.9
전동화	10.4	10.8	11.3	11.2	14.0	12.1	11.8	11.7	10.9	12.4	12.6
기타	9.7	8.7	10.0	9.4	9.6	8.4	9.0	9.1	9.4	9.0	8.5
매출총이익	206	215	144	123	192	198	147	175	689	712	778
영업이익	139	148	68	41	119	126	69	92	395	406	448
세전이익	160	168	66	93	137	146	89	112	487	484	515
지배주주순이익	116	119	56	77	100	106	66	82	368	353	375
GPM	16.6	16.6	12.1	9.9	15.6	14.8	12.2	13.4	13.8	14.0	14.1
OPM	11.1	11.4	5.7	3.3	9.7	9.4	5.7	7.1	7.9	8.0	8.1
NPM	9.3	9.2	4.7	6.2	8.1	7.9	5.5	6.3	7.4	7.0	6.8
% YoY											
매출액	2.9	3.5	0.8	3.9	-1.0	2.9	1.0	5.2	2.8	2.0	9.1
영업이익	33.4	10.3	-18.2	-37.6	-14.1	-14.7	1.7	125.6	2.3	2.8	10.3
지배주주순이익	29.2	14.2	-8.0	-4.1	-14.2	-10.8	16.9	6.3	9.8	-4.1	6.0

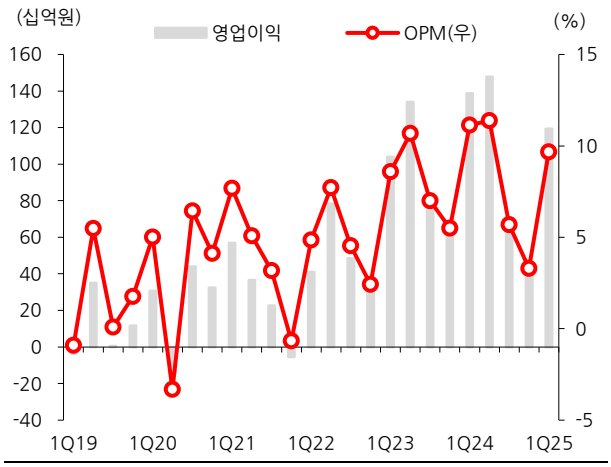
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스엘 매출액 추이



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 영업이익/OPM 추이



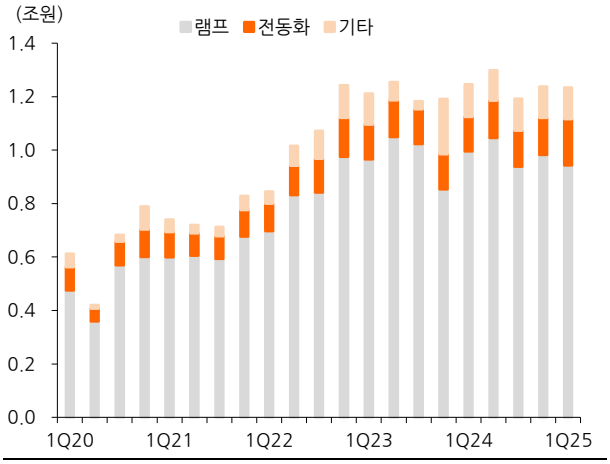
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에스엘 부문별 주요 제품군 및 관련 동향

부문	주요 제품군	최근 동향
램프	- 헤드/리어램프 - 무드램프 - 그릴램프	- 기존 할로겐, HID 에서 LED 광원으로 전환 중 - 할로겐 램프 대비 발광 성능 우수, 에너지 효율 20배 향상 - 센서 등 전자제어 연동성 강화, LED 개별 제어로 조사 영역 가변성 우수 - 컴팩트한 램프 유닛 구조로 헤드램프 경량화 설계 및 디자인 자유도 개선 **→LED 광원 활용으로 그릴 램프 및 인테리어 무드 램프 등 신규 아이템 영역의 진화 시작**
전동화	- E-Shifter	- 전자식 기어변속 조작으로 실내 디자인 자유도 개선 - 운전자의 직관적 조작성 향상으로 편의 및 안전성 향상
	- 사이드 바디 제어 모듈 (SBCM, Side Body Control Module)	- 전자 통합 제어 방향성에 맞게 자동도어, 파워윈도우, 카메라 미러, 후석 커튼 등 9개 기능을 하나의 제어 모듈로 단일화
기타	- 디지털 사이드/인사이드 미러 - 카메라 모니터 시스템	- 기존 미러시스템 대비 넓은 화각 확보로 사각지대 최소화, 주행 안전성 향상 - 차량 외부로 돌출되는 부분 최소화로 공기저항 개선 및 차량 외관 디자인 자유도 향상

