유진투자증권

삼강엠앤티(100090)

글로벌 해상풍력 업체들의 러브콜 강도 높아져

2021.11.08

News Comment

투자의견: BUY(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

현재주가: 19,100원(11/05)

시가총액: 699(십억원)

Green Industry 한병화_ 02)368-6171_ bhh1026@eugenefn.com

해상풍력 시장 본격 성장기, 하부구조물은 공급자 우위 시장

연간 5GW 이하로 설치되던 해상풍력이 올 해부터 9~10GW 수준으로 증가하고, 2025 년 이후부터는 20GW 대로 수요가 증가한다. 풍력 터빈은 주요업체들이 대량생산 체제를 갖추고 있으나, 하부구조물은 풍력업체들의 영역이 아니라서 그동안은 소수의 업체들이 주문생산 방식으로 공급을 해왔다. 주로 유럽을 기반으로 한 중견기업들이 소수로 있을 뿐이었다. 삼강엠앤티는 10 년 이상 대한민국의 조선업체들로부터 다양한 해양플랜트를 수주 받아서 제작능력을 확보해왔다. 동사는 이런 경험을 바탕으로 글로벌 1 위 개발업체인 Orsted 를 주고객으로 해서 대만 해상풍력 시장에 진출했다. 최근에는 또 다른 상위업체인 CIP, Northland Power, 설치업체인 DEME 에 이어 심지어 경쟁업체 중 하나인 Bladt 까지 고객으로 확보한 상태이다. 전형적인 공급자 우위의 시장이기 때문에 가능한 일이다.

3 분기 실적 회복세, 해상풍력 수주 전망 밝아

3 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,350 억원, 66 억원으로 안전 사고 이슈가 있었던 지난 2 분기(매출액 1,094 억원, 영업이익 29 억원)대비 개선세가 뚜렷할 것으로 예상된다. 다만, 2 분기 발생한 안전 사고 관련 비용 때문에 영업이익이 컨센서스(82 억원) 보다 낮았을 것으로 추정된다. 3 분기말 기준 수주는 7 천억원을 돌파한 상태이다. 또한 사실상 계약이 확정적인 해외 해상풍력 하부구조물 수주가 약 5 천억원 이상이다. 2022 년에는 해상풍력 하부구조물과 FPSO 매출 계상 본격화로 매출액과 영업이익이 각각 6,520 억원, 535 억원으로 올 해 대비 30%, 71% 증가할 것으로 추정한다.

탄소중립에 필수인 해상풍력, 동사의 가치 높이 평가

국내뿐 아니라 대만, 일본, 호주, 베트남까지 아시아 전지역에서 해상풍력 시장이 열리고 있다. 탄소중립 달성을 위해 해상풍력의 대규모 설치가 불가피한 상황이기 때문이다. 삼강엠앤티의 하부구조물 제작능력은 글로벌 고객사들이 이미 검증한 상태이다. 플랜트, 조선 등의 생산 공간을 전량 해상풍력 하부구조물로 전환한다면 현재의 생산설비로 연간 1 조원의 매출이 가능하다고 판단된다. 당사가 제시하는 목표주가 3 만원 기준 기업가치는 약 1 조원이다. 해상풍력 하부구조물을 연간 1 조원까지 매출할 수 있는 잠재력이 있는 업체의 미래 가치를 1 조원이라고 평가하는 것은 보수적이다. 최근 풍력업체들의 주가하락에 동반 약세를 보이고 있지만, 삼강엠앤티의 해상풍력 시장에서의 성장 가시성은 오히려 높아지고 있다.

발행주식수	36,574천주
52주 최고가	23,600원
최저가	13,300원
52주 일간 Beta	1.07
90일 일평균거래대금	21,096억원
외국인 지분율	1.5%
배당수익률(2021F)	-

주주구성

송무석 외 4인	39.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8.2%	4.1%	16.5%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(21)	31.4	35.0	▼
영업이익(22)	53.5	53.5	-

결산기(12월)	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	427.2	500.0	652.0
영업이익(십억원)	29.0	31.4	53.5
세전계속사업손익(십억원)	9.2	21.6	44.2
당기순이익(십억원)	12.2	19.7	37.6
EPS(원)	272	523	996
증감률(%)	흑전	92.5	90.5
PER(배)	78.9	36.5	19.2
ROE(%)	5.5	10.4	17.2
PBR(배)	4.5	3.6	3.0
EV/EBITDA(배)	21.2	17.9	12.3

