에스엘 (005850)

숫자는 조금 바뀌었지만, 큰 그림은 변함없다

BUY (유지)

목표주가(12M)	42,000원(하향)
현재주가(11.25)	31,400원

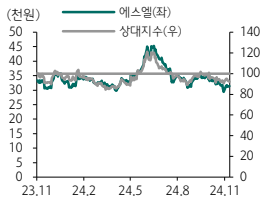
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,534.34
52주 최고/최저(원)	45,250/29,400
시가총액(십억원)	1,458.5
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	46,448.5
60일 평균 거래량(천주)	89.5
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
외국인지분율(%)	16.76
주요주주 지분율(%)	
이성엽 외 10 인	62.97
국민연금공단	8.26

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	5,001.8	5,320.3
영업이익(십억원)	457.3	458.5
순이익(십억원)	363.0	369.0
EPS(원)	7,589	7,724
BPS(원)	48,644	55,259

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,174.5	4,838.8	4,966.9	5,162.0
영업이익	197.9	386.2	424.8	430.7
세전이익	215.7	428.8	477.9	495.1
순이익	154.7	335.5	351.2	359.6
EPS	3,290	7,223	7,560	7,741
증감율	64.42	119.54	4.67	2.39
PER	6.98	4.94	4.15	4.06
PBR	0.65	0.86	0.65	0.57
EV/EBITDA	3.64	2.94	1.86	1.38
ROE	9.87	18.83	16.86	15.00
BPS	35,291	41,618	48,286	55,135
DPS	600	900	900	900

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

하나증권 리서치센터

목표주가는 4.2만원으로 소폭 하향

에스엘에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 2024년/2025년 실적 추정의 소폭 하향으로 목표주가를 기존 4.5만원에서 신규 4.2만원(12MF 목표 P/E 5.5배)으로 조정한다. 3분기 실적은 고객사들의 생산 부진으로 성장률이 둔화된 반면, 인건비 및 보증수리비가 증가하면서 기대치를 하회했다. 산업수요 둔화로 성장률은 다소 낮아지겠지만, LED 램프로의 전환과 e-Shifter 및 BMS 등 아이템 확장, 미국 법인의 견조한 실적, 그리고 인도 법인의 고성장 등을 기반으로 높은 수익성을 유지할 것으로 예상한다. 고수익 시스템 부품회사임에도 현재 P/E 4배 초반의 낮은 Valuation은 저평가라는 판단이다.

3Q24 Review: 영업이익률 5.7% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 하회했다(영업이익 기준 -21%). 매출액/영업이익은 +1%/-18% (YoY) 변동한 1.19조원/677억원(영업이익률 5.7%, -1.3%p (YoY))을 기록했다. 지역별로 한국/중국/유럽이 6%/10%/14% (YoY) 감소했지만, 북미/인도 매출액이 9%/11% (YoY) 증가하면서 만회했다. 제품별로 램프/전장/기타 매출액이 -8%/+3%/+298% (YoY) 변동했다. 영업이익은 18% (YoY) 감소했고, 영업이익률은 상반기 11%대에서 하락한 5.7%를 기록했다. 부문별 영업이익률은 램프/전장/기타 사업부가 각각 6.1%/6.2%/1.9%로 전년 동기대비 -1.1%p/+4.1%p/-18.4%p 변동했다. 북미 위주로 e-Shifter 증가와 비용 안정화로 전장 부문의 이익률이 개선되었지만, 램프/기타 부문에서 외형 성장률이 낮은 가운데 인건비와 보증수리비의 증가, 그리고 금형 수익의 부재 등이 부정적이었다. 인건비는 매년 하반기에 인원 증가 및 성과급으로 상반기 대비 증가하는데 그 폭이 예상보다 컸고, 램프 부문에서 국내 고객사의 생산 감소와 북미 리콜로 인한 보증수리비의 증가(52억원→135억원)로 이익률이 하락했다. 북미 SL America(매출비중 36.7%, +2.8%p)의 3분기 매출액/순이익은 4,167억원/149억원으로 전년 동기 대비 +5%/-30% (YoY) 변동했고, 당기순이익률은 3.6%(-1.8%p (YoY))를 기록했다. 인도 SL Lumax(매출비중 13.6%, +1.3%p)의 매출액/순이익은 23%/52% (YoY) 증가한 1,297억원/152억원(당기순이익률 11.7%, +2.3%p)였다. 영업외로는 해외 관계사로부터의 수수료 수익(68억원)이 있었지만, 외환관련손실이 215억원이 발생하면서 부진했다. 한편, 3분기 누적 수주는 14,978억원(램프/전동화/기타 84%/8%/8% 비중)으로 2024년 목표치 1.48조원의 101.4%를 달성했다.

