



에스엘 (005850)

상반기 선방, 하반기 북미 중심 회복

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 43,000원

현재 주가(8/19)	33,350원
상승여력	▲28.9%
시가총액	15,491억원
발행주식수	46,449천주
52 주 최고가 / 최저가	39,700 / 27,200원
90 일 일평균 거래대금	54.67억원
외국인 지분율	15.1%

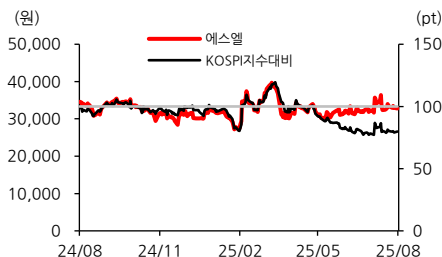
주주 구성	
이성업 (외 10 인)	62.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
StanleyElectric (외 1 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.3	7.4	16.6	-3.6
상대수익률(KOSPI)	4.4	-13.6	-1.4	-21.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,839	4,973	4,999	5,367
영업이익	386	395	366	409
EBITDA	539	559	537	601
지배주주순이익	336	368	304	331
EPS	7,223	7,998	6,597	7,184
순차입금	50	-24	-2	-83
PER	4.9	3.8	5.1	4.6
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.2	2.5	2.9	2.4
배당수익률	2.5	4.0	3.6	3.9
ROE	18.8	17.4	12.7	12.6

주가 추이



1H25, 북미/인도 매출 성장 둔화를 국내 매출 통해 만회하며 선방 동사의 올해 2Q 매출액은 1,3조원(-0.3% 이하 YoY)으로 1Q에 이어 둔화된 성장세 지속. 지난해 2Q에 역대 최대 매출 기록에 따른 기저효과가 있었고, 북미 GM 주요 모델(말리부, 타레인 등) 단산에 따른 램프 매출 감소 영향과 인도 로컬업체 경쟁 심화에 따른 주요 고객사 매출 감소 영향에 기인. 그러나, 국내 매출은 EV3 등 주요 고객사 친환경차 중심 물량 증가로 램프 및 전동화 제품 공급이 증가하며 북미/인도 매출 둔화를 만회. 2Q 영업이익 또한 1,058억원(-28.4%) 기록하며 1Q에 이어 감소세 지속. 북미 주요 모델의 단산 및 미국 관세 영향에 따른 비용 증가(약 130억원, OPM 1%p 영향 추정)가 수익성 저하의 주 요인으로 작용.

하반기 북미 매출 점진적 회복 기대

1H25 매출 성장 둔화는 하반기 주요 고객사 신차 출시에 따라 점진적으로 회복세 예상. 이를 통해 '25년 매출은 5.0조원(+0.5%)으로 flat 이상의 성장 기대. 우선 국내는 친환경차 중심의 현대차그룹의 생산 물량 증가 수혜가 하반기에도 지속될 것으로 예상되며, 북미의 경우도 HMGMA, 알라바마/조지아 등 현지 생산 비중 증가에 따른 매출 점진적 회복 전망. GM 向 매출 또한 4Q에 신차 물량 공급이 시작되면서 기존 모델 단산 영향은 3Q에 마무리될 것으로 기대. 수익성 측면에서는 15% 관세율 확정에 따라 25% 대비 원가 상승 부담이 완화될 전망(분기당 약 100억원 추정). 미국 관세 영향에 따른 북미 수요 둔화 가능성 상존하나, 주요 고객사들의 하반기 신차 출시 및 M/S 중심 공격적 판매 확대 방침에 따라 동사의 판매 물량 영향은 제한적일 것으로 예상.

