자동차 부품시장에 비추는 SpotLight,
에스엘 (KOSPI, 005850)

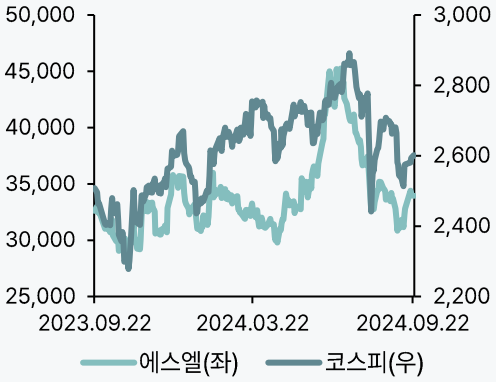
BUY

현재주가 (24.09.23)	33,950
목표주가	53,500
Upside Potential	57.6%

STOCK DATA

KOSPI	2,593.37
시가총액(억 원)	15,800
발행주식수(주)	46,448,520
외국인보유비중(%)	16.61
52주 최고(원)	45,250
52주 최저(원)	28,750

STOCK PRICE



SMP 36기 R1

한서경	010-9889-3741
김남경	010-2487-5815
김다연	010-2528-5312
정재형	010-9056-4165
김동혁	010-7583-8678
김시은	010-6663-6759
신채연	010-5798-2204

◆ Company Introduction

동사는 차량용 램프 및 전동화 제품 등을 제조하는 자동차 부품 전문기업으로, 1954년 설립되어 1988년 코스피 시장에 상장하였다. 1987년 국내 최초로 신소재를 활용한 헤드램프를 개발하는 등, 자동차 부품 산업 내 기술력을 입증해오고 있다. 현재 동사는 현대차, 기아차, GM 등 글로벌 완성차 기업을 고객사로 보유하고 있다. 이를 바탕으로 동사는 국내 자동차 램프 시장을 67.4% 점유하며, 독보적인 국내 1위 기업으로 자리잡았다.

◆ Investment Summary

값비싼 LED 헤드램프의 시대, 돈방석 준비 갈 완료

동사는 전방사의 포트폴리오 다각화·고급화 트렌드로 ASP가 50% 증가, 독보적인 영업이익률을 달성할 것으로 전망된다. 이는 단가가 기존의 할로겐에 비해 3.5배인 LED 헤드램프의 채택률 증가에 기인하며, 부품주 중 독보적인 영업이익률을 구축할 전망이다.

탄탄한 시장의 튼튼한 고객사, 에스엘 매출 끌어~올려

동사는 전방사의 미국·인도 시장 내 성장성 확보와 수익개선을 통해 매출액이 빠르게 성장해 나갈 것으로 기대된다. 전방사의 CAPA 증설과 고부가가치 차량 위주의 출시가 예정된 상황에서, 현지 공장 대응을 통해 전방사에 높은 점유율을 가진 동사의 성장이 기대된다.

부업까지 잘하는 에스엘, 그저 빛

동사는 제품 포트폴리오 다각화를 통해 추가 매출액 상승 여력까지 갖추었다. 이는 1) 그릴램프 등 램프 제품의 다변화, 2) 차량 배터리 시장으로의 진출을 통해 가시화될 전망이다.

◆ Valuation

Peer P/E 밸류에이션을 사용해 산출한 동사의 2026년 목표주가는 **53,500**원, 상승여력은 **57.6%**로 **에스엘에 대한 매수 의견**을 제시한다.

단위 : 억 원	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	30,011	41,745	48,388	51,646	56,079	60,181
영업이익	1,105	1,979	3,862	4,075	4,569	5,177
영업이익률 (%)	*3.7*	*4.7*	*8.0*	*8.0*	*8.1*	*8.6*
당기순이익	962	1,659	3,493	3,452	3,858	4,377
EPS(원)	2,001	3,290	7,223	7,432	8,440	9,557
P/E	15.59	6.98	4.94	4.27	7.6	5.6
목표 주가(원)	-	-	-	-	-	53,500

Contents

인트로 3

기업개요 4

산업분석 8

투자포인트 11

밸류에이션 15

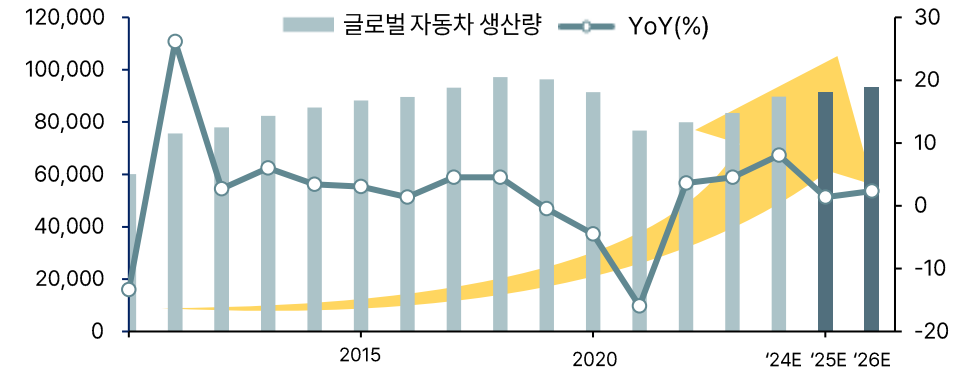
Appendix 21

완성차 시장 쓰나미 위의, 서퍼(Surfer)

최근 몇 년 간 완성차 시장의 주도주는 단연 전기차였던 탓에, 최근의 전기차 시장의 위기는 곧 자동차 시장의 위기라는 시장의 오해로 이어졌다. 이러한 오해에도 불구하고, 완성차 기업은 내연기관과 하이브리드 차량을 필두로 슬기롭게 EV 캐즘을 극복해 나가고 있다. 시장은 결국 **일시적인 캐즘을 극복**해 낼 것이며, 이에 따라 EV 생산량은 한계점을 돌파해 결국 완성차 시장의 성장을 견인할 것이다.

그리고 여기에 어떠한 시장 상황에도 불구하고, **완성차 시장의 외형성장에 따른 수혜를 온전히 받을 수 있는 부품사 최대 수혜주 에스엘**이 있다. 혹자에게 EV 캐즘은 모든 걸 삼켜버릴 수 있는 무서운 쓰나미일 수 있지만, 동사에게는 더 높은 곳으로 밀어올려 줄 파도에 불과하다. 시장은 결국 EV 캐즘을 극복할 것이며, 그 과정에서 헤드램프는 모든 자동차에 탑재되어 시장 성장에 대한 수혜를 온전히 받을 수 있기 때문이다. EV 캐즘의 쓰나미로 혼란해진 시장 속, 쓰나미를 파도 삼아 도약해 나갈 에스엘에 집중하자.

[자료 00] 글로벌 자동차 생산량 전망 및 자동차 부품사 OPM



출처: Makines, DB금융투자

단위: 천 대(좌), %(우)

기업	OPM
에스엘	**9.1**
현대모비스	2.8
현대위아	2.4
HL만도	3.5
한온시스템	2.5
화신	6.0

출처: 각 사

단위: %

- No questions are needed -

어떤 동력원이든 상관없이 자동차에 헤드램프가 장착된다는 사실은 **묻지 않아도 알 수 있다**. 이제는 헤드램프를 얼마나 팔 수 있는지, 얼마나 높은 가격에 팔 수 있는지를 평가할 시점이다.

[완성차 전망 is good] 완성차 시장은 안정적으로 외형성장을 이어가고 있으며, 이는 완성차 판매대수의 증가세에 기인한다. 특히 동사의 주요 시장인 미국과 인도의 2025년 자동차 판매량은 각각 1,730만대(+4.4%, YoY), 564만대(+5.6%, YoY)로 전망되며, 지속적으로 성장을 이어갈 것으로 기대된다.

[장사 잘하는 전방사] 동사의 전방사인 현대차그룹, GM은 미국 시장 내 공고한 시장 지배력과, 인도 시장 내 폭발적인 성장력을 필두로 동사의 안정적인 외형성장을 이끌어줄 선구자가 되어줄 전망이다.

[LED는 ASP가 3.5배] 헤드램프의 광원은 할로겐에서 LED로 빠르게 전환되고 있으며, LED는 할로겐 대비 약 3.5배 비싼 가격을 자랑한다. 낮은 전력 소비와 더불어 디자인의 자유도까지 제공하는 LED 헤드램프는 그 탑재율이 꾸준히 증가하고 있어, 수익성 증대가 담보된다.

혹자는 EV 캐즘의 쓰나미를 비관적으로 바라보지만,

그 파도를 능히 감당해낼 수 있는 자라면, 이를 파도 삼아 바다 위로 날아오를 것이다.

완성차 시장의 쓰나미 위에서 유유히 서핑을 즐길 부품주 최선호주,

에스엘에 대한 매수의견을 제시한다.

기업개요

1. 기업소개

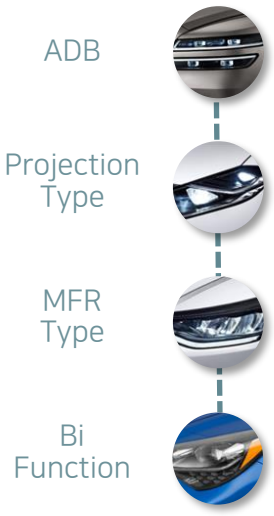
동사는 **차량용 램프 및 전동화 제품 등을 제조하는 자동차 부품 전문기업**으로, 1954년 설립되어 1988년 코스피 시장에 상장하였다. 1987년 **국내 최초로 신소재를 활용한 헤드램프 개발**에 성공한 것을 기점으로, 다양한 자동차 부품 기술을 개발해 내며 우수한 기술력을 입증하였다. 현재 동사는 **현대차, 기아차, GM 등 글로벌 완성차 기업을 고객사**로 보유하고 있다. 이를 바탕으로 동사는 **국내 자동차 램프 시장을 67.4% 점유하며, 독보적인 국내 1위 기업**으로 자리잡았다.

2. 제품소개

1) 램프부문 (80.2%)

램프 사업부는 동사의 핵심 사업부로, 주요 제품으로는 **① 헤드램프, ② 그릴램프 및 무드램프**가 있다.

① 헤드램프



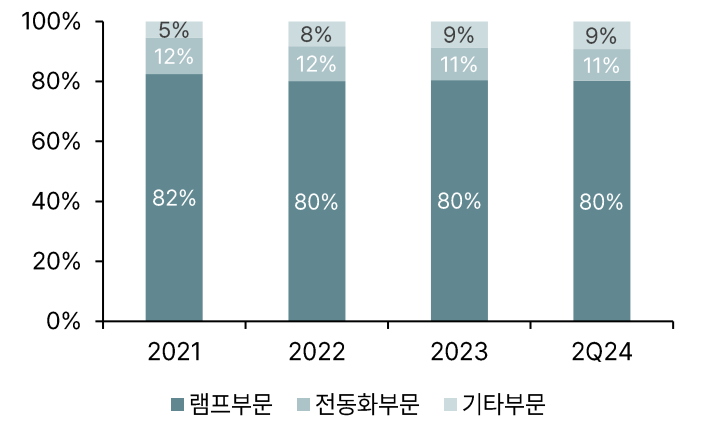
동사의 주력 제품인 헤드램프는 상향등 및 하향등, 주간 주행등인 DRL 등으로 구성된다. 헤드램프는 광원을 **기준으로 할로겐, HID, LED 램프로 분류되며, 그 중 LED 헤드램프가 가장 대표적**이다. LED 헤드램프는 빛의 반사 방식에 따라 빛의 확장성이 좋은 MFR 타입과 직진성이 좋은 프로젝션 타입으로 구분된다.

동사의 LED 헤드램프는 HID, 할로겐 램프를 대체하며 수요가 증가하고 있는데, 이는 **(1) LED 램프의 기능적 우위**와 이에 따른 **(2) 디자인 자유도 확장**을 근거로 한다.

(1) LED 램프는 HID 및 할로겐 램프 대비 **수명이 길고, 우수한 가시성을 가진다.** 특히 차량 특성에 맞춰 다수의 LED 유닛을 구성할 수 있다는 점에서, **LED 램프는 규정 내에서 실현할 수 있는 최대의 가시성을 제공**한다. 타 광원 대비 우수한 성능을 바탕으로 LED 램프의 채택율은 증가하고 있는 추세이다.

