LEADING

Mid-Cap Research

에스엘 (005850 KS)

최고 수준의 수요처 다변화와 성장성

2011년 11월 14일

Analyst : 박준모

jmpark@leading.co.kr

82-2-2009-7328

Leading Traffic Light: Green

에스엘은...

- ✓ 세계시장 점유율 7 위의 자동차용 램프 국내 최대 생산업체
- ✓ 현대차그룹과 GM 이 주요 고객

Green light because:

- ✓ 국내 부품업체 중 최고 수준의 수요처 다변화와 성장성 기대
- ✓ 동종업종 대비 저평가

성장 잠재력:

- ➢ 현대/기아차에 대한 램프공급 증가하는 가운데 글로벌 OEM 매출 비중 확대
- ➢ GM 이 향후 글로벌 매출 증가에 가장 큰 기여할 것으로 예상

수익성:

- ➢ 지분법이익 증가로 2011 년과 2012 년 순이익 연평균 20% 가까운 증가
- ➢ 현재는 중국 현지법인들의 수익성 가장 높으며 장기적으로는 미국법인 수익성 개선 기대

가치창출 및 재무안전성:

- ➢ 업계 상위에 해당하는 20% 수준의 ROE
- ➢ 지속적인 영업활동 현금흐름의 창출로 순 현금 상태의 우수한 재무구조 유지

Valuation:

- ➢ 주요 부품업체 중 가장 저평가 되었으며 업종 대비 주가 디스카운트가 급속하게 축소되는 추세
- ➢ 목표주가 31,500 원 = 21.4%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 장기적으로 현대모비스의 현대/기아차에 대한 램프공급 확대 가능성

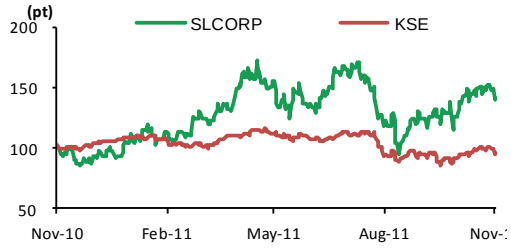
BUY

목표주가	31,500 원
현재주가	25,950 원
목표수익률	21.4%

Key Data	2011 년 11 월 11 일
산업분류	자동차 및 부품
코스피	1,863.45
시가총액 (십억원)	878.8
발행주식수 (백만주)	33.9
외국인 지분율 (%)	9.4%
52 주 고가 (원)	31,700
저가 (원)	15,750
60 일 평균거래대금 (십억원)	9.5
주요주주	(%)
이성엽 외 7인	60.3
Stanley Electric	5.0

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	1.8	3.8	41.8
상대주가	(1.2)	15.9	44.5

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	321.6	(1.7)	14.8	4.6	(43.6)	(1,288)	N/A	N/A	33.0	(16.7)	3.3
2009	353.5	9.9	17.2	4.9	86.1	2,541	N/A	10.2	30.3	28.8	2.6
2010	525.6	48.7	19.6	3.7	82.1	2,424	(4.6)	10.7	24.8	20.7	1.9
2011E	568.1	8.1	27.8	4.9	98.1	2,898	19.5	9.0	18.6	19.7	1.6
2012E	621.8	9.5	33.6	5.4	116.9	3,452	19.1	7.5	15.0	19.5	1.3
2013E	675.2	8.6	39.2	5.8	134.2	3,963	14.8	6.5	11.8	18.7	1.1

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1: 기업 Snapshot 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가? 7

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은? 8

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은? 9

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 10

Section 6: CEO 와 경영진의 의 경영철학은? 11

Section 7: 동종업계의 기업들과 Valuation 비교 12

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 9: 영업현황과 실적전망 14

Section 10: Valuation – 적정주가 31,500 원..... 18

핵심 투자포인트

✓ 국내 부품업체 중 최고 수준의 수요처 다변화와 성장성

에스엘은 현대차그룹에 대한 램프공급 점유율이 약 80%에 달하는 가운데 GM 을 비롯한 글로벌 OEM 매출 비중이 크게 확대되고 있다. 지난 2010 년 현대차그룹을 제외한 OEM 매출이 동사의 글로벌 매출의 31%의 비중을 차지하였으며 신규 수주금액 기준으로는 매출비중을 크게 상회하는 47%에 달하여 장기적으로 국내 부품업체 중 최고 수준의 수요처 다변화와 성장세를 기록할 것으로 기대되고 있다. 동사의 글로벌 OEM 매출증가에 가장 큰 기여를 하고 있는 것은 GM 으로 이미 비현대차그룹 매출과 수주금액의 70%이상을 차지하고 있으며 향후 그 비중이 더욱 확대될 것으로 예상되고 있다. 실제로 에스엘은 금년부터 생산이 시작된 GM 말리부에 신규로 램프를 공급하며 향후 5 년간에 걸쳐 3,000 억원의 추가적인 매출이 기대되며 2014 년부터 생산하는 GM 크루즈에 대한 예상 부품공급 규모는 8,700 억원이다. (페이지 15)

✓ 대규모 지분법이익으로 순이익이 영업이익 4 배 이상 상회

에스엘은 2000 년대 초반 현대차그룹의 해외공장 설립 초기부터 현지에 동반 진출한 해외진출 선두 부품업체이며 이후 현대차그룹 이외의 글로벌 OEM 공급을 위한 지속적인 해외생산 기반 확대가 이루어졌다. 이에 따라 2010 년 글로벌 매출규모는 2 조 3,837 억원으로 에스엘 단독 매출액의 4.5 배에 달하였으며 지분법이익은 634 억원으로 영업이익 196 억원을 크게 상회하였다. 지분법이익은 2011 년에는 전년대비 19% 증가한 757 억원에 달하고 2013 년에는 1 천억원 수준까지 증가할 것으로 예상된다.

지분법이익에 가장 기여도가 큰 곳은 중국현지 법인들로 2010 년에는 계열사 전체 매출비중 18%를 크게 상회하는 약 44%의 지분법이익을 기여하였다. 중국법인들이 타 지역 법인들에 비해 수익성이 높은 것은 현대차그룹과도 지분관계가 있는 현지 로컬업체들과의 합작법인이어서 현대차그룹의 단가인하 압력이 상대적으로 심하지 않기 때문이다. 미국법인은 아직 가동률이 낮은데다 설비증설에 따른 고정비 증가로 수익성이 저조하나 말리부와 크루즈에 대한 부품공급이 본격화되면서 장기적으로 수익성이 크게 개선될 것으로 예상된다. (페이지 17)

✓ FTA 로 인한 부품업체 혜택은 단기적으로 크지 않을 것으로 전망

EU 와의 FTA 에 이어 한미 FTA 체결 가능성이 부각되면서 국내 부품업체들의 글로벌 OEM 매출확대와 수익성 개선에 대한 기대감이 높아졌으나 향후 몇 년간은 실질적인 영향이 크지 않을 것으로 판단된다. 국내 부품업체들의 대부분이 이미 현지 생산법인을 통해 현대차그룹과 글로벌 OEM 에 부품을 공급하고 있는 상황이고 국내에서 현지로 수출되는 일부 부품의 경우는 부품업체들이 수입관세를 납부한 후 현대차그룹이 수입관세를 보전해 주는 방식으로 진행되어 왔다. FTA 로 수입관세가 인하되면 현대차그룹이 관세보전을 중지하여 실질적인 관세인하 효과는 부품업체 보다는 현대/기아의 완성차업체가 받을 것으로 예상된다. 한-EU FTA 발효 후 국내 부품업체에 대한 유럽 완성차업체의 문의는 크게 증가하였으나 부품업종 특성상 신규 고객에 대한 대량의 물량 공급까지는 많은 시일이 소요되며 신규고객의 소량주문에 대응하는 초기에는 오히려 비용적인 면에서 효율적이지 못하다. 이에 따라 에스엘은 당분간 신규고객 확보보다는 기존의 GM 부품공급을 확대하는 데 집중할 계획이다.

✓ 목표주가 31,500 원 – 21.4%의 상승여력

에스엘의 주가는 현대모비스, 만도, 한라공조, 평화정공, 현대위아 등 5 개 주요 부품업체 중 가장 저평가되어 있다. 동사의 주가는 지난 2005 년 이후 지속적으로 부품업종 대비 저평가된 상태에서 거래되어 왔으나 2009 년부터 부품업종 주가지수가 4.3 배 상승한 데 비해 11 배에 가까운 상승세를 기록하면서 업종대비 디스카운트가 급격하게 축소되고 있는 상황이다. 2011 년들어 동사 주식에 대한 시장의 재평가가 가속화 되고 있어 조만간 디스카운트가 해소될 것으로 예상된다. 완성차업체 보다는 부품업체의 성장성에 시장의 관심이 높아지고 있는 가운데 동사의 경우 국내 부품업체 중 수요처 다변화에 가장 성공한 업체이고 GM 부품 공급확대에 힘입은 장기적인 성장성을 감안할 때 오히려 동사 주식은 업종대비 프리미엄도 적절하다고 판단된다. 보수적으로 프리미엄을 가산하지 않은 업종예상 PER 9.1 배를 동사의 2012 년 예상 EPS 3,452 원에 적용하여 목표주가 31,500 원을 산정하였다. (페이지 12 & 페이지 18)

Section 1: 기업 Snapshot

세계 7 위의 자동차용 램프 생산업체

세계시장 점유율 7위의 국내 최대의 자동차용 램프 생산업체

에스엘은 국내 최대의 자동차용 램프 생산업체로 현대차그룹의 국내 및 해외 생산공장 램프수요의 약 80%가량을 공급하고 있으며 글로벌 기준으로는 7 위 (7%) 의 점유율을 차지하고 있다. 자전거용 램프 및 브레이크 생산업체였던 동사는 현대자동차의 최초 국산모델인 포니부터 자동차용 램프를 공급하였으며 지난 1980 년대 말에는 대우자동차의 르망을 통해 GM 에 납품을 시작하였다. 2000 년 대 초 중반 현대차그룹과 동반한 해외진출 과정에서는 세계 2 위의 램프 생산업체인 독일의 Hella 와 중국과 유럽에 램프 합작기업들을 설립하였다. 램프 이외의 주요 제품으로는 페달/도어랫치/변속기레버 등의 샤시류, 미러 및 전장모듈 (Front End Module; FEM) 등을 생산하고 있다.

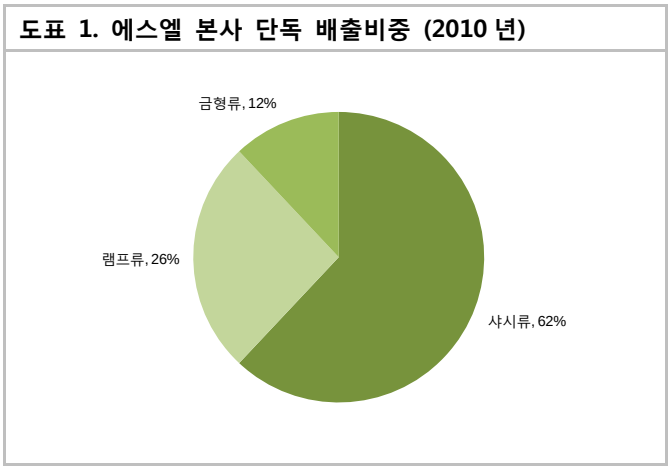
제품별 국내 경쟁업체로는 현대모비스, 경창산업, 한라공조

현대차그룹에 대한 램프공급의 나머지 20%는 현대모비스 (012330 KS) 가 계열사인 아이에이치엘 (비상장) 제품을 납품하고 있다. 샤시제품의 점유율은 에스엘이 약 60-70%를 차지하고 경창산업 (024910 KQ) 과 동희산업 (비상장) 의 비중이 30-40%인 것으로 추정되고 있다. 전장모듈의 경우는 에스엘, 현대모비스, 한라공조 (018880 KS) 가 각각 1/3 에 해당하는 점유율을 차지하고 있는 것으로 추정된다.

