2022년 전망 시리즈 18

조선/기계

효율성의 역습

meritz 메리츠증권

2022년 전망 시리즈 18

조선/기계
(Neutral/Overweight)

효율성의 역습

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
현대중공업(329180)	Buy	130,000원
현대일렉트릭(267260)	Buy	31,000원
태광(023160)	Buy	17,000원
하이록코리아(013030)	Buy	26,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
현대미포조선(010620)	Hold	85,000원
삼성중공업(010140)	Hold	5,700원
대우조선해양(042660)	Hold	30,000원
한국조선해양(009540)	Hold	120,000원
성광벤드(014620)	Buy	13,000원
두산밥캣(241560)	Buy	51,000원
현대로템(064350)	Hold	22,000원

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

Contents

산업분석

Part I	**2021년 Super Cycle 논란** 본격 Cycle 도래는 2025년, 변곡점은 2Q22	09
Part II	**효율성 중심 투자 – COVID-19로 맞은 역습** Much Bigger and Faster?	41
Part III	**효율성의 역습 – 과거 비효율성으로 회귀** More Flexible, 성장 일변도 탈피는 불가피	67
Part IV	**현재의 비효율성이 새로운 효율성으로** 점조직 투자, 중형선박의 투자 확대	99

기업분석

조선	**현대중공업 (329180)** 엔진이 끌고, 조선이 돌고	120
	현대미포조선 (010620) 탱커시황이 돈다면, 거칠 것이 없다	123
	삼성중공업 (010140) 현금흐름과 재무구조는 개선, 남은건 실적	126
	대우조선해양 (042660) 인수·합병의 불확실성을 넘어야	129
	한국조선해양 (009540) PBR로는 가장 싸지만…	132
기계	**현대일렉트릭 (267260)** 2022년의 대표주로 부각된다	135
	태광(023160) OPM 10%를 향한 순항, PBR 1.0배는 당연	138
	하이록코리아(013030) 독점적 시장 지위를 재확인한 실적	141
	성광벤드 (014620) 4분기를 지켜봅시다	144
	두산밥캣 (241560) '다름'의 미학은 결국 실적	147
	현대로템 (064350) 좋아지는 것은 맞지만, 너무 더디다	150

Summary

효율성의 역습

Neutral/Overweight

Super Cycle 논란 I
본격 Cycle 도래는 2025년, 변곡점은 2Q22 예상

- 급격한 운임 변동과 이를 반영한 주가 변동 – 4대 선종의 동반 회복과 발주 재개를 기대하기엔 아직은 무리, 변수는 탱커
- NEXT Super-Cycle의 트리거는 결국 연료변화 – 2022~24년은 기존 연료와 대체 연료에 대한 탐색과정 전개가 유력
- 1) 기존 유황유 + 탄소포집, 2) LNG/LPG-DF, 3) 수소연료(암모니아-NH3), 4) 대체연료(메탄올-CH3OH)의 혼재 양상
- 단기 변곡점은 2Q22 전망 – 1) 강재가격 방향성, 2) 탱커 회복 여부, 3) 컨테이너 운임 Peak-out 여부, 4) 선가인상 가속화

효율성 중심 투자 – COVID-19로 맞은 역습 II
'Much Bigger and Faster" → 세계화엔 최적화

- 2002~08년 China Effect + BRICs 출현 → 제조업 분업화+세계화+무역 다원화 → Much Bigger and Faster 투자 집중
- 벌크선/컨테이너선/Gas선의 대형화(Vale-max, 24,000TEU, Q-Flex) 투자 확대, 이후 시황 부침으로 평균속도 하향 추세
- COVID-19 이후 운송수요 급증 Vs. 정체된 인프라 투자 → 중국, 미국 서부/동부 항만의 정체 현상 심화 → 운임 급등
- 가스 운송 인프라 투자 지연, 초대형 발전소 건설과 송배전 → 가스수급 불안정, 발전 집중화에 따른 전력수급 어려움↑

효율성의 역습 – 과거 비효율성으로 회귀 III
"More Flexible" → 인프라+규제강화 대응 필요

- 규모의 경제를 추구한 선박의 대형화 Vs. 수입국들의 항만 투자 부족 → 구조적 정체 심화 → 항만+물류관련 투자가 필수
- COP26과 MEPC76 이후 환경에 대한 투자는 인프라 투자와 병행되어야 → More Flexible, 선형+연료+발전원의 다양성
- 2022년 선박 투자는 대형화 일변도가 아닌 중소형 선박의 교체수요 확대, 대체연료에 대한 Frontier 발주 확대 예상

현재의 비효율성이 새로운 효율성으로 IV
탈집중화+탈세계화 → 속도보다는 유연성

- COVID-19로 드러난 공급망 취약성은 '탈집중화', '탈세계화'를 가속화, 공급 효율성은 SCM 다변화와 자동화 투자를 촉발
- 속도/크기에 대한 투자 집중에서 공급망 유연성+효율성 투자 확대는 필연, 원자력+신재생 이슈도 발전원의 탈집중화 일환
- 조선 Best Scenario) 선가인상 지속 + 항만 투자확대 + 2Q 탱커운임 회복 + 폐선증가와 원가 안정 + 실적 턴어라운드
- 기계 Best Scenario) 산유국 재정투자 재개+COP26 이후 주요국의 다양한 발전원 투자+제조업 CAPEX/Re-stocking↑

시나리오별 2022년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	**1. Macro/규제 변수**	▪ COP26와 발전 Mix의 변화 ▪ EEXI/CII 및 추가 환경규제 ▪ 현대-대우 기업결합 심사	▪ COP26 합의의 실질적 파급효과 미미 ▪ EEXI/CII 미충족 선박의 강제 규정 미적용 ▪ EU의 불허 확정	▪ 점진적 온실가스 감축 기조 유지 ▪ 22년 11월 MEPC76 합의내용 본격 발효 ▪ 21년말~22년 상반기 EU/대한민국 승인	▪ 석탄 감축 가속 + 가스/신재생 비중 확대 ▪ 22년 11월 MEPC77에서 추가규제 채택 ▪ 21년 승인 완료 / 22년 상반기 Deal 완료
	2. 원자재/에너지/운임	▪ 중국의 철강 감산 기조 ▪ 석탄/천연가스/원유가격 ▪ 미국 Infra / EU Taxonomy ▪ 산유국들의 CAPEX 확대 ▪ COP26 후속 조치 가시화 ▪ 탱커/컨테이너 운임, 항만정체	▪ 중국·호주 분쟁 봉합, 원자재 톤마일 하향 안정화, 중국 감산 지속+건설경기 둔화 ▪ WTI 70달러 하락, 석탄/가스가격 급락 ▪ 2Q 이후로 지연, 축소 / EU 신재생 집중 ▪ 2018~21년 수준 낮은 재정 집행률 유지 ▪ 구속력 없는 합의, 2018~21년 수준 유지 ▪ BEP 이하의 탱커운임 지속 / 1Q Peak-out / 1Q 이후 항만정체 현상 완화	▪ 중국·호주 분쟁 지속, 원자재 톤마일 증가 유지, 1Q 이후 감산 기조 완화 ▪ WTI 80달러대 유지, 석탄/가스가격 안정 ▪ 4Q 현안대로 통과 / EU 원자력 포함 ▪ 전력/플랜트/도시화 등 지연된 투자 재개 ▪ COP26, 점진적 온실가스 감축 ▪ 2Q22 BEP 수준의 탱커운임 반등 /2Q부터 하향 안정 / 항만정체 하반기부터 완화	▪ 중국·호주 분쟁 심화, 원자재 톤마일 급증, 철강감산 기조 철회, 세계 건설경기 개선 ▪ WTI 90달러대 상승, 석탄/가스가격 상승 ▪ CEPP 포함 확대 / 원자력+신재생 병행 ▪ 고유가 기반의 대규모 재정투자 집행 ▪ 천연가스 / 송배전 투자↑ / 탈탄소 투자 ▪ 2Q BEP 상회하는 탱커운임 급등 / 컨테이너선 운임 강세 지속 / 항만정체 지속
	3. 시장 변수	▪ 금리, 환율, ESG Funding ▪ 제조업 CAPEX 확대 여부 ▪ Oil→Gas→H2로의 전이	▪ 제한적인 금리인상, 원화강세 ▪ 유지/보수 이외의 신규 투자 위축 ▪ Gas 개발 프로젝트 지연, 脫화석연료로의 급진적인 이동에 따른 변동성 심화	▪ 예상 수준 테이퍼링, ESG 투자기조 확대 ▪ 제조업 전반 CAPEX 증가, 물류수요 개선 ▪ Oil→Gas의 이동 지속, H2 시장으로의 가교 연료로 LNG의 경제성 부각	▪ 미국/EU 금리인상 가속, ESG 강조 확대 ▪ 신규투자 확대, 컨테이너 호조 지속 ▪ 신규 Gas 개발 프로젝트 확대, LNG와 암모니아의 가교역할 수행 가능성 증대
산업 투자 전략			▪ **조선(Underweight) / 기계(Neutral)** ▪ 원자재가격 하락에 따른 Cost-push 약화 ▪ 조선-합병무산, 카타르發 LNG Package 발주 축소, 탱커운임 반등 실패, 폐선 정체 ▪ 기계-중동의 투자 위축 지속, 새로운 투자원 미발현에 따른 보수적 투자에 주목	▪ **조선(Neutral) / 기계(Overweight)** ▪ 운임 반등 + CAPEX Cycle 기대감 유효 ▪ 조선 – 하반기 수익개선 기대 + 탱커 시황 회복 + 대체연료 탐색의 수혜주 투자 ▪ 기계-인프라 확대와 제조업 CAPEX 지속 기대감, 중동+전력관련 수혜주 투자	▪ **조선/기계(Overweight)** ▪ 투자 회복(Q) 속 판가 인상(P) 기대감 ↑ ▪ 조선-Cost-Push 성공 + 탱커 시황 개선 수혜 + 빠른 턴어라운드 수혜주 부각 ▪ 기계-미국·중동 투자 집행 + Pure Player의 레버리지 효과에 집중
Top-Picks			▪ 현대미포조선, 현대일렉트릭	▪ 현대중공업, 현대일렉트릭, 태광	▪ 현대미포조선, 현대일렉트릭, 태광, 하이록코리아, HSD엔진

기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대중공업(329180)	Buy	130,000원
현대미포조선(010620)	Hold	85,000원
삼성중공업(010140)	Hold	5,700원
대우조선해양(042660)	Hold	30,000원
한국조선해양(009540)	Hold	120,000원
현대일렉트릭(267260)	Buy	31,000원
태광(023160)	Buy	17,000원
하이록코리아(013030)	Buy	26,000원
성광벤드(014620)	Buy	13,000원
두산밥캣(241560)	Buy	51,000원
현대로템(064350)	Hold	22,000원

현대중공업(329180) 엔진이 끌고, 조선이 돌고

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

Buy

적정주가(12개월)	130,000원
현재주가(11.18)	106,000원
상승여력	22.6%
KOSPI	2,997.21pt
시가총액	98,982억원
발행주식수	8,877만주
유동주식비율	16.34%
외국인비중	1.68%
52주 최고/최저가	118,500원/97,000원
평균거래대금	1,144.8억원
주요주주(%)	
한국조선해양	79.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	0.0	0.0
상대주가	6.5	0.0	0.0

주가그래프

2022년 조선업종의 주도주 – 엔진이 실적을 이끌고, 조선은 선가 협상을 주도하고

- 2022~23년 조선·해양·엔진 합산 수주액은 평균 162억달러 추정, 향후 연매출액 12조원 체제로 회복 예상
- 강재가격 인상분을 선반영한 충당금의 환입 가능성을 배제해도 2022년 1,380억원의 영업흑자 전망
- 3Q21에 입증된 엔진부문의 이익창출능력은 2022년 부각, 2021년 해양 수주분 매출인식은 2Q22 본격화

메탄올·암모니아·가스연료추진선 등 Top-Tier 발주처들의 대체연료 채택 파트너로 부각 예상

- 생산량 기준 대형·중형엔진 부문 1위 기업으로 Maersk로부터 세계 최초 15,000TEU급 메탄올추진선 기수주
- 전선형·선종 건조가 가능한 Product Mix의 유연성을 보유한 조선부문, 조선+엔진 시너지 효과 본격화 예상
- 엔진사업부문 2022~23년 평균 수주액 2.6조원 예상, 전체 매출액 비중에서 20%로 증가 기대

투자의견 Buy 유지, 적정주가 130,000원으로 +18.2% 상향

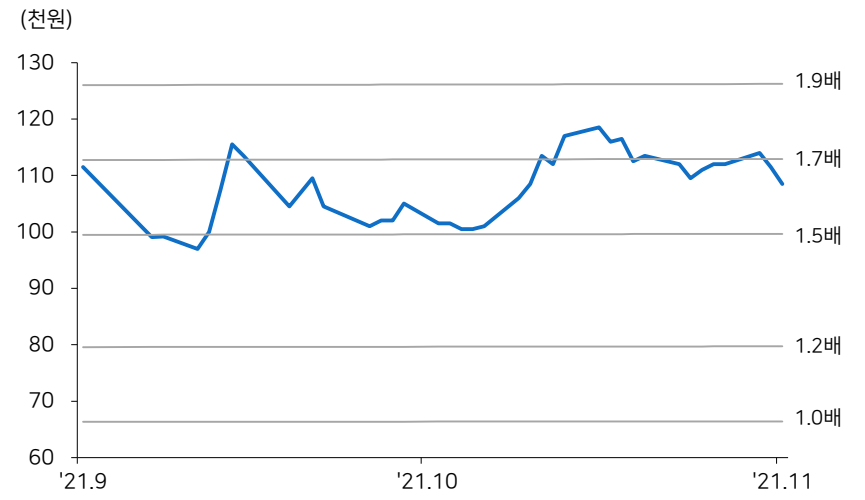
- 2022년 조선업종 Top Pick 제시 – 2022년 하반기 강재가격 인하 예상되나, 충당금 환입을 미반영한 기준
- 조선·해양사업부문 영업가치 8조원, 엔진사업가치 4.5조원, 순차입금 1.1조원을 반영한 기업가치 11.4조원
- 본격적인 실적 턴어라운드는 4Q22 예상, 3Q21 기준 현금성자산 3.0조원을 보유한 튼튼한 재무구조

