



조선/기계

$Re < De$

선택과 집중의 시기

2021년 전망 시리즈 09

조선/기계
(Neutral/Overweight)

Re < De
선택과 집중의 시기



조선/기계
Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
현대미포조선 (010620)	Buy	42,000원
두산밥캣 (241560)	Buy	38,000원
현대건설기계 (267270)	Buy	38,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
대우조선해양 (042660)	Buy	32,000원
한국조선해양 (009540)	Buy	110,000원
삼성중공업 (010140)	Hold	5,000원
현대중공업지주 (267250)	Buy	340,000원
현대일렉트릭 (267260)	Buy	20,000원
성광벤드 (014620)	Buy	9,000원
태광 (023160)	Buy	9,500원
하이록코리아 (013030)	Buy	15,500원

Contents

산업분석

Part I	Re-bound → Re-vival(?) COVID-19 후.. 과거 회복논리는 적용 가능한가?	09
Part II	Re-structuring → Re-form(?) 구조조정을 넘어선 변화가 필요한 시기	35
Part III	De-leveraging → De-carbonization 투자공식 변화 불가피, 脫탄소화는 Only Way	63
Part IV	De-bordering 기술의 태동과 전환기, 선택과 집중 → 확산을 위한 준비	83

기업분석

현대미포조선 (010620) 2021년 조선업종의 바로미터	110
대우조선해양 (042660) M&A Noise 이외의 우려는 기우	113
한국조선해양 (009540) 선가 인상의 키를 쥔 말형	116
삼성중공업 (010140) 우려도 해양, 기대도 해양	119
두산밥캣 (241560) 마침내 도래한 재평가의 시기	122
현대건설기계 (267270) 잃을 것이 없다	125
현대중공업지주 (267250) 에너지 변화의 중심에 서다	128
현대일렉트릭 (267260) PSR 0.3배, 영업 턴어라운드는 입증	131
성광벤드 (014620) 혼자만의 모멘텀은 없지만, 오래된 믿음	134
태광 (023160) 문제는 매출 지연	137
하이록코리아 (013030) 완만한 회복, 완만한 주가	140

Summary	Re < De	조선(Neutral) / 기계(Overweight)
---------	---------	------------------------------

Re-bound → Re-vival(?)

COVID19 후..
과거 회복논리는 적용 가능한가?

I

- 컨테이너선과 LNG선 운임의 반등은 긍정적이나, IMO2020 기대효과 소멸로 탱커의 회복 지연은 부정적
- 선종별 경쟁력 변화가 없는 소강 상태, Re-bound가 지속되기 위해서는 달러선가 상승 여부가 2021년의 핵심
- LSFO-HSFO 스프레드 부진, 폐선량 정체에서 벗어나야 2010년의 V자 반등을 再기대 → 2019년 수준의 회복에 그칠 것

Re-structuring → Re-form(?)

구조조정을 넘어선 변화가 필요한 시기

II

- 제로금리 고착화로 발주의 변수는 운임과 선가 상승 → 2021년 해상물동량 +4.8% 증가가 전망되나 2019년 수준 회귀
- 에너지기업들의 현금흐름 악화 심화, 보유 매장량 대체율 감소에도 E&P 재개는 제한적, 자본효율성이 떨어진 조선업계에 Re-structuring은 필연 → Downsizing 이후 선박으로의 선택과 집중, LNG선과 컨테이너선 민감도 상승
- Re-form에 필요한 이익체력이 너무 약해진 조선업계, 이익에 대한 기대감 소멸은 Valuation 확장이 제한적임을 의미

De-leveraging → De-carbonization

투자공식 변화 불가피, 脫탄소화는
Only Way

III

- 2021년 조선 발주 690억달러(+63.5% YoY) 전망, 2019년 대비 87% 수준 회복 - Gas선, 탱커 등 에너지원 선종이 관건
- 선박금융은 상위기업 Corporate Loan에만 집중, 자원개발 CAPEX Cut, 시추업계의 Downsizing은 지속될 전망
- 제로금리에도 Project Financing 회복 제한적, 폐선증가에 따른 회복 기대는 LPG선/벌크선 기대, 컨테이너선은 +α 변수
- 脫탄소화 정책 추진의 1차적인 수혜는 LNG, '더 빨리, 더 많이'에서 '더 깨끗하게, 더 안전하게'로 변화하는 초입국면

De-bordering

기술의 태동과 전환기, 선택과 집중
→ 확산을 위한 준비

IV

- Oil 경제의 투자위축 가속화로 중동발전 플랜트 발주는 기대를 낮춰야할 것. 정유보다 가스/석화플랜트 중심의 제한적 투자
- Commodity + 인프라 투자국 중심의 Pandemic 완화 가능성 증대와 미국의 경기부양책으로 건설기계 호조는 확산
- 미중 무역합의 이행속도 가속화는 LNG 수입확대가 키, 24개월만에 (+) 전환한 일본공작기계 해외 수주는 2021년 제조업 CAPEX 재개의 신호로 해석될 개연성 → 수소시대로의 전환은 장기 Plan, LNG 수입을 통한 추출수소 생산이 단기적 방향

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 전망 여의	1. Macro/규제 변수	- 유가(원자재) - 환율(선가) - IMO2020 시행 강도	'21년말 WTI 30달러 근처로 다시 급락 '21년말 환율 1,000원 수준으로 하락 - COVID-19 수준의 유예(LSFO-HSFO ↓)	'21년말 WTI 47달러까지 완만히 회복 '21년말 환율 1,080원 수준 - 시행 초기 기대수준으로 시행	'21년말 WTI 60달러 수준까지 상승 '21년말 환율 1,200원 수준으로 상승 - 주요국의 엄격한 시행(LSFO-HSFO ↑)
	2. 정책/구조조정 변수	- 미·중 무역갈등, 이란제재 - 현대-대우 기업결합 심사 - 싱가포르, 일본업계 합병 - 시추, E&P 업계 재무 리스크 - 인프라 투자 확대 정책 - 탈탄소화-Green 정책 시행	- 분쟁 장기화, 미·중 교역량 위축 - EU의 불허 - 합병-전략적 제휴 논의 무산 - 시추업계 Chapter11 확대, E&P 위축 - 미국 민주당 공약 이행, 신흥국 회복 지연 - EU-탄소국경조정세, 미-탄소조정세 도입	- 미·중 무역합의 정상 시행, 교역 증가 - EU 승인 마무리 - 싱가포르 논의 지속, 일본 전략적 제휴 - E&P 업계 정상화, 시추업계 리스크 완화 - 미국과 인도의 인프라 투자 확대 - EU-탄소누출 억제, 미-탄소조정세 논의	- Oil, LNG의 미국산 수입 추가 확대 - EU-중국·일본의 승인 상반기 완료 - 싱가포르, 일본 모두 경쟁사간 합병 - 시추시장 회복, E&P 투자의 점진적 재개 - 미국·인도 외에 신흥국 투자 재개 - EU·미국 점진적 탈탄소화 정책 시행
	3. 시장 변수	- COVID-19 불확실성 - 제조업 CAPEX 재개 - Oil→Gas→H2로의 전이	2차 Pandemic - Renewal을 제외한 신규 투자 위축 지속 - Gas 개발 프로젝트 지연, 脫화석연료로의 급진적인 이동	- 백신 개발에 따른 점진적 완화 - 자동차·철강·인프라 관련 CAPEX 재개 - Oil→Gas의 이동 지속, H2 시장으로의 가교 연료로 LNG의 경제성 부각	- 백신개발 완료 후 COVID-19 리스크 해소 2년간 중단된 제조업 전반 CAPEX 재개 - 신규 Gas 개발 프로젝트 확대, 2030년까지 LNG가 H2로의 핵심 가교역할 수행
산업 투자 전략			- 조선(Underweight) / 기계(Neutral) - 저유가, 원자재가격 상승 시 이종고 - 알려진 LNG 프로젝트의 제한적인 발주, 컨테이너선사 일부 발주, 탱커 부진 지속 - 조선-합병무산 or COVID-19 장기화 시 수주부진 심화 - 기계-건설기계의 제한적인 회복	- 조선(Neutral) / 기계(Overweight) - 운임 반등 + 경기회복 기대감은 유효 20년 수주 부진, 21년 수익성 개선은 제한적, 원화강세 속 선가 인상 여부가 핵심 - 조선-IMO 규제 효과 확인, 폐선량 증가 및 탱커 회복 여부 - 기계-인프라·Gas 관련 투자확대에 주목	- 조선/기계(Overweight) - LNGC+LPGC의 발주 확대, 컨테이너선 발주 재개, 탱커와 벌크선의 점진적 회복 - 조선-상반기 중 국내 조선업계 Dock Slot 충족 시, 2Q 이후 선가 반등 가능성 - 기계-미국과 신흥국의 인프라 투자 확대, 제조업계의 CAPEX 재개
Top-Picks			현대미포조선, 두산밥캣	현대미포조선, 두산밥캣, 현대건설기계	대우조선해양, 현대중공업지주, 현대건설기계, 한국카본, 와이지원, 진성티이씨

Top Picks	투자판단	적정주가
현대미포조선 (010620)	Buy	42,000원
두산밥캣 (241560)	Buy	38,000원
현대건설기계 (267270)	Buy	38,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
대우조선해양 (042660)	Buy	32,000원
한국조선해양 (009540)	Buy	110,000원
삼성중공업 (010140)	Hold	5,000원
현대중공업지주 (267250)	Buy	340,000원
현대일렉트릭 (267260)	Buy	20,000원
성광벤드 (014620)	Buy	9,000원
태광 (023160)	Buy	9,500원
하이룩코리아 (013030)	Buy	15,500원

현대미포조선(010620) 2021년 조선업종의 바로미터

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	42,000원
현재주가 (11월 12일)	36,250원
상승여력	15.9%
KOSPI	2,475.62pt
시가총액	14,479억원
발행주식수	3,994만주
유통주식비율	56.89%
외국인비중	12.51%
52주 최고/최저가	48,600원/20,500원
평균거래대금	68.5억원

주요주주(%)

한국조선해양 외 5인	42.86
국민연금공단	12.02

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	23.1	19.5
6개월	22.7	-4.8
12개월	-14.8	-26.3

주가그래프



국내 조선4사 중 11월 현재 수주목표 달성률 57.4%로 1위, 2021년 이익방어능력 입증 예상

- 11월 현재 현대미포조선의 연간 수주목표 달성률은 57.4%로 추정, 주력인 PC선에 집중된 수주는 긍정적
- 수정 공시한 2020년 수주 목표액(36.50억달러→25.64억달러) 기준으로는 달성률 81.7%. 2021년 매출 정체기에도 상대적인 이익방어능력 우위를 입증할 것

2020년 발주 위축으로 2021년 업계 전반의 수익성 저하는 불가피 - 순현금 재무구조, LPG선+탱커의 중심

- 2021년 조선업황 회복의 트리거는 1) IMO2020의 엄격한 시행을 통한 규제효과 재부각, 2) 탱커 운임 반등 여부, 3) 폐선활동의 본격 재개 → 노후선 비중이 가장 큰 중소형 LPG선은 미포의 고수익선종, 탱커는 주력
- 글로벌 업계 전반의 수익성 부진기에 더욱 부각될 재무구조, LNG/LPG-Bunkering 등 Niche Market의 승자

COVID-19로 희석된 IMO2020 규제 효과 부활 시 수혜 주, 업종 Valuation을 결정할 Top Pick

- 2021년 조선업종 Top Pick으로 제시 - 투자의견 Buy 유지, 적정주가 42,000원으로 상향
- 적정주가는 2021년 예상 BPS 기준 PBR 0.7배, 시황 개선의 기대감 형성 시 PBR 0.6~0.8배의 주가 움직임이 예상되는 조선. Pure Shipbuilder이자 구조조정 승자로 업종 Valuation Level을 결정할 주도주로 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,403.0	70.9	85.0	2,128	-72.9	57,322	28.2	1.0	17.7	3.8	49.5
2019	2,994.1	92.6	53.3	1,333	-49.3	58,022	34.5	0.8	11.8	2.3	43.6
2020E	2,822.4	91.9	63.1	1,579	14.6	59,183	23.0	0.6	6.5	2.7	48.1
2021E	2,801.9	73.1	50.9	1,274	-19.3	59,983	28.4	0.6	7.1	2.1	44.7
2022E	2,959.4	133.5	94.1	2,357	85.0	61,811	15.4	0.6	4.4	3.9	42.2

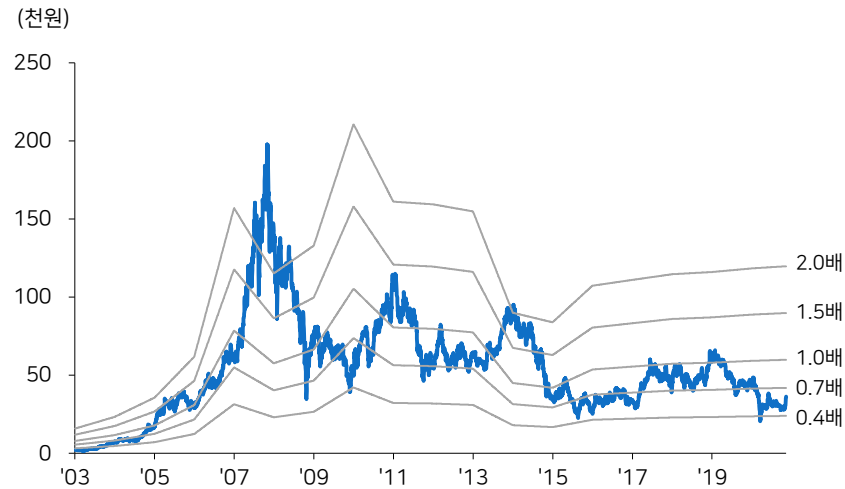
현대미포조선 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

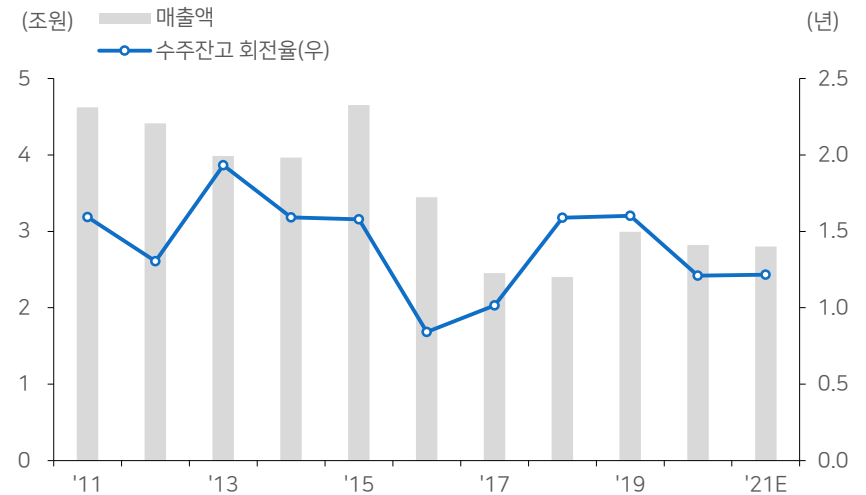
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		705.0	831.6	731.3	726.2	777.3	724.2	631.8	689.1	690.7	696.0	698.1	717.0	2,994.1	2,822.4	2,801.8
영업이익		26.2	31.9	23.7	10.8	33.6	12.1	28.8	17.3	15.3	13.1	27.4	17.4	92.6	91.9	73.1
세전이익		29.1	24.0	33.2	-0.8	53.5	3.3	18.4	18.3	29.4	14.9	25.6	4.0	85.6	93.4	73.9
당기순이익		23.9	18.9	24.5	-6.1	41.1	3.3	16.1	9.6	22.5	11.4	19.6	3.1	61.2	70.1	56.5
지배주주순이익		19.6	17.5	23.6	-7.4	41.0	2.6	14.5	5.0	20.2	10.3	17.6	2.8	53.3	63.1	50.9
매출액 증가율	YoY	29.3	51.8	25.6	-0.2	10.3	-12.9	-13.6	-5.1	-11.1	-3.9	10.5	4.0	24.6	-5.7	-0.7
	QoQ	-3.1	18.0	-12.1	-0.7	7.0	-6.8	-12.8	9.1	0.2	0.8	0.3	2.7			
영업이익 증가율	YoY	13.9	70.8	10.2	40.0	28.6	-62.0	21.7	59.6	-54.6	8.1	-4.9	0.3	30.6	-0.8	-20.4
	QoQ	237.8	22.0	-25.8	-54.2	210.2	-64.0	138.0	-40.0	-11.8	-14.1	109.3	-36.7			
영업이익률		3.7	3.8	3.2	1.5	4.3	1.7	4.6	2.5	2.2	1.9	3.9	2.4	3.1	3.3	2.6
순이익률		3.4	2.3	3.4	-0.8	5.3	0.5	2.5	1.4	3.3	1.6	2.8	0.4	2.0	2.5	2.0

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

연도별 매출기준 수주잔고, 수주잔고 회전을 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,403.0	2,994.1	2,822.4	2,801.9	2,959.4
매출액증가율 (%)	-2.1	24.6	-5.7	-0.7	5.6
매출원가	2,231.5	2,803.1	2,631.7	2,626.2	2,722.9
매출총이익	171.5	191.0	190.7	175.6	236.5
판매관리비	100.6	98.3	98.8	102.5	103.0
영업이익	70.9	92.6	91.9	73.1	133.5
영업이익률	3.0	3.1	3.3	2.6	4.5
금융손익	18.0	-43.0	-0.2	0.5	4.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	28.6	35.9	1.7	0.3	-0.7
세전계속사업이익	117.5	85.6	93.4	73.9	136.7
법인세비용	29.6	24.4	23.4	17.4	32.1
당기순이익	120.7	61.2	70.1	56.6	104.6
지배주주지분 순이익	85.0	53.3	63.1	50.9	94.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,801.4	1,744.8	1,936.4	1,927.4	1,995.3
현금및현금성자산	280.5	199.8	644.3	639.8	679.0
매출채권	29.4	71.8	58.2	57.9	59.2
재고자산	160.1	166.3	134.7	134.2	137.2
비유동자산	1,662.4	1,635.8	1,628.1	1,611.7	1,600.3
유형자산	1,518.9	1,528.6	1,528.7	1,524.3	1,522.3
무형자산	2.9	2.7	3.3	2.9	2.6
투자자산	20.9	14.8	14.6	14.6	14.7
자산총계	3,463.7	3,380.6	3,564.5	3,539.1	3,595.6
유동부채	1,076.4	1,001.6	1,120.2	1,057.2	1,029.9
매입채무	190.2	214.5	225.2	224.4	230.7
단기차입금	241.6	229.8	309.8	249.8	199.8
유동성장기부채	41.4	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	70.2	25.1	36.9	36.9	37.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,146.6	1,026.7	1,157.1	1,094.1	1,067.2
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	231.8	232.7	236.0	239.0	241.8
이익잉여금	1,816.7	1,843.6	1,886.8	1,915.7	1,985.9
비지배주주지분	27.6	36.5	43.5	49.1	59.6
자본총계	2,317.2	2,354.0	2,407.4	2,445.0	2,528.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	518.5	-72.4	414.4	108.8	154.1
당기순이익(손실)	120.7	61.2	70.1	56.6	104.6
유형자산상각비	46.4	52.7	57.2	55.9	54.9
무형자산상각비	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	378.5	-214.6	292.5	-1.0	-3.8
투자활동 현금흐름	-10.7	76.7	-40.5	-35.9	-46.6
유형자산의증가(CAPEX)	-477.1	-82.5	-57.2	-51.5	-52.8
투자자산의감소(증가)	270.6	6.2	0.2	0.0	-0.2
재무활동 현금흐름	-797.7	-85.2	67.8	-80.1	-70.9
차입금의 증감	-177.2	-39.0	81.8	-60.1	-49.0
자본의 증가	99.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-281.8	-80.6	444.5	-4.5	39.2
기초현금	562.2	280.5	199.8	644.3	639.8
기말현금	280.5	199.8	644.3	639.8	679.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	60,162	74,961	70,662	70,148	74,091
EPS(지배주주)	2,128	1,333	1,579	1,274	2,357
CFPS	3,763	3,592	3,652	3,123	4,590
EBITDAPS	2,945	3,648	3,743	3,240	4,723
BPS	57,322	58,022	59,183	59,983	61,811
DPS	700	350	500	550	600
배당수익률(%)	1.2	0.8	1.4	1.5	1.7