램프매출이 글로벌 매출의 61%

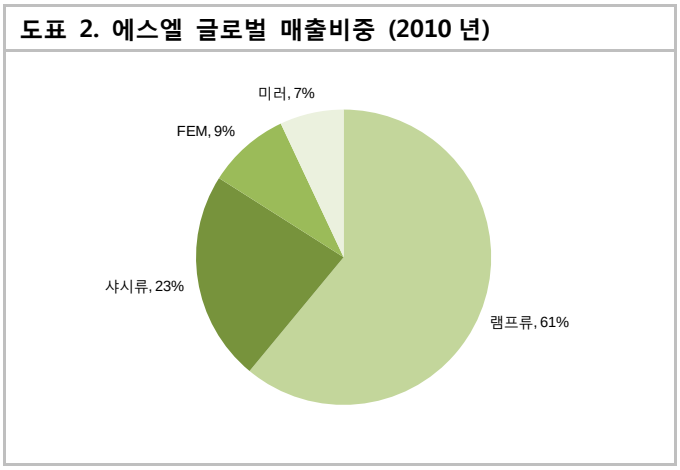
제품별 판매비중은 에스엘 본사 기준으로는 샤시류가 가장 큰 비중 (62%)을 차지하고 있으나 국내외 계열사를 포함한 글로벌 매출 기준으로는 램프류의 매출비중이 61%에 달하고 있다, 램프의 경우 에스엘 본사를 제외한 10 개의 자회사 (국내 3 개, 해외 7 개)에서 생산되고 있다. 국내에서도 별도의 법인을 통해 램프를 생산하고 있는 것은 특별한 전략적인 이유보다는 현대차그룹의 기아차 인수이전 현대차가 같은 생산라인에서 기아차와 같이 램프를 공급받는 것을 원하지 않았기 때문이다. 현재 대부분의 자회사에서는 현대/기아차 램프를 동시에 공급하고 있으며 본사의 램프 생산설비는 교체용 (A/S) 수요만을 대응하고 있다.

도표 1. 에스엘 본사 단독 배출비중 (2010 년)



자료: 에스엘

도표 2. 에스엘 글로벌 매출비중 (2010 년)

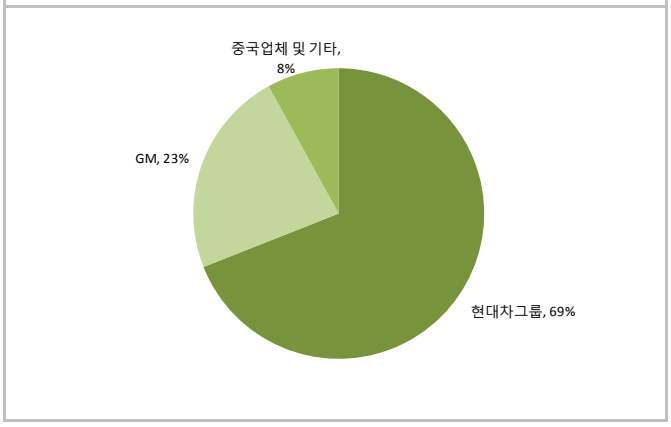


자료: 에스엘

GM 을 통한 수요처 다변화

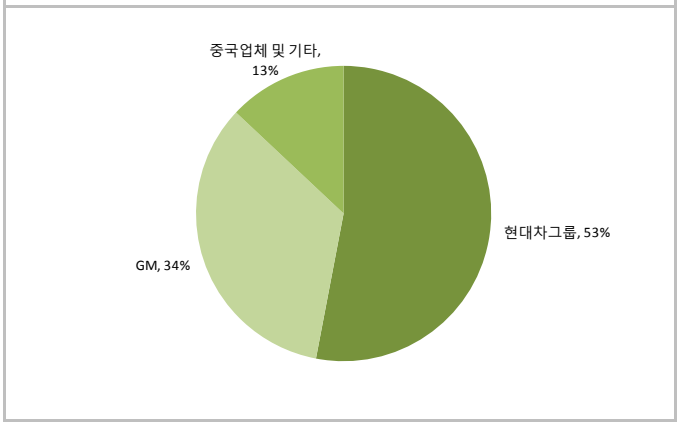
수요처 다변화의 기준을 고객 수가 아닌 현대차그룹을 제외한 글로벌 OEM 매출비중을 기준으로 한다면 에스엘은 국내 부품업체 중 만도와 함께 고객 다변화에 가장 성공한 업체이다. 지난 해 에스엘의 글로벌 매출에서 OEM 매출이 차지하는 비중은 31% (GM 23%) 를 차지하였으며 신규 수주금액 기준으로는 매출 비중을 크게 상회하는 47% (GM 34%)에 달하여 장기적으로 국내 부품업체 중 최고 수준의 수요처 다변화와 성장세를 기록할 것으로 기대되고 있다.

도표 3. 에스엘그룹 고객별 글로벌 매출비중 (2010 년)



자료: 에스엘

도표 4. 에스엘그룹 고객별 수주비중 (2010 년)



자료: 에스엘

해외현지 법인을 포함한 글로벌 매출 2조4천억원으로 에스엘 단독 매출의 4.5배

에스엘은 2000 년대 초반 현대차그룹의 해외공장 설립 초기부터 현지에 동반 진출한 해외진출 선두업체이며 이후 현대차그룹 이외의 글로벌 OEM 공급을 위한 지속적인 해외생산 기반 확대가 이루어졌다. 현재 동사의 해외 생산법인은 미국, 중국, 유럽, 인도에 9 개가 있으며 국내 자회사 6 개를 포함한 총 계열사는 15 개에 달하고 있다. 계열사 매출을 단순 합산한 에스엘 그룹의 2010 년 글로벌 매출규모는 2 조 3,837 원으로 에스엘 단독 매출액의 4.5 배 수준이었다 (연결매출액은 1 조 3,040 억원). 또한 계열사로부터의 대규모 지분법 이익 발생으로 순이익이 영업이익을 4 배 이상 상회하는 수익구조를 가지고 있다.

표 1. 에스엘 글로벌 사업현황 (2010 년 기준)

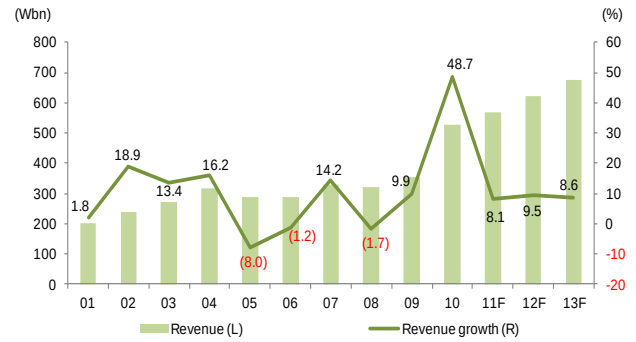
회사	설립연도	지분율	생산제품	주요고객	매출액 (십억원)	순이익 (십억원)	비고
에스엘	1954		램프/샤시	현대/기아/GM	525.6	82.1	
에스엘 라이팅	1987	21.3%	램프	현대/기아/GM	216.8	18.7	일본 Stanley 와 제휴 및 OEM 공급
에스엘 서봉	1994	34.3%	램프	현대/기아/GM	187.8	8.7	
에스엘 라이텍	2000	29.6%	램프	기아	175.9	3.8	
SHB	2002	50.0%	FEM	현대/기아	315.3	9.3	독일 HBPO 와 기술/자본 제휴
KDS	1995	50.0%	샤시	GM/Inteva/쌍용	61.5	8.7	미국 Inteva 와 기술/자본 제휴
HSL	2000	50.0%	전장부품	SL 계열사/GM	108.5	9.1	독일 Hella 와 기술/자본 제휴
북경삼립	2002	51.0%	램프	현대	110.8	15.9	Hella 와 기술/자본 제휴. 2012 년 증설
상해삼립	2002	60.0%	샤시	현대/기아/GM/VW	119.4	17.5	로컬업체 공급, 상해회중기차 자본 제휴
동풍삼립	2004	50.0%	램프	동풍/PSA/HINO	22.2	2.0	로컬업체 공급
연대삼립	2005	100.0%	램프	GM/HBPO	72.6	8.9	
SL 알라바마	2003	100.0%	램프/미러	현대/기아	235.0	5.9	
SL 테네시	2000	100.0%	램프/샤시	현대/기아/GM			금년 12 월 설비증설
SL-Hella Slovakia	2006	51.0%	램프	현대/기아	50.1	0.9	Hella 공장에 위탁생산 및 판매
SL Gmbh	2009	100.0%	램프	현대/기아	53.0		램프 CKD 조립생산
SL Lumax	1997	78.7%	램프	현대/Ford	129.3	11.2	
계열사 합계					**1,858.1**	**102.6**	

자료: 에스엘

중국현지 법인이 가장 높은 수익성

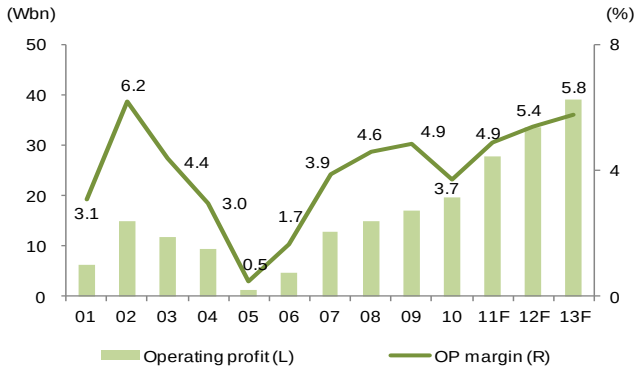
국내외 계열사 중 중국 현지법인들의 수익성이 타 지역 계열사에 비해 월등히 높은 것은 에스엘 측의 설명에 따르면 현대차그룹과도 지분관계가 있는 현지 로컬업체들과의 합작법인이어서 현대차그룹의 단가인하 압력이 상대적으로 덜하기 때문이다. 국내 계열사 중에서도 KDS 와 HSL 의 수익성이 높은 것은 현대차그룹으로의 매출비중이 낮기 때문인 것으로 판단된다.

