



에스엘 (005850)

1Q22 Preview: 누울 자리를 만들어 놔다

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 35,000원

현재 주가(4/21)	25,850원
상승여력	▲35.4%
시가총액	12,461억원
발행주식수	48,203천주
52 주 최고가 / 최저가	37,350 / 22,300원
90 일 일평균 거래대금	26.16억원
외국인 지분율	14.4%

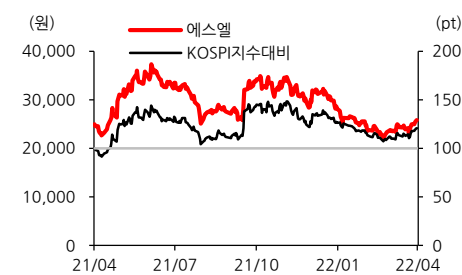
주주 구성	
이성업 (외 11 인)	62.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%
StanleyElectric (외 1 인)	6.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.3	-8.2	-23.5	4.4
상대수익률(KOSPI)	7.7	-4.4	-14.2	18.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,505	3,001	3,393	3,725
영업이익	93	111	167	221
EBITDA	215	235	297	359
지배주주순이익	66	96	153	194
EPS	1,362	2,001	3,312	4,213
순차입금	174	123	94	50
PER	11.9	15.6	7.8	6.1
PBR	0.6	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	6.9	4.5	3.6
배당수익률	3.1	1.6	1.9	1.9
ROE	4.7	6.6	9.8	11.3

주가 추이



1Q22 Preview: 시장 기대치 부합 전망

에스엘의 1Q22 연결 실적은 매출액 7,648억원(+3.3%, 이하 YoY), 영업이익 281억원(-50.6%), 지배지분순이익 276억원(-48.5%)을 기록하며 시장 기대치에 부합할 전망이다. 반도체 수급난 지속으로 대부분 지역에서 고객사 완성차 생산이 부진했으나, ①ASP 상승 효과, ②우호적인 환율 환경 등에 힘입어 동기간 매출액 증가가 예상된다. 다만 ①가동률 저하(고정비 부담 증가), ②원자재 가격 강세 등으로 인해 수익성은 아직 경상적인 수준에 도달하지 못했을 것으로 추정된다(OPM: 1Q20 5.0% > 1Q21 7.7% > 1Q22E 3.7%).

계속 기대할 수 밖에 없는 이유

램프 부문의 Blended ASP 상승세가 지속적으로 당사 예상을 뛰어넘고 있다(그림 1 참조). 차량용 반도체 부족과 원자재 가격 강세가 장기화되고 있으나, 이것을 New normal로 보기는 어렵다. 반면 LED 헤드램프 침투율 확대(ASP 상승 요인)는 고객사 상품 전략과 소비자 선호도를 감안했을 때 메가트렌드라고 할 수 있다. '20년~'21년에는 아이템 Mix 향상에 따라 이익 성장의 Room이 커졌으나, 완성차 물량 차질로 인해 이익이 현실화되지 못했다. 따라서 대외 환경이 개선되는 국면에서는 ASP 상승 효과가 본격적으로 나타날 것이라고 판단한다.

올해 북미GM向 램프 공급 증가를 통해 연결 실적 훼손의 주요인이었던 SL America 손익도 회복될 전망이다. RV·BEV로 구성된 주요 수주 차종들의 양산 개시 및 Ramp-up이 본격화될 예정이다(2H21 Terrain, 1H22 Sierra/Lyriq, 2H22 Colorado). 이에 에스엘의 '22년 실적을 매출액 3조 3,931억원(+13.1%), 영업이익 1,675억원(+51.5%), 지배지분순이익 1,526억원(+58.2%)으로 추정한다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 35,000원으로 하향