Valuation(Multiple)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	28.2	34.5	23.0	28.4	15.4
PCR	15.9	12.8	9.9	11.6	7.9
PSR	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
EBITDA	117.6	145.7	149.5	129.4	188.7
EV/EBITDA	17.7	11.8	6.5	7.1	4.4

Key Financial Ratio(%)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	3.8	2.3	2.7	2.1	3.9
EBITDA 이익률	4.9	4.9	5.3	4.6	6.4
부채비율	49.5	43.6	48.1	44.7	42.2
금융비용부담률	0.7	0.3	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	4.2	9.6	8.9	6.8	15.0
매출채권회전율(x)	21.5	59.2	43.4	48.3	50.5
재고자산회전율(x)	18.8	18.3	18.8	20.8	21.8

대우조선해양(042660) M&A Noise 이외의 우려는 기우

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	32,000원
현재주가 (11월 12일)	24,000원
상승여력	33.3%

KOSPI	2,475.62pt
시가총액	25,750억원
발행주식수	10,729만주
유동주식비율	31.87%
외국인비중	8.98%
52주 최고/최저가	29,350원/11,200원
평균거래대금	76.1억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 3 인	56.10
하나은행	8.40

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.0	-4.9
6개월	43.7	11.6
12개월	-17.7	-28.8

주가그래프



조선 Big 3 중 상대적으로 양호한 수주 → 과거 LNG선 명가의 명성을 다시 찾을 기회

- 10월 누계 기준 LNG선 수주실적은 FSRU 1척, LNG Barge 2척, LNG운반선 6척으로 총 28.3억달러 → LNG로만 2020년 수주목표(72.1억달러)의 39%를 확보
- 11월 현재 Big 3 중 상대적으로 양호한 수주 달성률(46.4%) 기록 + 주력인 LNG에 집중한 수주 → 재무구조 개선과정에서 공격적인 수주를 지양, 2021년 매출액 감소는 불가피하나 과거의 실적 불확실성 우려는 해소

2017년 채무재조정 이후 'Clean Company'를 시장에 인식 시키기에는 충분

- Big-Bath와 고통스러운 채무재조정 과정을 야기했던 해양생산설비의 건조일정은 마무리단계, 잔여공사는 Chevron Anchor FPU 프로젝트 1기뿐. 해양 EPC 수주를 지양하고 선박과 특수선 수주에 집중하는 전략
- 2020년말 예상부채비율 168.0%, 이자보상배율 3.2배, 2021년 해양매출 비중 8.9%, LNG선은 36% 수준 추정
- 더 이상 Grey Zone 없는 Clean Company로 재평가 받을 기회는 LNG선 수주 경쟁력과 흑자 기조 유지 입증

남은 건 기업결합... 2021년 Big 3 중 가장 빨리 LNG 모멘텀이 주가에 반영될 전망

- 현대중공업과의 기업결합 심사가 넘어야 할 불확실성, 2019년 1월말 계약 기준 인수가는 주당 34,922원

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	9,644.4	1,024.8	344.7	3,219	-61.4	35,821	10.6	1.0	5.6	9.5	210.4
2019	8,358.7	292.8	-46.5	-434	-114.5	35,025	-64.2	0.8	7.9	-1.2	200.3
2020E	7,304.1	434.2	337.0	3,143	-824.8	38,138	7.6	0.6	6.2	8.6	168.0
2021E	6,606.2	120.5	22.6	211	-93.3	38,349	113.9	0.6	14.1	0.6	154.3
2022E	7,603.8	242.0	131.8	1,228	482.8	39,577	19.5	0.6	9.3	3.2	156.3

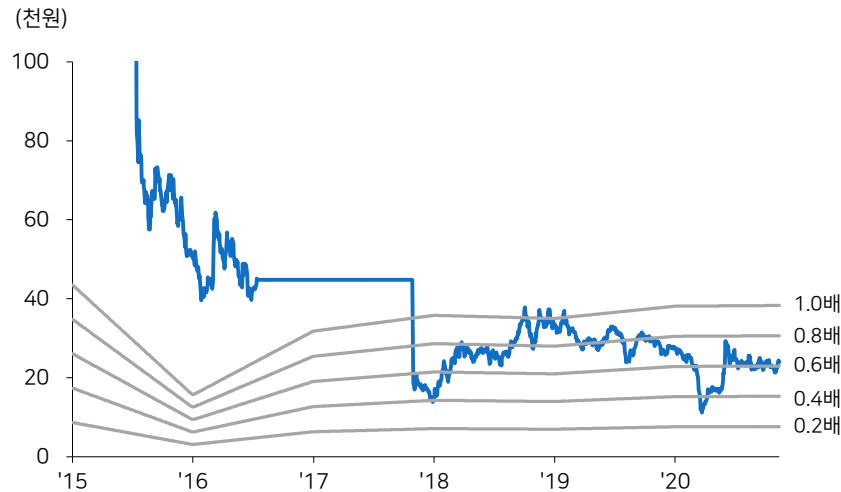
대우조선해양 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

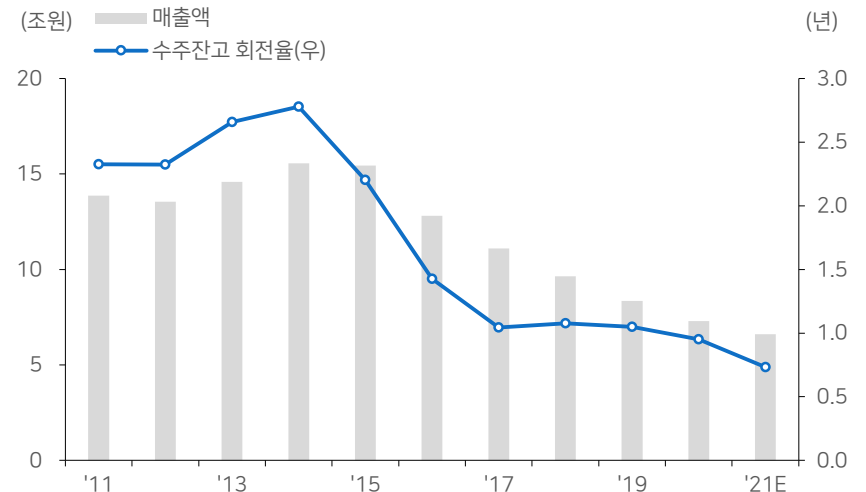
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		2,072.1	2,150.4	1,947.5	2,188.7	1,958.1	1,965.8	1,603.2	1,777.0	1,642.0	1,697.2	1,573.7	1,693.3	8,358.7	7,304.1	6,606.1
영업이익		199.6	194.8	-256.3	154.6	279.0	73.4	52.3	29.5	27.6	35.0	21.9	36.0	292.8	434.1	120.5
세전이익		196.5	146.0	-298.5	-92.9	241.4	53.6	56.4	-7.6	-0.8	10.9	2.2	11.9	-48.9	343.9	24.2
당기순이익		195.2	145.3	-296.4	-90.6	242.5	51.5	50.2	-7.3	-0.8	10.2	2.0	11.1	-46.5	337.0	22.6
지배주주순이익		195.2	145.3	-296.4	-90.6	242.5	51.5	50.2	-7.3	-0.8	10.2	2.0	11.1	-46.5	337.0	22.6
매출액 증가율	YoY	-8.2	-7.5	-11.4	-23.6	-5.5	-8.6	-17.7	-18.8	-16.1	-13.7	-1.8	-4.7	-13.3	-12.6	-9.6
	QoQ	-27.7	3.8	-9.4	12.4	-10.5	0.4	-18.4	10.8	-7.6	3.4	-7.3	7.6			
영업이익 증가율	YoY	-33.2	-15.1	적전	-51.7	39.8	-62.3	흑전	-80.9	-90.1	-52.3	-58.1	22.0	-71.4	48.3	-72.3
	QoQ	-37.6	-2.4	적전	흑전	80.5	-73.7	-28.8	-43.6	-6.3	26.7	-37.5	64.4			
영업이익률		9.6	9.1	-13.2	7.1	14.2	3.7	3.3	1.7	1.7	2.1	1.4	2.1	3.5	5.9	1.8
순이익률		9.4	6.8	-15.2	-4.1	12.4	2.6	3.1	-0.4	0.0	0.6	0.1	0.7	-0.6	4.6	0.3

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

연도별 매출기준 수주잔고, 수주잔고 회전을 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,644.4	8,358.7	7,304.1	6,606.2	7,603.8
매출액증가율 (%)	-13.1	-13.3	-12.6	-9.6	15.1
매출원가	8,892.7	7,889.8	6,636.3	6,274.3	7,118.5
매출총이익	751.7	469.0	667.9	331.9	485.4
판매관리비	-273.2	176.2	233.7	211.4	243.3
영업이익	1,024.8	292.8	434.2	120.5	242.0
영업이익률	10.6	3.5	5.9	1.8	3.2
금융손익	-120.0	-76.2	-225.8	-240.5	-248.3
종속/관계기업손익	-497.8	-1.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.3	-264.0	135.5	144.2	152.6
세전계속사업이익	367.7	-48.9	343.9	24.2	146.4
법인세비용	47.7	-2.4	6.9	1.6	14.6
당기순이익	320.1	-46.5	337.0	22.6	131.8
지배주주지분 순이익	344.7	-46.5	337.0	22.6	131.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,350.0	6,871.1	6,574.1	6,151.3	6,527.1
현금및현금성자산	351.2	2,012.2	1,676.5	1,721.8	1,428.6
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,345.6	1,159.0	1,012.8	916.0	1,054.4
비유동자산	4,568.5	4,405.0	4,394.1	4,312.1	4,357.4
유형자산	3,822.9	3,694.5	3,655.7	3,617.4	3,585.1
무형자산	39.8	24.7	26.8	28.9	31.0
투자자산	494.6	570.5	594.1	544.3	615.5
자산총계	11,918.5	11,276.1	10,968.2	10,463.4	10,884.5
유동부채	5,356.8	4,807.5	4,594.8	4,292.8	4,624.4
매입채무	668.5	567.3	495.7	448.4	516.1
단기차입금	1,472.6	1,124.4	974.4	924.4	874.4
유동성장기부채	197.1	320.3	460.3	510.3	460.3
비유동부채	2,721.5	2,713.6	2,281.5	2,056.1	2,013.8
사채	575.6	511.8	411.8	361.8	311.8
장기차입금	935.9	973.5	1,023.5	923.5	823.5
부채총계	8,078.3	7,521.2	6,876.3	6,348.9	6,638.3
자본금	541.0	541.0	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
기타포괄이익누계액	302.0	305.2	305.2	305.2	305.2
이익잉여금	647.0	558.4	895.4	918.0	1,049.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,840.2	3,754.9	4,091.9	4,114.5	4,246.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	725.1	2,542.1	-111.8	232.9	228.4
당기순이익(손실)	320.1	-46.5	337.0	22.6	131.8
유형자산상각비	134.1	162.9	115.7	111.5	107.6
무형자산상각비	1.5	1.3	0.9	1.0	1.1
운전자본의 증감	-113.1	2,036.5	-587.5	53.5	-76.4
투자활동 현금흐름	-13.2	-484.6	-151.4	-29.6	-284.8
유형자산의증가(CAPEX)	-148.1	-155.2	-77.0	-73.2	-75.3
투자자산의감소(증가)	118.3	-75.8	-23.7	49.9	-71.3
재무활동 현금흐름	-565.9	-395.1	-73.2	-158.8	-237.5
차입금의 증감	-596.0	-171.2	-73.2	-158.8	-237.5
자본의 증가	-348.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	145.4	1,661.1	-335.7	45.3	-293.2
기초현금	205.8	351.2	2,012.2	1,676.5	1,721.8
기말현금	351.2	2,012.2	1,676.5	1,721.8	1,428.6
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	90,053	77,969	68,121	61,572	70,871
EPS(지배주주)	3,219	-434	3,143	211	1,228
CFPS	8,646	5,393	5,135	2,316	3,556
EBITDAPS	10,835	4,262	5,137	2,171	3,269
BPS	35,821	35,025	38,138	38,349	39,577
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.6	-64.2	7.6	113.9	19.5
PCR	3.9	5.2	4.7	10.4	6.7
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
EBITDA	1,160.4	457.0	550.8	232.9	350.7
EV/EBITDA	5.6	7.9	6.2	14.1	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	-1.2	8.6	0.6	3.2
EBITDA 이익률	12.0	5.5	7.5	3.5	4.6
부채비율	210.4	200.3	168.0	154.3	156.3
금융비용부담률	1.9	2.0	1.9	2.0	1.6
이자보상배율(x)	5.6	1.7	3.2	0.9	2.0
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	9.2	6.7	6.7	6.8	7.7

한국조선해양(009540) 선가인상의 키를 전 만형

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 110,000원

현재주가 (11월 12일) 93,500원

상승여력 17.6%

KOSPI 2,475.62pt

시가총액 66,173억원

발행주식수 7,077만주

유동주식비율 63.74%

외국인비중 15.90%

52주 최고/최저가 131,500원/66,300원

평균거래대금 269.1억원

주요주주(%)

현대중공업지주 외 15인 33.96

국민연금공단 9.85

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 12.2 9.0

6개월 19.6 -7.2

12개월 -21.4 -32.1

주가그래프



기대와 달리 수주달성은 매우 부진, 2020년 수주 목표액 -32.9% 하향 조정

- 3분기 실적발표를 통해 2020년 수주 목표치를 하향 - 현대(조선+해양+플랜트+엔진) 115.95억달러 → 73.20억달러 / 삼호 42.50억달러 → 32.05억달러 / 미포 36.50억달러 → 25.64억달러
- 9월 누계 기준 한국조선해양의 연결 수주액은 54.8억달러로 수정 목표치의 41.9%에 불과. 모잠비크 LNG와 대형컨테이너선, LNG-DF 탱커 등 기확보한 수주 Pool(Option + LOI분)의 연내 확정이 변수

업계 만형이 선가 인상이란 무거운 짐을 극복한다면.. 2021년의 실적 정체기도 극복 가능할 것

- 2021년 해상물동량은 전년대비 +4.8% 증가가 예상되나, 2019년으로 회귀하는 수준에 불과. 제로금리가 장기화되고 원화강세가 지속된다면 조선업계는 달러선가 인상이 수익(M)과 물량(Q) 확보에 필수요소
- Dock Slot과 안벽 가용성이 큰 한국조선해양이 선가 협상의 열쇠를 질 것. 인상에 성공 시 해양/플랜트 일감 소진에 따른 우려는 충분히 상쇄할 전망

대우조선해양 인수와 관련한 현금유출 우려는 기우, 실리와 명분 모두 잡을 수 있다

- 대우조선해양 인수 구조 상 '승자의 저주' 가능성 매우 낮음 → 연결회사가 될 대우의 재무구조 개선에 투입
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 2021년 예상 기준 PBR 0.7배를 적용한 11만원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	13,161.1	-481.4	-489.1	-7,296	-116.4	167,892	-17.6	0.8	-115.7	-4.3	88.6
2019	15,182.6	290.2	164.1	2,318	-144.5	163,436	54.6	0.8	17.5	1.4	93.8
2020E	15,384.8	282.6	24.6	348	-74.3	163,571	268.9	0.6	14.5	0.2	101.4
2021E	15,253.9	224.0	22.1	313	-19.1	163,694	299.1	0.6	15.8	0.2	97.6
2022E	17,173.1	447.5	108.9	1,539	392.1	164,565	60.8	0.6	11.9	0.9	98.7

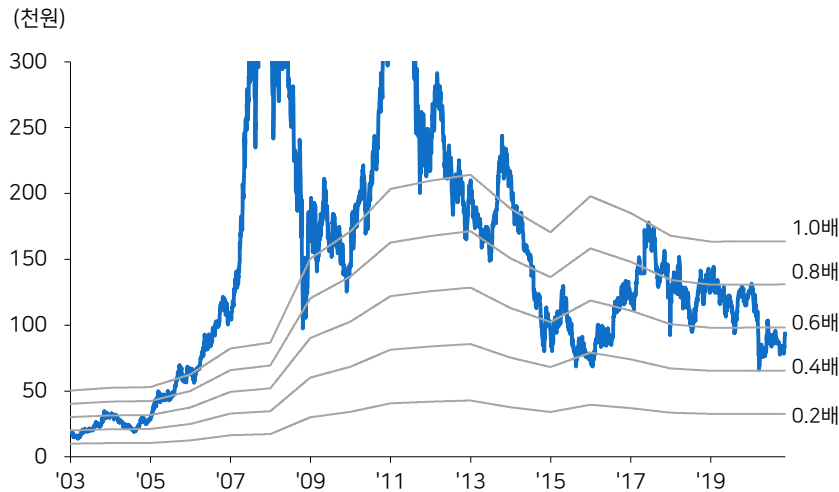
한국조선해양 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

