

ISSUE & PITCH

23 May, 2022

자동차 유지용 | jwyoo@daolsecurities.com
연구원 남주신 | jushinnam@daolsecurities.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	40,000	33,000	상향
Earnings			상향

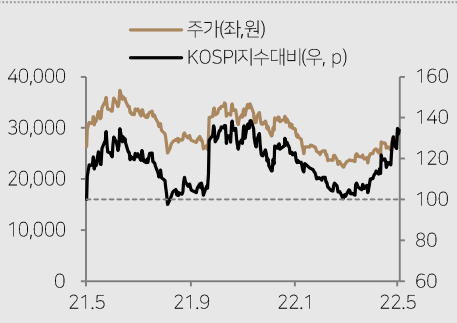
Stock Information

현재가 (5/20)	30,150원
예상 주가상승률	32.7%
시가총액	14,004억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	46,449천주
52주 최저가 / 최고가	22,300 - 37,350원
3개월 일평균거래대금	47억원
외국인 지분율	14.0%
주요주주지분율(%)	
이성업 (외 11인)	64.8
국민연금공단 (외 1인)	7.5
Stanley Electric (외 1인)	7.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	15.6	9.1	7.3
PBR(배)	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	6.2	4.2	3.4
배당수익률(%)	1.6	1.7	2.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	11.2	(5.6)	(2.1)	(3.2)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	13.8	6.5	14.5	7.6

Price Trend



DAOL 다올투자증권

에스엘 (005850)

조지아의 향기를 따라서

Issue

주요 고객사인 현대차그룹의 미국 전기차 증설에 따른 투자의견 재점검

Pitch

투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 33,000원에서 40,000원으로 상향. 목표주가 산정은 Target P/E 12배에 2022년 EPS 적용. 현대차그룹의 1)미국 EV 신공공장 증설에 따른 동반성장 모멘텀과 2)전기차 핵심부품 이원화가 가시화 되며 최근의 주가상승세가 이어질 전망

Rationale

- 동사는 국내 최대 헤드램프 제조사로 현대차 그룹을 국내, 미국, 인도에서 현지대응을 하는 사업구조를 갖추고 있으며, 현대차의 美조지아주 EV 전용공장 증설에 따른 수혜폭이 중대형 부품업체 중 가장 클 것으로 예상
- 해외사업 중에서는 특히 미국에 대한 exposure가 크며(1Q22 28%), 에스엘 아메리카 산하에 각각 테네시, 알라바마 공장 두곳을 운영 중. 현대차그룹의 북미지역 헤드램프 공급은 동사와 현대모비스가 각각 미국/멕시코 지역을 양분해 공급하고 있음
- 에스엘 아메리카에서 전기차 물량 대응은 2022년 YoY +33%, GM 대응물량은 YoY +30% 가량 증가를 통해 가파른 매출 성장 발현이 기대되며, 2025년부터는 또다시 가파른 양적 성장 재개 기대
- 부품업체 실적은 완성차 생산 물량이 절대적인 이익의 선결조건. 미국/인도 지역의 경우 스포티지/카렌스 신차투입을 통해 3월부터 생산량 급증세 시작. 2Q22 현대/기아의 총 글로벌 판매량은 QoQ +10% 이상 달성이 예상되며 1Q22에 이어 동사의 이익모멘텀 지속 발생 구조
- 한편 에스엘 아메리카는 테네시/알라바마 공장의 2021년 가동률이 각각 51%, 89%로 기형적 구조. 테네시의 경우 GM대응이 점차 이뤄질 전망이며, 북미 최대 EV완성차 공장 밀집지역에서의 지리적 수혜 기대

