



에스엘 (005850)

[2Q21 Review] 예견된 숨고르기. 하반기 이후로 쏠리는 시선

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 42,000원

현재 주가(8/17)	28,850원
상승여력	▲45.6%
시가총액	13,907억원
발행주식수	48,203천주
52 주 최고가 / 최저가	37,350 / 12,000원
90 일 일평균 거래대금	118.19억원
외국인 지분율	17.3%

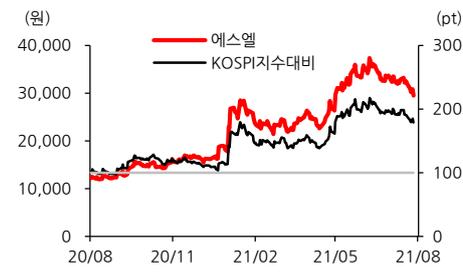
주주 구성	
이성업 (외 11 인)	62.6%
StanleyElectric (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.4	9.5	21.0	127.2
상대수익률(KOSPI)	-10.3	9.2	20.7	96.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,262	2,505	3,044	3,420
영업이익	44	93	195	256
EBITDA	141	215	327	402
지배주주순이익	86	66	183	222
EPS	1,550	1,206	3,966	4,824
순차입금	-69	-64	-159	-304
PER	9.3	13.5	7.3	6.0
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	3.3	3.8	2.7
배당수익률	2.8	3.1	1.7	1.7
ROE	7.3	4.7	12.2	13.1

주가 추이



에스엘이 컨센서스를 하회하는 2Q21 실적을 시현했습니다. 그러나 2H21 이후 실적 모멘텀과 최근 주가 약세로 인한 Valuation 매력 확대에 주목할 필요가 있습니다.

2Q21 실적 Review: 시장 기대치 하회

에스엘의 2Q21 연결 실적은 매출액 7,199억원(+71.2%, 이하 YoY), 영업이익 365억원(흑전), 지배지분순이익 378억원(흑전)을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 이는 1Q21 어닝 서프라이즈로 시장의 눈높이는 높아진 반면, ①원자재 가격 상승(매출액 내 추정 원재료비 비중: 1Q21 61% > 2Q21 63%), ②완성차 생산 차질(반도체 부족, COVID-19 재유행 기인)에 따른 자회사 실적 부진(SL America 분기순이익: 1Q21 17억원 > 2Q21 -80억원) 등이 예상보다 크게 나타났기 때문으로 파악된다. 다만 Top2 고객사(GM)의 지속적인 섀다운이 있었음에도 OPM이 5%를 상회하면서 과거 대비 확연히 개선된 이익 체력을 보여줬다.

하반기부터 실적 모멘텀 확대

2H21부터는 ①반도체 수급 차질 완화, ②E-GMP 전기차 판매 본격화(21년~22년 출시 4개 차종 헤드램프 전량 공급), ③제네시스 해외 판매 확대, ④북미지역 램프 신규 공급(2H21: HMG 싘타크루즈, 1H22: GM Sierra-Lyriq, 1H23: GM Colorado) 등 다양한 물량 개선 요인이 발현될 수 있다. 3분기는 완성차 생산 비수기이지만, ①2Q21 반도체 부족 등에 따른 낮은 기저, ②LED 헤드램프 칩투출 확대에 따른 ASP 상승 등을 감안하면 3Q21에도 QoQ 매출액 증가를 기대해 볼 만하다. 미국, 인도 등 주요 해외지역 자회사들이 2Q21에 영업 레버리지 측면에서 상당히 비우호적인 환경에 놓여 있었기 때문에, 물량이 회복되면 빠른 수익성 개선이 가능할 것으로 전망된다.

투자의견 'Buy', 목표주가 42,000원 유지

2Q21 영업이익이 기대치를 하회했지만, 지배지분순이익은 당사 추정치에 부합해 주주 가치 측면에서 당사가 갖는 시각에는 변함이 없다. 반면 주가는 연중 고점 대비 23% 하락해 12개월 Forward PER이 6.7배까지 낮아졌다. 과거와 이익 체력이 달라졌고 향후 이익 성장의 가시성이 높은데도, 여전히 글로벌 Peer는 물론 국내 부품업종 평균보다도 Multiple이 낮은 상태다. 현재 주가는 상당한 저평가 영역에 있다고 판단한다.

