



2023년 11월 15일 | 기업분석

에스엘 (005850)

실적이 잘 나왔네요

BUY (유지)

목표주가(12M) 45,000원
현재주가(11.14) 30,050원

Key Data

| | |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,433.25 |
| 52주 최고/최저(원) | 40,950/22,950 |
| 시가총액(십억원) | 1,395.8 |
| 시가총액비중(%) | 0.07 |
| 발행주식수(천주) | 46,448.5 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 161.8 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 5.3 |
| 외국인지분율(%) | 15.90 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 이성열 외 10 인 | 64.71 |
| 국민연금공단 | 8.26 |

Consensus Data

| | 2023 | 2024 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 4,938.9 | 5,366.7 |
| 영업이익(십억원) | 404.7 | 439.4 |
| 순이익(십억원) | 321.8 | 346.9 |
| EPS(원) | 6,584 | 7,139 |
| BPS(원) | 41,253 | 47,582 |

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,001.1 | 4,174.5 | 4,913.7 | 5,087.2 |
| 영업이익 | 110.5 | 197.9 | 390.8 | 389.9 |
| 세전이익 | 155.5 | 215.7 | 420.9 | 413.3 |
| 순이익 | 96.5 | 154.7 | 292.4 | 291.4 |
| EPS | 2,001 | 3,290 | 6,296 | 6,274 |
| 증감율 | 46.92 | 64.42 | 91.37 | (0.35) |
| PER | 15.59 | 6.98 | 4.77 | 4.79 |
| PBR | 0.99 | 0.65 | 0.73 | 0.64 |
| EV/EBITDA | 6.31 | 3.64 | 2.48 | 2.07 |
| ROE | 6.63 | 9.87 | 16.55 | 14.35 |
| BPS | 31,418 | 35,291 | 40,991 | 46,670 |
| DPS | 500 | 600 | 600 | 600 |

변하지 않은 성장동력 vs. 주가는 하락한 상황

에스엘에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4.5만원을 유지한다. 3분기 실적은 UAW 파업으로 인한 실적 우려를 딛고 기대치에 부합했다. UAW 파업 여파는 10월 실적에도 소폭 영향을 주겠지만, 현재 파업이 종료된 상황에서 고객사들의 생산 만회가 진행될수록 해소될 문제일 뿐이다. 4분기 실적도 호조를 보이면서 영업이익이 133% (YoY) 증가할 전망이다. 전기차/SUV/럭셔리 모델향 고가 LED 램프의 증가와 글로벌 완성차로부터의 수주 확보, 그리고 BMS 등 아이템 추가라는 성장 동력은 변하지 않았음에도 P/E 5배 이하까지 Valuation이 내려왔다는 점에서 저평가된 주가라는 판단이다.

3Q23 Review: 영업이익률 7.0% 기록

에스엘의 3분기 실적은 시장 기대치에 부합했다(영업이익 기준 +3%). 매출액/영업이익은 10%/70% (YoY) 증가한 1.18조원/827억원(영업이익률 7.0%, +2.5%p (YoY))을 기록했다. 전년 6월부터 연결 편입된 에스엘미러택 효과가 사라지고, 기저가 높아지면서 매출액 증가율은 낮아졌지만, 고객사들의 생산 증가와 고가 모델향 비중 상승에 따른 믹스 개선으로 성장은 여전했다. 지역별로는 인도가 1% (YoY) 감소했지만, 한국/유럽/남미 매출액이 11%/10%/67% (YoY) 증가했고, UAW 파업 여파가 있는 북미에서도 15% (YoY) 성장했다. 제품별로는 램프/샷시/기타 매출액이 각각 +22%/+2%/-71% (YoY) 변동했다. 외형 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성도 개선되었다. 영업이익은 70% (YoY) 증가했고, 영업이익률은 7.0%로 상승했다. 최근 지속된 임금 상승이 3분기에도 이어지면서 인건비가 15% (YoY) 증가했지만, 감가상각비 부담이 완화되었고 전년 3분기/4분기 크게 증가했던 보증수리비가 정상화되었기 때문이다(3Q22 140억원→3Q23 52억원(매출액 대비 0.9%p 하락)). 영업이익률이 상반기 9.7%에서 3분기 7.0%로 하락한 것은 계절성과 함께 3분기/4분기 임단협 후 상여금 지급이 증가하기 때문이다. 오히려 당사 예상치였던 6.4%보다 높다는 점에서 우수한 수익성을 유지했다고 평가한다. 영업외로는 에스에이치비(지분율 50%)의 이익 증가(76억원→155억원)와 북경삼립의 흑전 등으로 지분법이익이 45억원(vs. 3Q22 18억원)으로 증가했다.