Earnings Forecasts

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,262	2,505	3,001	3,404	3,663	3,892	4,100
영업이익	44	93	111	170	231	266	288
EBITDA	141	215	235	320	398	445	476
순이익	87	64	96	160	199	227	248
자산총계	2,274	2,339	2,567	2,720	2,944	3,128	3,372
자본총계	1,379	1,425	1,518	1,654	1,829	2,027	2,242
순차입금	(69)	(64)	(37)	(45)	(46)	(147)	(271)
매출증가율	41.5	10.7	19.8	13.4	7.6	6.3	5.3
영업이익률	1.9	3.7	3.7	5.0	6.3	6.8	7.0
순이익률	3.8	2.6	3.2	4.7	5.4	5.8	6.1
EPS증가율	161.9	(22.2)	65.9	65.7	24.5	14.2	9.2
ROE	7.4	4.6	6.6	10.2	11.5	11.9	11.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

목표주가 상향: 조지아의 향기를 따라서

목표주가 33,000원 →
40,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 40,000원으로 상향조정 한다. Target P/E는 시장 할인율 지속에 따라 기존 13배에서 12배로 소폭 하향조정하나, EPS 추정치 상향분을 반영해 목표주가를 상향조정 했다. 동사는 지난 1Q22실적에서 시장 기대치를 크게 상회했으며, 이에 연장선상에서 2022년/2023년 영업이익을 각각 15.8%, 5.0% 상향조정 했다.

2022년 연간 영업이익
1,700억원 (YoY +53.8%)
기록 기대

2022년 연간 실적은 매출액, 영업이익이 각각 3.4조원(YoY +13.4%), 1,700억원(YoY +53.8%)이 예상되며, 영업이익률은 전년도 3.7% 대비 약 1.3%p 가량 개선될 것으로 전망된다. 특히 2H22 들어서는 전년동기 대비 격차가 확대될 것으로 기대되며, 1)현대/기아의 미국공장 생산량 회복 2)제네시스/SUV/EV 등 LED램프의 ASP상승 기회가 본격화 되기 때문이다. 특히 ADB(Adaptive Driving Beam)등의 도입 본격화에 따른 ASP상승과 더불어 테네시 공장 가동률 증가 (전년도 52%로 저점 기록) 등 영업레버리지 효과가 뚜렷해 질 것으로 기대된다. 2Q22의 경우 영업이익 425억원(YoY +16.3%)을 기록할 것으로 추정된다.

현대차 美조지아주 EV공장
증설 모멘텀 강도, 동반진출
부품업체들 중 가장 높은 편

한편 동사는 주요 대형 부품업체들 중 현대차의 미국 EV공장 신설에 따른 수혜가 가장 클 것으로 기대된다. 미국의 경우 특성상 현대/기아향 물량은 동사를 통해 전량 현지대응이 이뤄지고 있고, 신규 EV공장내 생산될 차종으로 아이오닉7 등 동사가 헤드램프에 대해 국내 기수주한 모델이 추가 현지화 될 가능성이 거론되고 있기 때문이다. 또한 미국이 현대차그룹의 해외 최대 전기차 생산지역으로 발전되는 과정에서 BMS 등 추가 수주 가능성도 예상되고 있어 장기적으로는 밸류에이션 re-rating 가능성이 높다고 판단된다.

Fig. 1: 에스엘 목표주가 산정: Target P/E 12배, EPS 상향 반영해 목표주가 40,000원으로 상향조정

구분	단위	금액	비고
지배주주 순이익	(십억원)	160	2022년 기준
EPS	(원)	3,316	2022년 기준
Target P/E	(배)	12.0	북미 턴어라운드 프리미엄 반영
목표시가총액	(십억원)	1,918	
목표주가	(원)	40,000	Target P/E x EPS
현재주가	(원)	30,150	
Upside	(%)	32.7	