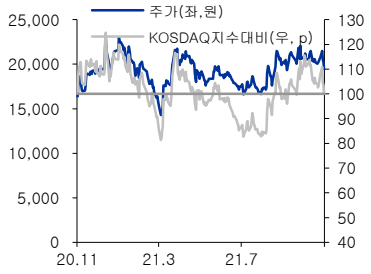


도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21F	4Q21F	2020A	2021F	2022F
매출	**138.7**	**112.2**	**73.0**	**103.3**	**107.3**	**109.4**	**135.0**	**148.3**	**427.2**	**500.0**	**652.0**
증가율	143%	27%	-31%	-22%	-23%	-3%	85%	44%	11.1%	17.0%	30.4%
조선및기타	33.7	33.9	10.1	1.0	7.1	13.4	23.0	9.0	78.7	52.5	120.0
후육강관	22.4	4.9	6.4	14.3	26.6	12.2	13.0	17.3	47.9	69.1	101.0
선박블럭플랜트	29.8	22.0	13.0	25.0	12.5	28.0	46.0	75.0	89.8	161.5	161.0
해상풍력	**52.8**	**51.5**	**43.5**	**63.0**	**61.1**	**55.8**	**53.0**	**47.0**	**210.9**	**216.9**	**270.0**
매출원가	125.4	98.2	61.0	97.3	91.5	102.3	123.9	132.4	381.9	450.2	578.6
매출원가율	90.4%	87.5%	83.5%	94.2%	85.3%	93.5%	91.8%	89.3%	89.4%	90.0%	88.7%
판관비	4.5	3.1	3.7	5.0	4.2	4.2	4.5	5.5	16.3	18.5	19.9
판관비율	3.3%	2.7%	5.1%	4.8%	3.9%	3.9%	3.3%	3.7%	3.8%	3.7%	3.1%
영업이익	**8.8**	**10.9**	**8.3**	**1.0**	**11.5**	**2.9**	**6.6**	**10.4**	**29.0**	**31.4**	**53.5**
영업이익률	6.4%	9.7%	11.4%	0.9%	10.7%	2.7%	4.9%	7.0%	6.8%	6.3%	8.2%
영업외손익	-2.1	-2.3	-5.5	-10.0	-0.4	-6.2	-0.2	-3	-19.9	-9.8	-9.3
세전이익	6.8	8.6	2.9	-9.0	11.1	-3.3	6.4	7.4	9.2	21.6	44.2
법인세	-0.1	0.5	0.0	-3.5	0.7	-0.2	0.6	0.7	-3.1	1.9	6.6
법인세율	0.0%	5.8%	0.0%	10.0%	6.6%	5.5%	10.0%	10.0%	-33.5%	8.9%	15.0%
당기순이익	**6.9**	**8.1**	**2.9**	**-5.6**	**10.4**	**-3.1**	**5.7**	**6.6**	**12.2**	**19.7**	**37.6**