3분기 누적 신규 수주가 1.72조원으로 연간 목표치 129% 달성

에스엘은 3분기 누적으로 1.72조원(램프/전동화/기타 80%/6%/14% 비중)의 신규 수주를 기록하면서 2023년 목표치 1.34조원의 128.7%를 이미 달성했다. 이는 최근 4년간의 연간 수주금액 평균 5,920억원 대비 291% 달성한 것이다. 특히, 램프 수주가 1.38조원으로 과거 4년 평균 2,440억원을 크게 상회했다. 수주의 고객별 비중은 현대차그룹 65%, GM 17%, 중국 OEM 3%, 기타 15%를 기록했다.



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

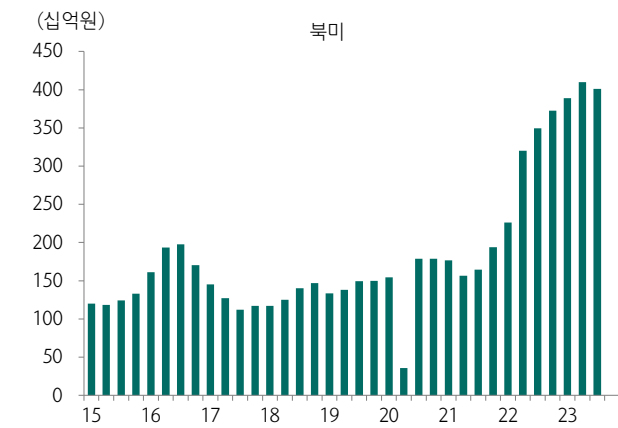
도표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23F | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 845 | 1,016 | 1,071 | 1,242 | 1,211 | 1,254 | 1,183 | 1,266 | 2,505 | 3,001 | 4,175 | 4,914 | 5,087 |
| 한국 | 438 | 501 | 487 | 611 | 604 | 623 | 540 | 632 | 1,425 | 1,654 | 2,036 | 2,400 | 2,464 |
| 북미 | 226 | 320 | 349 | 372 | 389 | 410 | 401 | 394 | 549 | 692 | 1,268 | 1,594 | 1,669 |
| 중국 | 36 | 39 | 55 | 74 | 46 | 53 | 55 | 57 | 181 | 185 | 205 | 211 | 229 |
| 인도 | 121 | 124 | 148 | 145 | 135 | 125 | 146 | 141 | 276 | 402 | 538 | 548 | 560 |
| 유럽 | 17 | 20 | 21 | 21 | 24 | 26 | 24 | 23 | 43 | 42 | 78 | 97 | 100 |
| 남미 | 7 | 11 | 10 | 19 | 12 | 15 | 17 | 19 | 30 | 25 | 47 | 63 | 64 |
| 기타 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 | 2 | 2 |
| 영업이익 | 41 | 78 | 49 | 30 | 104 | 134 | 83 | 70 | 93 | 111 | 198 | 391 | 390 |
| 세전이익 | 54 | 84 | 65 | 12 | 127 | 140 | 94 | 60 | 89 | 155 | 216 | 421 | 413 |
| 순이익 | 41 | 61 | 44 | 21 | 94 | 109 | 64 | 46 | 64 | 96 | 166 | 314 | 312 |
| 지배주주순이익 | 41 | 59 | 38 | 17 | 90 | 104 | 61 | 37 | 66 | 96 | 155 | 292 | 291 |
| (YoY) | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 14 | 41 | 50 | 50 | 43 | 23 | 10 | 2 | 11 | 20 | 39 | 18 | 4 |
| 한국 | 12 | 21 | 26 | 32 | 38 | 24 | 11 | 4 | 23 | 16 | 23 | 18 | 3 |
| 북미 | 28 | 105 | 112 | 92 | 72 | 28 | 15 | 6 | -4 | 26 | 83 | 26 | 5 |
| 중국 | -23 | -3 | 29 | 35 | 26 | 36 | 0 | -23 | -5 | 2 | 10 | 3 | 8 |
| 인도 | 15 | 32 | 39 | 51 | 12 | 1 | -1 | -3 | 2 | 46 | 34 | 2 | 2 |
| 유럽 | 56 | 80 | 142 | 86 | 42 | 35 | 10 | 11 | -18 | -4 | 89 | 23 | 3 |
| 남미 | -23 | 202 | 164 | 116 | 84 | 33 | 67 | 0 | 42 | -17 | 89 | 34 | 1 |
| 기타 | 8 | 46 | 91 | 16 | -42 | 157 | -122 | 0 | -16 | 12 | 43 | -28 | 0 |
| 영업이익 | -28 | 115 | 114 | 흑전 | 154 | 71 | 71 | 133 | 114 | 19 | 79 | 97 | 0 |
| 세전이익 | -25 | 73 | 177 | 7 | 136 | 66 | 44 | 388 | 9 | 75 | 39 | 95 | -2 |
| 순이익 | -24 | 63 | 163 | 흑전 | 132 | 80 | 46 | 123 | -26 | 50 | 72 | 89 | 0 |
| 지배주주순이익 | -24 | 57 | 128 | 흑전 | 122 | 75 | 62 | 117 | -23 | 47 | 60 | 89 | 0 |
| 이익률 | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 4.9 | 7.7 | 4.5 | 2.4 | 8.6 | 10.7 | 7.0 | 5.5 | 3.7 | 3.7 | 4.7 | 8.0 | 7.7 |
| 세전이익률 | 6.4 | 8.3 | 6.1 | 1.0 | 10.5 | 11.2 | 7.9 | 4.8 | 3.6 | 5.2 | 5.2 | 8.6 | 8.1 |
| 순이익률 | 4.8 | 6.0 | 4.1 | 1.7 | 7.8 | 8.7 | 5.4 | 3.7 | 2.6 | 3.2 | 4.0 | 6.4 | 6.1 |