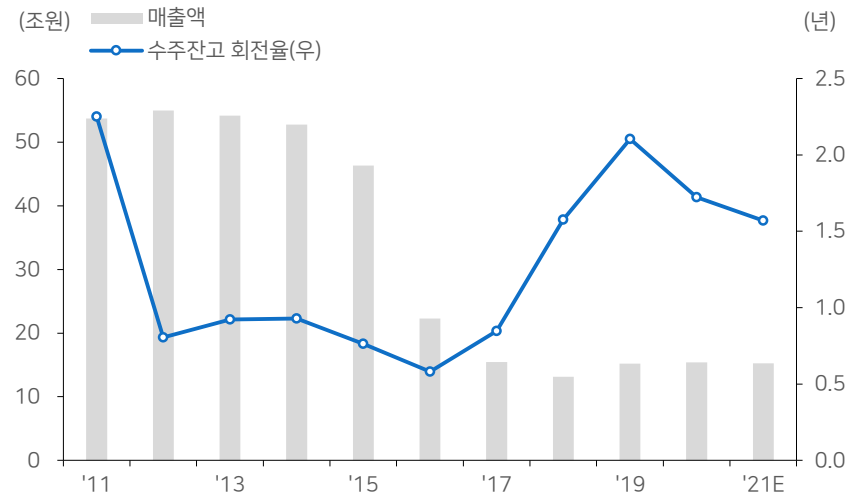
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		3,268.5	3,929.3	3,642.7	4,341.9	3,944.6	3,925.5	3,459.8	4,054.9	3,573.7	3,820.4	3,615.9	4,243.9	15,182.6	15,384.8	15,253.9
영업이익		28.1	61.9	30.3	169.9	121.7	93.0	40.7	27.2	57.6	25.2	59.1	82.0	290.2	282.6	224.0
세전이익		27.4	38.7	29.3	-5.5	219.2	11.5	-69.5	-51.9	7.1	-11.4	14.3	49.0	89.9	109.4	59.0
당기순이익		17.3	201.7	20.3	-26.2	164.9	0.4	-77.0	-33.7	5.4	-8.5	10.7	36.7	213.1	54.7	44.2
지배주주순이익		2.8	188.2	-1.6	-25.3	135.6	-3.4	-85.2	-22.4	2.7	-4.3	5.3	18.4	164.1	24.6	22.1
매출액 증가율	YoY	7.4	25.8	12.4	15.7	20.7	-0.1	-5.0	-6.6	-9.4	-2.7	4.5	4.7	15.4	1.3	-0.9
	QoQ	-12.9	20.2	-7.3	19.2	-9.2	-0.5	-11.9	17.2	-11.9	6.9	-5.4	17.4			
영업이익 증가율	YoY	흑전	흑전	4.7	흑전	332.7	50.2	34.5	-84.0	-52.7	-72.9	45.3	201.4	흑전	-2.6	-20.7
	QoQ	흑전	120.3	-51.1	461.3	-28.4	-23.6	-56.2	-33.1	111.5	-56.2	134.5	38.7			
영업이익률		0.9	1.6	0.8	3.9	3.1	2.4	1.2	0.7	1.6	0.7	1.6	1.9	1.9	1.8	1.5
순이익률		0.5	5.1	0.6	-0.6	4.2	0.0	-2.2	-0.8	0.1	-0.2	0.3	0.9	1.4	0.4	0.3

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

연도별 매출기준 수주잔고, 수주잔고 회전을 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,161.1	15,182.6	15,384.8	15,253.9	17,173.1
매출액증가율 (%)	-14.9	15.4	1.3	-0.9	12.6
매출원가	12,763.2	14,191.2	14,391.7	14,325.4	15,932.4
매출총이익	397.9	991.4	993.1	928.5	1,240.7
판매관리비	879.2	701.2	710.5	704.5	793.1
영업이익	-481.4	290.2	282.6	224.0	447.5
영업이익률	-3.7	1.9	1.8	1.5	2.6
금융손익	-276.7	-302.8	-412.9	-348.4	-322.1
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-96.0	102.5	239.6	183.3	164.9
세전계속사업이익	-854.0	89.9	109.4	59.0	290.4
법인세비용	-209.1	-123.1	54.7	14.8	72.6
당기순이익	-453.6	213.1	54.7	44.3	217.8
지배주주지분 순이익	-489.1	164.1	24.6	22.1	108.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,316.7	12,546.0	13,775.7	13,473.5	13,963.5
현금및현금성자산	3,041.8	2,225.1	3,579.3	3,333.8	2,992.4
매출채권	1,149.4	1,192.7	1,199.0	1,191.9	1,296.9
재고자산	1,009.1	1,318.3	1,325.4	1,317.5	1,433.5
비유동자산	12,413.2	12,509.4	12,332.1	12,208.5	12,194.9
유형자산	10,269.0	9,946.7	9,866.2	9,808.7	9,773.4
무형자산	89.5	115.4	111.3	107.0	102.5
투자자산	618.8	731.8	746.2	740.8	820.0
자산총계	24,729.9	25,055.4	26,107.8	25,682.0	26,158.4
유동부채	9,410.3	8,941.9	9,579.1	9,377.1	9,649.6
매입채무	1,230.3	1,460.0	1,416.2	1,404.1	1,580.8
단기차입금	1,928.5	2,506.9	2,806.9	2,656.9	2,506.9
유동성장기부채	930.3	304.4	904.4	884.4	864.4
비유동부채	2,208.7	3,187.1	3,562.8	3,308.2	3,341.5
사채	0.0	596.4	806.4	471.4	371.4
장기차입금	781.4	1,653.7	1,853.7	1,953.7	2,053.7
부채총계	11,618.9	12,129.1	13,141.9	12,685.2	12,991.1
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4
기타포괄이익누계액	1,020.9	1,027.4	1,012.3	998.9	987.0
이익잉여금	16,043.7	16,180.6	16,205.2	16,227.3	16,300.8
비지배주주지분	1,228.7	1,359.4	1,389.5	1,411.6	1,520.5
자본총계	13,111.0	12,926.3	12,965.9	12,996.8	13,167.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	126.5	-1,464.1	127.4	596.1	419.4
당기순이익(손실)	-453.6	213.1	54.7	44.3	217.8
유형자산상각비	375.5	390.3	390.5	383.5	378.1
무형자산상각비	19.5	12.9	12.1	11.6	11.0
운전자본의 증감	413.5	-2,063.2	-326.5	21.2	-322.6
투자활동 현금흐름	-5.7	-329.6	-128.8	-403.2	-578.1
유형자산의증가(CAPEX)	-225.8	-404.7	-320.0	-336.0	-352.8
투자자산의감소(증가)	-276.2	-113.0	-10.4	9.2	-75.6
재무활동 현금흐름	-329.4	973.3	1,280.8	-435.6	-180.0
차입금의 증감	-1,381.9	1,617.6	1,293.1	-425.9	-170.6
자본의 증가	1,504.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-197.9	-816.6	1,354.2	-245.6	-341.4
기초현금	3,239.7	3,041.8	2,225.1	3,579.3	3,333.8
기말현금	3,041.8	2,225.1	3,579.3	3,333.8	2,992.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	196,331	214,524	217,382	215,532	242,649
EPS(지배주주)	-7,296	2,318	348	313	1,539
CFPS	-3,636	9,221	8,618	9,004	12,165
EBITDAPS	-1,289	9,797	9,682	8,747	11,821
BPS	167,892	163,436	163,571	163,694	164,565
DPS	0	0	0	0	500
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5

Valuation(Multiple)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	-17.6	54.6	268.9	299.1	60.8
PCR	-35.3	13.7	10.8	10.4	7.7
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
EBITDA	-86.4	693.4	685.2	619.1	836.6
EV/EBITDA	-115.7	17.5	14.5	15.8	11.9

Key Financial Ratio(%)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	-4.3	1.4	0.2	0.2	0.9
EBITDA 이익률	-0.7	4.6	4.5	4.1	4.9
부채비율	88.6	93.8	101.4	97.6	98.7
금융비용부담률	1.1	1.1	1.4	1.1	0.9
이자보상배율(x)	-3.5	1.8	1.3	1.3	2.8
매출채권회전율(x)	10.2	13.0	12.9	12.8	13.8
재고자산회전율(x)	14.2	13.0	11.6	11.5	12.5

삼성중공업(010140) 우려도 해양, 기대도 해양

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월) 5,000원

현재주가 (11월 12일) 6,020원

상승여력 -16.9%

KOSPI 2,475.62pt

시가총액 37,926억원

발행주식수 63,000만주

유동주식비율 70.57%

외국인비중 15.36%

52주 최고/최저가 7,490원/3,115원

평균거래대금 240.0억원

주요주주(%)

삼성전자 외 9인 21.86

국민연금공단 7.07

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 12.7 9.5

6개월 46.8 14.0

12개월 -15.4 -26.9

주가그래프



일회성 이슈가 없다면, 2021년에는 7년만에 흑자전환 달성 전망

- 2020년 목표했던 흑자전환은 2~3분기 해양부문 일회성 손실 발생으로 불가능, 2021년 턴어라운드 예상
- PDC Drillship 관련 승소가 최종 마무리된다면, 1,300억원의 총당금 환입 가능 → 2015~20년 6년간 연간 영업적자의 주 원인이던 시추부문(Drillship)의 불확실성 완화 → 2021년 상선매출 증가로 흑자전환

반복되던 해양발 비용 발생은 감소세 - 1) Drillship 재매각, 2) 총당금 환입, 3) BP 공사 공정 정상화가 변수

- 2020년 2분기 20%의 평가손실을 반영했던 Drillship 재고자산 5기 중 일부에 대해 매각 협상 진행
- 예상 매각가가 평가 가치를 상회, 재매각에 성공 시 유동성 개선과 해양발 손실 우려에서 탈피

재고자산 현금화와 수주 개선을 통한 현금흐름 개선이 투자의견 상향의 전제조건

- 2020년 말 부채비율은 210.5%로 추정, 동종업계에서 부채비율 상승 폭이 가장 큰 상황
- 2019년 재고자산 비중 17.2%, 현금흐름 개선이 회복의 열쇠 - 투자의견 Hold, 적정주가 5,000원 유지
- 2020년 러시아·모잠비크 LNG선, 2021년 카타르 LNG선 대규모 수주에 성공한다면 선수금 유입에 따른 유동성 개선은 기업가치 재평가로 이어질 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,265.1	-409.3	-387.9	-694	-9.9	10,694	-10.7	0.7	-55.3	-6.2	111.7
2019	7,349.7	-616.6	-1,310.8	-2,081	200.8	8,324	-3.5	0.9	-27.2	-21.9	159.1
2020E	6,993.9	-795.2	-958.9	-1,522	-26.8	6,942	-4.0	0.9	-14.9	-19.9	210.5
2021E	6,751.7	10.3	-83.4	-132	-91.3	6,921	-45.5	0.9	26.2	-1.9	196.2
2022E	7,478.7	145.7	55.8	89	-166.9	7,098	68.0	0.8	16.8	1.3	186.9

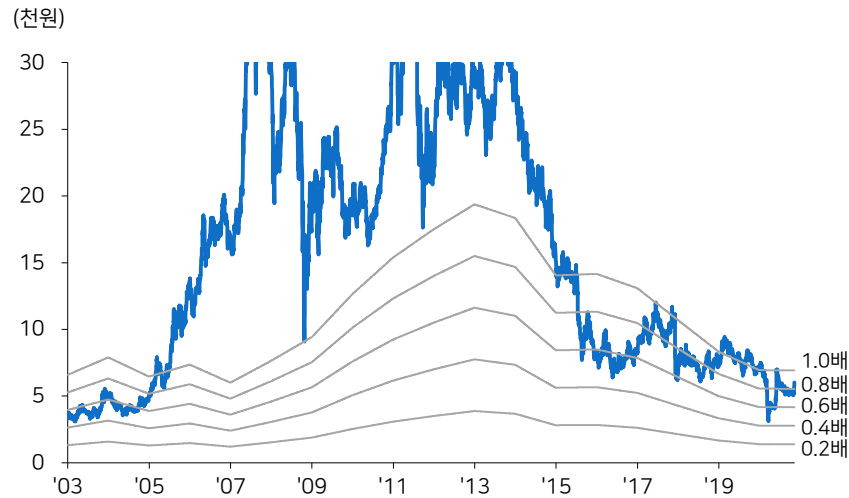
삼성중공업 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

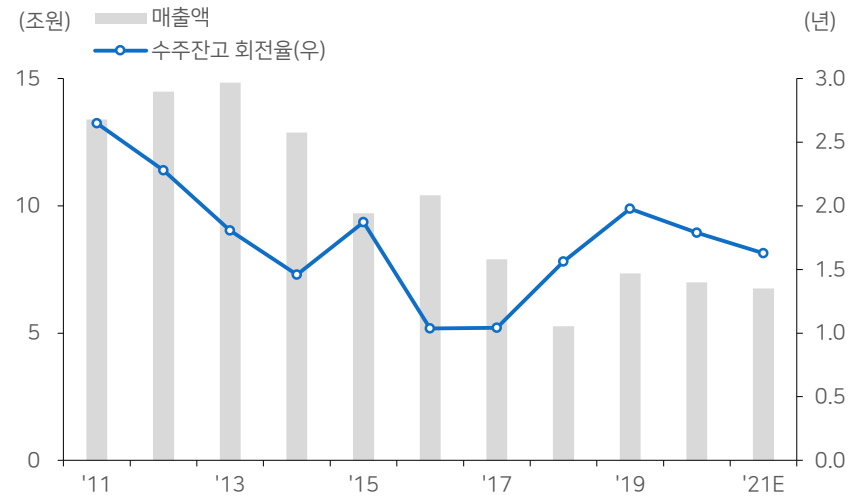
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		1,457.5	1,770.4	1,964.6	2,157.1	1,826.6	1,691.5	1,676.9	1,798.8	1,655.4	1,642.8	1,502.6	1,950.9	7,349.7	6,993.9	6,751.7
영업이익		-33.3	-56.3	-312.0	-215.0	-47.8	-707.7	-13.4	-26.2	-8.7	-0.6	2.0	17.6	-616.6	-795.2	10.3
세전이익		-68.7	-321.9	-587.6	-161.1	-220.1	-699.7	-11.1	-50.9	-31.2	-39.8	-22.5	5.4	-1,139.2	-981.8	-88.1
당기순이익		-102.6	-309.4	-583.2	-320.1	-227.0	-704.2	-7.4	-23.5	-29.7	-37.9	-21.3	5.2	-1,315.4	-962.2	-83.7
지배주주순이익		-98.7	-313.7	-580.2	-318.2	-224.8	-701.0	-7.4	-25.7	-29.6	-37.7	-21.3	5.1	-1,310.8	-958.9	-83.4
매출액 증가율	YoY	17.5	31.5	49.5	58.2	25.3	-4.5	-14.6	-16.6	-9.4	-2.9	-10.4	8.5	39.6	-4.8	-3.5
	QoQ	6.9	21.5	11.0	9.8	-15.3	-7.4	-0.9	7.3	-8.0	-0.8	-8.5	29.8			
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	799.9			
영업이익률		-2.3	-3.2	-15.9	-10.0	-2.6	-41.8	-0.8	-1.5	-0.5	0.0	0.1	0.9	-8.4	-11.4	0.2
순이익률		-7.0	-17.5	-29.7	-14.8	-12.4	-41.6	-0.4	-1.3	-1.8	-2.3	-1.4	0.3	-17.9	-13.8	-1.2

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

연도별 매출기준 수주잔고, 수주잔고 회전을 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,265.1	7,349.7	6,993.9	6,751.7	7,478.7
매출액증가율 (%)	-33.4	39.6	-4.8	-3.5	10.8
매출원가	5,269.3	7,288.4	7,327.5	6,282.3	6,809.5
매출총이익	-4.2	61.3	-333.6	469.4	669.2
판매관리비	405.1	677.9	461.6	459.1	523.5
영업이익	-409.3	-616.6	-795.2	10.3	145.7
영업이익률	-7.8	-8.4	-11.4	0.2	1.9
금융손익	-114.4	-137.1	-193.4	-191.7	-186.3
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	26.2	-385.6	6.8	93.4	110.6
세전계속사업이익	-497.6	-1,139.3	-981.8	-88.1	70.0
법인세비용	-109.4	176.1	-19.6	-4.4	14.0
당기순이익	-388.2	-1,315.4	-962.2	-83.7	56.0
지배주주지분 순이익	-387.9	-1,310.8	-958.9	-83.4	55.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,405.5	6,929.5	7,082.9	6,634.4	6,697.9
현금및현금성자산	946.0	384.3	681.9	572.8	601.5
매출채권	508.3	201.0	209.0	202.8	213.7
재고자산	1,481.8	2,339.6	2,105.7	1,895.1	1,705.6
비유동자산	6,877.4	6,670.6	6,500.9	6,284.2	6,134.1
유형자산	5,882.3	5,727.3	5,527.9	5,346.8	5,177.1
무형자산	58.8	46.2	39.7	35.2	32.0
투자자산	189.8	285.6	412.4	399.2	439.0
자산총계	14,282.9	13,600.1	13,583.8	12,918.5	12,832.0
유동부채	6,267.1	7,089.1	7,093.0	6,787.8	6,828.8
매입채무	635.9	651.2	619.6	598.2	662.6
단기차입금	1,448.1	1,692.3	1,642.3	1,542.3	1,442.3
유동성장기부채	835.7	1,413.6	1,363.6	1,263.6	1,213.6
비유동부채	1,269.5	1,262.1	2,116.3	1,769.7	1,530.1
사채	84.9	269.7	259.7	229.7	199.7
장기차입금	546.1	431.8	1,331.8	1,031.8	831.8
부채총계	7,536.6	8,351.2	9,209.3	8,557.5	8,358.9
자본금	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,797.0	1,796.8	1,796.8	1,796.8	1,796.8
기타포괄이익누계액	-39.0	-234.1	-146.4	-76.2	-20.0
이익잉여금	2,800.1	1,502.2	543.3	459.9	515.7
비지배주주지분	7.9	3.7	0.4	0.1	0.3
자본총계	6,746.3	5,248.9	4,374.5	4,361.0	4,473.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	165.5	-681.2	-183.2	374.0	470.5
당기순이익(손실)	-388.2	-1,315.4	-962.2	-83.7	56.0
유형자산상각비	256.0	297.5	254.4	241.6	236.3
무형자산상각비	38.9	19.4	26.5	23.5	21.3
운전자본의 증감	289.2	-462.0	454.5	223.7	182.2
투자활동 현금흐름	369.3	-117.7	-232.5	84.4	-81.1
유형자산의증가(CAPEX)	-69.0	-77.2	-55.0	-60.5	-66.6
투자자산의감소(증가)	2.1	-95.8	-126.9	13.3	-39.9
재무활동 현금흐름	50.4	365.7	723.4	-567.6	-360.6
차입금의 증감	-1,454.4	1,614.2	723.4	-567.6	-360.6
자본의 증가	1,372.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	592.5	-561.7	297.7	-109.1	28.8
기초현금	353.5	946.0	384.3	681.9	572.8
기말현금	946.0	384.3	681.9	572.8	601.5

