

에스엘(005850)

매수(유지)

목표주가: 24,000원(유지)

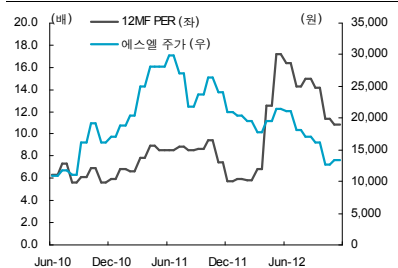
Stock Data

KOSPI(11/27)	1,925
주가(11/27)	13,400
시가총액(십억원)	454
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	26,300/10,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,213
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.7/8.6
주요주주(%)	이성엽 외 7인 60.3
	국민연금공단 7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.1	(32.5)	(44.5)
상대주가(%p)	(0.7)	(38.0)	(52.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

주가 반등은 견고한 순이익이 견인한다

주가 반등은 견고한 순이익이 견인한다

한국 완성차업체들의 파업으로 3분기 실적에 대한 우려가 높아져 주가는 지난 14일 신저가를 기록했지만, 종속회사의 견고한 실적으로 지분법이익을 포함한 조정순이익이 예상치를 상회하며 주가 반등을 견인했다. 3분기 에스엘(본사)의 매출액과 영업이익은 각각 1,323억원, 36억원으로 영업이익률은 2.7%로 예상치(2.4%)를 소폭 상회했고, 영업외손익에서 무형자산손상차손으로 일회성비용 17억원이 발생해 세전이익은 17억원으로 예상치(32억원)에 미치지 못했다. 하지만 무형자산손상차손은 일부 신제품 사업부(야간보행자 감지장치)를 중단시키며 발생한 것이기 때문에 영업과는 무관하다. 실적에서 가장 중요한 지분법이익은 고객사들의 해외 신공장 가동과 국내공장 파업으로 인한 해외공장 가동률 상승 등으로 186억원(vs. 전분기 92억원, 전년동기 142억원)을 기록했다. 지분법이익이 견고한 이유는 수익성이 좋은 A/S 부품 비중 상승(에스엘루막스), GM납품 물량 증가(에스엘연대), 제품믹스 개선(에스엘미국) 등 때문이다.

밝은 실적 전망 및 글로벌 경쟁업체대비 저평가 매력 부각

글로벌 경쟁업체들 주가는 주고객사 주가와 동반하는데 최근 에스엘은 주가 급락으로 현대차와의 괴리도는 사상 최대치이다. 하지만 견고한 실적이 지속되어 주가 반등은 지속될 것으로 판단하는데 그 이유는 4분기부터 1) 자동차업체들의 파업손실을 만회하기 위한 가동률 상승이 본격화되고, 2) 현대의 중국 3공장과 브라질공장 가동효과가 기대되며, 3) 미국 테네시공장의 램프 생산능력 확장(연산 43만대 → 73만대)이 완료되어 상업생산이 임박했기 때문이다. 게다가 4) 3분기중 출시된 신차 K3, 신형 Santa Fe(미국) 효과도 모두 반영될 전망이다. 또한 1분기는 실적이 가장 좋은 계절성을 띄고 있으며 13년에는 GM의 GSV, 신형 Carens, 신형 Soul 등 동사의 램프가 탑재되는 신모델이 출시될 예정이어서 내년 전망도 밝다고 판단된다. 현재 주가는 최근 반등에도 불구하고 12MF PER 5배이며, 글로벌 경쟁업체대비 저평가 매력이 부각된다(에스엘 12F PER 5.6배 vs. 평균 글로벌 경쟁업체 12F PER 12.9배).