(2) 또한, **LED 램프는 보다 높은 디자인 자유도**를 가진다. LED 램프는 HID 및 할로겐 램프 대비 우수한 빛의 직진성과 응답성을 자랑하며, 단독으로도 충분한 전천후 시야 확보가 가능하다. 이에 '안개등'과 같이 헤드램프를 보조하는 장치의 필요성은 점차 감소하고 있는 추세이다. 안개등의 부재는 램프 유닛의 소형화로 이어져 헤드램프의 설계와 디자인 측면에서 보다 넓은 자유도를 부여하게 되었다. 따라서, 제작 과정에서의 높은 유동성을 갖춘 LED 램프의 수요가 지속적으로 증가하고 있다.

[자료 01] 매출액 비중



출처: 에스엘

[자료 02] 광원별 램프 성능 비교

기준(단위)	할로겐 램프	HID 램프	LED 램프
평균 수명(h)	1,000	2,000	**10,000**
시간당 소비 전력(W)	55	35	**20**
이산화탄소 배출량 (g/km)	3.4	3.4	**2.0**
가시 거리(m)	100	140	**200**
광효율(lm/W)	25	80	**160**
가격(만 원)	6~8	18	**25~**

출처: 한국과학기술정보원

압도적인 기술력,
세계를 사로잡다

한편, 동사의 **헤드램프는 IIHS 안전도 평가에서 TSP+(최고 안전 등급)을 획득하면서, 그 기술력의 우수성을 입증했다**. IIHS는 해마다 다양한 테스트를 통해 안전한 차량을 평가하는데, TSP+ 등급을 받기 위해서는 헤드램프 테스트가 가장 중요하다. 동사가 개발한 **IFS(지능형 헤드램프 시스템)는 헤드램프 안정성 확보 측면에 있어 중추적 역할**을 한다. IFS는 ADAS 기술의 효용성을 극대화한 것으로, 하이빔 부분 소등 제어를 통해 전방 차량 운전자의 눈부심을 방지하면서도 주행자의 전방 시야를 최적으로 확보할 수 있게 한다. 이러한 기술력을 토대로, 동사의 헤드램프가 탑재된 5대의 차량이 2년 연속 TSP+를 획득하며 세계적으로 그 기술력을 인정받고 있으며, **IIHS 안전도 평가에서 경쟁사 대비 높은 합격률**을 보인다는 점은, 동사의 우수한 기술력을 방증한다.

[라이팅 그릴램프]

② 무드램프 및 그릴램프

동사의 **무드램프와 그릴램프는 차량 실내외에 탑재되어 디자인적 요소를 강화하는 역할**을 하며, 차량 시장이 고급화됨에 따라 최근 그 수요가 증가하고 있다. 이는 앞서 언급한 디자인 자유도 확장에 기인하는데, 차량 실내외 공간 활용성이 강조되면서 램프의 기능성과 더불어 심미성이 중요한 요소로 부각되었다. 이러한 흐름에 발맞춰 동사는 '센터 그릴램프', '텔루라이드 무드램프' 등을 글로벌 완성차 업체에 납품하고 있다.

2) 전동화 부문 (10.6%)

전동화 부문의 주요 제품으로는 **①BMS, ②SBCM**이 있다.

[BMS]

① BMS(Battery Management System)

BMS는 주행거리 향상 및 안전성을 확보하기 위해 **전기차의 배터리 상태를 최적으로 제어하는 시스템으로, EV 및 HEV의 심장부**라 할 수 있다. BMS는 셀(cell) 밸런스를 통해 셀 간의 전압을 균일하게 유지하여 과충전 및 과방전을 방지하는 역할을 한다. 전기차 배터리가 Li-ion 배터리로 전환됨에 따라 발화 및 폭발의 위험성이 중요한 문제가 되면서 동사의 BMS가 필수적으로 사용되고 있다.

[SBCM]

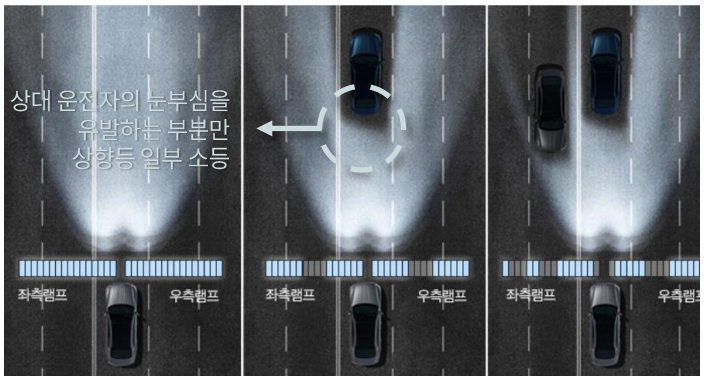
② SBCM(Side Body Control Module)

SBCM은 차량 사이드 바디 영역에 장착되는 다수의 제어기 모듈을 하나로 통합하여 제어하는 기술로, 차량 모델에 기반해 설계된다는 특징을 가진다. 동사는 현대차그룹 등 고객사와의 기술 협력을 통해 SBCM양산을 본격화하고 있다.

3) 기타 부문 (9.2%)

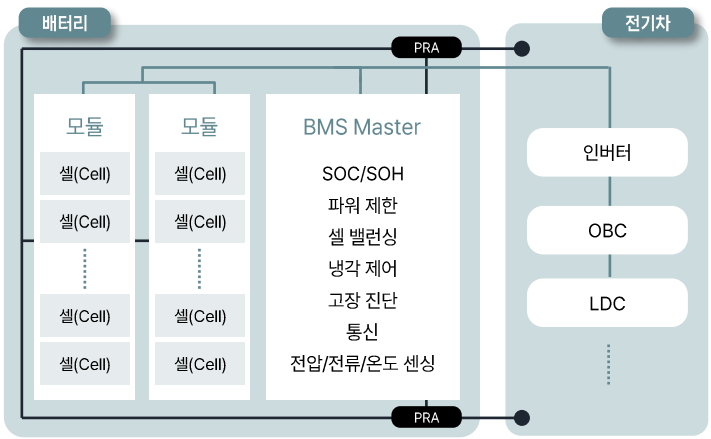
기타 사업부의 주요 제품으로는 미러, 금형, 전자 및 기타 부품 등이 포함된다.

[자료 03] IFS(Intelligent Front-lighting System)



출처: 현대차그룹

[자료 04] BMS 구조도

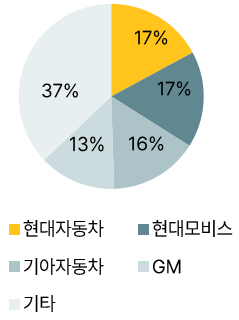


출처: 텍사스 인스트루먼트

3. Business Model

1) 든든한 고객사와 함께 Turn it up!

[고객사별 매출 비중]

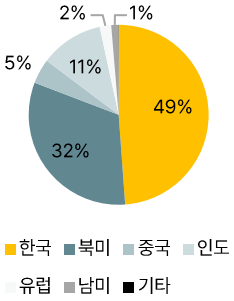


동사는 광원 업체로부터 원재료를 공급받고 있으며, 고객사의 수주에 맞춰 차종별로 제품을 설계하고 제작한다. **대표적인 고객사로는** 국내 자동차 2사인 **현대차, 기아차**, 미국 3대 자동차 기업인 **GM과 Ford**, 중국의 **Geely 등**이 있으며, **국내 자동차 2사와 GM 향 매출액은 동사 램프 부문 매출액의 약 80%**에 달한다. 동사의 부품은 모듈업체를 통하여 납품되거나 완성업체에 직납하는 구조를 가지며, 대부분의 경우는 모듈업체(현대모비스, SHB, 한온시스템)를 통하는 '모듈화 납품 방식'을 채택하고 있다. 동사가 납품한 부품은 모듈업체를 통해 하나의 모듈로 조립되며, 이는 최전방사인 완성차 업체에 최종적으로 인도된다.

동사는 국내 램프 시장 내에서 독보적인 기술력을 보유하고 있으며, 기술력에 대한 신뢰성을 토대로 현대차그룹과 GM사와 각각 55년, 27년 동안 거래를 지속해 오고 있다. 이에 **현대차그룹 내 70%, GM 내 25%의 점유율을 차지**하며 **국내 램프 시장 1위의 입지를 공고히 하고 있다.**

2) 해외 법인과 함께 세계 진출

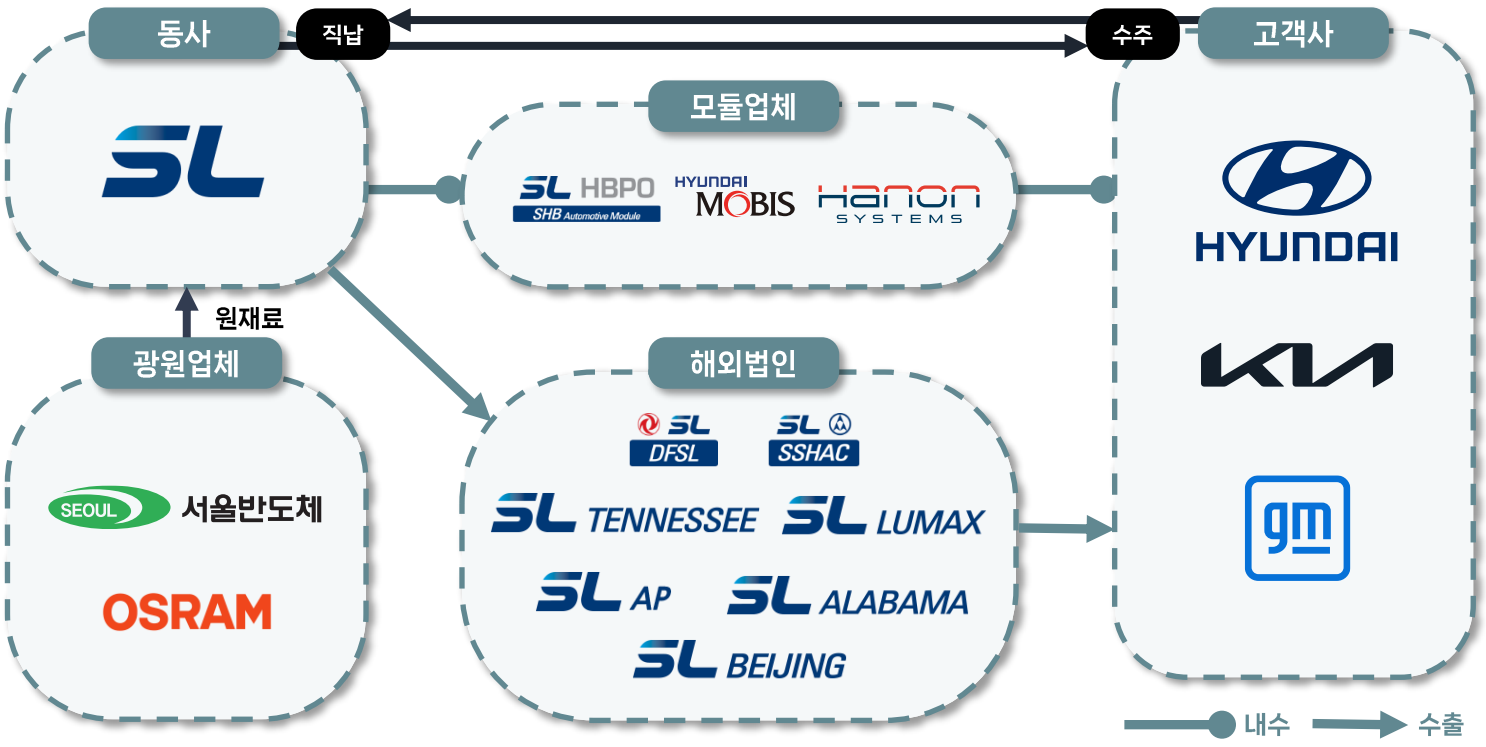
[지역별 매출 비중]



동사는 주요 고객사가 진출한 각국에 법인을 세워 현지화된 부품 조달 체계를 구축하였으며, 이를 통해 수급 안정화를 도모하고 있다. 미국의 경우 SL Alabama가 현대차그룹을, SL Tennessee가 GM에 대응하며, 헤드램프와 리어램프를 중심으로 납품한다. 인도는 SL Lumax가 현대차에, SL AP가 기아차에 대응하는 구조로, 헤드램프를 비롯한 미러와 레버를 납품하고 있다.

뿐만 아니라 **동사는 부품 공급에서의 효율성을 강화하기 위해 글로벌 경쟁업체들과 적극적으로 협력**하고 있다. 실제로 2003년, 경쟁업체인 독일 Hella(인수합병 후 Forvia)와 합작하여 중국법인인 북경삽립차등 유한공사를 설립하였으며, 현대차에 대응해 헤드램프 및 리어램프를 납품하고 있다. 동사는 고객사의 해외 진출에 발맞춰 지속적으로 공급 체계를 재정비하고 있으며, 품질수준을 비롯한 고객사의 요구에 능동적으로 대응함으로써 경쟁력을 강화하고 있다.