도표 5. 매출액 및 매출증가율 추이



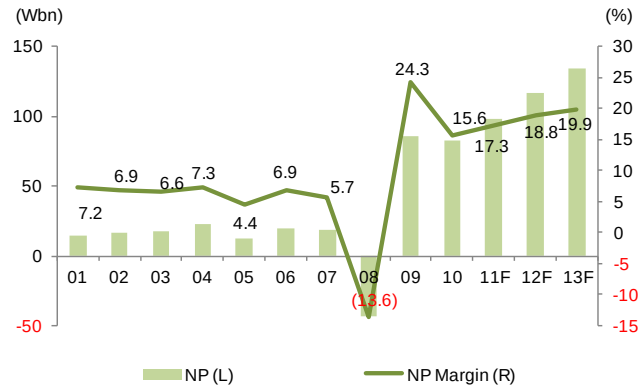
자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 6. 영업이익 및 OPM 추이



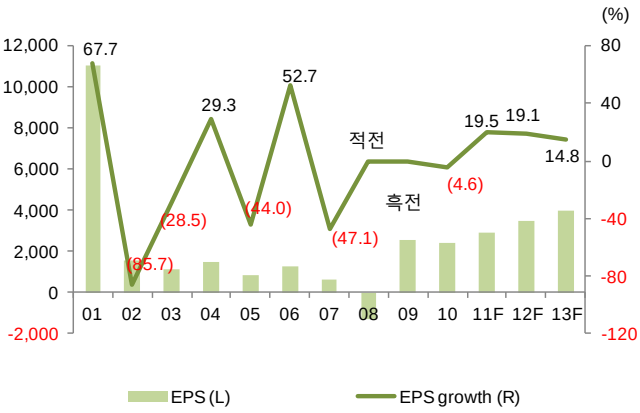
자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 7. 순이익 및 순이익률 추이



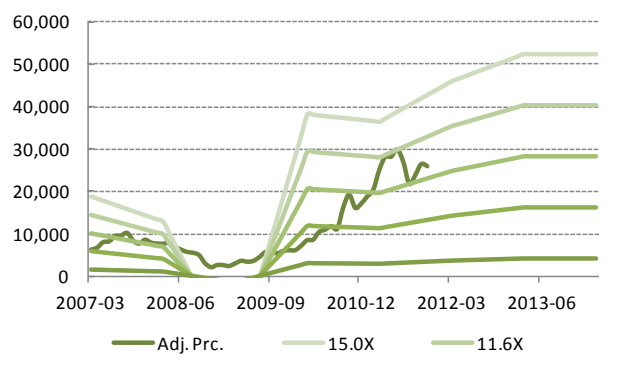
자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 8. EPS 및 EPS 성장률 추이



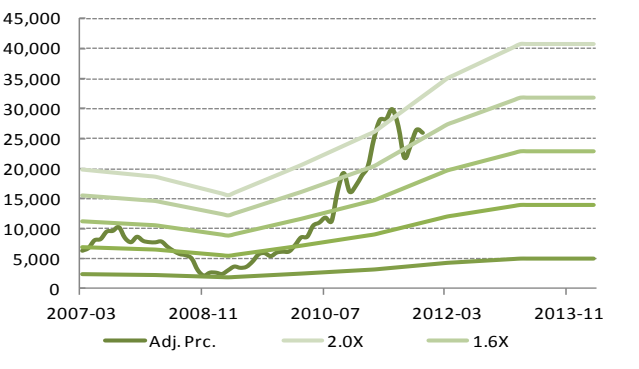
자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 9. PER Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 10. PBR Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

탁월한 가치창출

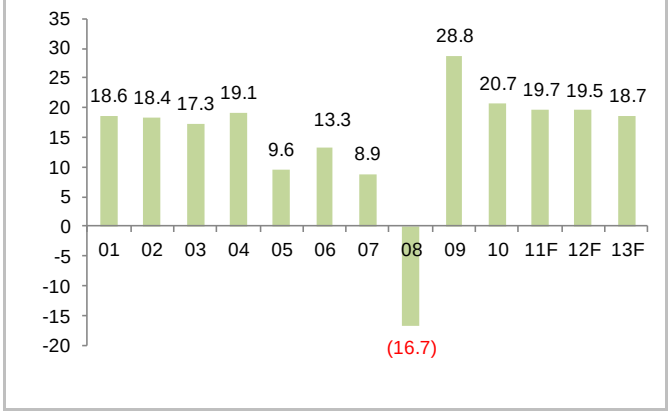
계열사 수익성 개선으로 20%를 상회하는 ROE

에스엘은 2000 년대 중반 샤시 공급가격 협상실패에 따른 수익성 악화와 유상증자의 영향으로 ROE 가 10% 이하로 하락하였고 2008 년에는 대규모의 파생상품 (KIKO) 관련 손실이 발생하여 적자를 기록하기도 하였다. 그러나 2009 년에는 자체적인 수익구조가 정상화되고 계열사로부터의 지분법이익이 크게 증가하면서 ROE 가 국내 부품업체 중 최고수준인 29%까지 개선되었다. GM 을 비롯한 글로벌 OEM 매출증가로 해외 현지생산법인들의 수익성이 추가적으로 개선되고 있어 향후에도 20%에 가까운 ROE 를 유지할 것으로 예상된다.

ROIC 는 5-7%의 낮은 수준이나 이는 투자로 인한 이익이 자체적인 영업이익이 아닌 지분법이익으로 실현되기 때문

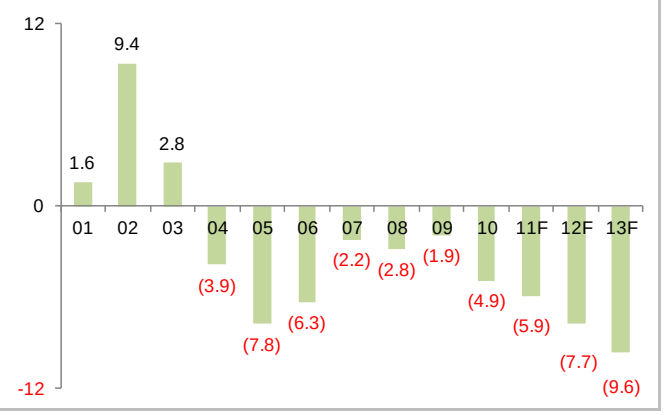
한편 국내 제조업체중 최고 수준의 ROE 에도 불구하고 ROIC 는 2004 년부터 지속적으로 WACC 을 하회하고 있다. 이는 대부분의 자본이 국내 및 해외 계열사에 투자 되었고 투자로 인한 이익이 동사의 영업이익이 아닌 지분법 이익으로 실현되고 있기 때문이다. 영업이익을 기준으로 한 동사의 ROIC 는 향후에도 5-7%의 낮은 수준에서 유지될 것으로 예상된다.

도표 11. ROE (%)



자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 12. ROIC less WACC (%)



자료: 에스엘, 리딩투자증권

Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

2011 년부터 현금흐름 창출능력 확대

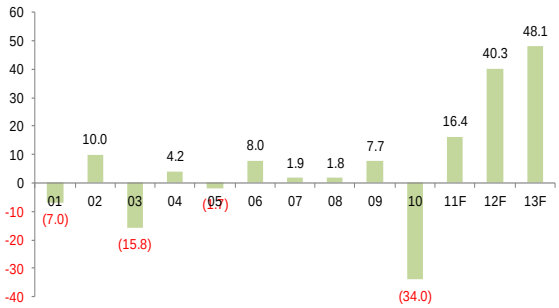
지난 해 일시적인 현금흐름 악화

에스엘은 과거 10 년간 연평균 100 억원 이상의 영업활동 현금흐름을 통해 안정적으로 FCF 를 창출하였다. 지난 2010 년에는 운전자금 부담이 증가하며 영업활동 현금흐름이 104 억원의 마이너스를 기록하고 설비투자가 전년대비 2 배 이상 증가한 236 억원에 달하여 총 340 억원의 마이너스 FCF 를 기록한 것으로 나타났다. 운전자금 부담이 증가한 것은 동사가 지난 해부터 대기업으로 분류되면서 결제조건이 악화되었기 때문이었으나 설비투자가 증가한 것은 현금유출이 아닌 계열사였던 에스엘 성산과의 합병 (2010 년 4 월) 에 따른 재무제표 상의 변화였다.

설비투자에도 금년부터 현금흐름 크게 개선

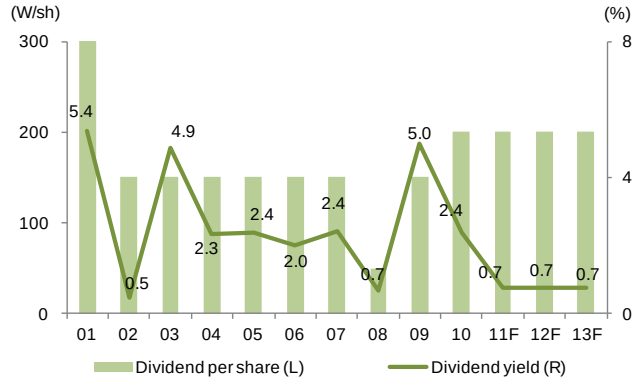
금년에는 전장부품 공장건설 (200 억원) 등 총 286 억원의 실질적인 설비투자를 계획하고 있으나 지속적인 이익규모의 증가로 164 억원의 FCF 를 창출할 것으로 예상된다. 2011 년 이후에는 설비투자 규모가 110 억원 수준으로 감소함에 따라 2013 년에는 FCF 가 481 억원에 달할 것으로 예상된다.

도표 13. 잉여현금흐름 추이



자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 14. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



자료: 에스엘, 리딩투자증권

배당수익률은 1% 미만

한편 동사는 주당배당금을 2008 년의 50 원에서 2010 년에는 200 원으로 인상하였으나 여전히 배당수익률은 1%에도 못 미치는 수준이었다. 금년에도 FCF 의 증가로 배당여력이 확대될 것으로 예상되나 회사측에 따르면 글로벌 OEM 수주증가로 인한 해외 생산법인 설립 등 잠재적인 투자자금 수요를 감안해 현재로서는 지난해와 같은 수준의 배당금을 유지할 계획이다..