'26년부터 대규모 수주 물량의 매출 전환 시작

동사 매출 및 수익성 개선은 '26년 기점으로 본격화 예상. '23년에 급증('22년 대비 +390%)한 수주 물량이 내년부터 매출로 전환되면서 물량 효과 기대되고, LED 헤드램프 이외에 그릴/무드램프 등 신규 수주 아이템 확장으로 차종당 매출 확대 및 수익성 개선 가시화 전망. 지역별 수요 불확실성 지속 중이나 상대적으로 수요가 견조한 HEV/BEV 등 xEV 차종 중심 램프/전동화 제품 공급을 통해 매출 영향을 최소화할 수 있는 부분도 긍정적. '25년 북미 GM 단산 영향 및 관세 비용 반영으로 EPS 추정치 하향(-14%) 불가피하나, 최근 일본/유럽의 관세 확정에 따라 상반기에 위축되었던 자동차업종 전반의 밸류에이션 정상화 반영 증으로 기존 5% 할인 적용했던 멀티플 정상화하여 12M PER/PBR 각각 6.5, 0.7 적용하고, 목표주가 43,000원 유지.

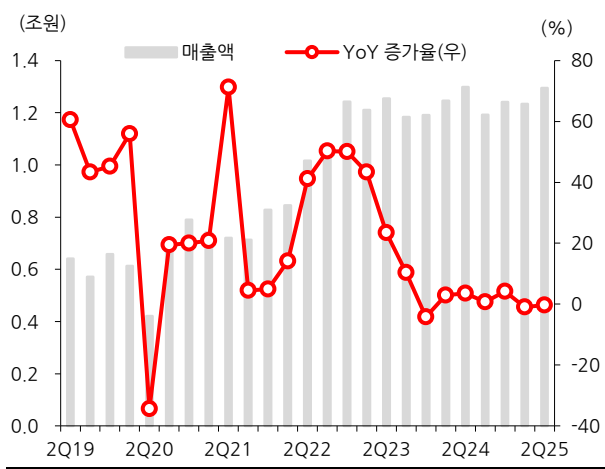
[표1] 에스엘의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,246	1,298	1,192	1,237	1,234	1,295	1,187	1,283	4,973	4,999	5,367
지역별 매출											
한국	560	609	508	614	572	640	522	631	2,292	2,365	2,389
중국	56	56	50	70	58	54	53	66	231	231	237
북미	424	427	437	411	408	410	423	429	1,701	1,670	1,914
인도	163	157	162	104	158	139	149	111	586	558	637
기타	42	50	35	41	37	52	40	45	167	174	189
지역별 매출 비중											
한국	45.0	46.9	42.6	49.6	46.4	49.4	44.0	49.2	46.1	47.3	44.5
중국	4.5	4.3	4.2	5.7	4.7	4.2	4.4	5.2	4.6	4.6	4.4
북미	34.1	32.9	36.7	33.3	33.1	31.7	35.6	33.4	34.2	33.4	35.7
인도	13.1	12.1	13.6	8.4	12.8	10.8	12.6	8.7	11.8	11.2	11.9
기타	3.4	3.8	2.9	3.3	3.0	4.0	3.4	3.5	3.4	3.5	3.5
부문별 매출											
램프	995	1,045	938	982	943	1,043	937	1,019	3,961	3,942	4,263
전동화	130	140	135	138	173	134	133	144	543	584	623
기타	121	113	119	117	118	117	118	120	470	473	481
부문별 매출 비중											
램프	79.9	80.5	78.7	79.4	76.4	80.6	78.9	79.5	79.6	78.9	79.4
전동화	10.4	10.8	11.3	11.2	14.0	10.4	11.2	11.2	10.9	11.7	11.6
기타	9.7	8.7	10.0	9.4	9.6	9.1	9.9	9.3	9.4	9.5	9.0
매출총이익	206	215	144	123	192	180	141	160	689	673	735
영업이익	139	148	68	41	119	106	64	77	395	366	409
세전이익	160	168	66	93	137	92	84	97	487	410	439
지배주주순이익	116	119	56	77	100	69	63	72	368	304	331
GPM	16.6	16.6	12.1	9.9	15.6	13.9	11.9	12.4	13.8	13.5	13.7
OPM	11.1	11.4	5.7	3.3	9.7	8.2	5.4	6.0	7.9	7.3	7.6
NPM	9.3	9.2	4.7	6.2	8.1	5.3	5.3	5.6	7.4	6.1	6.2
% YoY											
매출액	2.9	3.5	0.8	3.9	-1.0	-0.3	-0.4	3.7	2.8	0.5	7.4
영업이익	33.4	10.3	-18.2	-37.6	-14.1	-28.4	-6.1	89.0	2.3	-7.4	11.8
지배주주순이익	29.2	14.2	-8.0	-4.1	-14.2	-41.8	11.8	-6.5	9.8	-17.5	8.9