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,456.7	129.5	-89.0	-2,164		79,450	0.0	0.0	8.8	-1.6	146.7
2020	8,312.0	32.5	-431.5	-6,096	181.7	75,746	0.0	0.0	9.6	-7.9	157.4
2021E	7,924.4	-317.1	-307.3	-4,025	-34.0	69,452	-27.7	1.6	-128.7	-5.3	143.8
2022E	9,969.6	138.0	19.0	214	-105.3	70,037	522.0	1.6	30.6	0.3	151.7
2023E	11,958.3	338.7	158.8	1,789	737.4	72,208	62.3	1.5	19.6	2.5	157.9

현대중공업

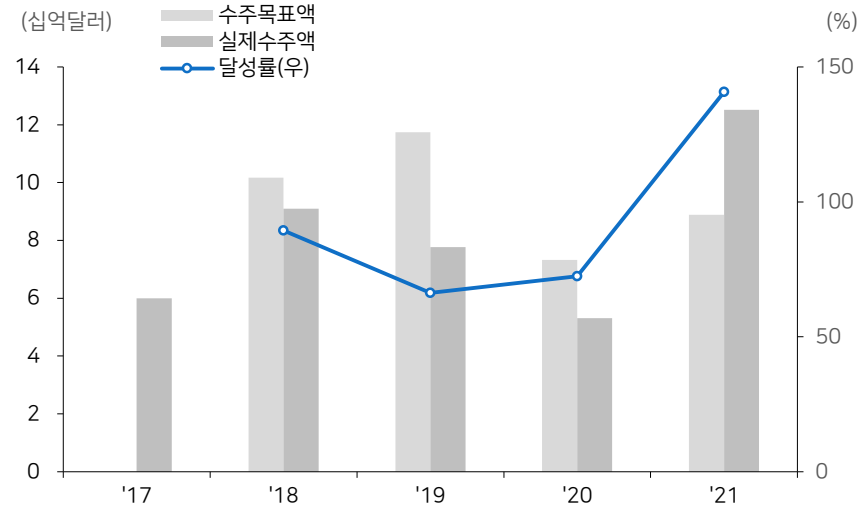
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		N/A	2,211.7	1,925.4	1,994.5	1,988.2	1,946.7	1,900.5	2,089.0	2,089.7	2,308.6	2,400.9	3,170.4	6,131.6	7,924.4	9,969.6
영업이익		N/A	65.3	5.0	-69.0	28.4	-422.7	74.7	2.5	4.1	15.9	32.2	85.8	1.3	-317.1	138.0
세전이익		N/A	7.4	-62.9	-494.7	10.0	-469.8	54.9	-16.1	-31.8	-11.3	2.1	64.8	-550.2	-420.9	23.7
당기순이익		N/A	0.1	-73.9	-363.9	6.0	-351.5	51.4	-13.1	-25.5	-9.0	1.7	51.8	-437.6	-307.2	19.0
지배주주순이익		N/A	0.1	-73.9	-363.9	6.0	-351.5	51.4	-13.1	-25.5	-9.0	1.7	51.8	-437.6	-307.2	19.0
매출액 증가율	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	51.8	-1.3	4.7	5.1	18.6	26.3	51.8	12.4	29.2	25.8
	QoQ	N/A	N/A	-12.9	3.6	-0.3	18.0	-2.4	9.9	0.0	10.5	4.0	32.0			
영업이익 증가율	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	70.8	1,404.6	흑전	-85.4	흑전	-56.9	3,326.3	-99.0	적전	흑전
	QoQ	N/A	N/A	-92.4	적전	흑전	22.0	흑전	-96.7	65.3	284.1	102.6	166.4			
영업이익률		N/A	3.0	0.3	-3.5	1.4	3.8	3.9	0.1	0.2	0.7	1.3	2.7	0.0	-4.0	1.4
순이익률		N/A	0.0	-3.8	-18.2	0.3	2.1	2.7	-0.6	-1.2	-0.4	0.1	1.6	-7.1	-3.9	0.2

현대중공업 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 수주목표와 달성률 추이



주: 2021년 3분기말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**5,456.7**	**8,312.0**	**7,924.4**	**9,969.6**	**11,958.3**
매출액증가율(%)		52.3	-4.7	25.8	19.9
매출원가	5,040.2	7,837.9	7,820.5	9,302.0	10,984.2
매출총이익	416.4	474.1	103.9	667.7	974.1
판매비와관리비	287.0	441.6	421.0	529.7	635.4
영업이익	**129.5**	**32.5**	**-317.1**	**138.0**	**338.7**
영업이익률(%)	2.4	0.4	-4.0	1.4	2.8
금융손익	31.1	-18.4	-99.2	-95.0	-82.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-264.0	-554.2	-4.6	-19.3	-48.8
세전계속사업이익	-103.5	-540.1	-420.9	23.7	207.6
법인세비용	-14.6	-108.7	-113.6	4.7	48.8
당기순이익	**-89.0**	**-431.5**	**-307.3**	**19.0**	**158.8**
지배주주지분 순이익	-89.0	-431.5	-307.3	19.0	158.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,085.2	6,999.4	8,117.7	8,623.8	9,495.5
현금및현금성자산	993.6	1,314.8	2,729.7	2,401.5	2,528.5
매출채권	1,161.8	754.2	761.8	879.7	985.0
재고자산	816.5	779.0	786.8	908.6	1,017.4
비유동자산	6,784.3	6,800.3	6,911.6	7,023.6	7,037.3
유형자산	6,097.5	6,020.3	6,037.3	6,065.9	6,095.3
무형자산	58.2	65.0	65.8	67.0	68.6
투자자산	105.7	79.7	78.8	96.7	114.1
자산총계	**13,869.5**	**13,799.7**	**15,029.3**	**15,647.3**	**16,532.8**
유동부채	5,914.3	5,976.9	5,990.9	6,685.6	7,311.1
매입채무	1,040.2	947.1	1,136.5	1,312.5	1,469.6
단기차입금	1,720.5	761.8	611.8	561.8	511.8
유동성장기부채	300.0	1,745.5	1,215.5	1,315.5	1,415.5
비유동부채	2,332.3	2,462.0	2,872.9	2,744.3	2,811.6
사채	371.8	252.2	578.2	320.2	260.2
장기차입금	1,510.2	1,787.2	1,887.2	1,937.2	1,987.2
부채총계	**8,246.6**	**8,438.9**	**8,863.8**	**9,429.9**	**10,122.6**
자본금	353.9	353.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	4,639.9	5,629.9	5,629.9	5,629.9
기타포괄이익누계액	735.4	873.5	905.5	938.4	972.3
이익잉여금	-104.9	-505.1	-812.3	-793.4	-634.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**5,622.9**	**5,360.8**	**6,165.5**	**6,217.4**	**6,410.2**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**-585.2**	**-200.0**	**870.8**	**301.2**	**466.6**
당기순이익(손실)	-89.0	-431.5	-307.3	19.0	158.8
유형자산감가상각비	145.2	249.7	228.0	224.0	220.7
무형자산상각비	5.0	2.7	3.1	3.2	3.3
운전자본의 증감	-818.2	-272.0	877.5	-34.5	-24.5
투자활동 현금흐름	**178.2**	**-201.0**	**-291.1**	**-479.3**	**-385.3**
유형자산의 증가(CAPEX)	-159.4	-226.3	-245.0	-252.5	-250.1
투자자산의 감소(증가)	-105.7	26.0	0.9	-17.9	-17.4
재무활동 현금흐름	**204.7**	**730.2**	**852.2**	**-133.6**	**61.8**
차입금증감	4,119.2	658.4	-227.8	-133.6	61.8
자본의증가	4,993.8	0.0	1,080.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-205.3**	**321.2**	**1,414.9**	**-328.2**	**127.0**
기초현금	1,198.9	993.6	1,314.8	2,729.7	2,401.5
기말현금	993.6	1,314.8	2,729.7	2,401.5	2,528.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	132,744	117,446	103,797	112,305	134,707
EPS(지배주주)	-2,164	-6,096	-4,025	214	1,789
CFPS	6,347	2,823	-346	5,111	7,251
EBITDAPS	6,803	4,024	-1,127	4,113	6,339
BPS	79,450	75,746	69,452	70,037	72,208
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	-26.3	496.3	59.2
PCR	0.0	0.0	-306.2	20.7	14.6
PSR	0.0	0.0	1.0	0.9	0.8
PBR	0.0	0.0	1.5	1.5	1.5
EBITDA	279.7	284.8	-86.0	365.1	562.7
EV/EBITDA	8.8	9.6	-123.1	29.2	18.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.6	-7.9	-5.3	0.3	2.5
EBITDA이익률	5.1	3.4	-1.1	3.7	4.7
부채비율	146.7	157.4	143.8	151.7	157.9
금융비용부담률	1.5	1.9	1.8	1.7	1.4
이자보상배율(x)	1.6	0.2	-2.3	0.8	2.0
매출채권회전율(x)	4.7	8.7	10.5	12.1	12.8
재고자산회전율(x)	6.7	10.4	10.1	11.8	12.4

현대미포조선(010620) 탱커시황이 돈다면, 거칠 것이 없다

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

Hold

적정주가(12개월)	85,000원
현재주가 (11월 18일)	72,400원
상승여력	17.4%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	28,918억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.89%
외국인비중	10.63%
52주 최고/최저가	94,100원/39,250원
평균거래대금	254.5억원
주요주주(%)	
한국조선해양 외 4 인	42.86
국민연금공단	9.18

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	9.0	11.2
6개월	-22.9	-17.0
12개월	76.4	52.3

주가그래프

3Q21 매출액 일시적 급감과 일회성손익 혼재 – 4Q21 흑자전환 확인된다면, 2022년 가장 빠른 턴어라운드

- 3Q21 연결 매출액 6,194억원(-2.0% YoY), 영업이익 343억원 기록, 현대베트남조선 조업중단으로 매출 감소
- 3Q21 일회성수익 450억원을 제거하면 BEP 이하의 수익성. 4Q 매출 정상화 확인이 Re-rating의 선결과제
- 4Q21 예상 매출액 8,595억원(+38.8% QoQ)을 시현한다면, 업계에서 가장 빨리 실적 턴어라운드 가능

중형선박 대체연료 채택의 유일무이한 파트너

- 4대 선종 2~5만톤급 중형선박에 LNG/LPG-DF, 메탄올/암모니아추진선을 채택할 때 선택받을 유일한 업체
- 주력선종 PC의 신조선가는 후판가격 인상분이 모두 반영된 수준까지 점진적 상승, 탱커시황 회복만 남아
- 2022년 PC 회복이 시작된다면 반복건조 시리즈 효과 극대화 가능(2006년, 2013년, 2017년 수주의 80%)

투자의견 Hold, 적정주가 85,000원 유지 – 탱커 운임 반등기에 가장 먼저 Buy를 외칠 종목

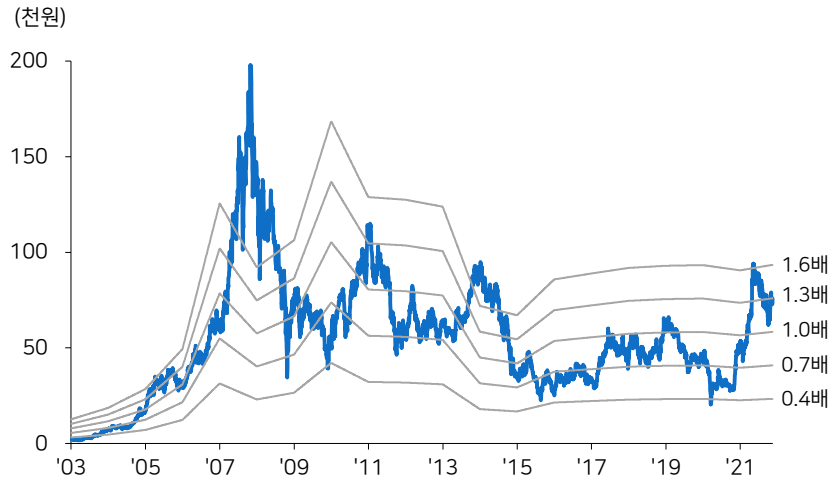
- 순현금의 재무구조 + 수주실적 + 턴어라운드 삼박자를 모두 갖춘 기업임은 자명, 문제는 Valuation
- 현재 시황이 Super Cycle은 아니기에, PBR 1.5배 이상 기업가치를 평가받으려면 차별적 수주능력 입증 필요
- Key는 탱커시황의 회복 여부, 2Q22를 시황의 변곡점으로 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,994.1	92.6	53.3	1,333	-49.3	58,022	34.5	0.8	11.8	2.3	43.6
2020	2,792.0	36.7	-19.5	-488	-120.0	58,248	-98.4	0.8	17.2	-0.8	52.0
2021E	2,886.1	-129.2	-76.5	-1,916	506.0	55,990	-37.8	1.3	-31.9	-3.4	71.0
2022E	3,449.1	128.6	92.7	2,321	-238.6	57,402	31.2	1.3	11.8	4.1	74.0
2023E	3,594.1	180.5	118.4	2,964	27.7	59,437	24.4	1.2	9.0	5.1	71.7