Key Financial Data

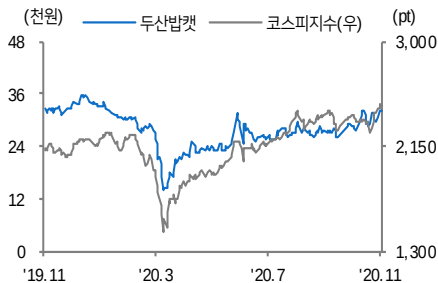
	2018	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)				
SPS	9,414	11,666	11,101	10,717
EPS(지배주주)	-694	-2,081	-1,522	-132
CFPS	203	-445	-834	440
EBITDAPS	-205	-476	-816	437
BPS	10,694	8,324	6,942	6,921
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	-10.7	-3.5	-4.0	-45.5
PCR	36.6	-16.3	-7.2	13.7
PSR	0.8	0.6	0.5	0.6
PBR	0.7	0.9	0.9	0.9
EBITDA	-114.4	-299.6	-514.3	275.3
EV/EBITDA	-55.3	-27.2	-14.9	26.2
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	-6.2	-21.9	-19.9	-1.9
EBITDA 이익률	-2.2	-4.1	-7.4	4.1
부채비율	111.7	159.1	210.5	196.2
금융비용부담률	2.3	1.7	2.3	2.4
이자보상배율(x)	-3.3	-5.0	-5.0	0.1
매출채권회전율(x)	12.3	20.7	34.1	32.8
재고자산회전율(x)	3.9	3.8	3.1	3.4

두산밥캣(241560) 마침내 도래한 재평가의 시기

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)		38,000원
현재주가 (11월 12일)		32,100원
상승여력		18.4%
KOSPI		2,475.62pt
시가총액		32,180억원
발행주식수		10,025만주
유동주식비율		48.91%
외국인비중		20.80%
52주 최고/최저가		35,500원/13,700원
평균거래대금		171.6억원
주요주주(%)		
두산인프라코어 외 2 인		51.06
국민연금공단		9.15
주가상승률 (%)	절대주가	상대주가
1개월	11.7	8.4
6개월	34.0	4.1
12개월	-1.8	-15.1
주가그래프		



미국 건설경기 ↑, 인프라 기대감 ↑, 그룹 재무구조 Re-structuring = 기업가치 재평가

- 미국주택건설업협회시장지수(NABH)는 10월 85p를 기록하며 9월(83p)에 이어 최고치를 경신
- Single Family(단독주택) 중심의 건설경기 개선세는 조경(Gardening) 기계에 특화된 당사의 수혜
- 2020년 COVID-19의 역설, 2019년에 출시한 Compact Tractor의 판매량은 계획물량을 초과하는 호실적 → 이동 통제로 인해 Gardening 수요 증가

미국 Re-stocking 수요와 건설경기 호조 + 유럽 시장 반등 + 신제품 판매효과 = 5천억원대 EBITDA 회복

- 재고확충을 유보했던 미국 딜러들의 Restocking 수요 증가는 2021년 상반기 매출 회복을 견인할 전망
- 유럽의 건설경기의 회복 속도는 매우 더디나, 저점은 통과 중. 신제품 출시를 확대했던 신형·유럽 회복 기대
- 2021년 매출액 4.44조원(+4.5% YoY), 영업이익 4,315억원(+18.6% YoY), EBITDA 5,422억원 전망

PER 13.0배로 건설기계 Top Tier 중 가장 저평가 – 2021년 기계업종 Top Pick 제시

- 매출액 4.44조원, EBITDA 5,422억원의 뛰어난 현금창출능력에도 시가총액은 3.2조원에 불과
- 기계업종 Top Pick 제시, 투자의견 Buy 유지, 적정주가 38,000원으로 상향(12M FWD PBR 0.9배, PER 15배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,970.8	459.1	264.5	2,638	-3.4	37,303	11.9	0.8	6.7	7.4	72.4
2019	4,509.6	477.0	272.1	2,714	2.9	39,692	12.7	0.9	6.9	7.1	68.5
2020E	4,248.8	363.7	204.4	2,039	-24.9	42,014	15.7	0.8	8.3	5.0	73.4
2021E	4,441.0	431.5	247.2	2,466	20.9	42,563	13.0	0.8	7.4	5.8	71.9
2022E	4,729.7	521.2	309.6	3,088	25.2	43,705	10.4	0.7	6.3	7.2	70.2

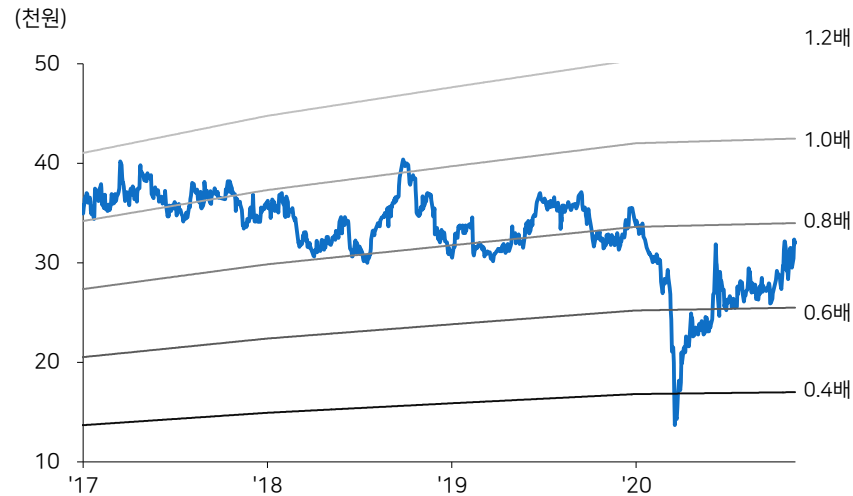
두산밥캣 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

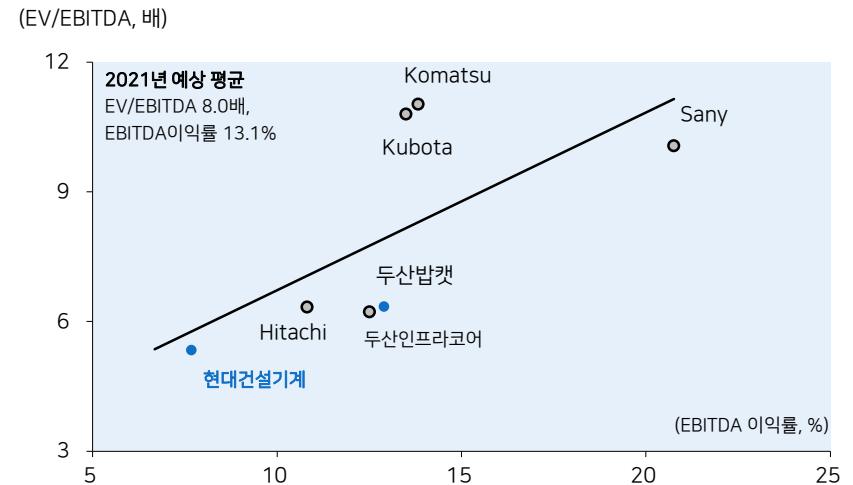
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		1,062.4	1,190.6	1,128.0	1,128.5	1,064.2	963.8	1,084.9	1,135.9	1,076.7	1,152.0	1,111.7	1,100.6	4,509.6	4,248.8	4,441.0
영업이익		113.3	157.1	110.4	96.2	86.8	64.3	111.2	101.3	101.4	124.8	105.9	99.4	477.0	363.7	431.5
세전이익		99.4	135.9	94.1	75.4	65.3	55.1	105.7	77.9	85.7	108.0	91.7	82.4	404.9	304.1	367.8
지배주주순이익		68.5	95.3	66.8	41.6	33.5	41.2	69.0	60.7	57.6	72.6	61.6	55.4	272.1	204.4	247.2
매출액 증가율	YoY	22.1	14.7	9.0	9.9	0.2	-19.1	-3.8	0.7	1.2	19.5	2.5	-3.1	13.6	-5.8	4.5
	QoQ	3.5	12.1	-5.3	0.0	-5.7	-9.4	12.6	4.7	-5.2	7.0	-3.5	-1.0			
영업이익 증가율	YoY	20.1	13.1	-10.2	-6.6	-23.4	-59.1	0.8	5.3	16.8	94.1	-4.8	-1.9	3.9	-23.8	18.7
	QoQ	10.0	38.7	-29.8	-12.8	-9.8	-26.0	73.0	-8.9	0.1	23.1	-15.1	-6.2			
영업이익률		10.7	13.2	9.8	8.5	8.2	6.7	10.3	8.9	9.4	10.8	9.5	9.0	10.6	8.6	9.7
순이익률		6.4	8.0	5.9	3.7	3.2	4.3	6.4	5.3	5.3	6.3	5.5	5.0	6.0	4.8	5.6

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 건설기계 업체 EV/EBITDA 및 EBITDA 이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산밥캣(241560)

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,970.8	4,509.6	4,248.8	4,441.0	4,729.7
매출액증가율 (%)	17.2	13.6	-5.8	4.5	6.5
매출원가	3,089.4	3,529.4	3,375.3	3,476.5	3,641.0
매출총이익	881.3	980.1	873.5	964.4	1,088.7
판매관리비	422.3	503.1	509.9	532.9	567.6
영업이익	459.1	477.0	363.7	431.5	521.2
영업이익률	11.6	10.6	8.6	9.7	11.0
금융손익	-46.3	-52.8	-46.8	-52.2	-50.2
종속/관계기업손익	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.9	-19.2	-12.8	-11.5	-10.4
세전계속사업이익	403.7	404.9	304.1	367.8	460.6
법인세비용	139.2	132.8	99.7	120.6	151.1
당기순이익	264.5	272.1	204.4	247.2	309.6
지배주주지분 순이익	264.5	272.1	204.4	247.2	309.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,683.7	1,519.6	1,911.4	1,885.5	1,960.3
현금및현금성자산	547.3	212.4	538.8	419.8	351.6
매출채권	268.9	281.0	295.1	315.1	345.8
재고자산	618.5	809.0	849.4	907.0	995.5
비유동자산	4,762.7	5,184.6	5,390.4	5,448.1	5,496.5
유형자산	431.0	529.1	567.8	602.4	634.6
무형자산	4,155.7	4,366.0	4,545.0	4,570.7	4,589.4
투자자산	23.1	30.3	35.9	35.3	34.7
자산총계	6,446.3	6,704.2	7,301.7	7,333.6	7,456.8
유동부채	963.5	1,139.1	1,121.7	1,148.1	1,197.7
매입채무	467.6	522.8	486.2	508.2	541.3
단기차입금	0.0	0.0	70.0	50.0	30.0
유동성장기부채	20.8	21.9	26.9	26.9	26.9
비유동부채	1,743.3	1,586.0	1,968.2	1,918.6	1,877.8
사채	0.0	0.0	360.0	310.0	260.0
장기차입금	1,078.4	749.0	759.0	739.0	719.0
부채총계	2,706.7	2,725.2	3,089.9	3,066.7	3,075.5
자본금	48.2	49.9	49.9	49.9	49.9
자본잉여금	3,115.0	3,009.0	3,177.0	3,177.0	3,177.0
기타포괄이익누계액	-223.3	-262.8	-322.2	-384.0	-448.8
이익잉여금	999.1	1,389.6	1,513.8	1,630.6	1,809.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,739.6	3,979.1	4,211.9	4,266.9	4,381.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	616.6	485.7	163.0	350.7	378.7
당기순이익(손실)	264.5	272.1	204.4	247.2	309.6
유형자산상각비	59.8	77.8	76.3	70.9	64.7
무형자산상각비	36.9	34.6	39.0	39.7	40.2
운전자본의 증감	65.6	-2.8	-168.6	-19.3	-47.7
투자활동 현금흐름	-67.9	-345.9	-386.6	-237.1	-225.4
유형자산의증가(CAPEX)	-75.3	-132.0	-115.0	-105.5	-96.9
투자자산의감소(증가)	11.7	-7.4	-5.6	0.6	0.5
재무활동 현금흐름	-421.9	-493.1	555.8	-227.3	-216.8
차입금의 증감	-246.7	-269.2	447.9	-87.0	-86.5
자본의 증가	132.1	-104.3	168.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	112.3	-354.3	326.4	-119.0	-68.2
기초현금	435.0	566.7	212.4	538.8	419.8
기말현금	547.3	212.4	538.8	419.8	351.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	39,609	44,983	42,383	44,299	47,180
EPS(지배주주)	2,638	2,714	2,039	2,466	3,088
CFPS	5,824	5,906	4,667	5,313	6,162
EBITDAPS	5,543	5,880	4,778	5,408	6,245
BPS	37,303	39,692	42,014	42,563	43,705
DPS	900	1,200	800	1,300	1,300
배당수익률(%)	2.9	3.5	2.5	4.0	4.0

Valuation(Multiple)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	11.9	12.7	15.7	13.0	10.4
PCR	5.4	5.8	6.9	6.0	5.2
PSR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	555.7	589.5	479.0	542.2	626.0
EV/EBITDA	6.7	6.9	8.3	7.4	6.3

Key Financial Ratio(%)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	7.4	7.1	5.0	5.8	7.2
EBITDA 이익률	14.0	13.1	11.3	12.2	13.2
부채비율	72.4	68.5	73.4	71.9	70.2
금융비용부담률	1.3	1.0	1.0	1.2	1.0
이자보상배율(x)	8.8	10.1	8.2	8.3	10.8
매출채권회전율(x)	15.5	16.4	14.8	14.6	14.3
재고자산회전율(x)	7.0	6.3	5.1	5.1	5.0

현대건설기계(267270) 잃을 것이 없다

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)		38,000원
현재주가 (11월 12일)		29,200원
상승여력		30.1%
KOSPI		2,475.62pt
시가총액		5,753억원
발행주식수		1,970만주
유통주식비율		55.57%
외국인비중		11.28%
52주 최고/최저가		31,500원/10,900원
평균거래대금		77.3억원
주요주주(%)		
현대중공업지주 외 6 인		36.19
국민연금공단		7.48
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.8	1.8
6개월	63.6	27.0
12개월	-2.8	-16.0
주가그래프		



중국 굴삭기 시장 초호황 – New Cycle의 탄생, Hard-Landing 가능성은 기우

- 9월 말 중국 굴삭기 누계 판매량은 212,820대로 사상 최대치인 연간 판매량 209,077대를 3분기 만에 돌파
- 중국은 총 투자 규모 8,200조원의 양신일중(兩新一重)정책을 발표, 14번째 5개년 경제계획과 함께 중국 내 인프라 투자 확대를 천명, 중국건설경기시장은 New Cycle로 진입했다고 판단

인도·신흥시장 정책투자 기대 ↑, 유럽시장 회복 시 신제품 Line-up向 매출액 증가 기대

- 현대건설기계는 SANY, XCMG 등 중국 Local 업체와의 가격경쟁은 피하며 수익성(중/대형) 위주의 제품 판매 전략을 유지. 2021년 중국 시장에서의 수익성 악화 가능성 제한적
- 인도시장은 Lock-down 해제 후 내수 판매량 반등세 전환, 4분기 이후 턴어라운드 예상 – 2021년 매출 성장을 기대하는 이유

두산인프라코어의 매각 이슈, 현대건설기계는 잃을 것이 없다

- 국내 1위 건설기계 경쟁사인 두산인프라코어의 매각 가능성은 2위 업체에겐 기회요인, 현대중공업지주가 KDBI와 컨소시엄으로 예비입찰에 참여
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 38,000원으로 상향. 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.6배 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,233.9	208.7	89.9	4,565	86.7	62,737	9.4	0.7	5.4	7.5	99.4
2019	2,852.1	157.8	3.2	164	-63.9	61,454	182.5	0.5	5.5	0.3	102.1
2020E	2,539.8	99.0	16.7	846	-40.5	62,697	34.5	0.5	7.5	1.4	113.5
2021E	2,735.6	142.3	47.0	2,383	170.8	64,648	12.3	0.5	6.3	3.7	110.3
2022E	2,839.9	159.7	52.5	2,664	7.8	66,734	11.0	0.4	5.8	4.1	100.2

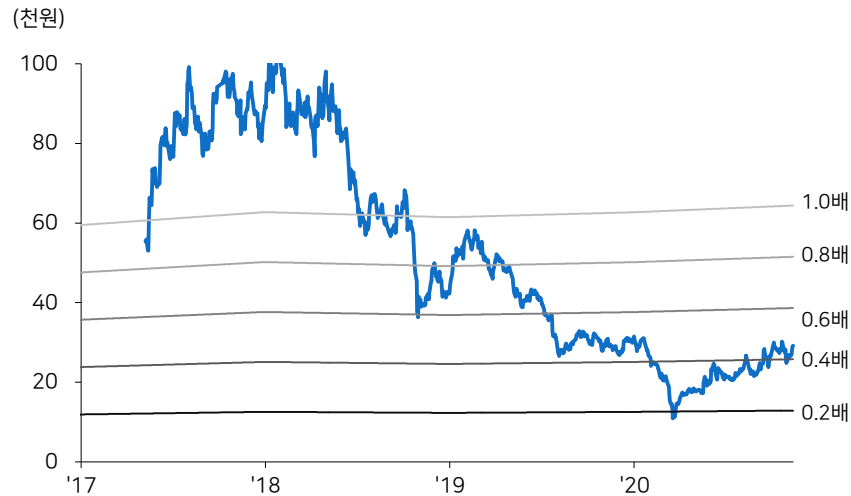
현대건설기계 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

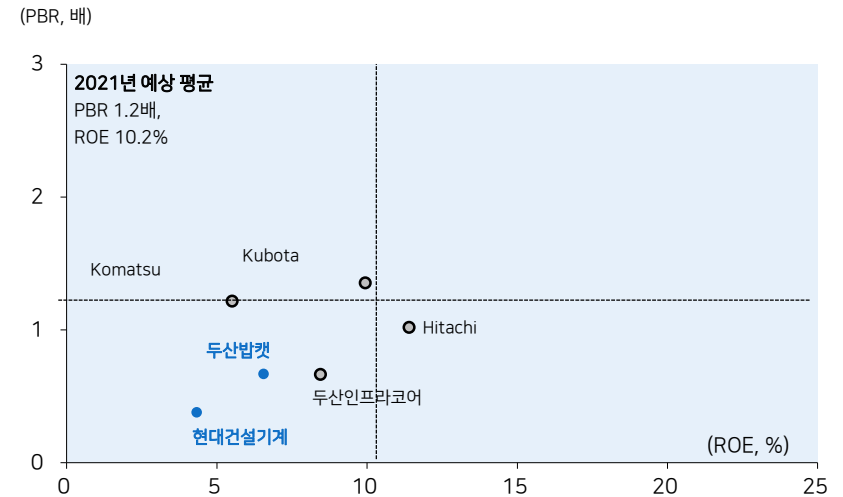
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		798.0	840.4	639.7	574.1	636.3	668.4	624.1	611.0	725.3	763.0	642.9	604.4	2,852.1	2,539.8	2,735.5
영업이익		62.7	50.4	37.8	6.9	10.7	42.0	26.3	20.1	33.6	50.0	40.8	17.9	157.8	99.0	142.3
세전이익		60.1	7.0	35.0	-31.6	3.0	27.4	15.2	5.7	19.7	45.9	32.2	9.5	70.5	51.3	107.2
지배주주순이익		36.6	-19.5	22.8	-36.7	-0.4	11.6	2.9	2.5	8.6	20.1	14.1	4.2	3.2	16.7	47.0
매출액 증가율	YoY	-14.2	-8.9	-10.0	-14.4	-20.3	-20.5	-2.4	6.4	14.0	14.1	3.0	-1.1	-11.8	-11.0	7.7
	QoQ	19.0	5.3	-23.9	-10.2	10.8	5.1	-6.6	-2.1	18.7	5.2	-15.7	-6.0			
영업이익 증가율	YoY	1.5	-32.9	1.4	-80.1	-83.0	-16.8	-30.5	192.5	214.7	19.2	55.4	-10.9	-24.4	-37.2	43.7
	QoQ	81.7	-19.7	-25.0	-81.8	55.1	293.3	-37.4	-23.4	66.8	48.9	-18.4	-56.1			
영업이익률		7.9	6.0	5.9	1.2	1.7	6.3	4.2	3.3	4.6	6.6	6.3	3.0	5.5	3.9	5.2
순이익률		4.6	-2.3	3.6	-6.4	-0.1	1.7	0.5	0.4	1.2	2.6	2.2	0.7	0.1	0.7	1.7