[자료 05] 비즈니스 모델

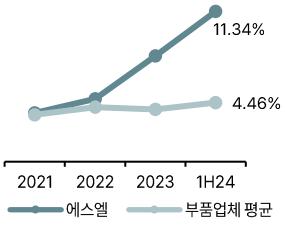


출처: Team R1

4. 재무분석

1) 수익성

[부품사 영업이익률]

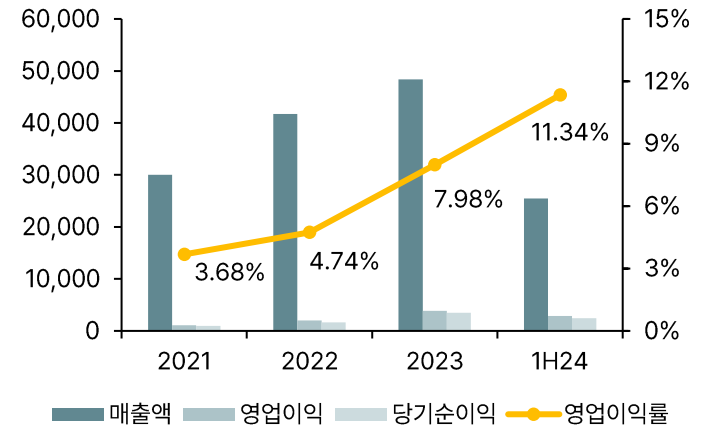


2024 년 상 반 기 동 사 의 **매 출 액 은 2 조 5,442 억 원 (+3.2%, YoY), 영 업 이 익 률 11.34%(+1.7%,YoY)**를 기록했다. 램프 적용 범위 확장과 더불어, 미국과 인도를 중심으로 현대차와 GM의 생산량이 증가하면서 동사의 매출액이 성장했다. 영업이익률의 경우, **동종업계 평균인 4.46%보다 약 2.5배 가량 높은 수준을 유지**하고 있는데, 이는 할로겐 램프 단가의 3.5배인 LED 램프의 매출 비중 증가에서 기인한다.

2) 안정성

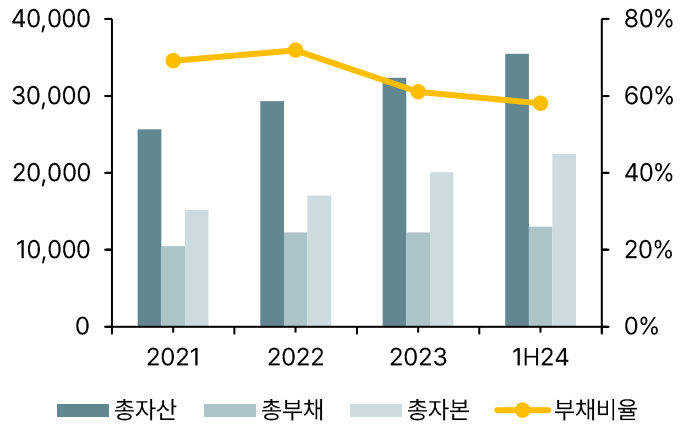
2024년 상반기 **동사의 부채비율은 58.1%, 유동비율은 198%**로 매우 안정적인 재무구조를 유지하고 있다. 특히, **동사는 1조 6,637억 원에 달하는 이익잉여금**을 보유하고 있는데, 이는 외부 차입금에 의존하지 않고도 신공장 증설 및 신사업 확장에 필요한 자금을 조달할 충분한 여력이 있음을 시사한다. 즉, 동사는 **9,143%에 달하는 높은 자본 유보율과 재무 건전성을 토대로 적극적인 투자활동을 진행**하고 있는 것으로 판단된다.

[자료 06] 수익성



출처: 에스엘 단위: 억 원, %

[자료 07] 안정성

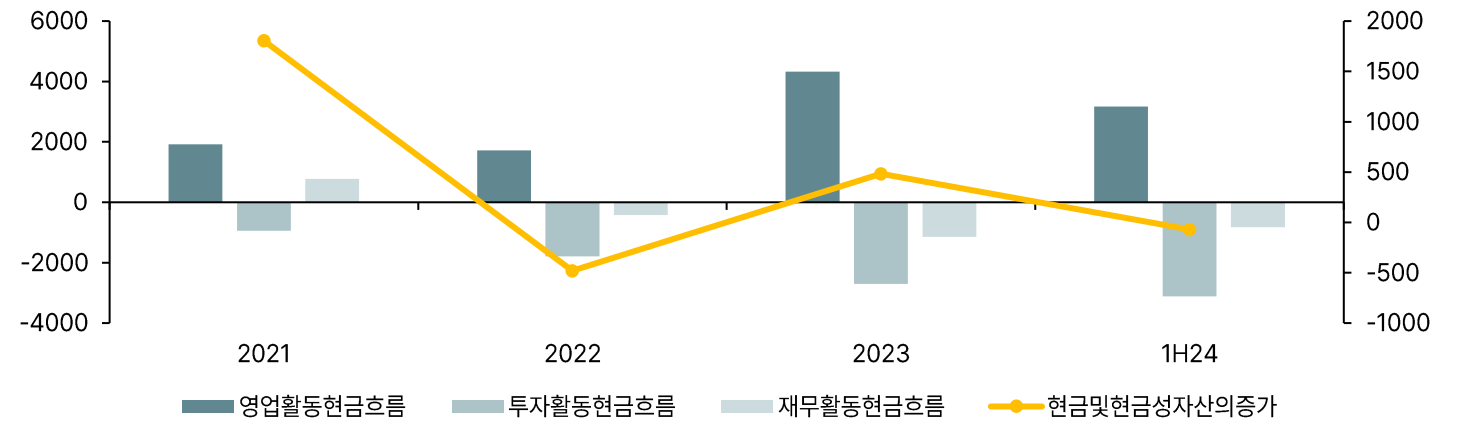


출처: 에스엘 단위: 억 원, %

3) 현금흐름

2024년 상반기 동사의 **투자활동현금흐름은 -3,111억 원으로, 전년 동분기 대비 73% 증가**했다. 이 중 유형자산 취득에 800억 원의 현금이 투입되었으며, 이는 생산효율성 증대로 이어져 안정적인 매출 성장에 기여할 것으로 기대된다.

[자료 08] 현금흐름



출처: 에스엘 단위:억 원,%

산업분석

1. 부품 산업을 업고 있는 전방산업, 완성차 시장 check

자동차 부품시장은 완성차 시장의 업황을 따르기 마련

에스엘은 전방사인 완성차 기업의 외형 성장을 바탕으로 도약을 위한 발걸음을 내딛을 것으로 기대된다. 완성차 기업의 성장성은 신차 출하량 대수 증가를 통해 드러나며, 수익성은 믹스 개선을 통해 구현된다. 이 같은 전방사의 실적은 부품사 제품 단가와 출하량으로 직결되므로, 실적성장이 담보된 전방사를 확보하는 것이 부품사 성장을 위한 핵심이다. 동사는 최대 고객사의 **1) 현대차그룹**과 **2) GM**으로, 전방사의 화려한 실적은 동사의 실적으로 이어질 것이다.

1) 현대차, 근거 있는 글로벌 3위 완성차 기업

현대차그룹은 ICE/EV/HEV 등 모든 차종 부문에서의 경쟁력을 갖추며 글로벌 3위의 완성차 기업으로 도약했다. 이 같은 성과는 **① 포트폴리오 다각화를 통한 성장성 담보**와 **② 고급화 전략을 통한 믹스 개선이 담보하는 수익성** 측면에서 기인한다.

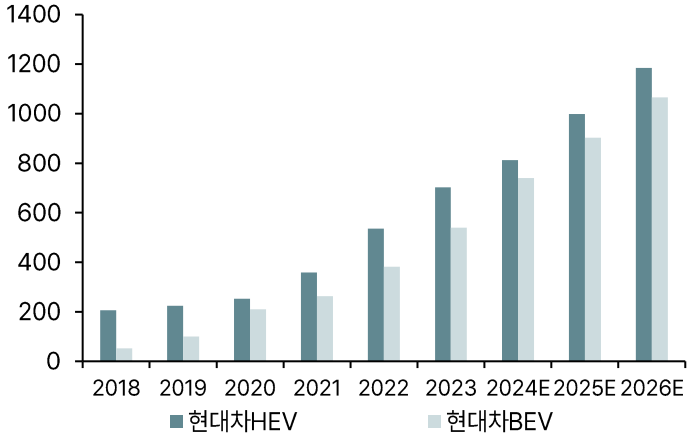
못 하는 걸 못 한다, ICE, EV, HEV, 레쓰고

① 현대차는 ICE/EV/HEV 등 **포트폴리오 다각화를 통해 어떠한 시장 상황에도 유연히 대처하며** 안정적으로 외형성장을 이루어내고 있다. 특히 글로벌 top-tier 수준의 친환경차 경쟁력은 지난 몇 년간 현대차가 글로벌 3위의 기업으로 성장하였다. 또한 EV 캐즘의 도래로 포트폴리오 다각화에 실패한 기업의 성장성이 저하되는 국면에서도, 현대차는 EV 수요를 ICE와 HEV로 온전히 흡수해 냈다. 이는 현대차가 차종에 구애받지 않는 상품경쟁력을 갖추어 어떤 위기 상황에도 시장의 선택을 받는 든든한 전방사임을 증명한다. 따라서 현대차는 향후에도 다각화된 포트폴리오를 강화해 나가며, 장기적으로 성장해 나갈 전망이다.

전방사의 제품 믹스 개선으로 부품사의 마진 개선이 가능하다네요

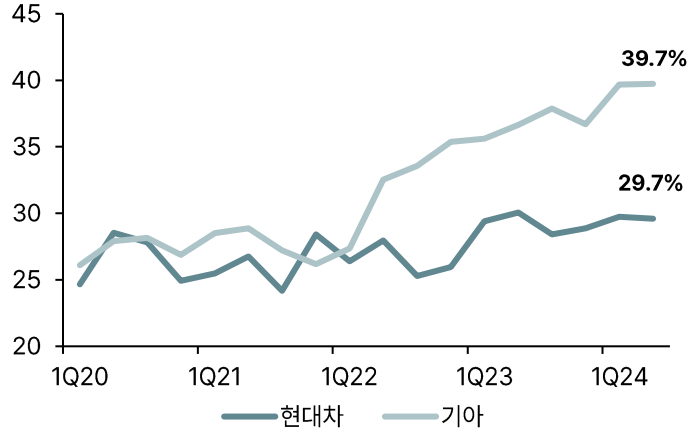
② 또한 현대차그룹의 **대형 세그먼트와 고급 세단 등 고부가가치 차량의 비중 확대를 통해 수익성** 개선을 꾀하고 있다. 현대차그룹의 믹스 개선을 견인한 주요 차종에는 그랜저, K8 이상급 고급 세단과 SUV 모델이 포함된다. 현대차의 전체 신차 출하량에서 주요 차종이 차지하는 비중은 2024년 2분기 기준 약 29.7%였으며, 기아의 경우 39.7%였다. 지난 4년 간 그룹 내 주요차종의 대수는 약 45% 증가하였으며, 이에 전체 차량 ASP는 약 69% 증가하였다. 이에 현대차는 전체 평균값을 상회하는 10% 이상의 OPM을 유지하고 있다. 현대차는 향후에도 주요차종의 비중을 증가시키는 고급화 전략을 고수하며 수익성을 확대해 나갈 전망이다.

[자료 09] 현대차그룹 HEV 판매 대수 지속 증가



출처: 현대차, 기아, DB금융투자 단위: 대(좌),%(우)

[자료 10] 현대/기아차 주요차종 판매비중 그래프



출처: 현대차그룹 단위: %

2) GM, 미국시장 트렌드를 관통하는 완성차 시장의 큰형님

[GMC 시에라 픽업트럭]

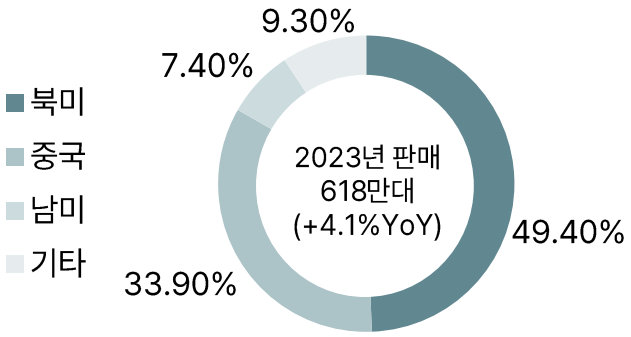
GM은 내연기관 시장의 전통적인 강호로, 픽업트럭과 SUV 등 대형 세그먼트를 필두로 한 미국 내 점유율 1위의 기업이다. 이러한 대형 세그먼트 위주의 상품 라인업은 **① 미국시장 트렌드에 완벽히 부합하여, 장기적인 성장성**은 물론 **② 고부가가치 제품 중심의 포트폴리오로 수익성**을 담보한다.

