

## **SL (005850)**

- More than products

Dec. 2, 2006

Team 4

김인태, 심현수

이영민, 김지호

김재균, 최아영

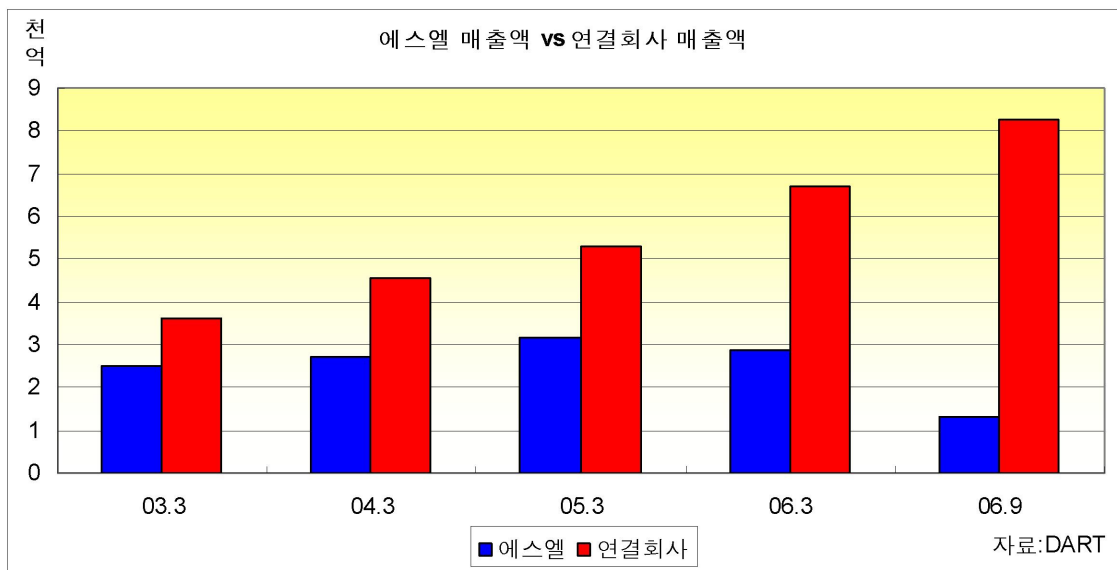
## **Table of contents**

1. CEO 이충곤 회장-----	3
2. 경상이익이 기업의 핵심-----	4
3. 영업이익에 문제가 있는 것일까 -----	5
4. 뭘 만들어 팔고 있는 것인가 -----	7
5. 영업이익. 무엇이 문제인가 -----	9
6. 경상이익에 뭘가가 있다 -----	14
7. 자동차 산업의 전망은 밝을까 -----	18
8. 반기 실적을 통해 본 올해 실적은 -----	20
9. 그럼 에스엘의 적정 주가는 -----	21

## 1. CEO - 이충곤 회장.

에스엘의 이충곤 회장은 대구에서 삼립자동차공업회사를 운영하던 중 1968년에 삼립산업주식회사라는 법인으로 전환을 하였다. 에스엘의 규모가 점차 커지고 기술력이 발달되면서 이충곤 회장은 1986년 주식회사 성산(GM과 합작법인)을 필두로 87년에는 삼립전기주식회사, 94년에는 서봉산업주식회사, 95년에 주식회사 KDS를 설립하였다. 1997년, 대한민국은 IMF 사태를 경험하게 되고 국가 경제가 침체된 가운데서도 삼립은 1999년에 서봉테크(주)를 인수하였고 이듬해 서구산업(주) 인수, 미국에서의 SAMLIP AMERICA INC 설립 등을 통하여 사업을 더욱 더 확장하게 된다. 여기서 그치지 않고 2002년에는 에스에이치비(독일 HBPO와 합작)를 설립하였고, 이해에 중국에도 진출하여 상해삼립회중영부건유한공사를 세우고, 한 해 지나 상해를 넘어 북경삼립차등유한공사와 미국에 진출하여 삼립알라바마 LLC를 설립하였다. 그리고 2004년에는 중국에 세번째 회사인 동풍삼립차등유한공사를 세웠다.

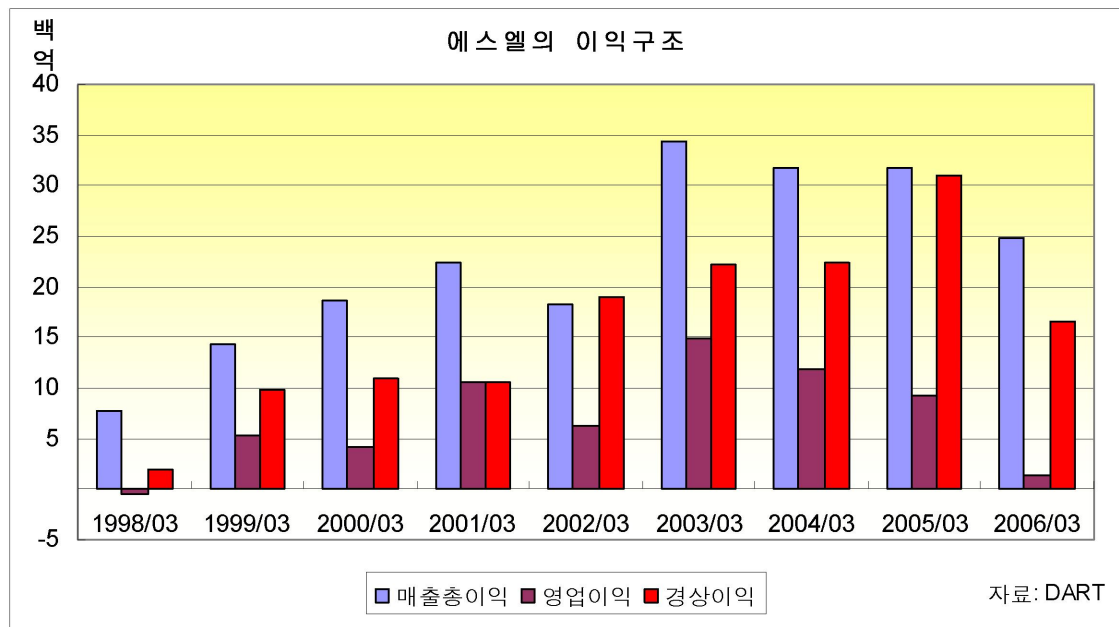
이제 국내뿐만 아니라 해외까지 발을 넓힌 삼립산업은 2004년 회사이름을 에스엘(주)로 바꾸고 중국을 제외한 모든 계열사의 이름에서도 삼립이 들어간 부분을 모두 에스엘로 상호를 변경하였다. 2005년에는 중국 현지법인들을 총괄, 관리하기 위하여 에스엘 아시아 태평양 지주회사(홍콩)를 설립하였고, 올해 SL-Hella Slovakia s.r.o를 설립하였다. 이 외에도 1997년에 설립한 SL LUMAX(인도 합작법인)가 있다. 어느덧 에스엘의 계열회사는 16개에 이르렀고, 에스엘의 매출액은 FY 2005년 기준 2천9백억원, 연결재무재표상의 계열회사들을 총 망라한 그룹 전체의 매출액은 8천2백억에 달하는 거대한 자동차부품 회사로 성장했다.



## 2. 경상이익이 기업의 핵심

에스엘의 이익구조를 살펴보면 흥미로운 사실을 발견할 수 있다.

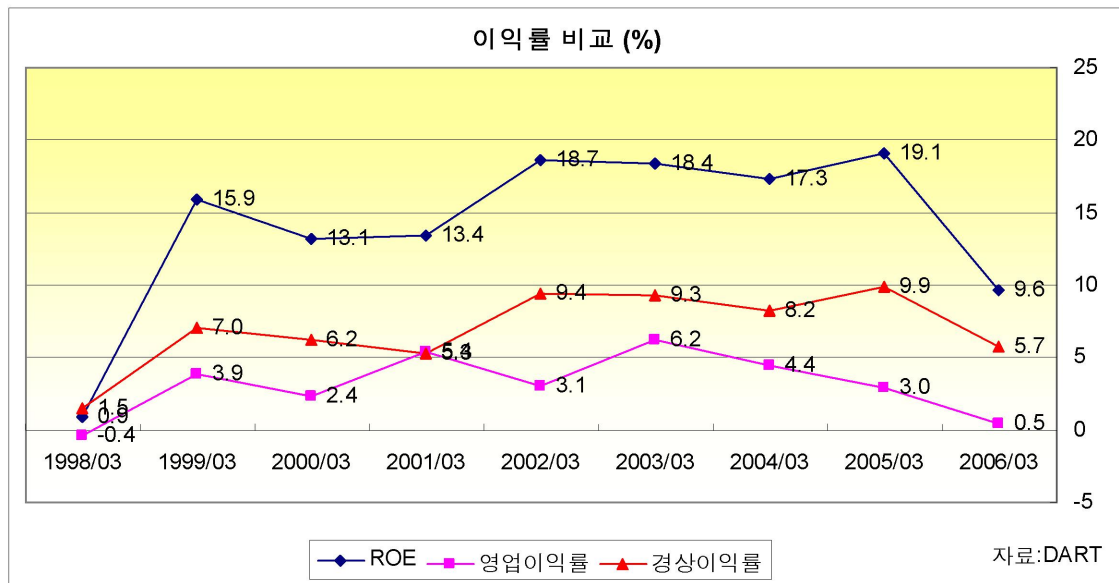
우선 IMF로 힘들었던 1998/03년의 영업이익은 적자인 반면 경상이익은 흑자라는 것을 확인할 수 있다. 전 국가 경제가 어려움을 겪던 시기인 만큼 모든 기업의 실적이 좋지 않았을 테지만, 경상이익이 흑자가 났다는 것은 영업 외 부분에서 잘했다는 것이다. FY97년 이후에도 경상이익은 지속적으로 증가하다가 2006/03년에 영업이익이 크게 감소하면서 경상이익도 함께 감소하였다. 지난 7년간 영업이익이 경상이익에서 차지하는 비중이 평균 54%인데, 이 해에 영업이익이 85%감소하면서 경상이익도 47%가 감소하였다.



