

# 에스엘 (005850)

## LED, 북미, 그리고 BMS

### 목표주가는 3.8만원으로 소폭 하향

에스엘에 대한 투자이견 BUY를 유지한 가운데, 수익추정 하향으로 목표 주가는 기존 4.0만원에서 신규 3.8만원(P/E 10배 유지)으로 조정한다. 2022년 하반기에는 예상치 못한 보증수리비의 발생과 예상보다 컸던 인건비 증가로 실적이 기대치를 하회했지만, 2023년에는 비용 부분이 안정화되고 한국/미국/인도 내 주요 고객사들의 생산 증가와 신차 효과, 그리고 믹스 상향 등에 힘입어 외형/수익성이 개선될 것이기 때문이다. 현재 주가는 P/E 6배 후반, P/B 0.6배 후반으로 자동차 부품업종 평균 수준이지만, 고부가 LED 램프의 성장과 해외 고객사들에 대한 납품, 그리고 전기차용 BMS 진출 등을 감안할 때 Valuation Premium 부여가 가능하다.

### 2022년 하반기 급증했던 인건비와 보증수리비의 안정화 예상

2022년 상반기와 하반기 실적은 극명하게 대조된다. 상반기에는 매출액/영업이익이 1,863억원/1,194억원, 영업이익률 6.4%를 기록했지만, 하반기에는 2,313억원/785억원, 영업이익률 3.4%로 하락했기 때문이다. 특히, 4분기 영업이익률은 2.4%로 연간 평균 대비 크게 부진했다. 가장 큰 이유는 인건비와 보증수리비의 증가이다. 상반기에는 인건비/보증수리비가 각각 3,180억원/75억원이었지만, 하반기에는 4,205억원/350억원으로 크게 증가했다(매출액 대비 비율 상반기 17.1%/0.4%→하반기 18.2%/1.5%). 통상적으로 하반기에 노사 임협 결과로 급여 상승분을 소급 반영한다는 점에서 인건비가 증가하지만, 2022년에는 에스엘미러텍 합병과 한국/미국 임금 상승률로 인해 그 폭이 컸다(상반기 대비 하반기 증가율이 2021년 +13% vs. 2022년 +32%). 보증수리비는 미국 OE항 품질비용 발생으로 하반기 1.5%까지 일시적으로 상승했다. 인건비는 임금이 높은 미국 비중 상승으로 2023년에도 증가하겠지만 외형 성장으로 안정화될 수 있고, 보증수리비는 일시 반영분의 제거로 예년 수준인 0.4%대로 회귀할 전망이다. 2023년에는 전방 고객사들의 생산증가와 함께 비용 안정화로 매출액/영업이익이 각각 7%/19% 증가할 것으로 예상된다.

### LED 램프, 북미 공장, 그리고 BMS의 3대 성장축

에스엘의 성장은 고가 제품의 비중 증가와 북미/인도 법인의 성장, 그리고 신규 아이템의 가세라는 세 가지 축에서 진행 중이다. 기존 할로겐 램프 대비 2.5배~3.5배 가격인 LED 램프의 비중은 고객사들의 SUV/럭서리/전기차 생산 증가에 연동하면서 지속적으로 상승 중이고, 2023년 이후로도 아이오닉5/아이오닉6/EV6/EV9 등이 글로벌로 확대되면서 관련 추세가 이어질 것이다. 북미/인도 법인은 현대차/기아/GM향 납품에 힘입어 2022년 각각 83%/34% 성장했는데, 2023년 이후에도 고객사들의 생산 증가에 맞춰 성장이 예상된다. 에스엘은 관련하여 2월 테네시 공장의 신차 양산에 필요한 개발비 및 설비투자 자금을 위해 SL America에 대해 513억원 증자를 공시했다. 신규 아이템으로는 BMS(Battery Management System, 고전압 리튬 배터리의 전압/전류 등 내부 상태를 실시간으로 감지하고 최적의 조건으로 제어하는 시스템) 사업이 확대된다. 이미 현대차 한국 공장으로 2022년부터 3년간 총 627억원, 연간 210억원을 공급 중인데, 2024년 하반기부터는 기아 한국/슬로바키아 공장으로 5.5년간 총 2,025억원, 연간 370억원의 매출이 가세할 예정이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 38,000원(하향) | CP(3월29일): 26,900원