① GM은 **소비자의 취향에 완벽히 부합하는 대형 세그먼트** 분야에서 강한 브랜드 파워를 보유하여, 안정적인 성장성 확보가 기대된다. GM은 미국 시장의 18%를 점유하는 미국 내 1위 기업으로, 핵심 경쟁력은 쉐보레 트래버스, 쉐보레 이쿼녹스 등 대형 세그먼트에 있다. 2023년 기준 미국 내 판매량 상위 차종 3개는 모두 픽업트럭으로, GM의 차량 출시 기조에 정확히 부합한다. 이러한 경쟁력을 바탕으로 지속적인 성장 기반을 다져온 GM은 향후에도 미국 자동차 시장에서 확고한 리더로 자리매김 할 것이다.

[쉐보레 트래버스]

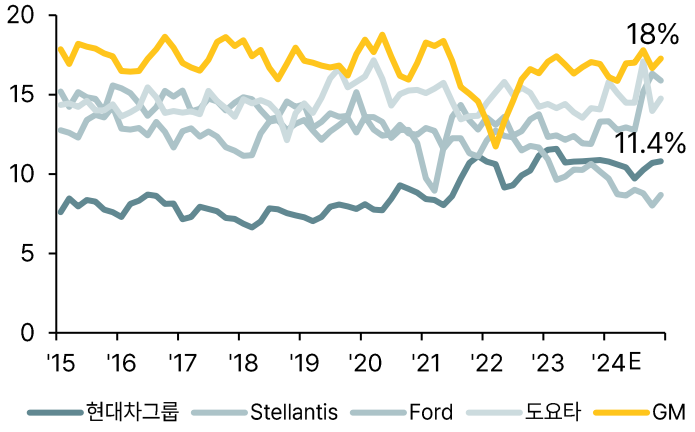
② GM의 핵심 상품인 **픽업트럭과 대형 SUV는 대표적인 고마진 상품**으로, GM 매출의 70%를 구성하며 오랜 기간 수익성을 견인해오고 있다. GM은 SUV 시장 내에서는 49년간 판매량 1위를 이어오고 있으며, 풀사이즈 픽업 시장에서도 4년 연속 1위를 차지해오고 있다. 따라서 GM은 늘 그래왔듯 고마진 제품 위주의 대형 세그먼트 출시에 집중하며, 꾸준한 실적 확보를 기반으로 수익성을 담보해 나갈 것으로 기대된다.

[자료 11] GM 지역별 판매 비중



출처: GM, 삼성증권

[자료 12] 미국 자동차 시장 점유율 추이



출처: 삼성증권, Team R1 단위: %

2. 뛰는 완성차 시장 위에, 날아오를 부품사 최선호주 헤드램프

P와 Q가 모두 증가하는 자동차 부품 최대 수혜자

이러한 완성차 기업의 성장을 필두로, **전방사의 성장성을 능가하여 폭발적으로 성장**해 나갈 부품기업에 대한 옥석 가리기가 필요하다. 헤드램프는 전방산업의 성장을 초월할 수 있는 폭발적인 잠재력을 지니고 있으며, 이는 헤드램프가 **1) 차량의 동력원에 상관없이 모든 차종에 탑재된다는 점**과, **2) 부품주 중 가장 ASP 상승률이 크다는 점**을 근거로 한다.

1) 헤드램프는 EV/ICE/HEV를 가리지 않고 **모든 차종에 납품되어 자동차 시장의 외형성장에 따른 물량 확보**의 수혜를 볼 수 있다. 자동차 시장의 전동화 트렌드로, 기존의 ICE 차량의 동력을 담당했던 엔진, 변속기와 같은 부품은 배터리팩, 모터, 인버터 등으로 대체되고 있다. 이들 부품은 EV/ICE 차량의 출고 대수에 직접적인 영향을 받는 반면, 헤드램프는 모든 차종에 납품되어 안정적으로 물량을 확보할 수 있다.

ASP 증가로 부품사 최대 고민인 마진율 하방 압력을 타파

2) 차량의 동력원에 관계없이 모든 차종에 탑재되는 자동차 부품 중에서도, 헤드램프는 ASP 상승을 통해 부품사 중 가장 높은 수익성을 보여줄 것으로 기대된다. 자동차 램프의 매출비중이 80% 이상인 에스엘의 영업이익률은 약 9.1%로, 샤시(화신, 6.0%), 냉방기(한온시스템, 2.5%) 등 판매량 확보가 용이한 부품 중에서 가장 높았다. 따라서 **헤드램프 기업은 부품주 중 top-tier 수준의 마진율**을 필두로, 자동차 시장의 성장률을 초월하여 폭발적으로 성장해 나갈 최선호 부품으로 기대된다.

3. 글로벌 헤드램프 부품시장 옥석 가리기

자동차 부품기업은 전방사의 성장성과 밀접한 관계를 맺는다. 또한 자동차 부품사는 완성차 기업과 오랜 기간 헤드램프의 R&D 및 디자인을 공동개발하여 밸류체인 내 탄탄한 진입장벽을 형성하였다. 따라서 글로벌 헤드램프사의 주요 납품 레퍼런스를 통해 해당 기업의 성장성을 가늠해볼 수 있으며, 램프사는 주요 거점 지역을 기준으로 크게 **유럽, 일본, 한국** 기업으로 구분된다.

아시아 vs 유럽 헤드램프사 : 전방사 경쟁력 check

꽁꽁 얼어붙은 유럽 부품사 위로 에스엘이 걸어다닙니다

유럽 헤드램프사는 일본과 한국 부품사 대비 제품 레퍼런스 측면에서 열위가 있어, **기존 고객사의 실적 악화로 인한 판가 하락의 리스크가 존재**한다. 유럽 부품사들은 BMW, VW 등 내연기관 위주의 완성차 기업을 주요 고객사로 두고 성장해 왔다. 이들 고객사는 전통 내연기관 시대의 강자로서, EV/HEV 기술력 열위로 시장 점유율이 점차 하락하고 있는 추세이다. 전방사의 펀더멘털 악화는 결국 부품사에 대한 지속적인 판가 하방 압력으로 작용하므로, 유럽 부품사의 점유율 확대는 제한적일 것으로 전망된다.

[자료 13] 글로벌 헤드램프 부품사 비교

부품사	시가총액(원)	주요 활동 지역	최대 고객사	고객사의 EV 경쟁력	영업이익률
Valeo	3.4조	유럽	BMW, VW	-	3.9%
Marelli	-			-	-
Forvia	2.2조			-	5.2%
Koito	5.8조	일본	Toyota, Honda	개조된 EV 플랫폼 보유	6.8%
Stanley(Hella)	4.3조				7.4%
에스엘	1.5조	한국	**현대차, 기아**	EV 전용 플랫폼 보유	9.1%
현대모비스	20.7조				4.3%

출처: 각 사, Bloomberg, Team R1

한국 vs 일본 헤드램프사 : 결국은 현대차 vs 도요타

각국 부품사의 경쟁력은 이들 최대 고객사인 현대차와 Toyota의 EV 시장 내 성장여력을 통해 파악할 수 있다. 헤드램프는 ASP의 가파른 상승 측면에서 타 부품에 대한 경쟁력을 가지며, 이는 헤드램프 시장 내 LED 전환 추세로부터 영향을 받는다. 이 같은 트렌드는 전력효율의 향상에서 기인하며, 궁극적으로는 EV의 확대라는 메가트렌드의 연장선에 있다. 따라서 EV 시장 내 기술력으로 상대적 우위를 가진 현대차의 밸류체인에 속한 부품사가 더 큰 수혜를 볼 수 있을 것으로 기대된다.

플랫폼 : 자동차의 골격. 차량의 주행성능, 연비, 실내 공간 등을 결정한다.

현대차의 EV 시장 내 기술력은 **독자적인 EV 전용 플랫폼 기술력**에서 기인하며, 현대차는 이를 기반으로 EV 시장 내 독보적인 성장성을 보여줄 수 있다. 자동차 플랫폼은 자동차의 골격으로서, 차량의 주행성능, 연비 및 실내공간으로 직결된다. HEV 플랫폼을 EV에 맞게 개조한 도요타의 e-TNGA와는 달리, 현대차는 EV 전용 플랫폼인 E-GMP를 개발하여 EV 시장 내 경쟁력을 다른 차원으로 끌어올렸다. EV 전용 프레임을 통해 현대차는 ICE와는 구별되는 EV만의 기능을 극대화하는 차량 설계가 가능하다. 또한 차종에 구애받지 않는 EV 라인업의 확장을 가능케 한다. 따라서 현대차는 EV 제품경쟁력 확대는 물론 빠른 EV 출시 사이클을 통한 외형 성장이 기대되며, 이에 따라 한국 헤드램프사가 가장 큰 수혜를 볼 전망이다.

독보적인 영업이익률의 헤드램프사 Top-pick, "에스엘"

부품사의 최대 관건 : "영업이익률"

따라서 최대 고객사의 EV/HEV 시장 내 성장에 따라 한국 부품사가 최대 수혜자가 될 것으로 기대된다. 국내 헤드램프사 중에서도 독보적인 영업이익률을 바탕으로 수익성까지 담보된 자동차 헤드램프 최선호주 **에스엘을 Top-pick**으로 제시한다.

투자포인트

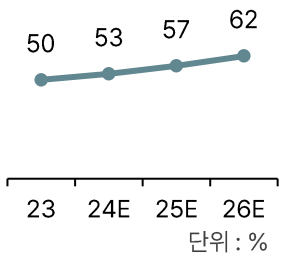
동사의 헤드램프 향 매출액은 **2025년 3.01조 원, 2026년 3.28조 원**으로 전망되며, 이는 LED 채택률 증가를 통한 ASP 상승과 고객사의 외형성장을 통한 동사의 매출액 상승으로 구체화된다.

1. 값비싼 LED 헤드램프의 시대, 돈방석 준비 갈 완료

1) 고수익을 담보하는 LED 램프

동사는 헤드램프 ASP의 상승을 통해 부품시장 내 독보적인 영업이익률인 8.6%를 달성할 전망이다. 동사의 이같은 ASP 상승은 **① 전력효율이 높은 LED 램프로의 전환 추세**와, **② 고급 세단 라인 중심의 프리미엄 LED 램프 탑재**를 통해 가시화될 전망이다.

[LED 램프 채택률 증가]



① 자동차 산업 내 메가트렌드인 전동화에 따라, 헤드램프는 할로겐 램프에서 전력효율이 우수한 LED 램프로 전환되고 있는 추세이다. LED 램프는 할로겐 램프에 비해 최대 3.5배 가량 단가가 높다. 2023년 기준 동사의 쏘나타(DN8)향 LED 프로젝션 헤드램프의 가격은 24만 원으로, 6.8만 원인 할로겐 램프 단가의 약 3.5배이다. 한편 동사의 램프 매출 중 LED의 비중은 향후 10%p 이상 증가하여, 2026년 62%에 이를 전망이다. 따라서 LED 램프의 채택률 증가로 헤드램프의 ASP는 약 50% 상승할 것으로 기대된다.

MLA기술: 슬림한 외형과 독보적인 시야 확보 능력으로, 초정밀 제조기술을 요함

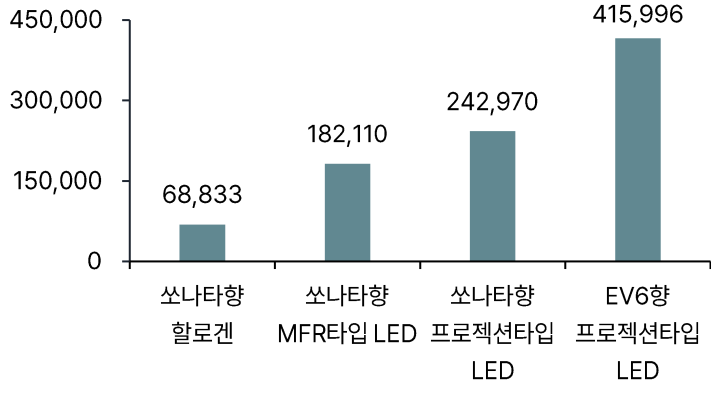
② 또한 현대차의 고급화 트렌드에 따른 **고급 헤드램프의 납품 증가** 역시 ASP 상승에 기여한다. 제네시스 G90의 헤드램프 단가는 중형 세단에 납품되는 LED 램프의 약 3배로 파악된다. 동사는 G80을 제외한 제네시스의 전 모델에 LED 램프를 납품 중이다. 현대차는 제네시스 등 프리미엄 세단을 중심으로, IFS와 MLA기술이 적용된 고급 헤드램프를 탑재하여 모빌리티의 고급화를 선도하고 있다. 현대차는 향후 고급 부품 적용 범위를 2024 팰리세이드 풀체인지 모델, 2026 뉴 그랜저 등으로 확대할 전망이다. 따라서 전방사의 고급 헤드램프 채택률 증가를 통해 동사의 ASP 상승이 기대된다.

