



BUY (유지)

목표주가(12M) 45,000원
현재주가(8.14) 35,200원

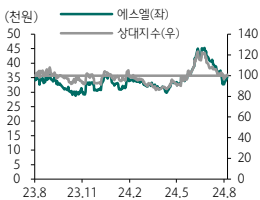
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,644.50
52주 최고/최저(원)	45,250/28,750
시가총액(십억원)	1,635.0
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	46,448.5
60일 평균 거래량(천주)	256.5
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5
외국인지분율(%)	17.03
주요주주 지분율(%)	
이성열 외 10 인	62.97
국민연금공단	8.26

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	5,141.9	5,572.5
영업이익(십억원)	476.3	515.9
순이익(십억원)	396.5	428.5
EPS(원)	8,216	8,898
BPS(원)	49,167	56,957

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,174.5	4,838.8	4,974.4	5,184.5
영업이익	197.9	386.2	440.6	435.2
세전이익	215.7	428.8	495.5	501.7
순이익	154.7	335.5	357.0	364.3
EPS	3,290	7,223	7,686	7,844
증감율	64.42	119.54	6.41	2.06
PER	6.98	4.94	4.58	4.49
PBR	0.65	0.86	0.73	0.64
EV/EBITDA	3.64	2.94	2.10	1.66
ROE	9.87	18.83	17.11	15.15
BPS	35,291	41,618	48,411	55,363
DPS	600	900	900	900



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 8월 16일 | 기업분석

에스엘 (005850)

계절성에 매몰되지 말자

미국/인도에서 성장하는 고수익 시스템 부품 회사

에스엘에 대한 투자이견 BUY와 목표주가 4.5만원을 유지한다. 2분기 실적은 해외 법인의 성장으로 시장 기대치에 부합했다. 미국 법인의 실적이 견조한 가운데, 인도 법인이 고성장/고수익을 기록하고 있다는 점이 긍정적이다. 고가 LED 램프의 비중 상승과 램프의 적용 범위 확장, 그리고 e-Shifter 및 BMS 등 아이템 확장 등으로 양호한 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 최근 3년 동안 상반기 대비 하반기 수익성이 하락한 계절성으로 모멘텀이 약화될 것으로 우려하는 시각이 있지만, 하반기 인건비 증가는 익히 알려진 내용이고, 과거 하반기 집중되었던 일회성 비용들은 축소된 상황이라 계절성에 매몰될 필요가 없다. LED 램프와 e-Shifter 등으로 미국/인도에서 성장 동력이 나오고, 높은 수익성이 가능한 시스템 부품 회사라는 점에 초점을 맞추어야 한다. 현재 주가는 P/E 4배 중반의 낮은 Valuation을 보이고 있다.

2Q24 Review: 영업이익률 11.4% 기록

에스엘의 2분기 실적은 시장 기대치에 부합했다(영업이익 기준 +3%). 매출액/영업이익은 4%/10% (YoY) 증가한 1.30조원/1,478억원(영업이익률 11.4%, +0.7%p (YoY))를 기록했다. 고객사들의 생산은 정체되었지만, 믹스 개선과 원달러 환율 상승 등으로 해외 위주로 성장했다. 지역별로 한국이 2% (YoY) 감소했지만, 북미/중국/인도/유럽 매출액이 각각 4%/5%/25%/27% (YoY) 증가했다. 제품별로 램프/샷시/기타 매출액이 각각 -0%/+2%/+66% (YoY) 변동했다. 영업이익은 10% (YoY) 증가했고, 영업이익률은 1분기 11.1%에 이어 2분기에도 11.4%로 높은 수익성을 보였다. 외형 성장률이 높지는 않았지만, 믹스 개선으로 재료비 비율이 하락한 덕분이다(2Q23 65.8%→2Q24 65.2%). 특히, 북미에서 e-Shifter가 증가하고 비용이 안정화되면서 전동화 부문의 이익률이 2Q23 4.7%에서 2Q24에는 9.6%로 크게 개선되었다. 북미 SL America(매출비중 32.9%, +0.3%p)의 2분기 매출액/순이익은 4,306억원/317억원으로 전년 동기 대비 6%/1% (YoY) 증가했고, 당기순이익률은 7.4%(-0.3%p (YoY))를 기록했다. 인도 SL Lumax(매출비중 12.1%, +2.1%p)의 매출액/순이익은 17%/78% (YoY) 증가한 1,180억원/148억원(당기순이익률 12.6%, +4.3%p)였다. 영업외 지분법이익은 61억원(vs. 2Q23 37억원)으로 증가했다.

