



BUY

목표주가(12M) 45,000원  
현재주가(8.14) 34,550원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,570.87
52주 최고/최저(원)	40,950/22,950
시가총액(십억원)	1,604.8
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	46,448.5
60일 평균 거래량(천주)	288.1
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
외국인지분율(%)	13.66
주요주주 지분율(%)	
이성결 외 1인	64.71
국민연금공단	8.26

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	5,067.0	5,464.7
영업이익(십억원)	337.0	380.7
순이익(십억원)	266.0	301.6
EPS(원)	5,590	6,344
BPS(원)	40,392	46,057

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,001.1	4,174.5	4,865.5	5,050.6
영업이익	110.5	197.9	376.1	374.5
세전이익	155.5	215.7	392.3	393.5
순이익	96.5	154.7	276.6	277.5
EPS	2,001	3,290	5,955	5,973
증감율	46.92	64.42	81.00	0.30
PER	15.59	6.98	5.80	5.78
PBR	0.99	0.65	0.85	0.75
EV/EBITDA	6.31	3.64	3.06	2.66
ROE	6.63	9.87	15.72	13.81
BPS	31,418	35,291	40,651	46,029
DPS	500	600	600	600



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

하나증권 리서치센터

2023년 8월 15일 | 기업분석

# 에스엘 (005850)

## 또 서프라이즈네요

### 하반기 계절성 있겠지만, 높은 이익 증가율 유지

에스엘에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4.5만원을 유지한다. 1분기에 이어 2분기 실적도 물량/믹스/환율 효과가 어우러지면서 시장 기대치를 크게 상회한 서프라이즈를 보여 주었다. 하반기 이후 에스엘미러택의 연결편입 효과가 사라져 기저가 높아지겠지만, 전년 하반기 실적에 부정적 영향을 주었던 두 요인(북미 인건비/운송비+보증수리비)이 안정화된다는 점에서 전년 동기대비 높은 이익 증가율은 유지될 것이다. 중장기로는 SUV/럭셔리/전기차 생산 증가로 인한 고가 LED 램프의 비중 상승, 북미 법인의 증자와 생산능력 증대, 그리고 BMS(배터리 매니지먼트 시스템) 사업의 확대 등이 긍정적 기여를 할 전망이다.

### 2Q23 Review: 영업이익률 10.7% 기록

2분기 실적이 시장 기대치를 크게 상회했다(영업이익 기준 +31%). 매출액/영업이익은 23%/71% (YoY) 증가한 12,544억원/1,339억원(영업이익률 10.7%, +3.0%p (YoY))을 기록했다. 인도가 정체되었지만, 한국/북미가 24%/28% (YoY) 증가했고, 유럽/남미/중국도 35%/33%/36% (YoY) 증가했다. 제품별로는 램프/전동화/기타 부문이 +26%/+24%/+8% (YoY) 변동했다. 고객사들의 물량 증가와 SUV/전기차 모델의 비중 상승에 따른 믹스 개선, 환율 효과, 그리고 전년 6월부터의 에스엘미러택 연결편입(매출액/순이익 +914억원/+72억원 (YoY)) 등이 긍정적으로 기여했다. 에스엘 본사의 개별 매출액/영업이익은 19%/4% (YoY) 증가한 6,940억원/688억원, 영업이익률은 -1.4%p (YoY), +1.2%p (QoQ) 변동한 9.9%를 기록했다. 북미/인도 법인들의 실적도 여전했다. 북미 법인의 2분기 매출액/순이익은 4,045억원/313억원(순이익률 7.7%, +5.9%p (YoY))로 전년 동기의 3,172억원/58억원에서 28%/442% 증가했고, 인도 법인의 2분기 매출액/순이익은 1,007억원/83억원(순이익률 8.3%, +4.7%p (YoY))으로 역시 전년 동기의 853억원/3억원에서 큰 폭 증가했다. 영업외에서는 지분법이익이 37억원(vs. 2Q22 18억원, 1Q23 38억원)으로 증가했다.