현대미포조선

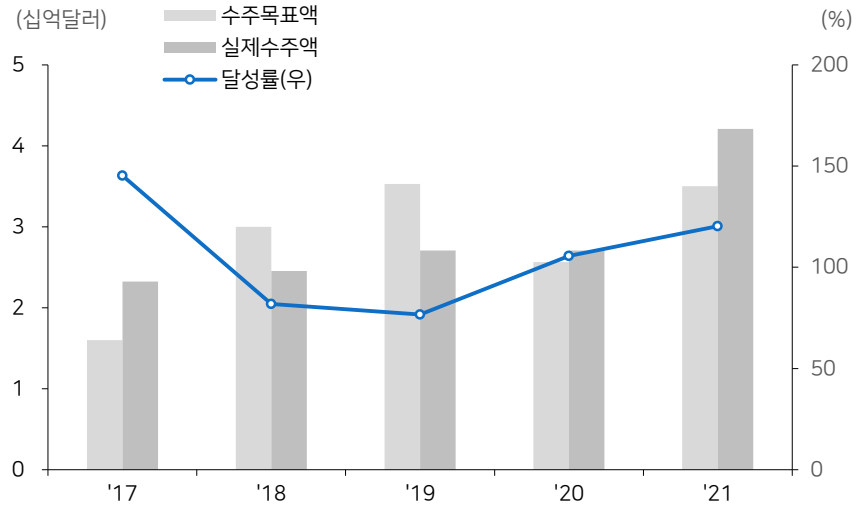
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		777.3	724.2	631.8	658.7	684.7	722.7	**619.4**	859.5	795.5	890.3	829.1	934.3	2,792.0	2,886.1	**3,449.1**
영업이익		33.6	12.1	28.8	-37.9	17.6	-192.1	**34.3**	11.1	15.5	24.2	41.3	47.6	36.7	-129.3	**128.6**
세전이익		53.5	3.3	18.5	-95.4	38.8	-194.5	**49.2**	9.4	17.2	24.5	39.8	53.2	-20.1	-97.2	**134.6**
당기순이익		41.1	3.3	16.0	-72.6	29.9	-147.0	**35.3**	7.4	13.2	18.7	30.4	40.7	-12.3	-74.4	**103.0**
지배주주순이익		41.0	2.6	10.2	-73.3	27.7	-146.4	**38.2**	5.8	11.8	16.8	27.4	36.6			
매출액 증가율	YoY	10.3	-12.9	-13.6	-9.3	-11.9	-0.2	**-2.0**	30.5	16.2	23.2	33.9	8.7	-6.7	3.4	**19.5**
	QoQ	7.0	-6.8	-12.8	4.3	3.9	5.5	**-14.3**	38.8	-7.4	11.9	-6.9	12.7			
영업이익 증가율	YoY	28.6	-62.0	21.7	적전	-47.8	적전	**18.8**	흑전	-11.9	흑전	20.5	330.4	-60.4	적전	**흑전**
	QoQ	210.2	-64.0	138.0	적전	흑전	적전	**흑전**	-67.7	39.8	56.9	70.3	15.3			
영업이익률		4.3	1.7	4.6	-5.8	2.6	-26.6	**5.5**	1.3	1.9	2.7	5.0	5.1	1.3	-4.5	**3.7**
순이익률		5.3	0.5	2.5	-11.0	4.4	-20.3	**5.7**	0.9	1.7	2.1	3.7	4.4	-0.4	-2.6	**3.0**

현대미포조선 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 수주목표와 달성률 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선(010620)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**2,994.1**	**2,792.0**	**2,886.1**	**3,449.1**	**3,594.1**
매출액증가율 (%)	24.6	-6.7	3.4	19.5	4.2
매출원가	2,803.1	2,660.6	2,921.2	3,202.9	3,290.9
매출총이익	191.0	131.4	-35.1	246.3	303.2
판매관리비	98.3	94.7	94.1	117.7	122.6
영업이익	**92.6**	**36.7**	**-129.2**	**128.6**	**180.5**
영업이익률	3.1	1.3	-4.5	3.7	5.0
금융손익	-43.0	2.7	20.2	15.4	16.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	35.9	-59.5	11.8	-9.3	-12.3
세전계속사업이익	85.6	-20.1	-97.1	134.6	184.5
법인세비용	24.4	-7.9	-22.8	31.6	53.0
당기순이익	**61.2**	**-12.3**	**-74.3**	**103.0**	**131.6**
지배주주지분 순이익	53.3	-19.5	-76.5	92.7	118.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,744.8	1,879.2	2,170.4	2,334.8	2,417.0
현금및현금성자산	199.8	532.7	801.0	845.0	892.9
매출채권	71.8	120.7	121.9	131.4	134.2
재고자산	166.3	148.6	150.1	161.8	165.2
비유동자산	1,635.8	1,719.8	1,728.5	1,747.9	1,773.2
유형자산	1,528.6	1,613.7	1,635.7	1,665.0	1,699.6
무형자산	2.7	1.9	1.7	1.6	1.4
투자자산	14.8	20.0	21.6	23.8	24.4
자산총계	**3,380.6**	**3,599.0**	**3,898.9**	**4,082.7**	**4,190.2**
유동부채	1,001.6	1,191.0	1,574.4	1,689.9	1,702.0
매입채무	214.5	188.4	270.9	297.4	303.6
단기차입금	229.8	224.9	184.9	164.9	144.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	25.1	40.5	45.0	46.5	47.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,026.7**	**1,231.6**	**1,619.4**	**1,736.5**	**1,749.5**
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	232.7	282.8	269.2	256.8	251.6
이익잉여금	1,843.6	1,802.6	1,726.0	1,794.8	1,881.3
비지배주주지분	36.5	40.9	43.2	53.5	66.6
자본총계	**2,354.0**	**2,367.5**	**2,279.5**	**2,346.2**	**2,440.7**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-72.4**	**256.0**	**400.5**	**199.3**	**211.9**
당기순이익(손실)	61.2	-12.3	-74.3	103.0	131.6
유형자산상각비	52.7	55.9	58.0	56.7	55.7
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-214.6	168.8	401.8	10.9	-4.4
투자활동 현금흐름	**76.7**	**82.6**	**-105.7**	**-139.5**	**-120.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-82.5	-82.2	-80.0	-86.0	-90.3
투자자산의감소(증가)	6.2	-5.3	-1.6	-2.2	-0.6
재무활동 현금흐름	**-85.2**	**-3.2**	**-26.3**	**-15.6**	**-42.9**
차입금의 증감	-39.0	6.2	-26.3	-15.6	-19.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-80.6	332.9	268.3	44.0	48.0
기초현금	280.5	199.8	532.7	801.0	845.0
기말현금	199.8	532.7	801.0	845.0	892.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	74,961	69,901	72,258	86,353	89,983
EPS(지배주주)	1,333	-488	-1,916	2,321	2,964
CFPS	3,592	2,182	-639	5,250	6,443
EBITDAPS	3,648	2,324	-1,777	4,643	5,918
BPS	58,022	58,248	55,990	57,402	59,437
DPS	350	0	0	600	800
배당수익률(%)	0.8	0.0	0.0	0.8	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	34.5	-98.4	-37.8	31.2	24.4
PCR	12.8	22.0	-113.3	13.8	11.2
PSR	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8
PBR	0.8	0.8	1.3	1.3	1.2
EBITDA	145.7	92.8	-71.0	185.5	236.4
EV/EBITDA	11.8	17.2	-31.9	11.8	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-0.8	-3.4	4.1	5.1
EBITDA 이익률	4.9	3.3	-2.5	5.4	6.6
부채비율	43.6	52.0	71.0	74.0	71.7
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	9.6	5.2	-19.0	20.5	31.0
매출채권회전율(x)	59.2	29.0	23.8	27.2	27.1
재고자산회전율(x)	18.3	17.7	19.3	22.1	22.0

삼성중공업(010140) 현금흐름과 재무구조는 개선, 남은건 실적

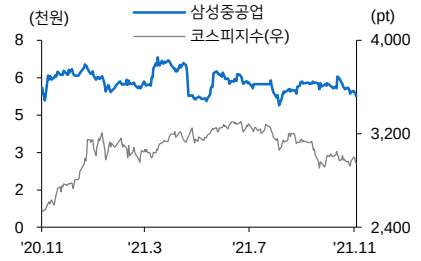
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	5,700원
현재주가 (11월 18일)	5,610원
상승여력	1.6%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	35,343억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	73.70%
외국인비중	12.48%
52주 최고/최저가	7,279원/5,227원
평균거래대금	295.1억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 9 인	20.87

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-7.7	-5.9
6개월	0.3	8.0
12개월	-0.7	-14.2

주가그래프



3Q21 실적은 오히려 깔끔했다

- 연결 매출액 1조 4,854억원(-11.4% YoY), 영업적자 1,102억원(적자지속)으로 표면상으로 부진
- 중국영파법인 철수에 따른 일회성 비용 630억원을 제거하면, 고정비 부담에 따른 경상손실 472억원은 합리적 수준. 강재가격/환율 변동에 따른 일회성 이슈가 없다는 점에서 불확실성 해소

유상증자 성공으로 재무구조는 확실히 개선, 2021년 수주 급증을 통해 현금흐름 악화 우려도 탈피 중

- 상반기 적자 확대로 3Q21 연결 자본총계 2.99조원, 부채총계 9.52조원, 부채비율 318.3%로 재무구조 악화
- 유상증자 1.28조원 성공(11월 19일 상장, 2.5억주 발행, 주당 5,130원)으로 2021년말 부채비율 206.5% 예상
- 10월 누계 75척 112억달러의 선박 신규 수주를 통해 현금흐름 개선, 흑자전환 시기는 2023년 상반기 전망

투자의견 Hold 유지, 유상증자 효과를 반영하여 적정주가는 5,700원으로 상향

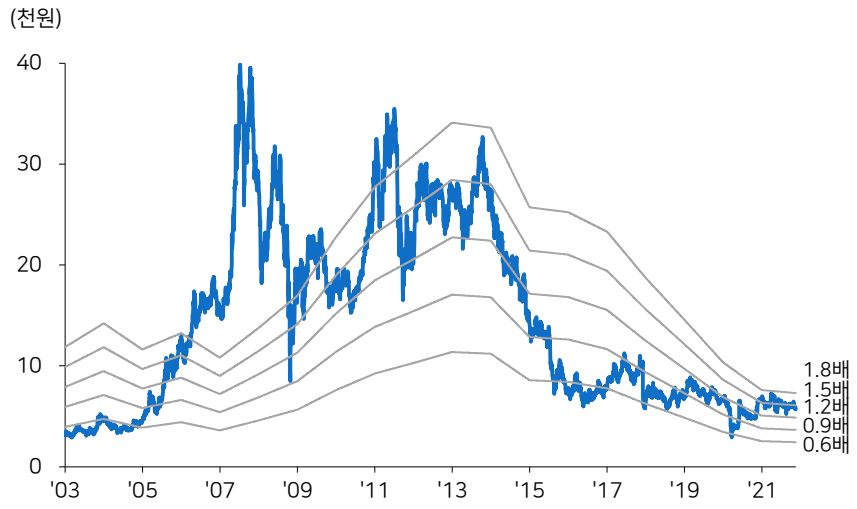
- 투자의견 Hold 유지하나, 유상증자에 따른 자본확충 반영하여 12개월 선행 PBR 1.35배(Peer 대비 10% 할인) 수준인 5,700원으로 적정주가 제시
- 미인도 Drillship 5기 중 1기는 용선계약 체결, 잔여 4기의 시장가격(기당 2.55억달러 추정) 고려 시 추가적인 재고자산 손상 리스크는 없다고 판단, 16분기 연속된 영업적자 탈피가 남은 과제

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	7,349.7	-616.6	-1,310.8	-1,946	200.8	7,787	-3.5	0.9	-27.2	-21.9	159.1
2020	6,860.3	-1,054.1	-1,482.5	-2,201	13.5	5,529	-3.0	1.2	-10.5	-33.1	247.5
2021E	6,551.7	-1,098.1	-1,113.8	-1,583	-28.9	4,388	-3.5	1.3	-7.1	-29.4	206.5
2022E	6,578.7	-131.3	-158.5	-180	-88.6	4,179	-31.1	1.3	48.3	-4.2	209.1
2023E	7,827.5	91.2	24.0	27	-115.1	4,184	206.3	1.3	17.5	0.7	216.0

삼성중공업

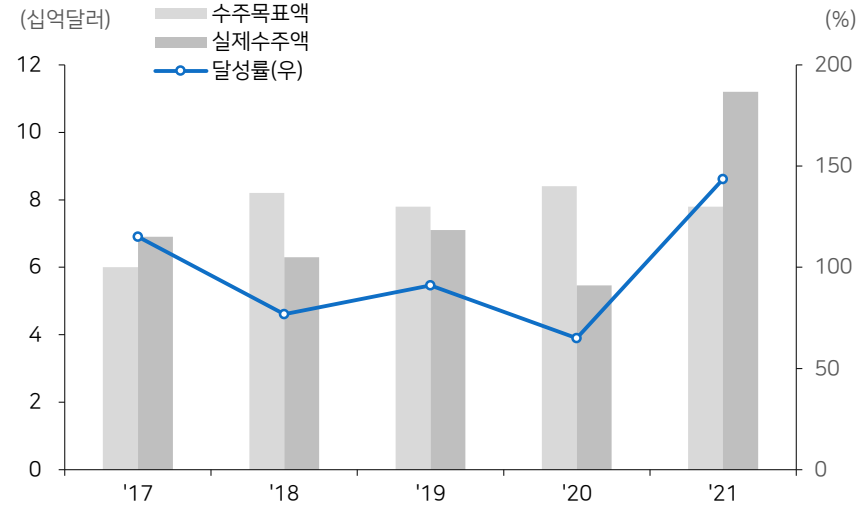
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		1,826.6	1,691.5	1,676.8	1,665.4	1,574.6	1,715.5	**1,485.4**	1,776.2	1,518.9	1,645.9	1,593.9	1,820.0	6,860.3	6,551.7	**6,578.7**
영업이익		-47.8	-707.7	-13.4	-285.1	-506.8	-437.9	**-110.2**	-43.3	-41.2	-51.0	-30.2	-9.0	-1,054.1	-1,098.2	**-131.3**
세전이익		-220.1	-699.7	-11.1	-544.1	-531.2	-443.8	**-130.7**	-13.7	-54.1	-43.1	-51.6	-48.3	-1,475.0	-1,119.5	**-197.1**
당기순이익		-227.0	-704.2	-7.4	-554.1	-535.9	-447.4	**-123.8**	-1.3	-43.3	-34.5	-41.3	-38.7	-1,492.7	-1,108.4	**-157.7**
지배주주순이익		-224.8	-701.0	-5.5	-551.1	-534.2	-445.9	**-122.0**	-9.3	-43.5	-34.7	-41.5	-38.9	-1,482.4	-1,111.4	**-158.5**
매출액 증가율	YoY	25.3	-4.5	-14.7	-22.8	-13.8	25.8	**-11.4**	6.7	-3.5	-4.1	7.3	2.5	-6.7	-4.5	**0.4**
	QoQ	-15.3	-7.4	-0.9	-0.7	-5.4	20.2	**-13.4**	19.6	-14.5	8.4	-3.2	14.2			
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	**적지**	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	**적지**
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	120.3	**적지**	적지	적지	적지	적지	적지			
영업이익률		-2.6	-41.8	-0.8	-17.1	-32.2	1.6	**-7.4**	-2.4	-2.7	-3.1	-1.9	-0.5	-15.4	-16.8	**-2.0**
순이익률		-12.4	-41.6	-0.4	-33.3	-34.0	4.8	**-8.3**	-0.1	-2.8	-2.1	-2.6	-2.1	-21.8	-16.9	**-2.4**