이익을 측면으로 접근해 보면 조금 더 알기 쉬워 진다.

에스엘의 이익을 크기 순서가 『영업이익 < 경상이익 < ROE』로 손익계산서에서 계정이 아래쪽으로 내려갈수록 높은 수치를 나타내는 구조로 되어 있다. 이 말은 영업을 통해서 얻는 수익보다, 영업외적인 부분에서 더 많은 수익을 창출해 내고 있다는 것이다.

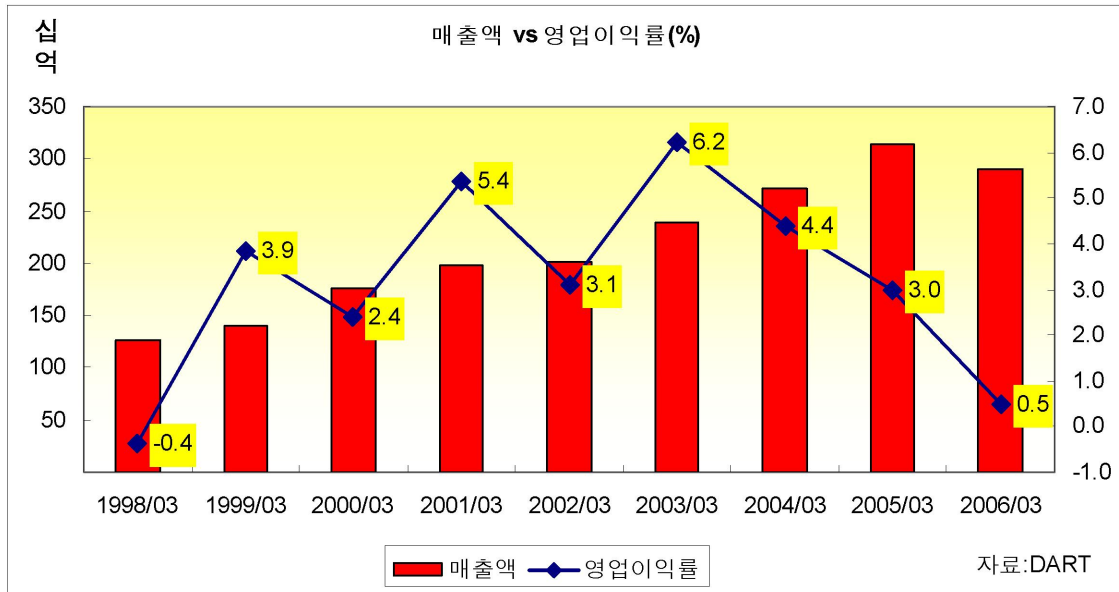




이익률 비교 차트에서 볼 수 있듯이 에스엘은 2006년 3월 결산결과 전체적인 수익률 저하를 기록하였는데, 이보다 더 큰 문제는 영업이익률이 2003년 이후 지속적으로 하락추세에 있다는 것이다.

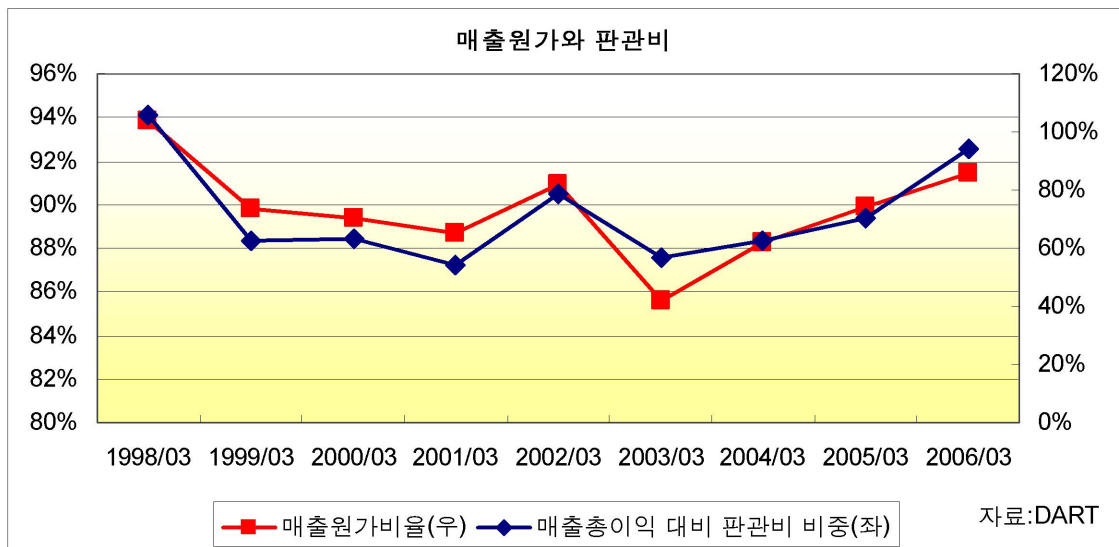
### 3. 영업이익에 문제가 있는 것일까.

매출액과 영업이익률을 비교해 보면, 2006/03년을 제외하면 매출액은 지속적으로 증가하고 있는 추세 속에 있음에도 영업이익률은 변동이 심하며, 2003/03년 이후에는 영업이익률의 수치가 꾸준히 하락하고 있다. 하락추세의 결과는 2006/03년에는 영업이익률 0.5%로 나타났다.



영업이익률이 0.5%라는 것은 과거 IMF시기에 힘들었던 1998/03년 이후 가장 낮은 수치이다. 매출액이 8% 감소하였는데, 영업이익률이 0.5%를 기록한 것은 매우 심각한 문제로 받아들여야 한다.

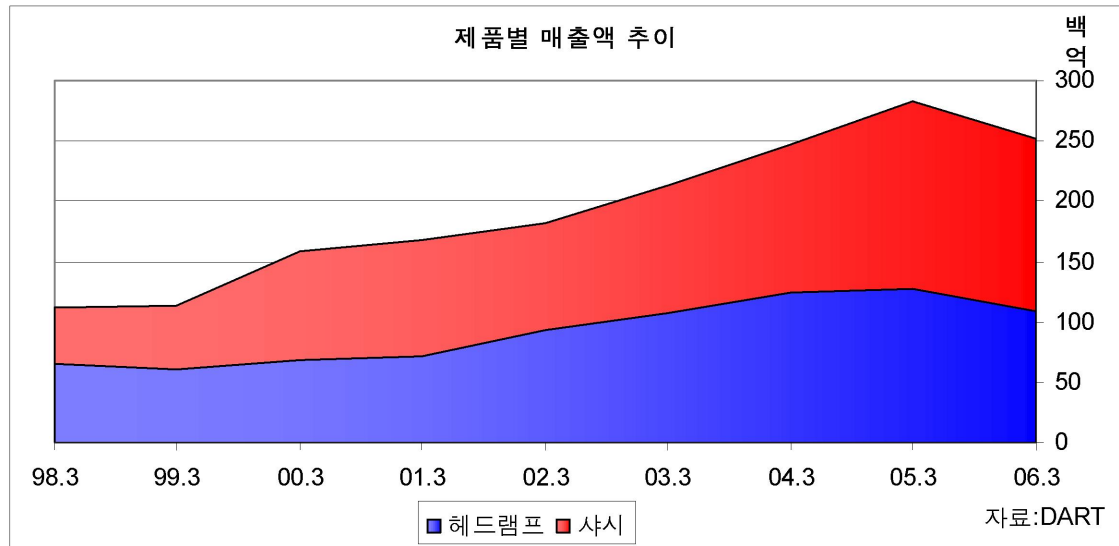
영업이익률에 크게 영향을 주는 요소로 매출원가와 판관비를 생각해 볼 수 있는데 이들을 살펴보면, 2003/03년 이후 매출원가율이 증가추세를 보이고 있고, 매출총이익에서 판관비가 차지하는 비중도 2003/03년에 57%에서 2006/03년에는 94.3%로 크게 증가하였다. 결국 매출원가의 상승과 판관비 비중의 증대로 영업이익률이 감소할 수 밖에 없었던 것이다.



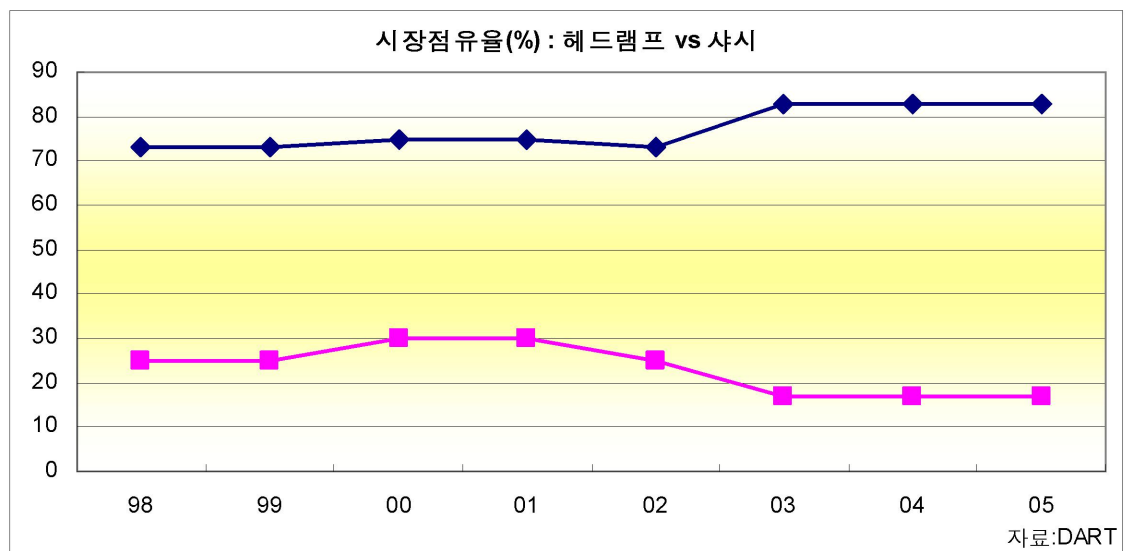
이제 살펴보아야 할 것은 영업이익을 이렇게 망가뜨린 원인인 매출원가비율과 판관비 비중의 상승 원인이다.

