



에스엘 (005850)

2Q21 Preview: 본궤도 진입 전 잠깐의 숨고르기

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 42,000원

현재 주가(7/19)	32,700원
상승여력	▲28.4%
시가총액	15,762억원
발행주식수	48,203천주
52 주 최고가 / 최저가	37,350 / 11,200원
90 일 일평균 거래대금	135.84억원
외국인 지분율	16.9%
주주 구성	
이성업 (외 11 인)	62.6%
StanleyElectric (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.8	27.2	42.8	153.5
상대수익률(KOSPI)	-8.1	25.8	37.9	106.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,262	2,505	3,031	3,365
영업이익	44	93	207	262
EBITDA	141	215	338	404
지배주주순이익	86	66	184	219
EPS	1,550	1,206	3,986	4,757
순차입금	-69	-64	-157	-333
PER	9.3	13.5	8.2	6.9
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.7	3.3	4.2	3.1
배당수익률	2.8	3.1	1.5	1.5
ROE	7.3	4.7	12.5	13.3

주가 추이



시장 기대치를 하회하는 2Q21 실적이 예상되지만, 2H21 부터 재차 이익 성장의 흐름이 강화될 것이라는 점에 주목할 필요가 있습니다.

2Q21 Preview: 컨센서스 하회 전망

에스엘의 2Q21 예상 실적은 매출액 7,082억원(+68.5%, 이하 YoY), 영업이익 426억원(흑전), 지배주주순이익 380억원(흑전)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 반도체 수급 차질로 인해 국내를 제외한 전지역에서 고객사 완성차 생산이 전분기 대비 감소했고, 인도지역의 경우 COVID-19 재확산까지 겹쳐 5월 중 정상적인 공장 가동이 어려웠기 때문이다. 최대 고객사인 HMG의 글로벌 출하량은 전분기와 유사한 수준을 보였으나, 에스엘이 램프를 공급하고 있는 미국(QoQ -7%), 인도(QoQ -21%)에서는 출하량이 감소해 지역별 노출도 측면에서 에스엘에게 불리함이 있었을 것으로 보인다.

2H21~내년으로 갈수록 뚜렷하게 나타날 이익 성장

2H21부터는 ①완성차 출하량 회복(특히 4Q21), ②E-GMP 전기차 판매 본격화, ③제네시스 해외 판매 확대, ④북미지역 램프 신규 공급(2H21:HMG 신타크루즈, 1H22:GM Sierra, 1H23:GM Colorado) 등 다양한 물량 개선 요인이 발현될 수 있다. LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 ASP 상승이라는 구조적 변화가 진행 중이기 때문에, 고객사의 물량 회복만 수반된다면 뚜렷한 이익 성장이 가능하다. 이에 에스엘의 2H21 실적을 매출액 1조 5,819억원(+7.5%), 영업이익 1,076억원(+40.7%), 지배주주순이익 920억원(+50.7%)으로 전망한다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 42,000원으로 상향

투자의견 'Buy'를 유지하고 목표주가는 42,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 글로벌 Peer 대비 Multiple 할인율 축소에 기인한다 (Target P/E 10.9x). 2Q21 예상 실적만 놓고 보면 단기 주가 모멘텀이 부재한 상황이다. 그러나 동기간 고객사 생산 차질에도 6%의 양호한 OPM 달성이 기대되며, 2H21~22년에 가까워질수록 수익성 개선이 현실화돼 글로벌 Peer 대비 Multiple 할인율 축소의 당위성이 커질 것으로 보인다. 따라서 2Q21 실적의 컨센서스 하회 가능성보다는 ①본원적·장기적 이익 성장의 흐름과 ②이를 통한 Valuation 매력의 지속적 확대(램프 Peer 및 국내 부품업종 대비 부담 低)에 주목하는 전략이 타당하다고 판단한다.

[표1] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	2,505	3,031	3,365	613	420	682	789	740	708	743	839
램프	2,005	2,482	2,783	476	360	569	601	599	581	611	691
Chassis	326	380	417	87	48	89	102	95	87	92	107
기타	174	168	165	51	13	24	87	47	40	40	42
영업이익	93	207	262	31	-14	44	32	57	43	49	59
지배주주순이익	66	184	219	9	-4	23	38	54	38	42	50
yoy 증가율											
매출액	10.7%	21.0%	11.0%	56.0%	-34.3%	19.4%	20.0%	20.8%	68.5%	8.8%	6.3%
영업이익	113.7%	122.2%	26.5%	흑전	적전	8575.1%	180.8%	85.2%	흑전	10.8%	81.3%
지배주주순이익	-23.5%	179.5%	19.4%	39.7%	적전	43.8%	92.3%	505.7%	흑전	80.2%	32.2%
이익률											
영업이익	3.7%	6.8%	7.8%	5.0%	-3.3%	6.4%	4.1%	7.7%	6.0%	6.6%	7.0%
지배주주순이익	2.6%	6.1%	6.5%	1.4%	-1.0%	3.4%	4.8%	7.2%	5.4%	5.7%	5.9%