Source: 다올투자증권

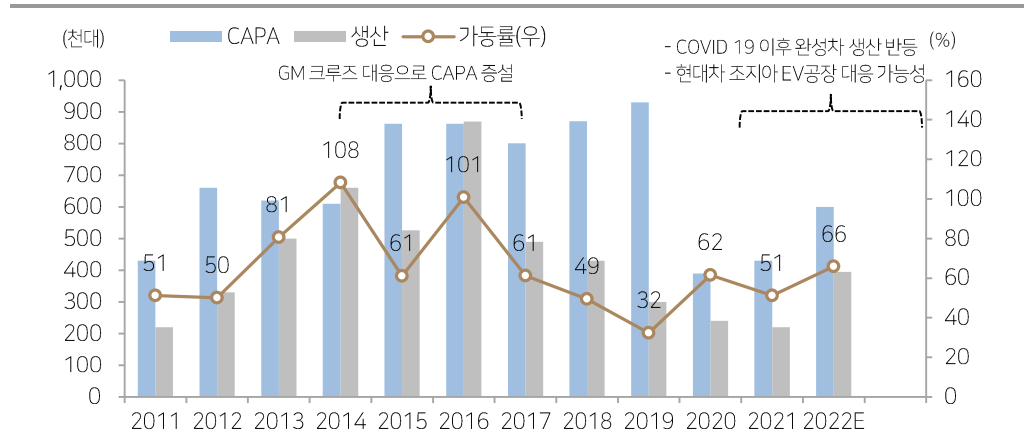
Fig. 2: 실적추정치 변경 전후

(십억원, 원)

구분	변경후		변경전		차이(%p)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	3,404	3,663	3,225	3,491	5.6	4.9
영업이익	170	231	147	220	15.8	5.0
영업이익률(%)	5.0	6.3	4.6	6.3		
지배주주 순이익	160	199	124	173	29.3	15.1

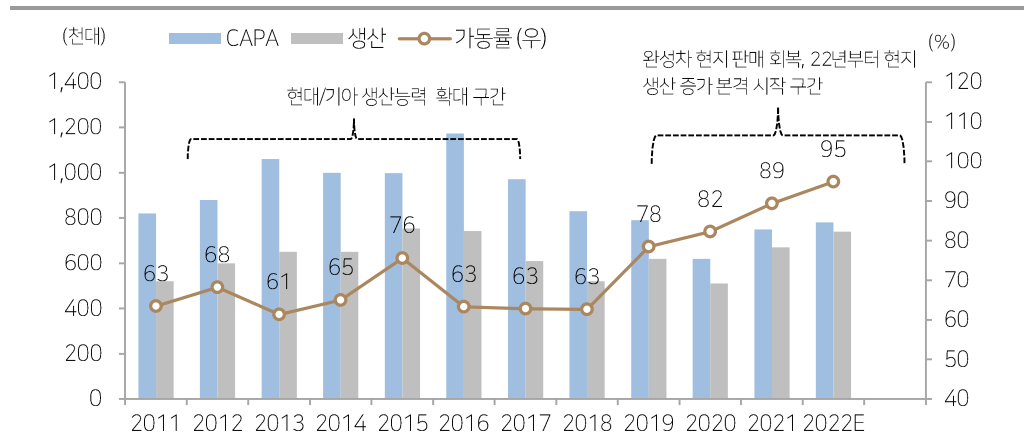
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 에스엘 테네시 공장 가동률: 2021년 51%를 저점으로 빠르게 반등 기대



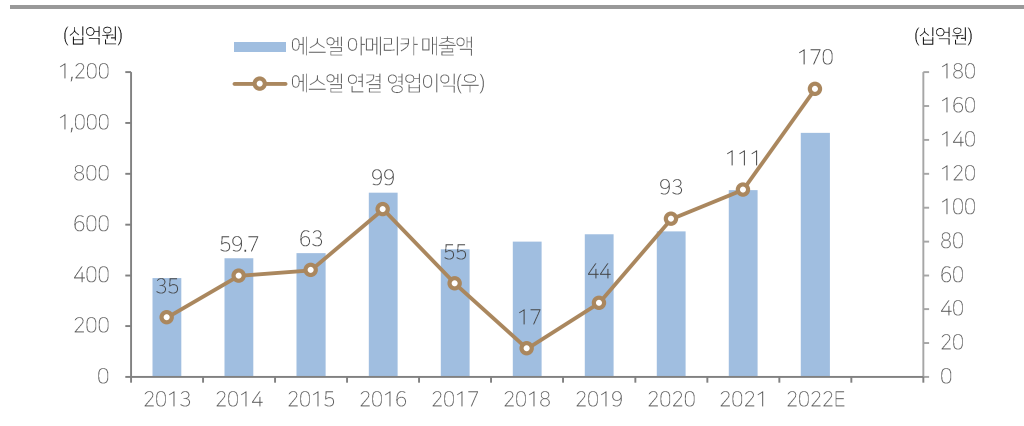
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 에스엘 알라바마 공장 가동률: 높은 가동률 지속, 2022년 마진개선의 핵심으로 작용