#### 4. 뭘 만들어 팔고 있는 것인가.

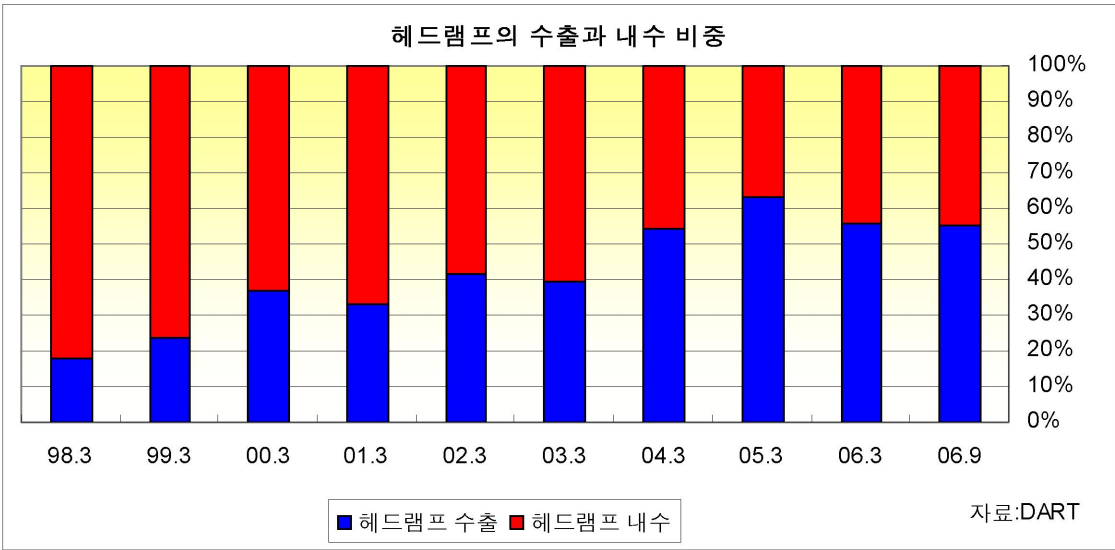
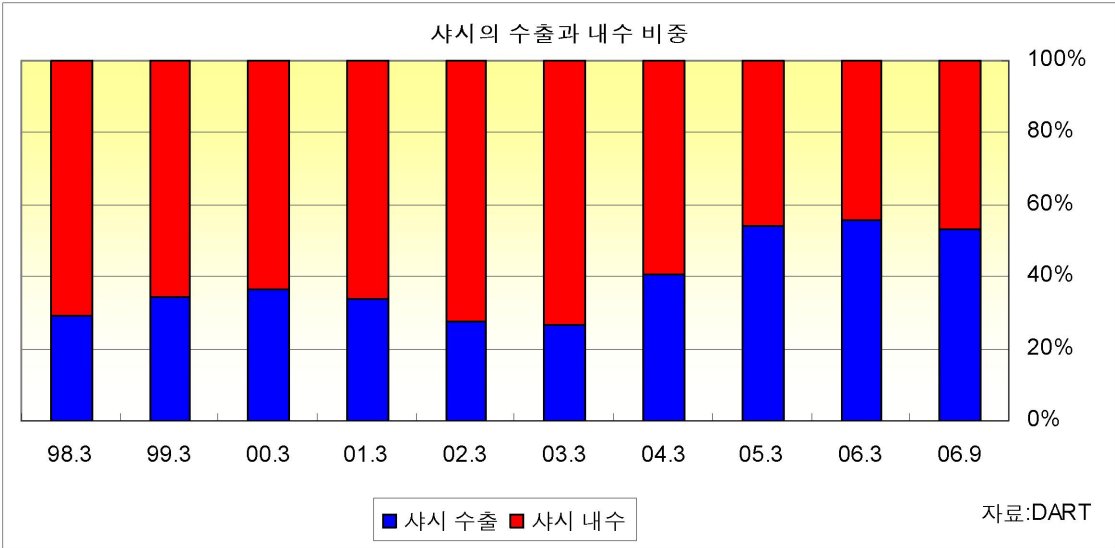
영업이익의 분석에 들어가기 앞서서 에스엘이 판매하는 제품에 대해서 알아보자. 에스엘의 제품은 크게 두가지로 나눌 수 있는데, 이는 헤드램프와 완성차용 샤시가 있다.



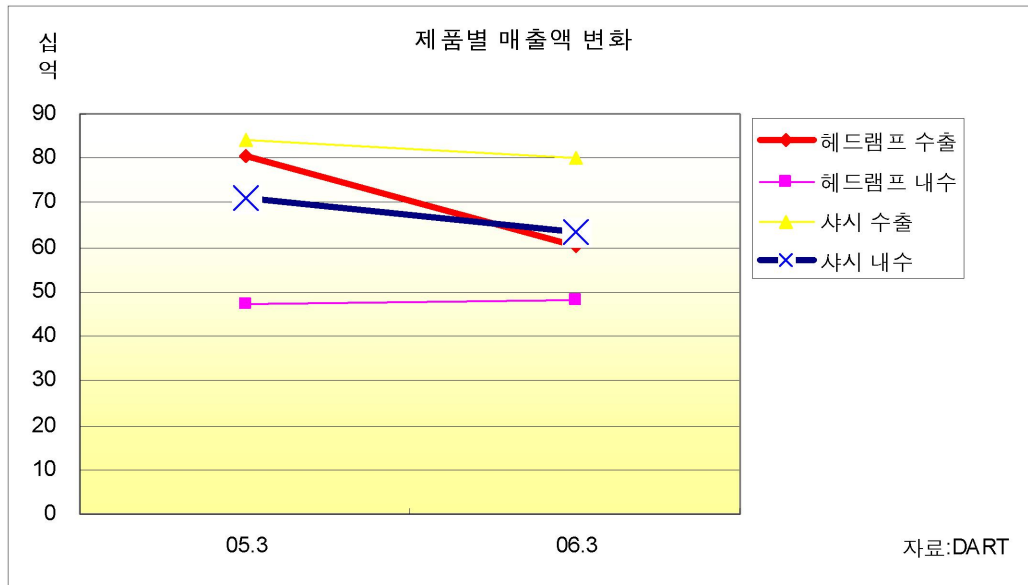
06.3을 제외하고는 헤드램프와 샤시의 매출은 지속적으로 증대하고 있다. 매출 중 양 제품의 비중은 거의 비슷한 수준으로, 완성차에 모듈형으로 탑재되는 샤시는 부품별 시장점유율이 20% 부근에서 변동하며 경쟁이 매우 치열한 반면, 헤드램프는 시장점유율이 83%에 이르는 시장지배적 제품이다.



해외에서 한국 자동차의 매출이 증대되면서 샤시와 헤드램프의 수출 비중은 지속적으로 증가하여, 현재 50%가 넘는 생산량이 수출되고 있다.

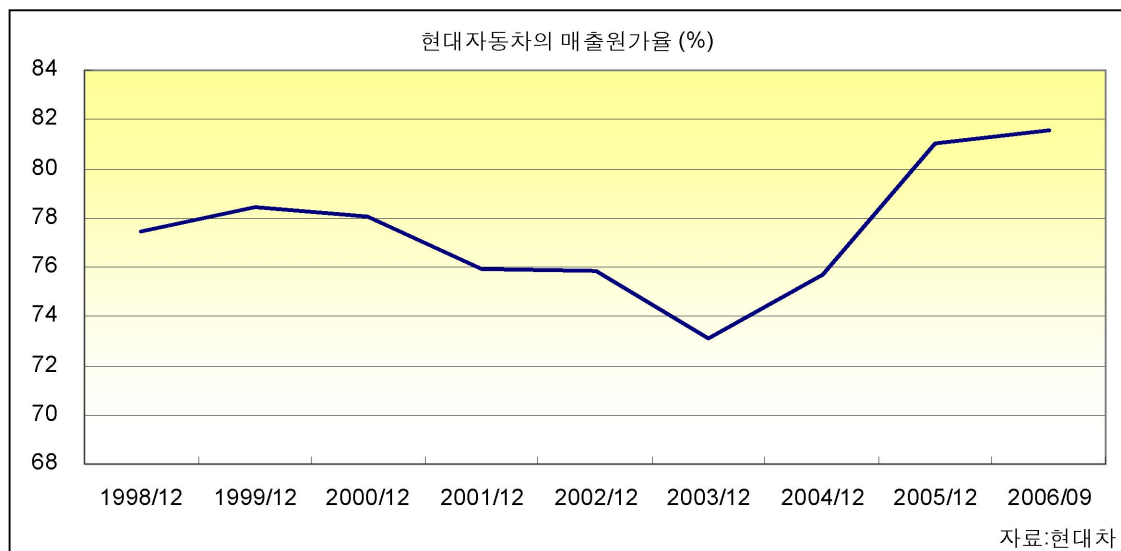


한편 FY04에 비하여 FY05 에는 헤드램프의 수출비중이 약 10%가량 감소하였음을 볼 수 있다. 실제로 매출액을 살펴보면 FY05(06.3) 헤드램프의 수출금액이 전년 대비 약 200억원이 감소(-25%)하였고, 샤시의 내수금액이 50억원 감소(-10%)하였다. 결국 06.3년 매출감소의 원인은 헤드램프의 수출감소와 샤시의 내수감소라 할 수 있다.