2분기 누적 수주는 연간 목표대비 69% 달성

에스엘의 2024년 2분기 누적 수주는 10,128억원(램프/전동화/기타 88%/6%/6% 비중)으로 2024년 목표치 1.48조원의 68.6%를 달성했다. 2019년~2022년 연간 수주금액 평균이 5,920억원이었고, 2023년에는 2.02조원으로 크게 증가했었다. 2024년에는 1분기 4,198억원, 2분기 5,930억원을 수주하면서 호조세를 이어가고 있다. 특히, 램프 수주가 호조를 보이고 있는데, 고가인 LED 램프의 채택이 늘고, 기존 헤드/리어 램프 이외 센터/그릴 램프와 같이 추가 수요도 발생한 덕분이다. 고객별로도 GM 등 타OE 수주도 늘어나고 있다.

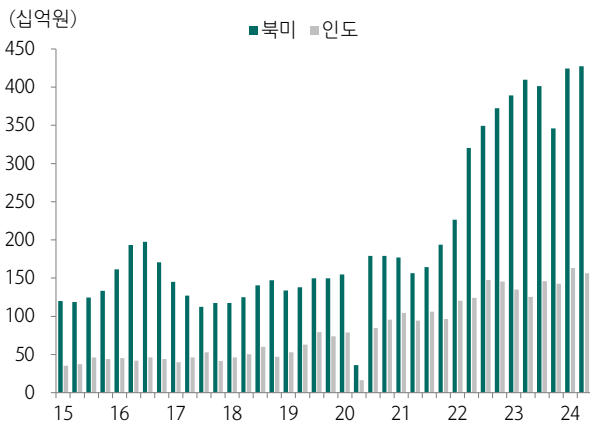
도표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,211	1,254	1,183	1,191	1,246	1,298	1,218	1,212	3,001	4,175	4,839	4,974	5,184
한국	604	623	540	596	560	609	523	569	1,654	2,036	2,364	2,261	2,304
북미	389	410	401	346	424	427	424	375	692	1,268	1,546	1,651	1,797
중국	46	53	55	61	56	56	57	59	185	205	215	227	236
인도	135	125	146	142	163	157	170	158	402	538	549	647	657
유럽	24	26	24	26	29	33	28	32	42	78	100	122	125
남미	12	15	17	18	13	16	17	18	25	47	62	64	65
기타	0	1	0	1	0	0	0	1	2	3	2	1	1
영업이익	104	134	83	65	139	148	88	66	111	198	386	441	435
세전이익	127	140	94	68	160	168	94	73	155	216	429	495	502
순이익	94	109	64	82	121	124	71	55	96	166	349	372	379
지배주주순이익	90	104	61	80	116	115	69	57	96	155	336	357	364
(YoY)													
매출액	43	23	10	-4	3	4	3	2	20	39	16	3	4
한국	38	24	11	-2	-7	-2	-3	-5	16	23	16	-4	2
북미	72	28	15	-7	9	4	6	8	26	83	22	7	9
중국	26	36	0	-18	22	5	3	-4	2	10	5	5	4
인도	12	1	-1	-2	21	25	16	11	46	34	2	18	1
유럽	42	35	10	28	21	27	20	20	-4	89	28	22	2
남미	84	33	67	-5	5	3	3	3	-17	89	32	4	1
기타	-42	157	-122	66	6	-65	0	0	12	43	-17	-40	0
영업이익	154	71	71	118	33	10	6	2	19	79	95	14	-1
세전이익	136	66	44	452	27	19	1	7	75	39	99	16	1
순이익	132	80	46	295	29	13	12	-33	50	72	111	6	2
지배주주순이익	122	75	62	368	29	11	12	-29	47	60	117	6	2
이익률													
영업이익률	8.6	10.7	7.0	5.5	11.1	11.4	7.2	5.5	3.7	4.7	8.0	8.9	8.4
세전이익률	10.5	11.2	7.9	5.7	12.9	12.9	7.7	6.0	5.2	5.2	8.9	10.0	9.7
순이익률	7.8	8.7	5.4	6.9	9.7	9.5	5.9	4.6	3.2	4.0	7.2	7.5	7.3