2) 전방사의 인센티브 비용 절감으로 마진율 보장

한편 동사는 최대 고객사인 **현대차의 미국 내 인센티브 비용 절감**으로 **마진율 하방을 든든히 방어**할 전망이다. 현대차는 조지아 신공장 신설을 통해, 미국 정부로부터 완성차 대당 7,000~10,000달러 가량의 IRA 보조금을 지원받을 예정이다. 이는 동사의 최대 고객사인 현대차그룹의 마진율 방어로 이어져, 궁극적으로는 현대차에 납품하는 부품사의 마진 개선으로 이어질 전망이다. 동사는 국내 부품사 중 top-tier 수준의 미국향 매출비중을 보유함과 동시에 현대차그룹의 미국 모델에 대한 부품을 독점적으로 공급하고 있다. 이를 통해 동사는 2026년까지 영업이익률 8.6%을 달성, 자동차 부품 최선호주로 자리매김할 전망이다.

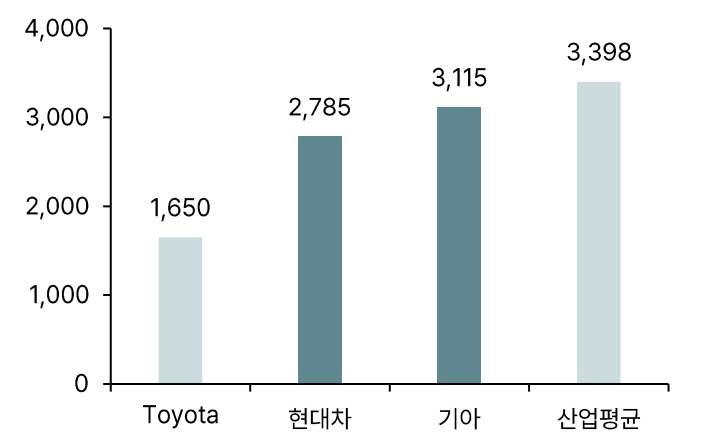
인센티브: 딜러에게 재고관리·판매의 대가로 지급하는 대금

[자료 14] 에스엘의 램프 종류별 가격 비교



출처: 에스엘 단위 : 원

[자료 15] 미국 주요 완성차 OEM 인센티브 비교



출처 : Automove news, DB 금융투자 단위 : $

2. 탄탄한 시장의 튼튼한 고객사, 에스엘 매출 끌어~올려

글로벌 자동차 판매 비중
2위: 미국(18%)
3위: 인도(6%)

현대차그룹과 GM의 성장은 곧 동사의 매출 상승으로 이어진다. 동사의 최대 고객사인 두 기업은 미국과 인도 시장에서 높은 판매량을 기록하고 있어, **동사의 2026년 미국 생산 매출은 1.5조 원, 인도 생산 매출은 4,824억 원을 달성할 전망이다.**

1) 미국, 글로벌 자동차 시장의 핵심

① 현대차: 110만 대 CAPA가 완성되면 램프 수주는 LEVEL UP!

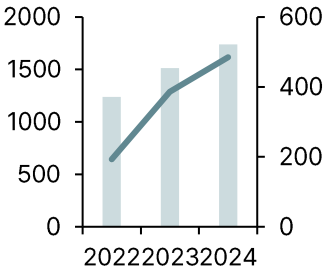
동사는 현대차의 증설로 인한 생산량 증가로 **2025년 1,627억 원, 2026년 3,572억 원의 추가적인 매출을 확보**할 것으로 전망한다. 현대차는 현재 70만 대 수준의 미국 CAPA를 2026년까지 이를 110만대로 확대할 전망이며, 이는 현대차 미국 생산 모델에 사용되는 **헤드램프를 독점적으로 공급하는 동사의 직접적인 수혜**로 작용할 전망이다.

증설하면
하는만큼
도움되는
고객사

기존 대형 차종 중심의 CAPA에 더해지는 이번 40만 대 규모의 신규 증설분은 할로겐 램프에 비해 ASP가 높은 LED 램프가 확정적으로 채용되는 EV 공장이다. 해당 공장의 증설이 완료된다면 납품 물량의 증가로 인한 매출액 증가와 더불어 높은 ASP에서 비롯되는 수익성의 증가 역시 누릴 수 있을 것으로 전망한다. 실제로 동사는 이미 신규 공장 내 전기 픽업트럭 헤드 리어램프를 수주하였으며, 향후 아이오닉 5, 아이오닉 9 등 HEV 차량에도 램프를 공급할 예정이다. 나아가 증설 후 라인 효율화를 통해 40만대 이상의 CAPA를 확보한다면 동사의 이익 성장은 가파르게 진행될 것으로 전망한다.

② GM: 우리 멕시코에서 또 만나요

[에스엘아메리카
매출액/영업이익]



(단위 : 십억 원)

동사는 **멕시코 공장 증설을 통해 북미 시장 1위 자동차 업체인 GM의 멕시코 공장 생산 물량을 추가로 수주할 것**으로 전망한다. 동사는 북미 시장 대응 여력을 높이고 원가를 절감하기 위해 멕시코 공장을 증설하고 있으며, 해당 공장은 2026년 초 가동이 예정되어 있다. 현재, 멕시코에서 운영하고 있는 GM의 공장은 수익성 확보를 위해 신속한 현지 부품 조달 방식을 선호한다. 이에, 미국에서 GM사에 수년간 양질의 제품을 납품해 오고 아시아 최초로 GM의 최우수 협력업체 상을 수상한 레퍼런스를 바탕으로 멕시코 시장에 진출할 수 있을 것으로 전망한다. 나아가, GM은 현대차와의 MOU를 통해 비용 절감을 목표로 하고 있어, 한국 부품사 채용이 더욱 유리해질 것으로 전망한다. 따라서, GM이 현대차와의 협력으로 멕시코에 진출한 동사의 헤드램프를 적극 채용할 시, 동사의 시장 확대를 비롯한 매출 성장 가속화가 기대된다.

[자료 16] 현대차 미국 생산공장 CAPA 및 모델

미국 공장	CAPA	생산 모델
앨라배마	36만대	투싼, 싼타크루즈, 싼타페 HEV, GV70, GV70 EV
조지아 메타플랜트	40만대	아이오닉5, 아이오닉9, EREV
조지아 기아공장	34만대	옵티마, 스포티지, 쏘렌토, 텔루라이드, EV9

출처: 현대차

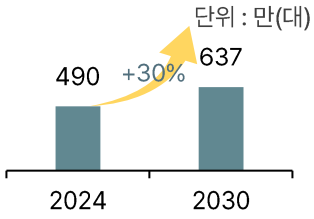
[자료 17] GM – 현대차 협력 사항

공동 생산	GM은 글로벌 35개 공장 보유 현대차는 글로벌 17개 공장 보유 GM의 브라질, 멕시코 등 신흥시장 공장 활용
기술 시너지	현대차의 하이브리드, 전기차 기술 공유 GM의 대형 SUV, 상용차, 픽업 강점 전기차, 수소 등 미래차 공동 개발
원자재 소싱	철강, 배터리 등 전기차 소재 통합 소싱

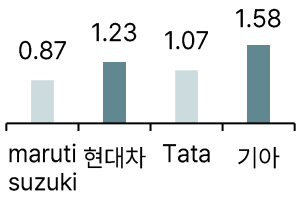
출처 : 현대차

2) 인도 시장, 글로벌 자동차 시장의 전략적 요충지

[인도 자동차 시장 전망]



[현대차 인도시장 내 ASP]

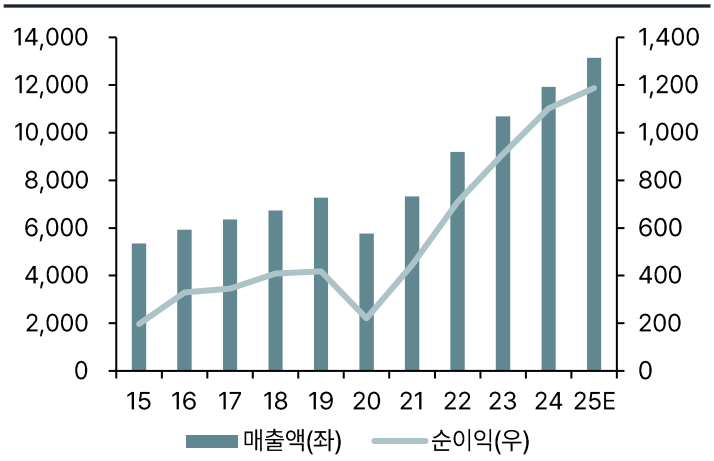


동사는 인도에서 2026년 4,824억원의 매출액을 달성할 전망이며, 현대차 그룹에 헤드램프를 100% 독점 납품해 높은 성장세를 보여줄 것으로 전망한다. 2023 기준으로 현대차는 인도 시장의 14%를 점유하고 있으며 **① 증설과 IPO를 통한 투자확대, ② 고급화 신차 출시**를통해 시장 점유율을 확대해 나갈 전망이다.

① 현대차는 2023년 탈레가온 공장 인수와 아난티푸르 공장 증설을 통해 2026년 총 CAPA 150만대를 확보할 전망이다. 현대차는 CAPA 증설과, IPO를 통한 투자확대로 시장 내 점유율을 확대할 것으로 예상된다. 인도 시장 내 자동차 수요는 빠르게 증가하고 있기에, 현지 생산 대응 능력은 향후 시장 점유율 선점에 있어 중요한 요소로 작용한다. 또한 인도 IPO를 통해 약 4조의 추가 자금을 조달할 예정인데, 이를 통한 미래 CAPA 증설 역시 기대되는 상황이다.

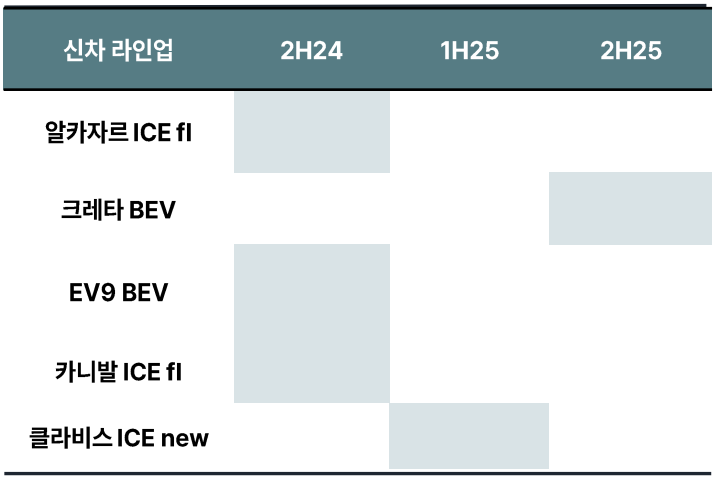
② 고급 차량 위주의 신차 출시는 LED 램프 채택 비중의 증가로 귀결되어, 동사의 ASP 개선과 마진율 상승은 필연적이다. 현대차는 고급화 전략을 통한 믹스 개선으로 로컬 1·3위 업체 대비 약 30% 높은 ASP를 유지해 왔다. 2025년 이후에도 고급차 중심의 신차 출시를 통해 인도시장 내 점유율을 확대할 것이다. 알카자르, 클라비스 등 SUV와 크레타, EV시리즈 등 고급 차량 출시로 시장 내 하이엔드 브랜드 이미지를 공고히 함과 동시에 동사의 LED 램프 채택은 지속적으로 증가할 전망이다.

