



# 에스엘 (005850)

4Q21 Preview: 가려진 ASP 상승 효과. 올해에는 빛을 볼 것

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 42,000원

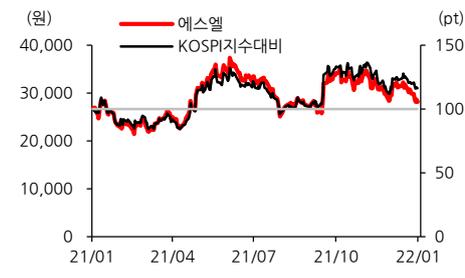
현재 주가(1/21)	28,150원
상승여력	▲49.2%
시가총액	13,569억원
발행주식수	48,203천주
52 주 최고가 / 최저가	37,350 / 21,450원
90 일 일평균 거래대금	57.19억원
외국인 지분율	15.0%
주주 구성	
이성업 (외 11 인)	62.5%
StanleyElectric (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	-16.7	-16.0	5.2
상대수익률(KOSPI)	3.5	-11.0	-4.1	15.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,262	2,505	2,950	3,436
영업이익	44	93	142	216
EBITDA	141	215	267	349
지배주주순이익	86	66	132	181
EPS	1,550	1,206	2,866	3,934
순차입금	-69	-64	-79	-140
PER	9.3	13.5	11.9	7.2
PBR	0.6	0.6	1.1	0.8
EV/EBITDA	5.7	3.3	5.9	3.5
배당수익률	2.8	3.1	1.5	1.8
ROE	7.3	4.7	9.0	11.2

주가 추이



4Q21 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다, 올해 ASP 상승과 물량 회복이 동시에 나타날 수 있다는 점에 주목해야 합니다.

4Q21 Preview: 컨센서스 하회 전망

에스엘의 4Q21 연결 실적은 매출액 7,765억원(-1.6%, 이하 YoY), 영업이익 263억원(-18.9%), 지배지분순이익 242억원(-35.7%)을 기록할 전망이다. 매출액은 ①HMG·GM 등 핵심 고객의 QoQ 생산량 회복, ②램프부문 Blended ASP 상승, ③달러 대비 원화 약세 등을 고려 시 양호할 것으로 보인다. 반면 영업이익과 순이익은 ①원재료비 부담 가중, ②종업원급여 증가(임금 상승, 성과급 지급), ③아직 저조한 美 테네시 공장 가동률(고정비 부담 지속) 등으로 인해 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다(영업이익 괴리율 -21.5%).

가파른 ASP 상승은 차별화 요인

반도체 부족으로 인한 완성차 생산 차질이 여전히 실적에 부정적인 영향을 주고 있지만, 그와 무관하게 램프부문의 Blended ASP는 지속적으로 상승하고 있다. 이는 LED 헤드램프 침투율 확대에 기인한 것으로 추정되며, ①선진·신흥시장 LED 헤드램프 채택률 동반 상승, ②HMG E-GMP 전기차 및 제네시스 판매 성장(소차종숏트림 기본 탑재) 등을 감안 시 올해에도 ASP 개선은 이어질 것이라고 판단한다. 이에 당사는 완성차 물량 회복 이상의 Top-line 성장을 가정하여 에스엘의 '22년 실적을 매출액 3조 4,360억원(+16.5%), 영업이익 2,161억원(+51.8%), 지배지분순이익 1,812억원(+37.3%)으로 추정한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 42,000원 유지

에스엘에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 당초 예상보다 수익성 개선 속도가 더디지만(원자재 가격 및 임금 상승 등 영향), ①LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 구조적 ASP 상승, ②북미지역 램프 공급 차종 증가(1H22: GM Sierra·Lyriq, 1H23: GM Colorado) 등 이익 성장의 근거는 유효하다. 또한 1H22 중 HMG의 미국 현지 투자 관련 세부사항이 공개될 전망이다, 에스엘은 역대 헤드램프 솔벤더이기 때문에 HMG Capa 증설에 따른 수혜 가능성이 있다. 반면 '22년 예상 실적 기준 PER은 7.2배에 불과해, 이익 성장 스토리와 아이템의 매력도(램프: 100% 전장품) 반영을 통한 Valuation re-rating이 기대된다.