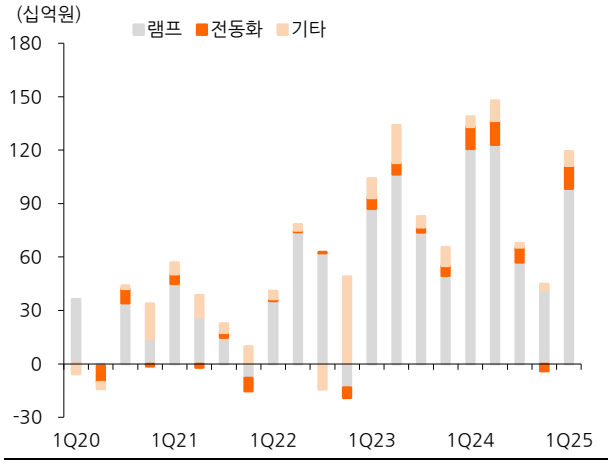
자료: 에스엘, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에스엘 부문별 매출액 추이



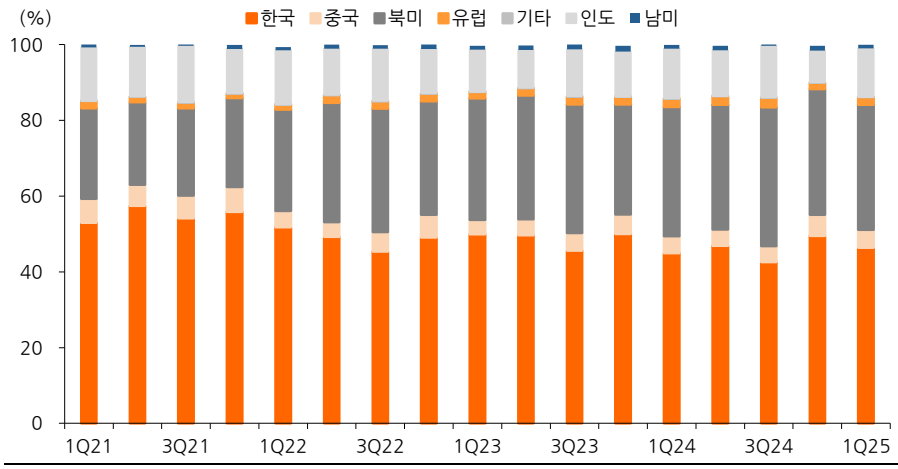
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 에스엘 부문별 영업이익 추이



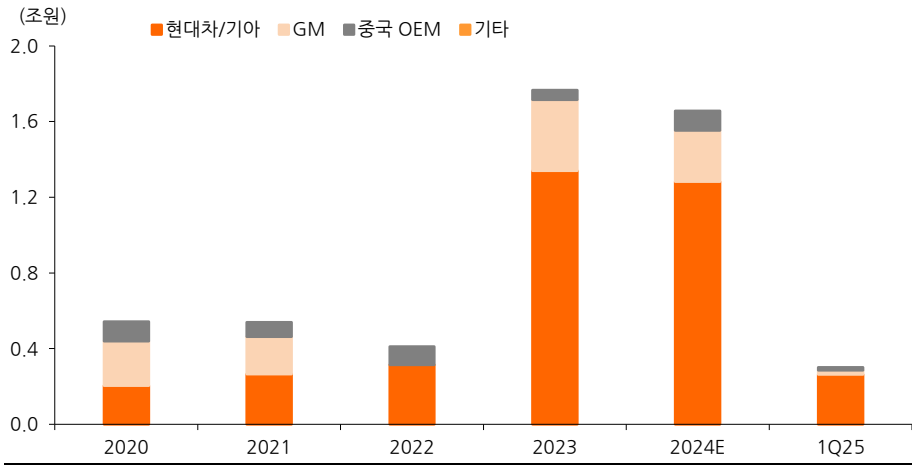
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 에스엘 지역별 매출 비중 추이 및 전망



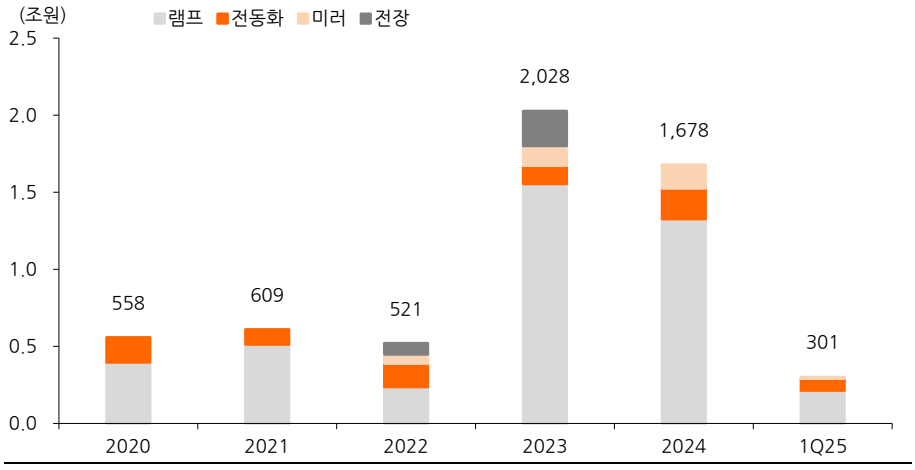
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 에스엘 글로벌 주요 고객 매출 비중 추이



