



에스엘 (005850)

[3Q21 Review] 낮아진 눈높이도 하회. 그러나 ASP 상승이 인상적

Buy(유지)

목표주가 42,000원, 현재 주가(11/15): 32,600원
 Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

3Q21 Review: 시장 기대치 하회

- 에스엘의 3분기 연결 실적은 매출액 7,128억원(+4.5%, 이하 YoY), 영업이익 227억원(-48.4%), 지배지분순이익 166억원(-29.1%)을 기록하며 컨센서스 및 당사 추정치를 하회. 이는 핵심 고객사인 HMG와 GM의 생산량이 모두 부진했던 가운데(반도체 부족, 조업일수 감소 등), 종업원급여와 원자재 가격은 오히려 상승했기 때문. 종업원급여의 경우 에스엘의 이익 체력이 한 단계 제고된 만큼 향후에도 상승 압력이 나타날 수 있으나, 매출액 대비 비중은 20% 이내에서 관리될 전망
- 당사 추정치 대비 괴리율은 영업이익 -6.6%, 순이익 -43.6%로 순이익이 더 큰 폭의 부진을 보임. 이는 파생상품평가손실(31억원, 대부분 외화 관련), 수수료비용(51억원) 등이 당사 예상보다 많이 발생했고, 법인세율(29.2%)도 높게 인식한 데에서 기인
- 다만 Bottom-line과 달리 매출액이 기대치를 상회했다는 점은 고무적. 당사 추정치와 컨센서스 모두 정도의 차이만 있을 뿐 고객사 생산 부진이 반영된 수치이기 때문에(Q 오차↓), 이는 ASP 상승세가 생각보다 빠르게 나타나고 있다는 방증. 고정비 부담 확대에 따른 수익성 저하는 반도체 수급 개선(▷고객사 생산 회복)과 함께 정상화될 수 있음. 반면 ASP 상승은 구조적이며, 물량 회복 시 이익 성장을 배가시킬 수 있는 요인

투자의견 'Buy', 목표주가 42,000원 유지

- 투자의견과 목표주가 유지. 3Q21 실적이 기대치 대비 크게 부진했기 때문에 단기적 주가 조정 발생 가능성 有. 그러나 ①LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 구조적 ASP 상승, ②북미지역 램프 공급 차종 증가(2H21: HMG 썬타크루즈, 1H22: GM Sierra-Lyriq, 1H23: GM Colorado), ③E-GMP 전기차 및 제네시스(LED 헤드램프 기본 탑재) 판매 확대 등 장단기 이익 성장을 가져올 재료들은 훼손되지 않았음. 고객사 물량 회복에 따라 당장 4Q21(QoQ)과 '22년(YoY)부터 실적 개선이 가능
- '22E PER 7.0배로 Valuation 매력도 여전. 에스엘은 차량용 램프(100% 전장) 매출액 비중이 80%를 상회하기에 적어도 국내 부품사 평균(9.4배) 대비 Multiple 할인을 받아야 할 이유는 없다고 판단. 따라서 3Q21 실적 부진으로 인한 주가 조정 발생 시, 4Q21~'22년부터의 실적 개선세를 고려해 비중을 확대하는 전략 필요

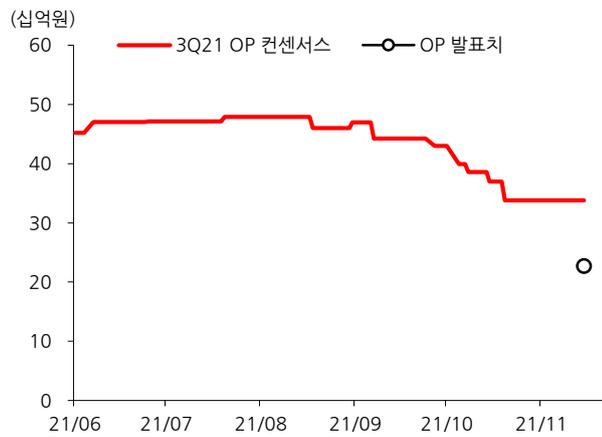
[표1] 에스엘 3Q21 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	3Q20	2Q21	3Q21			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	682	720	713	640	686	4.5%	-1.0%	11.3%	3.9%
영업이익	44	37	23	24	34	-48.4%	-38.0%	-6.6%	-32.9%
지배지분순이익	23	38	17	30	30	-29.1%	-55.9%	-43.6%	-43.7%
영업이익률	6.4%	5.1%	3.2%	3.8%	4.9%	-3.3%p	-1.9%p	-0.6%p	-1.7%p
순이익률(지배)	3.4%	5.2%	2.3%	4.6%	4.3%	-1.1%p	-2.9%p	-2.3%p	-2.0%p