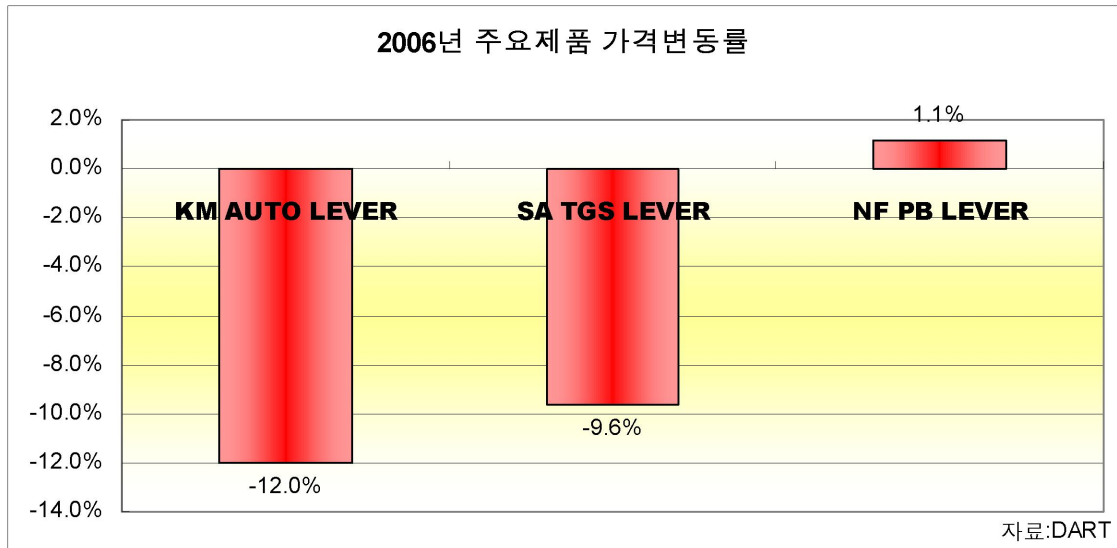


## 5. 영업이익. 무엇이 문제인가.

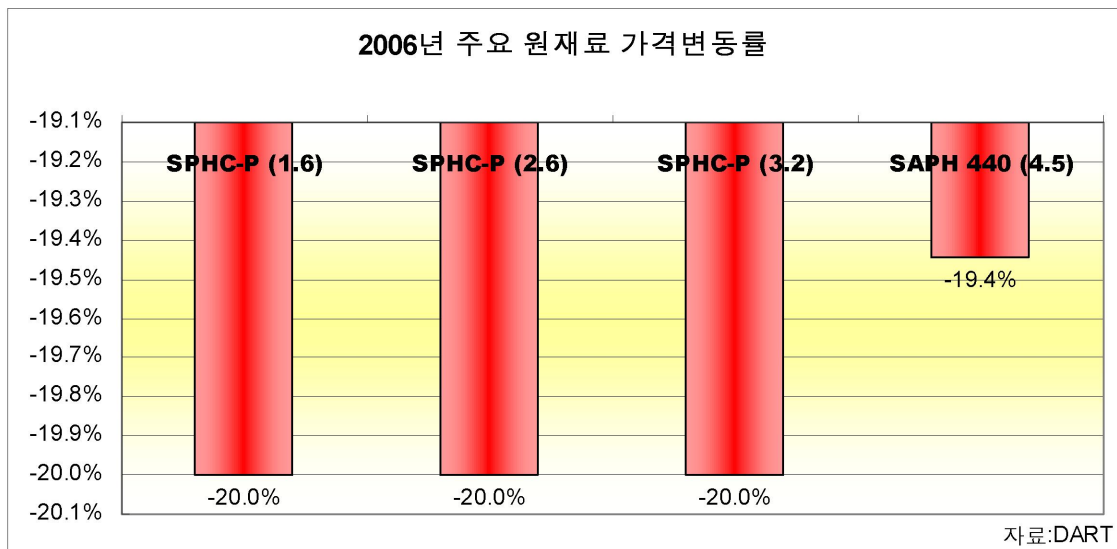
자동차부품업체인 만큼 가장 큰 영향을 받는 것은 현대자동차의 입김이다. 현대자동차는 부품업체에 대해서는 무소불위의 영향력을 지니고 있는데, 현대차 노조의 파업으로 인한 손실과 환율하락으로 인한 손실을 보전하고자 지속적으로 부품업체들에게 가격인하 압력을 가하고 있다. 현대자동차의 2003년 이후 지속적인 매출원가율 상승과 자동차업계 경쟁심화로 앞으로도 단가인하 압력은 사라지기 어려울 전망이다.



에스엘의 제품 중 샤시부분에서 가장 많은 매출을 내고 있는 모듈의 2006/03년 가격변화를 살펴보면 전년대비 약 10%가량 가격이 하락했음을 알 수 있다.



주요 제품의 가격이 하락한 원인은 현대자동차의 단가인하 압력과 더불어 주요 원재료인 철근의 가격이 20% 가량 하락하였기 때문이다.

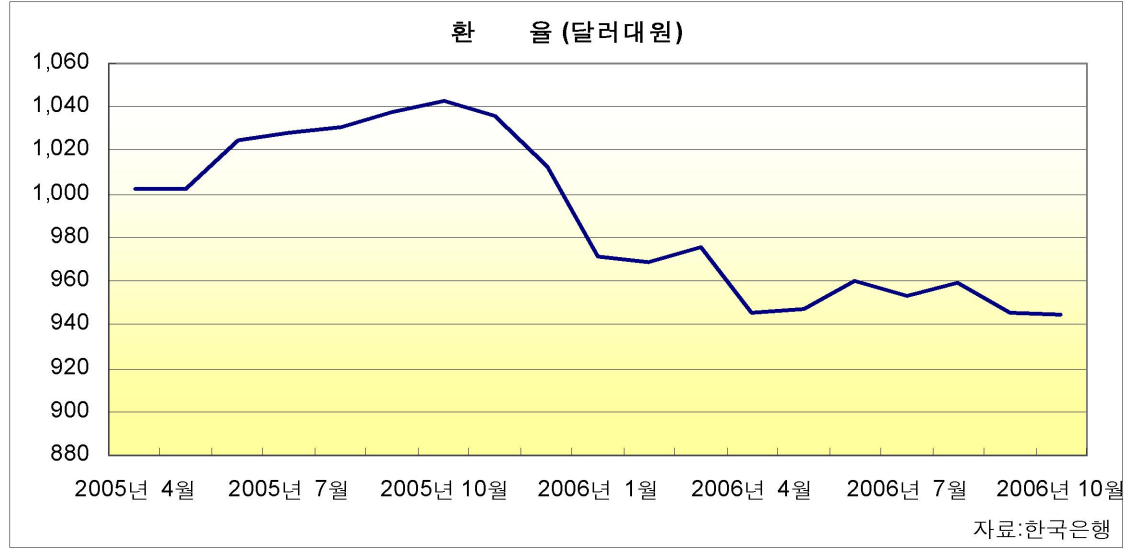


헤드램프의 수출이 감소한 것은 두가지 이유로 생각할 수 있다.

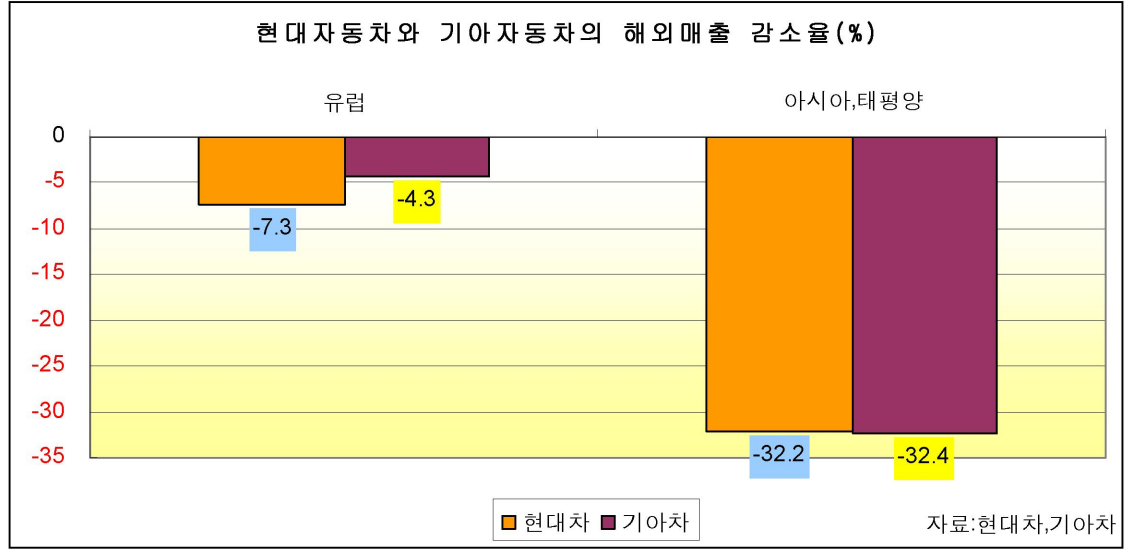
하나는 환율이다. 원화환율은 2005년 4월 대비 현재 6%가량 하락한 상황이다. 헤드램프의 경우 기술력과 디자인이 가장 중요한 요소이지만 전 세계적인 경쟁심화 구도로 인해 현대자동차뿐만 아니라 모든 자동차업체들이 살아남기 위해서 원가 절감을 벌이는 상황이라서 가격경쟁력 역시 매우 중요한 요소이다.