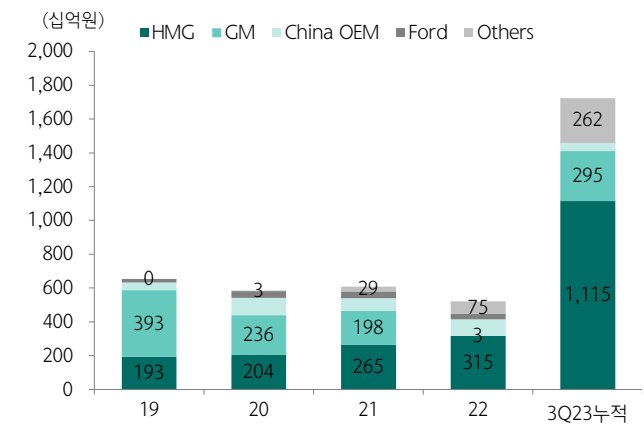
자료: 에스엘, 하나증권

도표 2. 에스엘의 북미 지역 매출액 추이



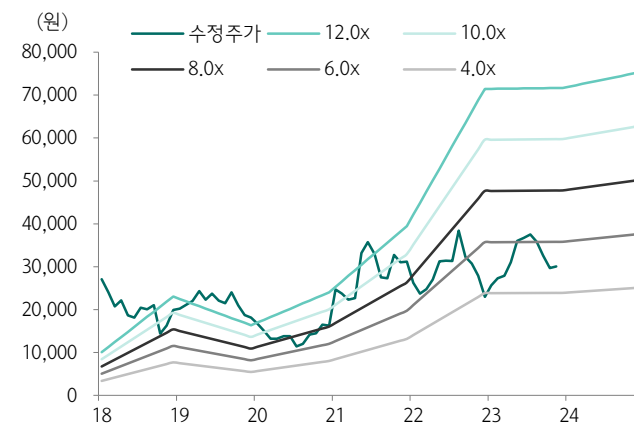
자료: 에스엘, 하나증권

도표 3. 에스엘의 고객별 신규 수주금액 추이



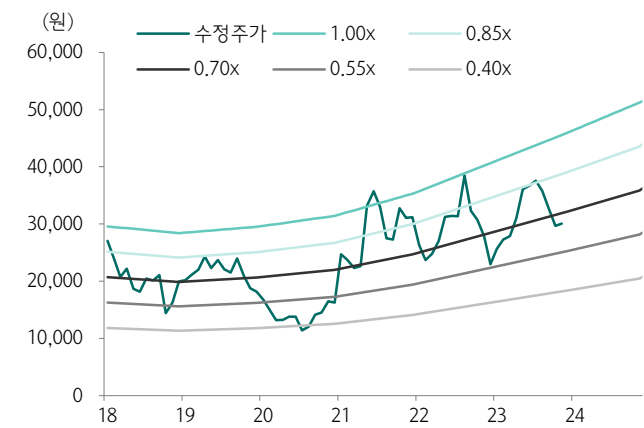
자료: 에스엘, 하나증권

도표 4. 에스엘의 P/E Band



자료: KRX, 하나증권

도표 5. 에스엘의 P/B Band



자료: KRX, 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위:십억원) | | | | |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 3,001.1 | 4,174.5 | 4,913.7 | 5,087.2 | 5,239.8 |
| 매출원가 | 2,714.5 | 3,709.0 | 4,262.7 | 4,426.2 | 4,559.0 |
| 매출총이익 | 286.6 | 465.5 | 651.0 | 661.0 | 680.8 |
| 판매비 | 176.1 | 267.6 | 260.2 | 271.1 | 279.3 |
| 영업이익 | 110.5 | 197.9 | 390.8 | 389.9 | 401.6 |
| 금융손익 | (0.5) | (17.1) | (10.1) | (7.0) | 1.7 |
| 종속/관계기업손익 | 11.9 | 12.5 | 16.5 | 16.8 | 17.2 |
| 기타영업외손익 | 33.5 | 22.4 | 23.7 | 13.6 | 14.3 |
| 세전이익 | 155.5 | 215.7 | 420.9 | 413.3 | 434.7 |
| 법인세 | 59.3 | 49.8 | 107.3 | 100.9 | 106.1 |