4Q24 Preview: 영업이익률 5.7% 예상

4분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 3%/8% 증가한 1.23조원/705억원(영업이익률 5.7%, +0.2%p (YoY))으로 예상한다. 인원 증가와 성과급으로 인한 인건비 증가로 상반기 대비 하반기 실적이 둔화되는 패턴이 이어지겠지만, 고객사의 생산이 회복되고, 주 고객사의 신차 출시로 인한 믹스 효과가 발생하며, 원/달러 환율도 전년 동기 및 3분기 대비 우호적이기 때문이다. 3분기 일시적으로 늘었던 보증수리비도 4분기 축소될 것이다.

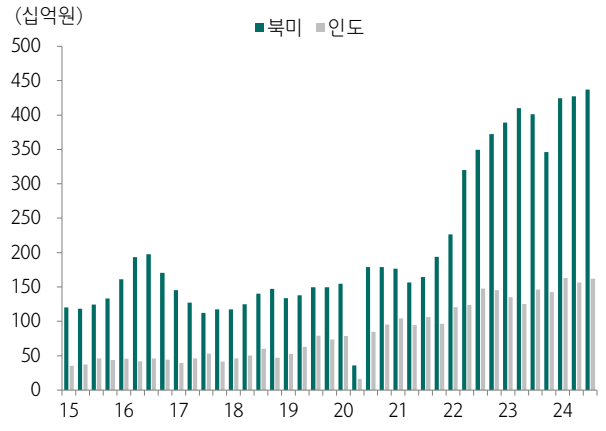
도표 1. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,211	1,254	1,183	1,191	1,246	1,298	1,192	1,231	3,001	4,175	4,839	4,967	5,162
한국	604	623	540	596	560	609	508	569	1,654	2,036	2,364	2,247	2,277
북미	389	410	401	346	424	427	437	418	692	1,268	1,546	1,708	1,856
중국	46	53	55	61	56	56	50	52	185	205	215	213	221
인도	135	125	146	142	163	157	162	153	402	538	549	635	639
유럽	24	26	24	26	29	33	20	22	42	78	100	105	108
남미	12	15	17	18	13	16	14	15	25	47	62	58	59
기타	0	1	0	1	0	0	1	1	2	3	2	2	2
영업이익	104	134	83	65	139	148	68	71	111	198	386	425	431
세전이익	127	140	94	68	160	168	66	84	155	216	429	478	495
순이익	94	109	64	82	121	124	58	63	96	166	349	366	374
지배주주순이익	90	104	61	80	116	119	56	60	96	155	336	351	360
(YoY)													
매출액	43	23	10	-4	3	4	1	3	20	39	16	3	4
한국	38	24	11	-2	-7	-2	-6	-5	16	23	16	-5	1
북미	72	28	15	-7	9	4	9	21	26	83	22	10	9
중국	26	36	0	-18	22	5	-10	-15	2	10	5	-1	4
인도	12	1	-1	-2	21	25	11	8	46	34	2	16	1
유럽	42	35	10	28	21	27	-14	-15	-4	89	28	5	2
남미	84	33	67	-5	5	3	-17	-15	-17	89	32	-7	2
기타	-42	157	-122	66	6	-65	n/a	0	12	43	-17	-4	0
영업이익	154	71	71	118	33	10	-18	8	19	79	95	10	1
세전이익	136	66	44	452	27	19	-29	23	75	39	99	11	4
순이익	132	80	46	295	29	13	-9	-24	50	72	111	5	2
지배주주순이익	122	75	62	368	29	14	-8	-26	47	60	117	5	2
이익률													
영업이익률	8.6	10.7	7.0	5.5	11.1	11.4	5.7	5.7	3.7	4.7	8.0	8.6	8.3
세전이익률	10.5	11.2	7.9	5.7	12.9	12.9	5.5	6.8	5.2	5.2	8.9	9.6	9.6
순이익률	7.8	8.7	5.4	6.9	9.7	9.5	4.8	5.1	3.2	4.0	7.2	7.4	7.3

