유진투자증권

삼강엠앤티(100090)

해상풍력 개화로 축적된 포텐이 터진다!

2021.03.29

종목 보고서

투자의견: BUY(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

현재주가: 20,300원(03/26)

시가총액: 721(십억원)

Alternative Energy 한병화_ 02)368-6171_ bhh1026@eugenefn.com

글로벌 상위업체들 주고객으로 확보

동사가 해상풍력 시장의 하부구조물 업체로 단기간에 성장한 원인은 오랜기간 숙성된 해양플랜트 제조기술과 공급경험이었다. 준비된 삼강엠앤티에게 기회를 준 것은 글로벌 1 위 해상풍력 개발업체인 Orsted 였다. 대만 해상풍력이 정해진 기간내에 완공될 확률이 높아진 것은 Orsted 가 삼강엠앤티를 발굴했기 때문이라고해도 과언이 아니다. 최근 동사는 또 다른 상위업체인 CIP 와 해상풍력 하부구조물에 대해 공급협약을 체결했다. 국내외에서 CIP 가 건설할 단지에 고정식, 부유식 하부구조물을 공급하게된다. 해상풍력 시장의 글로벌 절대강자 2개 업체를 고객으로 확보한 것은 삼강엠앤티의 위상을 확인해 준 것이다.

증설 계획 가시화, 글로벌 시장 장악력 높아질 것

동사는 최근 고성 조선해양산업특구 양촌, 용정지구 매각의 우선협상대상자로 선정되어 본계약을 체결했다. 이 지역은 삼강엠앤티의 현재 공장과 인접해있고, 매립 등 최종 개발 완료시 약 50 만평까지 부지를 확보할 수 있을 것으로 추정된다. 현재 동사의 두 개의 공장 면적은 약 28 만평 수준이다. 확보한 신공장은 해상풍력 하부구조물 전용 공장으로 육성할 예정이고, 풀가동시 약 1 조원의 매출이 가능할 것으로 판단된다. 향후 수주 강도에 따라 부지 개발의 속도를 조절할 것으로 예상된다. 이 공장 확보로 삼강엠앤티의 해상풍력 구조물 시장 장악력은 확고해질 것이다.

아시아 시장만으로도 향후 20 년간 넉넉한 물량 확보 가능

계획이 확정된 대만, 대한민국, 일본의 해상풍력 설치량만 2030 년까지 33GW, 2040 년까지 추가 40GW 가 있다. 이 계획들이 2050 년 탄소배출 순제로를 달성하기 위한 가장 중요한 수단이기 때문에 예정대로 시행될 확률이 높다. 하부구조물 시장은 2030 년까지 약 17~21 조원, 2040 년까지는 추가로 20~25 조원이 열린다. 본격적으로 설치가 진행되는 2~3 년후부터는 매년 2 조원에 가까운 해상풍력 하부구조물 시장이 아시아 3 개국에서만 조성되는 것이다. 이 외 호주, 베트남, 말레이시아, 인도네시아, 인도 등도 해상풍력 프로젝트들에 대한 논의가 구체적으로 진행되고 있는 상태이다. 아시아지역뿐 아니라 글로벌 전역에서도 삼강엠앤티 정도의 기술력과 생산능력, 원가경쟁력을 갖춘 해상풍력 하부구조물 업체는 찾기 어렵다. 해상풍력 시장의 개화로 동사가 축적해온 포텐이 터지고 있다. 투자의견 BUY, 목표주가 3 만원을 유지한다.