자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

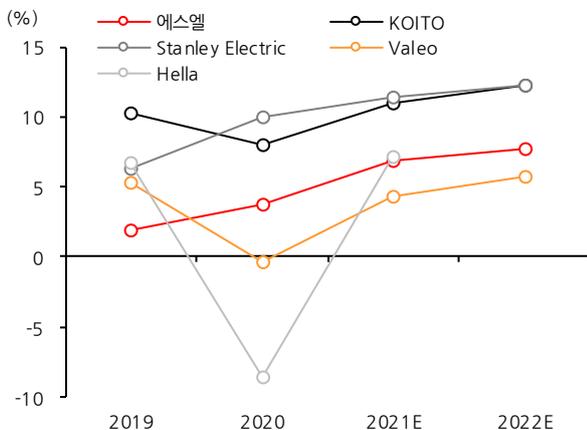
[표2] 에스엘 목표주가 산출 내역

(단위: 원, 배)

항목	값	비고
글로벌 주요 차량용 램프 업체 평균 12개월 Forward P/E	15.6	글로벌 주요 차량용 램프 업체: KOITO, Stanley Electric, Valeo, Hella
에스엘 Target P/E	10.9	
Discount Rate	30%	HMG-GM 매출 비중 高, HMG 내 모비스와 경쟁, KOITO-Stanley Electric 대비 낮은 수익성
12개월 Forward EPS	3,873	
목표 주가	42,000	
현재 주가(7/19)	32,700	
상승여력	28.4%	

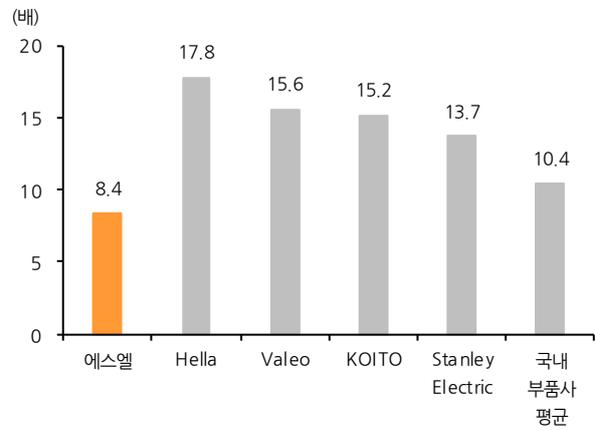
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스엘 및 Peer 업체 OPM 추이와 전망



주: 에스엘은 당사 추정치 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 12개월 Forward P/E



주: 에스엘은 당사 추정치 기준
 자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,599	2,262	2,505	3,031	3,365
매출총이익	133	210	255	393	459
영업이익	5	44	93	207	262
EBITDA	76	141	215	338	404
순이자손익	0	-2	-2	-2	1
외화관련손익	-2	2	-26	0	2
지분법손익	30	23	7	13	10
세전계속사업손익	30	82	89	245	292
당기순이익	25	87	64	184	220
지배주주순이익	25	86	66	184	219
증가율(%)					
매출액	7.3	41.5	10.7	21.0	11.0
영업이익	-92.8	852.5	113.7	122.2	26.5
EBITDA	-43.6	86.5	52.3	57.0	19.7
순이익	-74.8	246.1	-26.3	186.4	19.7
이익률(%)					
매출총이익률	8.3	9.3	10.2	13.0	13.6
영업이익률	0.3	1.9	3.7	6.8	7.8
EBITDA 이익률	4.7	6.2	8.6	11.1	12.0
세전이익률	1.9	3.6	3.6	8.1	8.7
순이익률	1.6	3.8	2.6	6.1	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	53	-41	163	264	395
당기순이익	25	87	64	184	220
자산상각비	71	98	122	131	142
운전자본증감	-60	-230	-110	-40	-34
매출채권 감소(증가)	-83	-24	-60	-47	-35
재고자산 감소(증가)	-21	-58	-15	-71	-17
매입채무 증가(감소)	75	-33	4	46	33
투자현금흐름	-59	21	-171	-188	-216
유형자산처분(취득)	-68	-114	-156	-153	-189
무형자산 감소(증가)	-8	-7	-7	-7	-9
투자자산 감소(증가)	34	191	3	-55	-25
재무현금흐름	-4	46	21	-16	-32
차입금의 증가(감소)	7	61	44	11	-4
자본의 증가(감소)	-16	-14	-19	-23	-23
배당금의 지급	-16	-14	-19	-23	-23
총현금흐름	108	187	265	304	429
(-)운전자본증가(감소)	39	290	10	40	34
(-)설비투자	76	117	164	162	198
(+)자산매각	0	-3	2	3	0
Free Cash Flow	-7	-223	92	104	197
(-)기타투자	38	-11	111	-27	-7
잉여현금	-45	-212	-19	131	203
NOPLAT	4	32	67	156	197
(+) Dep	71	98	122	131	142
(-)운전자본투자	39	290	10	40	34
(-)Capex	76	117	164	162	198
OpFCF	-40	-278	14	83	107