[자료 18] 현대차 인도향 매출액 및 순이익



출처: 삼성증권, Team R1 단위 : 십억 원

[자료 19] 인도 시장 신차 사이클

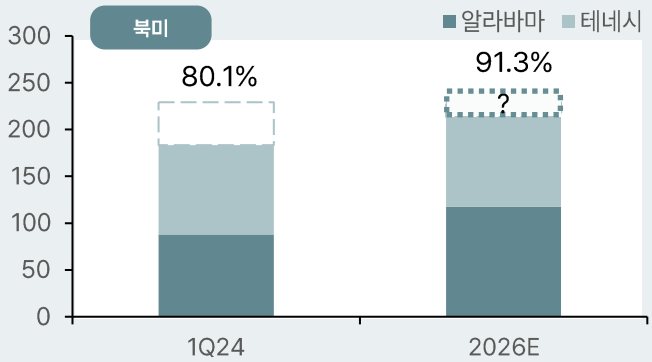


출처 : 미래에셋증권, Team R1 단위 : %

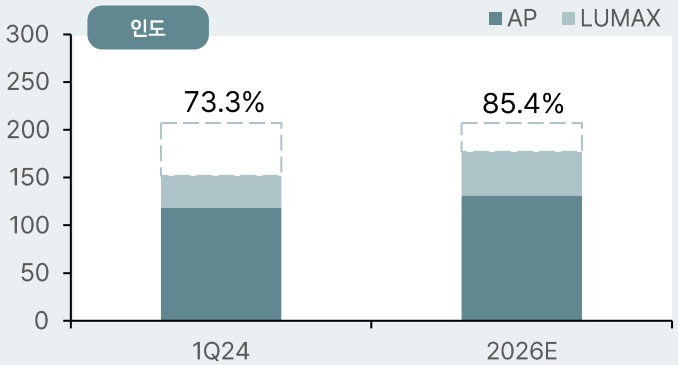
CAPA CHECK!

에스엘 북미 공장 CAPA 및 가동률 + 에스엘 인도 공장 CAPA 및 가동률

현대차 그룹의 북미,인도 CAPA 확보에 맞추어 동사가 해당 물량에 대한 대응이 가능한지 점검해볼 필요가 있다. 현대차 그룹은 북미에서 약 40만대, 인도에서 2026년 약 30만대의 CAPA를 추가 확보할 예정이다. 동사의 북미, 인도 현지 공장은 각각 50만대의 자동차에 대응할 추가 생산여력이 남아있어, 향후 전방사의 추가 CAPA에 대한 대응여력이 충분하다. 특히 북미 시장의 경우 동사가 멕시코에 추가 현지 공장 증설을 계획하고 있어 장기적 대응여력도 충분하다.



출처: 에스엘, 현대차그룹, GM, Team R1



출처: 에스엘, 현대차그룹, Team R1 단위 : 만 대

3. 부업까지 잘하는 에스엘, 그저 빛

그릴램프, BMS, 에스엘 레츠고

동사는 국내 램프 시장에서의 독보적인 입지를 공고히 하는 한편, 적극적으로 제품 포트폴리오를 다각화하고 있다. 이는 **1) 램프 제품 다변화, 2) 차량 배터리 시장으로의 진출**을 통해 가시화될 전망이다.

1) 여보! 아버님 차에 그릴램프 하나 놓아 드려야겠어요

동사는 세계 최초로 히든라이팅 기술 개발에 성공하였으며, 이는 최근 신규 수요가 발생하고 있는 센터 그릴 램프에 본격적으로 적용될 예정이다. 이에, 동사 **그릴램프 매출액은 2025년 6,272억 원, 2026년 6,769억 원을 달성할 전망**이다.

보기 좋은 그릴이 사기도 좋다

최근 자동차 트렌드가 내연기관차에서 전기차로 전환되면서, **라디에이터 그릴은 연소와 냉각이라는 기능을 넘어 브랜드 정체성을 나타내는 디자인적 요소로 새로이 부각**되고 있다. 특히, LED 등을 차량 전면부에 배치하는 형태의 그릴이 주목받고 있는데, 이는 **동사가 개발한 히든라이팅 기술과 높은 연관성**을 가진다. 히든라이팅은 점등 시에는 헤드램프의 역할을 도맡다가 빛이 사라지면 가니시로 탈바꿈하는 세계 최초의 디자인 특화 기술이다. 동사는 이를 접목한 '히든라이팅 그릴 램프'를 양산 중에 있으며, 현재 현대차의 더 뉴 그랜저, 투싼 및 기아차의 EV9에 탑재되어 있다. 현대차는 '스타리아'를 필두로 그릴램프 탑재 범위를 전차종으로 확대하고 있으며, 향후 **현대차 신차 사이클에 동행하여 동사 그릴램프의 지속적인 수요가 발생할 것으로 판단된다.**

2) 새로운 성장 동력, BMS

전기차 시장의 가니쉬, BMS

동사의 사업 다각화는 BMS까지 이어진다. 동사는 전기차 트렌드에 발맞춰 BMS를 구성하는 각종 배터리 및 HEV BMS 등을 선행개발 하였으며, 시장 내 독보적인 IBS 기술력을 고도화하였다. 이를 토대로 **기아차와 2024년부터 2030년까지 2,205억 원 규모의 수주계약을 체결하며 본격적인 매출이 발생할 전망이다.**

램프에 전장 부품까지?? 완전 럭키비키자나~

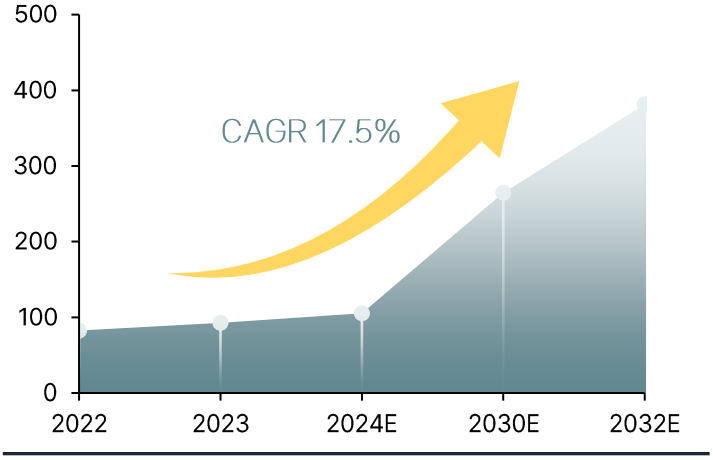
BMS는 전기차의 주행 성능과 안전을 보장하는 핵심 기술로, EV 및 HEV의 심장부라 할 수 있다. 현대차그룹은 BMS 고도화를 위해 다양한 배터리 제조사와 협업하고 있으며, 동사는 2021년부터 수주 계약을 통해 현대차에 BMS를 납품하고 있다. 현재 동사는 뛰어난 센싱 기술력을 바탕으로 다양한 타입의 EV BMS 및 배터리 시스템 연구 개발을 진행 중이며, 이를 통해 종합 전장 부품회사로의 도약을 계획하고 있다. 동사는 현재 기아 EV3, EV4에 BMS를 공급하고 있으며, **현대차의 전기차 사이클에 따른 추가적인 수주**가 기대된다. 특히, **인도시장에서 파생 전기차를 중심으로 한 신차 모멘텀이 가시화됨에 따라 동사가 BMS 관련 신규 수주를 확보할 것으로 판단된다.**

[자료 20] 내연기관차(과거) 및 전기차 그릴 비교

비교 기준: 그릴	내연기관차	전기차
냉각 기능	가능	가능
라디에이터 보호 기능	가능	가능
결정적 디자인 요소	해당	해당
필수 구성 요소	해당	미해당
히든라이팅 기술 적용	미해당	해당

출처: 언론 종합, Team R1

[자료 21] 글로벌 BMS 시장 규모



출처: 포춘 비즈니스 인사이트 단위: 억 달러

Valuation

1. 매출추정

본 팀은 동사의 매출액을 2025년 56,079억 원(+8.6% , YoY), 2026년 60,181억 원(+7.3% , YoY)으로 가정했으며, **1) 램프, 2) 전동화, 3) 기타(금형, 미러)** 사업부로 구분하여 추정했다.

1) 램프

본 팀은 램프 매출액을 동사의 주요 고객사인 **현대차그룹과 GM, 기타 고객사**로 나누어 추정했다. 주요 고객사 중 현대차와 기아차는 헤드램프, 무드램프, 그릴램프를 차량에 탑재하고 GM은 헤드램프를 차량에 탑재하는 것으로 파악했다. 다트에 공시된 차종을 바탕으로 동사의 납품 차량 유형을 차량 가격, 고객사별 차종, 동력원별로 설정하여 추정해주었다(Appendix 참고).

차량 유형	차량 가격(만 원)	차량 분류	전기차
I. 투싼	3000~4000	SUV	X
II. 펠리세이드	4000~5000	SUV	X
III. 아이오닉5	5000~6000	SUV	O
IV. EV6	5000~6000	SUV	O
V. 쏘나타	2500~3500	세단	X
VI. 제네시스	5500~10000	세단 & SUV	O

① 현대차그룹

본 팀은 현대차와 기아차에서 발간하는 '차종별 매출실적', '해외공장 판매실적'을 통해 현대차그룹에 납품하는 차량을 파악했다. 이를 바탕으로 **헤드램프, 무드램프, 그릴램프**향 매출액을 **국내**와 **해외**로 나누어 추정했다.

[헤드램프 국내 , 해외 P]

본 팀은 완성차그룹의 동사 LED 램프 채택율을 완성차 60%, 전기차 72%로 파악했다. 다트에 공시된 MFR타입 LED 헤드램프, 프로젝션타입 LED 헤드램프의 채택 비율을 평균으로 반영 후 할로겐 램프 비율 조정을 통해 동사 LED램프 채택율에 적용했다. 이에 차량별 유형에 따라 DRL 램프를 더해 공시 차량별 헤드램프 단가를 추정했다. 제네시스 차량에 탑재되는 고급 헤드램프는 별도 공시가 없어 공시된 램프 중 최고가인 EV6의 프로젝션 타입 LED 헤드램프를 적용하여 FLAT 처리했다. 또한 일반적으로 차량별 가격과 램프 단가가 유사한 상관관계를 가지므로 공시 차량 가격을 바탕으로 동일 유형 차종의 헤드램프 단가를 추정했다.

동사의 과거 LED 헤드램프 채택 추이를 통해 향후 LED 헤드램프가 1년에 4%씩 오를 것으로 가정했다. 따라서 램프 내 LED헤드램프와 할로겐 헤드램프의 비율 조정을 통해 헤드램프 국내 P를 추정했다. 또한 모델별로 풀체인지 일정을 따라 가격 추정에 반영했다. 해외 P 또한 동일 논리를 적용했으며 동사의 국내, 미국 공장 ASP는 약 42% 차이가 나타나기 때문에 추정한 국내 P에서 42%를 할증하여 미국 판매 단가를 추정했다. 인도와 기타 지역에는 차량별 판매가격을 바탕으로 추정했다. << 에스엘 공장 ASP.

차량 유형	헤드램프 P 추정 논리	증가율
완성차	0.3 * MFR타입 LED 헤드램프 + 0.3 * 프로젝션타입 LED 헤드램프 + 0.4 * 할로겐 램프 (차량 유형별로 DLR 램프 적용)	분기당 LED 헤드램프 비율 1% 증가
전기차	0.36 * MFR타입 LED 헤드램프 + 0.36 * 프로젝션타입 LED 헤드램프 + 0.28 * 할로겐 램프 (차량 유형별로 DLR 램프 적용)	
제네시스	EV6 프로젝션타입 LED 헤드램프	FLAT

[헤드램프 국내 , 해외 Q]

본 팀은 올해 상반기 현대차그룹 판매량에서 현대차그룹 내 동사의 점유율인 약 70%를 반영하여 헤드램프 판매량을 추정했다. 24년 하반기 판매량은 24년 상반기 판매량의 평균값을 반영했고, 향후 국내 판매량은 국내 자동차 시장 성장률을 적용했다. 신차는 과거 유사 차종 판매량을 반영하여 추정했다. 26년도부터 가동하는 울산 전기차 공장 CAPA에 동사의 점유율을 적용하고 과거 차량 판매량을 토대로 전기차에 반영했다. 동사는 미국과 인도에서 현대차그룹 내 점유율 100%를 차지하고 있으므로 이를 반영했고 글로벌 자동차 시장 성장률을 적용했다.<< 전체 2퍼 또한 미국 내 증설된 전기차 공장에 가동률을 적용한 30만 대를 미국에서 판매중인 전기차에 반영했다. 인도는 GM 공장 인수 및 CAPA 증설을 통해 증가된 30만 대를 과거 차량 판매량을 바탕으로 신차에 반영하여 추정했다.