| 계속사업이익 | 96.2 | 165.9 | 313.6 | 312.5 | 328.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 96.2 | 165.9 | 313.6 | 312.5 | 328.7 |
| 비지배주주지분 손이익 | (0.2) | 11.2 | 21.1 | 21.1 | 22.2 |
| 지배주주순이익 | 96.5 | 154.7 | 292.4 | 291.4 | 306.5 |
| 지배주주지분포괄이익 | 115.3 | 155.9 | 294.6 | 293.6 | 308.8 |
| NOPAT | 68.4 | 152.2 | 291.1 | 294.8 | 303.6 |
| EBITDA | 235.2 | 336.9 | 540.2 | 545.1 | 561.5 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 19.80 | 39.10 | 17.71 | 3.53 | 3.00 |
| NOPAT증가율 | 1.79 | 122.51 | 91.26 | 1.27 | 2.99 |
| EBITDA증가율 | 9.40 | 43.24 | 60.34 | 0.91 | 3.01 |
| 영업이익증가율 | 18.56 | 79.10 | 97.47 | (0.23) | 3.00 |
| (지배주주)순이익증가율 | 46.88 | 60.31 | 89.01 | (0.34) | 5.18 |
| EPS증가율 | 46.92 | 64.42 | 91.37 | (0.35) | 5.18 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 9.55 | 11.15 | 13.25 | 12.99 | 12.99 |
| EBITDA이익률 | 7.84 | 8.07 | 10.99 | 10.72 | 10.72 |
| 영업이익률 | 3.68 | 4.74 | 7.95 | 7.66 | 7.66 |
| 계속사업이익률 | 3.21 | 3.97 | 6.38 | 6.14 | 6.27 |