투자의견 'Buy'를 유지하되 '22E EPS 조정(-8.2%)을 반영해 목표주가는 35,000원으로 하향한다. 그러나 ①LED 헤드램프 침투율 확대에 따른 구조적 ASP 상승, ②북미지역 실적 회복, ③HMG 미국 Capa 증설에 따른 수혜 가능성 등 성장의 근거에는 변함이 없다. 반면 '22E PER은 7.8배 수준으로 여전히 글로벌 Peer는 물론 국내 부품업종 평균 대비 저평가되어 있다. 에스엘의 ①이익 성장 스토리, ②아이템 매력도(램프: 100% 전장품), ③HMG 내 입지(E-GMP 소차종, 제네시스 대부분 차종 램프 공급) 등을 고려 시 Valuation re-rating이 기대된다.

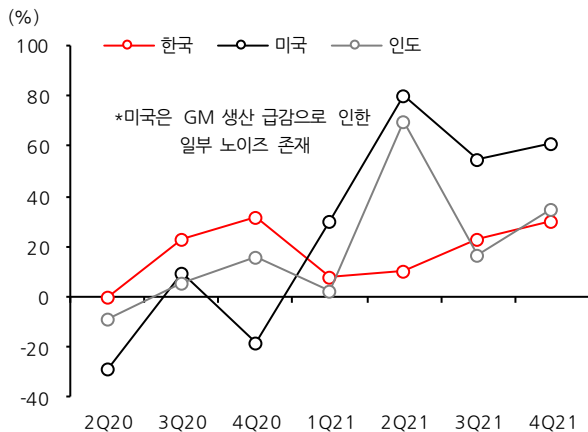
[표1] 에스엘 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	3,001	3,393	3,725	740	720	713	828	765	812	856	960
램프	2,475	2,799	3,084	599	606	594	677	632	669	708	791
Chassis	362	415	452	95	83	84	100	93	100	104	119
기타	164	179	189	47	31	35	52	40	43	45	51
영업이익	111	167	221	57	37	23	-5	28	37	49	54
지배지분순이익	96	153	194	54	38	16	-11	28	34	43	47
yoy 증가율											
매출액	19.8%	13.1%	9.8%	20.8%	71.2%	4.5%	4.9%	3.3%	12.8%	20.1%	16.0%
영업이익	18.7%	51.5%	31.7%	85.2%	흑전	-48.4%	적전	-50.6%	0.6%	114.3%	흑전
지배지분순이익	46.9%	58.2%	27.2%	505.7%	흑전	-29.8%	적전	-48.5%	-8.8%	161.6%	흑전
이익률											
영업이익	3.7%	4.9%	5.9%	7.7%	5.1%	3.2%	-0.7%	3.7%	4.5%	5.7%	5.6%
지배지분순이익	3.2%	4.5%	5.2%	7.2%	5.2%	2.3%	-1.4%	3.6%	4.2%	5.0%	4.9%

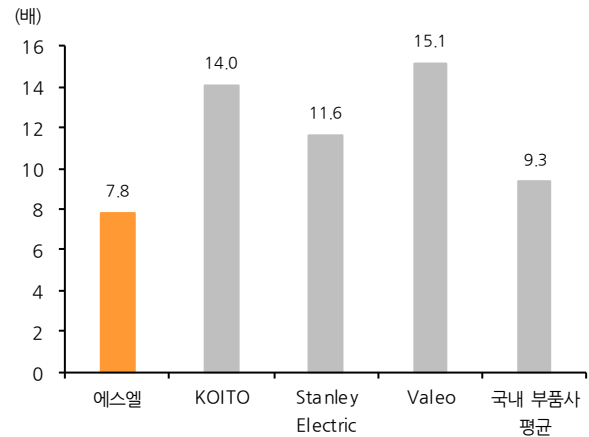
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 지역별 단순 대당 매출액 YoY 증감률