표 2. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	9.9	19.1	(1.0)	15.7	9.3	17.4	11.2	15.5	17.2	(10.4)	45.0	51.3	59.6
CAPEX	16.9	9.1	14.8	11.5	11.0	9.4	9.2	13.7	9.6	23.6	28.6	11.0	11.5
잉여현금흐름	(7.0)	10.0	(15.8)	4.2	(1.7)	8.0	1.9	1.8	7.7	(34.0)	16.4	40.3	48.1
총 배당금	1.3	1.6	2.4	2.4	2.4	2.4	4.0	1.6	4.7	6.8	6.8	6.8	6.8
주당 배당금	1000	150	150	150	150	150	150	50	150	200	200	200	200
배당 수익률 (%)	5.4	0.5	4.9	2.3	2.4	2.0	2.4	0.7	5.0	2.4	0.8	0.8	0.8

주: 배당 수익률은 해당연도 종가기준

자료: 에스엘, 리딩투자증권

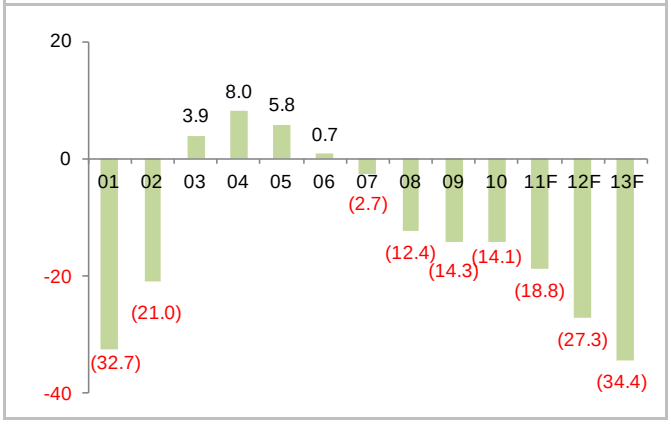
Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

순현금 상태의 우수한 재무구보

순현금성 자산의 지속적 증가

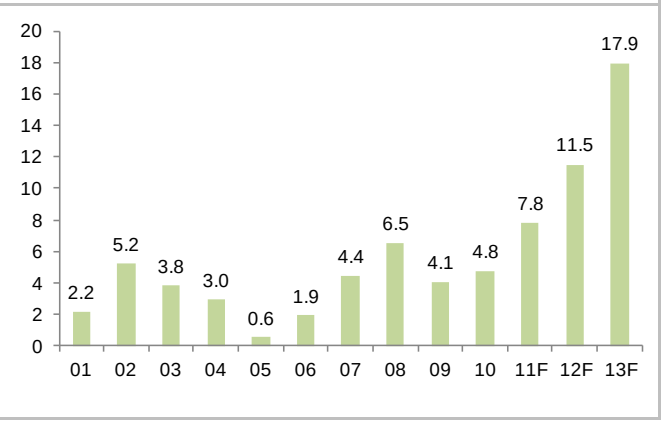
에스엘은 자체적인 설비투자와 해외 생산법인 설립이 활발했던 2000 년대 초중반 차입금이 현금보유량을 소폭 상회하기도 하였으나 2007 년 이후 지속적으로 순현금 상태의 우수한 재무구조를 유지하고 있다. 금년 286 억원에 달하는 설비투자에도 불구하고 영업활동 현금흐름의 확대로 순 현금성 자산이 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

도표 15. 순부채비율 (%)



자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 16. 이자보상배율 (배)



자료: 에스엘, 리딩투자증권

도표 3. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	61.3	63.3	70.7	74.4	55.6	59.6	44.6	48.9	41.2	117.6	101.0	81.5	62.0
현금과 현금성 자산	89.2	83.3	66.4	64.0	47.6	58.5	51.6	80.9	90.0	181.6	203.3	259.9	330.6
순차입금	(27.9)	(20.0)	4.3	10.5	8.0	1.1	(7.0)	(32.0)	(48.9)	(64.0)	(102.3)	(178.4)	(268.6)
순차입금/총자본 (%)	(32.7)	(21.0)	3.9	8.0	5.8	0.7	(2.7)	(12.4)	(14.3)	(14.1)	(18.8)	(27.3)	(34.4)
이자비용	2.8	2.8	3.1	3.2	2.6	2.5	2.9	2.3	4.2	4.1	3.6	2.9	2.2
이자보상배율 (배)	2.2	5.2	3.8	3.0	0.6	1.9	4.4	6.5	4.1	4.8	7.8	11.5	17.9

자료: 에스엘, 리딩투자증권

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

2008 년 주식발행으로 345 억원 조달

향후 증자 가능성은 거의 없는 것으로 판단

지난 2003 년과 2007 년의 자본금 증가는 무상증자와 계열사였던 에스엘테크와의 합병으로 발생했으며 대구 산업단지내 토지 구입과 유동성 확보 차원에서 실시한 2008 년의 공모증자 (560 만주, 상장주식수 19.8% 증가) 가 1988 년 상장 후 유일한 증자였다. 동사는 이미 충분한 대규모의 순 현금성 자산을 보유하고 있고 향후에는 기존 해외법인에 대한 본사 차원의 대규모 투자 계획이 없는 점을 감안할 때 증자의 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다.

동사는 상장 후 BW 와 CB 를 발행한 적이 없으며 향후 계획도 없다.

도표 4. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '01-10
납입자본금	6.6	5.2	7.9	7.9	7.9	7.9	14.1	16.9	16.9	16.9	10.4
주식발행초과금	1.7	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	101.8	133.5	133.5	133.5	131.8
주식발행으로 인한 조달금	**0.0**	**(1.3)**	**0.9**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**108.0**	**34.5**	**0.0**	**0.0**	**142.2**

Source: Company data

Section 6: CEO 의 경영철학은?

최고의 기술력 확보

뛰어난 경영능력으로 우수기업인상 수상

에스엘은 이충곤 회장과 장남인 이성엽 사장의 공동 대표이사 체제이다. 이충곤 회장은 2 세대 경영인으로 대표이사 사장으로 취임한 1983 년부터 본격적으로 회사 경영을 총괄하였다. 이충곤 회장은 뛰어난 경영능력을 지닌 기업인으로 평가받고 있으며 실제로 대표이사 취임 당시 매출액 46 억원 (본사기준) 에 불과하던 에스엘을 지난 2010 년 글로벌 매출 2 조 4 천억원의 대구지역 최대 부품업체로 성장시키면서 여러 차례에 걸쳐 우수기업인 상을 수상하였다.

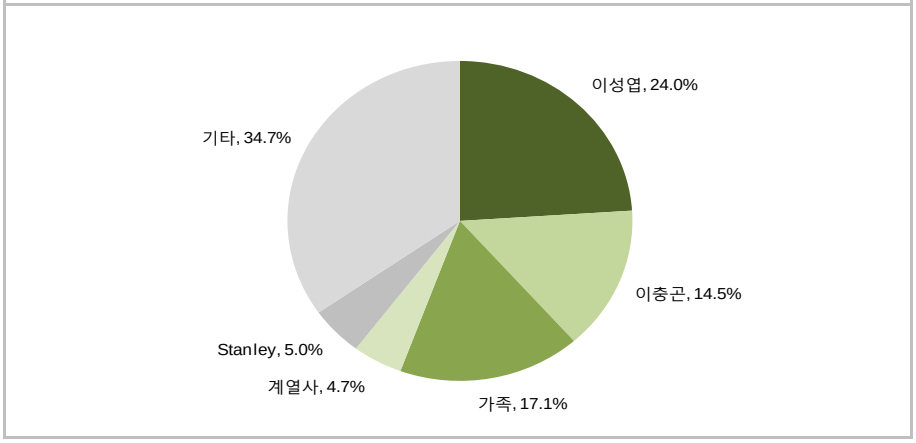
적극적인 추진력의 경영스타일

이충곤 회장은 절약정신이 투철하고 적극적인 추진력을 갖춘 경영인으로 경영철학은 인재양성을 통한 최고의 기술력 확보이다. 조직관리 면에서는 직원들에게 신뢰와 책임감을 강조하고 있다. 이충곤 회장의 경영스타일에 가장 큰 영향을 미친 사람은 창업주인 고 이해준 명예회장으로 절약정신, 신뢰 및 책임감 등은 창업주 시절부터의 이어져온 가풍이었다. 지난 2006 년부터는 사재 100 억원을 출연하여 문화장학재단을 설립하여 지역사회 봉사활동에 참여하고 있다.

대표이사를 포함한 우호지분 65%

지난 2006 년 대표이사에 취임한 이성엽 사장은 일상적인 회사운영을 담당하고 있으며 부드러운 리더쉽의 경영인이다. 이충곤 회장이 주요 의사결정 사안에만 관여하고 있으나 여전히 본인이 자금결제를 하고 있는 점을 감안할 때 이성엽 사장은 아직 경영수업 과정에 있는 것으로 판단된다. 이성엽 사장과 이충곤 회장은 각각 에스엘 지분 24.0%와 14.5%를 보유하고 있으며 기술제휴를 하고 있는 Stanley Electric, 가족 및 계열사 상호지분을 포함한 총 우호지분은 65.3%에 달하고 있다.

도표 17. 에스엘 지분 구조



자료: 에스엘

도표 5. 대표이사 주요 경력 및 학력

이충곤 회장		이성엽 사장	
기간	**경력**	**기간**	**경력**
2001 ~ 현재	에스엘 대표이사 회장	2006 ~ 현재	에스엘 대표이사 사장
1983	삼립산업 대표이사 사장	2005	에스엘 부사장
1969	삼립산업 상무	2000	에스엘 입사
			현대증권 국제기획팀
	학력		**학력**
1968	연세대학교 기계공학과 졸업		드렉셀 대학원 경영학 석사
			위스콘신 주립대 경제학과 졸업

주: 에스엘

Section 7: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

동종업종 내 가장 저평가

에스엘의 밸류에이션 비교대상으로 주요 국내 부품업체 5 개와 해외에서는 세계램프시장 점유율 상위 4 개 업체를 선정하였다. 동사는 2011 년과 2012 예상 PER 비교 시 동종 업종내에서 가장 저평가 되어있는 부품업체이다. EV/EBITDA 밸류에이션 면에서는 동사가 가장 고평가된 것으로 나타났다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 해외생산을 통한 글로벌 매출 및 지분법이익 증가가 대부분의 국내 부품업체들의 성장과 수익성에 가장 중요한 요인이 되고 있는 상황에서 본사의 영업이익만을 기준으로 한 EV/EBITDA 밸류에이션은 더 이상 의미있는 투자지표가 아닌 것으로 판단된다.

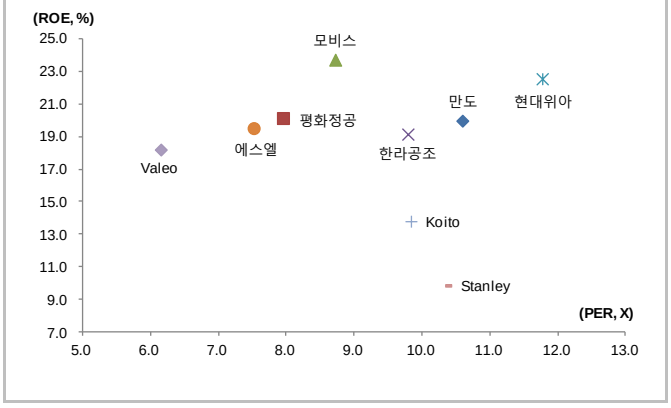
표 6. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
에스엘	005850 KS	한국	791	293	457	505	553	4.9	3.7	4.9	5.4
만도	060980 KS	한국	3,118	1,192	1,825	2,725	3,260	4.5	4.2	5.6	6.2
평화정공	043370 KQ	한국	363	252	325	354	376	4.7	4.1	4.3	5.0
현대모비스	012330 KS	한국	26,969	8,380	11,850	15,309	16,987	13.4	13.2	14.1	14.1
한라공조	018880 KS	한국	2,198	1,111	1,555	1,794	1,943	4.7	5.8	7.3	7.7
현대위아	011210 KS	한국	3,696	2,457	3,837	5,190	6,078	3.9	3.0	5.1	5.5
Koito	7276 JP	일본	2,176	4,404	5,020	5,317	5,621	8.8	8.7	9.0	8.4
Stanley Electric	6923 JP	일본	2,434	2,576	2,903	3,054	3,199	10.2	12.1	12.5	12.3
Ichikoh	7244 JP	일본	151	1,007	1,083			0.6	3.3		
Valeo	FR FP	프랑스	3,634	10,457	12,778	14,680	15,351	1.1	6.1	6.4	6.1

