유진투자증권

삼강엠앤티(100090)

SK 그룹사로 편입
성장의 날개 달았다!

2021.11.18
News Comment
투자의견: BUY(유지)
목표주가: 40,000원(상향)
현재주가: 23,600원(11/17)
시가총액: 863(십억원)

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

SK 에코플랜트가 최대 주주로, 창업자와 공동경영

SK 에코플랜트가 구주주 물량 일부 인수, 유상증자와 전환사채 투자로 삼강엠앤티의 1 대 주주(전환사채 전환시 최종 지분율 36%)가 되었다. 창업자인 기존 최대주주는 보유주식 중 166 만주를 SK 에코플랜트에 매각하면서 2 대 주주가 되었다. 대규모 투자를 위해 최대 주주의 자리를 포기하면서까지 투자금 유치를 성공한 것이다.

SK 그룹과 시너지 극대화 예상

SK 에코플랜트와 SK 그룹 계열사들이 추진하는 국내 해상풍력 단지는 약 3GW 를 상회한다. SK 에코플랜트는 해상풍력, 수소, 리싸이클/폐기물 사업을 3 대 성장동력으로 확정하고 대규모 사업 재편을 하고 있다. 따라서, SK 그룹의 해상풍력 사업은 국내에서 경험을 축적한 뒤 해외로 진출할 가능성이 매우 높다. 특히, 수소생산과 연계된 해상풍력 프로젝트가 국내외에서 본격적으로 커진다. 해상풍력 밸류체인 중 공급부족이 심한 하부구조물의 제조 기지를 확보해서 SK 그룹의 그린수소 사업에도 시너지가 커질 것이다. 삼강엠앤티는 증자대금으로 약 5 천억원의 투자를 통해 기존 28 만평에 50 만평의 해상풍력 하부구조물 생산기지를 추가한다.

실적 추정치와 목표주가 상향

증설이 완료되는 2024년 하반기부터 실적 증가가 본격화된다. 이를 감안해 동사의 실적 추정치를 대폭 상향했다. 기존에는 최대 매출액이 2025 년 1 조원으로 추정되었으나, 증설 후 2025년 1.4조원, 2027년 3조원으로 추정치가 상향되었다. 대만, 일본, 대한민국, 호주, 미국 서부해안까지 해상풍력 시장이 본격 확장 국면에 진입했다. 하부구조물을 삼강엠앤티 수준으로 제작할 수 있는 업체를 찾기 어렵다. 증설이 곧 수주로 연결되는 상황인 것이다. 증자로 인한 주식수 증가에도 불구하고 가시성이 높은 실적 추정치가 더 큰 폭으로 상향되었다. 이를 반영해 목표주가를 기존의 3 만원에서 4 만원으로 상향한다. 목표주가 기준 PER 은 2022 년 57배에서 증설 효과가 반영되는 시작하는 2024년 33배, 2025년 20배로 낮아진다. 모든 공장이 완전히 가동하는 2027 년 실적 기준으로는 PER 7배 수준이 된다.

발행주식수	36,574천주
52주 최고가	25,650원
최저가	13,300원
52주 일간 Beta	0.95
90일 일평균거래대금	341.4억원
외국인 지분율	6.4%
배당수익률(2021F)	-
주주구성	
송무석 외 4인	39.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	9.8%	30.0%	34.1%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	40,000	30,000	상향
영업이익(21)	31.1	31.4	▼
영업이익(22)	53.5	53.5	-

결산기(12월)	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	427.2	499.4	652.0
영업이익(십억원)	29.0	31.1	53.5
세전계속사업손익(십억원)	9.2	20.7	47.4
당기순이익(십억원)	12.2	19.2	40.3
EPS(원)	272	510	722
증감률(%)	흑전	87.8	41.5
PER(배)	78.9	46.2	32.7
ROE(%)	5.5	10.1	8.7
PBR(배)	4.5	4.5	2.0
EV/EBITDA(배)	21.2	20.8	8.6