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,001 | 3,290 | 6,296 | 6,274 | 6,599 |
| BPS | 31,418 | 35,291 | 40,991 | 46,670 | 52,675 |
| CFPS | 6,265 | 9,380 | 11,671 | 11,514 | 11,900 |
| EBITDAPS | 4,879 | 7,163 | 11,630 | 11,736 | 12,088 |
| SPS | 62,260 | 88,763 | 105,788 | 109,524 | 112,810 |
| DPS | 500 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 15.59 | 6.98 | 4.77 | 4.79 | 4.55 |
| PBR | 0.99 | 0.65 | 0.73 | 0.64 | 0.57 |
| PCR | 4.98 | 2.45 | 2.57 | 2.61 | 2.53 |
| EV/EBITDA | 6.31 | 3.64 | 2.48 | 2.07 | 1.59 |
| PSR | 0.50 | 0.26 | 0.28 | 0.27 | 0.27 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 6.63 | 9.87 | 16.55 | 14.35 | 13.31 |
| ROA | 3.93 | 5.63 | 9.50 | 8.62 | 8.29 |
| ROIC | 6.71 | 13.00 | 22.41 | 21.57 | 21.62 |
| 부채비율 | 69.08 | 71.84 | 61.78 | 55.28 | 49.78 |
| 순부채비율 | (2.41) | 5.12 | (5.50) | (15.08) | (23.31) |
| 이자보상배율(배) | 17.82 | 13.50 | 27.00 | 27.21 | 28.03 |