헤드램프의 경쟁회사로는 일본의 스탠리 등이 있는데 아직 에스엘이 이들과 기술로 경쟁하기에는 부족하여 마진율이 높은 고급자동차용 헤드램프 생산은 거의 이루어지고 있지 않은 상황이다. 즉 중저가 자동차 시장이 에스엘의 목표 시장인데 환율

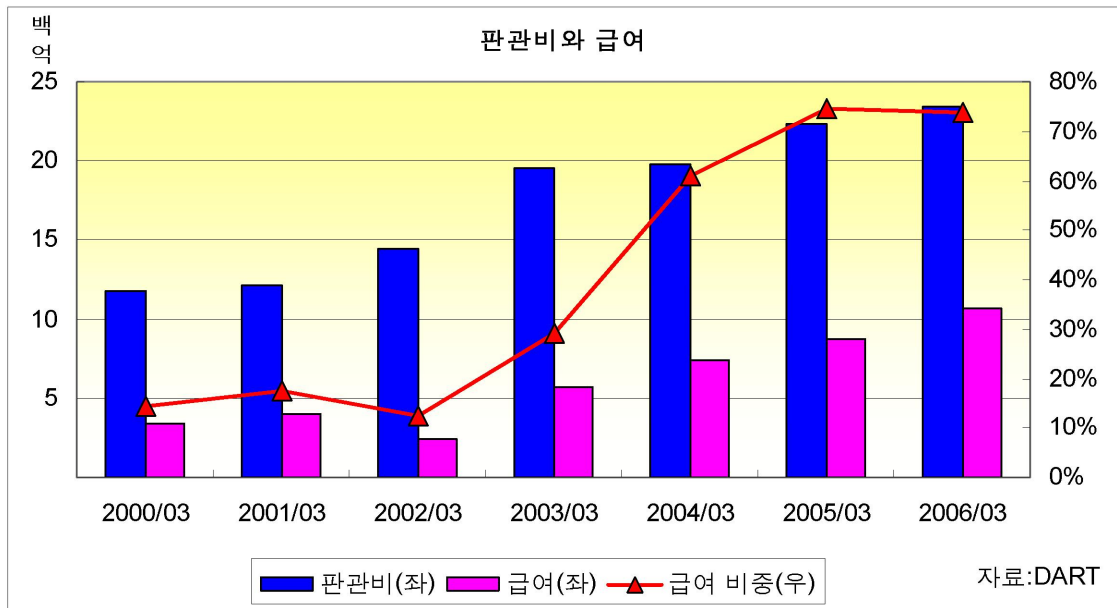
하락으로 인해 가격경쟁력이 낮아진 것이다.



다른 하나는 완성차업체의 해외매출 또한 좋지 않았다. 에스엘이 수출하는 지역에서 현대자동차와 기아자동차의 해외매출을 살펴보면 매출액이 크게 감소하였다는 것을 확인할 수 있다. 에스엘의 주력상품이 완성차에 들어가는 모듈인 만큼 완성차 시장이 좋지 않으면, 매출은 감소할 수 밖에 없다.

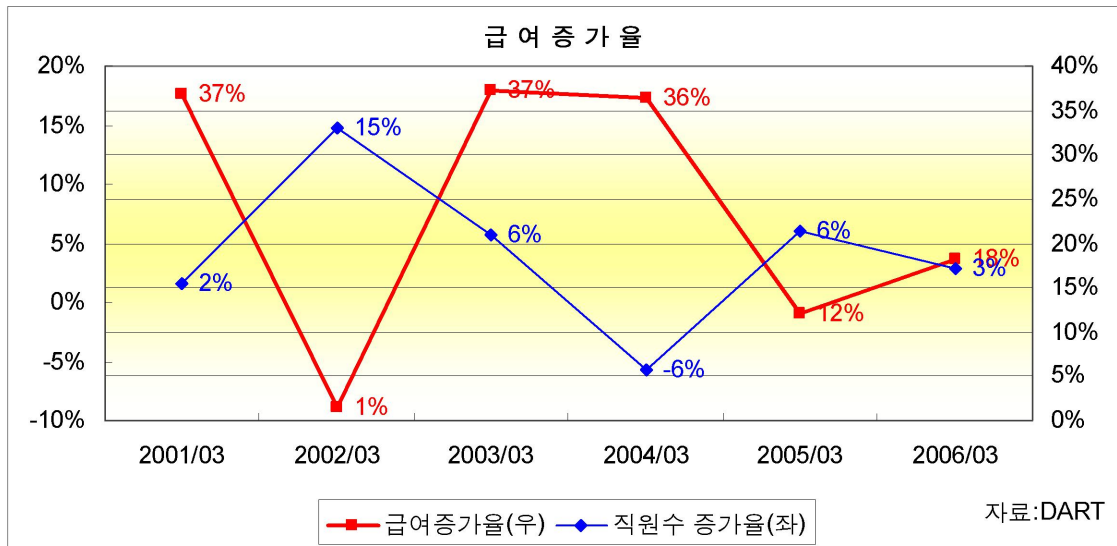


이를 종합해서 보면 가격인하 압력과 환율하락, 완성차업체의 부진으로 인해 매출액 하락이라는 상황이 벌어진 것이다. 그리고 하나 더 추가해야 하는 것이 판관비의 영향이고 여기에 매출원가 상승의 이유도 함께 있다.



실적이 좋았던 2003/03년부터 판관비 금액은 크게 증가하였다. 이와 함께 판관비에서 가장 높은 비율을 차지하고 있는 급여의 비중도 함께 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다.

아래 그림은 직원 수 증가율과 급여의 증가율에 대한 것이다. 실적이 가장 좋았던 해인 2003/03년에 급여증가율이 37%를 기록하고, 그 다음해에도 급여는 36%가 증가하였다.



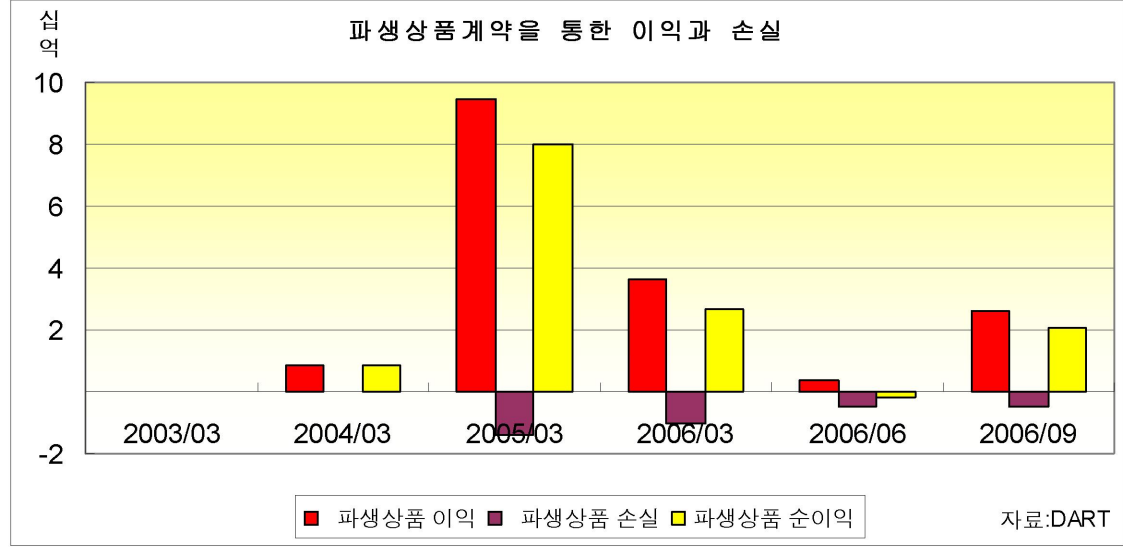
2002/03년 이후 당기 순이익이 증가하면서 당사는 직원들의 급여를 인상하였는데 급여의 증가는 매출원가의 상승을 불러왔고 한번 올라간 급여는 다시 하락하기 힘든 만큼 매출이 감소하는 상황에서 판관비가 유지되는 구조가 정착되어 영업이익이 감소한 것으로 보인다.



결국 영업이익 감소의 원인은 다음과 같다.

『 매출측면 : 샤시의 내수가격 하락, 헤드램프의 수출량 감소  
판관비 측면 : 급여 증가로 인한 판관비 증대  
거시경제적 측면 : 환율 하락 』

위의 요인 가운데 에스엘이 스스로 개선할 수 있는 것은 환율을 생각할 수 있다. 실제로 에스엘은 2004/03년부터 적극적으로 환율헤지를 위해 파생상품 계약을 맺고 있으며 이를 통하여 영업외수익을 거두고 있는 상황이다.

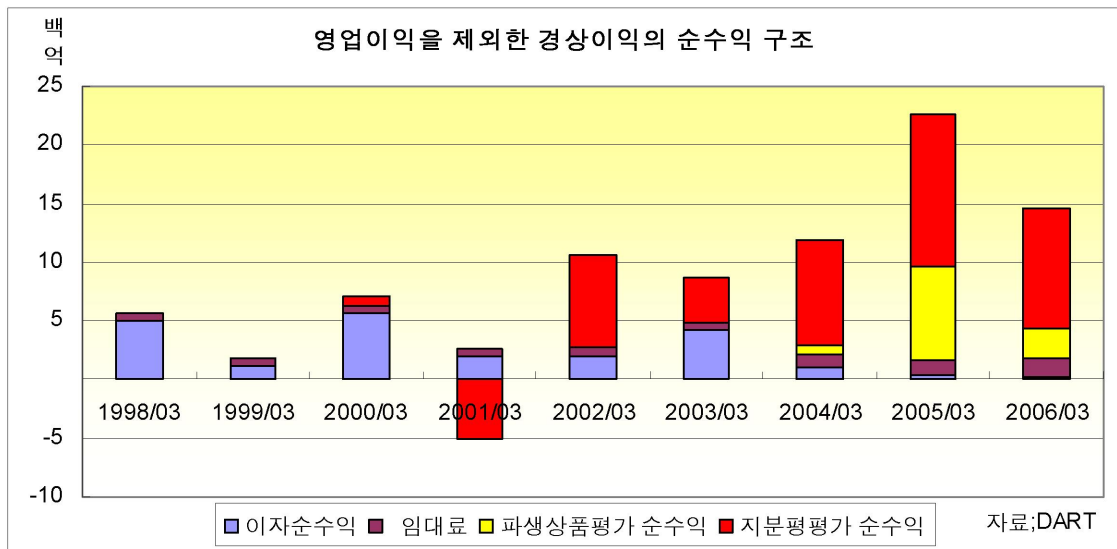


환율을 제외한 다른 요인은 에스엘이 개선하기가 쉽지 않은 것들이다. 우선 자동차 산업의 세계적인 경쟁속에서 국내 부품업체에 대한 단가인하 압력은 앞으로도 줄지 않을 것이다. 환율 하락세가 안정이 되면 헤드램프의 수출량은 회복될 수도 있지만, 국내 완성차업체의 해외 매출 증가가 쉽지 않을 전망이다 수출의 증가를 기대하기란 쉽지 않다. 또한 판관비에서 급여가 차지하는 비중이 높기 때문에 판관비 또한 쉽게 그 규모를 줄이기 어려울 것으로 보인다.