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 건설기계 업체 ROE 및 PBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,233.9	2,852.1	2,539.8	2,735.6	2,839.9
매출액증가율 (%)	71.4	-11.8	-11.0	7.7	3.8
매출원가	2,689.4	2,307.6	2,072.5	2,207.6	2,279.8
매출총이익	544.5	544.6	467.3	527.9	560.0
판매관리비	335.8	386.8	368.3	385.6	400.3
영업이익	208.7	157.8	99.0	142.3	159.7
영업이익률	6.5	5.5	3.9	5.2	5.6
금융손익	-20.9	-11.4	-25.5	-15.0	-26.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.4	-75.9	-22.2	-20.1	-18.2
세전계속사업이익	176.4	70.5	51.3	107.2	115.5
법인세비용	35.4	19.6	21.1	25.2	27.2
당기순이익	141.1	50.9	30.3	82.0	88.4
지배주주지분 순이익	89.9	3.2	16.7	47.0	52.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,203.9	2,151.5	2,377.2	2,450.2	2,405.3
현금및현금성자산	322.4	222.8	764.8	717.1	652.9
매출채권	404.7	331.3	354.5	381.8	386.2
재고자산	1,024.8	856.7	916.7	987.3	998.6
비유동자산	922.7	1,036.5	1,071.6	1,101.3	1,129.0
유형자산	650.5	669.2	708.8	745.3	779.1
무형자산	153.0	184.5	185.1	186.2	187.8
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	3,126.5	3,188.1	3,448.9	3,551.5	3,534.3
유동부채	945.1	1,052.8	1,162.0	1,132.2	1,093.3
매입채무	302.2	161.8	166.6	179.5	186.3
단기차입금	470.0	414.8	464.8	444.8	424.8
유동성장기부채	20.4	65.7	125.7	115.7	95.7
비유동부채	613.2	558.1	671.6	730.5	675.2
사채	349.2	269.4	320.4	330.4	280.4
장기차입금	126.2	190.0	220.0	260.0	250.0
부채총계	1,558.4	1,610.9	1,833.6	1,862.7	1,768.5
자본금	98.5	98.5	98.5	98.5	98.5
자본잉여금	974.5	774.7	774.7	774.7	774.7
기타포괄이익누계액	64.1	72.7	80.6	87.3	93.1
이익잉여금	125.6	306.9	323.5	355.2	390.6
비지배주주지분	332.2	366.5	380.1	415.2	451.1
자본총계	1,568.2	1,577.1	1,615.3	1,688.8	1,765.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-59.6	155.3	58.5	61.8	165.8
당기순이익(손실)	141.1	50.9	30.3	82.0	88.4
유형자산상각비	48.6	48.7	50.4	48.8	47.2
무형자산상각비	27.7	26.9	26.5	26.7	27.0
운전자본의 증감	-257.0	-63.1	-50.9	-85.3	1.5
투자활동 현금흐름	-257.1	-363.5	304.6	-97.6	-97.8
유형자산의증가(CAPEX)	-71.1	-95.1	-90.0	-85.3	-80.9
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	217.7	108.0	181.0	-10.0	-130.3
차입금의 증감	292.4	179.2	181.0	-10.0	-115.0
자본의 증가	-0.5	-199.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-103.6	-99.7	542.1	-47.8	-64.2
기초현금	426.0	322.4	222.8	764.8	717.1
기말현금	322.4	222.8	764.8	717.1	652.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	164,153	144,773	128,918	138,855	144,151
EPS(지배주주)	4,565	164	846	2,383	2,664
CFPS	12,458	13,532	7,910	10,136	11,048
EBITDAPS	14,468	11,847	8,930	11,054	11,874
BPS	62,737	61,454	62,697	64,648	66,734
DPS	850	0	0	800	900
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.0	2.7	3.1

Valuation(Multiple)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	9.4	182.5	34.5	12.3	11.0
PCR	3.4	2.2	3.7	2.9	2.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	285.0	233.4	175.9	217.8	233.9
EV/EBITDA	5.4	5.5	7.5	6.3	5.8

Key Financial Ratio(%)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	7.5	0.3	1.4	3.7	4.1
EBITDA 이익률	8.8	8.2	6.9	8.0	8.2
부채비율	99.4	102.1	113.5	110.3	100.2
금융비용부담률	0.9	1.4	1.7	1.7	1.6
이자보상배율(x)	7.2	4.1	2.3	3.1	3.6
매출채권회전율(x)	8.4	7.8	7.4	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	3.8	3.0	2.9	2.9	2.9

현대중공업지주(267250) 에너지 변화의 중심에 서다

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	340,000원	
현재주가 (11월 12일)	255,500원	
상승여력	33.1%	
KOSPI	2,475.62pt	
시가총액	40,365억원	
발행주식수	1,580만주	
유동주식비율	55.12%	
외국인비중	17.90%	
52주 최고/최저가	360,000원/160,500원	
평균거래대금	107.9억원	
주요주주(%)		
정몽준 외 6인	34.34	
국민연금공단	10.35	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	14.1	10.8
6개월	7.1	-16.8
12개월	-26.2	-36.1
주가그래프		



정유(유가, 스프레드 ↓), 조선(수주 부진), 친환경+중공업 부문(Lock-down)의 삼중고를 극복하는 저력 입증

- 정유업계의 수익성 악화에도 초중질유 최대 투입과 Spot원유/SRFO 도입, 생산유연성으로 흑자 기조 유지
- 조선계열사는 전세계 발주 급감에도 선제적인 Downsizing과 원가절감, 금융 유연성 확보로 불황을 극복
- 중공업(일렉트릭, 건설기계)부문의 턴어라운드, IMO2020 효과 반감에도 글로벌서비스의 높은 수익성 유지

2021년 변화의 중심에 서다 - 엔진(중공업), 글로벌서비스(벙커링, Retrofit), Green Energy(수소, 가스, 풍력)

- 해상물동량 회복과 LNG/LPG선 발주 재개는 결국 점진적인 Dual Fuel 수요 증가를 견인할 것, 문제는 속도
- 2021년 매출 21.44조원, 영업이익 0.76조원의 턴어라운드 → 1위 엔진 제작 능력과 이를 활용한 선형설계, 글로벌서비스의 Retrofit, 계열사 전반의 Green Energy 기술의 잠재력은 기업가치의 +α로 부각 가능

DPS 18,500원 유지 가능성 높다고 판단, 배당수익률 7.3%의 매력

- 분할 이래 적극적인 주주환원 정책을 유지. 배당의 원천인 정유부문의 실적 악화와 COVID-19에 따른 글로벌서비스 사업 위축 우려로 DPS에 대한 불확실성 대두. 2020년에도 DPS 18,500원 가능하다고 판단
- 투자의견 Buy 유지 - 글로벌서비스 수익 개선과 배당확대, 배당가능현금 충분. PBR 0.5배 밸류에이션 매력

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	27,256.7	861.4	268.6	16,493	-81.5	474,469	21.0	0.7	10.9	3.5	121.2
2019	26,630.3	666.6	173.2	10,636	-59.4	490,707	31.8	0.7	11.2	2.2	116.4
2020E	19,346.5	-132.4	-187.2	-11,725	-336.5	486,009	-21.8	0.5	27.1	-2.4	127.8
2021E	21,443.8	755.9	278.7	17,639	-223.9	487,689	14.5	0.5	10.9	3.6	128.7
2022E	22,733.6	939.8	403.8	25,559	44.9	496,745	10.0	0.5	9.9	5.2	127.3

현대중공업지주 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

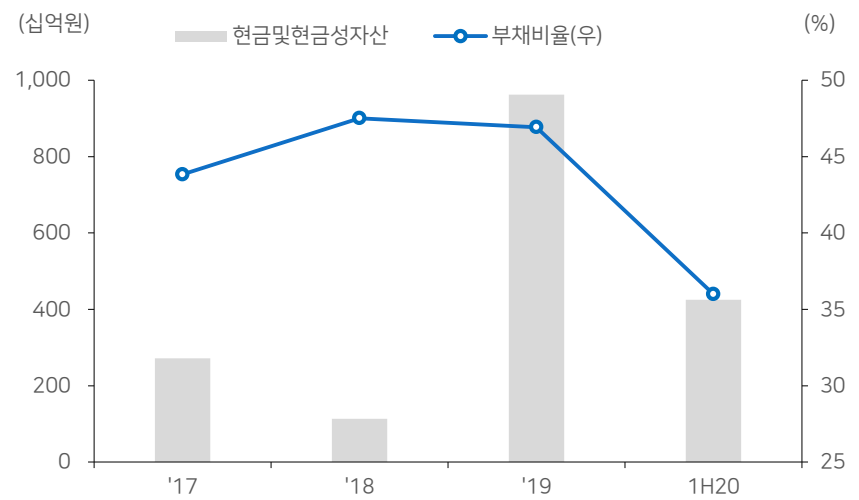
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		6,491.5	6,823.8	6,530.0	6,785.1	5,716.3	4,005.8	4,577.9	5,046.5	5,552.1	5,290.0	5,124.6	5,477.1	26,630.3	19,346.4	21,443.8
영업이익		144.5	202.0	219.5	100.6	-487.2	104.3	101.1	149.4	183.6	228.1	148.5	195.7	666.6	-132.4	755.9
세전이익		97.7	80.8	102.3	-78.0	-603.7	-18.2	69.0	107.1	110.5	163.9	59.5	103.1	202.8	-445.7	437.1
지배주주순이익		70.4	90.7	38.1	-26.0	-230.8	-11.3	20.6	34.3	70.5	104.5	37.9	65.8	173.2	-187.2	278.7
매출액 증가율	YoY	3.2	-1.6	-1.1	-8.7	-11.9	-41.3	-29.9	-25.6	-2.9	32.1	11.9	8.5	-2.3	-27.4	10.8
	QoQ	-12.6	5.1	-4.3	3.9	-15.8	-29.9	14.3	10.2	10.0	-4.7	-3.1	6.9			
영업이익 증가율	YoY	-56.0	-40.8	-38.3	흑전	적전	-48.4	-54.0	48.5	흑전	118.6	46.9	31.0	-22.6	적전	흑전
	QoQ	흑전	39.8	8.7	-54.2	적전	흑전	-3.1	47.8	22.9	24.2	-34.9	31.8			
영업이익률		2.2	3.0	3.4	1.5	-8.5	2.6	2.2	3.0	3.3	4.3	2.9	3.6	2.5	-0.7	3.5
순이익률		1.1	1.3	0.6	-0.4	-4.0	-0.3	0.4	0.7	1.3	2.0	0.7	1.2	0.7	-1.0	1.3

배당수익률 차트(Forward DPS 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대중공업지주(별도기준) 현금 및 부채상황



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대중공업지주 (267250)

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	27,256.7	26,630.3	19,346.5	21,443.8	22,733.6
매출액증가율 (%)	90.6	-2.3	-27.4	10.8	6.0
매출원가	25,360.4	24,800.6	18,246.0	19,376.2	20,403.2
매출총이익	1,896.2	1,829.7	1,100.4	2,067.5	2,330.4
판매관리비	1,034.8	1,163.1	1,232.9	1,311.7	1,390.6
영업이익	861.4	666.6	-132.4	755.9	939.8
영업이익률	3.2	2.5	-0.7	3.5	4.1
금융손익	-231.7	-271.3	-279.6	-297.3	-296.9
종속/관계기업손익	93.0	39.6	43.6	47.9	52.7
기타영업외손익	-291.6	-232.1	-77.3	-69.4	-62.3
세전계속사업이익	431.1	202.8	-445.7	437.1	633.4
법인세비용	147.1	87.5	-178.3	109.3	158.4
당기순이익	284.0	115.4	-267.4	327.9	475.1
지배주주지분 순이익	268.6	173.2	-187.2	278.7	403.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,884.2	9,935.2	9,102.3	8,957.7	9,059.8
현금및현금성자산	1,099.8	2,028.5	2,140.4	1,636.3	1,528.2
매출채권	2,259.1	2,139.7	1,554.5	1,638.7	1,688.0
재고자산	4,329.9	3,876.8	3,489.1	3,678.2	3,788.8
비유동자산	14,463.6	15,780.3	17,072.1	17,496.5	17,723.0
유형자산	7,885.7	8,408.9	9,309.1	9,415.3	9,457.1
무형자산	2,091.8	2,151.9	2,140.5	2,131.0	2,123.5
투자자산	4,147.8	4,171.5	4,462.8	4,800.7	5,002.5
자산총계	23,347.8	25,715.5	26,174.4	26,454.3	26,782.8
유동부채	8,660.2	8,022.3	6,655.3	6,900.8	7,045.4
매입채무	2,329.9	2,069.8	1,956.6	2,062.6	2,124.6
단기차입금	3,149.5	2,302.0	1,502.0	1,402.0	1,302.0
유동성장기부채	1,400.2	1,113.4	913.4	1,013.4	1,113.4
비유동부채	4,133.5	5,808.6	8,028.3	7,987.0	7,956.6
사채	1,938.3	2,928.3	3,628.3	3,363.3	3,263.3
장기차입금	1,386.7	1,724.6	2,624.6	2,874.6	2,974.6
부채총계	12,793.7	13,830.8	14,683.6	14,887.8	15,002.0
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	4,783.1	5,172.0	5,172.0	5,172.0	5,172.0
기타포괄이익누계액	104.0	102.2	113.0	122.3	130.1
이익잉여금	3,302.0	3,183.3	2,734.6	2,751.8	2,887.0
비지배주주지분	2,826.7	3,892.7	3,812.5	3,861.7	3,932.9
자본총계	10,554.2	11,884.7	11,490.8	11,566.5	11,780.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	668.1	1,205.6	980.3	881.7	1,012.7
당기순이익(손실)	284.0	115.4	-267.4	327.9	475.1
유형자산상각비	420.8	606.8	599.8	568.8	536.9
무형자산상각비	81.1	73.1	75.2	74.4	73.9
운전자본의 증감	-112.8	229.9	561.8	-90.7	-64.7
투자활동 현금흐름	-1,785.2	-1,639.8	-2,096.3	-1,101.1	-846.4
유형자산의증가(CAPEX)	-890.1	-1,245.5	-1,500.0	-675.0	-578.8
투자자산의감소(증가)	-574.5	16.0	-248.8	-291.2	-150.3
재무활동 현금흐름	1,092.9	1,363.9	1,224.6	-287.7	-277.5
차입금의 증감	1,482.4	785.9	1,370.9	-26.2	-16.0
자본의 증가	-1,991.5	388.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-26.5	928.7	111.9	-504.0	-108.2
기초현금	1,126.3	1,099.8	2,028.5	2,140.4	1,636.3
기말현금	1,099.8	2,028.5	2,140.4	1,636.3	1,528.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	1,673,561	1,635,105	1,211,681	1,357,320	1,438,960
EPS(지배주주)	16,493	10,636	-11,725	17,639	25,559
CFPS	80,895	77,288	29,745	84,712	94,685
EBITDAPS	83,711	82,676	33,976	88,560	98,148
BPS	474,469	490,707	486,009	487,689	496,745
DPS	18,500	18,500	18,500	18,500	19,000
배당수익률(%)	5.3	5.5	7.2	7.2	7.4

Valuation(Multiple)

PER	21.0	31.8	-21.8	14.5	10.0
PCR	4.3	4.4	8.6	3.0	2.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EBITDA	1,363.4	1,346.5	542.5	1,399.1	1,550.6
EV/EBITDA	10.9	11.2	27.1	10.9	9.9

Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	3.5	2.2	-2.4	3.6	5.2
EBITDA 이익률	5.0	5.1	2.8	6.5	6.8
부채비율	121.2	116.4	127.8	128.7	127.3
금융비용부담률	0.8	1.1	1.5	1.4	1.3
이자보상배율(x)	3.8	2.3	-0.5	2.5	3.1
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	10.5	13.4	13.7
재고자산회전율(x)	7.1	6.5	5.3	6.0	6.1

현대일렉트릭(267260) PSR 0.3배, 영업 턴어라운드는 입증

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	20,000원
현재주가 (11월 12일)	16,500원
상승여력	21.2%
KOSPI	2,475.62pt
시가총액	5,948억원
발행주식수	3,605만주
유통주식비율	51.10%
외국인비중	6.56%
52주 최고/최저가	19,250원/4,900원
평균거래대금	159.9억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 8인	40.04

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.6	-2.3
6개월	104.2	58.6
12개월	78.4	54.3

주가그래프



영업이익률 1Q 1.1% → 2Q 3.4% → 3Q 7.4%의 가파른 개선, 경영실적 턴어라운드는 확실

- 2017년 분할 출범 이후 2018~19년 4,432억원의 당기순손실 기록, 두 차례 유상증자로 재무 리스크에 대응
- 전사적인 비용구조 개선 활동과 30%의 Downsizing은 2019년 마무리, 2020년 가파른 수익성 개선 시현
- 1) 저가 수주분 해소, 2) 매출채권 회수, 3) 신규수주 수익률 관리를 통한 수익 개선은 폼하될 이유가 없음

2021년 영업 턴어라운드도 입증될 것, '전력'에 대한 투자 확대 + 계열사 수주 회복 + 해외시장 ↑

- 국내 전력·배전기기는 설비 노후화로 교체수요 증가, CEMS/FEMS/BEMS는 정부 정책에 따른 시장확대 기대
- 필수 투자까지 지연된 중동·중남미 공공투자 재개는 유력, 선박용 수요는 조선계열사들의 수주가 4분기부터 재개되면서 2021년 하반기 수주로 이어질 전망 - 2021년 매출액 1.96조원, 영업이익 880억원 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가 20,000원으로 상향 - 3분기 연속 흑자는 체질개선을 입증