단위 : 억 원	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
국내 헤드램프	2,144	2,276	2,236	2,304	8,960	9,429	9,828
해외 헤드램프	2,709	2,826	2,798	2,829	11,162	12,889	13,408
헤드램프 총 매출	4,853	5,102	5,034	5,133	20,122	22,317	23,236

[무드램프 국내 , 해외 P]

동사의 무드램프 단가는 10만원대로 DRL 램프와 가격이 유사한 점을 활용하여 투싼과 펠리세이드의 DRL 램프 단가를 적용했으며 차량 가격을 바탕으로 차량별 무드램프 단가를 추정했다. 향후 무드램프의 국내 P에 대해서는 추후 변동요인을 찾지 못해 FLAT 처리했다. 해외는 동일 논리를 적용했으며 미국 판매 차량에 대해서만 동일차종의 국내 P에 42%를 할증하여 추정했다. 기타지역은 판매 가격을 바탕으로 추정했다.

[무드램프 국내 , 해외 Q]

본 팀은 현재 무드램프 옵션이 확대되고 있는 시점이 초기인 점을 바탕으로 현재 무드램프를 장착하고 있는 아이오닉6에만 무드램프향 매출액을 추정했다. 아이오닉6와 향후 무드램프를 탑재하여 출시하는 SUV 전기차, 텔룰라이드에는 과거 판매추이를 반영한 판매량에 채택율 100%를 적용해 추정했다. 해외 또한 국내와 동일 논리로 추정했으며 텔루라이드는 채택율 100%로 반영했다.

단위 : 억 원	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
국내 무드램프	5	9	11	19	44	90	85
해외 무드램프	63	69	67	67	266	472	486
무드램프 총 매출	68	78	78	86	310	562	571

[그릴램프 국내 , 해외 P]

그릴램프의 ASP가 EV6의 프로젝션타입 LED 헤드램프와 유사하므로 이를 활용해 차량 가격을 바탕으로 차량별 그릴램프 단가를 추정했다. 향후 그릴램프의 국내 P에 대해서 추후 변동요인을 찾지 못해 FLAT 처리했다. 미국 지역은 동일차종의 국내 P에 대해 42%를 할증했으며 기타지역은 판매 가격을 바탕으로 추정했다.

[그릴램프 국내, 해외 Q]

본 팀은 그릴램프가 현대차 전 차종과 EV9에 적용되고 있는 것으로 파악했다. 그릴램프에 다수의 LED칩이 들어가고 있으며 LED 헤드램프와 유사한 높은 채택율을 보이고 있는 점으로 보아 현재 동사의 LED 헤드램프 채택율을 그릴램프 채택율에 적용했다. 향후 그릴램프 장착 차종에 과거 LED 램프 탑재율 추이를 적용하여 분기당 1%씩 증가로 가정했으며 헤드램프 추정 판매량에 그릴램프 채택율을 적용해 판매량을 추정했다. 신차는 가정한 그릴램프 옵션 채택율을 적용했으며 해외는 국내와 동일 논리로 추정했다.

단위 : 억 원	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
국내 그릴램프	651	710	689	733	2,783	2,997	3,363
해외 그릴램프	669	684	680	683	2,715	3,275	3,405
그릴램프 총 매출	1,319	1,394	1,368	1,416	5,498	6,272	6,769

② GM

본 팀은 GM에서 발간하는 '차종별 매출실적'과 '한국사업장 내수실적'을 통해 GM에 납품하는 차량을 파악했다. 이를 바탕으로 **헤드램프** 향 매출액을 **국내**와 **해외**로 나누어 추정했다.

[헤드램프 국내 , 해외 P]

GM의 경우 구체적인 램프 단가 추정이 불가능하여 현대차 램프 단가 추정과 동일하게 다트에 공시된 차량별 헤드램프 단가에 차량 가격을 바탕으로 동일 유형 차종의 헤드램프 단가를 추정했다. 국내 P추정 논리는 현대차 헤드램프 논리와 동일하며 에스엘 국내, 미국 공장 ASP 차이를 바탕으로 미국 판매차량에 국내 단가의 42%를 할증하여 추정했다.

[헤드램프 국내 , 해외 Q]

동사는 국내 시장에서 GM 내 점유율 100%이며, 미국 시장 점유율은 IR 문의 결과 약 40%로 파악했다. GM 내 동사의 점유율을 바탕으로 판매량을 추정했고 국내 Q는 국내 자동차 시장 성장율을 반영해 추정했다. 또한 동사가 납품하는 GM은 북미에서 높은 점유율을 나타내고 있으므로 해외 Q는 북미 자동차 시장 성장율을 적용해 추정했다. 신차는 유사차종의 과거 판매량을 반영하여 추정했고 쉐보레 카마로가 단종되는 점을 반영했다.

③ 기타고객사

기타고객사로는 지리자동차, 동풍자동차, 포드가 있으며 본 리서치팀은 동사의 기타 고객사향 매출 추정이 불가능하다고 파악했다. 따라서 기타 고객사향 매출 비중이 최근 3개년 평균 21%인 점을 반영하여, 동사의 램프 매출액 중 기타고객사 비중을 21%로 적용하여 추정했다.

2) 전동화

본 팀은 전동화향 매출액에 BMS와 SBCM 수주 계약을 반영했다. 다만 수주 계약 내 연도별 매출 인식액을 알지 못해 평균값을 적용했다. 그 외에는 변동 요인을 찾지 못해 최근 3개년 평균값을 FLAT 처리하여 추정했다.

3) 기타(미러, 금형)

기타향 매출액은 최근 가파르게 증가하는 추세이지만 보수적 추정을 위해 24년 상반기 평균값을 FLAT 처리했다.

최종 매출액 Table

단위 : 억 원	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
램프	9,950	10,453	10,566	10,883	41,948	46,761	50,862
현대차그룹	6,241	6,574	6,480	6,635	25,930	29,152	30,575
GM	1,570	1,810	1,867	1,963	7,209	7,790	9,606
기타고객사	2,139	2,070	2,219	2,286	8,809	9,820	10,681
전동화	1,296	1,401	1,158	1,158	5,013	4,633	4,633
기타	1,213	1,130	1,171	1,171	4,685	4,685	4,685
총 매출	12,458	12,984	12,895	13,213	51,646	56,079	60,181

2. 비용추정

비용추정의 경우 **1) 매출원가, 2) 판매와관리비, 3) 영업외손익**으로 나누어 추정하였다.

1) 매출원가

매출원가는 변동비성 비용과 고정비성 비용을 고려하여 추정하였다. 매출원가에서 유의미한 비중을 차지하는 변동비성 항목은 '원재료와 상품 등의 사용액'이 있으며, 고정비성 항목으로는 '종업원 급여', '감가상각비' 등이 있다. 이외의 항목들은 매출액 대비 비중이 미비하기에 추이를 고려하여 5개년 평균 및 CAGR을 적용해주었다.

[원재료와 상품 등의 사용액] 해당 계정 과목의 경우, '원재료 사용액'과 '제품 및 재공품의 변동'을 합산하여 '원재료와 제품 등의 사용액'을 산출해 주었으며, 두 과목 모두 매출액과 연동하는 경향성을 보인다. 따라서 매출액 대비 각 항목 비중의 5개년 평균치인 67%를 24, 25, 26년 매출액에 적용하여 추정해주었다.

[종업원 급여] 동사의 생산 공장은 한국, 미국, 인도, 중국, 폴란드에 위치하고 있으며 각 공장에서 근무하는 인원의 비율은 46%, 19%, 14%, 19%, 2%이다. 인원 비율대로 국가별 총 임금을 배분한 뒤, 각 국가의 제조업 명목임금상승률을 반영하여 종업원 급여를 추정해주었다 .

[감가상각비] 동사는 외형 성장이 지속됨에 따라 2021년, 2022년, 2023년 라인 증설을 비롯한 설비투자를 진행하였다. 이에 따라 감가상각비도 증가하는 추세를 보인다. 향후에도 지속적 매출 성장으로 추가 설비투자가 필요할 것으로 예상되는 바, 2019년~2023년의 CAGR을 적용하여 추정해주었다.

[지급수수료] 2019년부터 비용이 꾸준히 상승하고 있기에 2019년~2023년의 CAGR을 적용하여 추정해주었다.

단위 : 억 원	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원재료와 상품 등의 사용액	19,217	29,021	32,055	33,931	37,598	41,314
종업원 급여	4,902	6,311	7,222	7,575	7,886	8,209
운반비	36	73	77	74	82	90
지급수수료	161	183	224	253	286	324
감가상각비와 기타상각비	1,175	1,255	1,407	1,643	1,839	2,059
기타비용	1,654	246	1,015	814	1,022	950
합계	**27,145**	**37,090**	**42,001**	**44,291**	**48,714**	**52,947**

2) 판매비와 관리비

판관비 또한 변동비성 비용과 고정비성 비용으로 구분하였다. 변동비성 항목은 '급여성비용', '운반비' 등이며, 고정비성 항목은 '급여성비용', '경상연구개발비' 등이 있다. 이외의 항목들은 5개년 평균치 및 CAGR을 적용해주었다.

[급여성비용] 변동비성 비용인 '퇴직급여'와 '복리후생비'를 고정비성 비용인 '급여'와 '기타장기종업원급여'를 합산하여 '급여성비용'을 산출해 주었으며, 고정비성 비용의 '급여'는 매출원가의 '종업원 급여'에서 추정한 방식을 사용해주었고 이외의 '급여성비용'은 2019~2023년의 CAGR을 적용하여 추정해주었다.

[운반비] '매출액 대비 운반비 비율'의 5개년 평균값을 2024, 2025, 2026년 매출액에 적용하여 추정해주었다.

단위 : 억 원	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
급여성비용	903	1,074	1,163	1,478	1,625	1,779
지급수수료	70	154	141	125	123	122
상각비	64	125	111	92	96	105
경상연구개발비	149	186	152	163	160	162
포장비	76	102	123	139	158	179
운반비	240	339	359	386	425	465
보증수리비	73	425	244	179	205	225
기타비용	187	272	233	227	237	265
합계	**1,761**	**2,676**	**2,526**	**2,789**	**3,029**	**3,302**

3) 영업외손익

영업외손익의 경우 기타손익과 금융손익으로 나누어 추정해주었다.

[기타손익] 해당 계정에서 큰 비중을 차지하는 항목은 '수수료수익', '외환차익'이나, 수수료수익의 추세 파악과 합리적인 환율의 손익 추정에 있어 어려움이 있다고 판단해 5개년 평균치로 FLAT하여 추정해주었다.

[금융손익] 이자수익과 이자비용은 3Q24까지 3.5% 고금리 유지가 전망되고, 25년부터 점진적 금리 인하가 기대된다는 점에서 22년 이자비용과 23년 이자비용의 평균을 25년과 26년에 적용시켜주고, 24년은 23년의 이자수익을 FLAT하여 추정해주었다.

단위 : 억 원	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기타손익	858	1,549	1,208	1,130	1,208	1,203
금융손익	218	462	497	537	458	459

Earning Table

단위 : 억 원	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026
매출액	30,011	41,745	48,388	51,646	56,079	60,181
영업이익	1,105	1,979	3,862	4,075	4,569	5,177
영업외손익	449	178	426	300	320	367
법인세차감전순이익	1,555	2,157	4,288	4,375	4,889	5,544
법인세비용	593	498	796	924	1,031	1,167
당기순이익	962	1,659	3,493	3,452	3,858	4,377
매출총이익률	10%	11%	13%	13%	14%	14%
영업이익률(%)	*3.7%*	*4.7%*	*8.0%*	*8.0%*	*8.1%*	*8.6%*
순이익률	3%	4%	7%	7%	7%	7%

Peer P/E Valuation

본 팀은 에스엘의 적정주가를 산출하기 위해 **Peer P/E Valuation 기법**을 사용했다. 현재 동사는 주요 사업부 중 램프 사업부의 매출비중이 높고 현대차, 기아차, GM 등 완성차 고객사를 다수 확보하고 있다. 또한 램프 사업부 중 헤드램프의 비중이 높으며 글로벌 헤드램프 시장에서 점유율 6위를 차지하고 있다. 따라서 본 리서치 팀은 동사의 Peer Group으로 **1) 글로벌 헤드램프 시장에서 높은 M/S를 보여주고 있으며, 2) 램프 사업부의 비중이 높고, 3) 다수의 완성차 고객사를 확보하고 있는 기업**으로 선정했으며 일본의 **Koito**와 **Stanley**, 프랑스의 **Valeo**를 선정했다.