[표1] 에스엘 2Q21 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	2Q20	1Q21	2Q21			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	420	740	720	708	740	71.2%	-2.8%	1.6%	-2.8%
영업이익	-14	57	37	43	51	흑전	-35.6%	-14.3%	-28.1%
지배지분순이익	-4	54	38	38	42	흑전	-29.5%	-0.7%	-9.9%
영업이익률	-3.3%	7.7%	5.1%	6.0%	6.9%	8.4%p	-2.6%p	-0.9%p	-1.8%p
순이익률(지배)	-1.0%	7.2%	5.2%	5.4%	5.7%	6.3%p	-2.0%p	-0.1%p	-0.4%p

자료: 에스엘, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

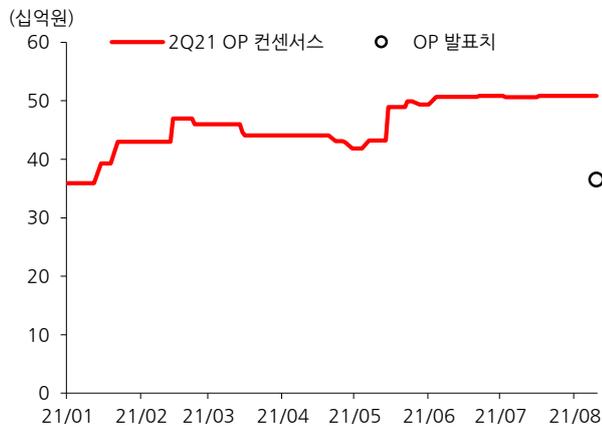
[표2] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	2,505	3,044	3,420	613	420	682	789	740	720	740	844
램프	2,005	2,507	2,832	476	360	569	601	599	606	612	690
Chassis	326	379	421	87	48	89	102	95	83	89	111
기타	174	159	167	51	13	24	87	47	31	39	42
영업이익	93	195	256	31	-14	44	32	57	37	43	59
지배지분순이익	66	183	222	9	-4	23	38	54	38	40	52
yoy 증가율											
매출액	10.7%	21.5%	12.3%	56.0%	-34.3%	19.4%	20.0%	20.8%	71.2%	8.5%	6.9%
영업이익	113.7%	109.7%	31.2%	흑전	적전	8575.1%	180.8%	85.2%	흑전	-1.2%	80.2%
지배지분순이익	-23.5%	178.1%	21.6%	39.7%	적전	43.8%	92.3%	505.7%	흑전	69.2%	37.4%
이익률											
영업이익	3.7%	6.4%	7.5%	5.0%	-3.3%	6.4%	4.1%	7.7%	5.1%	5.9%	6.9%
지배지분순이익	2.6%	6.0%	6.5%	1.4%	-1.0%	3.4%	4.8%	7.2%	5.2%	5.4%	6.1%

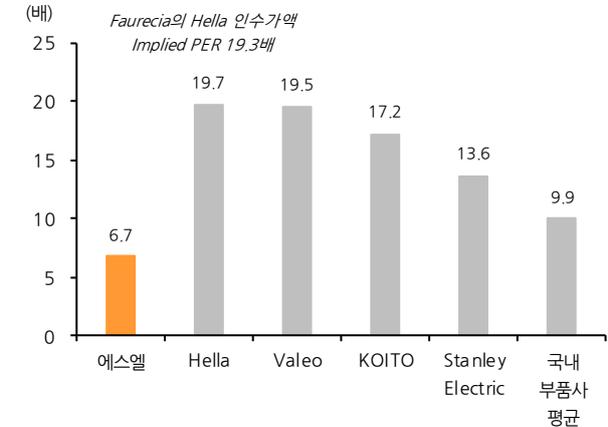
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2Q21 영업이익 컨센서스 추이와 발표치