삼성중공업 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 수주목표와 달성률 추이



주: 2021년 10월말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업(010140)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**7,349.7**	**6,860.3**	**6,551.7**	**6,578.7**	**7,827.5**
매출액증가율 (%)	39.6	-6.7	-4.5	0.4	19.0
매출원가	7,288.4	7,325.9	7,204.3	6,249.5	7,188.3
매출총이익	61.3	-465.5	-652.6	329.2	639.2
판매관리비	677.9	588.6	445.5	460.5	547.9
영업이익	**-616.6**	**-1,054.1**	**-1,098.1**	**-131.3**	**91.2**
영업이익률	-8.4	-15.4	-16.8	-2.0	1.2
금융손익	-137.1	-233.1	-215.4	-203.2	-203.3
종속/관계기업손익	0.0	-2.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-385.6	-185.3	194.1	137.4	142.6
세전계속사업이익	-1,139.3	-1,475.0	-1,119.5	-197.2	30.6
법인세비용	176.1	17.7	-11.2	-39.4	6.7
당기순이익	**-1,315.4**	**-1,492.7**	**-1,108.3**	**-157.7**	**23.9**
지배주주지분 순이익	-1,310.8	-1,482.5	-1,113.8	-158.5	24.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,929.5	6,698.0	5,832.5	5,590.7	6,009.8
현금및현금성자산	384.3	987.2	1,365.1	1,333.9	1,149.0
매출채권	201.0	259.3	202.3	202.5	240.9
재고자산	2,339.6	1,820.6	1,420.1	1,207.1	1,243.3
비유동자산	6,670.6	6,224.2	6,000.8	5,779.6	5,626.5
유형자산	5,727.3	5,505.4	5,323.0	5,129.5	4,960.7
무형자산	46.2	27.8	13.9	6.9	3.5
투자자산	285.6	142.6	138.0	138.4	157.3
자산총계	**13,600.1**	**12,922.2**	**11,833.3**	**11,370.3**	**11,636.2**
유동부채	7,089.1	7,533.9	6,541.4	6,398.0	6,782.0
매입채무	651.2	417.6	398.8	400.4	476.5
단기차입금	1,592.3	1,814.8	1,274.8	1,174.8	1,074.8
유동성장기부채	1,413.6	1,574.3	1,374.3	1,324.3	1,274.3
비유동부채	1,262.1	1,670.1	1,430.7	1,293.9	1,171.9
사채	269.7	208.7	178.7	148.7	118.7
장기차입금	431.8	1,098.8	898.8	798.8	698.8
부채총계	**8,351.2**	**9,203.9**	**7,972.1**	**7,691.9**	**7,954.0**
자본금	3,150.6	3,150.6	3,400.6	3,400.6	3,400.6
자본잉여금	1,796.8	1,788.6	2,821.1	2,821.1	2,821.1
기타포괄이익누계액	-234.1	-274.7	-306.0	-331.0	-351.1
이익잉여금	1,502.2	30.1	-1,083.8	-1,242.3	-1,218.3
비지배주주지분	3.7	-6.0	-0.4	0.3	0.2
자본총계	**5,248.9**	**3,718.2**	**3,861.2**	**3,678.4**	**3,682.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-681.2**	**-243.9**	**-141.2**	**169.1**	**87.4**
당기순이익(손실)	-1,315.4	-1,492.7	-1,108.3	-157.7	23.9
유형자산상각비	297.5	259.3	247.4	242.5	223.6
무형자산상각비	19.4	23.2	13.9	7.0	3.5
운전자본의 증감	-462.0	-62.0	855.0	216.9	-30.2
투자활동 현금흐름	**-117.7**	**-166.8**	**260.9**	**85.8**	**-82.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-77.2	-97.9	-65.0	-49.0	-54.8
투자자산의감소(증가)	-95.8	140.4	4.7	-0.4	-18.9
재무활동 현금흐름	**365.7**	**1,011.4**	**258.2**	**-286.1**	**-189.8**
차입금의 증감	1,614.2	660.5	-1,024.3	-286.1	-189.8
자본의 증가	-0.2	-8.3	1,282.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-561.7	602.9	377.9	-31.2	-184.9
기초현금	946.0	384.3	987.2	1,365.1	1,333.9
기말현금	384.3	987.2	1,365.1	1,333.9	1,149.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	10,912	10,186	9,311	7,476	8,895
EPS(지배주주)	-1,946	-2,201	-1,583	-180	27
CFPS	-416	-89	-1,224	43	275
EBITDAPS	-445	-1,146	-1,189	134	362
BPS	7,787	5,529	4,388	4,179	4,184
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.5	-3.0	-3.5	-31.1	206.3
PCR	-16.4	-74.0	-4.6	131.4	20.4
PSR	0.6	0.6	0.6	0.8	0.6
PBR	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3
EBITDA	-299.6	-771.7	-836.8	118.1	318.3
EV/EBITDA	-27.2	-10.5	-7.1	48.3	17.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-21.9	-33.1	-29.4	-4.2	0.7
EBITDA 이익률	-4.1	-11.2	-12.8	1.8	4.1
부채비율	159.1	247.5	206.5	209.1	216.0
금융비용부담률	1.7	2.4	2.4	2.1	1.7
이자보상배율(x)	-5.0	-6.4	-6.9	-1.0	0.7
매출채권회전율(x)	20.7	29.8	28.4	32.5	35.3
재고자산회전율(x)	3.8	3.3	4.0	5.0	6.4

대우조선해양(042660) 인수·합병의 불확실성을 넘어야

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

Hold

적정주가(12개월)	30,000원
현재주가 (11월 18일)	26,100원
상승여력	14.9%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	28,003억원
발행주식수	10,729만주
유동주식비율	31.87%
외국인비중	5.81%
52주 최고/최저가	40,300원/23,150원
평균거래대금	116.5억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 3 인	56.10
하나은행(구,외환은행)	8.40

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	8.3	10.5
6개월	-28.7	-23.2
12개월	0.6	-13.1

주가그래프

3Q21 매출액 부진 Vs. 영업적자 대폭 감소, 2021년 매출액 전망치 하향 불가피

- 연결 매출액 9,597억원(-33.4% YoY), 영업적자 190억원(적자전환)으로 예상보다 부진했던 매출 실적
- 환율상승과 잔고 증가에도 매출이 예상치를 하회한 이유는 2020년 4분기 이전까지의 수주 부진 장기화가 원인. 2분기 영업적자 1조 74억원의 원인이던 일회성 요인(약 9,500억원)이 없었다는 점은 긍정적
- 해양 매출액 급감을 감안, 2021년 매출액 4.39조원(-37.6% YoY), 2022년 매출액 5.31조원(+21.1% YoY) 하향

현대중공업그룹과의 인수·합병 불확실성이 걸림돌, EU 승인 지연이 지속된다면 무산가능성도 열어놔야

- 보수적 회계처리를 감안해도 3Q21 자본총계 2.58조원, 부채 7.66조원, 부채비율 297.3%로 재무구조 악화
- 2022년 소요 운전자본과 차입금 상환을 감안하면, 인수·합병과정의 불확실성 제거가 시급한 과제. EU의 기업결합심사 승인 지연이 지속될 수록 재무구조 악화 우려는 부각될 개연성 존재

투자의견 Hold, 적정주가 30,000원 유지 – 2023년 이전까지 의미있는 실적 모멘텀 부재

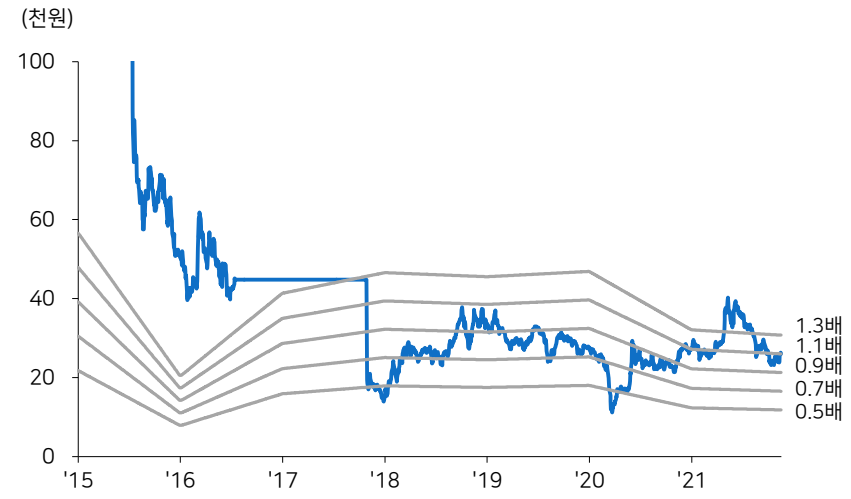
- 투자의견 Hold, 적정주가 30,000원 유지. 적정주가는 12개월 선행 PBR 1.35배(Peer 대비 10% 할인) 수준
- 미인도 Drillship 5기의 재매각 지연은 리스크(Northern Drilling 취소 이슈 등), 경쟁사 대비 더딘 수주 회복으로 인해 2022년까지 의미 있는 매출 증가와 이익 개선 기대는 어려움

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	8,358.7	292.8	-46.5	-434	-114.5	35,025	-64.2	0.8	7.9	-1.2	200.3
2020	7,030.2	153.4	86.6	807	-286.2	36,061	33.9	0.8	15.2	2.3	166.8
2021E	4,385.4	-1,268.1	-1,326.6	-12,364	-1,631.4	23,696	-2.1	1.1	-3.4	-41.4	296.8
2022E	5,309.8	-131.0	-146.2	-1,362	-89.0	22,334	-19.2	1.2	-690.2	-5.9	343.7
2023E	5,985.0	98.6	51.0	476	-134.9	22,810	54.9	1.1	16.4	2.1	353.8

대우조선해양

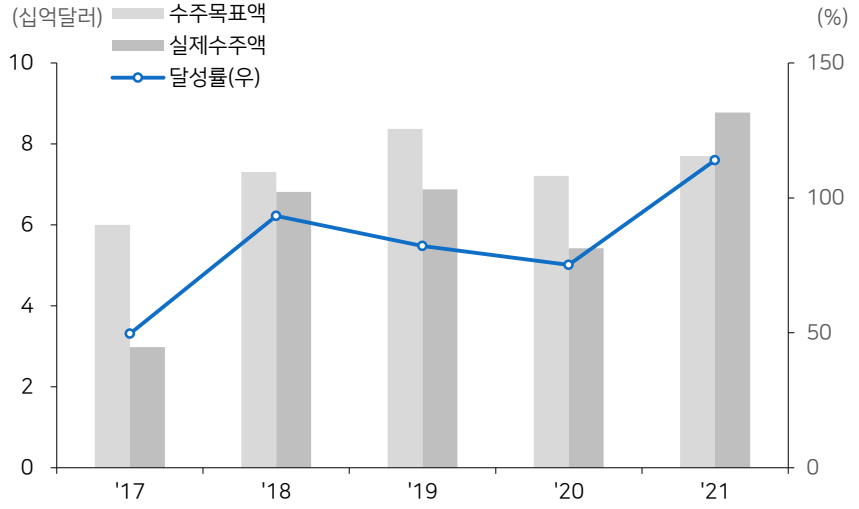
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		1,958.1	1,965.8	1,441.4	1,664.8	1,101.8	1,069.4	**959.7**	1,254.5	1,144.7	1,369.9	1,263.0	1,532.1	7,030.2	4,385.4	**5,309.8**
영업이익		279.0	73.4	33.6	-232.5	-212.9	-1,007.4	**-19.0**	-28.8	-57.5	-48.7	-19.6	-5.2	153.4	-1,268.1	**-131.0**
세전이익		241.4	53.6	-29.0	-187.7	-237.9	-1,024.6	**-55.3**	-28.9	-61.6	-57.8	-28.7	-14.3	78.3	-1,346.8	**-162.4**
당기순이익		242.5	51.5	-29.2	-178.2	-234.7	-1,012.2	**-54.5**	-25.2	-55.4	-52.0	-25.9	-12.9	86.6	-1,326.6	**-146.2**
지배주주순이익		242.5	51.5	-29.2	-178.2	-234.7	-1,012.2	**-54.5**	-25.2	-55.4	-52.0	-25.9	-12.9	86.6	-1,326.6	**-146.2**
매출액 증가율	YoY	-5.5	-8.6	-26.0	-23.9	-43.7	31.5	**-33.4**	-24.6	3.9	28.1	31.6	22.1	-15.9	-37.6	**21.1**
	QoQ	-10.5	0.4	-26.7	15.5	-33.8	21.5	**-10.3**	30.7	-8.8	19.7	-7.8	21.3			
영업이익 증가율	YoY	39.8	-62.3	흑전	적전	적전	적지	**적전**	적지	적지	적지	적지	적지	-47.6	적전	**적지**
	QoQ	80.5	-73.7	-54.3	적전	적지	적지	**적지**	적지	적지	적지	적지	적지			
영업이익률		14.2	3.7	2.3	-14.0	-19.3	-3.2	**-2.0**	-2.3	-5.0	-3.6	-1.6	-0.3	2.2	-28.9	**-2.5**
순이익률		12.4	2.6	-2.0	-10.7	-21.3	-17.7	**-5.7**	-2.0	-4.8	-3.8	-2.0	-0.8	1.2	-30.3	**-2.8**