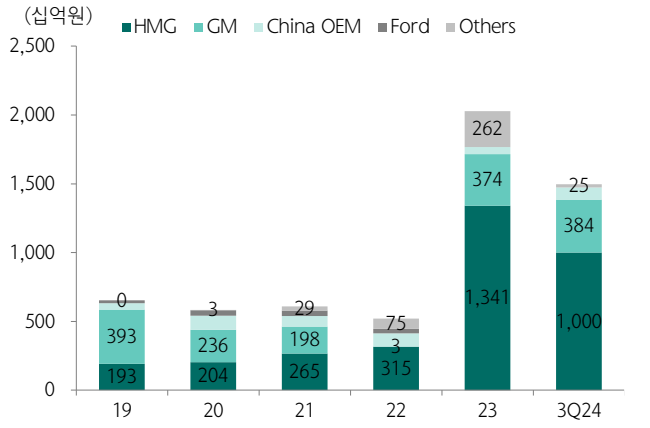
자료: 에스엘, 하나증권

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**	**4,966.9**	**5,162.0**	**5,316.9**
매출원가	3,709.0	4,200.1	4,259.8	4,437.0	4,565.5
매출총이익	465.5	638.7	707.1	725.0	751.4
판관비	267.6	252.6	282.4	294.3	306.1
영업이익	**197.9**	**386.2**	**424.8**	**430.7**	**445.3**
금융손익	(17.1)	(1.9)	4.7	18.0	31.1
종속/관계기업손익	12.5	18.2	21.0	21.7	22.4
기타영업외손익	22.4	26.4	27.4	24.8	28.0
세전이익	**215.7**	**428.8**	**477.9**	**495.1**	**526.7**
법인세	49.8	79.6	112.3	120.8	128.5
계속사업이익	165.9	349.3	365.6	374.3	398.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**165.9**	**349.3**	**365.6**	**374.3**	**398.2**
비지배주주지분 순이익	11.2	13.8	14.4	14.7	15.7
지배주주순이익	**154.7**	**335.5**	**351.2**	**359.6**	**382.5**
지배주주지분포괄이익	155.9	321.5	350.9	359.3	382.2
NOPAT	152.2	314.5	325.0	325.6	336.6
EBITDA	336.9	539.4	585.9	597.8	617.1
성장성(%)					
매출액증가율	39.10	15.91	2.65	3.93	3.00
NOPAT증가율	122.51	106.64	3.34	0.18	3.38
EBITDA증가율	43.24	60.11	8.62	2.03	3.23
영업이익증가율	79.10	95.15	9.99	1.39	3.39
(지배주주)순익증가율	60.31	116.87	4.68	2.39	6.37
EPS증가율	64.42	119.54	4.67	2.39	6.38
수익성(%)					
매출총이익률	11.15	13.20	14.24	14.04	14.13
EBITDA이익률	8.07	11.15	11.80	11.58	11.61
영업이익률	4.74	7.98	8.55	8.34	8.38
계속사업이익률	3.97	7.22	7.36	7.25	7.49