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 12개월 Forward PER



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	3,044	3,420
매출총이익	133	210	255	378	452
영업이익	5	44	93	195	256
EBITDA	76	141	215	327	402
순이자손익	0	-2	-2	-3	-1
외화관련손익	-2	2	-26	4	3
지분법손익	30	23	7	12	8
세전계속사업손익	30	82	89	241	294
당기순이익	25	87	64	182	223
지배주주순이익	25	86	66	183	222
증가율(%)					
매출액	7.3	41.5	10.7	21.5	12.3
영업이익	-92.8	852.5	113.7	109.7	31.2
EBITDA	-43.6	86.5	52.3	52.0	23.2
순이익	-74.8	246.1	-26.3	184.2	22.2
이익률(%)					
매출총이익률	8.3	9.3	10.2	12.4	13.2
영업이익률	0.3	1.9	3.7	6.4	7.5
EBITDA 이익률	4.7	6.2	8.6	10.7	11.8
세전이익률	1.9	3.6	3.6	7.9	8.6
순이익률	1.6	3.8	2.6	6.0	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	53	-41	163	254	369
당기순이익	25	87	64	182	223
자산상각비	71	98	122	131	146
운전자본증감	-60	-230	-110	-47	-57
매출채권 감소(증가)	-83	-24	-60	-32	-47
재고자산 감소(증가)	-21	-58	-15	-73	-39
매입채무 증가(감소)	75	-33	4	48	36
투자현금흐름	-59	21	-171	-190	-221
유형자산처분(취득)	-68	-114	-156	-157	-195
무형자산 감소(증가)	-8	-7	-7	-6	-8
투자자산 감소(증가)	34	191	3	-52	-24
재무현금흐름	-4	46	21	14	25
차입금의 증가(감소)	7	61	44	27	53
자본의 증가(감소)	-16	-14	-19	-23	-23
배당금의 지급	-16	-14	-19	-23	-23
총현금흐름	108	187	265	301	426
(-)운전자본증가(감소)	39	290	10	47	57
(-)설비투자	76	117	164	167	206
(+)자산매각	0	-3	2	3	3
Free Cash Flow	-7	-223	92	91	166
(-)기타투자	38	-11	111	-26	-7
잉여현금	-45	-212	-19	117	173
NOPLAT	4	32	67	148	194
(+) Dep	71	98	122	131	146
(-)운전자본투자	39	290	10	47	57
(-)Capex	76	117	164	167	206
OpFCF	-40	-278	14	65	77

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	888	1,399	1,440	1,686	1,988
현금성자산	272	349	371	502	700
매출채권	324	556	637	669	717
재고자산	170	248	245	318	357
비유동자산	843	874	899	956	1,000
투자자산	441	443	275	292	289
유형자산	383	567	605	646	692
무형자산	19	20	19	18	19
자산총계	1,730	2,274	2,339	2,642	2,988
유동부채	540	729	774	877	970
매입채무	247	343	369	418	454
유동성이자부채	204	249	285	321	367
비유동부채	168	165	140	167	188
비유동이자부채	30	31	22	22	29
부채총계	708	895	914	1,044	1,158
자본금	17	24	24	24	24
자본잉여금	144	460	460	460	460
이익잉여금	867	912	972	1,137	1,336
자본조정	-23	-35	-46	-39	-7
자기주식	0	-8	-13	-13	-13
자본총계	1,023	1,379	1,425	1,597	1,830

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	592	1,550	1,206	3,966	4,824
BPS	23,668	22,498	29,241	32,809	37,616
DPS	400	400	500	500	500
CFPS	2,536	3,387	4,862	6,252	8,843
ROA(%)	1.5	4.3	2.8	7.3	7.9
ROE(%)	2.5	7.3	4.7	12.2	13.1
ROIC(%)	0.6	3.6	5.8	12.0	14.6
Multiples(x, %)					
PER	26.9	9.3	13.5	7.3	6.0
PBR	0.7	0.6	0.6	0.9	0.8
PSR	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
PCR	6.3	4.3	3.3	4.6	3.3
EV/EBITDA	8.4	5.7	3.3	3.8	2.7
배당수익률	2.5	2.8	3.1	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	69.2	64.9	64.1	65.4	63.3
Net debt/Equity	-3.7	-5.0	-4.5	-10.0	-16.6
Net debt/EBITDA	-49.5	-48.9	-29.8	-48.7	-75.4
유동비율	164.5	191.8	186.1	192.2	204.8
이자보상배율(배)	0.5	4.2	11.5	23.0	25.2
자산구조(%)					
투하자본	47.0	58.9	64.7	61.8	58.1
현금+투자자산	53.0	41.1	35.3	38.2	41.9
자본구조(%)					
차입금	18.7	16.9	17.7	17.7	17.8
자기자본	81.3	83.1	82.3	82.3	82.2

[Compliance Notice]

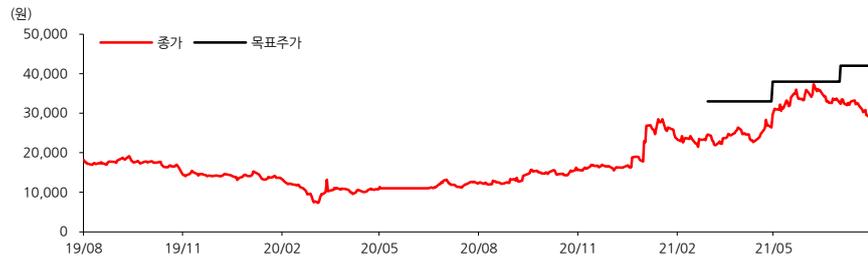
(공표일: 2021년 8월 18일)

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
일 시	2021.08.18					
투자의견	Buy					
목표가격	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%