Source: 다올투자증권

Fig. 5: 에스엘 아메리카 매출액 vs 연결 영업이익 트렌드: 완성차 사이클 지속 반영



Source: 다올투자증권

Fig. 6: 에스엘 실적추이 및 전망: 2H22에는 전년동기 대비 격차 본격화

(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	740	720	713	828	845	850	810	899	3,001	3,404	3,663
에스엘 (주)	492	494	456	552	521	529	508	610	1,994	2,169	2,314
에스엘 America	177	172	185	202	238	247	230	246	736	961	1,073
에스엘 Lumax	76	70	79	75	82	86	87	85	300	339	367
에스엘 아태(연태)	37	30	24	36	23	34	28	39	127	123	132
호북삼립	3	5	15	12	10	10	11	12	35	43	42
에스엘 폴란드	11	10	9	10	16	12	10	12	40	50	52
에스엘 브라질	6	2	2	7	7	6	7	7	17	27	26
단순합산	802	782	771	894	897	924	880	1,010	3,249	3,712	4,005
연결조정	-61	-62	-58	-66	-52	-74	-70	-111	-248	-308	-343
조정비율(%)	8.3	8.6	8.2	11.0	6.2	8.0	8.0	11.0	8.3	9.0	9.4
매출원가	641	640	647	786	749	752	727	796	2,714	3,023	3,225
매출원가율(%)	86.6	88.9	90.8	94.9	88.7	88.4	89.7	88.5	90.4	88.8	88.0
매출총이익	99	80	66	42	96	99	83	103	287	381	438
매출총이익률(%)	13	11	9	5	11	12	10	12	10	11	12
판관비	42	43	43	48	55	56	45	56	176	211	207
판관비율(%)	5.7	6.0	6.0	5.8	6.5	6.6	5.5	6.2	5.9	6.2	5.6
영업이익	56.8	36.5	22.7	-5.5	41.0	42.5	38.9	47.7	110.5	170.0	231.2
OPM(%)	7.7	5.1	3.2	-0.7	4.9	5.0	4.8	5.3	3.7	5.0	6.3
지분법이익	5.1	3.4	1.4	2.0	1.6	2.5	3.0	4.4	11.9	11.5	13.3
세전이익	71.5	48.9	23.5	11.5	53.7	52.8	46.7	59.5	155.5	212.7	272.5
지배주주 순이익	53.5	37.8	16.5	-11.4	40.5	39.6	35.0	44.7	96.5	159.8	199.0
YoY(%)											
매출액	20.8	71.2	4.5	4.9	14.1	18.1	13.6	8.6	19.8	13.4	7.6
(주) 에스엘	20.4	44.2	3.2	1.5	6.0	7.2	11.3	10.5	14.7	8.8	6.7
에스엘 America	16.4	306.1	8.2	-2.0	34.3	44.0	24.0	22.0	28.4	30.6	11.6
에스엘 Lumax	39.3	416.7	24.7	-3.0	7.6	22.0	10.0	13.0	44.2	12.9	8.2
에스엘 아태(연태)	76.8	-7.1	-29.4	2.0	-38.6	14.0	15.0	8.0	-1.4	-2.8	7.0
에스엘 폴란드	-15.1	75.0	-6.4	1.0	45.4	24.0	11.0	13.0	2.0	24.3	4.7
에스엘 브라질	409.7	-78.3	-72.2	-72.2	18.7	234.1	200.8	-0.8	-31.8	57.6	-4.7
영업이익	85.2	흑전	-48.4	-116.8	-27.8	16.3	71.5	-971.7	18.7	53.8	36.0
지배주주 순이익	505.7	흑전	-29.8	-130.2	-24.3	4.9	112.4	흑전	46.9	65.7	24.5