[표1] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
매출액	2,505	2,950	3,436	613	420	682	789	740	720	713	776
램프	2,005	2,439	2,854	476	360	569	601	599	606	594	641
Chassis	326	358	417	87	48	89	102	95	83	84	95
기타	174	153	165	51	13	24	87	47	31	35	40
영업이익	93	142	216	31	-14	44	32	57	37	23	26
지배지분순이익	66	132	181	9	-4	23	38	54	38	16	24
yoy 증가율											
매출액	10.7%	17.7%	16.5%	56.0%	-34.3%	19.4%	20.0%	20.8%	71.2%	4.5%	-1.6%
영업이익	113.7%	52.8%	51.8%	흑전	적전	8575.1%	180.8%	85.2%	흑전	-48.4%	-18.9%
지배지분순이익	-23.5%	101.0%	37.3%	39.7%	적전	43.8%	92.3%	505.7%	흑전	-29.8%	-35.7%
이익률											
영업이익	3.7%	4.8%	6.3%	5.0%	-3.3%	6.4%	4.1%	7.7%	5.1%	3.2%	3.4%
지배지분순이익	2.6%	4.5%	5.3%	1.4%	-1.0%	3.4%	4.8%	7.2%	5.2%	2.3%	3.1%

자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

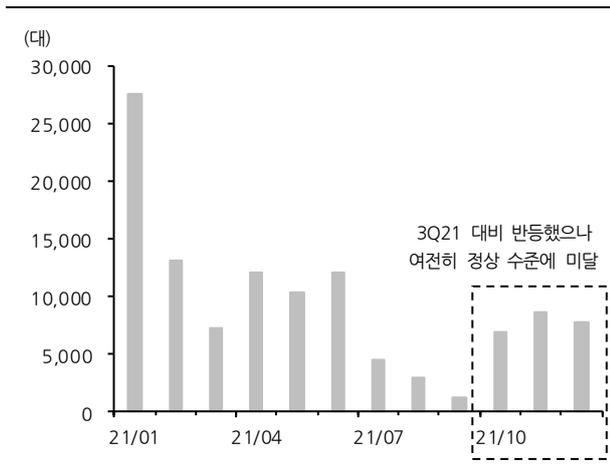
[표1] 에스엘 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 전		변경 후		차이	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
매출액	2,932	3,359	2,950	3,436	0.6%	2.3%
영업이익	173	251	142	216	-17.8%	-13.9%
margin	5.9%	7.5%	4.8%	6.3%	-1.1%p	-1.2%p
순이익	172	218	132	181	-23.3%	-16.7%

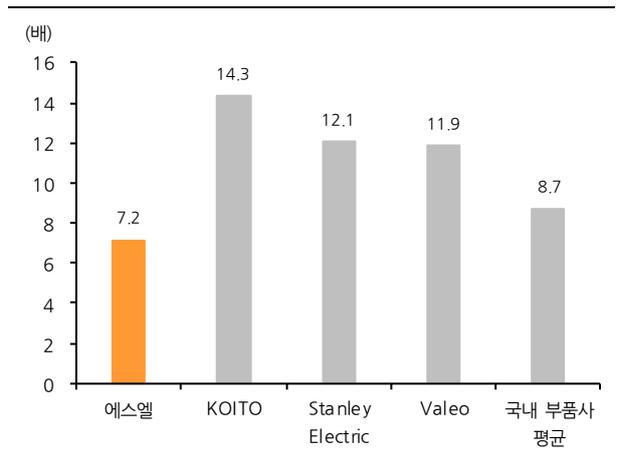
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스엘 헤드램프가 탑재되는 GM 주요 차종 북미 생산량



주: 21/01~21/11 데이터는 Marklines 기준, 21/12 데이터는 당사 추정  
 자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 '22E PER



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

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,599	2,262	2,505	2,950	3,436
매출총이익	133	210	255	320	409
영업이익	5	44	93	142	216
EBITDA	76	141	215	267	349
순이자손익	0	-2	-2	-3	-2
외화관련손익	-2	2	-26	-2	2
지분법손익	30	23	7	12	9
세전계속사업손익	30	82	89	176	237
당기순이익	25	87	64	132	182
지배주주순이익	25	86	66	132	181
<b>증가율(%)</b>					
매출액	7.3	41.5	10.7	17.7	16.5
영업이익	-92.8	852.5	113.7	52.8	51.8
EBITDA	-43.6	86.5	52.3	24.0	30.9
순이익	-74.8	246.1	-26.3	105.2	38.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	8.3	9.3	10.2	10.9	11.9
영업이익률	0.3	1.9	3.7	4.8	6.3
EBITDA 이익률	4.7	6.2	8.6	9.0	10.2
세전이익률	1.9	3.6	3.6	6.0	6.9
순이익률	1.6	3.8	2.6	4.5	5.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	53	-41	163	183	270
당기순이익	25	87	64	132	182
자산상각비	71	98	122	124	133
운전자본증감	-60	-230	-110	-58	-80
매출채권 감소(증가)	-83	-24	-60	21	-87
재고자산 감소(증가)	-21	-58	-15	-107	-33
매입채무 증가(감소)	75	-33	4	15	50
투자현금흐름	-59	21	-171	-159	-225
유형자산처분(취득)	-68	-114	-156	-140	-180
무형자산 감소(증가)	-8	-7	-7	-5	-8
투자자산 감소(증가)	34	191	3	-33	-44
재무현금흐름	-4	46	21	7	34
차입금의 증가(감소)	7	61	44	20	62
자본의 증가(감소)	-16	-14	-19	-23	-23
배당금의 지급	-16	-14	-19	-23	-23
총현금흐름	108	187	265	241	350
(-)운전자본증가(감소)	39	290	10	58	80
(-)설비투자	76	117	164	149	190
(+)자산매각	0	-3	2	4	2
Free Cash Flow	-7	-223	92	38	82
(-)기타투자	38	-11	111	-19	-7
잉여현금	-45	-212	-19	56	89
NOPLAT	4	32	67	107	166
(+) Dep	71	98	122	124	133
(-)운전자본투자	39	290	10	58	80
(-)Capex	76	117	164	149	190
OpFCF	-40	-278	14	23	29