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

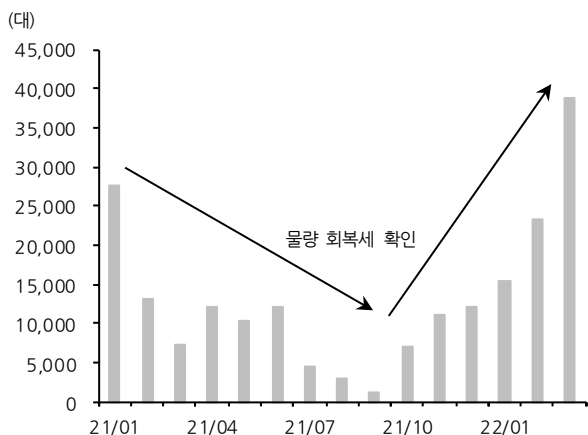
[그림2] 에스엘 및 Peer 업체 '22E PER



주: 에스엘은 당사 추정치 기준

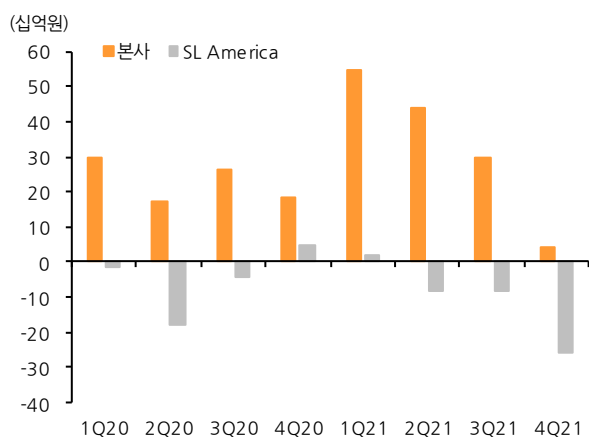
자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에스엘 헤드램프가 탑재되는 GM 주요 차종 북미 생산량



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 에스엘 본사 및 SL America 분기별 손익 추이



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,262	2,505	3,001	3,393	3,725
매출총이익	210	255	287	357	429
영업이익	44	93	111	167	221
EBITDA	141	215	235	297	359
순이자손익	-2	-2	1	-1	-1
외화관련손익	2	-26	25	18	17
지분법손익	0	0	0	9	11
세전계속사업손익	82	89	155	199	253
당기순이익	87	64	96	154	195
지배주주순이익	86	66	96	153	194
증가율(%)					
매출액	41.5	10.7	19.8	13.1	9.8
영업이익	852.5	113.7	18.7	51.5	31.7
EBITDA	86.5	52.3	9.4	26.4	20.7
순이익	246.1	-26.3	49.9	59.6	27.1
이익률(%)					
매출총이익률	9.3	10.2	9.6	10.5	11.5
영업이익률	1.9	3.7	3.7	4.9	5.9
EBITDA 이익률	6.2	8.6	7.8	8.8	9.6
세전이익률	3.6	3.6	5.2	5.9	6.8
순이익률	3.8	2.6	3.2	4.5	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	-41	163	192	161	203
당기순이익	87	64	96	154	195
자산상각비	98	122	125	130	138
운전자본증감	-230	-110	-74	-16	-56
매출채권 감소(증가)	-24	-60	5	-84	-70
재고자산 감소(증가)	-58	-15	-103	18	-34
매입채무 증가(감소)	-33	4	7	49	48
투자현금흐름	21	-171	-95	-119	-135
유형자산처분(취득)	-114	-156	-149	-163	-171
무형자산 감소(증가)	-7	-7	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	196	-4	88	71	56
재무현금흐름	46	21	78	-11	-18
차입금의 증가(감소)	61	44	101	13	5
자본의 증가(감소)	-14	-23	-23	-23	-23
배당금의 지급	14	19	23	-23	-23
총현금흐름	187	265	302	177	259
(-)운전자본증가(감소)	341	23	-30	16	56
(-)설비투자	117	164	158	163	171
(+)자산매각	-3	2	2	-6	-6
Free Cash Flow	-274	79	176	-7	26
(-)기타투자	-56	91	131	21	14
잉여현금	-217	-12	46	-28	12
NOPLAT	32	67	68	129	170
(+) Dep	98	122	125	130	138
(-)운전자본투자	341	23	-30	16	56
(-)Capex	117	164	158	163	171
OpFCF	-329	1	65	80	81

