



에스엘 (005850)

잡은 실적 서프라이즈

BUY

목표주가(12M) 45,000원(상향)
 현재주가(5.15) 32,550원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,479.35
52주 최고/최저(원)	40,000/22,950
시가총액(십억원)	1,511.9
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	46,448.5
60일 평균 거래량(천주)	301.9
60일 평균 거래대금(십억원)	9.0
외국인지분율(%)	13.02
주요주주 지분율(%)	
이성열 외 10 인	64.71
국민연금공단	7.24

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,847.0	5,248.1
영업이익(십억원)	264.5	316.1
순이익(십억원)	214.2	254.5
EPS(원)	4,350	5,195
BPS(원)	40,025	44,573

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,001.1	4,174.5	4,883.3	5,055.2
영업이익	110.5	197.9	316.6	322.4
세전이익	155.5	215.7	332.2	339.5
순이익	96.5	154.7	234.2	239.4
EPS	2,001	3,290	5,042	5,153
증감율	46.92	64.42	53.25	2.20
PER	15.59	6.98	6.46	6.32
PBR	0.99	0.65	0.82	0.73
EV/EBITDA	6.31	3.64	3.36	2.95
ROE	6.63	9.87	13.48	12.29
BPS	31,418	35,291	39,738	44,296
DPS	500	600	600	600



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

하나증권 리서치센터**목표주가 4.5만원으로 상향**

에스엘에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 2023년/2024년 실적 추정을 상향하면서 목표주가를 기존 3.8만원에서 신규 4.5만원(목표 P/E 9.0배 적용)으로 상향한다. 1분기 실적은 물량/믹스/환율 등의 효과가 어우러지면서 기대치를 상회했다. 고객사들의 생산 증가와 신차 효과를 감안할 때 실적 호조는 2분기 이후에도 이어질 전망이다. SUV/럭셔리/전기차 생산 증가로 고가 LED 램프의 비중이 상승하고 있고, 고객사들의 북미 공장향 대응 확대 중이며(최근 SL America 증자), 추가 성장의 동력으로 BMS(배터리 매니지먼트 시스템) 사업을 시작했다는 점(2022년부터 연간 210억원, 2024년 하반기부터 연간 370억원 추가)도 긍정적으로 평가한다.

1Q23 Review: 영업이익률 8.6% 기록

1분기 실적이 시장 기대치를 크게 상회했다(영업이익 기준 +82%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 43%/154% 증가한 12,108억원/1,041억원(영업이익률 8.6%, +3.7%p (YoY))을 기록했다. 모든 지역에서 매출액이 증가한 가운데, 특히 핵심 지역인 한국/북미/인도 매출액이 각각 38%/72%/12% (YoY) 증가하면서 외형 성장을 이끌었다. 유럽/남미/중국 매출액도 각각 42%/84%/26% (YoY) 증가했다. 한편, 제품별 매출액은 램프/전동화(기존 샷시)/기타 부문이 각각 39%/27%/153% (YoY) 성장했다. 고객사들의 생산이 회복되면서 납품 물량이 증가했고, 상대적 고가인 SUV/전기차 모델들의 비중이 상승하면서 믹스도 상향되었으며, 환율 상승에 따른 수혜도 있었다. 전년 6월부터 연결로 편입된 에스엘미러텍의 기여 효과도 있었다. 관련 효과가 반영되는 에스엘 본사의 개별 매출액이 27% (YoY) 증가한 6,625억원이었고, 레버리지 효과로 영업이익은 45% (YoY) 증가한 577억원, 영업이익률은 1.1%p (YoY) 상승한 8.7%를 기록했다. 연결로는 북미/인도 법인들의 수익성도 크게 개선되었다. 북미 법인의 매출액/순이익은 각각 3,754억원/145억원으로 전년 동기의 2,381억원/-6억원에서 흑자 전환했고, 인도 법인의 매출액/순이익은 1,032억원/107억원으로 역시 전년 동기의 818억원/16억원에서 큰 폭 증가했다. 영업외에서는 지방법이익이 38억원(vs. 1Q22 16억원)으로 증가했다.

하반기 계절성 있겠지만, 전년 동기대비 이익 증가율은 높을 것

에스엘은 지난 2년간 상반기와 하반기의 실적 괴리가 컸다('22년 OPM 상반기 6.4% vs. 하반기 3.4%). 계절적 효과도 있지만, 3분기 노사 임단협 후 인건비 상승분을 반영했던 효과가 컸다. 2022년에는 특히, 한국/미국 내 임금 상승폭이 컸고, 일시적으로 보증수리비가 크게 증가한 영향도 있었다. 2023년에도 계절성은 있겠지만, 북미 인건비/운송비의 증가율이 낮아지고 전년 일시 반영되었던 보증수리비가 예년 수준으로 회귀한다는 점에서 하반기의 전년 동기대비 이익 증가율은 높을 것이다.