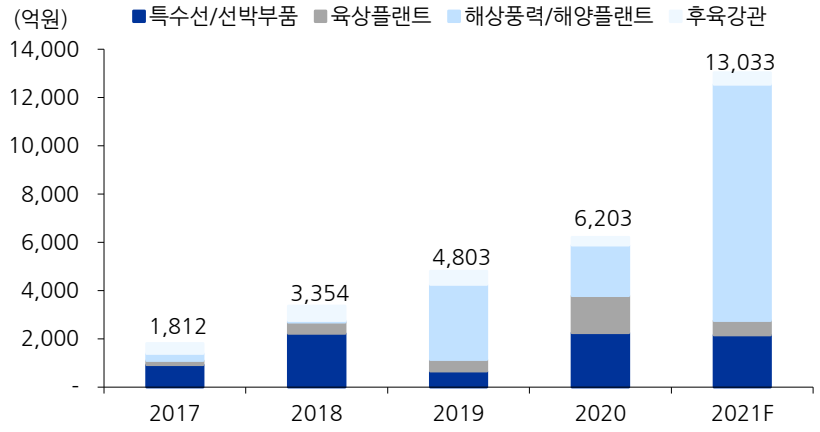
자료: 삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출	**144.0**	**384.5**	**427.2**	**500.0**	**652.0**	**728.0**	**862.0**	**1,003.0**
증가율	17.0%	167.1%	11.1%	17.0%	30.4%	11.7%	18.4%	16.4%
조선및기타	26.5	65.4	78.7	52.5	120.0	121.0	123.0	120.0
후육강관	26.7	78.7	47.9	69.1	101.0	113.0	115.0	125.0
선박블럭플랜트	90.8	167.8	89.8	161.5	161.0	163.0	163.0	171.0
해상풍력		**72.6**	**210.9**	**216.9**	**270.0**	**331.0**	**461.0**	**587.0**
매출원가	165.6	389.0	381.9	450.2	578.6	644.3	758.6	875.6
매출원가율	115.0%	101.2%	89.4%	90.0%	88.7%	88.5%	88.0%	87.3%
판관비	13.7	16.1	16.3	18.5	19.9	20.9	22.3	24.0
판관비율	9.5%	4.2%	3.8%	3.7%	3.1%	2.9%	2.6%	2.4%
영업이익	**-35.3**	**-20.6**	**29.0**	**31.4**	**53.5**	**62.8**	**81.1**	**103.4**
영업이익률	-24.5%	-5.4%	6.8%	6.3%	8.2%	8.6%	9.4%	10.3%
영업외손익	-14.7	-16.2	-19.9	-9.8	-9.3	-9.0	-8.5	-7.0
세전이익	-60.6	-36.8	9.2	21.6	44.2	53.8	72.6	96.4
법인세	-0.4	0.3	-3.1	1.9	6.6	9.7	16.0	21.2
법인세율	0.7%	-0.9%	-33.5%	8.9%	15.0%	18.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**-60.2**	**-37.1**	**12.2**	**19.7**	**37.6**	**44.1**	**56.7**	**75.2**

자료:삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 3. 삼강엠앤티 수주 예상 추이



자료 : 삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 4. 삼강엠앤티 Peer Group Valuation

	삼강엠앤티	씨에스윈드	Vestas Wind Systems	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가	한국	한국	덴마크	스페인	덴마크
2021.11.05 종가(원, 달러)	19,100	60,900	33.5	21.8	135.4
통화	KRW	KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)	699	2,568.2	33,858.4	14,875.5	56,912.9
PER(배)					
FY19A	-	20.6	25.2	59.3	44.2
FY20A	78.9	106.1	49.6	-	34.5
FY21F	36.5	37.6	51.0	-	38.3
FY22F	19.2	29.1	39.3	70.3	37.2
PBR(배)					
FY19A	0.9	1.9	5.4	1.4	4.0
FY20A	4.5	9.0	8.4	3.2	6.4
FY21F	3.6	3.2	5.9	2.8	4.2
FY22F	3.0	3.0	5.3	2.8	3.8
매출액(백만달러, 십억원)					
FY19A	384.5	799.4	13,598.4	11,536.4	10,555.7
FY20A	427.2	969.1	16,919.3	10,622.5	7,681.7
FY21F	500.0	1,101.0	18,477.2	11,843.5	9,010.8
FY22F	652.0	1,616.0	19,551.8	12,280.4	9,680.2
영업이익(백만달러, 십억원)					
FY19A	(20.6)	60.1	1,124.0	285.0	1,740.5
FY20A	29.0	97.6	796.9	-1,072.6	1,369.2
FY21F	31.4	103.1	837.7	-51.3	2,343.6
FY22F	53.5	138.9	1,167.8	436.9	2,439.3
영업이익률(%)					
FY19A	(5.4)	7.5	8.3	2.5	16.5
FY20A	6.8	10.1	4.7	-10.1	17.8
FY21F	6.3	9.4	4.5	-0.4	26.0
FY22F	8.2	8.6	6.0	3.6	25.2
순이익(백만달러, 십억원)					
FY19A	(37.1)	34.7	788.1	157.9	1,076.7
FY20A	12.2	33.6	873.4	-1,028.5	2,389.2
FY21F	19.7	79.5	631.3	-177.8	1,514.3
FY22F	37.6	104.1	867.6	205.8	1,596.1
EV/EBITDA(배)					
FY19A	818.2	9.8	10.0	5.3	18.1
FY20A	21.2	30.6	25.4	29.6	37.3
FY21F	17.9	17.7	17.8	29.8	16.9
FY22F	12.3	13.7	15.0	17.0	16.4
ROE(%)					
FY19A	(15.4)	9.9	22.1	2.3	9.2
FY20A	5.5	8.2	19.3	-16.4	19.6
FY21F	10.4	11.7	10.9	-10.0	12.2
FY22F	17.2	10.6	15.6	1.7	10.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 삼강엠앤티, 씨에스윈드는 당사추정치