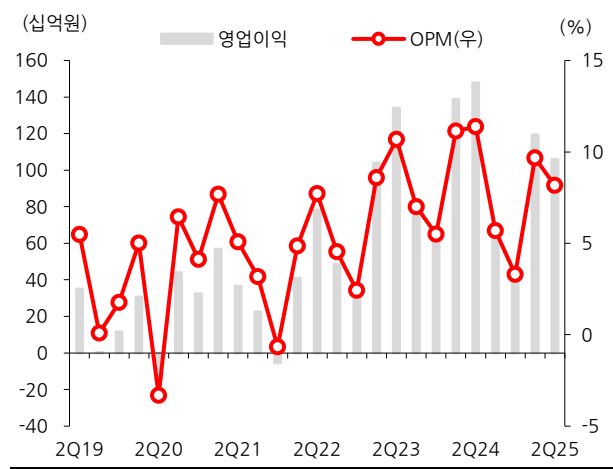
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스엘 매출액 추이



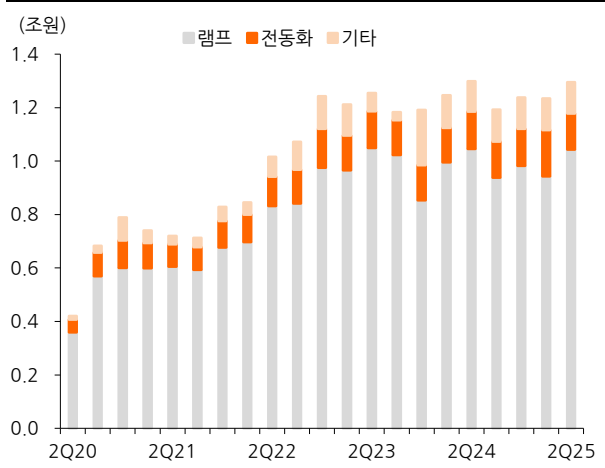
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 영업이익/OPM 추이



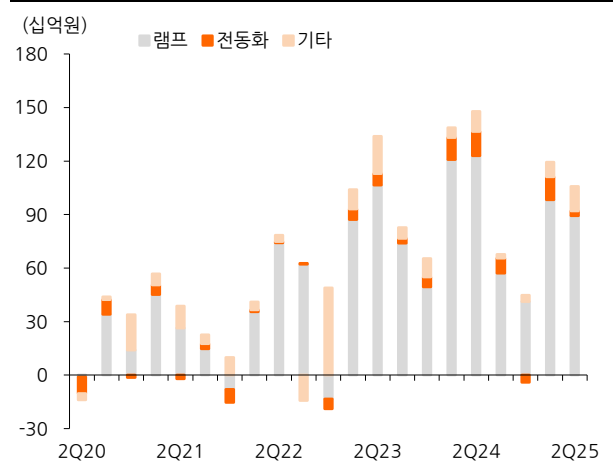
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에스엘 부문별 매출액 추이



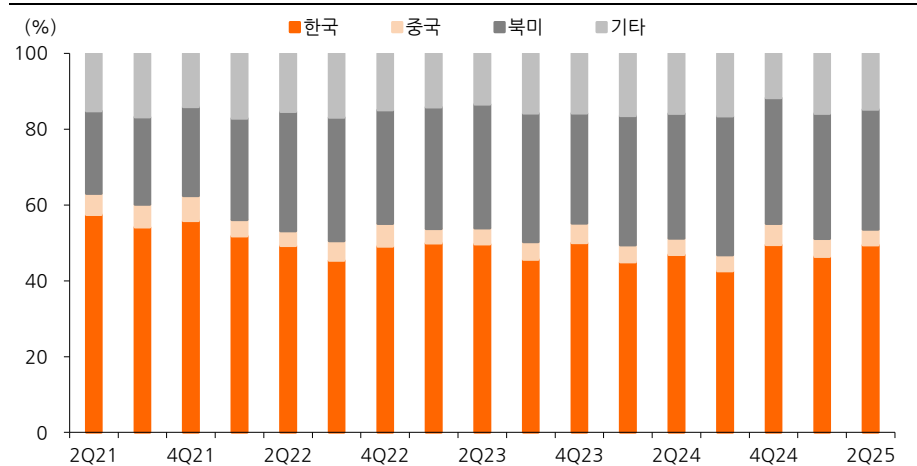
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 에스엘 부문별 영업이익 추이