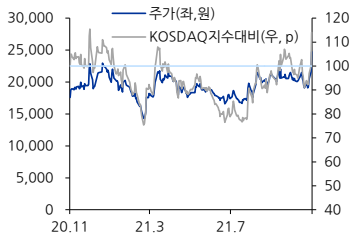
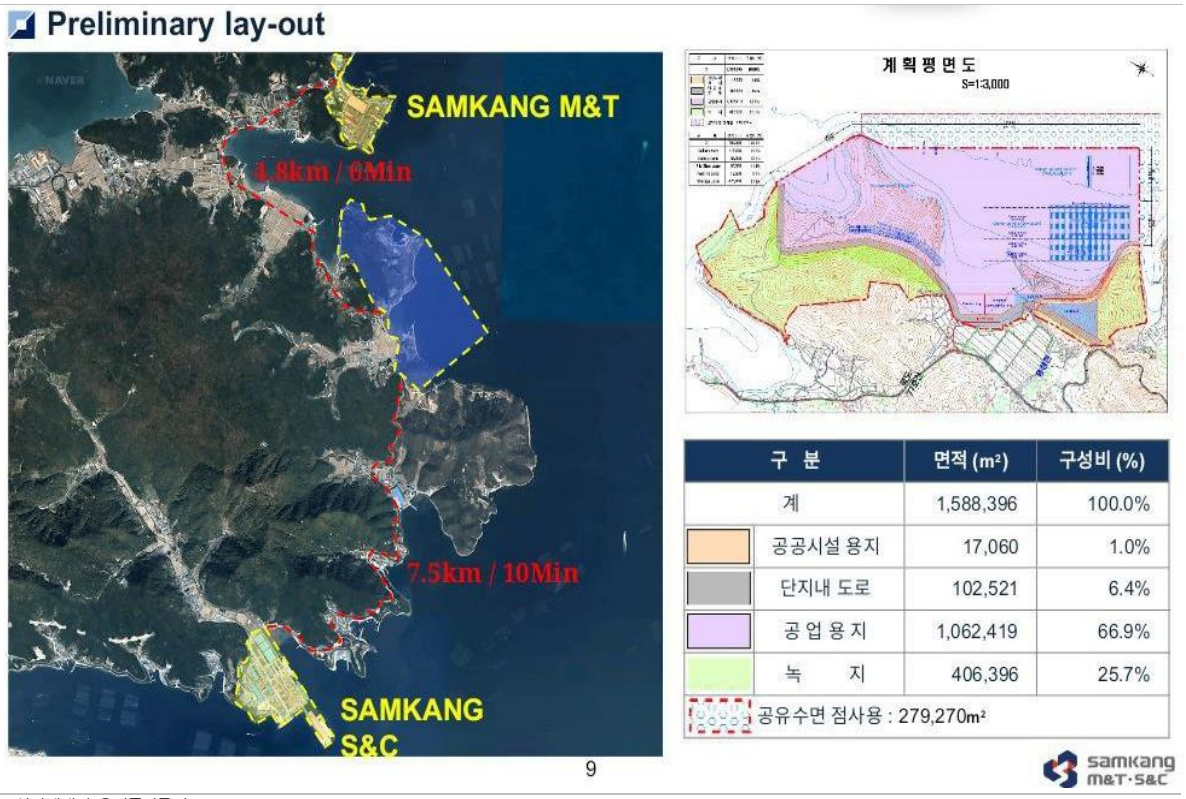


도표 1. 주식 양수도 거래 후 지분율

구분	주주명	현재		변경 후				
		주식수(주)	지분율(%)	구주매각(주)	신주발행(주)	전환가능 주식수(주)	합계(주)	지분율(%)
특수관계인	송무석	6,690,240	18.29	-833,333			5,856,907	9.64
	송정석	6,456,106	17.65	-833,333			5,622,773	9.26
계열회사	삼강금속	909,777	2.49				909,777	1.50
SK 에코플랜트				1,666,666	14,629,747	5,370,253	21,666,666	35.67
기타		22,518,245	61.57			4,159,787	26,678,032	43.93
합계		36,574,368	100.00	-	14,629,747	9,530,040	60,734,155	100.00

자료: 증권신고서, 유진투자증권
주) 변경 후 주식수는 미전환 주식이 모두 전환되었다고 가정

도표 2. 삼강엠앤티 투자계획



자료 : 삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 3. 연간실적 추정(수정 후)