### 진행되고 있는 아이템 및 고객 다변화

에스엘은 상반기 8,522억원(램프/전동화/기타 85%/10%/5% 비중)의 신규 수주를 기록하면서 2023년 목표치 1.34조원의 63.6%를 달성했다. 상반기 수주금액은 과거 4년간의 연간 수주금액 평균 5,920억원 대비 144% 달성한 것이다. LED 램프와 같은 램프의 고사양화와 함께 디자인 요소가 가미된 센터 램프, 그릴 램프로의 아이템 다변화가 진행되고 있다. 또한, IT와 연계된 스마트 램프도 채택이 늘고 있다. 이러한 흐름은 한국 완성차를 넘어 글로벌 완성차로도 진행될 수 있어 관심이 필요하다. 상반기 수주의 고객별 비중은 현대차그룹 38%, GM 28%, 중국 OEM 5%, 기타 30%였는데, 과거 4년 평균 대비 현대차그룹은 131%, GM은 113% 수준이다. 특히, 기타 고객들로부터의 수주가 2,550억원으로 크게 증가(vs. 과거 4년 평균 266억원)했는데, 스틸란티스 등으로 다변화가 진행 중이다.

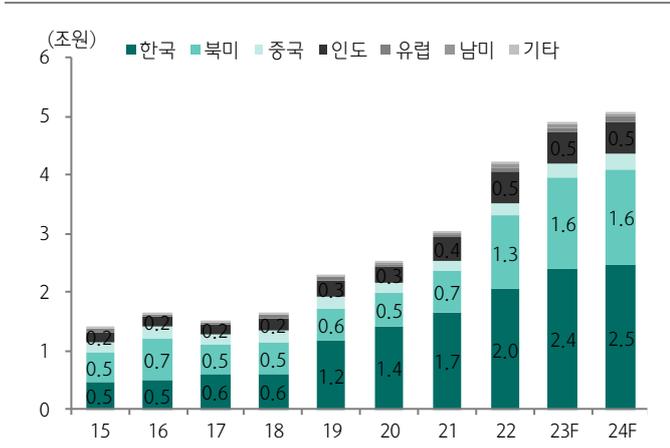
도표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	845	1,016	1,071	1,242	1,211	1,254	1,139	1,261	2,505	3,001	4,175	4,866	5,051
한국	438	501	487	611	604	623	535	632	1,425	1,654	2,036	2,394	2,459
북미	226	320	349	372	389	410	370	394	549	692	1,268	1,563	1,637
중국	36	39	55	74	46	53	64	65	181	185	205	229	250
인도	121	124	148	145	135	125	135	134	276	402	538	530	549
유럽	17	20	21	21	24	26	23	22	43	42	78	95	99
남미	7	11	10	19	12	15	11	13	30	25	47	51	54
기타	1	1	1	0	0	1	1	0	2	2	3	3	3
영업이익	41	78	49	30	104	134	73	65	93	111	198	376	375
세전이익	54	84	65	12	127	140	66	59	89	155	216	392	394
순이익	41	61	44	21	94	109	49	44	64	96	166	297	298
지배주주순이익	41	59	38	17	90	104	46	37	66	96	155	277	277
(YoY)													
매출액	14	41	50	50	43	23	6	2	11	20	39	17	4
한국	12	21	26	32	38	24	10	4	23	16	23	18	3
북미	28	105	112	92	72	28	6	6	-4	26	83	23	5
중국	-23	-3	29	35	26	36	16	-12	-5	2	10	12	9
인도	15	32	39	51	12	1	-8	-8	2	46	34	-1	3
유럽	56	80	142	86	42	35	6	8	-18	-4	89	21	4
남미	-23	202	164	116	84	33	5	-30	42	-17	89	9	5
기타	8	46	91	16	-42	157	0	0	-16	12	43	22	0
영업이익	-28	115	114	흑전	154	71	50	117	114	19	79	90	0
세전이익	-25	73	177	7	136	66	2	377	9	75	39	82	0
순이익	-24	63	163	흑전	132	80	12	112	-26	50	72	79	0
지배주주순이익	-24	57	128	흑전	122	75	22	113	-23	47	60	79	0
이익률													
영업이익률	4.9	7.7	4.5	2.4	8.6	10.7	6.4	5.2	3.7	3.7	4.7	7.7	7.4
세전이익률	6.4	8.3	6.1	1.0	10.5	11.2	5.8	4.7	3.6	5.2	5.2	8.1	7.8
순이익률	4.8	6.0	4.1	1.7	7.8	8.7	4.3	3.5	2.6	3.2	4.0	6.1	5.9