높은 실적 변동성 일부 해소될 전망

본사의 영업이익률은 부진하고 변동성은 컸다. 이는 1) 본사가 신사업부의 연구개발비를 모두 부담한 후 반기마다 계열사에 부과하고 있고, 2) 계열사들로부터 배당금을 받았기 때문이다. 하지만 연말 성과급은 분기마다 계상되고 있고 13년부터는 연결로 실적을 공시해 변동성은 일부 해소될 전망이다. 또한 capex는 11년 1,600억원에서 12년 1,400억원, 13년 1,000억원, 14년 500억원으로 점차 감소되어 수익성은 향후 개선될 전망이다. 투자조건 '매수' 및 목표주가 24,000원(12MF PER 9배, 글로벌 경쟁업체 평균 PER 30% 할인)을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	526	34	50	82	2,478	(9.8)	44	10.1	17.9	1.9	20.7
2011A	439	20	28	71	2,100	(15.2)	29	9.9	22.9	1.6	15.7
2012F	579	19	30	81	2,382	13.4	33	5.6	13.0	0.9	16.5
2013F	602	19	33	92	2,728	14.5	34	4.9	11.9	0.8	17.1
2014F	624	22	35	107	3,168	16.1	36	4.2	10.4	0.8	18.8

주: 1. IFRS 별도 기준, 2. 순이익은 지분법이익 포함

서성문 3276-6152
sungmoon.suh@truefriend.com

이현영 3276-6279
daniel.lee@truefriend.com

<표 1> 수익 추정

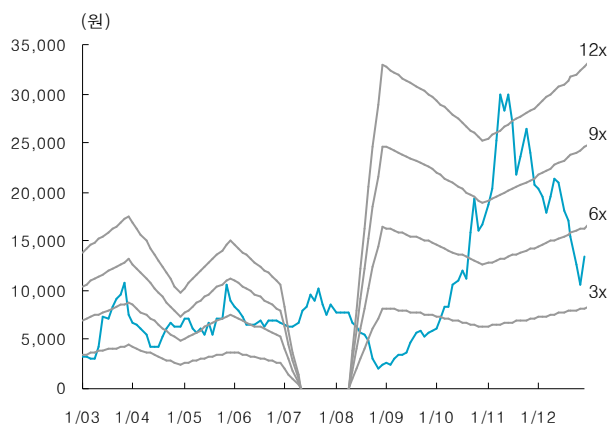
(단위: 십억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	FY11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	FY12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	FY13F
매출액	139.8	142.3	156.8	438.9	148.6	139.3	132.3	158.8	579.1	150.5	144.5	153.0	154.2	602.2
영업이익	7.2	9.3	3.6	20.2	12.6	(2.4)	3.6	4.7	18.5	6.8	3.6	6.7	2.2	19.3
세전이익	12.6	10.4	4.9	27.9	20.3	5.2	1.7	3.0	30.1	19.7	3.5	6.6	2.9	32.7
순이익	10.6	9.3	3.8	23.7	18.5	2.4	1.8	1.4	24.1	15.7	2.8	5.3	2.3	26.2
지분법이익	32.4	14.2	0.8	47.4	18.9	9.2	18.6	9.8	56.6	17.2	15.2	15.9	17.9	66.2
순이익(지분법이익 포함)	43.0	23.5	4.6	71.1	37.4	11.6	20.4	11.2	80.7	33.0	18.0	21.2	20.2	92.4
영업이익률	5.1	6.6	2.3	4.6	8.5	(1.7)	2.7	2.9	3.2	4.5	2.5	4.4	1.4	3.2
세전이익률	9.0	7.3	3.1	6.4	13.6	3.7	1.3	1.9	5.2	13.1	2.4	4.3	1.9	5.4
순이익률	7.6	6.5	2.4	5.4	12.5	1.7	1.3	0.9	4.2	10.5	1.9	3.5	1.5	4.3
순이익률(지분법이익 포함)	30.8	16.5	3.0	16.2	25.2	8.3	15.4	7.1	13.9	21.9	12.5	13.9	13.1	15.3