대차대조표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**1,773.4**	**2,070.9**	**2,325.2**	**2,659.9**	**3,016.6**
금융자산	347.3	514.1	783.8	1,059.2	1,368.7
현금성자산	265.5	313.8	577.4	852.8	1,162.4
매출채권	839.7	900.6	893.2	928.3	956.1
재고자산	404.3	375.5	400.2	416.0	428.4
기타유동자산	182.1	280.7	248.0	256.4	263.4
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**	**3,522.5**	**3,883.8**	**4,262.2**
유동부채	**1,092.5**	**1,116.1**	**1,081.3**	**1,109.6**	**1,132.1**
금융부채	393.9	356.9	321.2	321.3	321.4
매입채무	483.8	514.9	512.5	532.7	548.7
기타유동부채	214.8	244.3	247.6	255.6	262.0
비유동부채	**133.2**	**110.5**	**112.1**	**116.3**	**119.5**
금융부채	**40.7**	**6.7**	**6.7**	**6.7**	**6.7**
기타비유동부채	92.5	103.8	105.4	109.6	112.8
부채총계	**1,225.6**	**1,226.6**	**1,193.4**	**1,225.8**	**1,251.6**
지배주주지분	**1,634.6**	**1,928.4**	**2,238.1**	**2,556.3**	**2,897.4**
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	1,780.1	2,098.2	2,439.3
비지배주주지분	**71.4**	**80.7**	**91.0**	**101.6**	**113.2**
자본총계	**1,706.0**	**2,009.1**	**2,329.1**	**2,657.9**	**3,010.6**
순금융부채	87.3	(150.5)	(455.9)	(731.2)	(1,040.7)

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,290	7,223	7,560	7,741	8,235
BPS	35,291	41,618	48,286	55,135	62,478
CFPS	9,380	13,429	12,708	12,983	13,421
EBITDAPS	7,163	11,612	12,615	12,870	13,287
SPS	88,763	104,177	106,935	111,134	114,468
DPS	600	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	6.98	4.94	4.15	4.06	3.81
PBR	0.65	0.86	0.65	0.57	0.50
PCFR	2.45	2.66	2.47	2.42	2.34
EV/EBITDA	3.64	2.94	1.86	1.38	0.85
PSR	0.26	0.34	0.29	0.28	0.27
재무비율(%)					
ROE	9.87	18.83	16.86	15.00	14.03
ROA	5.63	10.88	10.39	9.71	9.39
ROIC	13.00	24.79	25.08	24.54	24.67
부채비율	71.84	61.05	51.24	46.12	41.57
순부채비율	5.12	(7.49)	(19.57)	(27.51)	(34.57)
이자보상배율(배)	13.50	15.86	20.14	21.52	22.25

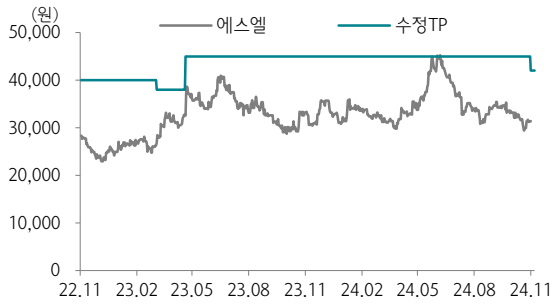
현금흐름표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**171.9**	**432.4**	**520.2**	**513.2**	**541.6**
당기순이익	165.9	349.3	365.6	374.3	398.2
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
영업활동자산부채변동	(214.8)	(110.7)	12.7	(12.0)	(9.5)
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**	**252.2**	**275.4**	**309.6**
Unlevered CFO	441.1	623.8	590.3	603.1	623.4
Free Cash Flow	11.6	271.4	340.2	333.2	361.6

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.25	BUY	42,000		
24.5.15	1 년 경과		-	-
23.5.15	BUY	45,000	-25.37%	-9.00%
23.3.29	BUY	38,000	-18.10%	-12.76%
22.8.17	BUY	40,000	-27.26%	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 11월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 11월 26일 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	94.30%	5.26%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 22일