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,440.4	1,601.3	1,661.3	1,777.6	1,907.1
현금성자산	371.4	473.3	481.9	482.4	533.4
매출채권	637.2	635.8	638.5	708.4	755.4
재고자산	245.2	360.8	408.1	452.8	482.8
비유동자산	898.6	966.2	1,058.4	1,166.6	1,221.0
투자자산	274.6	303.0	315.3	328.2	341.5
유형자산	605.1	645.6	727.8	824.6	866.5
무형자산	18.8	17.5	15.3	13.9	13.0
자산총계	2,339.0	2,567.5	2,719.6	2,944.3	3,128.2
유동부채	774.1	898.5	910.3	955.2	935.8
매입채무	369.3	389.6	400.3	444.1	473.6
유동성이자부채	285.5	399.6	399.6	399.6	349.6
비유동부채	139.7	150.5	155.1	159.9	164.9
비유동이자부채	22.0	37.0	37.0	37.0	37.0
부채총계	913.8	1,049.0	1,065.4	1,115.1	1,100.7
자본금	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
자본잉여금	459.7	459.7	459.7	459.7	459.7
이익잉여금	972.2	1,036.4	1,172.1	1,347.0	1,545.3
자본조정	(46.4)	(18.4)	(18.4)	(18.4)	(18.4)
자기주식	(12.7)	(12.7)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
자본총계	1,425.2	1,518.5	1,654.2	1,829.1	2,027.4
투하자본	1,185.6	1,309.9	1,430.0	1,597.2	1,686.9
순차입금	(64.0)	(36.7)	(45.3)	(45.8)	(146.8)
ROA	2.8	3.9	6.0	7.0	7.5
ROE	4.6	6.6	10.2	11.5	11.9
ROIC	5.8	5.5	9.3	11.1	11.8