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
에스엘	3.1	10.1	9.0	7.5	9.9	25.9	18.6	15.0	0.8	1.7	1.6	1.3	28.8	21.5	19.7	19.5
만도		11.8	13.8	10.6		13.9	11.4	9.2		1.9	2.4	2.0	8.5	18.0	19.2	20.0
평화정공	5.2	7.5	9.6	7.9	5.5	9.7	12.1	10.4	1.0	1.6	1.8	1.5	20.0	23.1	20.4	20.1
현대모비스	9.6	11.2	9.7	8.7	9.6	11.9	10.4	8.9	2.1	2.7	2.3	1.8	24.6	27.1	27.4	23.7
한라공조	9.5	10.5	11.5	9.8	11.4	12.5	11.8	9.8	1.5	1.9	2.0	1.7	16.2	18.4	18.6	19.1
현대위아			15.7	11.8			13.6	11.0			3.0	2.4	9.8	14.3	22.5	22.5
Koito	35.9	21.4	14.3	9.8	4.2	3.5	3.1	2.6	1.5	1.5	1.1	1.1	9.7	9.7	11.1	13.8
Stanley Electric	18.5	13.9	9.8	10.3	6.1	4.1	3.1	3.0	1.6	1.2	0.9	0.8	9.8	9.8	8.6	9.9
Ichikoh		29.9			5.8	3.8			1.2	1.4			3.8	3.8		
Valeo		8.7	6.0	6.1	4.4	3.2	2.6	2.4	1.5	1.9	1.3	1.1	(10.5)	26.5	22.2	18.2

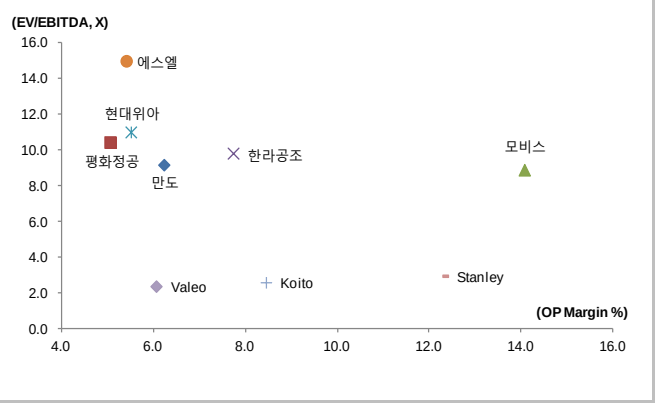
자료: Bloomberg,리딩투자증권

도표 18. 동종업체 PER vs. ROE



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

도표 19. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

매출의 6%가 환율에 노출되어 낮은 환율 민감도

에스엘의 매출에서 로컬수출을 제외한 직수출이 차지하는 비중은 약 10%이며 대부분 달러로 결제되고 있다. 달러로 지급되는 원재료 수입비중은 매출액 기준 4% 수준으로 원/달러 환율 변동에 노출되어 있는 순 매출액 비중은 6%에 불과하여 환율변동이 동사의 영업이익에 미치는 영향은 크지 않다. 아울러 동사의 경우 순이익이 영업이익을 크게 상회하는 수익구조인데다 환율변동에 노출되어 있는 순 매출액을 통화선물 계약으로 헷지하고 하고 있어 환율변동이 순이익에 미치는 영향은 영업이익에 비해 크게 감소한다.

표 7. 2011 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,020	1,063	1,074	1,085	1,128
연평균 기준 환율	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
매출액(십억원)	565.3	567.5	568.1	568.7	570.9
영업이익(십억원)	26.1	27.5	27.8	28.2	29.5
순이익(십억원)	96.9	97.9	98.1	98.4	99.4
주당순이익(원)	2,861	2,891	2,898	2,905	2,935
PER	9.1	9.0	9.0	8.9	8.8
매출액 증가율(%)	(0.5)	(0.1)	0.0	0.1	0.5
영업이익 증가율(%)	(6.1)	(1.2)	0.0	1.2	6.1
순이익 증가율(%)	(1.3)	(0.3)	0.0	0.3	1.3
주당순이익 증가율(%)	(1.3)	(0.3)	0.0	0.3	1.3

자료: 에스엘, 리딩투자증권

표 8. 2012 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	960	1,001	1,011	1,021	1,062
연평균 기준 환율	979	1,020	1,030	1,040	1,082
매출액(십억원)	618.7	621.2	621.8	622.4	624.9
영업이익(십억원)	31.7	33.2	33.6	34.0	35.4
순이익(십억원)	115.5	116.6	116.9	117.2	118.3
주당순이익(원)	3,411	3,444	3,452	3,460.1	3,492.7
PER	7.6	7.5	7.5	7.5	7.4
매출액 증가율(%)	(0.5)	(0.1)	0.0	0.1	0.5
영업이익 증가율(%)	(5.6)	(1.1)	0.0	1.1	5.6
순이익 증가율(%)	(1.2)	(0.2)	0.0	0.2	1.2
주당순이익 증가율(%)	(1.2)	(0.2)	0.0	0.2	1.2

자료: 에스엘, 리딩투자증권

표 9. 2013 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,014	1,056	1,067	1,078	1,120
연평균 기준 환율	1,002	1,044	1,055	1,066	1,108
매출액(십억원)	671.8	674.5	675.2	675.9	678.6
영업이익(십억원)	37.1	38.8	39.2	39.6	41.2
순이익(십억원)	132.7	133.9	134.2	134.5	135.7
주당순이익(원)	3,919	3,954	3,963	3,972.1	4,007.4
PER	6.6	6.6	6.5	6.5	6.5
매출액 증가율(%)	(0.5)	(0.1)	0.0	0.1	0.5
영업이익 증가율(%)	(5.2)	(1.0)	0.0	1.0	5.2
순이익 증가율(%)	(1.1)	(0.2)	0.0	0.2	1.1
주당순이익 증가율(%)	(1.1)	(0.2)	0.0	0.2	1.1

자료: 에스엘, 리딩투자증권

Section 9: 영업현황 및 실적전망

현대차그룹내 경쟁력 유지

현대차그룹에 대한 매출 안정적인 성장세

GM 을 비롯한 글로벌 OEM 매출의 증가로 현대차그룹의 매출비중은 감소하고 있으나 매출액이나 수주금액 면에서 현대차그룹의 완성차 판매대수 증가와 동반하는 안정적인 성장세를 기록하고 있다. 램프의 경우 현대/기아차에 대해 여전히 80%의 압도적인 점유율을 유지하고 있으며 에스엘은 현대차, 현대모비스는 기아차 위주로 공급하고 있다. 지난 해부터 모비스의 램프 공급능력 확대 가능성 및 에스엘의 매출감소에 대한 우려가 있었으나 모비스의 설비증설이 이루어지지 않고 있으며 오히려 현대/기아차의 신규차종에 대한 추가 수주가 이루어지고 있다.

현대/기아차의 신규차종에 대한 추가 수주

실제로 내년에 완공되는 40 만대 규모의 현대차 북경 3 공장에 에스엘이 90%이상의 램프를 공급할 예정이다. 현대차의 러시아공장 증설 물량 (내년 15 만대)은 모비스가 공급하기로 결정되었으나 생산능력의 한계와 품질문제로 모비스가 중국에서 공급하던 액센트와 YF 소나타에 대한 램프를 에스엘이 대체 공급하게 되어 결과적으로 추가적인 물량을 확보하였다. 기아차의 신규차종에 대해서도 에스엘의 램프가 적용되고 있다. 기아차의 중대형 승용차 라인업 중 최대 양산 모델인 K5 의 경우 국내 생산물량에 장착되는 램프공급은 모비스가 담당하고 있으나 금년 7 월부터 미국에서 생산하는 K5 에는 에스엘이 램프를 공급하고 있다.

현대차그룹에 대한 매출이 감소할 것이라는 우려는 현실화되지 않을 것으로 판단

현대차그룹의 신형모델 (New model)에 대한 모비스 램프의 장착비율이 증가하여 장기적으로 에스엘의 현대차그룹에 대한 매출이 감소할 것이라는 우려는 적어도 향후 몇 년간은 현실화되기 어려울 것으로 판단된다. 현대/기아차가 최근 모델변경을 완료하여 향후에는 기존 모델을 기반으로 한 facelift 위주로 완성차 생산이 진행될 것으로 전망된다. 아울러 출시예정인 일부 신형모델들도 현대차그룹 전체 완성차 생산에서 차지하는 비중이 크지 않기 때문에 신형모델에 대한 기아차 램프공급 비중이 높아진다고 하더라고 에스엘의 매출 감소로 이어지는 상황은 발생하지 않을 것으로 보인다.

에스엘에 영향이 없는 모비스의 기아차 K9에 대한 램프공급

기아차가 내년 상반기 출시예정인 오피러스 후속모델 K9 의 경우 모비스가 램프를 공급할 예정이다. 기본적으로 프리미엄급 세단이 양산 차종이 아니고 무엇보다 기존의 오피러스가 판매가 거의 없었던 차종이어서 에스엘의 램프판매에는 직접적인 영향이 없는 것으로 판단된다. 아울러 K9 이 프리미엄 세단시장에서 의미있는 점유율을 잠식하여 현대차의 제너시스와 에쿠스의 판매량이 크게 감소하는 상황은 발생하지 않을 것으로 예상된다.

K9의 시장성 제한적일 것으로 예상

아직 출시되지 않은 상황에서 K9 에 대해 비관적인 전망을 하는 것이 성급할 수도 있겠으나 비슷한 디자인으로 K5 에 비해 6 개월 먼저 출시되었던 그랜저급의 K7 의 처참한 실패까지는 아니더라도 K5 를 기반으로 하는 프리미엄 세단의 현대차 모델 대비 경쟁력은 제한적일 것으로 예상된다. K5 의 경우 디자인 면에서 소나타급의 중형세단에는 완벽하게 어울리는 모델이었으나 그 이상의 프리미엄 세단에 적용하기에는 무리가 있는 것으로 판단된다.

램프시장 점유율 유지 예상

현대차그룹의 신형모델 출시계획 외에도 현대모비스의 자체적인 설비능력 한계와 제품 품질에 대한 기술적인 문제를 감안할 때 당분간 양사의 국내 램프시장 점유율에는 큰 변화가 없을 것으로 판단된다. GM 을 포함한 글로벌 OEM 시장에서도 모비스가 주요 램프 공급자로 성장하기에는 많은 시일이 소요될 것으로 보인다. 실제로 모비스는 GM 의 캐딜락 전기차에 장착될 램프 입찰에 국내업체로는 유일하게 참가하였으나 GM 구매담당자가 모비스 방문 후 구매를 포기하는 상황이 발생하기도 하였다.

글로벌 OEM

글로벌 OEM 매출 비중 2015년에 45%까지 확대 예상

최근 5 년간 에스엘의 글로벌 매출은 2 배 가까이 증가하였으며 동사의 글로벌 매출규모면에서 가장 큰 기여를 한 것은 현대차그룹이다. 그러나 2008 년 금융위기 이후 GM 의 자동차 생산 정상화로 글로벌 OEM 매출 비중이 확대되면서 현대차그룹에 대한 매출 성장속도를 크게 상회하고 있다. 수주규모면에서 글로벌 OEM 비중은 이미 40%를 상회하고 있으며 회사측에서는 2015 년에는 글로벌 OEM 매출비중이 45%까지 확대될 것으로 기대하고 있다.