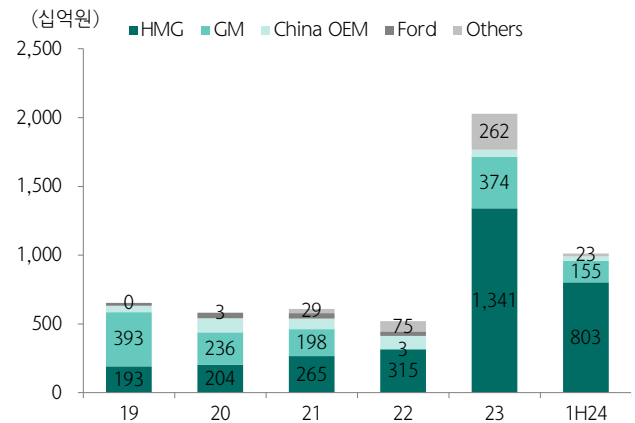
자료: 에스엘, 하나증권

도표 2. 에스엘의 북미 및 인도 매출액 추이



자료: 에스엘, 하나증권

도표 3. 에스엘의 고객별 신규 수주금액 추이



자료: 에스엘, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,174.5	4,838.8	4,974.4	5,184.5	5,340.0
매출원가	3,709.0	4,200.1	4,260.8	4,464.4	4,598.4
매출총이익	465.5	638.7	713.6	720.1	741.6
판매비	267.6	252.6	273.0	284.8	293.3
영업이익	197.9	386.2	440.6	435.2	448.3
금융손익	(17.1)	(1.9)	4.8	18.3	31.5
종속/관계기업손익	12.5	18.2	22.7	23.4	24.2
기타영업외손익	22.4	26.4	27.4	24.8	28.0
세전이익	215.7	428.8	495.5	501.7	532.0
법인세	49.8	79.6	123.9	122.4	129.8
계속사업이익	165.9	349.3	371.6	379.3	402.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	165.9	349.3	371.6	379.3	402.2
비지배주주지분 손익	11.2	13.8	14.6	14.9	15.8
지배주주순이익	154.7	335.5	357.0	364.3	386.4
지배주주지분포괄이익	155.9	321.5	356.7	364.0	386.0
NOPAT	152.2	314.5	330.5	329.0	338.9
EBITDA	336.9	539.4	601.8	602.3	620.2
성장성(%)					
매출액증가율	39.10	15.91	2.80	4.22	3.00
NOPAT증가율	122.51	106.64	5.09	(0.45)	3.01
EBITDA증가율	43.24	60.11	11.57	0.08	2.97
영업이익증가율	79.10	95.15	14.09	(1.23)	3.01
(지배주주)순이익증가율	60.31	116.87	6.41	2.04	6.07
EPS증가율	64.42	119.54	6.41	2.06	6.04
수익성(%)					
매출총이익률	11.15	13.20	14.35	13.89	13.89
EBITDA이익률	8.07	11.15	12.10	11.62	11.61
영업이익률	4.74	7.98	8.86	8.39	8.40
계속사업이익률	3.97	7.22	7.47	7.32	7.53

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,290	7,223	7,686	7,844	8,318
BPS	35,291	41,618	48,411	55,363	62,789
CFPS	9,380	13,429	13,086	13,118	13,525
EBITDAPS	7,163	11,612	12,955	12,967	13,352
SPS	88,763	104,177	107,095	111,617	114,966
DPS	600	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	6.98	4.94	4.58	4.49	4.23
PBR	0.65	0.86	0.73	0.64	0.56
PCFR	2.45	2.66	2.69	2.68	2.60
EV/EBITDA	3.64	2.94	2.10	1.66	1.12
PSR	0.26	0.34	0.33	0.32	0.31
재무비율(%)					
ROE	9.87	18.83	17.11	15.15	14.10
ROA	5.63	10.88	10.55	9.81	9.45
ROIC	13.00	24.79	25.50	24.77	24.80
부채비율	71.84	61.05	51.16	46.07	41.49
순부채비율	5.12	(7.49)	(19.74)	(27.69)	(34.79)
이자보상배율(배)	13.50	15.86	20.89	21.75	22.40