주: 1. IFRS 별도 기준. 2. 11년은 회계결산월이 3월에서 12월로 변경되어 9개월 실적

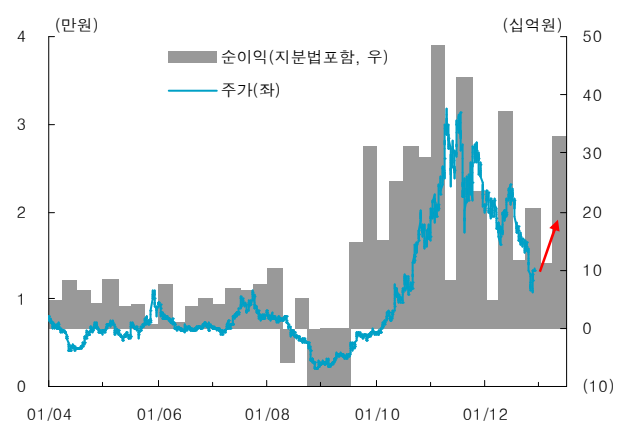
자료: 에스엘, 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER 밴드 차트



자료: 한국거래소, 한국투자증권

[그림 2] 순이익과 주가 추이



자료: 에스엘, 한국거래소, 한국투자증권

<표 2> 글로벌 경쟁업체와의 valuation 비교

	에스엘	모비스	Denso	Koito	Stanley	Ichikoh	Delphi	Valeo
주가 (12/11/27) (원, 엔, US\$, 유로)	13,400	284,500	2,688	1,132	1,190	124	33.43	34.57
52 주 최고가	26,300	328,000	2,841	1,451	1,414	175	34.05	42.67
52 주 최저가	10,550	258,000	2,032	855	1,036	107	19.65	28.80
시가총액 (십억원, 십억엔, 십억달러, 십억유로)	453.8	27,694.3	2,376.4	182.0	213.0	11.9	10.6	2.7
시가총액 (십억달러)	0.4	25.5	28.9	2.2	2.6	0.2	10.6	3.5
Valuation(x, %)								
2012F PER	5.6	8.3	25.0	16.1	13.9	11.3	8.9	6.8
2012F PBR	0.9	1.6	1.1	1.3	1.2	1.1	4.0	1.2
2012F ROE	16.5	21.7	4.5	8.7	8.6	10.0	49.0	18.6
시장대비 상대수익률(%)								
1M	1.1	(0.9)	3.5	12.5	3.1	5.9	10.6	1.3
3M	(18.6)	(9.5)	(5.3)	2.8	(5.3)	(8.5)	14.0	(12.7)
12M	(44.5)	(14.8)	19.2	2.4	3.0	(11.7)	40.9	(4.4)
배당수익률(%)	1.5	0.6	1.86	1.77	2.27	NA	NA	4.05

주: 글로벌 업체들은 Bloomberg consensus 기준

자료: Datastream, Bloomberg, 한국투자증권

<표 3> 지분법이익 추정

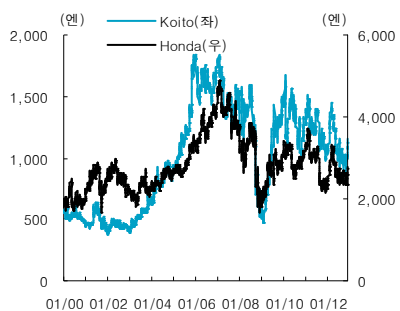
(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	FY11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	FY12F
에스엘라이팅	1.7	(0.3)	1.0	2.4	1.2	(0.1)	0.2	0.3	1.6
에스엘서봉	1.0	(1.1)	2.3	2.2	1.8	0.3	0.6	0.5	3.2
에스엘라이텍	2.0	0.1	1.0	3.2	1.0	0.1	(0.5)	0.2	0.8
에스에이치비	2.0	0.1	0.9	3.1	0.8	0.8	0.2	0.4	2.2
케이디에스	1.5	1.4	0.7	3.6	1.3	1.3	0.6	0.8	4.0
에이치에스엘	3.7	0.7	0.1	4.5	1.9	2.0	1.8	1.5	7.1
에스엘미국	2.6	2.6	(11.2)	(5.9)	2.6	0.5	1.7	0.8	5.6
SHSK(유럽)	0.2	0.0	0.1	0.3	(0.1)	(0.1)	0.4	(0.5)	(0.3)
Samlip gmbh(유럽)	1.0	0.9	0.3	2.2	0.7	(0.4)	0.8	(0.5)	0.6
상해삼립	6.2	4.3	2.5	13.0	3.1	3.0	3.8	2.8	12.6
북경삼립	5.6	0.5	2.8	8.9	2.3	0.6	2.7	1.5	7.1
동평삼립	0.6	0.0	0.3	1.0	(0.0)	0.2	(0.0)	0.0	0.1
에스엘연대	1.7	(1.1)	2.5	3.0	0.6	0.2	2.4	1.0	4.3
에스엘루막스	2.5	6.1	(2.6)	6.1	1.7	0.8	4.0	1.0	7.6
Total	32.4	14.2	0.8	47.4	18.9	9.2	18.6	9.8	56.6
지역별 지분법이익									
한국	12.0	0.9	6.1	18.9	7.9	4.4	2.9	3.7	18.9
미국	2.6	2.6	(11.2)	(5.9)	2.6	0.5	1.7	0.8	5.6
유럽	1.2	0.9	0.4	2.5	0.6	(0.5)	1.2	(1.0)	0.3
중국	14.0	3.7	8.1	25.8	6.0	4.0	8.8	5.3	24.1
인도	2.5	6.1	(2.6)	6.1	1.7	0.8	4.0	1.0	7.6
Total	32.4	14.2	0.8	47.4	18.9	9.2	18.6	9.8	56.6