결론적으로 에스엘의 영업이익이 단기간에 개선되기에는 어려움이 예상된다.

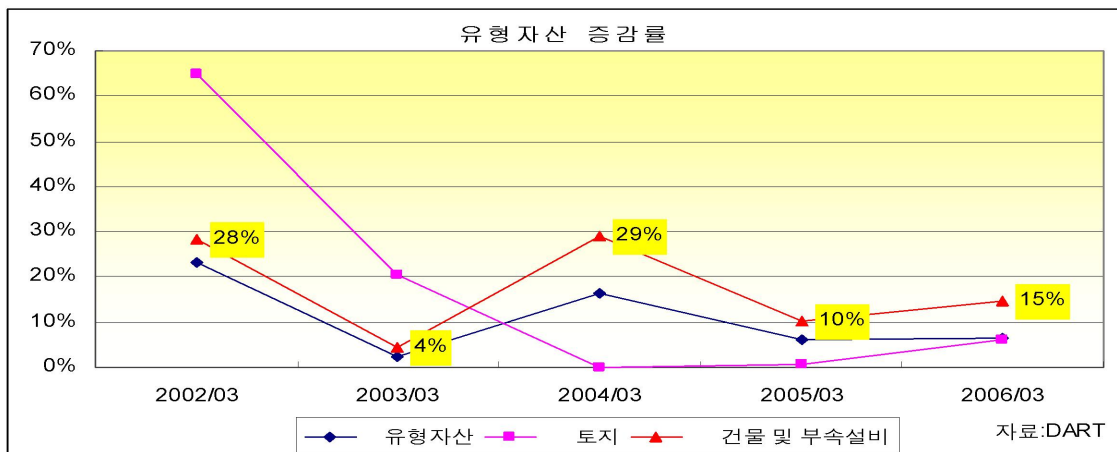
## 6. 경상이익에 뭔가가 있다.

앞에서 언급했듯이 에스엘은 영업이익보다 경상이익의 규모가 더 큰 기업이다. 영업외적인 부분에서 더 많은 수익을 가져온다는 것인데, 영업외부분에서 큰 비중을 차지하는 것은 이자수익, 임대료, 파생상품평가 수익, 지분법평가이익 등이다.



1998/03년의 IMF시기에는 이자순수익이 약 5백억원이 발생해 당시의 영업 손실을 모두 만회하고도 남는 이익이 발생하였다. 이후 이자순수익은 지속적으로 감소하였지만, 임대료 수익의 증가와 파생상품평가 순수익과 지분법평가 순수익 발생으로 에스엘의 영업이익을 제외한 경상이익은 2005년 기말 기준 2천 3백억원 수준으로 증가하였다.

임대료 수익은 계열회사들의 공장시설에 대한 임대료와 보유한 건물에서 나오는 임대수익으로 이루어 진다. 아래 그림에서 보듯이 유형자산 가운데 건물 및 부속설비는 2002/03 부터 연평균 21.4%의 증가율을 보이고 있는데 이로 인하여 임대수익 역시 증가하는 것으로 볼 수 있다.



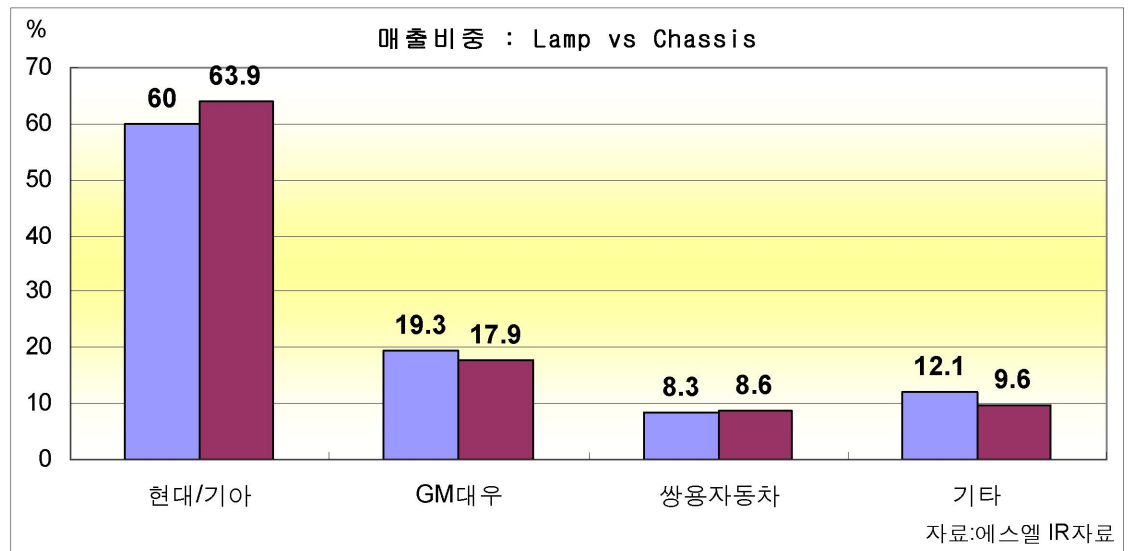
수익별 비중을 살펴보면 지분법평가이익이 50%가 넘는 상황이므로 우리는 자회사에 대하여 살펴볼 필요가 있다.

자 회 사	주요제품	주 매출처
(주)에스엘 라이팅	HEAD LAMP, REAR LAMP, FOG LAMP	현대
(주)에스엘 성산	헤드램프, 리어콤비램프	GM 대우
(주)에스엘 서봉	헤드램프, 포그램프, 리어콤비램프	현대, 기아, 쌍용
(주)에스엘라이텍	HEAD LAMP, FOG LAMP, REAR COMBI LAMP	기아, 현대, ISUZU(인도네시아)
(주)에스에이치비	FEM(Front End Module)	현대, 기아
(주)케이디에스	자동차용 DOOR COMPONENT SYSTEM	GM 대우, 쌍용, Delphi-Columbus (U.S.A), Fiat (Delphi-Italy), Delphi-China
(주)에이치에스엘 일렉트로닉스	전자식 고휘도 방전등 (HID Ballast), 헤드램프 조향각 조정장치 (Levelling Device) 및 전자식 엑셀 페달 (Accel. Pedal Module)	현대, 기아, GMDAT, SYMC, MAZDA
(주)에스엘이엔지	BMC, H/M, 자동화 설비, CATIA, PDA, 자동차 LAMP 용 WIRERING	에스엘, 에스엘라이팅, 에스엘서봉, 에스엘라이텍, 에스엘성산
(주)에스엘테크	FA 사업부-헤드램프 자동조립라인, 샤시프레임 용접라인, 표면처리라인 전선조립부-HEAD,REAR,TURN,FOG 등 LAMP 류, LEVER 류 WIRERING 신소재사업부-LAMP 에 적용되는 핵심소재	에스엘, 에스엘라이팅, 에스엘서봉, 에스엘라이텍, 에스엘성산
(주)에스엘 엘씨디 SL AMERICA	대형 BLU, 소형 BLU, 유도등 shifter, lighting, brake lever	SL, SL 라이팅, SL 성산, SL 서봉, SL 라이텍
북경삼립	자동차용 램프	북경현대
상해삼립	자동차 샤시류	북경현대, 북경 현대모비스, 열달 기아, 상해기차(SVW)
동풍삼립		
SL LUMAX LTD.	램프류, 샤시류, 트럼류	현대자동차 인도공장 및 GM
(주)우영미러 시스템	자동차 백미러	

자료: 에스엘

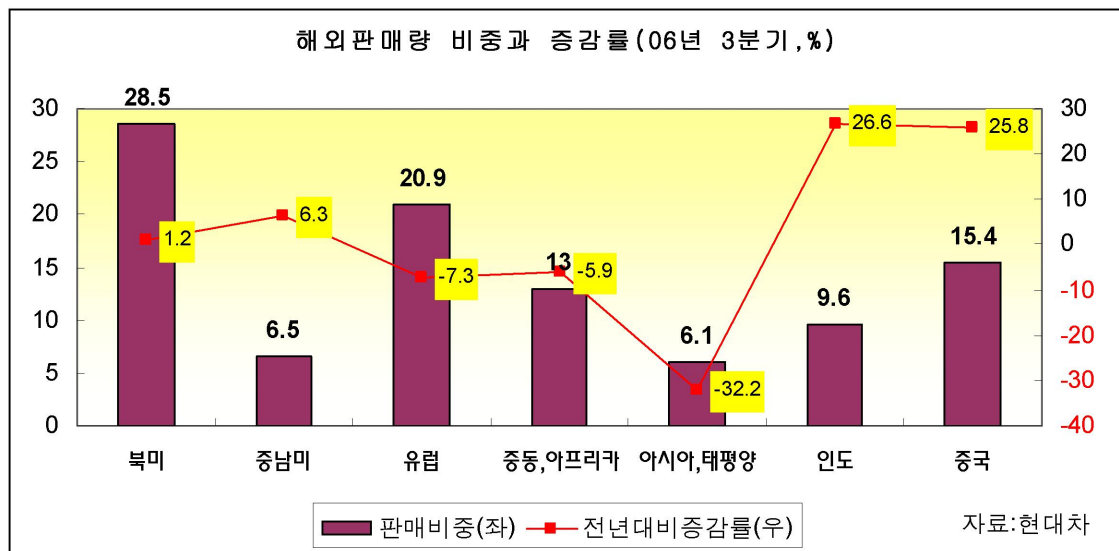
표에서 볼 수 있듯이 에스엘의 자회사들은 다양한 매출처를 확보하고 있다. 비록 자회사들도 해외에 있는 현대자동차 위주로 매출이 이루어지고 있지만, 이 외에도 GM, MAZDA, FIAT 등 다양한 매출처를 보유하고 있기도 하다.