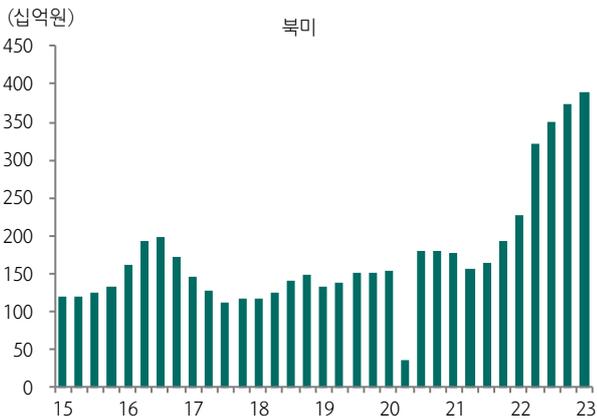
도표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	845	1,016	1,071	1,242	1,211	1,264	1,142	1,266	2,505	3,001	4,175	4,883	5,055
한국	438	501	487	611	604	619	535	632	1,425	1,654	2,036	2,390	2,453
북미	226	320	349	372	389	414	370	394	549	692	1,268	1,567	1,626
중국	36	39	55	74	46	52	58	61	181	185	205	217	238
인도	121	124	148	145	135	142	145	144	276	402	538	566	590
유럽	17	20	21	21	24	25	22	22	43	42	78	93	97
남미	7	11	10	19	12	12	11	13	30	25	47	48	49
기타	1	1	1	0	0	1	1	0	2	2	3	2	2
영업이익	41	78	49	30	104	110	57	45	93	111	198	317	322
세전이익	54	84	65	12	127	116	60	29	89	155	216	332	339
순이익	41	61	44	21	94	88	46	23	64	96	166	251	257
지배주주순이익	41	59	38	17	94	88	43	9	66	96	155	234	239
(YoY)													
매출액	14	41	50	50	43	24	7	2	11	20	39	17	4
한국	12	21	26	32	38	24	10	4	23	16	23	17	3
북미	28	105	112	92	72	29	6	6	-4	26	83	24	4
중국	-23	-3	29	35	26	33	6	-18	-5	2	10	6	9
인도	15	32	39	51	12	15	-2	-1	2	46	34	5	4
유럽	56	80	142	86	42	26	4	8	-18	-4	89	19	4
남미	-23	202	164	116	84	5	5	-30	42	-17	89	2	2
기타	8	46	91	16	-42	0	0	0	-16	12	43	-9	0
영업이익	-28	115	114	흑전	154	41	17	51	114	19	79	60	2
세전이익	-25	73	177	7	136	38	-7	133	9	75	39	54	2
순이익	-24	63	163	흑전	132	44	4	12	-26	50	72	51	2
지배주주순이익	-24	57	128	흑전	133	48	13	-47	-23	47	60	51	2
이익률													
영업이익률	4.9	7.7	4.5	2.4	8.6	8.7	5.0	3.6	3.7	3.7	4.7	6.5	6.4
세전이익률	6.4	8.3	6.1	1.0	10.5	9.2	5.3	2.3	3.6	5.2	5.2	6.8	6.7
순이익률	4.8	6.0	4.1	1.7	7.8	6.9	4.0	1.8	2.6	3.2	4.0	5.1	5.1