발행주식수	35,528천주
52주 최고가	23,600원
최저가	2,200원
52주 일간 Beta	1.11
60일 일평균거래대금(백만원)	18,415
외국인 지분율	2.9
배당수익률(2020A)	-
주주구성	
송무석 외 5인	37.4

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	15.4	10.5	693.6
절대기준	20.1	28.9	778.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(20)	29.0	29.0	-
영업이익(21)	37.1	37.1	-

결산기(12월)	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	427.2	507.8	592.0
영업이익(십억원)	29.0	37.1	46.8
세전계속사업손익(십억원)	9.2	27.8	38.5
당기순이익(십억원)	12.2	25.0	32.7
EPS(원)	386	718	1,173
증감률(%)	흑전	85.9	63.5
PER(배)	52.6	28.3	17.3
ROE(%)	7.7	13.0	18.1
PBR(배)	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA(배)	17.6	14.9	12.2

도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21P	2019A	2020A	2021F
매출	**138.7**	**112.2**	**73.0**	**103.3**	**113.0**	**128.0**	**131.5**	**135.3**	**384.5**	**427.2**	**507.8**
증가율	143%	27%	-31%	-22%	-19%	14%	80%	31%	167.1%	11.1%	18.9%
조선 및 기타	33.7	33.9	10.1	1.0	16.0	39.0	22.5	9.0	65.4	105	86.5
후육강관	22.4	4.9	6.4	14.3	12.0	10.0	15.0	18.3	78.7	52	55.3
선박블럭/플랜트	29.8	22.0	13.0	25.0	10.0	28.0	48.0	61.0	167.8	89.8	147.0
해상풍력	**52.8**	**51.5**	**43.5**	**63.0**	**75.0**	**51.0**	**46.0**	**47.0**	**72.6**	**210.9**	**219.0**
매출원가	125.4	98.2	61.0	97.3	98.3	113.3	117.0	123.8	389.0	381.9	452.4
매출원가율	90.4%	87.5%	83.5%	94.2%	87.0%	88.5%	89.0%	91.5%	101.2%	89.4%	89.1%
판관비	4.5	3.1	3.7	5.0	4.9	3.8	4.1	5.5	16.1	16.3	18.3
판관비율	3.3%	2.7%	5.1%	4.8%	4.3%	3.0%	3.1%	4.1%	4.2%	3.8%	3.6%
영업이익	**8.8**	**10.9**	**8.3**	**1.0**	**9.8**	**10.9**	**10.4**	**6.0**	**-20.6**	**29.0**	**37.1**
영업이익률	6.4%	9.7%	11.4%	0.9%	8.7%	8.5%	7.9%	4.4%	-5.4%	6.8%	7.3%
영업외손익	-2.1	-2.3	-5.5	-10.0	-2.0	-2.1	-2.2	-3.0	-16.2	-19.9	-9.3
세전이익	6.8	8.6	2.9	-9.0	7.8	8.8	8.2	3.0	-36.8	9.2	27.8
법인세	-0.1	0.5	0.0	3.5	0.8	0.9	0.8	0.3	0.3	3.9	2.8
법인세율	0.0%	5.8%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-0.9%	42.1%	10.0%
당기순이익	**6.9**	**8.1**	**2.9**	**-5.6**	**7.0**	**7.9**	**7.3**	**2.7**	**-37.1**	**12.2**	**25.0**

자료: 진성티이씨, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출	**144.0**	**384.5**	**427.2**	**507.8**	**592.0**	**658.0**	**787.0**	**917.0**
증가율	17.0%	167.1%	11.1%	18.9%	16.6%	11.1%	19.6%	16.5%
조선 및 기타	26.5	65.4	78.7	86.5	120.0	121.0	123.0	120.0
후육강관	26.7	78.7	47.9	55.3	101.0	113.0	115.0	125.0
선박블럭/플랜트	90.8	167.8	89.8	147.0	101.0	93.0	88.0	85.0
해상풍력	**0.0**	**72.6**	210.9	**219.0**	**270.0**	**331.0**	**461.0**	**587.0**
매출원가	165.6	389.0	381.9	452.4	525.3	582.3	692.6	800.5
매출원가율	115.0%	101.2%	89.4%	89.1%	88.7%	88.5%	88.0%	87.3%
판관비	13.7	16.1	16.3	18.3	19.9	20.9	22.3	24.0
판관비율	9.5%	4.2%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%	2.8%	2.6%
영업이익	**-35.3**	**-20.6**	**29.0**	**37.1**	**46.8**	**54.8**	**72.1**	**92.5**
영업이익률	-24.5%	-5.4%	6.8%	7.3%	7.9%	8.3%	9.2%	10.1%
영업외손익	-14.7	-16.2	-19.9	-9.3	-8.3	-8.0	-7.0	-5.0
세전이익	-60.6	-36.8	9.2	27.8	38.5	46.8	65.1	87.5
법인세	-0.4	0.3	3.9	2.8	5.8	9.4	14.3	19.2
법인세율	0.7%	-0.9%	42.1%	10.0%	15.0%	20.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**-60.2**	**-37.1**	**12.2**	**25.0**	**32.7**	**37.4**	**50.8**	**68.2**
목표주가 기준 PER	144.0	384.5	427.2	507.8	592.0	658.0	787.0	917.0