(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출	**427.2**	**499.4**	**652.0**	**728.0**	**992.0**	**1,403.0**	**2,250.0**	**3,056.0**
증가율	11.1%	16.9%	30.5%	11.7%	36.3%	41.4%	60.4%	35.8%
조선및기타	78.7	51.9	120.0	121.0	123.0	120.0	109.0	101.0
후육강관	47.9	69.1	101.0	113.0	115.0	125.0	132.0	141.0
선박블럭플랜트	89.8	161.5	161.0	163.0	163.0	171.0	152.0	153.0
해상풍력	**210.9**	**216.9**	**270.0**	**331.0**	**591.0**	**987.0**	**1,857.0**	**2,661.0**
매출원가	381.9	450.5	578.6	644.3	873.0	1,224.8	1,912.5	2,570.1
매출원가율	89.4%	90.2%	88.7%	88.5%	88.0%	87.3%	85.0%	84.1%
판관비	16.3	17.9	19.9	20.9	22.3	25.7	28.1	31.5
판관비율	3.8%	3.6%	3.1%	2.9%	2.2%	1.8%	1.2%	1.0%
영업이익	**29.0**	**31.1**	**53.5**	**62.8**	**96.7**	**152.5**	**309.4**	**454.4**
영업이익률	6.8%	6.2%	8.2%	8.6%	9.8%	10.9%	13.8%	14.9%
영업외손익	-19.9	-10.4	-6.1	-6.0	-6.3	-6.0	-5.0	-5.0
세전이익	9.2	20.7	47.4	56.8	90.4	146.5	304.4	449.4
법인세	-3.1	1.5	7.1	10.2	19.9	32.2	70.0	107.9
법인세율	-33.5%	7.5%	15.0%	18.0%	22.0%	22.0%	23.0%	24.0%
당기순이익	**12.2**	**19.2**	**40.3**	**46.6**	**70.5**	**114.3**	**234.4**	**341.5**
목표주가 기준 PER			**57.4**	**49.6**	**32.8**	**20.2**	**9.9**	**6.8**

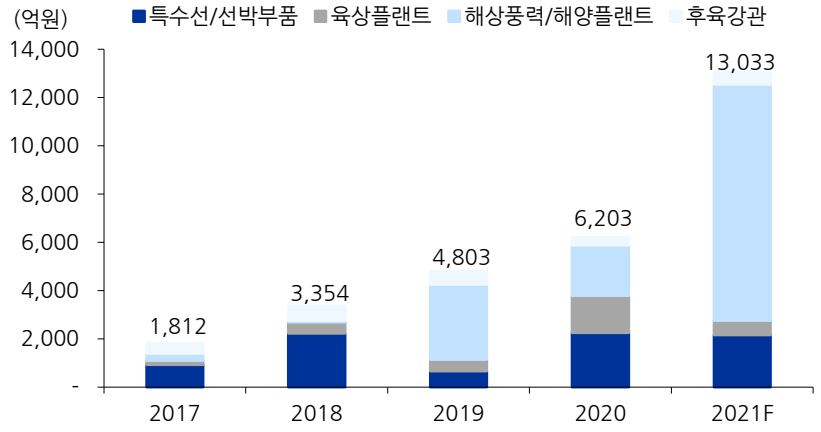
자료:삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 4. 연간실적 추정(수정 전)

(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 5. 삼강엠앤티 수주 예상 추이



자료 : 삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 6. **삼강엠앤티 Peer Group Valuation**

	삼강엠앤티	씨에스윈드	Vestas Wind Systems	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가	한국	한국	덴마크	스페인	덴마크
2021.11.17 종가(원, 달러)	23,600	62,800	35.1	24.9	133.8
통화	KRW	KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)	863	2,648	35,419.4	16,927.0	56,242.5
PER(배)					
FY19A	-	20.6	25.2	59.3	44.2
FY20A	78.9	106.1	49.6	-	34.5
FY21F	**46.2**	**38.8**	**58.1**	**145.6**	**37.9**
FY22F	**32.7**	**30.0**	**48.4**	**38.9**	**36.3**
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	**4.5**	**3.3**	**6.3**	**3.3**	**4.2**
FY22F	**2.0**	**3.1**	**5.8**	**3.1**	**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	499.4	1,101.0	18,256.4	11,599.1	9,034.9
FY22F	652.0	1,616.0	19,266.3	12,590.5	9,147.4
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	31.1	103.1	783.7	156.7	2,486.7
FY22F	53.5	138.9	1,065.4	603.2	2,364.5
영업이익률(%)					
FY19A	(5.4)	7.5	8.3	2.5	16.5
FY20A	6.8	10.1	4.7	-10.1	17.8
FY21F	6.2	9.4	4.3	1.4	27.5
FY22F	8.2	8.6	5.5	4.8	25.8
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	19.2	79.5	609.1	58.4	1,489.3
FY22F	40.3	104.1	807.5	405.3	1,585.9
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	**20.8**	**18.3**	**19.2**	**22.4**	**17.0**
FY22F	**8.6**	**14.2**	**16.6**	**13.3**	**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	10.1	11.7	10.3	-0.2	11.7
FY22F	8.7	10.6	15.0	6.7	10.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 삼강엠앤티, 씨에스윈드는 당사추정치