대우조선해양 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양 수주목표와 달성률 추이



주: 2021년 10월말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양(042660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**8,358.7**	**7,030.2**	**4,385.4**	**5,309.8**	**5,985.0**
매출액증가율 (%)	-13.3	-15.9	-37.6	21.1	12.7
매출원가	7,889.8	6,634.3	5,434.2	5,167.3	5,578.1
매출총이익	469.0	395.9	-1,048.8	142.5	406.8
판매관리비	176.2	242.5	219.3	273.5	308.2
영업이익	**292.8**	**153.4**	**-1,268.1**	**-131.0**	**98.6**
영업이익률	3.5	2.2	-28.9	-2.5	1.6
금융손익	-291.4	102.8	-323.1	-75.2	-69.7
종속/관계기업손익	0.5	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타영업외손익	-50.8	-176.4	246.0	45.4	32.7
세전계속사업이익	-48.9	78.3	-1,346.8	-162.4	60.1
법인세비용	-2.4	-8.3	-20.2	-16.2	9.0
당기순이익	**-46.5**	**86.6**	**-1,326.6**	**-146.2**	**51.0**
지배주주지분 순이익	-46.5	86.6	-1,326.6	-146.2	51.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,871.1	5,953.2	5,792.1	6,279.6	6,734.4
현금및현금성자산	2,012.2	1,343.6	1,693.4	1,748.9	1,915.7
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,159.0	963.3	867.0	958.4	1,019.3
비유동자산	4,405.0	4,367.5	4,295.1	4,352.8	4,370.7
유형자산	3,694.5	3,667.9	3,634.6	3,610.7	3,590.5
무형자산	24.7	0.9	1.3	1.8	2.2
투자자산	570.5	544.4	398.4	470.0	522.2
자산총계	**11,276.1**	**10,320.8**	**10,087.2**	**10,632.4**	**11,105.1**
유동부채	4,807.5	5,162.7	6,388.3	6,951.2	7,287.1
매입채무	567.3	465.3	360.3	436.3	491.7
단기차입금	1,124.4	1,011.9	1,031.9	981.9	931.9
유동성장기부채	320.3	1,224.0	1,324.0	1,424.0	1,524.0
비유동부채	2,713.6	1,289.1	1,156.4	1,285.0	1,370.8
사채	511.8	320.7	160.7	140.7	120.7
장기차입금	973.5	135.6	125.6	115.6	105.6
부채총계	**7,521.2**	**6,451.8**	**7,544.8**	**8,236.2**	**8,657.8**
자본금	541.0	541.5	541.5	541.5	541.5
자본잉여금	18.1	17.7	17.7	17.7	17.7
기타포괄이익누계액	305.2	302.5	302.5	302.5	302.5
이익잉여금	558.4	675.3	-651.3	-797.5	-746.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**3,754.9**	**3,869.0**	**2,542.4**	**2,396.2**	**2,447.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**2,542.1**	**-458.5**	**332.4**	**192.0**	**289.1**
당기순이익(손실)	-46.5	86.6	-1,326.6	-146.2	51.0
유형자산상각비	162.9	128.8	128.3	125.4	122.9
무형자산상각비	1.3	0.9	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	2,036.5	-1,108.2	1,586.5	237.0	111.1
투자활동 현금흐름	**-484.6**	**137.8**	**66.5**	**-172.5**	**-154.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-157.0	-189.9	-95.0	-101.5	-102.8
투자자산의감소(증가)	-75.4	24.5	144.5	-73.1	-53.8
재무활동 현금흐름	**-395.1**	**-308.1**	**-50.7**	**34.4**	**30.5**
차입금의 증감	-171.2	-213.3	-50.7	34.4	30.5
자본의 증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,661.1	-668.7	349.8	55.5	166.8
기초현금	351.2	2,012.2	1,343.6	1,693.4	1,748.9
기말현금	2,012.2	1,343.6	1,693.4	1,748.9	1,915.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	77,969	65,566	40,874	49,490	55,783
EPS(지배주주)	-434	807	-12,364	-1,362	476
CFPS	5,393	6,580	-10,991	279	2,584
EBITDAPS	4,262	2,641	-10,623	-51	2,066
BPS	35,025	36,061	23,696	22,334	22,810
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-64.2	33.9	-2.1	-19.2	54.9
PCR	5.2	4.2	-2.4	93.4	10.1
PSR	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	0.8	1.1	1.2	1.1
EBITDA	457.0	283.2	-1,139.8	-5.5	221.6
EV/EBITDA	7.9	15.2	-3.4	-690.2	16.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.2	2.3	-41.4	-5.9	2.1
EBITDA 이익률	5.5	4.0	-26.0	-0.1	3.7
부채비율	200.3	166.8	296.8	343.7	353.8
금융비용부담률	2.0	2.0	2.9	2.4	2.2
이자보상배율(x)	1.7	1.1	-9.9	-1.0	0.8
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	6.7	6.6	4.8	5.8	6.1

한국조선해양(009540) PBR로는 가장 싸지만…

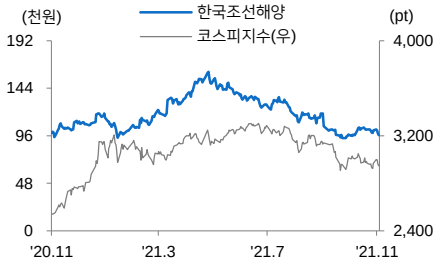
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	120,000원
현재주가 (11월 18일)	96,600원
상승여력	24.2%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	68,367억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	63.74%
외국인비중	19.28%
52주 최고/최저가	160,500원/93,600원
평균거래대금	369.2억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 12 인	33.96
국민연금공단	6.76

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.8	2.9
6개월	-37.3	-32.5
12개월	-2.7	-16.0

주가그래프



3Q21 자회사들의 충당금 환입 이슈로 예상을 상회한 실적을 기록했지만, 일회성 제거 시 BEP 수준 추정

- 3Q21 연결 매출액 3조 5,579억원(+2.8% YoY), 영업이익 1,417억원(+248.2% YoY)의 호실적 기록
- 호실적에도 주가가 약세를 기록한 원인은 2,448억원의 충당금 환입 효과이기 때문, BEP 수준의 실적에서 벗어난다면 중간지주회사보다 순수 사업자회사를 우선 투자함이 현실적

중간지주회사의 한계를 벗어나려면, 조선부문 컨트롤 타워로서의 독자적 이익 창출능력이 필요

- 3Q21 연결 매출액에서 별도 매출액 비중은 1.0%에 불과, 사업지주회사로 평가 받기는 어려움
- 지주사 NAV 할인율은 60~70%, 조선 중간지주라는 단순구조기에 50% 할인 적용해도 PBR 0.8배 이상 무리

투자의견 Hold 유지, 적정주가 120,000원 제시

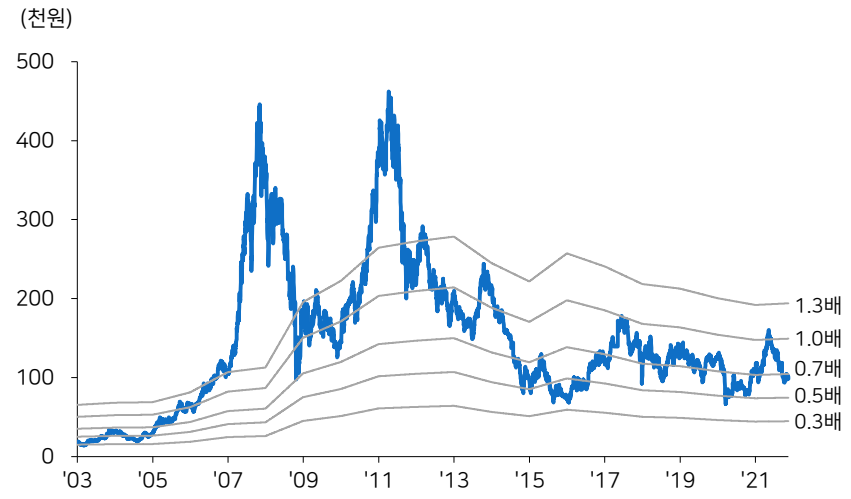
- 투자의견 Hold를 유지하며, 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.8배를 적용하여 120,000원으로 제시
- 현재 주가는 2022년 예상 기준 PBR 0.6배 수준이나, 2022년 자회사 현대삼호중공업의 IPO까지 진행된다면, 추가 NAV 할인은 불가피

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	15,182.6	290.2	164.1	2,318	-144.5	163,436	54.6	0.8	17.5	1.4	93.8
2020	14,903.7	74.4	-833.8	-11,781	-492.0	154,102	-9.2	0.7	23.0	-7.4	103.2
2021E	14,986.8	-678.0	-448.8	-6,342	-38.9	147,944	-15.2	0.7	-29.3	-4.2	117.2
2022E	17,489.7	340.2	97.5	1,377	-125.5	149,532	70.2	0.6	11.5	0.9	121.5
2023E	19,939.0	631.1	301.4	4,259	189.9	153,029	22.7	0.6	8.3	2.8	122.5

한국조선해양

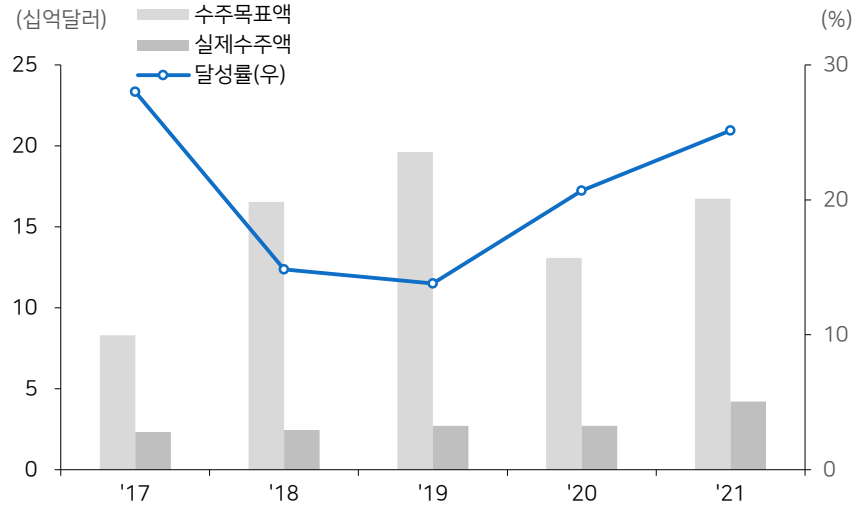
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		3,944.6	3,925.5	3,459.8	3,573.8	3,681.5	3,797.3	**3,558.0**	3,950.1	3,996.1	4,378.4	4,216.7	4,898.4	14,903.7	14,986.9	**17,489.7**
영업이익		121.7	93.0	40.7	-180.9	67.5	-897.3	**141.8**	10.2	49.8	66.1	92.4	131.8	74.4	-677.9	**340.2**
세전이익		219.2	11.5	-69.5	-730.2	83.1	-953.8	**242.2**	5.9	3.6	6.0	12.0	18.4	-569.0	-622.6	**39.9**
당기순이익		164.9	0.4	-77.1	-923.5	63.6	-722.1	**192.6**	-44.1	11.6	19.5	39.0	59.8	-835.2	-510.0	**129.9**
지배주주순이익		135.6	-3.4	-85.5	-880.5	44.7	-628.8	**174.5**	-0.4	8.7	14.6	29.3	44.9	-833.8	-409.9	**97.5**
매출액 증가율	YoY	20.7	-0.1	-5.0	-17.7	-6.7	25.8	**2.8**	10.5	8.5	15.3	18.5	24.0	-1.8	0.6	**16.7**
	QoQ	-9.2	-0.5	-11.9	3.3	3.0	20.2	**-6.3**	11.0	1.2	9.6	-3.7	16.2			
영업이익 증가율	YoY	332.7	50.2	34.4	적전	-44.5	흑전	**248.7**	흑전	-26.2	흑전	-34.8	1,196.7	-74.4	적전	**흑전**
	QoQ	-28.4	-23.6	-56.3	적전	흑전	120.3	**흑전**	-92.8	389.8	32.8	39.7	42.7			
영업이익률		3.1	2.4	1.2	-5.1	1.8	1.6	**4.0**	0.3	1.2	1.5	2.2	2.7	0.5	-4.5	**1.9**
순이익률		4.2	0.0	-2.2	-25.8	1.7	4.8	**5.4**	-1.1	0.3	0.4	0.9	1.2	-5.6	-3.4	**0.7**

한국조선해양 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

한국조선해양 수주목표와 달성률 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

한국조선해양(009540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**15,182.6**	**14,903.7**	**14,986.8**	**17,489.7**	**19,939.0**
매출액증가율 (%)	15.4	-1.8	0.6	16.7	14.0
매출원가	14,191.2	14,159.0	15,065.4	16,432.4	18,470.5
매출총이익	991.4	744.7	-78.5	1,057.3	1,468.5
판매관리비	701.2	670.3	599.5	717.1	837.4
영업이익	**290.2**	**74.4**	**-678.0**	**340.2**	**631.1**
영업이익률	1.9	0.5	-4.5	1.9	3.2
금융손익	-302.8	-24.0	-34.0	-110.9	-68.0
종속/관계기업손익	0.1	0.1	88.7	0.1	0.1
기타영업외손익	102.5	-619.5	-43.5	-59.6	-73.9
세전계속사업이익	89.9	-569.0	-666.7	169.9	489.3
법인세비용	-123.1	266.2	-156.7	39.9	112.5
당기순이익	**213.1**	**-835.2**	**-510.0**	**129.9**	**376.8**
지배주주지분 순이익	164.1	-833.8	-448.8	97.5	301.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,546.0	13,001.4	13,604.7	14,372.4	15,126.9
현금및현금성자산	2,225.1	3,703.4	5,422.5	5,506.9	5,065.7
매출채권	1,192.7	838.8	738.1	799.8	911.8
재고자산	1,318.3	1,253.0	1,102.6	1,194.7	1,362.0
비유동자산	12,509.4	12,242.8	12,295.1	12,357.3	12,445.3
유형자산	9,946.7	9,970.5	9,936.8	9,930.0	9,949.1
무형자산	115.4	117.3	115.0	112.7	110.3
투자자산	731.8	703.7	842.4	961.6	1,078.3
자산총계	**25,055.4**	**25,244.2**	**25,899.8**	**26,729.6**	**27,572.2**
유동부채	8,941.9	9,511.5	9,795.9	10,482.0	11,119.4
매입채무	1,460.0	1,461.3	1,469.5	1,714.9	1,955.1
단기차입금	2,506.9	1,635.1	1,135.1	1,035.1	935.1
유동성장기부채	304.4	2,111.1	1,596.1	1,576.1	1,556.1
비유동부채	3,187.1	3,311.4	4,179.7	4,178.6	4,060.9
사채	596.4	521.8	958.8	858.8	758.8
장기차입금	1,653.7	1,862.3	2,262.3	2,362.3	2,262.3
부채총계	**12,129.1**	**12,823.0**	**13,975.6**	**14,660.6**	**15,180.3**
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,483.4	2,400.5	2,400.5	2,400.5	2,400.5
기타포괄이익누계액	1,027.4	1,211.2	1,224.1	1,239.1	1,255.9
이익잉여금	16,180.6	15,419.1	14,970.2	15,067.7	15,298.4
비지배주주지분	1,359.4	1,514.9	1,453.7	1,486.2	1,561.6
자본총계	**12,926.3**	**12,421.2**	**11,924.2**	**12,069.1**	**12,391.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-1,464.1**	**-90.0**	**2,206.7**	**857.4**	**545.2**
당기순이익(손실)	213.1	-835.2	-510.0	129.9	376.8
유형자산상각비	390.3	404.0	383.7	374.4	366.8
무형자산상각비	12.9	5.2	4.3	4.2	4.1
운전자본의 증감	-2,063.2	-337.2	2,264.6	196.9	-346.0
투자활동 현금흐름	**-329.6**	**457.1**	**-367.0**	**-674.6**	**-705.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-404.7	-378.4	-350.0	-367.5	-385.9
투자자산의감소(증가)	-113.0	28.3	-54.2	-123.1	-120.4
재무활동 현금흐름	**973.3**	**1,226.8**	**-133.4**	**-111.2**	**-293.9**
차입금의 증감	1,617.6	1,068.8	-133.4	-111.2	-293.9
자본의 증가	0.0	-82.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-816.6	1,478.3	1,719.0	84.4	-441.2
기초현금	3,041.8	2,225.1	3,703.4	5,422.5	5,506.9
기말현금	2,225.1	3,703.4	5,422.5	5,506.9	5,065.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	214,524	210,584	211,759	247,123	281,731
EPS(지배주주)	2,318	-11,781	-6,342	1,377	4,259
CFPS	9,221	5,368	-1,820	10,890	15,121
EBITDAPS	9,797	6,832	-4,099	10,155	14,156
BPS	163,436	154,102	147,944	149,532	153,029
DPS	0	0	0	0	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	54.6	-9.2	-15.2	70.2	22.7
PCR	13.7	20.2	-53.1	8.9	6.4
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	693.4	483.5	-290.1	718.7	1,001.9
EV/EBITDA	17.5	23.0	-29.3	11.5	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-7.4	-4.2	0.9	2.8
EBITDA 이익률	4.6	3.2	-1.9	4.1	5.0
부채비율	93.8	103.2	117.2	121.5	122.5
금융비용부담률	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	1.8	0.4	-4.1	2.1	4.0
매출채권회전율(x)	13.0	14.7	19.0	22.7	23.3
재고자산회전율(x)	13.0	11.6	12.7	15.2	15.6