- 인적분할 후 홀로서기 과정에서 2년간 진행된 Downsizing과 체질개선 마무리, 2020년 턴어라운드로 입증
- 2017년 1.04조원의 자본이 7,018억원 수준으로 감소했지만, 2020년말 현금성자산은 4,940억원으로 추정 → 정상화 과정으로 자본 훼손우려는 소멸, 적정주가는 12개월 선행 PBR 1.0배를 적용한 2만원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,940.4	-100.6	-178.9	-7,353	-867.7	34,974	-2.6	0.5	-20.5	-18.9	173.2
2019	1,771.1	-156.7	-264.3	-10,684	45.3	19,418	-1.1	0.6	-7.0	-34.1	222.3
2020E	1,866.9	76.7	-4.7	-129	-98.8	19,462	-127.9	0.8	7.3	-0.7	243.0
2021E	1,955.7	88.0	16.5	458	-454.7	19,985	36.0	0.8	6.8	2.3	238.5
2022E	2,052.9	91.9	27.0	748	63.5	20,689	22.1	0.8	6.3	3.7	231.3

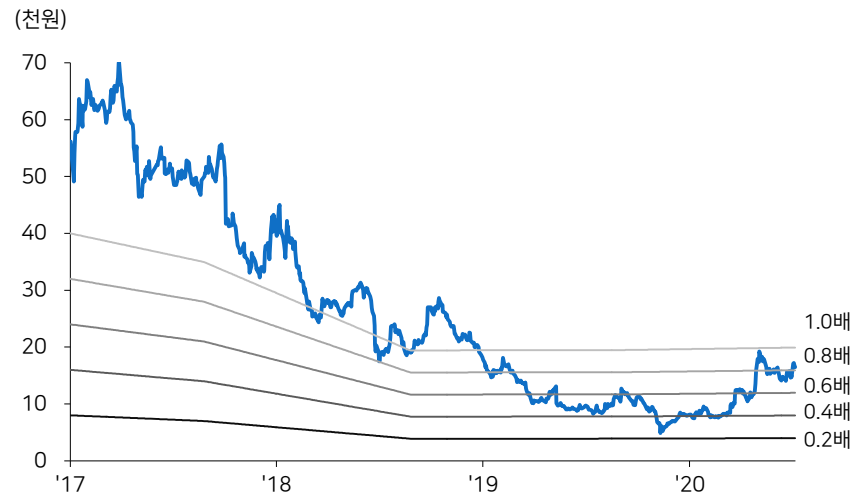
현대일렉트릭 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

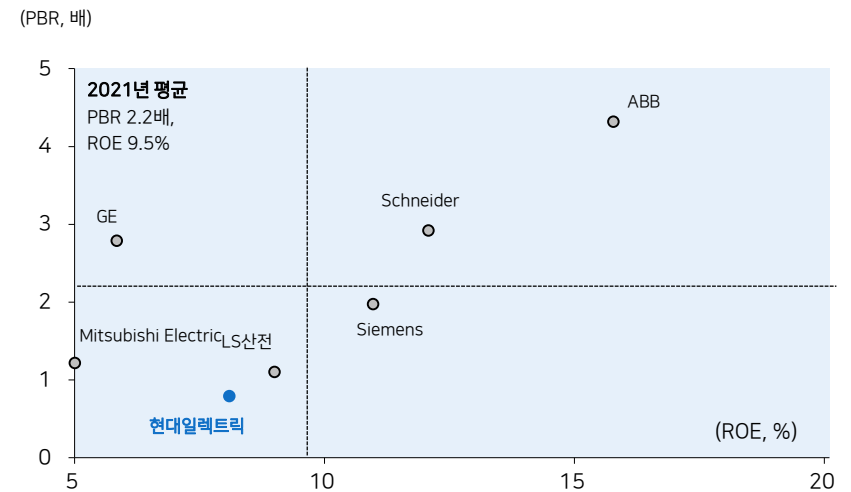
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		417.9	405.2	385.7	562.3	386.4	535.5	398.0	546.9	433.3	506.6	428.9	587.0	1,771.1	1,866.9	1,955.7
영업이익		-32.0	-80.7	-4.0	-40.0	4.3	18.3	29.4	24.7	15.8	27.5	25.5	19.1	-156.7	76.7	88.0
세전이익		-32.0	-106.3	1.0	-196.4	15.4	-40.2	5.5	10.0	4.1	8.4	4.9	5.3	-333.6	-9.3	22.8
지배주주순이익		-25.9	-85.0	1.2	-154.5	10.6	-30.3	6.5	8.6	3.0	6.1	3.5	3.8	-264.3	-4.7	16.5
매출액 증가율	YoY	-2.8	-20.2	-12.4	0.0	-7.5	32.2	3.2	-2.7	12.1	-5.4	7.7	7.3	-8.7	5.4	4.8
	QoQ	-25.7	-3.0	-4.8	45.8	-31.3	38.6	-25.7	37.4	-20.8	16.9	-15.3	36.9			
영업이익 증가율	YoY	적지	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	272.3	50.2	-13.4	-22.4	적지	흑전	14.8
	QoQ	적전	적지	적지	적지	흑전	330.7	60.6	-16.2	-35.8	73.7	-7.3	-24.9			
영업이익률		-7.7	-19.9	-1.0	-7.1	1.1	3.4	7.4	4.5	3.7	5.4	5.9	3.3	-8.8	4.1	4.5
순이익률		-6.2	-21.0	0.3	-27.5	2.7	-5.7	1.6	1.6	0.7	1.2	0.8	0.7	-14.9	-0.2	0.8

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 전력기기 업체 ROE 및 PBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,940.4	1,771.1	1,866.9	1,955.7	2,052.9
매출액증가율 (%)	33.9	-8.7	5.4	4.8	5.0
매출원가	1,787.7	1,617.8	1,492.9	1,565.5	1,653.3
매출총이익	152.8	153.4	374.1	390.2	399.6
판매관리비	253.3	310.1	297.4	302.2	307.7
영업이익	-100.6	-156.7	76.7	88.0	91.9
영업이익률	-5.2	-8.8	4.1	4.5	4.5
금융손익	-5.2	-14.2	-15.3	-16.8	-16.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-110.6	-162.7	-70.7	-48.4	-37.9
세전계속사업이익	-216.4	-333.6	-9.3	22.8	37.2
법인세비용	-37.4	-69.3	-4.7	6.3	10.2
당기순이익	-178.9	-264.3	-4.7	16.5	27.0
지배주주지분 순이익	-178.9	-264.3	-4.7	16.5	27.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,651.7	1,484.2	1,635.0	1,653.3	1,674.0
현금및현금성자산	376.3	189.7	483.1	449.1	458.4
매출채권	622.5	469.9	451.1	472.5	477.2
재고자산	424.7	390.8	375.1	393.0	396.9
비유동자산	674.4	772.3	772.4	786.4	797.8
유형자산	528.0	516.9	500.8	514.2	524.9
무형자산	17.4	49.4	55.3	61.2	67.1
투자자산	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
자산총계	2,326.1	2,256.5	2,407.4	2,439.7	2,471.8
유동부채	1,123.3	1,123.8	1,450.9	1,460.8	1,474.0
매입채무	226.2	228.5	240.8	252.3	264.8
단기차입금	356.2	280.0	350.0	330.0	310.0
유동성장기부채	311.1	126.9	296.9	296.9	296.9
비유동부채	351.4	432.5	254.6	258.2	251.8
사채	199.3	144.7	69.7	0.0	0.0
장기차입금	40.0	221.2	111.2	181.2	171.2
부채총계	1,474.8	1,556.3	1,705.6	1,719.1	1,725.7
자본금	101.8	180.2	180.2	180.2	180.2
자본잉여금	874.2	901.7	901.7	901.7	901.7
기타포괄이익누계액	63.6	61.2	67.4	73.3	79.0
이익잉여금	-173.3	-427.9	-432.5	-419.7	-399.9
비지배주주지분	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
자본총계	851.3	700.2	701.8	720.6	746.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-4.0	57.5	172.8	38.0	93.1
당기순이익(손실)	-178.9	-264.3	-4.7	16.5	27.0
유형자산상각비	40.8	32.2	39.3	38.8	38.1
무형자산상각비	12.6	3.7	6.1	6.7	7.4
운전자본의 증감	34.9	234.5	139.5	-18.9	25.1
투자활동 현금흐름	-124.7	-206.2	65.4	-49.0	-46.9
유형자산의증가(CAPEX)	-54.3	-146.7	-56.0	-52.2	-48.7
투자자산의감소(증가)	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	261.9	-35.8	55.2	-23.0	-37.0
차입금의 증감	389.5	-124.5	55.2	-19.4	-29.8
자본의 증가	-0.6	106.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	135.0	-186.6	293.4	-34.0	9.2
기초현금	241.4	376.3	189.7	483.1	449.1
기말현금	376.3	189.7	483.1	449.1	458.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	79,746	71,604	51,791	54,254	56,949
EPS(지배주주)	-7,353	-10,684	-129	458	748
CFPS	-809	-6,028	1,424	2,360	2,759
EBITDAPS	-1,940	-4,886	3,386	3,702	3,810
BPS	34,974	19,418	19,462	19,985	20,689
DPS	0	0	0	100	200
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.6	1.2

Valuation(Multiple)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	-2.6	-1.1	-127.9	36.0	22.1
PCR	-23.7	-1.9	11.6	7.0	6.0
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
EBITDA	-47.2	-120.9	122.1	133.5	137.3
EV/EBITDA	-20.5	-7.0	7.3	6.8	6.3

Key Financial Ratio(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	-18.9	-34.1	-0.7	2.3	3.7
EBITDA 이익률	-2.4	-6.8	6.5	6.8	6.7
부채비율	173.2	222.3	243.0	238.5	231.3
금융비용부담률	1.3	1.9	1.6	1.6	1.5
이자보상배율(x)	-3.9	-4.7	2.5	2.8	3.0
매출채권회전율(x)	2.7	3.2	4.1	4.2	4.3
재고자산회전율(x)	5.0	4.3	4.9	5.1	5.2

성광벤드(014620) 혼자만의 모멘텀은 없지만, 오래된 믿음

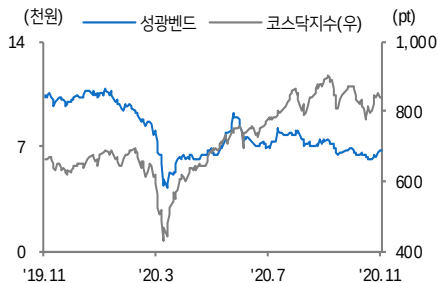
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	9,000원
현재주가 (11월 12일)	6,570원
상승여력	37.0%
KOSDAQ	840.08pt
시가총액	1,879억원
발행주식수	2,860만주
유통주식비율	56.54%
외국인비중	12.63%
52주 최고/최저가	10,550원/4,095원
평균거래대금	16.4억원
주요주주(%)	
안재일 외 3인	41.08

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.6	3.3
6개월	1.9	-17.0
12개월	-35.0	-48.5

주가그래프



COVID-19의 뒤늦은 영향권에 진입한 수주 - 실적 모멘텀은 부재하나 재무건전성은 불변

- 전방산업(건설 EPC, 조선) 업황에 대해 2~3분기 후행하는 특성 상 COVID-19發 악재는 하반기에 집중
- 1) 북미 Shale업체 Bankruptcy와 CAPEX 감축, 2) NOC 최종투자결정 지연(Marjan & Berri), 3) 국내 프로젝트 공정 차질(S-Oil 프로젝트) 등 예상대비 수주 부진이 심화. 3~4분기 평균 수주액 400억원 하회 예상
- 2020년 상반기 순현금 266억원 보유, 2020년 말 예상 부채비율 13.6%의 재무구조로 불황을 버틸 것

수주의 저점은 2020년 하반기, 실적의 저점은 2021년 상반기로 예상

- 직전 6개월 수주가 분기 매출을 결정하는 구조 상, 하반기 부진은 2021년 상반기까지 실적 부진을 초래
- LNG Canada, Golden Pass 向 물량으로 1분기까지 Non-carbon mix는 유지, 문제는 절대적인 물량 확보
- 모잠비크·러시아·카타르發 LNG 발주가 확정된다면, 전방산업 개선 기대감으로 주가는 동조화될 전망

투자의견 Buy, 적정주가는 9,000원으로 5.3% 하향 - 전방산업 수주 재개 시 동행할 주가

- 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.6배 기준, 전방산업 대비 Valuation이 저평가될 이유는 없다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	169.9	-14.5	-8.3	-291	-48.9	15,246	-39.1	0.7	-26.4	-1.9	14.6
2019	202.4	7.0	6.2	216	-174.0	15,359	48.0	0.7	23.4	1.4	14.3
2020E	181.3	2.2	1.7	59	-72.8	15,296	112.1	0.4	28.3	0.4	13.6
2021E	190.4	9.4	6.9	240	309.7	15,415	27.4	0.4	12.5	1.6	13.8
2022E	218.0	14.1	11.1	387	61.1	15,680	17.0	0.4	8.2	2.5	13.5

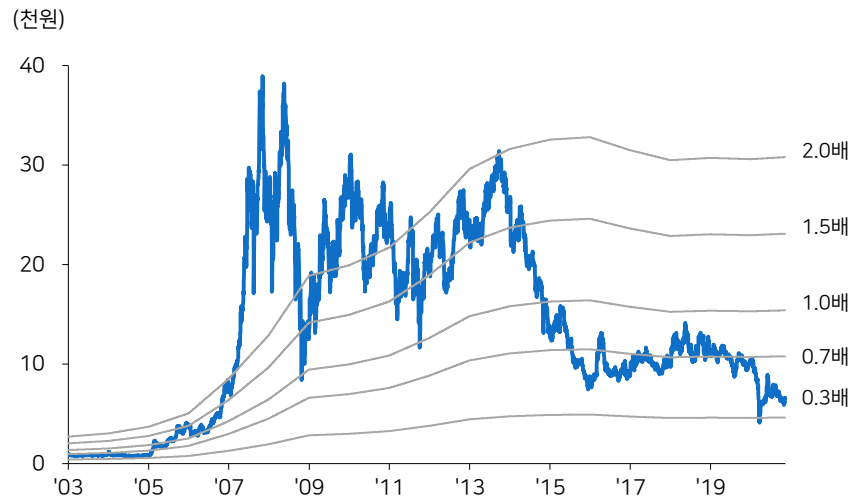
성광벤드 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

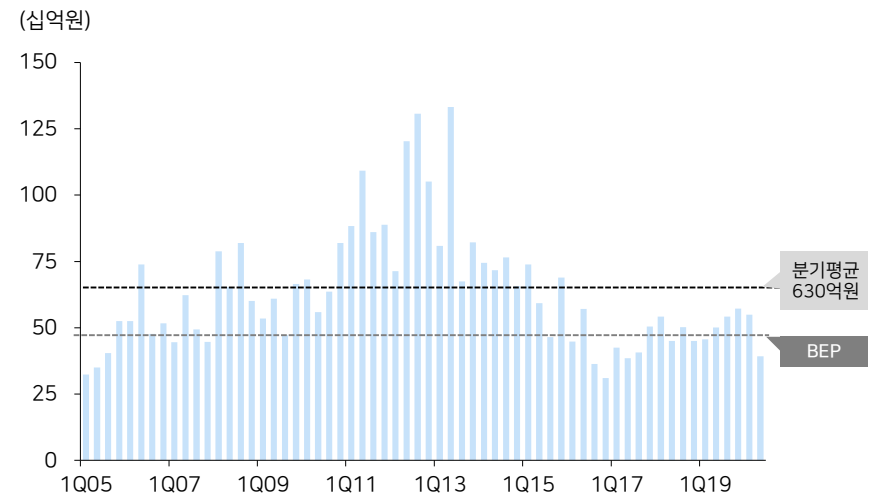
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		50.6	50.6	49.3	51.9	48.6	49.9	38.7	44.1	43.1	48.8	44.1	54.5	202.4	181.3	190.4
영업이익		0.9	2.2	1.4	2.5	3.8	2.8	-3.5	-0.8	1.0	2.3	3.3	2.8	7.0	2.2	9.4
세전이익		1.9	3.6	3.1	1.2	6.0	1.9	-4.7	-0.4	1.4	2.2	3.2	3.0	9.7	2.9	9.7
지배주주순이익		1.2	2.8	1.9	0.3	4.6	1.3	-4.0	-0.2	1.0	1.6	2.2	2.1	6.2	1.7	6.9
매출액 증가율	YoY	38.8	21.8	15.7	5.2	-4.0	-1.3	-21.5	-15.0	-11.4	-2.1	13.8	23.5	19.1	-10.4	5.0
	QoQ	2.5	-0.1	-2.4	5.2	-6.4	2.7	-22.4	14.0	-2.4	13.4	-9.8	23.7			
영업이익 증가율	YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	342.6	25.4	적전	적전	-73.2	-19.1	흑전	흑전	흑전	-68.5	326.7
	QoQ	흑전	161.2	-38.9	87.6	47.9	-26.0	적전	적지	흑전	123.4	45.3	-13.1			
영업이익률		1.7	4.4	2.8	4.9	7.7	5.6	-9.1	-1.9	2.3	4.6	7.4	5.2	3.4	1.2	4.9
순이익률		2.4	5.5	3.8	0.5	9.4	2.6	-10.4	-0.4	2.2	3.2	5.1	3.9	3.0	0.9	3.6

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

분기별 수주액



주: 2020년 2분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	169.9	202.4	181.3	190.4	218.0
매출액증가율 (%)	16.6	19.1	-10.4	5.0	14.5
매출원가	155.4	165.9	152.6	153.3	172.1
매출총이익	14.5	36.5	28.7	37.2	45.9
판매관리비	29.0	29.5	26.5	27.8	31.8
영업이익	-14.5	7.0	2.2	9.4	14.1
영업이익률	-8.5	3.4	1.2	4.9	6.4
금융손익	0.5	-0.1	0.2	0.1	0.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.6	2.8	0.5	0.2	0.4
세전계속사업이익	-10.3	9.7	2.9	9.7	14.8
법인세비용	-2.0	3.6	1.2	2.9	3.7
당기순이익	-8.3	6.2	1.7	6.9	11.1
지배주주지분 순이익	-8.3	6.2	1.7	6.9	11.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	240.7	243.3	234.5	239.4	246.6
현금및현금성자산	34.4	43.0	26.9	26.5	35.6
매출채권	48.3	43.9	42.9	44.0	47.2
재고자산	125.9	129.0	138.1	141.5	134.4
비유동자산	259.0	258.8	262.3	262.3	262.2
유형자산	252.4	253.5	257.2	257.2	257.0
무형자산	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
투자자산	4.4	3.1	3.0	3.0	3.2
자산총계	499.8	502.1	496.8	501.7	508.9
유동부채	31.6	23.7	21.2	22.3	25.5
매입채무	18.4	14.8	13.2	13.9	15.9
단기차입금	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	32.1	39.1	38.1	38.5	34.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	18.0	20.0	20.0	20.0	15.0
부채총계	63.7	62.8	59.3	60.8	60.4
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-0.7	-1.4	-2.0
이익잉여금	431.8	434.6	433.5	437.5	445.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	436.0	439.3	437.5	440.9	448.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-22.7	16.0	-5.9	7.5	22.4
당기순이익(손실)	-8.3	6.2	1.7	6.9	11.1
유형자산상각비	3.5	3.7	3.4	3.3	3.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-17.5	-1.7	-11.3	-3.2	7.9
투자활동 현금흐름	17.9	-0.4	-6.9	-4.5	-5.1
유형자산의증가(CAPEX)	-6.0	-2.9	-7.0	-3.3	-3.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	1.3	0.1	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	0.6	-6.5	-3.3	-3.3	-8.2
차입금의 증감	3.9	-3.1	-0.0	0.0	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.1	8.6	-16.1	-0.3	9.1
기초현금	37.5	34.4	43.0	26.9	26.5
기말현금	34.4	43.0	26.9	26.5	35.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	5,941	7,076	6,339	6,658	7,622
EPS(지배주주)	-291	216	59	240	387
CFPS	-221	604	195	443	603
EBITDAPS	-384	373	195	443	603
BPS	15,246	15,359	15,296	15,415	15,680
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.5	1.5	1.5