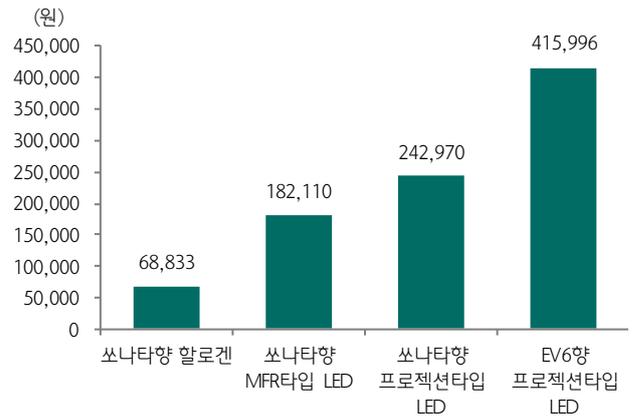
자료: 에스엘, 하나증권

도표 2. 에스엘의 북미 매출액 추이



자료: 에스엘, 하나증권

도표 3. 에스엘의 램프 종류별 가격 비교



자료: 에스엘, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,001.1	4,174.5	4,883.3	5,055.2	5,206.8
매출원가	2,714.5	3,709.0	4,301.0	4,455.2	4,588.9
매출총이익	286.6	465.5	582.3	600.0	617.9
판매비	176.1	267.6	265.7	277.5	285.9
영업이익	110.5	197.9	316.6	322.4	332.1
금융손익	(0.5)	(17.1)	(11.0)	(9.6)	(2.6)
종속/관계기업손익	11.9	12.5	12.8	13.0	13.3
기타영업외손익	33.5	22.4	13.7	13.6	14.3
세전이익	155.5	215.7	332.2	339.5	357.1
법인세	59.3	49.8	81.0	82.8	87.1
계속사업이익	96.2	165.9	251.1	256.7	270.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	96.2	165.9	251.1	256.7	270.0
비배주주지분 손이익	(0.2)	11.2	16.9	17.3	18.2
지배주주순이익	96.5	154.7	234.2	239.4	251.8
지배주주지분포괄이익	115.3	155.9	235.9	241.1	253.6
NOPAT	68.4	152.2	239.4	243.8	251.1
EBITDA	235.2	336.9	463.2	475.2	489.9
성장성(%)					
매출액증가율	19.80	39.10	16.98	3.52	3.00
NOPAT증가율	1.79	122.51	57.29	1.84	2.99
EBITDA증가율	9.40	43.24	37.49	2.59	3.09
영업이익증가율	18.56	79.10	59.98	1.83	3.01
(지배주주)순이익증가율	46.88	60.31	51.39	2.22	5.18
EPS증가율	46.92	64.42	53.25	2.20	5.18
수익성(%)					
매출총이익률	9.55	11.15	11.92	11.87	11.87
EBITDA이익률	7.84	8.07	9.49	9.40	9.41
영업이익률	3.68	4.74	6.48	6.38	6.38
계속사업이익률	3.21	3.97	5.14	5.08	5.19

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,001	3,290	5,042	5,153	5,420
BPS	31,418	35,291	39,738	44,296	49,121
CFPS	6,265	9,380	9,797	10,009	10,359
EBITDAPS	4,879	7,163	9,972	10,231	10,547
SPS	62,260	88,763	105,134	108,834	112,099
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	15.59	6.98	6.46	6.32	6.01
PBR	0.99	0.65	0.82	0.73	0.66
PCFR	4.98	2.45	3.32	3.25	3.14
EV/EBITDA	6.31	3.64	3.36	2.95	2.49
PSR	0.50	0.26	0.31	0.30	0.29
재무비율(%)					
ROE	6.63	9.87	13.48	12.29	11.63
ROA	3.93	5.63	7.69	7.29	7.10
ROIC	6.71	13.00	18.43	17.82	17.84
부채비율	69.08	71.84	63.52	58.07	53.22
순부채비율	(2.41)	5.12	(2.52)	(10.39)	(17.55)
이자보상비율(배)	17.82	13.50	21.87	22.50	23.18

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,601.3	1,773.4	1,961.7	2,189.6	2,432.5
금융자산	473.3	347.3	474.4	650.1	847.1
현금성자산	313.6	265.5	390.1	563.4	760.3
매출채권	617.2	839.7	852.1	882.1	908.6
재고자산	360.8	404.3	447.6	463.3	477.2
기타유동자산	150.0	182.1	187.6	194.1	199.6
비유동자산	966.2	1,158.3	1,193.4	1,222.3	1,246.2
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	768.6	796.0	818.3
무형자산	17.5	45.8	45.7	45.5	45.4
기타비유동자산	76.8	126.1	126.1	126.1	126.1
자산총계	2,567.5	2,931.6	3,155.1	3,411.9	3,678.7
유동부채	898.5	1,092.5	1,077.9	1,101.9	1,123.0
금융부채	399.6	393.9	385.1	385.2	385.2
매입채무	347.6	483.8	486.3	503.4	518.5
기타유동부채	151.3	214.8	206.5	213.3	219.3
비유동부채	150.5	133.2	147.7	151.5	154.8
금융부채	37.0	40.7	40.7	40.7	40.7
기타비유동부채	113.5	92.5	107.0	110.8	114.1
부채총계	1,049.0	1,225.6	1,225.6	1,253.4	1,277.8
지배주주지분	1,501.8	1,634.6	1,841.2	2,052.9	2,277.0
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	1,381.4	1,593.1	1,817.3
비지배주주지분	16.7	71.4	88.3	105.6	123.8
자본총계	1,518.5	1,706.0	1,929.5	2,158.5	2,400.8
순금융부채	(36.7)	87.3	(48.6)	(224.3)	(421.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	191.6	171.9	341.8	385.5	404.1
당기순이익	96.2	165.9	251.1	256.7	270.0
조정	169.2	220.8	133.3	140.3	144.3
감가상각비	124.7	138.9	146.6	152.8	157.8
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 자산부채변동	(73.8)	(214.8)	(42.6)	(11.5)	(10.2)
투자활동 현금흐름	(94.5)	(178.9)	(169.7)	(170.5)	(169.7)
투자자산감소(증가)	(6.0)	(12.5)	11.1	11.4	11.6
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)	128.4	173.3	197.0
Unlevered CFO	302.0	441.1	455.1	464.9	481.2
Free Cash Flow	33.9	11.6	171.8	215.5	234.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



날짜	투자 의견	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%
20.11.23	BUY	20,000	10.50%	42.50%

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 5월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 5월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.05%	4.50%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 05월 15일