현대일렉트릭(267260) 2022년의 대표주로 부각된다

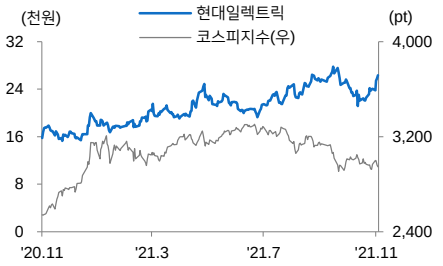
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	31,000원
현재주가 (11월 18일)	26,350원
상승여력	17.6%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	9,498억원
발행주식수	3,605만주
유동주식비율	54.85%
외국인비중	12.77%
52주 최고/최저가	27,800원/15,300원
평균거래대금	101.3억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 8 인	40.05
국민연금공단	6.11

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	8.9	11.1
6개월	15.1	23.9
12개월	51.0	30.4

주가그래프



3Q21 일회성 이슈로 인한 실적 부진은 Old Story, 4Q21 실적 개선과 2022년 시장 확대는 New Story

- 3Q21 연결 매출액 3,941억원(-1.0% YoY), 영업이익 74억원(-74.8% YoY)의 부진한 실적은 일회성 이슈. 물류대란에 따른 선적지연, 미국 판매법인 충당금 설정, 한전계열 물량의 매출지연 이슈는 4Q21 개선 가능
- 4Q21 연결 매출액 6,284억원(+27.9% YoY), 영업이익 296억원(+43.2% YoY)의 빠른 실적 회복 전망
- 중동向 전력기기 수주, 선박 배전반 물량 증가, 미국 생산법인의 발주문의 급증은 2022년에 더욱 확대될 것

2022년 연결 매출액 2.08조원(+13.8% YoY), 영업이익 1,137억원(+40.4% YoY)의 실적 개선 유력

- 2022년 정치적 불확실성 상존하나 탈원전의 압박은 강도가 낮아질 전망. 한국전력 투자 재개 개연성 증대
- 산유국의 재정투자 재개, COP26 이후 주요국의 발전원 투자, 제조업 CAPEX Cycle은 전력망 투자가 필수
- 2022년 실적에는 미국向 변압기 반덤핑 관세 환입 효과는 미반영, 최종 확정시 2배 수준의 증익도 기대

투자의견 Buy 유지, 적정주가 31,000원으로 상향 – 2022년 기계업종 Top Pick

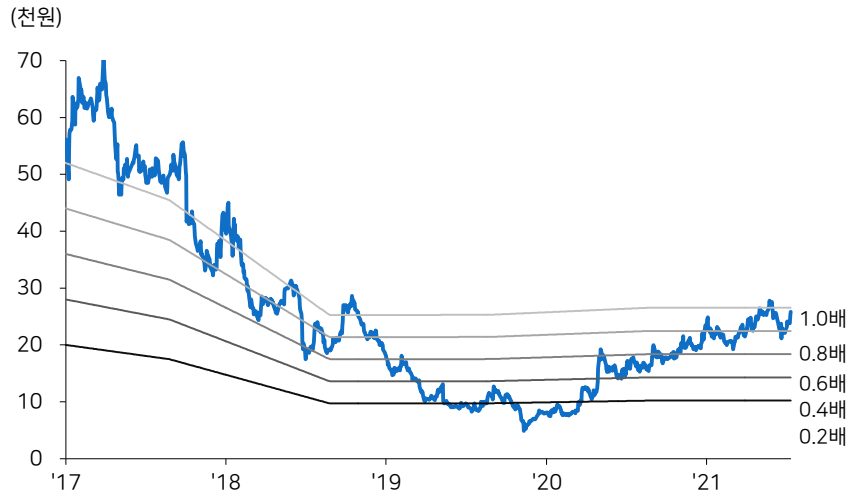
- 2022년 기계업종 Top Pick 제시, 적정주가는 12개월 선행 PER 15배, PBR 1.5배 수준
- 전세계 전력관련 투자와 탄소중립 기조가 확대될수록, 수주증가에 따른 이익 레버리지 효과는 돋보일 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,771.1	-156.7	-264.3	-10,684	45.3	19,418	-1.1	0.6	-7.0	-34.1	222.3
2020	1,811.3	72.7	-40.3	-1,117	-89.6	18,841	-14.7	0.9	7.3	-5.8	234.6
2021E	1,826.8	81.0	50.5	1,400	-225.4	19,741	18.8	1.3	9.1	7.3	223.5
2022E	2,079.1	113.7	74.6	2,070	47.9	21,217	12.7	1.2	7.0	10.1	221.6
2023E	2,254.1	132.8	89.9	2,493	20.4	23,020	10.6	1.1	6.0	11.3	203.5

현대일렉트릭

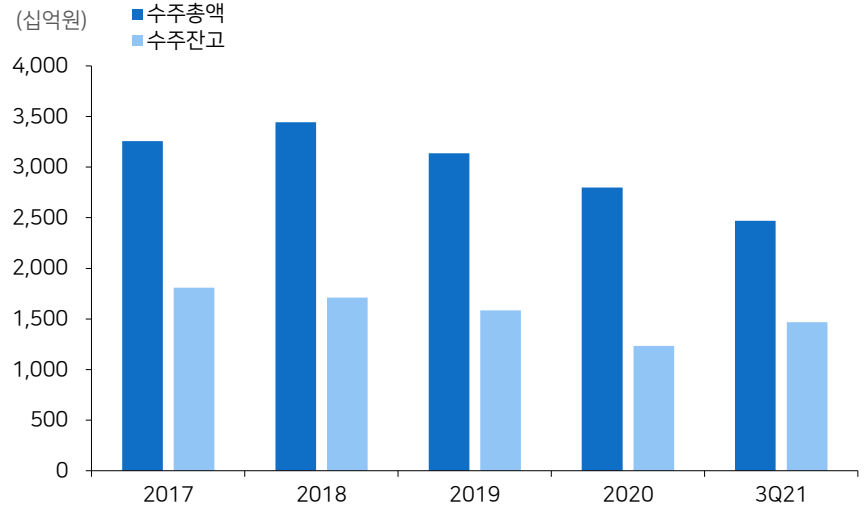
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		386.4	535.5	398.0	491.4	380.7	423.6	394.1	628.4	429.0	506.2	448.5	695.4	1,811.3	1,826.8	2,079.1
영업이익		4.3	18.3	29.4	20.7	17.5	26.5	7.4	29.6	23.6	32.0	24.5	33.6	72.7	81.1	113.7
세전이익		15.4	-40.2	5.5	-34.1	18.8	19.2	7.1	20.9	23.8	25.1	23.5	25.2	-53.5	66.0	97.5
당기순이익		10.6	-30.3	6.5	-27.0	15.6	14.0	3.9	17.0	18.2	19.2	18.0	19.3	-40.2	50.5	74.6
지배주주순이익		-27.6	23.3	-80.7	-93.9	-25.9	-85.0	1.1	17.0	18.2	19.2	18.0	19.3	-178.9	-92.8	74.6
매출액 증가율	YoY	-7.5	32.2	3.2	-12.6	-1.5	-20.9	-1.0	27.9	12.7	19.5	13.8	10.7	160.5	0.9	13.8
	QoQ	-31.3	38.6	-25.7	23.4	-22.5	11.3	-7.0	59.5	-31.7	18.0	-11.4	55.1			
영업이익 증가율	YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	310.5	44.7	-74.7	43.2	35.0	20.6	230.4	13.3	116.4	11.5	40.3
	QoQ	흑전	330.7	60.5	-29.6	-15.7	51.8	-72.0	299.0	-20.5	35.7	-23.2	36.9			
영업이익률		1.1	3.4	7.4	4.2	4.6	6.3	1.9	4.7	5.5	6.3	5.5	4.8	4.0	4.4	5.5
순이익률		2.7	-5.7	1.6	-5.5	4.1	3.3	1.0	2.7	4.2	3.8	4.0	2.8	-2.2	2.8	3.6

현대일렉트릭 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대일렉트릭 수주추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대일렉트릭(267260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,771.1**	**1,811.3**	**1,826.8**	**2,079.1**	**2,254.1**
매출액증가율 (%)	-8.7	2.3	0.9	13.8	8.4
매출원가	1,617.8	1,501.2	1,513.5	1,701.0	1,834.7
매출총이익	153.4	310.2	313.3	378.1	419.4
판매관리비	310.1	237.5	232.3	264.4	286.7
영업이익	**-156.7**	**72.7**	**81.0**	**113.7**	**132.8**
영업이익률	-8.8	4.0	4.4	5.5	5.9
금융손익	-14.2	-44.8	-1.0	-5.0	-3.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-162.7	-81.4	-14.0	-11.2	-11.4
세전계속사업이익	-333.6	-53.5	66.0	97.5	117.5
법인세비용	-69.3	-13.3	15.5	22.9	27.6
당기순이익	**-264.3**	**-40.3**	**50.5**	**74.6**	**89.9**
지배주주지분 순이익	-264.3	-40.3	50.5	74.6	89.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,484.2	1,474.4	1,506.9	1,667.8	1,731.1
현금및현금성자산	189.7	524.3	552.7	581.8	555.0
매출채권	469.9	376.3	377.9	430.1	466.3
재고자산	390.8	358.6	360.1	409.9	444.4
비유동자산	772.3	798.3	795.2	791.6	787.4
유형자산	516.9	510.5	510.1	508.6	506.2
무형자산	49.4	51.1	53.4	55.8	58.3
투자자산	3.0	6.7	6.7	6.9	7.0
자산총계	**2,256.5**	**2,272.6**	**2,302.1**	**2,459.3**	**2,518.5**
유동부채	1,123.8	1,275.3	1,276.9	1,353.6	1,397.7
매입채무	228.5	156.0	157.3	179.0	194.1
단기차입금	280.0	250.3	230.3	210.3	190.3
유동성장기부채	126.9	258.6	273.6	263.6	253.6
비유동부채	432.5	318.1	313.6	340.9	291.0
사채	144.7	174.5	159.5	169.5	124.5
장기차입금	221.2	84.4	94.4	104.4	94.4
부채총계	**1,556.3**	**1,593.5**	**1,590.5**	**1,694.5**	**1,688.7**
자본금	180.2	180.2	180.2	180.2	180.2
자본잉여금	901.7	901.7	901.7	901.7	901.7
기타포괄이익누계액	61.2	74.0	70.3	66.9	63.6
이익잉여금	-427.9	-461.5	-425.4	-368.8	-300.5
비지배주주지분	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**700.2**	**679.2**	**711.6**	**764.8**	**829.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**57.5**	**204.5**	**81.9**	**89.8**	**108.5**
당기순이익(손실)	-264.3	-40.3	50.5	74.6	89.9
유형자산상각비	32.2	37.1	40.4	39.0	37.6
무형자산상각비	3.7	4.8	5.7	6.0	6.3
운전자본의 증감	234.5	198.3	3.0	-16.5	-11.4
투자활동 현금흐름	**-206.2**	**139.0**	**-29.2**	**-33.6**	**-29.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-146.7	-56.8	-40.0	-37.5	-35.2
투자자산의감소(증가)	0.1	-3.7	-0.0	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	**-35.8**	**-7.3**	**-24.3**	**-27.0**	**-105.9**
차입금의 증감	-124.5	-1.2	-9.9	-9.0	-84.3
자본의 증가	106.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-186.6	334.5	28.4	29.1	-26.9
기초현금	376.3	189.7	524.3	552.7	581.8
기말현금	189.7	524.3	552.7	581.8	555.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	71,604	50,249	50,679	57,678	62,532
EPS(지배주주)	-10,684	-1,117	1,400	2,070	2,493
CFPS	-6,028	1,090	3,275	4,217	4,696
EBITDAPS	-4,886	3,179	3,525	4,402	4,900
BPS	19,418	18,841	19,741	21,217	23,020
DPS	0	0	400	500	600
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.5	1.9	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	-1.1	-14.7	18.8	12.7	10.6
PCR	-1.9	15.0	8.0	6.2	5.6
PSR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4
PBR	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1
EBITDA	-120.9	114.6	127.1	158.7	176.6
EV/EBITDA	-7.0	7.3	9.1	7.0	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-34.1	-5.8	7.3	10.1	11.3
EBITDA 이익률	-6.8	6.3	7.0	7.6	7.8
부채비율	222.3	234.6	223.5	221.6	203.5
금융비용부담률	1.9	1.7	1.7	1.4	1.3
이자보상배율(x)	-4.7	2.4	2.7	3.8	4.6
매출채권회전율(x)	3.2	4.3	4.8	5.1	5.0
재고자산회전율(x)	4.3	4.8	5.1	5.4	5.3