삼강엠앤티(100090.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
자산총계	**665.4**	**1,053.0**	**1,119.3**	**1,231.5**	**1,370.2**
유동자산	177.8	478.9	396.8	341.9	445.6
현금성자산	108.1	389.1	286.9	215.9	272.4
매출채권	25.0	35.0	46.0	52.0	71.2
재고자산	38.0	48.0	57.0	67.1	94.9
비유동자산	487.6	574.1	722.5	889.5	924.7
투자자산	6.3	6.6	6.9	7.1	7.4
유형자산	477.6	561.8	708.3	873.6	907.4
기타	3.6	5.7	7.4	8.7	9.8
부채총계	**411.7**	**301.9**	**321.6**	**363.2**	**387.8**
유동부채	254.0	200.8	200.4	231.7	236.0
매입채무	92.6	104.3	113.6	154.9	219.0
유동성이자부채	147.7	82.7	72.7	62.7	2.7
기타	13.7	13.9	14.0	14.2	14.3
비유동부채	157.7	101.1	121.3	131.5	151.8
비유동이자부채	152.5	95.7	115.7	125.7	145.7
기타	5.2	5.4	5.6	5.9	6.1
자본총계	**253.7**	**751.1**	**797.7**	**868.2**	**982.5**
지배지분	188.0	685.4	732.0	802.6	916.8
자본금	17.8	28.9	28.9	28.9	28.9
자본잉여금	90.1	538.4	538.4	538.4	538.4
이익잉여금	67.7	105.6	152.2	222.8	337.0
기타	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
비지배지분	65.7	65.7	65.7	65.7	65.7
자본총계	**253.7**	**751.1**	**797.7**	**868.2**	**982.5**
총차입금	300.2	178.3	188.3	188.3	148.3
순차입금	192.1	(210.8)	(98.6)	(27.5)	(124.0)