부품사	시가총액(원)	주요 활동 지역	다수의 완성차 고객사를 확보하고 있는가	램프 사업부의 비중이 높은가
Koito	5.8조	일본	O	O
Stanley	4.3조		O	O
Valeo	3.4조	유럽	O	O
Marelli	X		X	X
Forvia	2.2조		O	X
에스엘	1.5조	한국	O	O
현대모비스	20.7조		X	X

Target P/E

Target P/E 설정은 Peer 그룹인 Koito와 Stanley, Valeo의 26년 Fwd PER 평균에서 할인논리를 적용했다. 할인논리로는 코스피 지수와 닛케이 지수, 프랑스 CAC 지수 PER 차이를 고려해 닛케이 지수 상장 기업에는 18%, CAC 지수 상장 기업에는 22%를 할인했다. 또한 자동차 부품사는 완성차 고객사에 영향을 크게 받기 때문에 동사의 주요 완성차 고객사인 현대차와 Peer Group의 주요 완성차 고객사인 도요타, 혼다의 PER 차이를 고려해 Koito에 35%, Stanley에 20%를 할인하여 적용했다.

Target Price

따라서 본 리서치팀은 Peer P/E Valuation 방식을 통해 **2026년 EPS 9,557원에 Target P/E 5.6을 적용하여 목표주가 53,500원, 상승여력 57.6%**로 매수의견을 제시하는 바이다

Peer Group	P/E 26(E)	할인율	수정 P/E 26(E)
Koito	12.1	46%	6.4
Stanley	10.6	34%	6.9
Valeo	4.6	22%	3.5
Target P/E	-	-	**5.6**

(단위 : 억 원)	2026(E)
매출액	60,180
당기순이익	4,439
EPS(원)	9,557
발행 주식수	46,448,520
목표주가(원)	**53,500**
현재주가(원)	33,950
Upside	**57.6%**

Compliance Notice

- 본 리포트의 모든 저작권은 Team R1(김남경, 김다연, 김동혁, 김시은, 신채연, 정재형, 한서경)에게 있습니다. 저작권자의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 리포트는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었으며, 본 팀은 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 리포트는 조사분석자료로, 종목 선택과 최종 투자결정에 대한 책임은 투자자에게 있습니다. 수록된 내용 및 자료는 투자 참고용으로 사용될 수 있으나, 투자자의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

재무제표

(단위 : 십억 원)

재무상태표	2020	2021	2022	2023
유동자산	**1,440**	**1,601**	**1,773**	**2,071**
현금성자산	371	314	266	314
매출채권	637	636	861	923
재고자산	245	361	404	375
비유동자산	**899**	**966**	**1,158**	**1,165**
투자자산	275	303	377	376
유형자산	605	646	735	748
기타	19	18	46	41
자산총계	**2,339**	**2,567**	**2,932**	**3,236**
유동부채	**774**	**899**	**1,092**	**1,116**
매입채무	369	442	608	654
유동성이자부채	285	400	394	357
기타	119	56	90	105
비유동부채	**140**	**150**	**133**	**111**
비유동이자부채	22	37	41	7
기타	118	114	93	104
부채총계	**914**	**1,049**	**1,226**	**1,227**
지배지분	**1,410**	**1,502**	**1,635**	**1,928**
자본금	24	24	23	23
자본잉여금	460	460	460	460
이익잉여금	972	1,036	1,175	1,470
기타	-46	-18	-23	-25
비지배지분	**16**	**17**	**71**	**81**
자본총계	**1,425**	**1,518**	**1,706**	**2,009**
총차입금	**307**	**437**	**435**	**364**
순차입금	**-64**	**123**	**169**	**50**

(단위 : 십억 원, %)

손익계산서	2020	2021	2022	2023
매출액	**2,505**	**3,001**	**4,175**	**4,839**
증가율(%)	11	20	39	16
매출원가	2,250	2,714	3,709	4,200
매출총이익	**255**	**287**	**466**	**639**
판매 및 일반관리비	162	176	268	253
기타영업손익	-3	9	52	-6
영업이익	**93**	**111**	**198**	**386**
증가율(%)	114	19	79	95
EBITDA	**215**	**235**	**337**	**539**
증가율(%)	52	9	43	60
영업외손익	**-4**	**45**	**18**	**43**
이자수익	6	7	12	20
이자비용	8	6	15	24
지분법손익	7	0	0	18
기타영업손익	-9	44	20	29
세전순이익	**89**	**155**	**216**	**429**
증가율(%)	9	75	39	99
법인세비용	25	59	50	80
당기순이익	**64**	**96**	**166**	**349**
증가율(%)	-26	50	72	111
지배주주지분	66	96	155	336
증가율(%)	-24	47	60	117
비지배지분	-1,472	0	11	14
EPS(원)	**1,206**	**2,001**	**3,331**	**7,223**
증가율(%)	-22	47	67	117
수정EPS(원)	1,206	2,001	3,331	7,223
증가율(%)	-22	47	67	117

(단위 : 십억 원)

현금흐름표	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	**156**	**192**	**172**	**432**
당기순이익	64	996	166	349
자산상각비	122	125	139	153
기타비현금성손익	9	23	136	121
운전자본증감	-117	-74	-215	-111
매출채권감소(증가)	-60	5	-252	-17
재고자산감소(증가)	-15	-103	-28	32
매입채무증가(감소)	4	7	174	-9
기타	-47	16	-109	-117
투자활동 현금흐름	**-164**	**-95**	**-179**	**-270**
단기투자자산감소	3	88	69	-125
장기투자증권감소	0	0	0	0
설비투자	164	158	160	161
유형자산처분	9	9	10	4
무형자산처분	-7	-6	-4	-6
재무활동 현금흐름	**21**	**78**	**-43**	**-114**
차입금증가	44	101	-21	-85
자본증가	-19	-23	-23	-28
배당금지급	19	-23	23	28
현금 증감	**9**	**180**	**-48**	**48**
기초현금	124	133	314	266
기말현금	133	314	266	314
Gross Cash flow	265	302	441	624
Gross Investmemt	284	256	463	256
Free Cash Flow	**-19**	**46**	**-22**	**368**

투자지표	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)				
EPS	1,206	2,001	3,331	7,223
BPS	29,241	31,155	35,191	41,518
DPS	14	500	600	900
밸류에이션(배,%)				
PER	9.3	15.6	6.9	4.9
PBR	0.6	1	0.7	0.9
EV/EBITDA	5.7	6.9	3.7	3.2
배당수익률	2.8	1.6	2.6	2.5
PCR	4.3	5	2.4	2.7
수익성(%)				
영업이익율	1.9	3.7	4.7	8
EBITDA이익율	6.2	7.8	8.1	11.1
순이익율	3.8	3.2	4	7.2
ROE	7.3	6.6	9.9	18.8
ROIC	3.6	4.9	10	18.3
안정성(배,%)				
순차입금/자기자본	-5	8.1	9.9	2.5
유동비율	191.8	178.2	162.3	185.6
이자보상배율	4.20	17.80	13.50	15.90
활동성(회)				
총자산회전율	1.1	1.2	1.5	1.6
매출채권회전율	5.1	4.7	5.6	5.4
재고자산회전율	10.8	9.9	10.9	12.4
매입채무회전율	7.7	6.9	7.9	7.7

고객사 모델별 헤드램프 매출 추정

(단위 : 원(P)/ 대(Q)/ 억 원(매출))

현대차 국내	P	Q	24년 매출
V. 아반떼	164,641	52,338	86
V. 쏘나타	197,570	23,735	47
V. 그랜저	263,426	12,214	32
III. 아이오닉6	340,243	4,668	16
VI. G70	638,223	3,008	19
VI. G80	797,778	9,782	78
VI. G90	1,329,631	1,941	26
I. 캐스퍼	233,309	7,132	17
I. 베뉴	291,636	10,842	32
III. 코나	189,024	45,845	87
I. 투싼	495,782	35,904	178
II. 넥쏘	789,608	516	4
III. 아이오닉5	340,243	18,584	63
II. 싼타페	499,311	20,675	103
II. 팰리세이드	550,814	28,697	158
VI. GV60	850,964	875	7
VI. GV70	744,593	8,364	62
VI. GV80	997,223	13,584	135
I. LCV	539,527	28,928	156
II. HCV	580,594	5,645	33
III. 캐스퍼 EV	125,777	6,662	8
III. 아이오닉9	313,249	2,699	8

(단위 : 원(P)/ 대(Q)/ 억 원(매출))

기아차 국내	P	Q	24년 매출
V.모닝	98,785	22,605	22
V. 레이	92,199	8,866	8
IV. EV9	724,508	6,136	44
I. 셀토스	379,127	29,858	113
I. 니로	554,109	25,732	143
I. 스포티지	437,455	39,940	175
II. 카니발	499,311	30,250	151
I. 봉고3	364,546	15,359	56
V. K5	197,570	17,294	34
IV. EV6	498,099	13,534	67
I. 쏘렌토	524,946	14,825	78

(단위 : 원(P)/ 대(Q)/ 억 원(매출))

GM 국내	P	Q	24년 매출
I. 트랙스 크로스오버	349,964	5,119	18
I. 트레일 블레이저	408,291	1,203	5
IV. 트레버스	543,381	261	1
IV. 타호	842,240	29	0
IV. GMC 시에라	860,353	79	1
IV. 캐딜락 리릭	451,283	6,547	30
II. XT4	336,413	5,017	17
II. 쉐보레 콜로라도	261,010	20,912	55

(단위 : 원(P)/ 대(Q)/ 억 원(매출))

현대차 북미	P	Q	24년 매출액
I. 투싼	704,010	46,629	328
II. 싼타페	709,022	36,745	261
VI. GV70	1,057,322	6,645	70

현대차 인도	P	Q	24년 매출액
V.엑센트	92,199	21,738	20
V. 그랜드 i10	144,884	25,854	37
V. i20	79,028	17,979	14
V. 베르나	131,713	18,542	24
I. 엑스터	204,146	23,469	48
I. 베뉴	291,636	32,251	94
I. 크레타	247,891	53,001	131

현대차 기타 지역	P	Q	24년 매출액
V. i10	158,056	14,053	22
V. i20	79,028	19,263	15
I. 베이온	466,618	9,788	46
V. 엘란트라	197,570	15,465	31
V. 소나타	239,059	2,613	6
I. 쿠스토	466,618	1,580	7
I. 무파사	379,127	3,832	15
I. 투싼	649,474	47,068	306
I. i30	318,746	12,836	41
IV. 코나 EV	593,191	6,401	38

기아차 북미	P	Q	24년 매출액
I. 스포티지	621,186	28,933	180
I. 쏘렌토	745,423	27,899	208
II. 텔루라이드	857,422	31,832	273
V. K3	236,596	63,237	150

기아차 인도	P	Q	24년 매출액
I. 쏘넷	291,636	29,217	85
I. 셀토스	379,127	21,896	83

기아차 기타 지역	P	Q	24년 매출액
I. 스포티지	542,444	41,581	226
I. 쏘넷	291,636	7,204	21
V. K3	166,617	2,190	4
V. K5	217,327	1,042	2
IV. EV5	253,578	1,773	4

(단위 : 원(P)/ 대(Q)/ 억 원(매출))

GM 북미	P	Q	24년 매출액
V. 쉐보레 카마로	514,339	1,061	5
V. 쉐보레 코르벳	935,163	3,592	34
V. 쉐보레 말리부	280,549	13,856	39
V. 캐딜락 CT4	467,581	702	3
V. 캐딜락 CT5	561,098	1,376	8
I. 쉐보레 트랙스	517,655	18,137	94
II. 쉐보레 이쿼녹스	659,555	21,326	141
I. 쉐보레 트레일블레이저	724,717	10,445	76
II. GMC 터레인	725,511	9,849	71
II. 쉐보레 트레버스	989,333	8,313	82
I. 뷰익 앙코르 GX	745,423	6,009	45
I. 뷰익 엔비스타	621,186	4,789	30
I. 쉐보레 블레이저	579,773	5,912	34
II. GMC 아카디아	989,333	3,545	35
II. 뷰익 엔비전	824,444	4,383	36
IV. 캐딜락 리릭	1,286,001	2,625	34
IV. 쉐보레 블레이저 EV	964,501	1,450	14
II. 캐딜락 XT5	1,154,221	2,439	28
II. 뷰익 인클레이브	1,154,221	2,804	32
II. 캐딜락 XT4	956,355	2,011	19
III. 쉐보레 이쿼녹스 EV	429,463	203	1
III. 쉐보레 볼트 EV	429,463	1,687	7
II. 에스컬레이트	1,857,902	3,850	72
II. XT6	998,622	1,813	18
II. 콜로라도	522,535	8,385	44
III. 실버라도	315,040	56,357	178
II. 서버번	1,079,905	4,303	46
II. 시에라	1,566,443	29,830	467