태광(023160) OPM 10%를 향한 순항, PBR 1.0배는 당연

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

Buy

적정주가(12개월)	17,000원
현재주가 (11월 18일)	10,750원
상승여력	58.1%
KOSDAQ	1,032.77pt
시가총액	2,849억원
발행주식수	2,650만주
유동주식비율	51.98%
외국인비중	11.71%
52주 최고/최저가	13,250원/6,610원
평균거래대금	19.3억원
주요주주(%)	
대신인터내셔날 외 10 인	45.63

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.0	-7.6
6개월	-8.5	-14.2
12개월	54.7	27.6

주가그래프

9월 누계 수주액 1,270억원(+20.8%, YoY), 지연되었던 중동發 프로젝트 물량 재개에 기인

- 2021년 수주는 분기 평균 420억원 수준까지 회복. 동남아·북미 플랜트, LNG선 제품 발주 개시
- 원자재 가격 급등에 따른 가격 협상 지연으로 상반기 수주는 다소 더디게 회복, 3분기 회복한 양상
- 3Q21 매출액 492억원(+4.4% QoQ), 영업이익률 10.6%으로 경쟁사와 차별화된 호실적 기록

환율효과를 제외해도 2022년 9~10% 수준의 영업이익률 회복 확실, Qatar발 제품발주 본격화 예상

- 3분기 Fitting 제품의 영업마진이 6% 수준까지 개선(ASP +11.3% QoQ, +33.2% YoY), 매출 증가에 따른 승수효과가 나타난다면 10% 이상의 영업이익률 유지 가능
- 2차전지 장비부품 연결 자회사 HYTC의 3분기 누적 매출액은 265억원, 영업이익률 28.6%의 고수익 시현
- 2022년 IPO 계획이 진행 중이며, 수주는 2019년 182억원 → 2020년 241억원 → 3Q21 281억원으로 증가

투자의견 Buy 유지, 적정주가 17,000원으로 +6.3% 상향 – 2022년 기계업종 Top Pick

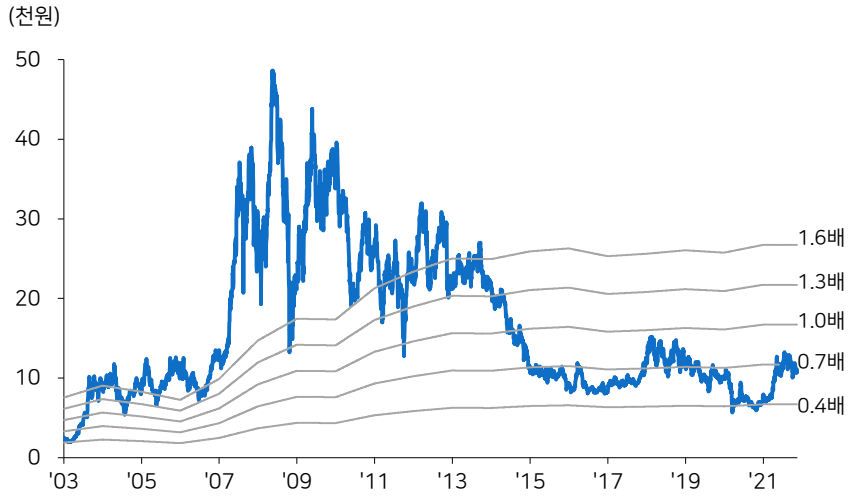
- 적정주가는 12개월 선행 PBR 1.0배 수준, 2022년 매출액 2,126억원(+10.6% YoY), 영업이익률 9.4% 전망
- Qatar 포함 중동 가스플랜트發 발주, 조선업계 LNG선 제품 발주로 2022년 분기평균 수주는 540억원 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	189.8	2.9	7.4	281	-26.1	16,153	36.4	0.6	28.3	1.7	10.3
2020	188.4	-3.1	-5.0	-189	-168.0	15,904	-40.5	0.5	45.6	-1.2	8.8
2021E	192.2	15.2	18.9	714	-476.9	16,642	15.1	0.6	7.9	4.4	10.2
2022E	212.7	20.1	19.9	750	5.1	17,368	14.3	0.6	7.1	4.4	10.3
2023E	238.8	26.7	25.6	965	28.7	18,308	11.1	0.6	5.1	5.4	10.5

태광

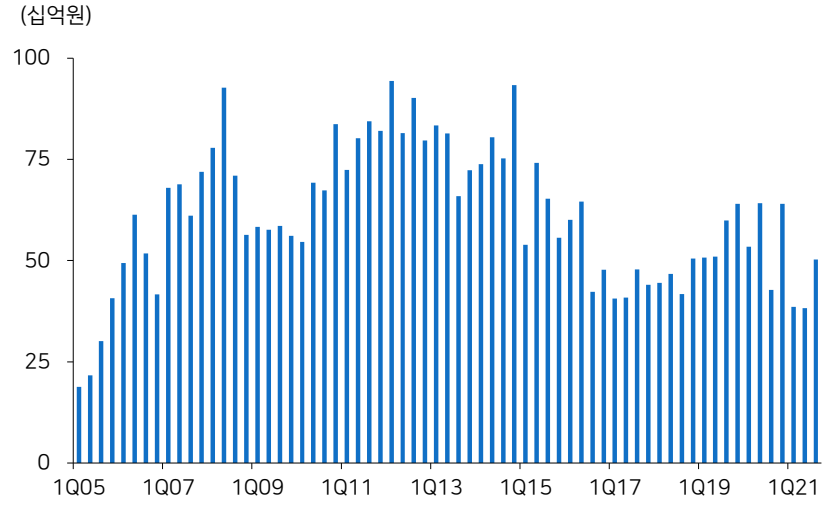
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		44.3	59.9	44.4	39.9	42.8	47.2	**49.2**	52.9	50.0	54.4	50.0	58.3	188.4	192.2	**212.6**
영업이익		0.2	0.1	1.8	-5.2	1.8	3.6	**5.2**	4.6	4.3	5.2	5.3	5.2	-3.1	15.2	**20.0**
세전이익		2.5	-0.4	0.4	-10.1	4.7	3.9	**9.8**	3.9	8.3	6.8	6.4	2.0	-7.6	22.4	**23.5**
당기순이익		2.1	0.2	0.3	-7.7	4.2	3.5	**8.4**	2.9	7.1	5.8	5.4	1.7	-5.0	19.0	**20.0**
지배주주순이익		3.1	5.4	0.9	0.8	3.9	3.8	**3.5**	5.1	7.0	5.8	5.4	1.7	10.2	16.3	**19.9**
매출액 증가율	YoY	20.3	22.8	-7.5	-29.1	-3.3	-21.2	**11.0**	32.7	16.7	15.2	1.5	10.2	-0.7	2.0	**10.6**
	QoQ	-21.3	35.3	-25.9	-10.1	7.3	10.3	**4.3**	7.5	-5.6	8.8	-8.1	16.7			
영업이익 증가율	YoY	638.4	-96.5	-28.3	적지	896.1	3,394.4	**196.6**	흑전	142.8	42.6	2.6	14.2	적전	흑전	**32.1**
	QoQ	흑전	-42.1	1,597.2	적전	흑전	103.0	**44.1**	-12.3	-5.3	19.2	3.7	-2.4			
영업이익률		0.4	0.2	4.0	-12.9	4.2	7.7	**10.6**	8.6	8.7	9.5	10.7	8.9	-1.7	7.9	**9.4**
순이익률		4.7	0.4	0.8	-19.3	9.8	7.5	**17.0**	5.5	14.1	10.7	10.8	2.9	-2.7	9.9	**9.4**

태광 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

태광 분기별 수주 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

태광(023160)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**189.8**	**188.4**	**192.2**	**212.7**	**238.8**
매출액증가율 (%)	19.6	-0.7	2.0	10.6	12.3
매출원가	167.6	169.3	154.3	167.5	184.0
매출총이익	22.2	19.1	37.8	45.1	54.9
판매관리비	19.3	22.2	22.7	25.1	28.2
영업이익	**2.9**	**-3.1**	**15.2**	**20.1**	**26.7**
영업이익률	1.5	-1.7	7.9	9.4	11.2
금융손익	9.0	-4.7	8.1	4.2	4.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	0.2	-0.9	-0.8	-0.5
세전계속사업이익	9.7	-7.6	22.4	23.5	30.2
법인세비용	2.3	-2.6	3.4	3.5	4.5
당기순이익	**7.4**	**-5.0**	**19.0**	**20.0**	**25.7**
지배주주지분 순이익	7.4	-5.0	18.9	19.9	25.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	283.5	262.1	243.0	267.4	298.2
현금및현금성자산	13.0	54.8	55.9	74.4	97.2
매출채권	73.0	50.4	51.9	53.6	55.6
재고자산	166.1	133.1	113.1	116.7	121.1
비유동자산	195.2	199.7	246.3	243.8	241.6
유형자산	167.7	176.4	170.2	168.5	167.1
무형자산	1.3	1.3	35.1	34.3	33.6
투자자산	22.6	16.8	16.8	16.9	17.0
자산총계	**478.7**	**461.8**	**489.3**	**511.2**	**539.8**
유동부채	29.3	29.1	23.4	25.9	29.0
매입채무	10.1	4.7	6.1	6.8	7.6
단기차입금	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.4	8.2	21.9	22.0	22.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**44.7**	**37.4**	**45.2**	**47.8**	**51.4**
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-3.2	-3.9	-1.9	0.0	2.0
이익잉여금	394.9	389.0	406.6	423.9	446.8
비지배주주지분	5.9	2.9	3.0	3.1	3.3
자본총계	**434.0**	**424.4**	**444.1**	**463.4**	**488.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-30.4**	**48.1**	**69.4**	**25.8**	**31.0**
당기순이익(손실)	7.4	-5.0	19.0	20.0	25.7
유형자산상각비	5.5	6.4	12.2	7.7	7.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.8	0.8	0.7
운전자본의 증감	-45.7	43.0	38.0	-4.4	-4.2
투자활동 현금흐름	**-11.8**	**-12.5**	**-57.2**	**-6.1**	**-5.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-14.7	-18.5	-6.0	-6.0	-6.1
투자자산의감소(증가)	1.7	5.8	-0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	**-0.3**	**6.9**	**-11.2**	**-1.2**	**-2.4**
차입금의 증감	1.2	9.9	-9.9	0.1	0.2
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-42.5	41.9	1.0	18.5	22.8
기초현금	55.5	13.0	54.8	55.9	74.4
기말현금	13.0	54.8	55.9	74.4	97.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,161	7,110	7,252	8,025	9,013
EPS(지배주주)	281	-189	714	750	965
CFPS	454	376	1,276	1,228	1,443
EBITDAPS	317	125	1,062	1,076	1,319
BPS	16,153	15,904	16,642	17,368	18,308
DPS	100	50	50	100	100
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.5	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	36.4	-40.5	15.1	14.3	11.1
PCR	22.5	20.4	8.4	8.8	7.5
PSR	1.4	1.1	1.5	1.3	1.2
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA	8.4	3.3	28.1	28.5	35.0
EV/EBITDA	28.3	45.6	7.9	7.1	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.7	-1.2	4.4	4.4	5.4
EBITDA 이익률	4.4	1.8	14.6	13.4	14.6
부채비율	10.3	8.8	10.2	10.3	10.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	27.3	-23.9	116.7	750.2	904.6
매출채권회전율(x)	2.7	3.1	3.8	4.0	4.4
재고자산회전율(x)	1.3	1.3	1.6	1.9	2.0

하이록코리아(013030) 독점적 시장 지위를 재확인한 실적

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

Buy

적정주가(12개월)	26,000원
현재주가 (11월 18일)	17,250원
상승여력	50.7%
KOSDAQ	1,032.77pt
시가총액	2,348억원
발행주식수	1,361만주
유동주식비율	52.64%
외국인비중	13.84%
52주 최고/최저가	21,000원/12,100원
평균거래대금	11.5억원
주요주주(%)	
문휴건 외 7 인	41.80
베어링자산운용 외 2 인	9.65

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.6	-7.3
6개월	-9.0	-14.6
12개월	42.6	17.6

주가그래프

3Q17 이후 최고 수준의 분기 영업이익률을 기록한 3Q21

- 3Q21 연결 매출액 352억원(+11.1% YoY), 영업이익률 18.9%(+7.2%p QoQ)의 어닝 서프라이즈 기록
- 분기 영업이익률 18.9%는 3Q17(19.6%) 이후 최고 수준, 2017년 주가는 PBR 0.8~1.2배 수준을 유지
- 4Q20~2Q21 국내 조선업계의 해양플랜트 수주 재개, 중동 Gas플랜트 발주로 2022년 수주액 +24.5% 전망

독점적 시장 지위를 재입증, 2022년 수주회복에 따른 실적 개선 확실

- 원자재 가격 급등에 따른 업계 전반의 수익 부진에도, 계장용 밸브·피팅·모듈 분야의 독보적 경쟁력을 바탕으로 Cost-push가 가능했고, 전방 수요처 다각화가 빛을 발휘했다고 판단
- 2022년 연 매출액 1,628억원(+10.9% YoY), 영업이익 256억원(+20.4% YoY), 영업이익률 15.7% 전망

투자의견 Buy 유지, 적정주가 26,000원으로 +33.3% 상향

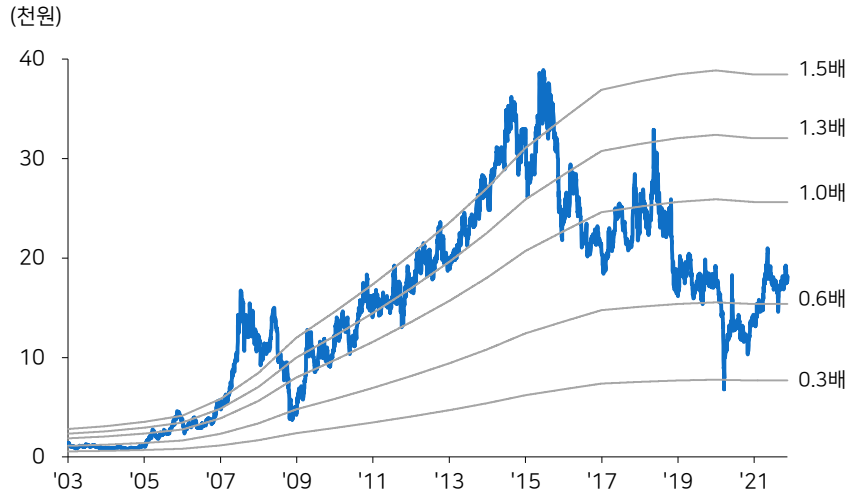
- 3Q21 입증한 높은 수익성을 반영, 12개월 선행 PBR 1.0배를 적용하여 적정주가는 26,000원으로 상향 제시
- 2022년 말 예상 순현금 1,860억원, 부채비율 9.4%의 기계업종 내 최고수준의 재무 건전성 지속
- 원유 수요 회복과 이에 따른 중동發 플랜트 투자재개가 나타날 때 가장 빛을 발할 기업