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,773.4	2,070.9	2,332.5	2,674.7	3,035.5
금융자산	347.3	514.1	788.8	1,067.1	1,380.6
현금성자산	265.5	313.8	582.5	860.7	1,174.2
매출채권	839.7	900.6	894.6	932.3	960.3
재고자산	404.3	375.5	400.8	417.8	430.3
기타유동자산	182.1	280.7	248.3	257.5	264.3
비유동자산	1,158.3	1,164.8	1,197.3	1,223.8	1,245.6
투자자산	251.4	235.6	237.2	238.8	240.4
금융자산	86.4	77.2	77.2	77.2	77.2
유형자산	735.0	748.2	778.3	802.6	822.3
무형자산	45.8	41.0	41.7	42.3	42.8
기타비유동자산	126.1	140.0	140.1	140.1	140.1
자산총계	2,931.6	3,235.7	3,529.8	3,898.5	4,281.1
유동부채	1,092.5	1,116.1	1,082.4	1,112.8	1,135.4
금융부채	393.9	356.9	321.2	321.3	321.4
매입채무	483.8	514.9	513.3	535.0	551.0
기타유동부채	214.8	244.3	247.9	256.5	263.0
비유동부채	133.2	110.5	112.3	116.7	120.0
금융부채	40.7	6.7	6.7	6.7	6.7
기타비유동부채	92.5	103.8	105.6	110.0	113.3
부채총계	1,225.6	1,226.6	1,194.6	1,229.6	1,255.4
지배주주지분	1,634.6	1,928.4	2,244.0	2,566.8	2,911.8
자본금	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2
자본잉여금	459.7	459.7	459.7	459.7	459.7
자본조정	(11.8)	(11.9)	(11.9)	(11.9)	(11.9)
기타포괄이익누계액	(11.3)	(12.9)	(12.9)	(12.9)	(12.9)
이익잉여금	1,174.8	1,470.4	1,785.9	2,108.8	2,453.7
비지배주주지분	71.4	80.7	91.2	102.1	113.8
자본총계	1,706.0	2,009.1	2,335.2	2,668.9	3,025.6
순금융부채	87.3	(150.5)	(460.9)	(739.1)	(1,052.5)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	171.9	432.4	525.8	517.2	545.5
당기순이익	165.9	349.3	371.6	379.3	402.2
조정	220.8	193.8	141.9	150.9	152.9
감가상각비	138.9	153.2	161.1	167.1	171.9
외환거래손익	13.2	(2.8)	(15.7)	(12.5)	(15.0)
지분법손익	(12.5)	(18.2)	(4.0)	(4.2)	(4.4)
기타	81.2	61.6	0.5	0.5	0.4
영업활동 자산부채변동	(214.8)	(110.7)	12.3	(13.0)	(9.6)
투자활동 현금흐름	(178.9)	(270.1)	(178.6)	(181.6)	(178.9)
투자자산감소(증가)	(25.1)	81.4	(1.7)	(1.5)	(1.3)
자본증가(감소)	(149.8)	(160.9)	(180.0)	(180.0)	(180.0)
기타	(4.0)	(190.6)	3.1	(0.1)	2.4
재무활동 현금흐름	(42.6)	(98.7)	(77.1)	(41.4)	(41.4)
금융부채증가(감소)	(2.0)	(71.0)	(35.7)	0.1	0.1
자본증가(감소)	(0.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(16.7)	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(23.0)	(27.6)	(41.4)	(41.4)	(41.4)
현금의 증감	(49.6)	63.6	257.2	278.3	313.5
Unlevered CFO	441.1	623.8	607.8	609.3	628.2
Free Cash Flow	11.6	271.4	345.8	337.2	365.5

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%

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 8월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 8월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 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	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 08월 11일