한편 에스엘의 매출비중을 보면 60%정도가 현대/기아차에 집중되어 있다.



에스엘에게 유리한 점은 국내에서 현대자동차의 판매실적이 좋지 않더라도 현대자동차의 자회사인 해외법인의 경영성과가 좋으면 이들 해외법인에 납품하는 에스엘의 자회사들의 매출 증대로 이어지고 결과적으로 지분법 평가이익의 형태로 당사의 경영성과 개선에 기여하게 된다는 점이다.

현대자동차의 해외법인의 판매량을 살펴보면 가장 많은 비중을 두고 있는 미국은 성장률이 매우 낮게 나왔으며, 유럽에서는 마이너스 성장을 기록하였다. 미국은 현재 소나타의 판매량이 감소하며 재고가 증가하고 있고 소형차 시장에서 경쟁이 심화되면서 성장률이 떨어지고 있다. 특히 유럽에서 소형차 시장이 극도로 부진하며 마이너스 성장을 기록하였다. 하지만 이와 달리 점차 비중을 늘리고 있는 인도와 중국에서는 25%를 넘는 성장률을 보여주었다. 세계에서 가장 인구가 많은 인도와 중국 시장에서의 자동차 시장 성장을 고려해 보면 에스엘의 성장가능성은 더 존재한다.



실제로 현대자동차의 생산공장이 있는 인도와 중국, 미국에 에스엘의 자회사들이 진입해 있는데, 에스엘 자회사들의 설립년도를 보면 생산공장의 준공년도와 비슷한 시점이다. 이는 에스엘 자회사들이 완성차 업체인 현대자동차의 생산공장 근처에 이미 공장을 세움으로써 유리한 위치를 차지했다는 것을 의미한다.

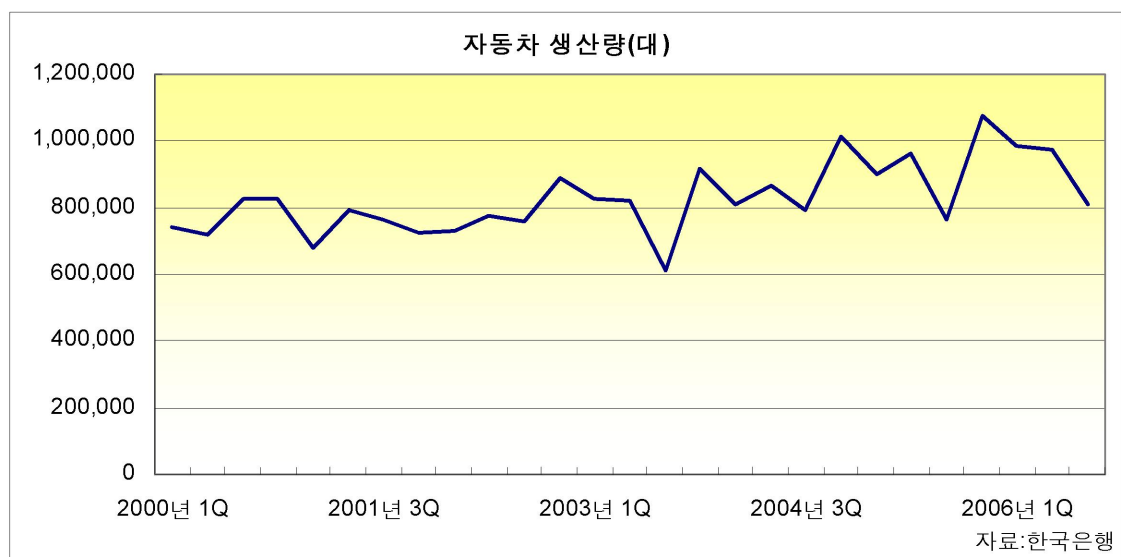
국 가	생산공장	준공년도	에스엘 자회사	설립년도
인 도	HMI	1998 년	SL Lumax	1997 년
중 국	BHMC	2002 년	상해삼립	2002 년
			북경삼립	2003 년
			동풍삼립	2004 년
미 국	HMMA	2005 년	SL Tennessee	2003 년

자료:현대차, 에스엘

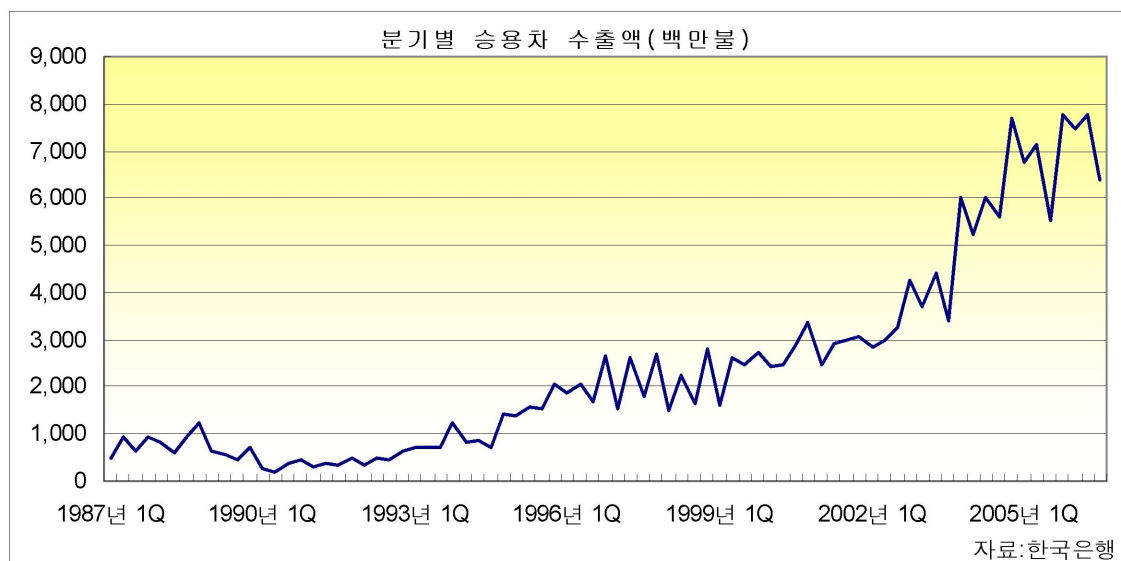
## 7. 자동차 산업의 전망은 밝을까.

자동차 부품 수요는 크게 자동차 생산량과 자동차 보유대수에 영향을 받는다. 자동차 생산량은 당연히 자동차 부품 수요를 결정하는 핵심 요소이며 또한 자동차 보유대수의 증가는 상대적으로 교통사고로 인한 부품 교체 증가로 이어진다.

대략적으로나마 현재 상황을 살펴보면 국내 자동차의 생산량은 2006년 들어 100만대 이하로 감소하고 있는 추세다.

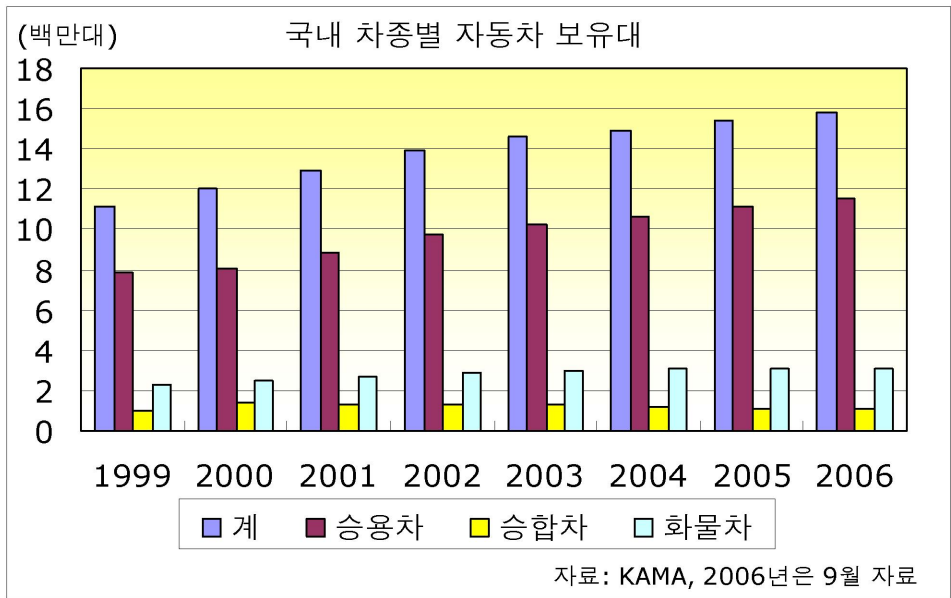


국내 생산량도 감소하는 상황에서 승용차 수출도 올 3분기에 감소하였다. 특히 수출의 경우 환율이 하락하는 추세라서 당분간 수출이 빠르게 늘기는 어려운 상황이다.