Valuation(Multiple)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	-39.1	48.0	112.1	27.4	17.0
PCR	-51.5	17.1	33.7	14.8	10.9
PSR	1.9	1.5	1.0	1.0	0.9
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
EBITDA	-11.0	10.7	5.6	12.7	17.3
EV/EBITDA	-26.4	23.4	28.3	12.5	8.2

Key Financial Ratio(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	-1.9	1.4	0.4	1.6	2.5
EBITDA 이익률	-6.5	5.3	3.1	6.7	7.9
부채비율	14.6	14.3	13.6	13.8	13.5
금융비용부담률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	-49.9	10.6	4.4	18.7	32.0
매출채권회전율(x)	3.5	4.4	4.2	4.4	4.8
재고자산회전율(x)	1.4	1.6	1.4	1.4	1.6

태광(023160) 문제는 매출 지연

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	9,500원
현재주가 (11월 12일)	6,510원
상승여력	45.9%
KOSDAQ	840.08pt
시가총액	1,725억원
발행주식수	2,650만주
유통주식비율	51.98%
외국인비중	13.70%
52주 최고/최저가	11,000원/5,670원
평균거래대금	9.7억원
주요주주(%)	
대신인터내셔널 외 10인	45.63

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.2	3.8
6개월	-8.2	-25.2
12개월	-34.3	-48.0

주가그래프



기수주분의 납기 지연이 반영될 3분기, 실적 부진은 불가피

- 기 수주한 물량에 대한 발주처의 납기 지연 요청과 출고 지연으로 3분기 매출인식 지연 추정
- 상반기에 이어 3분기도 지연 발생, 납기 정상화 확인 필요 – 2020년 매출 1,938억원 영업적자 32억원 전망
- 사우디와 UAE 프로젝트는 일부 재개. 경쟁사가 북미 LNG와 내수에 주력하는 반면, 해외 EPC업체와의 직계약에 상대적 강점 보유 – EPC업계 수주 재개가 터닝포인트

과점산업, 경쟁사와 동일한 수주 부진 – 해외 EPC업체의 직발주 확대라는 강점을 입증해야 할 시기

- 2019년 3분기, 180억달러 규모 Marzan & Berri(Aramco), 40억달러의 Balikpapan 정유플랜트 EPC업체 선정
- 용접용 피팅제품의 수주 예상액은 약 2,500억원으로 3분기부터 분할 발주가 예상되었던 상황
- COVID-19 확산에 따른 선행공정 지연, 현지 문제로 인해 본격적인 발주는 2021년 상반기로 이연 전망

투자의견 Buy 유지 – 부채비율 9.0% + 차입금 0

- 투자의견 Buy 유지 – 상반기 부채비율은 9.0%, 순현금 357억원의 초우량 재무구조는 불변
- LNG 생산능력 확충 위한 금형 투자는 완료, 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.6배를 적용한 9,500원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	158.7	4.3	10.2	385		16,007	30.4	0.7	24.5	2.4	7.8
2019	189.8	8.7	10.8	408	5.7	16,281	25.0	0.6	16.7	2.5	10.5
2020E	193.8	-3.2	-0.8	-32	-107.7	16,094	-206.0	0.4	66.6	-0.2	10.4
2021E	208.2	7.8	7.9	298	-1,042.5	16,238	21.8	0.4	10.3	1.8	11.0
2022E	228.8	13.2	12.4	467	56.7	16,550	13.9	0.4	7.2	2.8	11.6

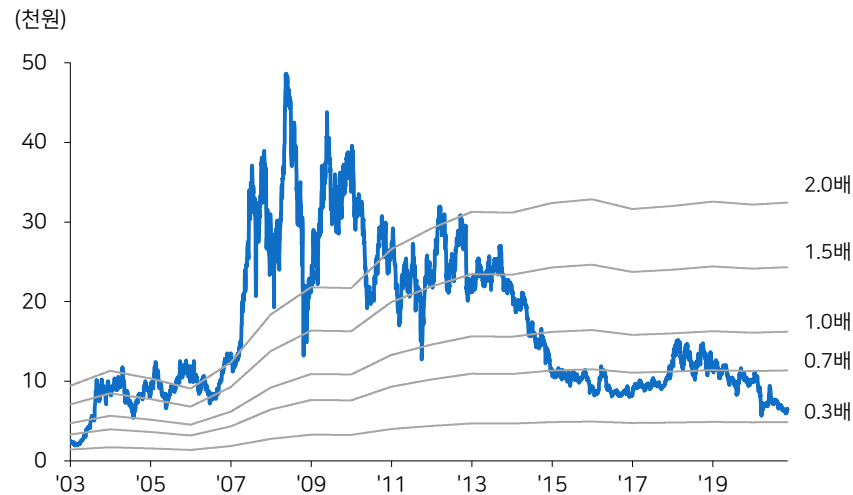
태광 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

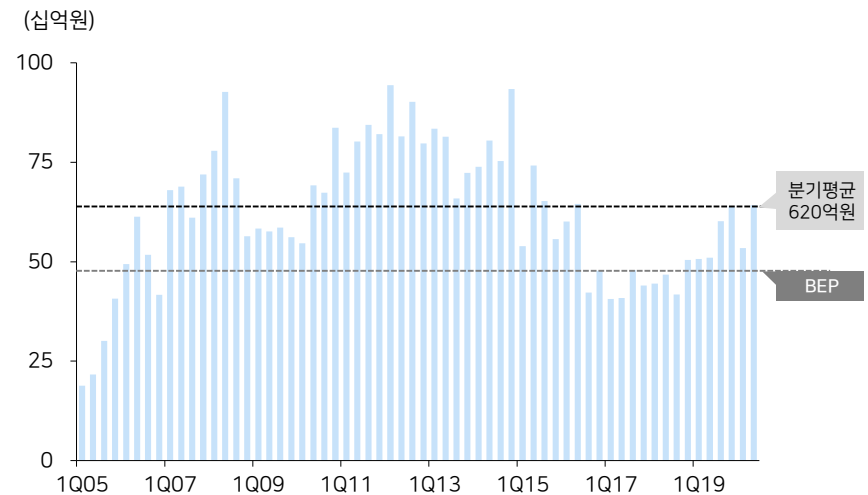
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		36.8	48.8	47.9	56.3	44.3	59.9	41.6	48.1	43.0	51.3	55.1	58.8	189.8	193.8	208.2
영업이익		0.0	2.9	2.5	3.3	0.2	0.1	-2.8	-0.6	1.1	2.3	2.9	1.4	8.7	-3.2	7.8
세전이익		4.4	5.5	4.6	-0.3	2.5	-0.4	-3.0	-0.2	1.8	3.2	3.9	1.4	14.2	-1.1	10.3
지배주주순이익		3.9	3.7	3.5	-0.4	2.1	0.2	-2.3	-0.8	1.4	2.4	3.0	1.1	10.8	-0.8	7.9
매출액 증가율	YoY	-3.0	20.5	27.0	32.4	20.3	22.8	-13.2	-14.5	-2.8	-14.4	32.4	22.4	19.6	2.1	7.4
	QoQ	-13.4	32.5	-1.7	17.4	-21.3	35.3	-30.5	15.5	-10.5	19.1	7.4	6.8			
영업이익 증가율	YoY	-98.1	-26.0	131.8	흑전	638.4	-96.5	적전	적전	519.7	2,132.5	흑전	흑전	115.5	적전	흑전
	QoQ	흑전	11,990.5	-16.3	34.0	-94.6	-42.1	적전	적지	흑전	108.5	26.8	-51.0			
영업이익률		0.1	6.0	5.1	5.8	0.4	0.2	-6.8	-1.3	2.6	4.5	5.3	2.4	4.6	-1.6	3.7
순이익률		10.6	7.7	7.4	-0.7	4.8	0.4	-5.6	-1.8	3.3	4.7	5.4	1.9	5.7	-0.4	3.8

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

분기별 수주액



주: 2020년 2분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	158.7	189.8	193.8	208.2	228.8
매출액증가율 (%)		19.6	2.1	7.4	9.9
매출원가	135.8	161.8	177.3	179.3	192.4
매출총이익	22.8	28.0	16.5	29.0	36.4
판매관리비	18.6	19.3	19.7	21.2	23.3
영업이익	4.3	8.7	-3.2	7.8	13.2
영업이익률	2.7	4.6	-1.6	3.7	5.7
금융손익	10.0	9.0	3.1	2.9	2.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	-3.4	-1.0	-0.5	0.1
세전계속사업이익	13.3	14.2	-1.1	10.3	16.1
법인세비용	3.1	3.4	-0.3	2.4	3.9
당기순이익	10.2	10.8	-0.8	7.8	12.3
지배주주지분 순이익	10.2	10.8	-0.8	7.9	12.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	276.7	287.9	278.7	281.9	290.7
현금및현금성자산	55.5	13.0	22.9	20.4	21.5
매출채권	68.1	73.0	67.9	69.4	71.4
재고자산	125.9	170.6	158.7	162.2	167.0
비유동자산	180.3	195.2	198.9	202.1	205.4
유형자산	134.4	167.7	171.6	174.9	178.1
무형자산	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
투자자산	44.2	22.6	22.6	22.8	23.1
자산총계	457.1	483.1	477.6	484.0	496.1
유동부채	20.7	29.3	29.9	32.1	35.3
매입채무	7.4	10.1	10.3	11.0	12.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.2	16.5	15.3	15.7	16.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	32.9	45.7	45.2	47.8	51.7
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-3.3	-3.2	-4.7	-6.2	-7.7
이익잉여금	391.0	398.2	394.8	400.1	409.9
비지배주주지분	0.0	5.9	5.9	5.9	5.7
자본총계	424.2	437.4	432.4	436.2	444.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	5.9	-30.4	17.7	7.4	11.4
당기순이익(손실)	10.2	10.8	-0.8	7.8	12.3
유형자산상각비	5.1	5.5	5.1	5.2	5.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-11.8	-49.9	16.5	-2.6	-3.2
투자활동 현금흐름	2.3	-11.8	-5.4	-7.5	-7.9
유형자산의증가(CAPEX)	-2.0	-14.7	-9.0	-8.4	-8.4
투자자산의감소(증가)	-5.0	21.7	-0.1	-0.2	-0.3
재무활동 현금흐름	-1.3	-0.3	-2.3	-2.5	-2.4
차입금의 증감	0.0	1.2	0.2	0.1	0.2
자본의 증가	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.7	-42.5	9.9	-2.5	1.1
기초현금	48.8	55.5	13.0	22.9	20.4
기말현금	55.5	13.0	22.9	20.4	21.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	5,987	7,161	7,314	7,858	8,632
EPS(지배주주)	385	408	-32	298	467
CFPS	484	572	-2	434	660
EBITDAPS	354	537	75	489	694
BPS	16,007	16,281	16,094	16,238	16,550
DPS	75	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.6	1.0	1.5	1.5	1.5

Valuation(Multiple)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	30.4	25.0	-206.0	21.8	13.9
PCR	24.2	17.8	-3,426.3	15.0	9.9
PSR	2.0	1.4	0.9	0.8	0.8
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDA	9.4	14.2	2.0	13.0	18.4
EV/EBITDA	24.5	16.7	66.6	10.3	7.2

Key Financial Ratio(%)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	2.4	2.5	-0.2	1.8	2.8
EBITDA 이익률	5.9	7.5	1.0	6.2	8.0
부채비율	7.8	10.5	10.4	11.0	11.6
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	89.9	82.5	-78.8	169.9	261.8
매출채권회전율(x)	2.3	2.7	2.8	3.0	3.2
재고자산회전율(x)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4

하이록코리아(013030) 완만한 회복, 완만한 증가

Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 15,500원

현재주가 (11월 12일) 11,550원

상승여력 34.2%

KOSDAQ 840.08pt

시가총액 1,572억원

발행주식수 1,361만주

유동주식비율 58.87%

외국인비중 25.52%

52주 최고/최저가 19,200원/6,800원

평균거래대금 14.0억원

주요주주(%)

문후건 외 6인 40.98

FIDELITY MANAGEMENT & RESEAF 5.57

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -4.5 -0.7

6개월 -7.6 -24.7

12개월 -35.8 -49.2

주가그래프



2020년에도 두 자릿수 영업이익률 달성 가능, 전방산업 다각화의 저력

- 2019년부터 중동 육상플랜트 물량과 삼성중공업의 FLNG 투입 제품의 매출인식이 상반기까지 수익성 개선을 견인. 기 수주한 FLNG向 일감은 2021년 상반기까지 매출 인식 가능할 전망
- 2019년부터는 삼성전자의 팹택공장 관련한 수주 확대로 반도체向 수주 비중도 10% 수준으로 성장
- 용접용 피팅업체와 달리 전방산업이 다각화된 동사의 포트폴리오 안정성이 실적 방어로 이어짐

프로젝트 공정의 후반부에 적용되는 계장용 피팅/밸브, 수주 회복은 후행

- 육·해상플랜트 공정 후반부에 설치되는 제품 특성상, 하이록코리아의 수주 개선은 용접용 피팅업체 대비 속도가 다소 더딤. 2021년 매출액 1,377억원(-0.7% YoY), 2022년 매출액 1,566억원(+13.7% YoY) 전망
- 과점기업 Parker, Swagelok을 대체할 국내 강소기업으로 성장해온 역사, LNG와 수소 등 Green Energy 기술 개발 확대는 새로운 기회일 수 있음

투자의견 Buy, 적정주가 15,500원 제시 – 두 자릿수 OPM은 Trademark

- 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.6배 기준으로, 현재 시가총액(1,572억원)은 현금보유액과 동일한 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	124.3	10.9	11.5	848	-48.3	24,637	19.4	0.7	5.9	3.5	8.4
2019	142.1	14.9	12.9	947	11.4	25,087	20.3	0.8	5.7	3.8	9.2
2020E	138.7	14.7	10.4	764	-21.5	25,369	15.1	0.5	0.3	3.0	9.1
2021E	137.7	14.0	10.1	744	-2.6	25,630	15.5	0.5	0.0	2.9	8.9
2022E	156.6	18.0	13.1	959	28.9	26,008	12.0	0.4	-0.2	3.7	8.7

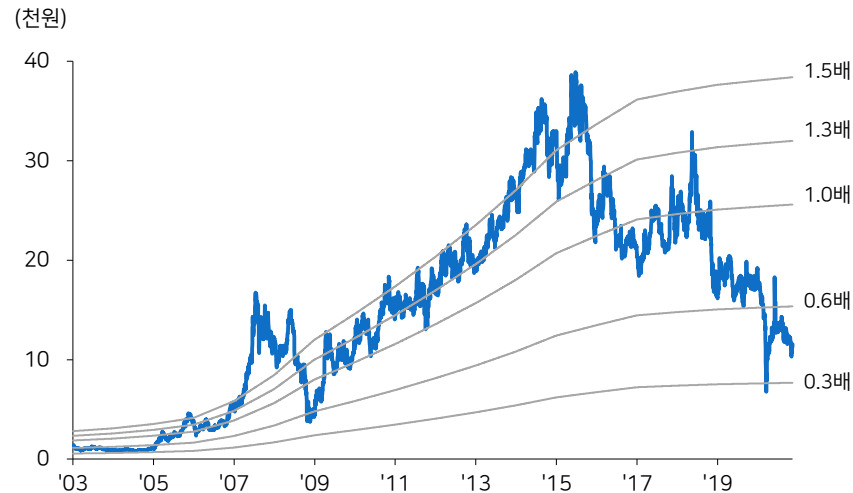
하이록코리아 실적 전망

2021년 전망 시리즈 9

조선/기계

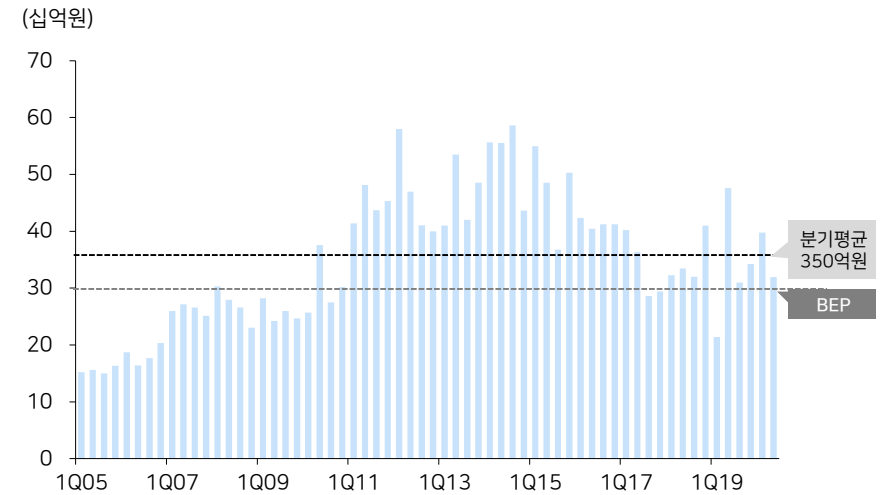
(십억원, %)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액		32.5	36.1	34.2	39.3	38.2	35.7	31.7	33.1	34.0	35.5	34.1	34.1	142.1	138.7	137.7
영업이익		2.8	5.4	3.5	3.3	4.5	3.9	3.3	3.0	3.3	3.7	3.3	3.6	14.9	14.7	14.0
세전이익		4.1	6.9	5.6	2.0	7.9	2.5	2.7	1.5	3.3	3.8	3.4	3.6	18.7	14.7	14.1
지배주주순이익		2.9	5.4	4.3	0.4	6.0	1.8	1.8	0.8	2.4	2.7	2.4	2.6	12.9	10.4	10.1
매출액 증가율	YoY	-6.2	18.2	18.1	30.5	17.7	-1.1	-7.4	-15.9	-11.0	-0.5	7.6	3.2	14.4	-2.4	-0.7
	QoQ	7.9	11.1	-5.3	14.9	-2.7	-6.6	-11.3	4.3	3.0	4.4	-4.1	0.0			
영업이익 증가율	YoY	-48.0	173.4	35.5	231.9	61.8	-27.1	-5.7	-9.7	-26.4	-4.9	1.2	21.4	37.6	-1.8	-4.8
	QoQ	178.5	94.4	-35.3	-5.3	35.8	-12.4	-16.3	-9.3	10.7	13.2	-11.0	8.8			
영업이익률		8.5	14.9	10.2	8.4	11.7	11.0	10.4	9.0	9.7	10.5	9.7	10.6	10.5	10.6	10.1
순이익률		8.8	14.9	12.4	1.0	15.7	5.2	5.5	2.4	7.0	7.6	7.1	7.7	9.1	7.5	7.4

PBR Band(12개월 Forward 기준)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

분기별 수주액



주: 2020년 2분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	124.3	142.1	138.7	137.7	156.6
매출액증가율 (%)	-32.0	14.4	-2.4	-0.7	13.7
매출원가	89.3	105.0	101.8	102.0	113.9
매출총이익	35.0	37.1	36.9	35.7	42.7
판매관리비	24.1	22.2	22.2	21.8	24.8
영업이익	10.9	14.9	14.7	14.0	18.0
영업이익률	8.7	10.5	10.6	10.1	11.5
금융손익	3.3	2.7	1.0	1.3	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	1.1	-1.0	-1.2	-1.2
세전계속사업이익	16.1	18.7	14.7	14.1	18.3
법인세비용	3.9	5.1	4.0	3.7	4.9
당기순이익	12.2	13.6	10.7	10.4	13.4
지배주주지분 순이익	11.5	12.9	10.4	10.1	13.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	252.3	269.2	273.4	280.2	287.8
현금및현금성자산	31.2	24.6	17.5	25.2	26.4
매출채권	46.3	43.4	42.3	42.2	42.8
재고자산	65.1	68.7	68.1	67.9	71.6
비유동자산	119.0	112.1	111.7	108.7	106.1
유형자산	85.1	82.0	78.6	76.0	73.9
무형자산	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
투자자산	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8
자산총계	371.3	381.3	385.1	388.9	393.9
유동부채	18.6	18.8	18.6	18.6	19.4
매입채무	5.8	6.2	6.2	6.2	6.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.1	13.5	13.4	13.3	12.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	2.0	2.0	2.0	0.0
부채총계	28.7	32.3	32.0	31.9	31.5
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	-0.4	-0.3	-0.0	0.2	0.5
이익잉여금	305.2	311.1	314.7	318.0	322.9
비지배주주지분	7.3	7.5	7.8	8.1	8.4
자본총계	342.6	349.1	353.1	357.0	362.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	9.6	23.1	16.9	15.0	13.1
당기순이익(손실)	12.2	13.6	10.7	10.4	13.4
유형자산상각비	5.4	5.5	5.4	4.9	4.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-5.4	-1.9	1.5	0.3	-4.3
투자활동 현금흐름	-12.5	-22.9	-17.2	-0.5	-3.1
유형자산의증가(CAPEX)	-5.8	-2.6	-2.0	-2.2	-2.4
투자자산의감소(증가)	0.5	-0.3	0.0	0.0	-0.1
재무활동 현금흐름	-20.8	-7.3	-6.8	-6.8	-8.8
차입금의 증감	-15.0	0.0	0.0	0.0	-2.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	-6.6	-7.1	7.7	1.2
기초현금	54.3	31.2	24.6	17.5	25.2
기말현금	31.2	24.6	17.5	25.2	26.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	9,128	10,439	10,188	10,118	11,504
EPS(지배주주)	848	947	764	744	959
CFPS	1,516	1,868	1,242	1,159	1,436
EBITDAPS	1,193	1,502	1,475	1,383	1,648
BPS	24,637	25,087	25,369	25,630	26,008
DPS	500	500	500	500	600
배당수익률(%)	3.0	2.6	4.3	4.3	5.2

Valuation(Multiple)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PER	19.4	20.3	15.1	15.5	12.0
PCR	10.8	10.3	9.3	10.0	8.0
PSR	1.8	1.8	1.1	1.1	1.0
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4
EBITDA	16.2	20.5	20.1	18.8	22.4
EV/EBITDA	5.9	5.7	0.3	0.0	-0.2

Key Financial Ratio(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자기자본이익률(ROE)	3.5	3.8	3.0	2.9	3.7
EBITDA 이익률	13.1	14.4	14.5	13.7	14.3
부채비율	8.4	9.2	9.1	8.9	8.7
금융비용부담률	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.2	248.4	244.0	232.4	597.4
매출채권회전율(x)	2.5	3.2	3.2	3.3	3.7
재고자산회전율(x)	2.1	2.1	2.0	2.0	2.2

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

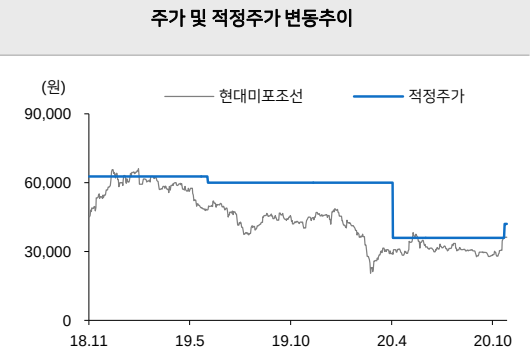
투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

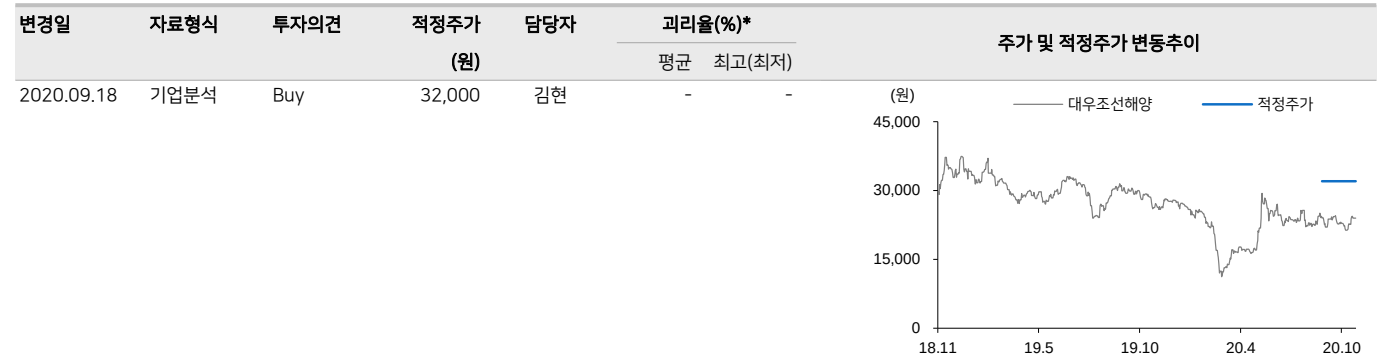
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2018.06.11	산업분석	Buy	62,667	김현	-15.4	5.5
2019.06.03	산업분석	Buy	60,000	김현	-30.6	-13.3
2020.04.28	산업분석	Buy	36,000	김현	-13.1	6.4
2020.11.13	산업분석	Buy	42,000	김현	-	-



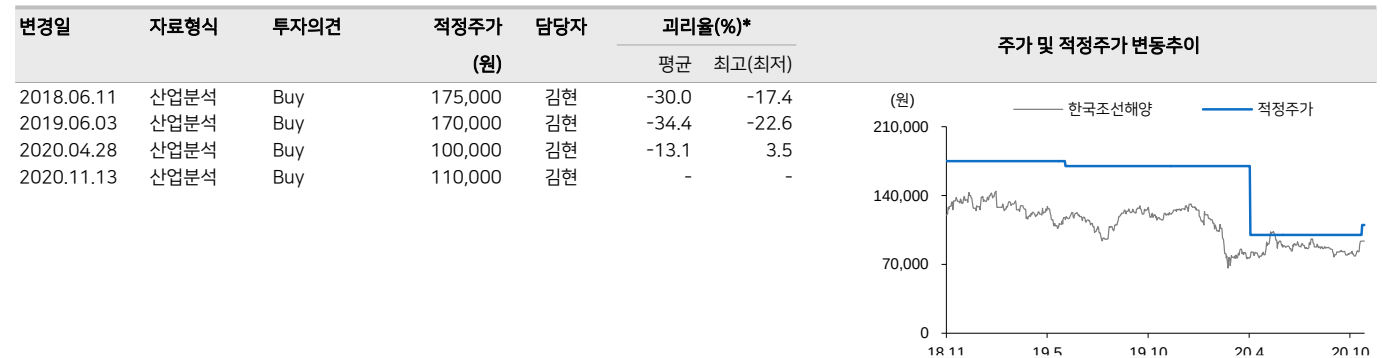
대우조선해양 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



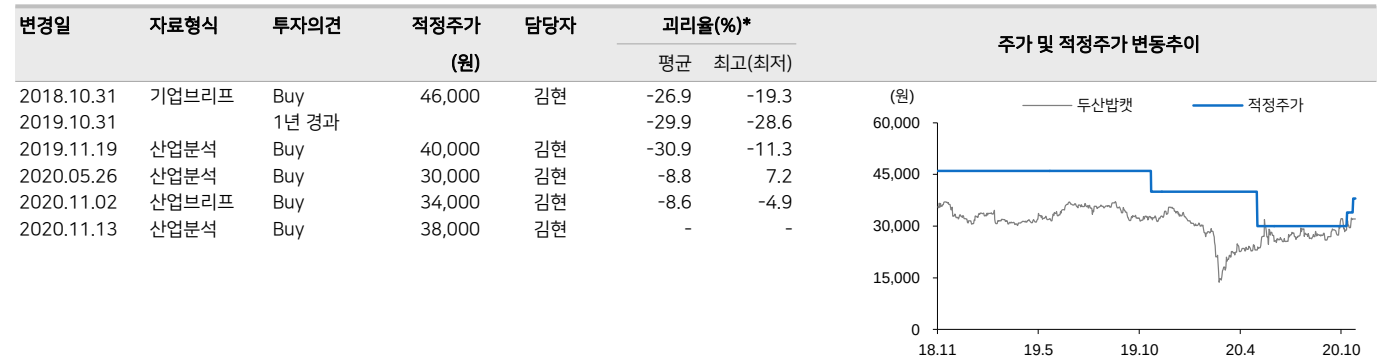
삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



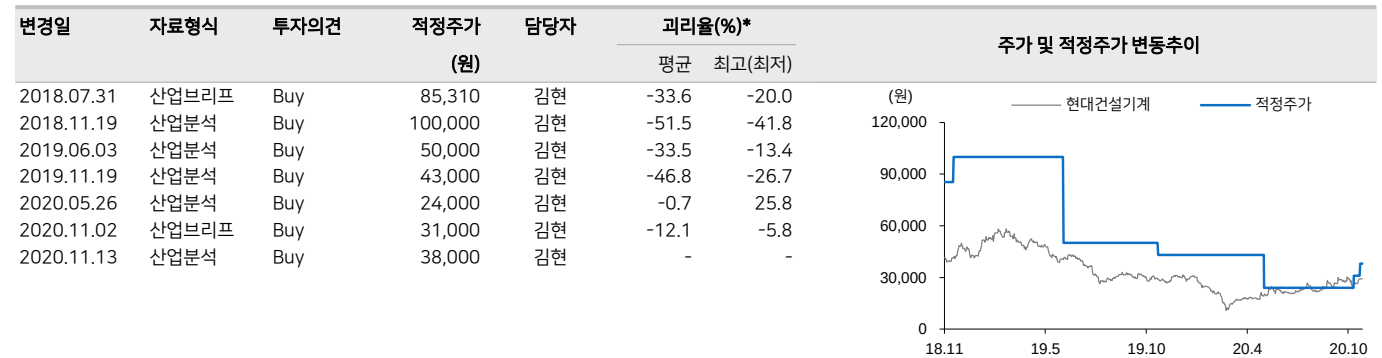
두산밥캣 (241560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



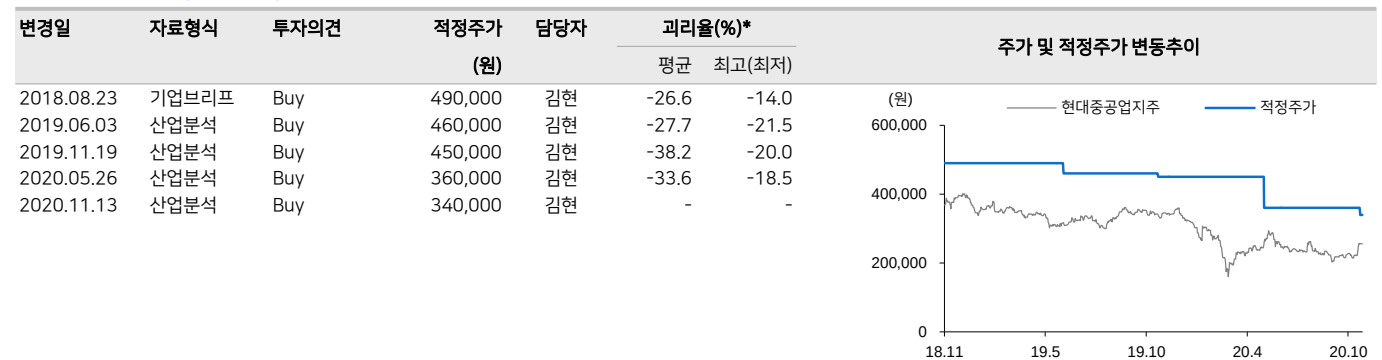
현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



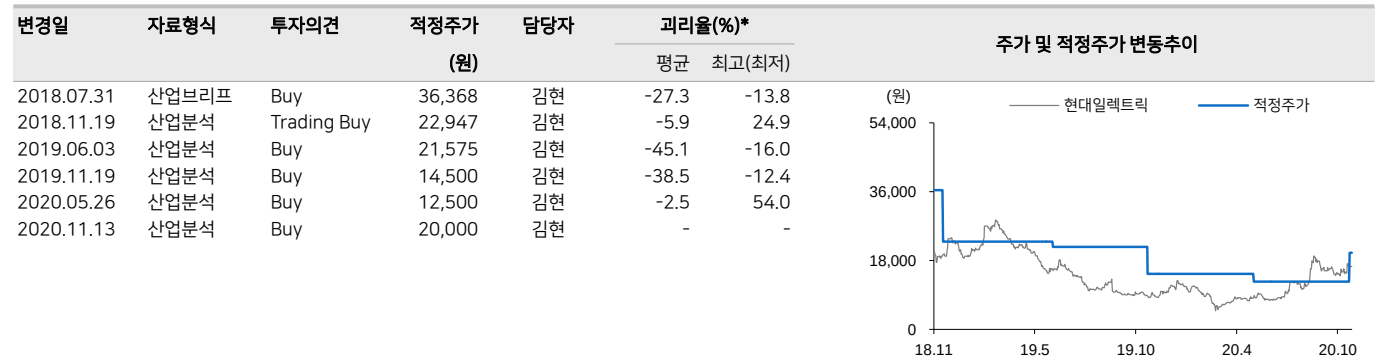
현대중공업지주 (267250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



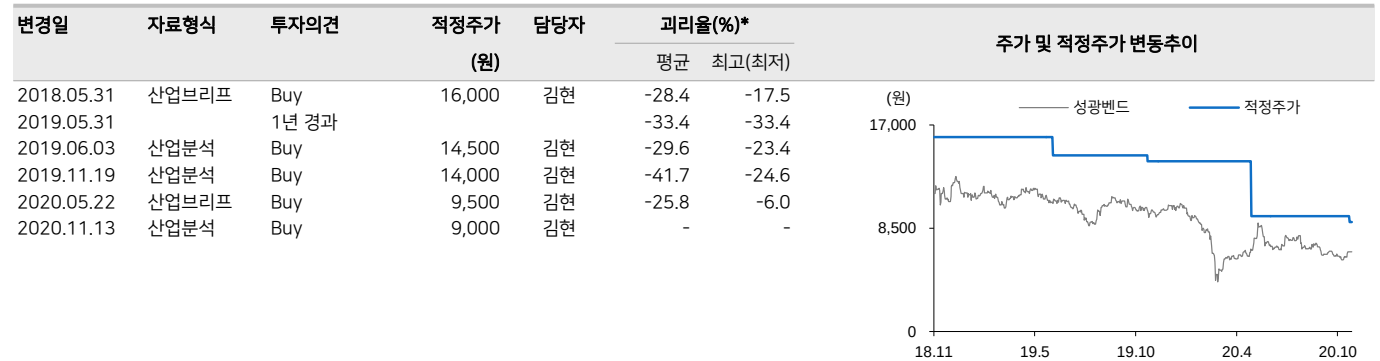
현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



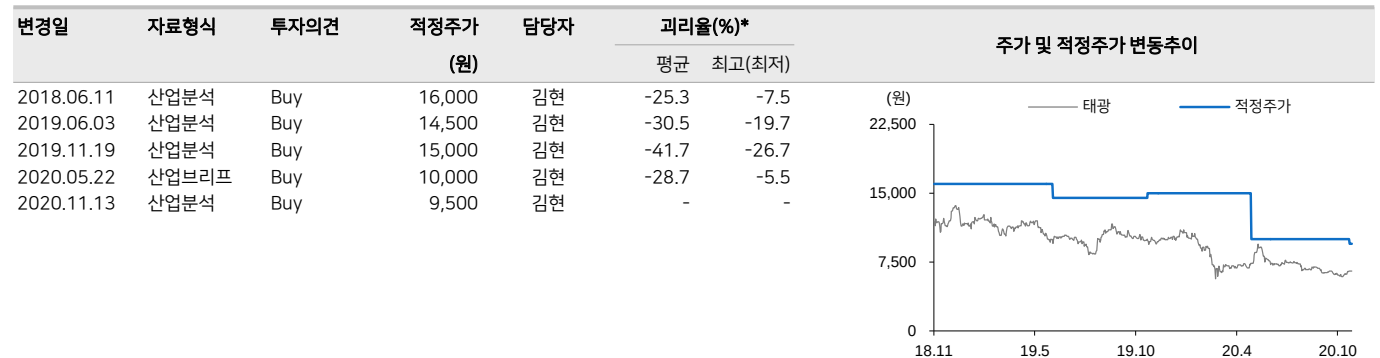
성광벤드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



하이록코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.31	산업브리프	Trading Buy	31,000	김현	-21.7	-1.3	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	27,500	김현	-33.2	-25.6	
2019.06.03	산업분석	Buy	23,500	김현	-32.2	-15.5	
2020.05.22	산업브리프	Buy	18,000	김현	-28.7	1.7	
2020.11.13	산업분석	Buy	15,500	김현	-	-	