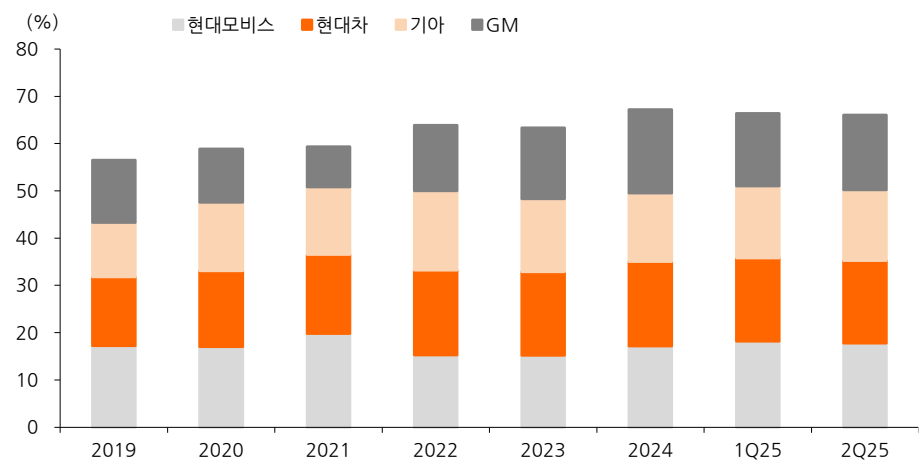
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 에스엘 지역별 매출 비중 추이



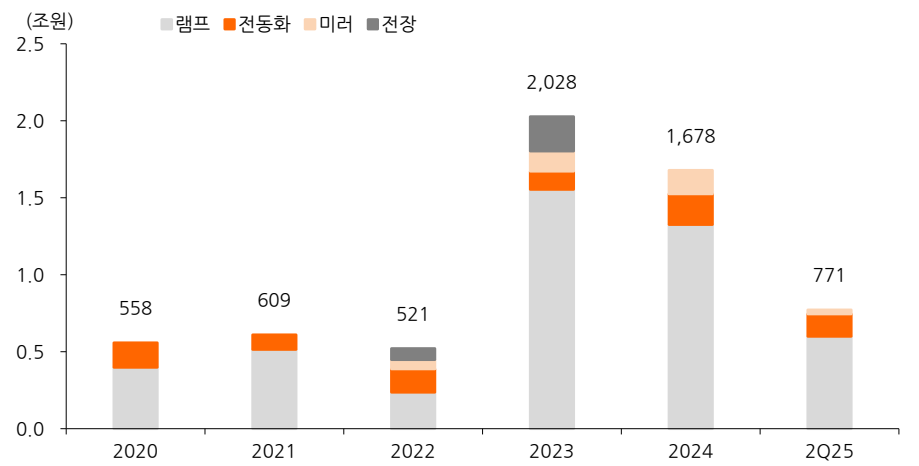
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 에스엘 글로벌 주요 고객 매출 비중 추이