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	888	1,399	1,440	1,583	1,856
현금성자산	272	349	371	435	558
매출채권	324	556	637	616	703
재고자산	170	248	245	352	385
비유동자산	843	874	899	968	1,018
투자자산	441	443	275	298	297
유형자산	383	567	605	653	704
무형자산	19	20	19	17	17
<b>자산총계</b>	<b>1,730</b>	<b>2,274</b>	<b>2,339</b>	<b>2,552</b>	<b>2,874</b>
유동부채	540	729	774	844	969
매입채무	247	343	369	384	435
유동성이자부채	204	249	285	334	390
비유동부채	168	165	140	158	183
비유동이자부채	30	31	22	22	28
<b>부채총계</b>	<b>708</b>	<b>895</b>	<b>914</b>	<b>1,001</b>	<b>1,152</b>
자본금	17	24	24	24	24
자본잉여금	144	460	460	460	460
이익잉여금	867	912	972	1,091	1,249
자본조정	-23	-35	-46	-41	-29
자기주식	0	-8	-13	-13	-13
<b>자본총계</b>	<b>1,023</b>	<b>1,379</b>	<b>1,425</b>	<b>1,550</b>	<b>1,722</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	592	1,550	1,206	2,866	3,934
BPS	23,668	22,498	29,241	31,814	35,362
DPS	400	400	500	500	500
CFPS	2,536	3,387	4,862	5,001	7,264
ROA(%)	1.5	4.3	2.8	5.4	6.7
ROE(%)	2.5	7.3	4.7	9.0	11.2
ROIC(%)	0.6	3.6	5.8	8.6	12.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	26.9	9.3	13.5	11.9	7.2
PBR	0.7	0.6	0.6	1.1	0.8
PSR	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4
PCR	6.3	4.3	3.3	6.8	3.9
EV/EBITDA	8.4	5.7	3.3	5.9	3.5
배당수익률	2.5	2.8	3.1	1.5	1.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	69.2	64.9	64.1	64.6	66.9
Net debt/Equity	-3.7	-5.0	-4.5	-5.1	-8.1
Net debt/EBITDA	-49.5	-48.9	-29.8	-29.7	-40.1
유동비율	164.5	191.8	186.1	187.7	191.5
이자보상배율(배)	0.5	4.2	11.5	16.0	18.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	47.0	58.9	64.7	64.1	62.4
현금+투자자산	53.0	41.1	35.3	35.9	37.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	18.7	16.9	17.7	18.7	19.5
자기자본	81.3	83.1	82.3	81.3	80.5

[ Compliance Notice ]

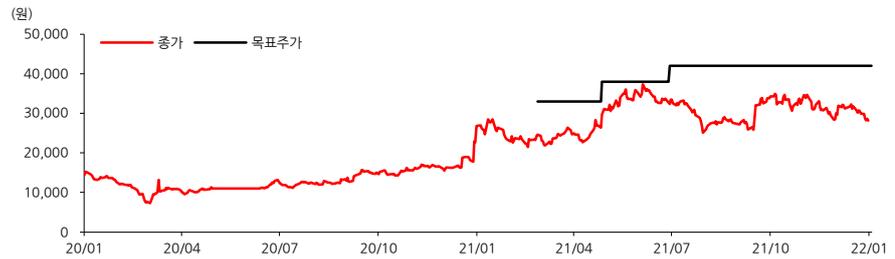
(공표일: 2022년 1월 24일)

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	2021.10.20	2021.11.16	2022.01.24		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	42,000	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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%