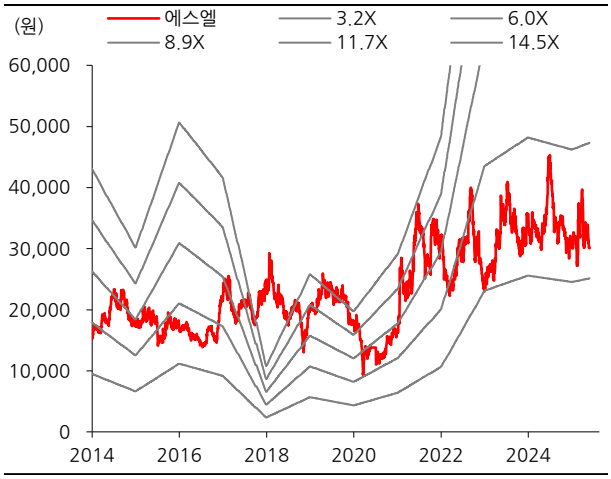
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 에스엘 연도별 수주 실적



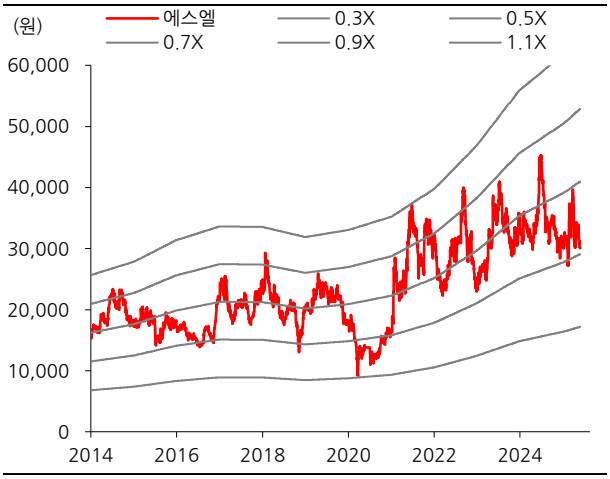
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 에스엘 12m forward PER Band



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 에스엘 12m forward PBR Band



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 에스엘 추정치 및 목표주가 산출 변동 내역 (단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (25/3/4)	변동 (25/5/29)	변동률	설명
매출액(FY1)	5,127	5,075	-1.0	
영업이익(FY1)	433	406	-6.2	
EPS(FY1)	7,537	7,673	1.8	
EPS(12M FWD)	7,653	7,854	2.6	
BPS(FY1)	54,346	54,608	0.5	
BPS(12M FWD)	56,032	57,302	2.3	
Target PER	6.50	6.2	-5.0	동사의 최근 5개년 12M FWD PER 하단 - 업종 멀티플 하향(5%) 적용
Target PBR	0.70	0.67	-5.0	동사의 최근 5개년 12M FWD PBR 중단 - 업종 멀티플 하향(5%) 적용
적정주가	44,083	**43,302**	-	**Target PER/PBR 적용 적정주가 평균**
목표주가	44,000	**43,000**	**-2.3**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,175	4,839	4,973	5,075	5,536
매출총이익	466	639	689	712	778
영업이익	198	386	395	406	448
EBITDA	337	539	559	581	641
순이자손익	-2	-4	12	15	17
외화관련손익	5	17	41	29	16
지분법손익	13	18	17	17	17
세전계속사업손익	216	429	487	484	515
당기순이익	166	349	382	365	386
지배주주순이익	155	336	368	353	375
증가율(%)					
매출액	207.1	15.9	2.8	2.0	9.1
영업이익	231.5	95.1	2.3	2.8	10.3
EBITDA	196.1	60.1	3.6	3.9	10.4
순이익	63.9	110.5	9.4	-4.4	5.7
이익률(%)					
매출총이익률	11.2	13.2	13.8	14.0	14.1
영업이익률	4.7	8.0	7.9	8.0	8.1
EBITDA 이익률	8.1	11.1	11.2	11.4	11.6
세전이익률	5.2	8.9	9.8	9.5	9.3
순이익률	4.0	7.2	7.7	7.2	7.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,773	2,071	2,346	2,509	2,788
현금성자산	266	314	348	298	361
매출채권	861	923	1,001	1,027	1,157
재고자산	404	375	416	442	498
비유동자산	1,158	1,165	1,353	1,396	1,513
투자자산	377	376	454	463	473
유형자산	735	748	861	898	1,009
무형자산	46	41	37	34	32
자산총계	2,932	3,236	3,699	3,905	4,301
유동부채	1,092	1,116	1,142	1,173	1,293
매입채무	608	654	668	713	803
유동성이자부채	394	357	318	301	299
비유동부채	133	111	159	92	49
비유동이자부채	41	7	6	-40	-94
부채총계	1,226	1,227	1,302	1,265	1,342
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	460	460	460	460	460
이익잉여금	1,175	1,470	1,783	2,078	2,398
자본조정	-23	-25	34	-25	-25
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	1,706	2,009	2,397	2,640	2,959