GM 이 글로벌 OEM 매출 증가에 절대적인 기여

동사의 글로벌 OEM 매출확대에 절대적인 기여를 하고 있는 것은 GM 으로 글로벌 매출의 70-80%를 차지하고 있다. 에스엘은 대우차가 조립 생산하던 르망에 램프를 공급하면서 GM 에 납품을 하기 시작하였다. 에스엘의 품질 유지능력에 대한 우려로 GM 은 초기 7 년동안 매년 에스엘 램프를 별도의 인증업체를 통해 품질검사를 실시하였으나 오히려 GM 이 에스엘 제품에 대한 신뢰를 쌓는 계기가 되었다. 에스엘은 지난 1997 년 이후 15 년 연속으로 GM 의 우수협력업체로 선정되고 있다.

금년부터 생산이 시작된 GM 말리부에 대한 램프공급 규모는 3천억원

에스엘이 금년부터 GM 에 신규 공급하고 있는 물량은 8 세대 말리부에 장착되는 램프로 향후 5 년간 예상 매출액은 총 3,000 억원 규모이다. GM 은 말리부의 연간 글로벌 판매를 51 만대 수준으로 예상하고 있으며 생산은 미국에서 32 만대, 한국 GM 에서 11 만대 그리고 중국에서 8 만대를 계획하고 있다. 한국 GM 에서 생산하는 물량 중 상당부분은 타 지역으로의 수출물량이 될 것으로 예상된다. 한국 GM 은 이미 말리부 생산을 시작하여 지난 10 월부터 계열사인 에스엘 서봉이 램프를 납품하고 있으며 미국에서는 내년 5 월부터 생산이 시작될 예정이다.

신형 GM 크루즈에 대한 램프/샤시공급 규모는 8천억원

아울러 에스엘은 GM 크루즈 신형모델에 장착되는 총 8,700 억원의 램프(5,260 억원)와 페달샤시 (3,500 억원) 를 2014 년부터 5 년간 공급할 예정으로 연간 예상 매출규모는 약 1,750 억원이다. 신형 크루즈의 글로벌 생산예정 물량은 연간 114 만대로 페달샤시의 경우 에스엘이 전량 공급하며 램프는 에스엘이 미국, 한국, 중국에서 생산되는 차량에 대한 램프를 공급하고 유럽지역에서의 램프공급은 Hella 가 담당한다.

미국 테네시공장이 장기적으로 가장 빠른 매출증가 기대

말리부와 크루즈용 부품 신규공급과 관련하여 향후 가장 빠른 매출증가가 기대되는 계열사는 미국 테네시 공장이다. 테네시 공장은 원래 샤시공장이었으나 금년 초 50 만대 규모의 램프공장을 완공하여 GM 의 Aveo 와 소형트럭에 대한 램프공급을 시작하였으며 2012 년에는 말리부 용 램프생산을 위하여 30 만대의 설비를 증설하고 신형 크루즈의 생산이 시작되는 2014 년에는 50 만대의 설비를 추가로 증설할 계획이다. 테네시 공장의 모든 램프설비는 GM 물량 생산만을 담당하게 된다. 페달공급은 미국은 테네시, 국내는 본사, 중국은 에스엘 상해가 담당하며 샤시생산 기반이 없는 유럽에서는 신규로 샤시공장을 건설할 계획이다.

표 10. GM 에 대한 주요 신규부품 공급 일정

차종	Malibu	Cruz
공급부품	램프	램프/샤시
공급지역	글로벌	글로벌
예상연간 생산대수	51 만대	114 만대
예상 연간 평균 납품 금액	600 억원	1,750 억원
예상 납품기간	2011 년 ~ 2016 년	2014 년 ~ 2018 년

자료: 에스엘

현대차그룹과 GM 물량공급에 집중할 계획

현대차그룹과 GM 을 제외한 나머지 글로벌 OEM 매출은 중국 현지에 진출해 있는 크라이슬러, 포드, 폭스바겐 등의 외국 완성차업체와 상해기차, 동풍, Chery 와 같은 중국 로컬업체들을 고객으로 하고 있다. 에스엘의 글로벌 매출에서 차지하는 비중은 8%로 상대적으로 낮은 수준이다. 에스엘 제품의 경쟁력과 중국 자동차시장의 성장 잠재력을 감안할 때 현대차그룹과 GM 을 제외한 이들 해외 업체들로부터의 수주증가는 장기적으로 에스엘의 또 다른 성장동력이 될 것으로 예상된다. 그러나 에스엘 측에 따르면 현재로서는 공격적으로 추가 수주 확보에 주력하기 보다는 주요 고객인 현대차그룹과 GM 에 대한 공급물량 증가에 집중하면서 나머지 해외 업체들의 수주증가는 현재 생산설비로 대응해 나갈 계획이다.

전장부품 (Driving Assistance System; DAS)

고부가가치의 전장부품

에스엘은 기존의 램프와 샤시제품 외에 야간보행자 감지시스템 (Night Vision System; NVS), 전방표시장치 (Head Up Display; HUD), 차선이탈 경고시스템 (Lane Departure Warning System; LDWS), 사각지대 경고시스템 (Blind Spot Detection; BSD) 등의 전장부품에 대한 개발을 완료하였다. 이들 고부가 전장부품들은 주로 중대형 승용차에 옵션사항으로 장착되어 왔으나 점진적으로 적용대상 차종이 확대되고 있는 추세이다.

현재 매출기여도는 미미한 수준

한편 현대모비스와 만도에서도 같은 종류의 전장부품을 생산 또는 개발 중에 있어 에스엘 측은 램프와는 달리 전장부품은 현대차그룹내에서 제한적인 점유율을 차지할 것으로 예상하고 GM 을 비롯한 해외 완성차업체들을 주요 수요처로 확보할 계획이다. 현재 전장부품은 동사의 글로벌 매출의 1%에도 못 미치는 미미한 수준이나 2015 년 까지 3%의 매출비중을 목표로 하고 있다.

실적전망

금년 3분기 영업이익 전분기 대비 24% 증가 예상

에스엘은 계절적으로 조업일수가 감소하는 금년 3 분기에도 현대차그룹과 GM 에 대한 지속적인 공급물량 증가로 매출액이 지난 2 분기에 비해 소폭 증가하고 영업이익은 24% 증가할 것으로 예상된다. 세전이익은 전 분기대비 15% 가까이 감소할 것으로 예상되는데 이는 2 분기와 달리 3 분기에는 배당금 수입 (30 억원)이 발생하지 않기 때문이다.

표 11. 분기 실적 및 향후 전망

(십억원)	2Q11	3Q11	*QoQ (%)*	2010	2011E	2012F	2012F
매출액	139.8	142.0	*1.6*	525.6	568.1	621.8	675.2
영업이익	7.2	8.9	*24.1*	19.6	27.8	33.6	39.2
세전이익	12.6	10.7	*(14.9)*	95.4	119.7	142.6	163.7
순이익	10.6	9.1	*(14.1)*	82.1	98.1	116.9	134.2
마진율 (%)							
영업이익	5.1	6.3		3.7	4.9	5.4	5.8
세전이익	9.0	7.5		18.2	21.1	22.9	24.2
순이익	7.6	6.4		15.6	17.3	18.8	19.9

자료: 에스엘, 리딩투자증권

2011년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 8%와 42% 증가 예상

에스엘의 2011 년 매출액은 지난 해 대비 8% 증가한 5,681 억원, 영업이익은 42% 증가한 278 억원에 달할 것으로 예상된다. 이에 따라 영업이익률은 지난 해의 3.7%를 저점으로 금년에는 4.9%로 회복될 것으로 예상되는 데 이는 지속적인 외형성장에 따른 고정비 감소외에도 지난 해 주로 발생했던 전장부품관련 연구개발비가 금년에는 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 기업회계기준이 기존의 K-GAAP 에서 IFRS 로 변경되면서 K-GAAP 에 비해 감가상각비가 감소하는 것도 영업이익률 개선 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

2011년 세전이익은 영업이익 증가분 82억원을 크게 상회하는 243억원 증가

세전이익은 증가율 면에는 영업이익에 못 미치나 금액면에서는 영업이익 증가분 82 억원을 크게 상회하는 243 억원이 증가할 것으로 예상하였다. 동사의 실적에서 가장 중요한 항목인 지분법이익은 계열사의 순이익을 지난해의 1,206 억원에서 19% 증가한 1,440 억원으로 가정하여 전년의 634 억원에서 금년에는 757 억원(회사측 자체 예상은 800 억원)으로 증가할 것으로 예상하였다. 동사의 지분법이익은 지난 2008 년 금융위기 이후 현대차그룹의 글로벌 시장 점유율 확대와 GM 의 판매량 회복으로 계열사들의 가동률이 향상되면서 지속적으로 회복되는 추세이다. 금년 상반기 중 일부 계열사의 실적이 반영되지 않은 동사의 지분법 이익은 324 억원이었다.

2008-2010년간 602억원의 적자를 기록했던 파생상품 관련 손익은 향후 10억원 미만으로 축소될 전망

지난 2008 년 대규모 적자를 기록하는 원인이었던 통화옵션 (KIKO) 계약은 지난 2010 년 12 월 정리가 되었다. 지난 2008-2010 년간 동사가 기록한 통화옵션 관련 순 손실액은 총 602 억원이었다. 회사측에 따르면 향후에는 환율변동에 노출된 수출액을 헷지하는 한도내에서 선물환 계약을 운용할 계획이다. 이에 따라 금년 이후 파생상품 관련 손익은 연간 10 억원미만으로 예상하였다.

중국 현지법인들이 지분법이익에 가장 큰 기여

동사는 2012 과 2013 년에도 8-10%의 매출 성장세를 기록하고 영업마진율도 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 순이익은 지분법이익이 2013 년에는 1 천억원 수준 가까이 증가하는데 힘입어 연평균 17%의 성장세를 기록할 것으로 보인다. 동사의 지분법이익에 가장 기여도가 큰 곳은 중국법인들로 지난해 현대차그룹과 GM 에 대한 매출급증에 따른 이익증가로 매출비중이 18%였음에도 불구하고 전체 지분법이익 중 44%를 기여한 것으로 추정된다. 장기적으로 지분법이익 기여도가 개선될 것으로 기대되는 곳은 중국법인들 외에도 테네시공장을 포함한 미국 생산법인이다. 현재 중국법인들은 순이익률이 최고 15%인데 비해 미국법인은 아직 가동률이 낮은 데다 설비증설에 따른 고정비 증가로 마진률이 2% 수준이나 GM 의 말리부와 크루즈에 대한 램프공급이 본격화되면서 장기적으로 수익성이 크게 개선될 것으로 예상된다.

표 12. 지분법이익 추이 및 지역별 비중 추정

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
지분법이익 (십억원)	50.6	63.4	75.7	88.5	99.7
지역별 지분법이익 비중 (%)					
국내법인	33.2	33.4	34.4	33.9	34.7
중국법인	27.7	43.9	43.8	42.9	42.6
미국법인	10.5	9.2	9.1	11.9	12.7
인도법인	28.6	13.6	12.8	11.2	10.0
유럽법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지역별 매출액 비중 (%)					
국내법인	56.0	57.4	57.1	57.0	56.9
중국법인	19.5	17.5	17.5	17.7	17.9
미국법인	11.8	12.6	13.4	14.0	14.4
인도법인	9.5	7.0	6.7	6.3	5.8
유럽법인	3.1	5.5	5.3	5.0	5.0

주: 국내법인 매출비중에는 에스엘 본사 매출액 제외
자료: 에스엘, 리딩투자증권

2011년부터 3월 결산법인에서 12월로 변경

한편 동사는 금년부터 회계결산 시점을 3 월에서 12 월로 변경하였으며 이에 따라 2011 년 예상 실적에는 금년 4 월부터 12 월까지의 실적에 지난 회계연도 4 분기(금년 1-3 월) 실적을 중복 포함시켰다. 회사가 발표하는 공식적인 2011 년 사업보고서에는 4 월부터 12 월까지의 실적만이 포함된다. IFRS 로의 회계기준 변경으로 지분법 손익이 연말에 일괄 계상되는 관계로 분기별 실적에는 포함되지 않고 있다.