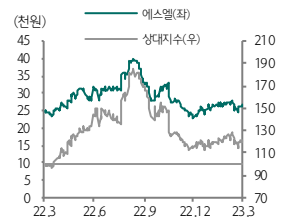
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,443.92
52주 최고/최저(원)	40,000/22,950
시가총액(십억원)	1,249.5
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	46,448.5
60일 평균 거래량(천주)	191.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.0
23년 배당금(예상, 원)	600
23년 배당수익률(예상, %)	2.28
외국인지분율(%)	13.64
주요주주 지분율(%)	
이성영 외 10인	64.71
국민연금공단	7.24
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.5) (18.5) 8.9
상대	(2.7) (27.6) 22.1

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,804.7	5,263.1
영업이익(십억원)	276.4	332.7
순이익(십억원)	212.0	254.7
EPS(원)	4,170	5,003
BPS(원)	39,280	43,435

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	십억원	3,001.1	4,174.5	4,472.9	4,658.4	4,844.7
영업이익	십억원	110.5	197.9	236.2	248.3	260.9
세전이익	십억원	155.5	215.7	251.8	264.7	283.6
순이익	십억원	96.5	154.7	177.5	186.6	199.9
EPS	원	2,001	3,290	3,822	4,018	4,304
증감율	%	46.92	64.42	16.17	5.13	7.12
PER	배	15.59	6.98	6.89	6.56	6.12
PBR	배	0.99	0.65	0.68	0.63	0.58
EV/EBITDA	배	6.31	3.64	3.29	2.88	2.47
ROE	%	6.63	9.87	10.39	10.01	9.85
BPS	원	31,418	35,291	38,518	41,941	45,650
DPS	원	500	600	600	600	600



Analyst **송선재**  
02-3771-7512  
sunjae.song@hanafn.com

RA **안도연**  
02-3771-7776  
dohyunahn@hanafn.com

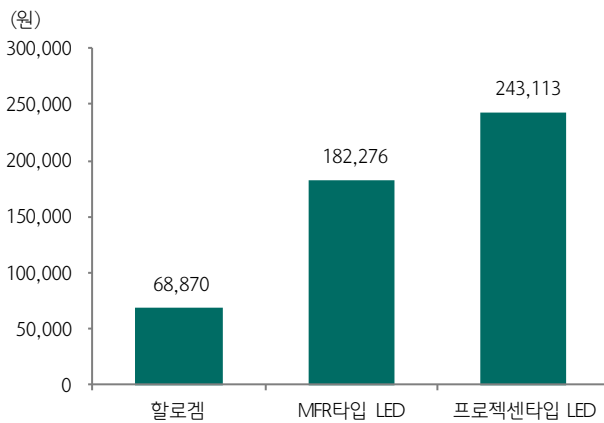
표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	845	1,016	1,071	1,242	960	1,083	1,124	1,306	2,505	3,001	4,175	4,473	4,658
한국	438	501	487	611	486	529	525	637	1,425	1,654	2,036	2,176	2,258
북미	226	320	349	372	277	336	358	385	549	692	1,268	1,356	1,410
중국	36	39	55	74	39	50	51	81	181	185	205	221	234
인도	121	124	148	145	132	136	157	161	276	402	538	586	617
유럽	17	20	21	21	18	21	23	22	43	42	78	83	87
남미	7	11	10	19	7	12	10	19	30	25	47	48	50
기타	1	1	1	0	1	1	1	0	2	2	3	3	3
영업이익	41	78	49	30	44	82	55	56	93	111	198	236	248
세전이익	54	84	65	12	48	88	58	58	89	155	216	252	265
순이익	41	61	44	21	36	67	44	44	64	96	166	190	200
지배주주순이익	41	59	38	17	36	67	41	34	66	96	155	178	187
(YoY)													
매출액	14	41	50	50	14	7	5	5	11	20	39	7	4
한국	12	21	26	32	11	6	8	4	23	16	23	7	4
북미	28	105	112	92	22	5	2	3	-4	26	83	7	4
중국	-23	-3	29	35	7	29	-8	9	-5	2	10	8	6
인도	15	32	39	51	10	9	6	11	2	46	34	9	5
유럽	56	80	142	86	5	6	5	8	-18	-4	89	6	5
남미	-23	202	164	116	3	3	3	3	42	-17	89	3	3
기타	8	46	91	16	0	0	0	0	-16	12	43	0	0
영업이익	-28	115	114	흑전	7	5	13	86	114	19	79	19	5
세전이익	-25	73	177	7	-11	4	-10	368	9	75	39	17	5
순이익	-24	63	163	흑전	-11	9	1	110	-26	50	72	15	5
지배주주순이익	-24	57	128	흑전	-11	12	9	96	-23	47	60	15	5
이익률													
영업이익률	4.9	7.7	4.5	2.4	4.5	7.6	4.9	4.3	3.7	3.7	4.7	5.3	5.3
세전이익률	6.4	8.3	6.1	1.0	5.0	8.1	5.2	4.4	3.6	5.2	5.2	5.6	5.7
순이익률	4.8	6.0	4.1	1.7	3.8	6.1	3.9	3.3	2.6	3.2	4.0	4.3	4.3