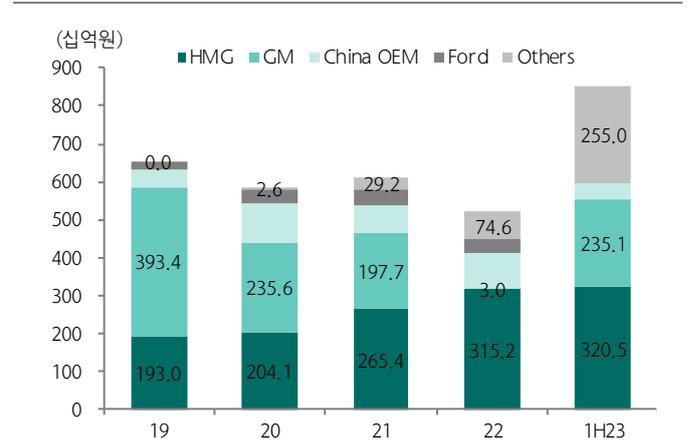
자료: 에스엘, 하나증권

도표 2. 에스엘의 지역별 매출액 추이



자료: 에스엘, 하나증권

도표 3. 에스엘의 고객별 신규 수주금액 추이



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>4,865.5</b>	<b>5,050.6</b>	<b>5,202.1</b>
매출원가	2,714.5	3,709.0	4,242.3	4,417.6	4,550.1
매출총이익	286.6	465.5	623.2	633.0	652.0
판매비	176.1	267.6	247.2	258.4	266.2
<b>영업이익</b>	<b>110.5</b>	<b>197.9</b>	<b>376.1</b>	<b>374.5</b>	<b>385.8</b>
금융손익	(0.5)	(17.1)	(10.3)	(7.6)	0.5
종속/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>392.3</b>	<b>393.5</b>	<b>413.9</b>
법인세	59.3	49.8	95.7	96.0	101.0
계속사업이익	96.2	165.9	296.6	297.5	312.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>96.2</b>	<b>165.9</b>	<b>296.6</b>	<b>297.5</b>	<b>312.9</b>
비배주주지분 손익	(0.2)	11.2	20.0	20.1	21.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>96.5</b>	<b>154.7</b>	<b>276.6</b>	<b>277.5</b>	<b>291.8</b>
지배주주지분포괄이익	115.3	155.9	278.7	279.5	294.0
NOPAT	68.4	152.2	284.3	283.1	291.6
EBITDA	235.2	336.9	522.7	527.3	543.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	19.80	39.10	16.55	3.80	3.00
NOPAT증가율	1.79	122.51	86.79	(0.42)	3.00
EBITDA증가율	9.40	43.24	55.15	0.88	3.09
영업이익증가율	18.56	79.10	90.05	(0.43)	3.02
(지배주주)순이익증가율	46.88	60.31	78.80	0.33	5.15
EPS증가율	46.92	64.42	81.00	0.30	5.17
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	9.55	11.15	12.81	12.53	12.53
EBITDA이익률	7.84	8.07	10.74	10.44	10.45
영업이익률	3.68	4.74	7.73	7.41	7.42
계속사업이익률	3.21	3.97	6.10	5.89	6.01