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	172	432	482	447	467
당기순이익	166	349	382	365	386
자산상각비	139	153	164	175	193
운전자본증감	-215	-111	-122	-53	-94
매출채권 감소(증가)	-252	-17	-9	-53	-130
재고자산 감소(증가)	-28	32	-8	-21	-56
매입채무 증가(감소)	174	-9	-32	13	90
투자현금흐름	-179	-270	-334	-386	-293
유형자산처분(취득)	-150	-157	-214	-200	-295
무형자산 감소(증가)	-4	-6	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	69	-125	-100	-188	0
재무현금흐름	-43	-114	-127	-111	-110
차입금의 증가(감소)	-21	-85	-80	-56	-55
자본의 증가(감소)	-23	-28	-41	-55	-55
배당금의 지급	-23	-28	-41	-55	-55
총현금흐름	441	624	681	500	561
(-)운전자본증가(감소)	20	189	176	165	94
(-)설비투자	160	161	238	203	295
(+)자산매각	6	-1	19	-2	-6
Free Cash Flow	267	273	286	129	165
(-)기타투자	288	-95	-40	-119	-8
잉여현금	-22	368	326	248	173
NOPLAT	152	315	310	307	336
(+) Dep	139	153	164	175	193
(-)운전자본투자	20	189	176	165	94
(-)Capex	160	161	238	203	295
OpFCF	110	118	60	113	140

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,331	7,223	7,998	7,673	8,135
BPS	35,191	41,518	49,512	54,608	61,484
DPS	600	900	1,200	1,200	1,300
CFPS	9,497	13,429	14,671	10,758	12,072
ROA(%)	5.6	10.9	10.6	9.3	9.1
ROE(%)	9.9	18.8	17.4	14.6	13.9
ROIC(%)	10.0	18.3	15.6	13.6	13.6
Multiples(x,%)					
PER	6.9	4.9	3.8	4.0	3.8
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.4	2.7	2.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	3.7	3.2	2.5	2.4	2.0
배당수익률	2.6	2.5	4.0	3.9	4.3
안정성(%)					
부채비율	71.8	61.1	54.3	47.9	45.4
Net debt/Equity	9.9	2.5	-1.0	-1.4	-5.3
Net debt/EBITDA	50.2	9.2	-4.3	-6.5	-24.3
유동비율	162.3	185.6	205.4	213.9	215.6
이자보상배율(배)	13.5	15.9	21.7	28.3	38.4
자산구조(%)					
투하자본	71.6	72.6	72.7	75.7	75.5
현금+투자자산	28.4	27.4	27.3	24.3	24.5
자본구조(%)					
차입금	20.3	15.3	11.9	9.0	6.5
자기자본	79.7	84.7	88.1	91.0	93.5

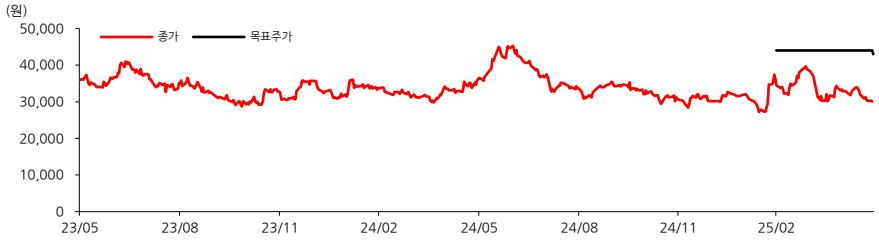
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 5 월 29 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. (김성래, 김예인)
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	2025.02.28	2025.02.28	2025.05.29		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		김성래	44,000	43,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.02.28	Buy	44,000	-23.63	-9.77
2025.05.29	Buy	43,000		

[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: 2025 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%