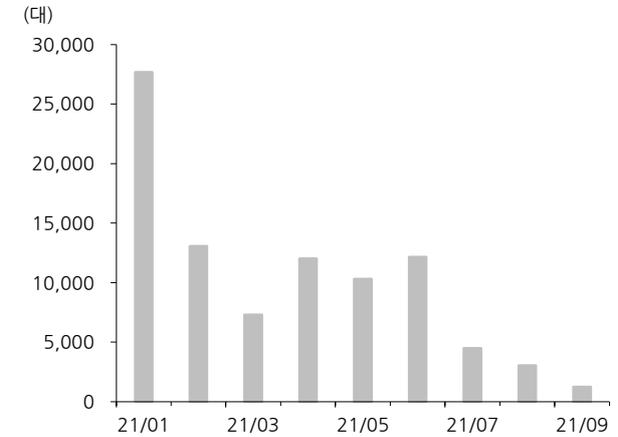
자료: 에스엘, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 3Q21 영업이익 컨센서스 추이와 발표치



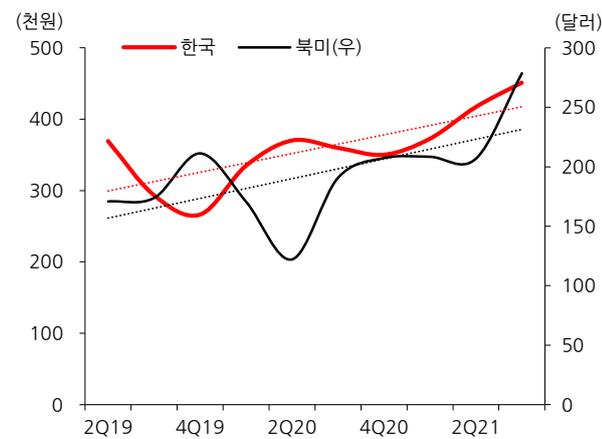
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 헤드램프가 탑재되는 GM 주요 차종 북미 생산량



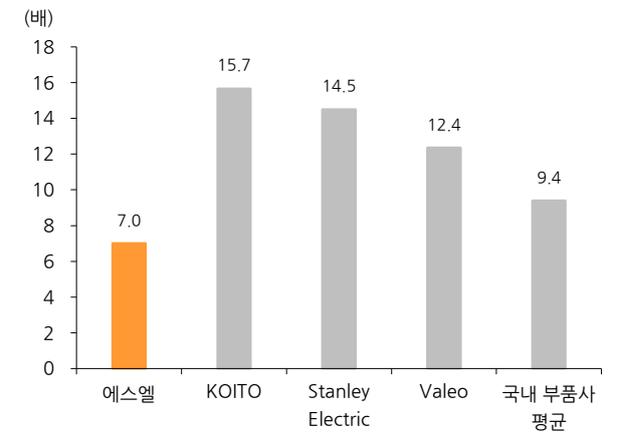
자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 램프 아이템의 한국·북미 단순 대당 매출액 추이



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 에스엘 및 Peer 업체 `22E PER



주: 에스엘은 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

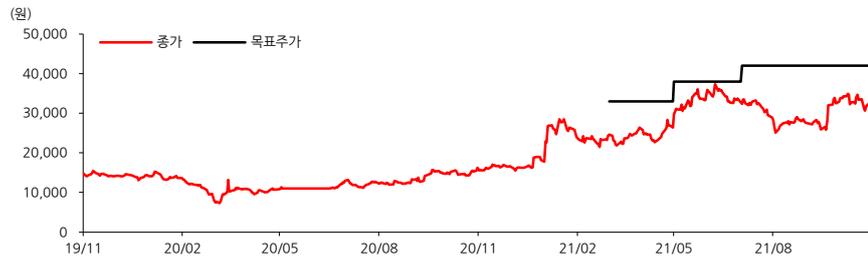
(공표일: 2021년 11월 16일)

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 책임소장에 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	2021.10.20	2021.11.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	42,000	42,000	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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%