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,001	3,290	5,955	5,973	6,282
BPS	31,418	35,291	40,651	46,029	51,716
CFPS	6,265	9,380	11,078	11,131	11,514
EBITDAPS	4,879	7,163	11,253	11,352	11,703
SPS	62,260	88,763	104,751	108,734	111,996
DPS	500	600	600	600	600
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.59	6.98	5.80	5.78	5.50
PBR	0.99	0.65	0.85	0.75	0.67
PCFR	4.98	2.45	3.12	3.10	3.00
EV/EBITDA	6.31	3.64	3.06	2.66	2.18
PSR	0.50	0.26	0.33	0.32	0.31
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.63	9.87	15.72	13.81	12.88
ROA	3.93	5.63	9.03	8.29	7.99
ROIC	6.71	13.00	21.90	20.72	20.72
부채비율	69.08	71.84	61.91	55.80	50.47
순부채비율	(2.41)	5.12	(4.89)	(13.87)	(21.79)
이자보상비율(배)	17.82	13.50	25.98	26.14	26.92

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,773.4</b>	<b>2,004.3</b>	<b>2,275.2</b>	<b>2,561.0</b>
금융자산	473.3	347.3	522.3	737.1	977.1
현금성자산	313.6	265.5	438.1	650.4	890.3
매출채권	617.2	839.7	849.0	881.3	907.8
재고자산	360.8	404.3	445.9	462.9	476.8
기타유동자산	150.0	182.1	187.1	193.9	199.3
<b>비유동자산</b>	<b>966.2</b>	<b>1,158.3</b>	<b>1,193.4</b>	<b>1,222.3</b>	<b>1,246.2</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	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
<b>자산총계</b>	<b>2,567.5</b>	<b>2,931.6</b>	<b>3,197.7</b>	<b>3,497.4</b>	<b>3,807.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>898.5</b>	<b>1,092.5</b>	<b>1,075.4</b>	<b>1,101.2</b>	<b>1,122.3</b>
금융부채	399.6	393.9	385.1	385.2	385.2
매입채무	347.6	483.8	484.5	502.9	518.0
기타유동부채	151.3	214.8	205.8	213.1	219.1
<b>비유동부채</b>	<b>150.5</b>	<b>133.2</b>	<b>147.3</b>	<b>151.4</b>	<b>154.7</b>
금융부채	37.0	40.7	40.7	40.7	40.7
기타비유동부채	113.5	92.5	106.6	110.7	114.0
<b>부채총계</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,225.6</b>	<b>1,222.8</b>	<b>1,252.6</b>	<b>1,277.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,501.8</b>	<b>1,634.6</b>	<b>1,883.6</b>	<b>2,133.3</b>	<b>2,397.5</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	1,423.8	1,673.6	1,937.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>16.7</b>	<b>71.4</b>	<b>91.4</b>	<b>111.5</b>	<b>132.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,518.5</b>	<b>1,706.0</b>	<b>1,975.0</b>	<b>2,244.8</b>	<b>2,530.1</b>
순금융부채	(36.7)	87.3	(96.6)	(311.3)	(551.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>191.6</b>	<b>171.9</b>	<b>388.5</b>	<b>425.4</b>	<b>447.1</b>
당기순이익	96.2	165.9	296.6	297.5	312.9
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)	(41.4)	(12.4)	(10.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(94.5)</b>	<b>(178.9)</b>	<b>(169.7)</b>	<b>(170.5)</b>	<b>(169.7)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>77.5</b>	<b>(42.6)</b>	<b>(36.5)</b>	<b>(27.6)</b>	<b>(27.6)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>174.6</b>	<b>(49.6)</b>	<b>176.4</b>	<b>212.3</b>	<b>239.9</b>
Unlevered CFO	302.0	441.1	514.5	517.0	534.8
Free Cash Flow	33.9	11.6	218.5	255.4	277.1

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 8월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 8월 15일 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	94.59%	4.95%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 08월 15일