Section 10: Valuation – 목표주가 31,500 원

2005년 이후 업종대비 디스카운트 상태

에스엘의 주가는 지난 2004 까지는 부품업종대비 변동성이 큰 움직임을 보였으나 수익성이 크게 악화된 2005 년부터 지속적으로 업종대비 저평가된 상태에서 거래되어 왔다. GM 의 자동차 판매량이 감소하고 통화옵션관련 손실로 대규모 적자를 기록한 다음 해인 2009 년에는 업종대비 디스카운트 정도가 역대 최대치인 86%까지 확대되었다.

시장의 재평가로 부품업종 대비 디스카운트 급격하게 축소되는 과정

그러나 주요 고객인 현대차그룹과 GM 에 대한 글로벌 매출이 증가하는 가운데 해외법인을 비롯한 계열사의 수익성이 크게 향상되면서 동사의 주가는 2009 년을 저점으로 업종평균을 상회하는 상승세를 기록하면서 업종대비 디스카운트 가 급격하게 축소되고 있는 상황이다. 지난 2009 년 저점부터 현재까지 부품업종 주가지수가 4.3 배 상승한 데 비해 동사의 주가는 거의 11 배 가까운 상승세를 기록하였다. 금년에도 여전히 업종대비 디스카운트 상태이나 동사 주식에 대한 시장의 재평가가 이루어지고 있는 과정이어서 조만간 디스카운트가 해소될 것으로 예상된다.

목표주가 31,500원 – 21.4% 상승여력

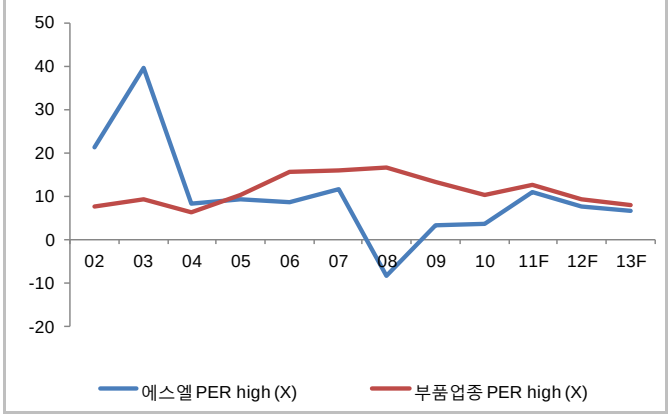
금년들어 완성차업체보다는 부품업체의 성장성에 시장의 관심이 높아지고 있는 가운데 동사의 경우 국내 부품업체 중 수요처 다변화에 가장 성공한 업체이고 GM 부품공급 확대에 힘입은 장기적인 성장가능성을 감안할 때 동사 주식은 업종대비 프리미엄도 적절하다고 판단된다. 보수적으로 2012 년 예상 EPS 인 3,452 원에 프리미엄을 가산하지 않은 업종예상 PER 9.1X 를 적용하여 31,500 원의 목표주가를 산정하였다.

표 13. 부품업종 PER 에 대한 에스엘의 프리미엄/ 디스카운트 정도

(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
에스엘 PER high	21.1	39.6	8.4	9.2	8.7	11.7	N/A	3.2	3.6	10.9	7.5	6.5
부품업종 PER high	7.5	9.3	6.3	10.3	15.8	15.9	16.6	13.2	10.4	12.6	9.1	8.1
업종대비 Premium/(Discount)	**182.2**	**327.3**	**34.0**	**(10.4)**	**(44.6)**	**(26.5)**	**N/A**	**(75.9)**	**(65.7)**	**(12.9)**	**(17.7)**	**(19.1)**
에스엘 PER low	11.0	2.6	2.1	5.0	4.2	9.1	N/A	0.8	1.3	5.9	7.5	6.5
부품업종 PER low	4.7	3.4	4.3	5.6	11.7	10.8	8.6	5.5	5.2	7.9	9.1	8.1
업종대비 Premium/(Discount)	**135.5**	**(25.4)**	**(52.3)**	**(10.9)**	**(64.2)**	**(15.8)**	**N/A**	**(85.9)**	**(76.0)**	**(25.2)**	**(17.7)**	**(19.1)**

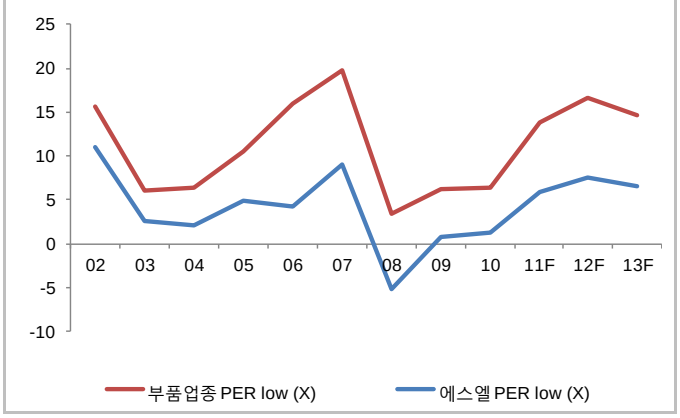
자료: 에스엘, FnGuide, 리딩투자증권

도표 20. 연중 최고 PER 추이 (에스엘 vs. 부품업종)



자료: 에스엘, Fnguide,리딩투자증권

도표 21. 연중 최저 PER 추이 (에스엘 vs. 부품업종)



자료:에스엘, Fnguide, 리딩투자증권

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**201.0**	**239.0**	**270.9**	**314.8**	**289.6**	**286.2**	**327.0**	**321.6**	**353.5**	**525.6**	**568.1**	**621.8**	**675.2**
매출액 증가율 (%)	1.8	18.9	13.4	16.2	(8.0)	(1.2)	14.2	(1.7)	9.9	48.7	8.1	9.5	8.6
매출원가	182.7	204.6	239.2	283.1	264.8	256.7	282.4	272.4	303.8	461.1	490.8	532.3	574.6
매출총이익	**18.3**	**34.4**	**31.7**	**31.7**	**24.8**	**29.5**	**44.6**	**49.2**	**49.7**	**64.4**	**77.3**	**89.5**	**100.6**
매출총이익률 (%)	9.1	14.4	11.7	10.1	8.6	10.3	13.6	15.3	14.1	12.3	13.6	14.4	14.9
판매관리비	**12.1**	**19.5**	**19.8**	**22.4**	**23.4**	**24.7**	**31.9**	**34.4**	**32.5**	**44.8**	**49.4**	**56.0**	**61.4**
영업이익	**6.2**	**14.9**	**11.9**	**9.3**	**1.4**	**4.8**	**12.7**	**14.8**	**17.2**	**19.6**	**27.8**	**33.6**	**39.2**
영업이익률 (%)	3.1	6.2	4.4	3.0	0.5	1.7	3.9	4.6	4.9	3.7	4.9	5.4	5.8
영업외수익	19.8	14.3	17.5	31.8	23.5	29.6	33.9	43.5	109.5	88.1	102.7	120.4	136.5
이자수익	4.9	7.1	4.2	3.5	2.8	3.0	4.2	4.8	5.6	8.5	12.5	15.8	20.4
외화관련이익	0.8	1.3	0.7	1.1	1.1	0.5	3.3	14.7	10.4	4.2	3.2	2.5	2.0
지분법 평가이익	8.2	3.8	9.1	14.6	12.9	16.1	22.9	14.3	51.0	63.4	75.7	88.5	99.7
영업외비용	7.0	7.1	7.1	10.1	8.4	8.2	21.2	121.0	18.1	12.3	10.9	11.4	12.0
지급이자	2.8	2.8	3.1	3.2	2.6	2.5	2.9	2.3	4.2	4.1	3.6	2.9	2.2
외화관련손실	0.8	2.5	2.9	3.0	1.8	1.0	0.7	2.9	9.3	3.5	3.8	4.7	5.1
지분법 평가손실	0.3	0.0	0.0	1.6	2.7	3.5	7.9	22.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	**19.0**	**22.1**	**22.3**	**31.1**	**16.5**	**26.2**	**25.5**	**(62.7)**	**108.6**	**95.4**	**119.7**	**142.6**	**163.7**
법인세	4.5	5.5	4.5	8.1	3.6	6.5	6.8	(19.1)	22.5	13.3	21.5	25.7	29.5
법인세율 (%)	23.8	25.1	20.3	26.0	21.9	24.9	26.6	30.5	20.7	14.0	18.0	18.0	18.0
당기순이익	**14.5**	**16.6**	**17.8**	**23.0**	**12.9**	**19.7**	**18.7**	**(43.6)**	**86.1**	**82.1**	**98.1**	**116.9**	**134.2**