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 에스엘 연도별 수주 실적



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

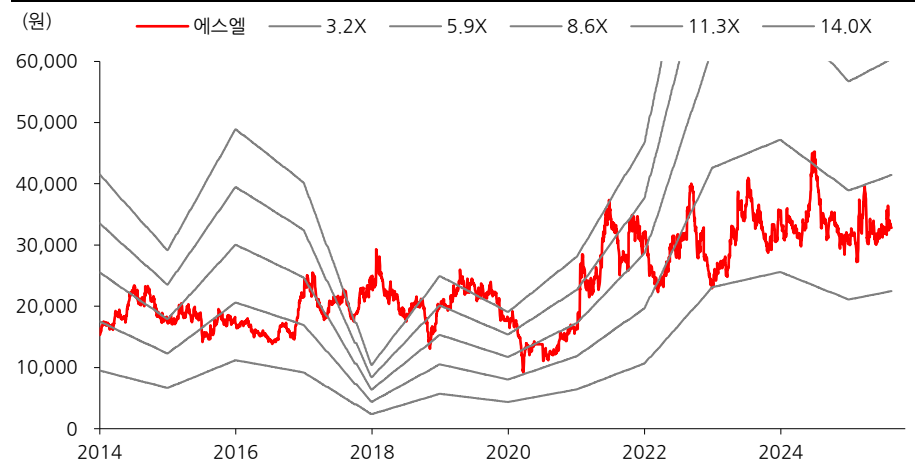
[표2] 에스엘 추정치 및 목표주가 산출 변동 내역

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (25/5/29)	변동 (25/8/20)	변동률	설명
매출액(FY1)	5,075	4,999	-1.5	
영업이익(FY1)	406	366	-9.9	
EPS(FY1)	7,673	6,597	-14.0	
EPS(12M FWD)	7,854	6,961	-11.4	
BPS(FY1)	54,608	53,541	-2.0	
BPS(12M FWD)	57,302	57,222	-0.1	
Target PER	6.2	6.5	5.3	동사의 최근 5개년 12M FWD PER 밴드 중하단(6.5) - 종전 업종 멀티플 할인(5%)에 대한 정상화
Target PBR	0.67	0.71	5.3	동사의 최근 5개년 12M FWD PBR 밴드 중단(0.7) - 종전 업종 멀티플 할인(5%)에 대한 정상화
적정주가	43,302	43,058	-	Target PER/PBR 적용 적정주가 평균
목표주가	43,000	43,000	-	

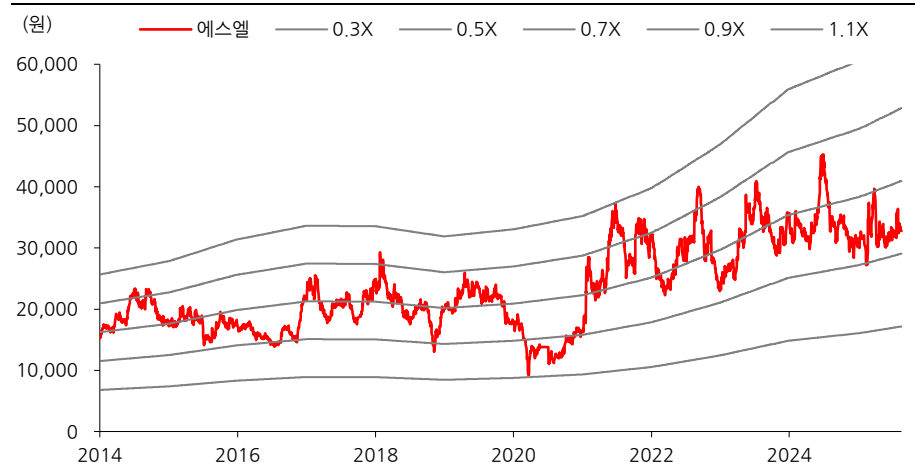
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 에스엘 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 에스엘 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,175	4,839	4,973	4,999	5,367
매출총이익	466	639	689	673	735
영업이익	198	386	395	366	409
EBITDA	337	539	559	537	601
순이자손익	-2	-4	12	15	15
외화관련손익	5	17	41	29	16
지분법손익	13	18	17	18	18
세전계속사업손익	216	429	487	410	439
당기순이익	166	349	382	311	336
지배주주순이익	155	336	368	304	331
증가율(%)					
매출액	207.1	15.9	2.8	0.5	7.4
영업이익	231.5	95.1	2.3	-7.4	11.8
EBITDA	196.1	60.1	3.6	-4.0	12.0
순이익	63.9	110.5	9.4	-18.6	8.0
이익률(%)					
매출총이익률	11.2	13.2	13.8	13.5	13.7
영업이익률	4.7	8.0	7.9	7.3	7.6
EBITDA 이익률	8.1	11.1	11.2	10.7	11.2
세전이익률	5.2	8.9	9.8	8.2	8.2
순이익률	4.0	7.2	7.7	6.2	6.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	172	432	482	410	429
당기순이익	166	349	382	311	336
자산상각비	139	153	164	171	192
운전자본증감	-215	-111	-122	-35	-87
매출채권 감소(증가)	-252	-17	-9	-38	-121
재고자산 감소(증가)	-28	32	-8	-8	-51
매입채무 증가(감소)	174	-9	-32	2	84
투자현금흐름	-179	-270	-334	-385	-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	-94	-63
차입금의 증가(감소)	-21	-85	-80	-39	-7
자본의 증가(감소)	-23	-28	-41	-55	-55
배당금의 지급	-23	-28	-41	-55	-55
총현금흐름	441	624	681	445	516
(-)운전자본증가(감소)	20	189	176	147	87
(-)설비투자	160	161	238	203	295
(+)자산매각	6	-1	19	-2	-6
Free Cash Flow	267	273	286	93	128
(-)기타투자	288	-95	-40	-120	-9
잉여현금	-22	368	326	212	136
NOPLAT	152	315	310	278	313
(+) Dep	139	153	164	171	192
(-)운전자본투자	20	189	176	147	87
(-)Capex	160	161	238	203	295
OpFCF	110	118	60	98	123