다행인 것은 에스엘은 해외에 많은 자회사를 거느린 덕에 국내 시장이 맑지 않더라도 해외에서 지분법평가이익으로 수익을 거둘 수 있다는 것이다.

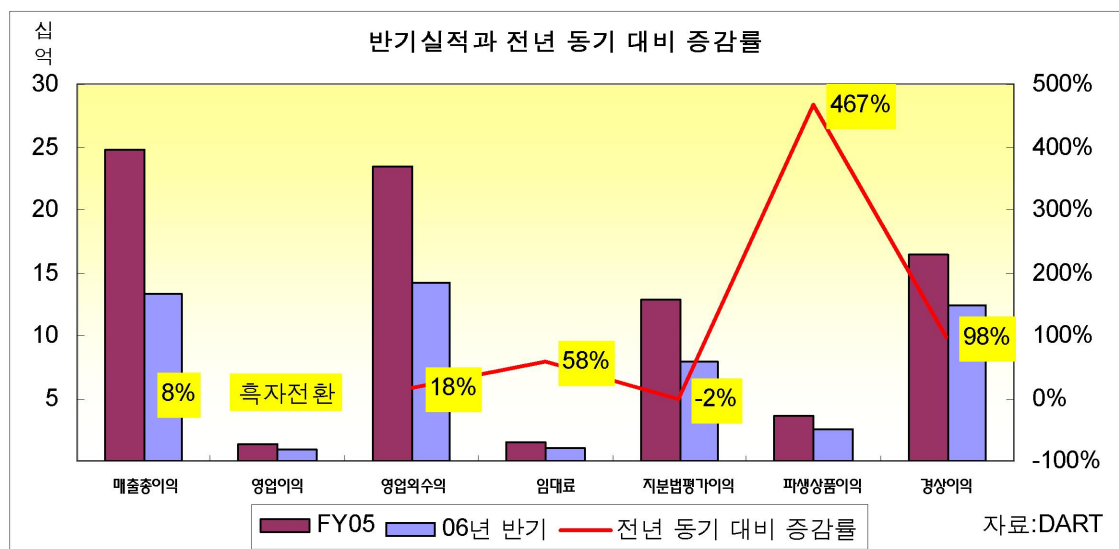
또 하나의 긍정적인 요소는 에스엘의 주력 생산품 중 하나인 램프는 자동차 사고에서 파손될 확률이 높으므로 A/S 매출비율이 높다는 점이다. 평균적으로 국내 자동차 램프 생산업체들의 A/S매출비율은 전체 대비 6~7%인 반면, 에스엘은 램프매출액 중 A/S매출비율이 10%에 달한다. 당사의 80% 이상인 내수시장 점유율을 감안할 때 아래 표와 같이 국내 자동차 보유대수의 지속적인 증가는 안정적인 매출 신장에 기여할 것이다. 이는 굳이 자동차 생산 혹은 수출 대수가 전년 대비 감소하더라도 A/S 관련 매출 증대에 기여하는 자동차 보유수자의 증대가 기업의 경영성과에 긍정적으로 작용할 것이라는 것이다.



## 8. 반기 실적을 통해 본 올해 실적은...

에스엘의 반기실적을 보면 전년 반기 대비 매출액이 7% 감소하였다. 국내매출의 경우 전년동기와 차이가 없지만, 수출매출에서 12%가 감소하였는데 이는 전체적인 환율의 하락으로 인한 결과이다. 환율은 또한 매출원가를 8% 하락시키며, 그 결과 매출원가율은 2% 감소하였다.

매출액이 줄어들었지만 매출원가의 하락으로 매출총이익은 전년 동기 대비 8% 증가하였고, 영업이익도 작년 반기에는 적자였는데 흑자전환을 기록하였다. 주목할만한 것은 영업외수익이 18% 증가하였다는 것이다. 이는 임대료 수익이 58% 증가하고 파생상품이익이 환율의 변동성에 힘입어 467%증가하였기 때문이다. 영업외수익 부분을 비교해보면 FY05년 실적의 60%이상을 반기에 달성하였다. 이에 힘입어 경상이익은 전년 반기 대비 98%의 증가율을 기록하였고, FY05년 경상이익의 75%를 반기에 달성하였다.

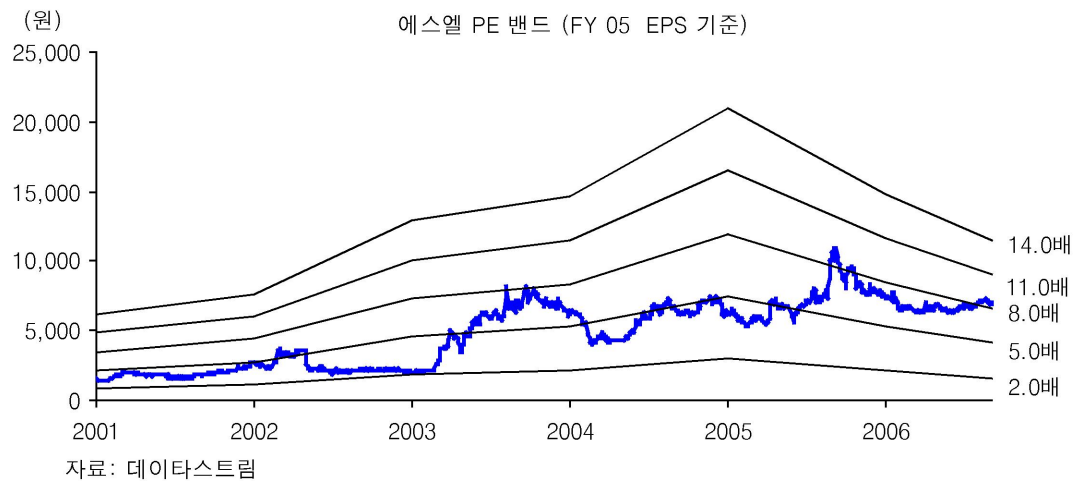


정리하면 올해도 에스엘의 매출액은 전년과 비슷하거나 약간 하회하는 실적을 낼 것으로 예상된다. 그러나 매출원가의 하락으로 인해 영업이익은 보다 개선될 것으로 보이며, 이미 반기 실적에서 드러난 영업외수익을 통해 경상이익은 작년을 상회하는 실적이 예상된다.

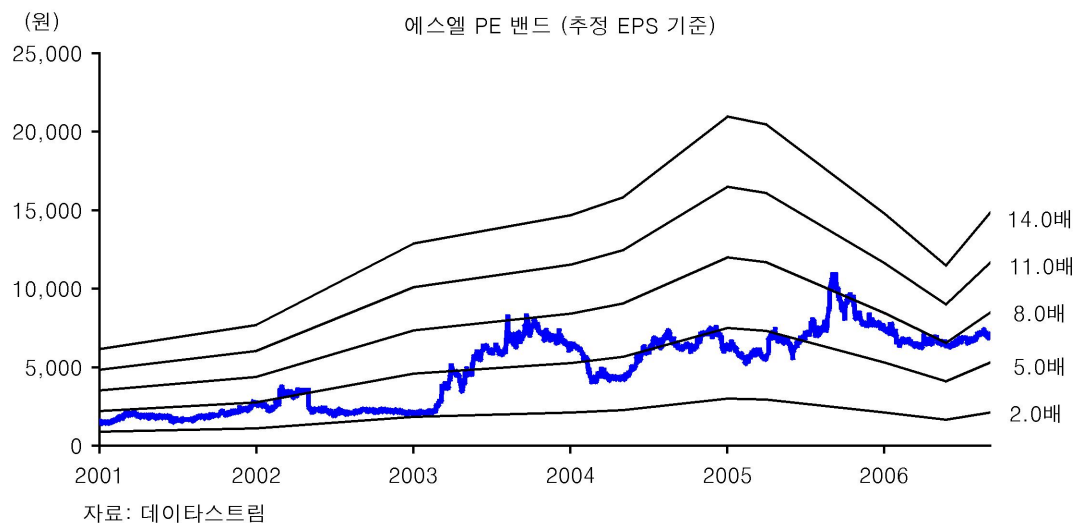


## 9. 그럼 에스엘의 적정 주가는?

에스엘의 주식가격 적정 가치를 평가하기 위하여 에스엘의 매출과 영업이익의 경상이익 및 순이익 측면을 차례대로 살펴보자. 먼저 반기 매출은 04년에 비하여 저조했던 05년 매출의 절반에 이르지 못하였지만 매출총이익률의 증가로 영업이익은 흑자로 전환되었다. 또한 경상이익 상승률이 전년 대비 98%를 기록하고 있는 부분도 주목할만한 점이다. 일단 FY 05 당기순이익이 지속될 것이라는 가정하의 PE band는 아래와 첫번째 차트와 같다.



12월 1일 종가와 FY05 EPS 기준 현재 PER는 8.4로서 5배에서 8배 사이를 오가는 에스엘의 PE 비율로 볼 때 적절한 수준이라고 할 수 있다.



한편 하반기에 전반기의 경영성과가 지속적으로 실현될 것으로 보이는데 이는 환율 하락에도 불구하고 전년동기의 절반을 상회하는 파생상품이익 등에서 볼 수 있는 영업 외 수익 창출 능력과 개선된 영업이익률 등으로 인한 것이다. 보수적으로 전반기 EPS에서 10% 할인된 수준으로 하반기 당기순이익이 발생한다고 가정하면 FY 06 EPS는 1,060원을 달성할 것으로 예측되며 이를 반영한 PE band 차트는 위 두 번째 차트와 같다. 이에 2005년 하반기부터 에스엘의 PE 구간 8배 수준에서 지속된다는 점을 고려하여 적정 PE를 8배로 두면 6개월 목표주가는 **8,480원** 수준으로 현재 20.3%의 상승여력이 있는 것으로 판단된다. 따라서 동사에 대한 '매수' 추천을 제시한다.