손익계산서

(단위:십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**499.4**	**652.0**	**728.0**	**992.0**	**1,403.0**
증가율(%)	16.9	30.5	11.7	36.3	41.4
매출원가	450.5	578.6	644.3	873.0	1,224.8
매출총이익	**49.0**	**73.4**	**83.7**	**119.0**	**178.2**
판매 및 일반관리비	17.9	19.9	20.9	22.3	25.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**31.1**	**53.5**	**62.8**	**96.7**	**152.5**
증가율(%)	7.1	71.9	17.4	54.0	57.6
EBITDA	**50.7**	**75.4**	**90.8**	**131.6**	**190.9**
증가율(%)	4.6	48.9	20.3	45.0	45.1
영업외손익	**(10.4)**	**(6.1)**	**(6.0)**	**(6.3)**	**(6.0)**
이자수익	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8
이자비용	15.6	7.6	4.9	5.3	5.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	4.9	1.1	(1.5)	(1.6)	(1.7)
세전순이익	**20.7**	**47.4**	**56.8**	**90.4**	**146.5**
증가율(%)	126.0	128.7	19.8	59.2	62.0
법인세비용	1.5	7.1	10.2	19.9	32.2
당기순이익	**19.2**	**40.3**	**46.6**	**70.5**	**114.3**
증가율(%)	56.7	110.1	15.6	51.4	62.0
지배주주지분	18.1	38.0	46.6	70.5	114.3
증가율(%)	115.1	110.0	22.7	51.4	62.0
비지배지분	1.1	2.3	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**510**	**722**	**806**	**1,220**	**1,976**
증가율(%)	87.8	41.5	11.6	51.4	62.0
수정EPS(원)	510	722	806	1,220	1,976
증가율(%)	87.8	41.5	11.6	51.4	62.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
영업현금	**118.4**	**(115.0)**	**64.2**	**130.8**	**170.1**
당기순이익	19.2	40.3	46.6	70.5	114.3
자산상각비	19.5	21.9	27.9	34.8	38.5
기타비현금성손익	55.3	(169.0)	0.2	0.2	0.2
운전자본증감	27.2	(8.3)	(10.6)	25.2	17.2
매출채권감소(증가)	11.3	(10.0)	(11.0)	(6.0)	(19.2)
재고자산감소(증가)	(11.9)	(10.0)	(9.0)	(10.1)	(27.8)
매입채무증가(감소)	3.1	11.7	9.4	41.2	64.2
기타	24.7	0.1	0.1	0.1	0.1
투자현금	**(39.4)**	**(109.3)**	**(177.3)**	**(202.8)**	**(74.6)**
단기투자자산감소	(0.7)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(31.1)	(105.0)	(172.9)	(198.4)	(70.2)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
재무현금	**(5.4)**	**504.5**	**10.0**	**0.0**	**(40.0)**
차입금증가	(5.4)	45.0	10.0	0.0	(40.0)
자본증가	0.0	459.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**73.6**	**280.1**	**(103.1)**	**(72.1)**	**55.5**
기초현금	12.2	85.8	365.9	262.8	190.8
기말현금	85.8	365.9	262.8	190.8	246.3
Gross Cash flow	94.1	(106.8)	74.7	105.6	153.0
Gross Investment	11.6	116.7	186.9	176.7	56.4
Free Cash Flow	**82.5**	**(223.4)**	**(112.2)**	**(71.1)**	**96.5**

주요투자지표

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	510	722	806	1,220	1,976
BPS	5,292	11,853	12,659	13,879	15,855
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	46.2	32.7	29.3	19.3	11.9
PBR	4.5	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	20.8	8.6	8.4	6.4	3.9
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	8.9	n/a	18.3	12.9	8.9
수익성(%)					
영업이익율	6.2	8.2	8.6	9.8	10.9
EBITDA이익율	10.1	11.6	12.5	13.3	13.6
순이익율	3.8	6.2	6.4	7.1	8.1
ROE	10.1	8.7	6.6	9.2	13.3
ROIC	6.0	9.2	8.3	9.8	14.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	75.7	(28.1)	(12.4)	(3.2)	(12.6)
유동비율	70.0	238.4	198.1	147.6	188.8
이자보상배율	2.0	7.1	12.9	18.3	29.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.8	1.1
매출채권회전율	23.3	21.7	18.0	20.2	22.8
재고자산회전율	15.6	15.2	13.9	16.0	17.3
매입채무회전율	6.5	6.6	6.7	7.4	7.5

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	-35.7	-17.5
2020-12-28	Buy	30,000	1년	-35.7	-17.5
2021-01-07	Buy	30,000	1년	-35.9	-17.5
2021-01-11	Buy	30,000	1년	-36	-17.5
2021-02-22	Buy	30,000	1년	-36.4	-17.5
2021-03-25	Buy	30,000	1년	-35.4	-17.5
2021-03-29	Buy	30,000	1년	-35.5	-17.5
2021-04-13	Buy	30,000	1년	-35.8	-17.5
2021-04-23	Buy	30,000	1년	-36.1	-17.5
2021-05-18	Buy	30,000	1년	-35.8	-17.5
2021-05-31	Buy	30,000	1년	-35.8	-17.5
2021-06-14	Buy	30,000	1년	-35.7	-17.5
2021-07-07	Buy	30,000	1년	-34.8	-17.5
2021-07-21	Buy	30,000	1년	-34	-17.5
2021-08-18	Buy	30,000	1년	-31.7	-17.5
2021-09-13	Buy	30,000	1년	-31	-17.5
2021-09-28	Buy	30,000	1년	-31.3	-17.5
2021-10-06	Buy	30,000	1년	-31.5	-17.5
2021-11-08	Buy	30,000	1년	-30.6	-17.5
2021-11-18	Buy	40,000	1년		

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