자료:삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 3. **삼강엠앤티 Peer Group Valuation**

	삼강엠앤티	평균	씨에스윈드	Vestas Wind Systems	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가	한국		한국	덴마크	스페인	덴마크
2021.03.26 종가(원, 달러)	20,300		74,700	188.2	34.3	160.7
통화	KRW		KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)	673.3		3,150.2	38,016.9	23,341.1	67,561.5
PER(배)						
FY19A	-	49.7	20.6	25.2	109.0	44.2
FY20A	52.6	41.5	21.1	49.6	60.6	34.5
FY21F	**28.3**	**42.2**	**15.9**	**36.1**	**73.2**	**43.9**
FY22F	**17.3**	**33.3**	**13.8**	**30.3**	**37.4**	**51.6**
PBR(배)						
FY19A	0.9	3.1	1.9	5.4	1.2	4.0
FY20A	3.9	4.8	3.2	8.4	1.4	6.4
FY21F	**3.4**	**4.3**	**2.7**	**6.0**	**4.0**	**4.6**
FY22F	**2.9**	**3.9**	**2.3**	**5.3**	**3.8**	**4.4**
매출액(백만달러, 십억원)						
FY19A	384.5		799.4	13,598.4	10,859.5	10,555.7
FY20A	427.2		972.0	16,919.3	11,536.4	7,681.7
FY21F	507.8		1104.0	19,820.3	12,733.0	9,522.4
FY22F	592.0		1289.0	19,950.3	13,465.1	9,854.7
영업이익(백만달러, 십억원)						
FY19A	(20.6)		60.1	1,124.0	251.0	1,740.5
FY20A	29.0		94.7	796.9	285.0	1,369.2
FY21F	37.1		104.9	1,435.6	555.9	2,344.2
FY22F	46.8		121.4	1,627.2	864.6	2,111.2
영업이익률(%)						
FY19A	(5.4)		7.5	8.3	2.3	16.5
FY20A	6.8		9.7	4.7	2.5	17.8
FY21F	7.3		9.5	7.2	4.4	24.6
FY22F	7.9		9.4	8.2	6.4	21.4
순이익(백만달러, 십억원)						
FY19A	(37.1)		34.7	788.1	83.3	1,076.7
FY20A	12.2		60.8	873.4	157.9	2,389.2
FY21F	25.0		78.9	1,033.7	345.2	1,571.1
FY22F	32.7		90.4	1,205.7	633.2	1,347.0
EV/EBITDA(배)						
FY19A	818.2	10.7	9.8	10.0	5.0	18.1
FY20A	17.6	20.0	12.0	25.4	5.3	37.3
FY21F	**14.9**	**20.5**	**24.9**	**15.4**	**21.9**	**19.7**
FY22F	**12.2**	**17.8**	**21.5**	**13.6**	**15.9**	**20.2**
ROE(%)						
FY19A	(15.4)	10.6	9.9	22.1	1.1	9.2
FY20A	7.7	14.4	16.4	19.3	2.3	19.6
FY21F	13.0	11.8	18.5	18.4	-2.1	12.5
FY22F	18.1	13.4	18.0	19.1	7.4	9.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2021.03.26 종가기준, 컨센서스 기준. 삼강엠앤티,씨에스윈드는 당사추정치