삼강엠앤티(100090.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	**627.9**	**660.0**	**665.9**	**698.3**	**749.6**
유동자산	142.0	189.1	148.7	145.9	163.3
현금성자산	34.4	32.6	78.9	56.1	53.4
매출채권	38.4	17.9	25.0	35.0	46.0
재고자산	18.0	26.2	38.0	48.0	57.0
비유동자산	485.9	470.9	517.2	552.4	586.3
투자자산	1.6	3.9	6.3	6.6	6.9
유형자산	483.2	465.6	507.2	540.1	572.1
기타	1.2	1.4	3.6	5.7	7.4
부채총계	**432.2**	**426.3**	**411.7**	**408.8**	**418.5**
유동부채	304.3	263.1	254.0	250.8	260.4
매입채무	96.4	61.4	92.6	104.3	113.6
유동성이자부채	146.2	147.3	147.7	132.7	132.7
기타	61.7	54.5	13.7	13.9	14.0
비유동부채	127.8	163.2	157.7	157.9	158.1
비유동이자부채	122.5	158.5	152.5	152.5	152.5
기타	5.3	4.7	5.2	5.4	5.6
자본총계	**195.8**	**233.7**	**254.1**	**289.5**	**331.1**
지배지분	134.5	168.6	188.5	223.9	265.4
자본금	13.9	17.5	17.8	17.8	17.8
자본잉여금	66.4	89.0	90.1	90.1	90.1
이익잉여금	43.2	49.6	68.1	103.5	145.1
기타	11.0	12.5	12.4	12.4	12.4
비지배지분	61.2	65.1	65.7	65.7	65.7
자본총계	**195.8**	**233.7**	**254.1**	**289.5**	**331.1**
총차입금	268.7	305.8	300.2	285.2	285.2
순차입금	234.3	273.2	221.3	229.1	231.8