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,399	1,440	1,601	1,699	1,853
현금성자산	124	133	314	346	396
매출채권	558	637	636	720	790
재고자산	248	245	361	343	376
비유동자산	874	899	966	1,045	1,117
투자자산	287	275	303	343	376
유형자산	567	605	646	687	728
무형자산	20	19	18	16	13
자산총계	2,274	2,339	2,567	2,744	2,970
유동부채	729	774	899	960	1,014
매입채무	393	428	442	492	540
유동성이자부채	249	285	400	412	417
비유동부채	165	140	150	142	145
비유동이자부채	31	22	37	28	29
부채총계	895	914	1,049	1,103	1,158
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	460	460	460	460	460
이익잉여금	912	972	1,036	1,166	1,337
자본조정	-35	-46	-18	-25	-25
자기주식	-8	-13	-13	-13	-13
자본총계	1,379	1,425	1,518	1,641	1,812

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,780	1,362	2,001	3,312	4,213
BPS	28,224	29,241	31,155	33,696	37,244
DPS	400	500	500	500	500
CFPS	3,889	5,491	6,265	3,681	5,375
ROA(%)	4.3	2.8	3.9	5.7	6.8
ROE(%)	7.3	4.7	6.6	9.8	11.3
ROIC(%)	3.0	4.9	4.9	8.9	11.1
Multiples(x, %)					
PER	8.1	11.9	15.6	7.8	6.1
PBR	0.5	0.6	1.0	0.8	0.7
PSR	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
PCR	3.7	3.0	5.0	7.0	4.8
EV/EBITDA	7.3	4.5	6.9	4.5	3.6
배당수익률	2.8	3.1	1.6	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	64.9	64.1	69.1	67.2	63.9
Net debt/Equity	11.3	12.2	8.1	5.7	2.8
Net debt/EBITDA	110.8	81.1	52.3	31.7	14.0
유동비율	191.8	186.1	178.2	176.9	182.8
이자보상배율(배)	4.2	11.5	17.8	14.0	17.6
자산구조(%)					
투하자본	76.3	77.3	69.7	68.2	67.2
현금+투자자산	23.7	22.7	30.3	31.8	32.8
자본구조(%)					
차입금	16.9	17.7	22.3	21.1	19.8
자기자본	83.1	82.3	77.7	78.9	80.2

[Compliance Notice]

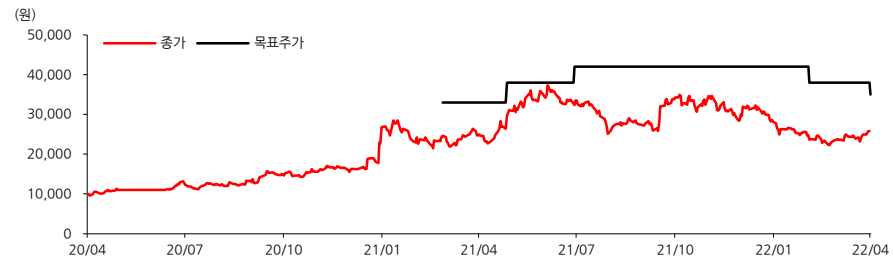
(공표일: 2022년 4월 22일)

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	2022.01.24	2022.02.24	2022.04.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	42,000	42,000	42,000	42,000	38,000	35,000

[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	-28.39	-16.90
2022.02.24	Buy	38,000	-36.88	-31.97
2022.04.22	Buy	35,000		

[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: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%