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,773	2,071	2,346	2,462	2,737
현금성자산	266	314	348	279	352
매출채권	861	923	1,001	1,012	1,133
재고자산	404	375	416	429	480
비유동자산	1,158	1,165	1,353	1,400	1,518
투자자산	377	376	454	463	473
유형자산	735	748	861	902	1,014
무형자산	46	41	37	34	31
자산총계	2,932	3,236	3,699	3,861	4,255
유동부채	1,092	1,116	1,142	1,138	1,244
매입채무	608	654	668	703	787
유동성이자부채	394	357	318	276	267
비유동부채	133	111	159	133	146
비유동이자부채	41	7	6	1	3
부채총계	1,226	1,227	1,302	1,271	1,389
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	460	460	460	460	460
이익잉여금	1,175	1,470	1,783	2,029	2,304
자본조정	-23	-25	34	-25	-25
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	1,706	2,009	2,397	2,590	2,866

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,331	7,223	7,998	6,597	7,184
BPS	35,191	41,518	49,512	53,541	59,475
DPS	600	900	1,200	1,200	1,300
CFPS	9,497	13,429	14,671	9,588	11,104
ROA(%)	5.6	10.9	10.6	8.0	8.2
ROE(%)	9.9	18.8	17.4	12.7	12.6
ROIC(%)	10.0	18.3	15.6	12.4	12.8
Multiples(x, %)					
PER	6.9	4.9	3.8	5.1	4.6
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.4	2.7	2.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	3.7	3.2	2.5	2.9	2.4
배당수익률	2.6	2.5	4.0	3.6	3.9
안정성(%)					
부채비율	71.8	61.1	54.3	49.1	48.5
Net debt/Equity	9.9	2.5	-1.0	-0.1	-2.9
Net debt/EBITDA	50.2	9.2	-4.3	-0.4	-13.8
유동비율	162.3	185.6	205.4	216.3	220.0
이자보상배율(배)	13.5	15.9	21.7	25.4	29.6
자산구조(%)					
투자자본	71.6	72.6	72.7	76.0	75.6
현금+투자자산	28.4	27.4	27.3	24.0	24.4
자본구조(%)					
차입금	20.3	15.3	11.9	9.7	8.6
자기자본	79.7	84.7	88.1	90.3	91.4

[Compliance Notice]

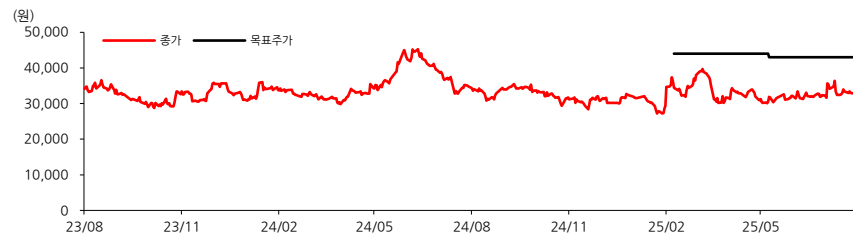
(공표일: 2025년 8월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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	2025.08.19	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격		김성래	44,000	43,000	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 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%