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	888	1,399	1,440	1,695	1,945
현금성자산	272	349	371	487	658
매출채권	324	556	637	684	719
재고자산	170	248	245	316	333
비유동자산	843	874	899	913	963
투자자산	441	443	275	258	266
유형자산	383	567	605	636	676
무형자산	19	20	19	20	21
자산총계	1,730	2,274	2,339	2,608	2,908
유동부채	540	729	774	888	931
매입채무	247	343	369	416	449
유동성이자부채	204	249	285	300	299
비유동부채	168	165	140	184	182
비유동이자부채	30	31	22	29	27
부채총계	708	895	914	1,072	1,113
자본금	17	24	24	24	24
자본잉여금	144	460	460	460	460
이익잉여금	867	912	972	1,113	1,309
자본조정	-23	-35	-46	-77	-15
자기주식	0	-8	-13	-13	-13
자본총계	1,023	1,379	1,425	1,536	1,795

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	592	1,550	1,206	3,986	4,757
BPS	23,668	22,498	29,241	31,528	36,879
DPS	400	400	500	500	500
CFPS	2,536	3,387	4,862	6,312	8,899
ROA(%)	1.5	4.3	2.8	7.4	7.9
ROE(%)	2.5	7.3	4.7	12.5	13.3
ROIC(%)	0.6	3.6	5.8	12.9	15.6
Multiples(x, %)					
PER	26.9	9.3	13.5	8.2	6.9
PBR	0.7	0.6	0.6	1.0	0.9
PSR	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	6.3	4.3	3.3	5.2	3.7
EV/EBITDA	8.4	5.7	3.3	4.2	3.1
배당수익률	2.5	2.8	3.1	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	69.2	64.9	64.1	69.8	62.0
Net debt/Equity	-3.7	-5.0	-4.5	-10.2	-18.5
Net debt/EBITDA	-49.5	-48.9	-29.8	-46.5	-82.3
유동비율	164.5	191.8	186.1	190.9	209.0
이자보상배율(배)	0.5	4.2	11.5	26.1	28.5
자산구조(%)					
투하자본	47.0	58.9	64.7	62.2	58.6
현금+투자자산	53.0	41.1	35.3	37.8	41.4
자본구조(%)					
차입금	18.7	16.9	17.7	17.7	15.4
자기자본	81.3	83.1	82.3	82.3	84.6

[Compliance Notice]

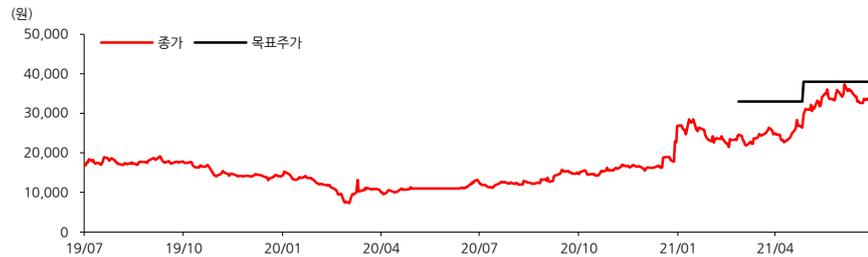
(공표일: 2021년 7월 20일)

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. (박준호)

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 책임소지에 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	2021.05.18	2021.07.20
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박준호	33,000	33,000	38,000	42,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.19	Buy	33,000	-26.16	-14.09
2021.05.18	Buy	38,000	-11.64	-1.71
2021.07.20	Buy	42,000		

[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 추정에 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: 2021년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%