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**384.5**	**427.2**	**500.0**	**652.0**	**728.0**
증가율(%)	167.1	11.1	17.0	30.4	11.7
매출원가	389.0	381.7	450.2	578.6	644.3
매출총이익	**(4.5)**	**45.5**	**49.9**	**73.4**	**83.7**
판매 및 일반관리비	16.1	16.5	18.5	19.9	20.9
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(20.6)**	**29.0**	**31.4**	**53.5**	**62.8**
증가율(%)	적지	흑전	8.0	70.6	17.4
EBITDA	**0.4**	**48.4**	**51.3**	**75.3**	**86.3**
증가율(%)	흑전	10,912.2	6.0	46.8	14.6
영업외손익	**(16.2)**	**(19.9)**	**(9.8)**	**(9.3)**	**(9.0)**
이자수익	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
이자비용	14.5	13.0	15.6	11.9	11.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(2.0)	(7.2)	5.5	2.2	2.0
세전순이익	**(36.8)**	**9.2**	**21.6**	**44.2**	**53.8**
증가율(%)	적지	흑전	135.4	104.8	21.7
법인세비용	0.3	(3.1)	1.9	6.6	9.7
당기순이익	**(37.1)**	**12.2**	**19.7**	**37.6**	**44.1**
증가율(%)	적지	흑전	60.5	91.1	17.4
지배주주지분	(21.8)	8.4	18.5	35.4	41.6
증가율(%)	적지	흑전	120.4	91.1	17.4
비지배지분	(15.3)	3.8	1.1	2.2	2.6
EPS(원)	**(797)**	**272**	**523**	**996**	**1,170**
증가율(%)	적지	흑전	92.5	90.5	17.4
수정EPS(원)	(797)	272	523	996	1,170
증가율(%)	적지	흑전	92.5	90.5	17.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	**19.1**	**(57.5)**	**119.2**	**49.2**	**54.8**
당기순이익	(37.1)	12.2	19.7	37.6	44.1
자산상각비	21.0	19.4	19.9	21.8	23.5
기타비현금성손익	0.2	1.4	55.3	(2.0)	(2.3)
운전자본증감	17.8	(85.5)	27.2	(8.3)	(10.6)
매출채권감소(증가)	(20.7)	23.3	11.3	(10.0)	(11.0)
재고자산감소(증가)	(9.5)	(8.0)	(11.9)	(10.0)	(9.0)
매입채무증가(감소)	53.1	(39.3)	3.1	11.7	9.4
기타	(5.0)	(61.6)	24.7	0.1	0.1
투자현금	**(22.1)**	**(1.6)**	**(69.4)**	**(57.9)**	**(58.4)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.7)	(0.9)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(3.4)	(3.1)	(61.1)	(53.6)	(54.0)
유형자산처분	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
재무현금	**11.9**	**59.0**	**(5.4)**	**(15.0)**	**0.0**
차입금증가	17.5	65.4	(5.4)	(15.0)	0.0
자본증가	(1.3)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	1.3	2.3	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**9.0**	**(0.2)**	**44.5**	**(23.7)**	**(3.7)**
기초현금	3.5	12.4	12.2	56.7	32.9
기말현금	12.4	12.2	56.7	32.9	29.3
Gross Cash flow	8.8	44.9	94.9	57.4	65.3
Gross Investment	4.2	87.1	41.6	65.3	68.0
Free Cash Flow	**4.5**	**(42.2)**	**53.3**	**(7.8)**	**(2.7)**

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(797)	272	523	996	1,170
BPS	4,830	4,805	5,304	6,301	7,471
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	78.9	36.5	19.2	16.3
PBR	0.9	4.5	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	818.2	21.2	17.9	12.3	10.8
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	14.1	14.8	7.1	11.8	10.4
수익성(%)					
영업이익율	(5.4)	6.8	6.3	8.2	8.6
EBITDA이익율	0.1	11.3	10.3	11.6	11.9
순이익율	(9.7)	2.9	3.9	5.8	6.1
ROE	(15.4)	5.5	10.4	17.2	17.0
ROIC	(3.4)	4.5	5.8	9.2	9.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	119.7	116.9	87.1	79.1	70.0
유동비율	46.7	71.9	58.5	58.2	62.7
이자보상배율	(1.4)	2.2	2.0	4.5	5.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	1.0	1.0
매출채권회전율	13.8	15.2	23.3	21.7	18.0
재고자산회전율	29.1	19.4	15.6	15.2	13.9
매입채무회전율	5.7	5.4	6.5	6.6	6.7

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%

(2021.09.30 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	-35.8	-23.5
2020-12-28	Buy	30,000	1년	-35.8	-23.5
2021-01-07	Buy	30,000	1년	-36.1	-25.2
2021-01-11	Buy	30,000	1년	-36.2	-26.5
2021-02-22	Buy	30,000	1년	-36.6	-26.5
2021-03-25	Buy	30,000	1년	-35.6	-26.5
2021-03-29	Buy	30,000	1년	-35.7	-26.5
2021-04-13	Buy	30,000	1년	-36	-26.5
2021-04-23	Buy	30,000	1년	-36.4	-26.5
2021-05-18	Buy	30,000	1년	-36.1	-26.5
2021-05-31	Buy	30,000	1년	-36.1	-26.5
2021-06-14	Buy	30,000	1년	-36	-26.5
2021-07-07	Buy	30,000	1년	-35.1	-26.5
2021-07-21	Buy	30,000	1년	-34.2	-26.5
2021-08-18	Buy	30,000	1년	-31.7	-26.5
2021-09-13	Buy	30,000	1년	-30.8	-26.5
2021-09-28	Buy	30,000	1년	-31.2	-26.5
2021-10-06	Buy	30,000	1년	-31.4	-28.3
2021-11-08	Buy	30,000	1년		

삼강엠앤티(100090.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