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,505.0	3,001.1	3,404.5	3,662.7	3,891.9
증가율 (Y-Y,%)	10.7	19.8	13.4	7.6	6.3
영업이익	93.2	110.5	170.0	231.2	265.9
증가율 (Y-Y,%)	113.7	18.7	53.8	36.0	15.0
EBITDA	215.0	235.2	319.8	398.2	445.0
영업외손익	(4.2)	44.9	42.7	41.4	45.3
순이자수익	(1.8)	1.0	(0.9)	(1.1)	(0.2)
외화관련손익	(26.4)	25.3	5.7	0.0	0.0
지분법손익	6.6	11.9	11.5	13.3	16.0
세전계속사업손익	89.0	155.5	212.7	272.5	311.2
당기순이익	64.2	96.2	159.8	199.0	227.1
지배기업당기순이익	(26.3)	49.9	66.1	24.5	14.2
증가율 (Y-Y,%)	67.2	68.4	127.8	168.8	194.1
NOPLAT	121.8	124.7	149.7	167.0	179.1
(+) Dep	10.5	48.8	39.5	70.9	47.8
(-) 운전자본투자	164.5	157.7	223.5	256.4	214.1
(-) Capex	14.1	(13.4)	14.5	8.5	111.3
OpFCF					
3 Yr CAGR & Margins	18.9	23.4	14.6	13.5	9.1
매출액증가율(3Yr)	13.7	189.0	57.4	35.4	34.0
영업이익증가율(3Yr)	17.0	45.9	31.3	22.8	23.7
EBITDA증가율(3Yr)	(13.7)	56.4	22.4	45.8	33.2
순이익증가율(3Yr)	10.2	9.6	11.2	12.0	12.5
영업이익률(%)	3.7	3.7	5.0	6.3	6.8
EBITDA마진(%)	8.6	7.8	9.4	10.9	11.4
순이익률 (%)	2.6	3.2	4.7	5.4	5.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	162.8	191.6	263.2	286.6	347.5
당기순이익	64.2	96.2	159.8	199.0	227.1
자산상각비	121.8	124.7	149.7	167.0	179.1
운전자본증감	(109.7)	(73.8)	(39.5)	(70.9)	(47.8)
매출채권감소(증가)	(59.7)	5.4	(2.7)	(69.9)	(47.0)
재고자산감소(증가)	(14.8)	(102.6)	(47.3)	(44.7)	(30.1)
매입채무증가(감소)	4.3	7.2	10.7	43.8	29.5
투자현금	(171.4)	(94.5)	(236.9)	(268.8)	(224.5)
단기투자자산감소	(4.2)	88.2	(6.5)	(6.7)	(7.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	4.5	6.0	8.4
설비투자	(164.5)	(157.7)	(223.5)	(256.4)	(214.1)
유무형자산감소	2.1	2.3	(6.1)	(6.1)	(6.1)
재무현금	21.3	77.5	(24.1)	(24.1)	(78.9)
차입금증가	43.5	101.3	0.0	0.0	(50.0)
자본증가	(18.6)	(23.0)	(24.1)	(24.1)	(28.9)
배당금지급	18.6	23.0	24.1	24.1	28.9
현금 증감	9.1	180.5	2.2	(6.3)	44.0
총현금흐름(Gross CF)	264.7	302.0	302.7	357.6	395.3
(-) 운전자본증가(감소)	10.5	48.8	39.5	70.9	47.8
(-) 설비투자	164.5	157.7	223.5	256.4	214.1
(+) 자산매각	2.1	2.3	(6.1)	(6.1)	(6.1)
Free Cash Flow	(16.4)	133.7	26.3	17.8	122.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	(4.5)	(6.0)	(8.4)
잉여현금	(16.4)	133.7	30.8	23.9	131.4

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	1,206	2,001	3,316	4,129	4,714
BPS	28,851	30,792	33,655	37,312	41,443
DPS	500	500	500	600	700
Multiples(x,%)					
PER	13.5	15.6	9.1	7.3	6.4
PBR	0.6	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	3.3	6.2	4.2	3.4	2.8
배당수익률	3.1	1.6	1.7	2.0	2.3
PCR	3.3	5.0	4.8	4.1	3.7
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	64.1	69.1	64.4	61.0	54.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	186.1	178.2	182.5	186.1	203.8
이자보상배율	52.0	n/a	188.1	201.9	1,075.4
이자비용/매출액	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	64.7	62.8	64.2	66.3	65.8
현금+투자자산(%)	35.3	37.2	35.8	33.7	34.2
자본구조					
차입금(%)	17.7	22.3	20.9	19.3	16.0
자기자본(%)	82.3	77.7	79.1	80.7	84.0

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 90.7% HOLD : 8.7% SELL : 0.6%

투자등급 관련사항

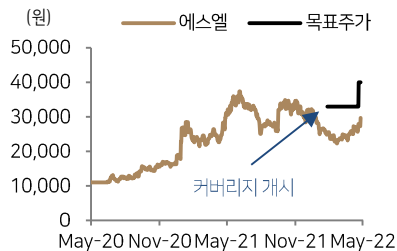
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
 · STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50% 이상.
 · BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~+50% 미만.
 · HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
 · REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 목표가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

에스엘 (005850)



일자	커버리지	2022.02.21	2022.05.23
투자의견	개시	BUY	BUY
목표주가		33,000원	40,000원
일자			
투자의견			
목표주가			
일자			
투자의견			
목표주가			

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.21	33,000원	23,819원	25,550원	-27.82	-22.58
2022.05.23	40,000원	-	-	-	-

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 5월 21일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가