삼강엠앤티(100090.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
자산총계	**538.1**	**627.9**	**631.2**	**646.4**	**691.4**
유동자산	55.2	142.0	162.0	191.4	249.2
현금성자산	5.4	34.4	78.1	84.3	116.9
매출채권	17.3	38.4	45.0	55.0	68.0
재고자산	8.4	18.0	22.0	35.0	47.0
비유동자산	482.9	485.9	469.2	455.1	442.2
투자자산	4.1	1.6	1.6	1.7	1.8
유형자산	477.9	483.2	465.9	451.1	437.8
기타	0.8	1.2	1.7	2.2	2.7
부채총계	**312.4**	**432.2**	**425.6**	**420.8**	**433.1**
유동부채	157.9	304.3	267.5	261.8	273.0
매입채무	39.6	96.4	98.0	102.0	121.0
유동성이자부채	88.3	146.2	143.3	133.3	125.3
기타	30.0	61.7	26.2	26.4	26.7
비유동부채	154.4	127.8	158.1	159.1	160.1
비유동이자부채	148.9	122.5	134.3	134.3	134.3
기타	5.5	5.3	23.8	24.8	25.8
자본총계	**225.7**	**195.8**	**205.6**	**225.6**	**258.3**
지배지분	149.2	134.5	144.0	164.0	196.7
자본금	13.2	13.9	13.9	13.9	13.9
자본잉여금	58.3	66.4	66.4	66.4	66.4
이익잉여금	66.5	43.2	52.7	72.7	105.4
기타	11.2	11.0	10.9	10.9	10.9
비지배지분	76.5	61.2	61.6	61.6	61.6
자본총계	**225.7**	**195.8**	**205.6**	**225.6**	**258.3**
총차입금	237.2	268.7	277.6	267.6	259.6
순차입금	231.8	234.3	199.5	183.3	142.7

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	**144.0**	**384.5**	**427.2**	**507.8**	**592.0**
증가율(%)	17.0	167.1	11.1	18.9	16.6
매출원가	165.6	389.0	381.9	452.4	525.3
매출총이익	**(21.6)**	**(4.5)**	**45.4**	**55.4**	**66.7**
판매 및 일반관리비	13.7	16.1	16.3	18.3	19.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(35.3)**	**(20.6)**	**29.0**	**37.1**	**46.8**
증가율(%)	적지	적지	흑전	27.6	26.1
EBITDA	**(13.5)**	**0.4**	**49.7**	**57.6**	**66.9**
증가율(%)	적지	흑전	11,207.2	15.9	16.0
영업외손익	**(25.3)**	**(16.2)**	**(19.9)**	**(9.3)**	**(8.3)**
이자수익	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
이자비용	9.9	14.5	9.4	9.9	9.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(15.4)	(2.0)	(10.8)	0.2	0.8
세전순이익	**(60.6)**	**(36.8)**	**9.2**	**27.8**	**38.5**
증가율(%)	적전	적지	흑전	202.8	38.5
법인세비용	(0.4)	0.3	(3.1)	2.8	5.8
당기순이익	**(60.2)**	**(37.1)**	**12.2**	**25.0**	**32.7**
증가율(%)	적전	적지	흑전	104.1	30.8
지배주주지분	(45.3)	(21.8)	10.8	20.0	32.7
증가율(%)	적전	적지	흑전	85.9	63.5
비지배지분	(14.9)	(15.3)	1.5	5.0	0.0
EPS(원)	**(1,991)**	**(797)**	**386**	**718**	**1,173**
증가율(%)	적전	적지	흑전	85.9	63.5
수정EPS(원)	(1,991)	(797)	386	718	1,173
증가율(%)	적전	적지	흑전	85.9	63.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업현금	**(13.4)**	**19.1**	**19.6**	**22.6**	**47.9**
당기순이익	(60.2)	(37.1)	12.2	25.0	32.7
자산상각비	21.9	21.0	20.7	20.5	20.1
기타비현금성손익	0.2	0.2	37.1	(4.0)	1.0
운전자본증감	4.9	17.8	(47.8)	(18.9)	(5.9)
매출채권감소(증가)	3.3	(20.7)	2.3	(10.0)	(13.0)
재고자산감소(증가)	(7.6)	(9.5)	(4.0)	(13.0)	(12.0)
매입채무증가(감소)	9.4	53.1	(24.1)	4.0	19.0
기타	(0.2)	(5.0)	(22.0)	0.1	0.1
투자현금	**(55.6)**	**(22.1)**	**(3.6)**	**(7.3)**	**(8.1)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.6)	(0.8)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(54.2)	(3.4)	(3.0)	(5.1)	(5.9)
유형자산처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.1)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
재무현금	**49.6**	**11.9**	**29.0**	**(10.0)**	**(8.0)**
차입금증가	27.0	17.5	29.0	(10.0)	(8.0)
자본증가	23.0	(1.3)	(1.3)	0.0	0.0
배당금지급	0.4	1.3	1.3	0.0	0.0
현금 증감	**(19.4)**	**9.0**	**45.1**	**5.3**	**31.8**
기초현금	22.9	3.5	12.4	57.5	62.8
기말현금	3.5	12.4	57.5	62.8	94.6
Gross Cash flow	(12.2)	8.8	70.0	41.5	53.8
Gross Investment	50.7	4.2	50.8	25.3	13.2
Free Cash Flow	**(62.9)**	**4.5**	**19.2**	**16.2**	**40.6**