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
현금	23.2	11.6	9.6	7.2	15.6	25.9	26.6	38.3	9.8	24.5	26.7	44.9	65.0
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	23.8	38.8	51.7	55.2	56.8	59.0	74.9	52.7	47.5	149.6	155.1	167.9	182.3
기타	8.9	5.5	12.0	20.0	17.3	28.2	25.7	60.1	46.1	49.3	60.0	80.0	95.3
당좌자산	120.4	127.5	130.1	137.2	121.7	145.7	152.2	193.7	178.6	380.4	418.4	507.8	608.2
재고자산	5.5	8.6	10.9	12.9	13.1	9.1	22.0	21.8	25.2	31.1	39.8	44.8	49.3
유동자산	**126.0**	**136.1**	**141.1**	**150.1**	**134.8**	**154.8**	**174.2**	**215.5**	**203.8**	**411.5**	**458.1**	**552.5**	**657.5**
투자자산	33.0	48.2	62.7	86.5	88.6	103.4	146.7	146.1	191.9	208.5	219.3	230.1	241.8
고정자산	43.7	44.9	52.3	55.5	59.2	60.6	68.5	73.6	74.4	100.2	117.0	117.0	118.0
기타	1.7	4.9	4.1	3.2	2.6	2.3	27.7	16.2	14.5	13.1	32.0	39.0	46.6
비유동자산	**78.4**	**97.9**	**119.1**	**145.2**	**150.4**	**166.3**	**242.8**	**235.9**	**280.8**	**321.8**	**368.3**	**386.1**	**406.4**
자산총계	**204.4**	**234.0**	**260.2**	**295.3**	**285.2**	**321.2**	**417.1**	**451.4**	**484.7**	**733.3**	**826.5**	**938.7**	**1,063.9**
매입채무	40.1	55.6	54.2	57.5	57.7	65.7	49.7	29.8	28.9	101.8	112.9	126.7	136.2
단기차입금	60.5	62.5	70.0	73.9	55.1	59.1	44.1	48.4	40.7	117.1	100.0	80.0	60.0
유동성 장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.6	7.1	9.5	13.0	10.3	8.5	11.5	7.0	9.5	14.1	15.0	16.0	18.0
유동부채	**112.2**	**125.1**	**133.8**	**144.4**	**123.1**	**139.4**	**112.5**	**122.7**	**94.3**	**243.5**	**239.9**	**236.7**	**230.8**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	1.0	1.5	2.0
퇴직급여충당금	2.6	4.8	5.4	5.8	6.4	7.2	7.9	10.1	13.0	1.3	3.0	3.5	4.0
기타	3.5	8.0	9.9	14.2	16.8	3.8	6.8	3.4	3.2	0.8	2.5	3.0	4.0
비유동부채	**6.9**	**13.5**	**16.0**	**20.6**	**23.8**	**25.2**	**39.8**	**70.9**	**49.9**	**37.2**	**42.5**	**47.8**	**51.5**
부채총계	**119.0**	**138.6**	**149.8**	**165.0**	**146.9**	**164.6**	**152.3**	**193.7**	**144.2**	**280.7**	**282.4**	**284.5**	**282.3**
납입자본금	6.6	5.2	7.9	7.9	7.9	7.9	14.1	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	2.7	2.7	0.1	0.1	0.1	0.1	102.5	134.3	134.3	146.4	146.4	146.4	146.4
이익잉여금	71.1	93.3	100.3	119.3	125.9	144.4	160.7	118.5	203.0	283.8	375.2	485.3	612.7
자본조정	5.0	(5.8)	2.1	3.1	4.5	4.3	(12.5)	(12.0)	(13.7)	5.5	5.5	5.5	5.5
자본총계	**85.3**	**95.4**	**110.3**	**130.2**	**138.3**	**156.6**	**264.8**	**257.7**	**340.5**	**452.7**	**544.0**	**654.2**	**781.6**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**14.5**	**16.6**	**17.8**	**23.0**	**12.9**	**19.7**	**18.7**	**(43.6)**	**86.1**	**82.1**	**98.1**	**116.9**	**134.2**
비현금성 비용의 가산	**11.0**	**14.7**	**13.1**	**17.5**	**18.0**	**17.5**	**37.1**	**116.2**	**21.4**	**26.3**	**21.8**	**21.4**	**22.0**
감가상각비	8.4	6.2	7.3	8.0	7.3	7.5	8.1	8.8	8.1	11.1	11.8	11.0	10.5
지분법평가손실	0.3	0.0	0.0	1.6	2.7	3.5	7.9	22.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.4	7.8	5.2	8.9	10.2	10.0	28.0	105.4	11.3	13.2	8.8	9.2	10.3
비현금성 수익의 차감	**11.7**	**5.4**	**11.5**	**23.2**	**17.4**	**22.8**	**25.2**	**24.4**	**79.7**	**73.5**	**86.9**	**101.0**	**112.2**
지분법평가이익	8.2	3.8	9.1	14.6	12.9	16.1	22.9	14.3	51.0	63.4	75.7	88.5	99.7
기타	3.4	1.5	2.4	8.6	4.5	6.7	2.3	10.2	28.6	10.1	11.2	12.5	12.5
영업자산과 부채의 가산	(3.9)	(6.8)	(20.5)	(1.7)	(4.1)	3.0	(19.4)	(32.6)	(10.6)	(45.3)	11.9	14.0	15.6
운전자금의 증가	6.1	2.6	16.6	2.2	1.6	(9.7)	44.8	(2.6)	(1.0)	35.1	3.1	4.0	9.4
기타	(2.1)	4.1	3.9	0.5	2.5	6.7	(25.4)	35.2	11.6	10.2	15.0	18.0	25.0
영업활동현금흐름	**9.9**	**19.1**	**(1.0)**	**15.7**	**9.3**	**17.4**	**11.2**	**15.5**	**17.2**	**(10.4)**	**45.0**	**51.3**	**59.6**
설비투자	16.9	9.1	14.8	11.5	11.0	9.4	9.2	13.7	9.6	23.6	28.6	11.0	11.5
잉여현금흐름	**(7.0)**	**10.0**	**(15.8)**	**4.2**	**(1.7)**	**8.0**	**1.9**	**1.8**	**7.7**	**(34.0)**	**16.4**	**40.3**	**48.1**
배당금	1.3	1.3	1.6	2.4	2.4	2.4	2.4	4.0	1.6	4.7	6.8	6.8	6.8
투자자산증가	(1.9)	6.0	6.9	11.3	0.9	2.1	1.0	0.1	(2.7)	(3.6)	10.8	10.8	11.7
신주발행	0.0	(10.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	34.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	17.0	2.0	7.4	3.7	(18.8)	4.0	(15.0)	4.4	(7.8)	76.4	(16.6)	(19.5)	(19.5)
기타	(12.6)	6.0	(14.8)	(3.3)	(32.2)	(2.7)	(17.2)	24.9	29.5	26.7	(20.0)	(15.0)	(10.0)
순현금흐름	**23.2**	**(11.6)**	**(2.0)**	**(2.4)**	**8.5**	**10.2**	**0.8**	**11.7**	**(28.5)**	**14.6**	**2.2**	**18.2**	**20.1**
기초현금	0.0	23.2	11.6	9.6	7.2	15.6	25.9	26.6	38.3	9.8	24.4	26.7	44.9
기말현금	23.2	11.6	9.6	7.2	15.6	25.9	26.6	38.3	9.8	24.5	26.7	44.9	65.0

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	112.3	108.8	105.4	103.9	109.5	111.1	154.8	175.5	216.3	169.0	191.0	233.5	284.9
당좌비율 (%)	41.8	40.3	45.8	43.2	58.9	60.9	90.2	74.1	60.8	71.5	75.8	89.9	107.2
재고보유기간 (일)	11.0	12.6	14.9	15.4	17.9	15.8	20.1	29.4	28.3	22.3	26.4	29.0	29.9
매출채권 회수기간 (일)	38.3	47.8	60.9	62.0	70.6	73.9	74.8	72.4	51.7	68.4	97.9	94.8	94.7
매입채무 지급기간 (일)	80.8	84.1	83.0	71.6	79.3	89.1	71.3	53.3	34.9	51.1	78.4	81.4	82.8
차입금 (십억원)	61.3	63.3	70.7	74.4	55.6	59.6	44.6	48.9	41.2	117.6	101.0	81.5	62.0
현금과 현금등가물	89.2	83.3	66.4	64.0	47.6	58.5	51.6	80.9	90.0	181.6	203.3	259.9	330.6
순차입금 (십억원)	(27.9)	(20.0)	4.3	10.5	8.0	1.1	(7.0)	(32.0)	(48.9)	(64.0)	(102.3)	(178.4)	(268.6)
순차입금/자기자본 (%)	(32.7)	(21.0)	3.9	8.0	5.8	0.7	(2.7)	(12.4)	(14.3)	(14.1)	(18.8)	(27.3)	(34.4)
부채비율 (%)	139.6	145.4	135.8	126.7	106.2	105.1	57.5	75.1	42.3	62.0	51.9	43.5	36.1
이자보상배율 (배)	2.2	5.2	3.8	3.0	0.6	1.9	4.4	6.5	4.1	4.8	7.8	11.5	17.9

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	0.4	11.6	20.8	23.3	45.3	33.3	33.2	33.0	30.3	24.8	18.6	15.0	11.8
EPS (원)	11,030	1,582	1,131	1,463	819	1,250	661	(1,288)	2,541	2,424	2,898	3,452	3,963
EPS 변동률 (%)	67.7	(85.7)	(28.5)	29.3	(44.0)	52.7	(47.1)	N/A	N/A	(4.6)	19.5	19.1	14.8
PER (배)	2.4	16.4	22.9	17.7	31.7	20.8	39.2	N/A	10.2	10.7	9.0	7.5	6.5
BVPS (원)	65,081	16,173	8,419	8,282	8,797	9,956	12,039	7,980	10,055	13,367	16,065	19,317	23,080
P/BVPS (배)	0.4	1.6	3.1	3.1	2.9	2.6	2.2	3.3	2.6	1.9	1.6	1.3	1.1
주당배당금 (원)	1,000	150	150	150	150	150	150	50	150	200	200	200	200
배당수익률 (%)	3.9	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.2	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	18.6	18.4	17.3	19.1	9.6	13.3	8.9	(16.7)	28.8	20.7	19.7	19.5	18.7
ROA (%)	7.8	7.6	7.2	8.3	4.4	6.5	5.1	(10.0)	18.4	13.5	12.6	13.2	13.4
매출총이익률 (%)	9.1	14.4	11.7	10.1	8.6	10.3	13.6	15.3	14.1	12.3	13.6	14.4	14.9
영업이익률 (%)	3.1	6.2	4.4	3.0	0.5	1.7	3.9	4.6	4.9	3.7	4.9	5.4	5.8
순이익률 (%)	7.2	6.9	6.6	7.3	4.4	6.9	5.7	(13.6)	24.3	15.6	17.3	18.8	19.9
EBITDA 이익률 (%)	7.4	9.1	7.3	5.7	3.2	4.3	6.7	8.0	7.7	6.2	7.4	7.5	7.7
ROIC (%)	10.2	16.8	10.0	5.4	0.8	2.4	4.5	4.3	5.3	5.0	5.5	6.0	6.5
WACC (%)	8.6	7.4	7.2	9.3	8.6	8.7	6.7	7.1	7.2	9.9	11.4	13.7	16.1
ROIC less WACC (%)	1.6	9.4	2.8	(3.9)	(7.8)	(6.3)	(2.2)	(2.8)	(1.9)	(4.9)	(5.9)	(7.7)	(9.6)

▶ Compliance Notice

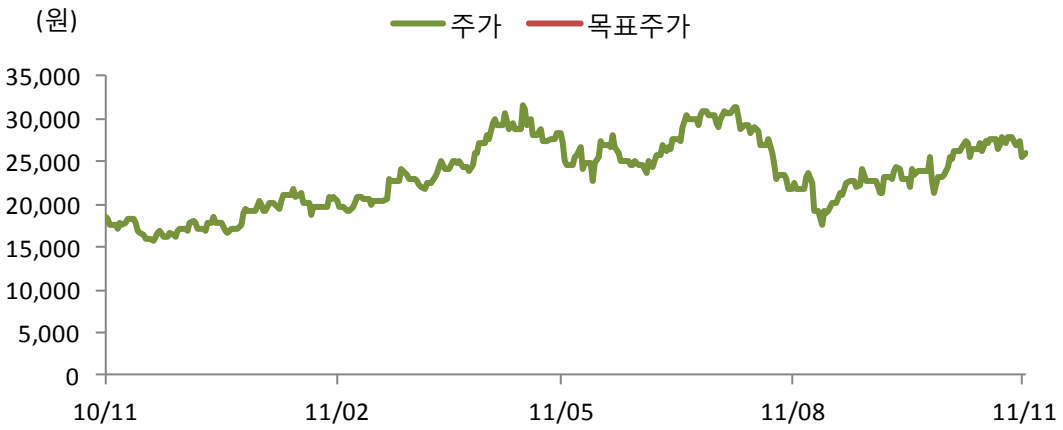
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

에스엘 (005850 KS)	
일자	2011-11-14
투자의견	BUY
목표주가	31,500

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved