



에스엘 (005850)

구조적인 것과 그렇지 않은 것

Buy(유지)

목표주가 38,000원(하향), 현재 주가(2/23): 24,750원
Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

4Q21 Review: 컨센서스 하회

- 에스엘의 4Q21 연결 실적은 매출액 8,281억원(+4.9%, 이하 YoY), 영업이익 -55억원(적전), 당기순이익 -113억원(적전)을 기록하며 당사 추정치와 시장 기대치를 모두 하회
- 실적 부진의 주요인은 ①원재료비 상승, ②종업원급여 증가(성과급 지급, 임금 인상), ③반도체 수급난으로 인한 주요 고객사 생산 차질 지속 등으로 추정. 특히 미국 테네시 공장의 가동률 개선에 기여할 것으로 예상됐던 GMC Terrain 차종의 생산량이 2H21 내내 사실상 전무. 이에 북미법인은 적자 지속이 불가피했을 것으로 보임

가동률 부진에도 매출액 Surprise?

- 다만 매출액은 분기 사상 최대치를 경신하면서 컨센서스를 +10.2% 상회. 양대 고객사(HMG, GM) 모두 생산 및 출하가 4Q20 대비 두 자릿수의 감소율을 보였음에도 에스엘의 매출액은 오히려 YoY 성장. 이는 LED 헤드램프 침투율 확대 및 완성차 믹스 개선(고부가 차종 중심 출하)에 따른 Blended ASP 상승에 기인한 것으로 보임
- 4Q21 중 고객사 완성차 생산 차질 물량이 10%였다고만 가정해도, 정상적인 환경에서 8천억원 중후반대의 매출액을 실현할 수 있는 아이템 포트폴리오가 갖춰진 것으로 해석 가능. LED 헤드램프는 파워트레인에 중립적인 100% 전장 품이기 때문에 ICEV, BEV, 엔트리카, 고급차(제네시스, 캐딜락) 등 다양한 시장에서 전방위적으로 채택률 상승

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 38,000원으로 하향

- 투자의견 'Buy'를 유지하되, '22년 예상 EPS 조정(-8.8%)을 반영해 목표주가를 38,000원으로 하향. '22년에도 반도체 수급난과 인플레이션이 수익성 훼손 요인으로 작용할 전망. 이에 올해 수익성에 대한 눈높이를 낮출 필요성 有
- 그러나 동시에 매출액에 대한 과소 추정도 경계해야 한다고 생각. ①LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 ASP 상승, ②양호한 고객사 도매판매 가이던스(HMG YoY+12%, GM +25~30%), ③북미지역 램프 공급 차종 증가(1H22: GM Sierra-Lyriq, 1H23: GM Colorado) 등 매출 성장의 근거가 여전히 유효
- 향후 구조적인 것(ASP 상승)이 남고 그렇지 않은 것(반도체 수급난, 인플레이션)이 사라지면 탄력적인 증익이 나타날 수 있음. 따라서 부품사들의 Top-line Outperform 여부가 중요한 시점이라고 판단하며, Outperform 가능성이 높은 에스엘에 대해 긍정적인 시각 유지
- 추가로 3월 HMG의 Investor Day에 주목. HMG의 미국지역 완성차 Capa 증설 현실화 시 역내 솔벤터인 에스엘은 직접 수혜 가능

[표1] 에스엘 4Q21 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	4Q20	3Q21	4Q21P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	789	713	828	776	752	4.9%	16.2%	6.6%	10.2%
영업이익	32	23	-5	26	32	적자전환	적자전환	-	-
당기순이익	38	17	-11	24	25	적자전환	적자전환	-	-
영업이익률	4.1%	3.2%	-0.7%	3.4%	4.3%	-4.8%p	-3.8%p	-4.1%p	-5.0%p
순이익률	4.8%	2.3%	-1.4%	3.1%	3.3%	-6.1%p	-3.7%p	-4.5%p	-4.6%p

주: 4Q21 컨센서스는 2월 17일 기준(매출액 변동 공시 이전)

자료: 에스엘, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

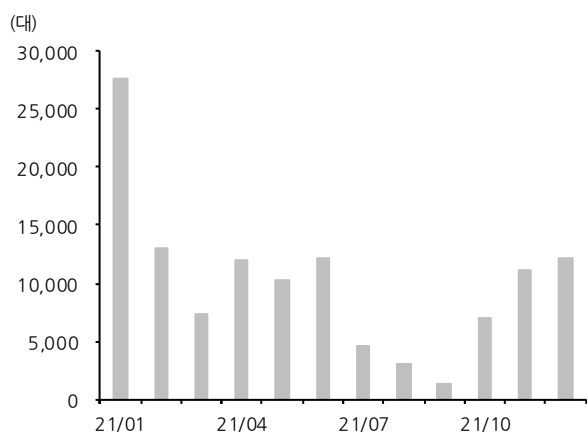
[표2] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2020	2021P	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P
매출액	2,505	3,001	3,436	613	420	682	789	740	720	713	828
영업이익	93	111	199	31	-14	44	32	57	37	23	-5
당기순이익	64	96	166	9	-6	23	38	53	37	17	-11
yoy 증가율											
매출액	10.7%	19.8%	14.5%	56.0%	-34.3%	19.4%	20.0%	20.8%	71.2%	4.5%	4.9%
영업이익	113.7%	18.7%	80.3%	흑전	적전	8575.1%	180.8%	85.2%	흑전	-48.4%	-116.8%
순이익	-26.3%	49.9%	72.8%	21.6%	적전	22.4%	131.6%	505.6%	흑전	-28.8%	-130.0%
이익률											
영업이익	3.7%	3.7%	5.8%	5.0%	-3.3%	6.4%	4.1%	7.7%	5.1%	3.2%	-0.7%
순이익	2.6%	3.2%	4.8%	1.4%	-1.3%	3.4%	4.8%	7.2%	5.2%	2.3%	-1.4%

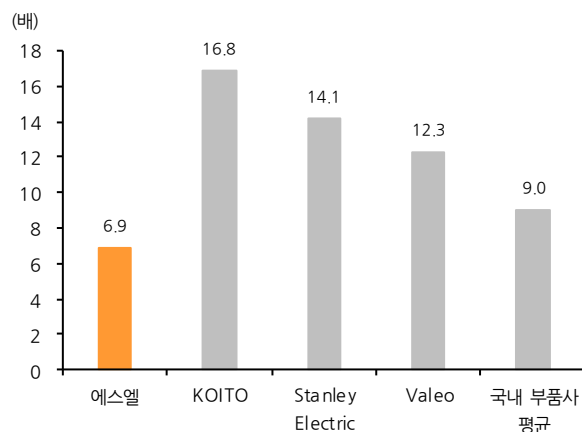
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스엘 헤드램프가 탑재되는 GM 주요 차종 북미 생산량



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 `22E PER



주: 에스엘은 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

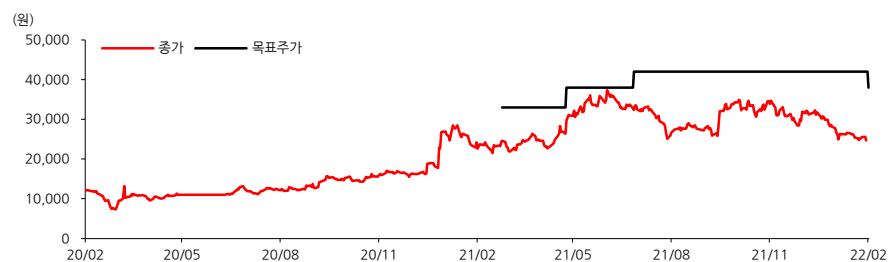
(공표일: 2022년 2월 24일)

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 종목을 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	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	2022.02.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	42,000	42,000	42,000	42,000	38,000	

[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	-28.30	-16.90
2022.02.24	Buy	38,000		

[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: 2021년 12월 31일)

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