자료: 에스엘, 하나증권

그림 1. 에스엘의 램프 종류별 가격 비교



주: 현대차 쏘나타 모델 기준  
자료: 에스엘, 하나증권

그림 2. 에스엘의 BMS 사진



자료: 에스엘, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>3,001.1</b>	<b>4,174.5</b>	<b>4,472.9</b>	<b>4,658.4</b>	<b>4,844.7</b>
매출원가	2,714.5	3,709.0	3,977.8	4,140.1	4,305.7
매출총이익	286.6	465.5	495.1	518.3	539.0
판매비	176.1	267.6	258.9	269.9	278.0
<b>영업이익</b>	<b>110.5</b>	<b>197.9</b>	<b>236.2</b>	<b>248.3</b>	<b>260.9</b>
금융손익	(0.5)	(17.1)	(10.9)	(10.2)	(5.0)
중속/관계기업손익	11.9	12.5	12.8	13.0	13.3
기타영업외손익	33.5	22.4	13.7	13.6	14.3
<b>세전이익</b>	<b>155.5</b>	<b>215.7</b>	<b>251.8</b>	<b>264.7</b>	<b>283.6</b>
법인세	59.3	49.8	61.4	64.6	69.2
계속사업이익	96.2	165.9	190.4	200.1	214.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>96.2</b>	<b>165.9</b>	<b>190.4</b>	<b>200.1</b>	<b>214.4</b>
비배주주지분 손익	(0.2)	11.2	12.8	13.5	14.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>96.5</b>	<b>154.7</b>	<b>177.5</b>	<b>186.6</b>	<b>199.9</b>
지배주주지분포괄이익	115.3	155.9	178.9	188.0	201.4
NOPAT	68.4	152.2	178.6	187.7	197.3
EBITDA	235.2	336.9	380.5	398.8	416.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	19.80	39.10	7.15	4.15	4.00
NOPAT증가율	1.79	122.51	17.35	5.10	5.11
EBITDA증가율	9.40	43.24	12.94	4.81	4.46
영업이익증가율	18.56	79.10	19.35	5.12	5.07
(지배주주)순이익증가율	46.88	60.31	14.74	5.13	7.13
EPS증가율	46.92	64.42	16.17	5.13	7.12
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	9.55	11.15	11.07	11.13	11.13
EBITDA이익률	7.84	8.07	8.51	8.56	8.60
영업이익률	3.68	4.74	5.28	5.33	5.39
계속사업이익률	3.21	3.97	4.26	4.30	4.43

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,001	3,290	3,822	4,018	4,304
BPS	31,418	35,291	38,518	41,941	45,650
CFPS	6,265	9,380	8,017	8,365	8,779
EBITDAPS	4,879	7,163	8,192	8,587	8,968
SPS	62,260	88,763	96,298	100,291	104,302
DPS	500	600	600	600	600
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.59	6.98	6.89	6.56	6.12
PBR	0.99	0.65	0.68	0.63	0.58
PCFR	4.98	2.45	3.29	3.15	3.00
EV/EBITDA	6.31	3.64	3.29	2.88	2.47
PSR	0.50	0.26	0.27	0.26	0.25
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.63	9.87	10.39	10.01	9.85
ROA	3.93	5.63	5.96	5.96	5.99
ROIC	6.71	13.00	14.01	14.22	14.48
부채비율	69.08	71.84	62.04	58.27	54.73
순부채비율	(2.41)	5.12	(2.99)	(8.47)	(13.88)
이자보상배율(배)	17.82	13.50	16.32	17.33	18.21