주: 1Q11은 회계결산월 조정으로 인해 12월말 결산 관계사 지분법이익의 6개월분임(11년 1월~6월)

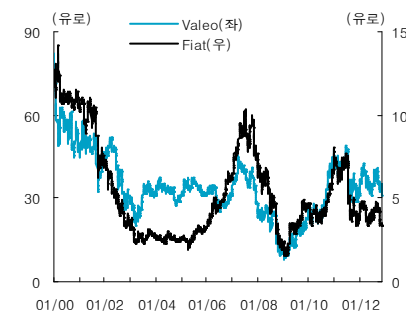
자료: 에스엘, 한국투자증권

[그림 3] Koito vs. Honda



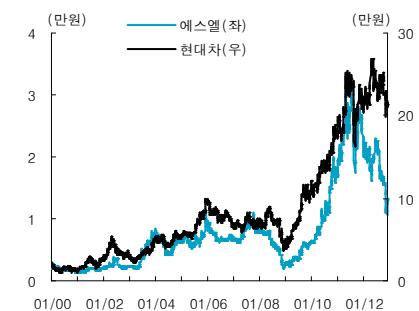
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 4] Valeo vs. Fiat



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 5] 에스엘 vs. 현대차



자료: Datastream, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1954년 설립 이래, 자동차 헤드램프를 비롯한 각종 램프와 샤시, 미러, FEM 등 자동차 부품 생산에만 집중해 자동차부품 전문기업이다. 04년 창립 50주년을 맞아 사명을 삼립산업에서 에스엘로 변경했다. 1980년대 중반부터 해외메이커와의 합작 및 해외 생산을 추진해 글로벌 네트워크를 구축했다. 현재 국내 사업장 외 미국, 중국, 인도 유럽에 생산, 판매 거점을 두고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	410	384	382	397	412
현금성자산	25	9	(0)	23	53
매출채권및기타채권	178	177	208	193	171
재고자산	31	47	41	42	44
비유동자산	285	307	313	325	337
투자자산	157	156	187	202	220
유형자산	85	104	106	103	97
무형자산	16	20	20	20	20
자산총계	695	691	695	723	748
유동부채	244	225	204	211	214
매입채무및기타채무	116	111	112	116	118
단기차입금및단기사채	117	95	92	95	96
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11	15	23	23	24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	4	0	19	19	19
부채총계	255	240	226	234	238
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	144	144	144	144	144
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	277	290	308	328	350
자본총계	440	451	469	488	510
조정자본총계	453	451	525	555	589