자료: 하나증권

| 대차대조표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 1,601.3 | 1,773.4 | 2,032.0 | 2,318.4 | 2,622.2 |
| 금융자산 | 473.3 | 347.3 | 535.4 | 769.2 | 1,026.8 |
| 현금성자산 | 313.6 | 265.5 | 451.1 | 682.4 | 940.1 |
| 매출채권 | 617.2 | 839.7 | 857.4 | 887.7 | 914.4 |
| 재고자산 | 360.8 | 404.3 | 450.3 | 466.2 | 480.2 |
| 기타유동자산 | 150.0 | 182.1 | 188.9 | 195.3 | 200.8 |
| 비유동자산 | 966.2 | 1,158.3 | 1,190.5 | 1,216.9 | 1,238.8 |
| 투자자산 | 226.3 | 251.4 | 253.0 | 254.7 | 256.4 |
| 금융자산 | 66.7 | 86.4 | 86.4 | 86.4 | 86.4 |
| 유형자산 | 645.6 | 735.0 | 766.2 | 791.5 | 812.0 |
| 무형자산 | 17.5 | 45.8 | 45.2 | 44.7 | 44.3 |
| 기타비유동자산 | 76.8 | 126.1 | 126.1 | 126.0 | 126.1 |
| 자산총계 | 2,567.5 | 2,931.6 | 3,222.5 | 3,535.3 | 3,861.0 |
| 유동부채 | 898.5 | 1,092.5 | 1,082.1 | 1,106.3 | 1,127.6 |
| 금융부채 | 399.6 | 393.9 | 385.1 | 385.2 | 385.2 |
| 매입채무 | 347.6 | 483.8 | 489.3 | 506.6 | 521.8 |
| 기타유동부채 | 151.3 | 214.8 | 207.7 | 214.5 | 220.6 |
| 비유동부채 | 150.5 | 133.2 | 148.4 | 152.2 | 155.5 |
| 금융부채 | 37.0 | 40.7 | 40.7 | 40.7 | 40.7 |
| 기타비유동부채 | 113.5 | 92.5 | 107.7 | 111.5 | 114.8 |
| 부채총계 | 1,049.0 | 1,225.6 | 1,230.5 | 1,258.5 | 1,283.1 |
| 지배주주지분 | 1,501.8 | 1,634.6 | 1,899.3 | 2,163.2 | 2,442.0 |
| 자본금 | 24.1 | 23.2 | 23.2 | 23.2 | 23.2 |
| 자본잉여금 | 459.7 | 459.7 | 459.7 | 459.7 | 459.7 |
| 자본조정 | (12.7) | (11.8) | (11.8) | (11.8) | (11.8) |
| 기타포괄이익누계액 | (5.7) | (11.3) | (11.3) | (11.3) | (11.3) |
| 이익잉여금 | 1,036.4 | 1,174.8 | 1,439.6 | 1,703.4 | 1,982.3 |
| 비지배주주지분 | 16.7 | 71.4 | 92.6 | 113.6 | 135.8 |
| 자본총계 | 1,518.5 | 1,706.0 | 1,991.9 | 2,276.8 | 2,577.8 |
| 순금융부채 | (36.7) | 87.3 | (109.6) | (343.4) | (601.0) |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 191.6 | 171.9 | 401.4 | 439.8 | 461.0 |
| 당기순이익 | 96.2 | 165.9 | 313.6 | 312.5 | 328.7 |
| 조정 | 169.2 | 220.8 | 132.5 | 138.9 | 142.5 |
| 감가상각비 | 124.7 | 138.9 | 149.4 | 155.2 | 159.9 |
| 외환거래손익 | (8.1) | 13.2 | (1.2) | (1.3) | (1.3) |
| 지분법손익 | (11.9) | (12.5) | (16.5) | (16.8) | (17.2) |
| 기타 | 64.5 | 81.2 | 0.8 | 1.8 | 1.1 |
| 영업활동 자산부채변동 | (73.8) | (214.8) | (44.7) | (11.6) | (10.2) |
| 투자활동 현금흐름 | (94.5) | (178.9) | (165.9) | (166.7) | (165.8) |
| 투자자산감소(증가) | (6.0) | (12.5) | 14.9 | 15.2 | 15.5 |
| 자본증가(감소) | (149.1) | (149.8) | (170.0) | (170.0) | (170.0) |
| 기타 | 60.6 | (16.6) | (10.8) | (11.9) | (11.3) |
| 재무활동 현금흐름 | 77.5 | (42.6) | (36.5) | (27.6) | (27.6) |
| 금융부채증가(감소) | 129.1 | (2.0) | (8.8) | 0.1 | 0.1 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | (0.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (28.6) | (16.7) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 배당지급 | (23.0) | (23.0) | (27.6) | (27.6) | (27.6) |
| 현금의 증감 | 174.6 | (49.6) | 189.4 | 231.3 | 257.7 |
| Unlevered CFO | 302.0 | 441.1 | 542.1 | 534.8 | 552.7 |
| Free Cash Flow | 33.9 | 11.6 | 231.4 | 269.8 | 291.0 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 23.5.15 | BUY | 45,000 | | |
| 23.3.29 | BUY | 38,000 | -18.10% | -12.76% |
| 22.8.17 | BUY | 40,000 | -27.26% | 0.00% |
| 22.3.28 | BUY | 32,000 | -10.38% | 0.00% |
| 21.11.26 | BUY | 38,000 | -27.32% | -13.03% |
| 21.5.18 | BUY | 36,000 | -11.92% | 3.75% |

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 94.14% | 5.41% | 0.45% | 100% |

* 기준일: 2023년 11월 14일