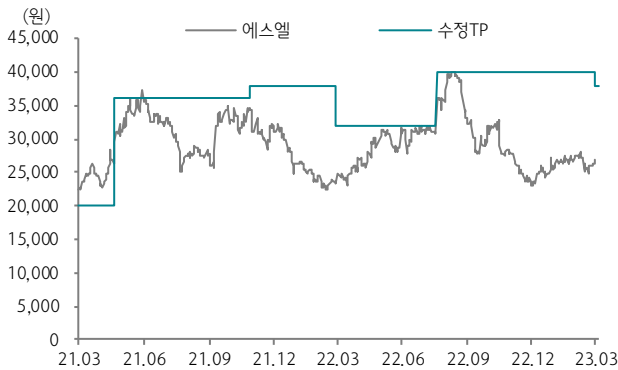
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,773.4</b>	<b>1,844.6</b>	<b>2,017.9</b>	<b>2,210.6</b>
금융자산	473.3	347.3	481.5	598.6	734.9
현금성자산	313.6	265.5	397.2	511.8	648.1
매출채권	617.2	839.7	780.5	812.9	845.4
재고자산	360.8	404.3	409.9	426.9	444.0
기타유동자산	150.0	182.1	172.7	179.5	186.3
<b>비유동자산</b>	<b>966.2</b>	<b>1,158.3</b>	<b>1,183.6</b>	<b>1,212.7</b>	<b>1,236.8</b>
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	760.4	789.3	812.9
무형자산	17.5	45.8	44.0	42.6	41.4
기타비유동자산	76.8	126.1	126.2	126.1	126.1
<b>자산총계</b>	<b>2,567.5</b>	<b>2,931.6</b>	<b>3,028.2</b>	<b>3,230.6</b>	<b>3,447.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>898.5</b>	<b>1,092.5</b>	<b>1,020.7</b>	<b>1,046.6</b>	<b>1,072.5</b>
금융부채	399.6	393.9	385.0	385.0	385.1
매입채무	347.6	483.8	445.4	463.9	482.4
기타유동부채	151.3	214.8	190.3	197.7	205.0
<b>비유동부채</b>	<b>150.5</b>	<b>133.2</b>	<b>138.7</b>	<b>142.8</b>	<b>146.9</b>
금융부채	37.0	40.7	40.7	40.7	40.7
기타비유동부채	113.5	92.5	98.0	102.1	106.2
<b>부채총계</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,225.6</b>	<b>1,159.4</b>	<b>1,189.3</b>	<b>1,219.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,501.8</b>	<b>1,634.6</b>	<b>1,784.5</b>	<b>1,943.5</b>	<b>2,115.8</b>
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	1,324.8	1,483.8	1,656.0
<b>비배주주지분</b>	<b>16.7</b>	<b>71.4</b>	<b>84.3</b>	<b>97.7</b>	<b>112.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,518.5</b>	<b>1,706.0</b>	<b>1,868.8</b>	<b>2,041.2</b>	<b>2,228.0</b>
순금융부채	(36.7)	87.3	(55.9)	(172.9)	(309.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>191.6</b>	<b>171.9</b>	<b>306.3</b>	<b>325.8</b>	<b>344.0</b>
당기순이익	96.2	165.9	190.4	200.1	214.4
조정	169.2	220.8	131.0	138.1	142.1
감가상각비	124.7	138.9	144.3	150.6	155.6
외환거래손익	(8.1)	13.2	(1.2)	(1.3)	(1.3)
지분법손익	(11.9)	(12.5)	(12.8)	(13.0)	(13.3)
기타	64.5	81.2	0.7	1.8	1.1
영업활동 자산부채 변동	(73.8)	(214.8)	(15.1)	(12.4)	(12.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(94.5)</b>	<b>(178.9)</b>	<b>(157.7)</b>	<b>(168.5)</b>	<b>(167.7)</b>
투자자산감소(증가)	(6.0)	(12.5)	11.1	11.4	11.6
자본증가(감소)	(149.1)	(149.8)	(160.0)	(170.0)	(170.0)
기타	60.6	(16.6)	(8.8)	(9.9)	(9.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>77.5</b>	<b>(42.6)</b>	<b>(36.6)</b>	<b>(27.6)</b>	<b>(27.6)</b>
금융부채증가(감소)	129.1	(2.0)	(9.0)	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(28.6)	(16.7)	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(23.0)	(23.0)	(27.6)	(27.6)	(27.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>174.6</b>	<b>(49.6)</b>	<b>135.5</b>	<b>114.6</b>	<b>136.3</b>
Unlevered CFO	302.0	441.1	372.4	388.6	407.8
Free Cash Flow	33.9	11.6	146.3	155.8	174.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.3.29	BUY	38,000		
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%
20.11.23	BUY	20,000	10.50%	42.50%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.96%	5.04%	0.00%	100%

\* 기준일: 2023년 03월 29일

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 3월 29일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 3월 29일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.