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(2)	22	20	33	32
당기순이익	47	24	24	26	28
유형자산감가상각비	9	8	12	12	12
무형자산상각비	1	1	3	3	3
자산부채변동	(48)	(23)	(19)	(8)	(11)
기타	(11)	12	0	0	0
투자활동현금흐름	(63)	(8)	(15)	(7)	3
유형자산투자	(25)	(27)	(14)	(10)	(5)
유형자산매각	1	1	(2)	2	7
투자자산순증	(34)	26	0	0	0
무형자산순증	(2)	(5)	0	0	0
기타	(3)	(3)	1	1	1
재무활동현금흐름	43	(30)	(14)	(3)	(5)
자본의증가	33	0	0	0	0
차입금의순증	16	(23)	(9)	3	2
배당금지급	(5)	(7)	(6)	(6)	(6)
기타	(1)	0	1	0	(1)
기타현금흐름	36	0	6	33	6
현금의증가	14	(15)	(9)	23	30

주: 1. K-IFRS(별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

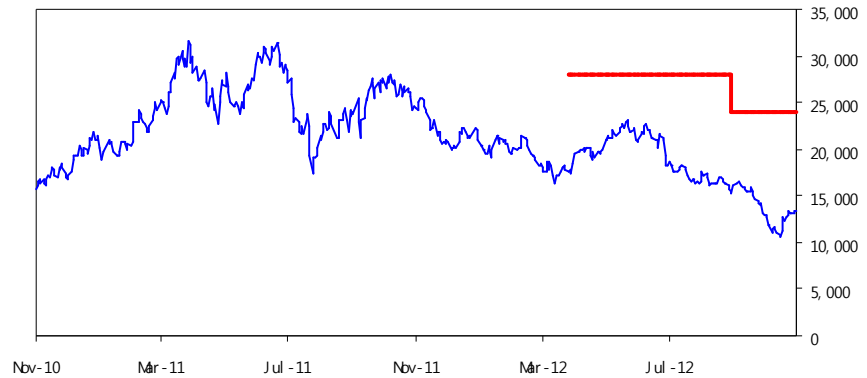
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	526	439	579	602	624
매출총이익	72	56	68	70	75
판매관리비	39	37	49	51	53
기타영업손익	1	2	0	0	0
영업이익	34	20	19	19	22
금융수익	21	8	18	18	19
이자수익	7	5	4	4	5
금융비용	8	4	5	5	5
이자비용	4	3	4	3	4
기타영업외손익	3	3	(2)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	50	28	30	33	35
법인세비용	3	4	6	7	7
당기순이익	47	24	24	26	28
기타포괄이익	(2)	(6)	0	0	0
총포괄이익	46	18	24	26	28
EBITDA	44	29	33	34	36
조정당기순이익	82	71	81	92	107

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,478	2,100	2,382	2,728	3,168
BPS	13,367	13,318	15,507	16,379	17,407
DPS	200	150	200	200	200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	48.7	(16.5)	31.9	4.0	3.6
영업이익증가율	96.9	(40.4)	(8.2)	4.0	11.7
순이익증가율	(4.6)	(13.4)	13.4	14.5	16.1
EPS증가율	(9.8)	(15.2)	13.4	14.5	16.1
EBITDA증가율	60.2	(33.1)	14.0	2.5	4.1
수익성(%)					
영업이익률	6.4	4.6	3.2	3.2	3.5
순이익률	15.6	16.2	13.9	15.3	17.2
EBITDA Margin	8.3	6.7	5.8	5.7	5.7
ROA	8.0	3.4	3.5	3.7	3.8
ROE	20.7	15.7	16.5	17.1	18.8
배당수익률	0.8	0.7	1.5	1.5	1.5
안정성					
순차입금(십억원)	(59)	(43)	(24)	(49)	(81)
차입금/자본총계비율(%)	28.6	22.4	23.4	23.2	22.6
Valuation(X)					
PER	10.1	9.9	5.6	4.9	4.2
PBR	1.9	1.6	0.9	0.8	0.8
PSR	1.6	1.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	17.9	22.9	13.0	11.9	10.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
에스엘(005850)	2012.04.23	매수	28,000 원
	2012.09.27	매수	24,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 28일 현재 에스엘 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.