주요투자지표

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,991)	(797)	386	718	1,173
BPS	5,645	4,830	5,167	5,884	7,058
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	52.6	28.3	17.3
PBR	0.8	0.9	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	-	818.2	17.6	14.9	12.2
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	14.1	8.1	13.6	10.5
수익성(%)					
영업이익율	(24.5)	(5.4)	6.8	7.3	7.9
EBITDA이익율	(9.3)	0.1	11.6	11.3	11.3
순이익율	(41.8)	(9.7)	2.9	4.9	5.5
ROE	(29.2)	(15.4)	7.7	13.0	18.1
ROIC	(5.6)	(3.4)	5.0	8.2	9.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	102.7	119.7	97.0	81.3	55.2
유동비율	34.9	46.7	60.6	73.1	91.3
이자보상배율	(3.6)	(1.4)	3.1	3.7	4.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9
매출채권회전율	6.0	13.8	10.2	10.2	9.6
재고자산회전율	31.1	29.1	21.4	17.8	14.4
매입채무회전율	4.2	5.7	4.4	5.1	5.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2020-08-14	Buy	15,000	1년	-24.3	-9.3
2020-08-31	Buy	17,000	1년	9	20
2020-09-17	Buy	24,000	1년	-24.4	-4.8
2020-09-21	Buy	24,000	1년	-24.7	-4.8
2020-09-28	Buy	24,000	1년	-24.5	-4.8
2020-10-05	Buy	24,000	1년	-24.5	-4.8
2020-10-06	Buy	24,000	1년	-24.5	-4.8
2020-11-09	Buy	24,000	1년	-20.1	-4.8
2020-11-19	Buy	24,000	1년	-18.2	-4.8
2020-12-03	Buy	24,000	1년	-16.8	-4.8
2020-12-09	Buy	24,000	1년	-15.8	-4.8
2020-12-14	Buy	24,000	1년	-14.7	-4.8
2020-12-17	Buy	24,000	1년	-17.3	-11
2020-12-28	Buy	30,000	1년	-36.3	-23.5
2020-12-28	Buy	30,000	1년	-36.3	-23.5
2021-01-07	Buy	30,000	1년	-37.4	-25.2
2021-01-11	Buy	30,000	1년	-37.9	-26.7
2021-02-22	Buy	30,000	1년	-42.9	-32.3
2021-03-25	Buy	30,000	1년	-32.3	-32.3
2021-03-29	Buy	30,000	1년		

삼강엠앤티(100090.KQ) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 한병화