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	142.1	14.9	12.9	947	11.4	25,087	20.3	0.8	5.7	3.8	9.2
2020	138.2	16.2	5.3	388	-52.1	24,224	34.7	0.6	1.5	1.6	9.6
2021E	146.8	21.2	19.6	1,437	203.4	25,184	12.0	0.7	2.6	5.8	9.3
2022E	162.8	25.6	22.8	1,674	16.4	26,380	10.3	0.7	1.8	6.5	9.4
2023E	176.3	32.2	27.8	2,041	21.9	27,948	8.5	0.6	0.9	7.5	9.6

하이록코리아

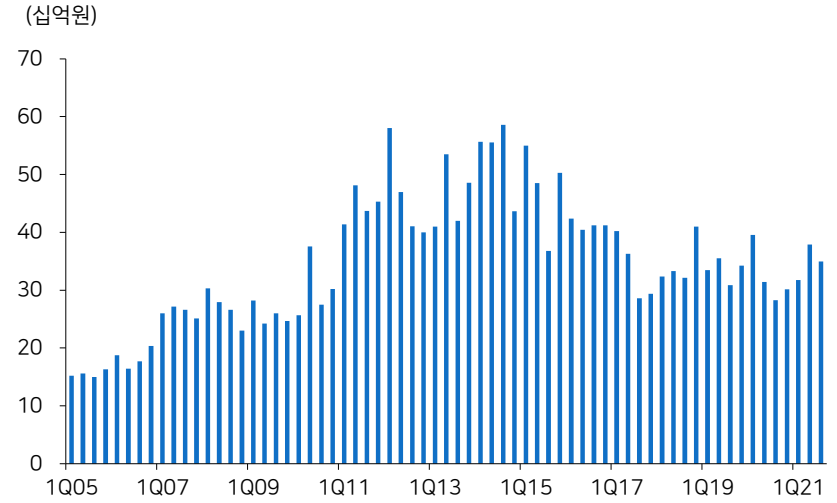
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		38.2	35.7	31.7	32.6	37.4	38.3	**35.2**	36.0	38.7	41.1	39.3	43.7	138.2	146.8	**162.8**
영업이익		4.5	3.9	3.3	4.5	3.8	4.5	**6.6**	6.3	5.5	6.9	6.5	6.6	16.2	21.2	**25.6**
세전이익		7.9	2.5	2.7	-3.0	6.0	5.0	**9.1**	6.0	7.3	8.9	8.2	5.8	10.2	26.0	**30.3**
당기순이익		6.1	1.9	1.8	-3.3	4.5	3.5	**6.8**	5.0	5.5	6.8	6.3	4.4	6.5	19.8	**23.0**
지배주주순이익		4.5	4.2	2.0	0.8	2.9	5.4	**4.2**	4.8	5.5	6.7	6.2	4.4	11.5	17.2	**22.8**
매출액 증가율	YoY	17.7	-1.1	-7.4	-17.2	-2.3	7.2	**11.1**	10.5	3.6	7.2	11.7	21.6	-2.8	6.2	**10.9**
	QoQ	-2.7	-6.6	-11.3	2.8	14.8	2.5	**-8.1**	2.2	7.6	6.2	-4.3	11.3			
영업이익 증가율	YoY	61.8	-27.1	-5.7	36.2	-14.3	14.6	**101.9**	39.2	43.4	54.0	-2.2	6.3	8.4	31.2	**20.5**
	QoQ	35.8	-12.4	-16.3	36.8	-14.5	17.1	**47.4**	-5.6	-12.0	25.8	-6.4	2.5			
영업이익률		11.7	11.0	10.4	13.8	10.3	11.7	**18.8**	17.4	14.2	16.9	16.5	15.2	11.7	14.4	**15.7**
순이익률		16.0	5.4	5.7	-10.2	12.0	9.2	**19.3**	13.8	14.3	16.5	15.9	10.1	4.7	13.5	**14.1**

하이록코리아 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 분기별 수주 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아(013030)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**142.1**	**138.2**	**146.8**	**162.8**	**176.3**
매출액증가율 (%)	14.4	-2.8	6.2	10.9	8.3
매출원가	105.0	99.5	100.7	111.1	115.5
매출총이익	37.1	38.7	46.1	51.8	60.9
판매관리비	22.2	22.5	24.9	26.2	28.7
영업이익	**14.9**	**16.2**	**21.2**	**25.6**	**32.2**
영업이익률	10.5	11.7	14.5	15.7	18.2
금융손익	4.1	-2.6	4.4	4.4	4.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	-3.4	0.4	0.4	0.3
세전계속사업이익	18.7	10.2	26.0	30.3	36.9
법인세비용	5.1	3.6	6.2	7.3	8.9
당기순이익	**13.6**	**6.5**	**19.8**	**23.0**	**28.1**
지배주주지분 순이익	12.9	5.3	19.6	22.8	27.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	269.2	265.9	280.6	301.5	327.9
현금및현금성자산	24.6	38.3	32.8	39.1	52.1
매출채권	43.4	36.3	38.5	41.0	43.4
재고자산	68.7	72.9	69.2	72.2	74.6
비유동자산	112.1	99.2	97.9	95.5	93.5
유형자산	82.0	72.2	69.9	68.1	66.6
무형자산	12.7	7.8	7.8	7.8	7.8
투자자산	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
자산총계	**381.3**	**365.1**	**378.4**	**397.0**	**421.4**
유동부채	18.8	20.4	19.8	20.4	22.1
매입채무	6.2	6.2	6.3	6.5	7.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.5	11.6	12.3	13.7	14.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**32.3**	**32.0**	**32.1**	**34.1**	**36.9**
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
이익잉여금	311.1	309.4	322.5	338.9	360.2
비지배주주지분	7.5	3.3	3.5	3.7	4.0
자본총계	**349.1**	**333.1**	**346.3**	**362.9**	**384.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**23.1**	**23.7**	**26.0**	**23.8**	**30.2**
당기순이익(손실)	13.6	6.5	19.8	23.0	28.1
유형자산상각비	5.5	5.3	4.5	4.3	4.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-1.9	1.0	1.6	-3.6	-2.0
투자활동 현금흐름	**-22.9**	**-2.9**	**-25.1**	**-11.1**	**-10.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-2.6	-2.1	-2.2	-2.4	-2.7
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.1	-0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	**-7.3**	**-5.8**	**-6.4**	**-6.4**	**-6.4**
차입금의 증감	0.0	-2.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-6.6	13.7	-5.5	6.3	13.0
기초현금	31.2	24.6	38.3	32.8	39.1
기말현금	24.6	38.3	32.8	39.1	52.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	10,439	10,151	10,785	11,961	12,953
EPS(지배주주)	947	388	1,437	1,674	2,041
CFPS	1,868	1,902	2,069	2,351	2,804
EBITDAPS	1,502	1,574	1,891	2,192	2,663
BPS	25,087	24,224	25,184	26,380	27,948
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	2.6	3.7	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	20.3	34.7	12.0	10.3	8.5
PCR	10.3	7.1	8.3	7.3	6.2
PSR	1.8	1.3	1.6	1.4	1.3
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EBITDA	20.5	21.4	25.8	29.8	36.3
EV/EBITDA	5.7	1.5	2.6	1.8	0.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	1.6	5.8	6.5	7.5
EBITDA 이익률	14.4	15.5	17.5	18.3	20.6
부채비율	9.2	9.6	9.3	9.4	9.6
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	248.4	133.7			
매출채권회전율(x)	3.2	3.5	3.9	4.1	4.2
재고자산회전율(x)	2.1	2.0	2.1	2.3	2.4

성광벤드(014620) 4분기를 지켜 봅시다

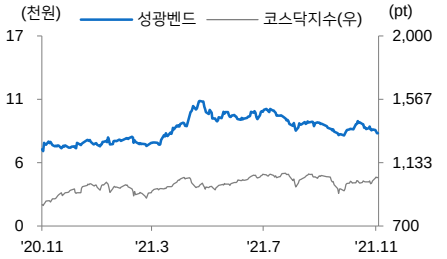
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	13,000원
현재주가 (11월 18일)	8,210원
상승여력	58.3%
KOSDAQ	1,032.77pt
시가총액	2,348억원
발행주식수	2,860만주
유동주식비율	56.54%
외국인비중	5.04%
52주 최고/최저가	11,050원/6,870원
평균거래대금	9.1억원
주요주주(%)	
안재일 외 3 인	41.08

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.8	-7.4
6개월	-19.9	-24.8
12개월	11.5	-8.0

주가그래프



3Q21 경쟁사 대비 비교 열위의 실적, 국내 수주비중이 크고 선적지연에 따른 매출 이연이 원인

- 3Q21 연결 매출액 318억원(-17.9% YoY), 영업적자 31억원(적자 축소)으로 경쟁사 대비 실적 부진 심화
- 1H21 수주 부진과 물류 이슈로 미국向 수출분 선적지연이 원인, 3Q21 연결 누계수주 1,305억원(+7.9% YoY)
- 4Q20부터 조선업계가 수주한 LNG 물량이 제품수주로 연결 시작. 경쟁사와 달리 연결 자회사가 동일 업종

2021년 부진의 원인은 2022년에는 기회요인, 국내 조선·건설업계 수주 = 성광벤드 수주

- 3분기 실적은 부진했지만 신규 수주는 590억원 수준으로 급격히 개선, 4Q21 매출 정상화가 터닝 포인트
- 경쟁사 대비 국내 전방업계向 수주 비중이 높아 Lead Time을 감안하면 1Q22부터 빠른 턴어라운드 기대

투자의견 Buy 유지, 적정주가 13,000원으로 -7.1% 하향

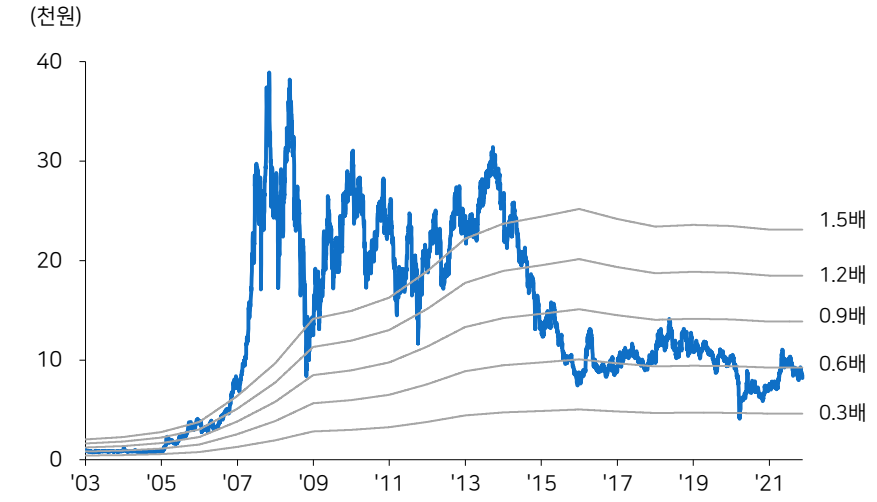
- 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.9배(Peer 대비 10% 할인) 수준, 2022년 매출액 1,890억원(+31.2% YoY), 영업이익률 4.5% 전망. 미국의 가스플랜트 투자가 확대된다면, 직접적인 수혜주로 부각 가능
- 2022년 말 순현금 647억원, 부채비율 13.4%, 순차입금비율 -14.5%의 우량 재무구조는 불변

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	202.4	7.0	6.2	216	-174.0	15,359	48.0	0.7	23.4	1.4	14.3
2020	180.8	1.1	-1.4	-49	-122.5	15,286	-150.6	0.5	38.1	-0.3	12.9
2021E	144.0	-2.9	0.5	17	-135.6	15,277	474.6	0.5	138.0	0.1	12.9
2022E	189.0	8.6	9.0	314	1,711.7	15,564	26.2	0.5	13.2	2.0	13.4
2023E	210.8	15.5	14.2	496	58.2	16,034	16.6	0.5	8.0	3.1	12.8

성광벤드

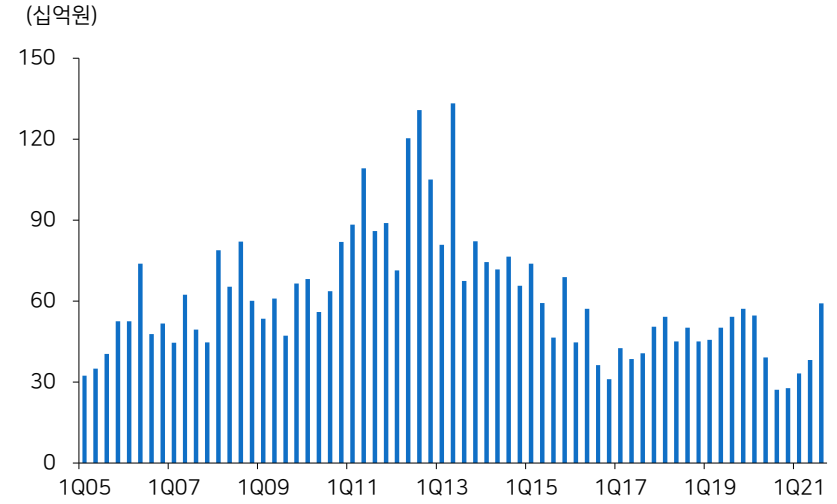
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		48.6	49.9	38.7	43.6	36.1	36.3	**31.8**	39.8	44.2	48.5	47.6	48.6	180.8	144.0	**189.0**
영업이익		3.8	2.8	-3.5	-1.9	-0.6	-0.8	**-3.1**	1.5	1.9	2.3	2.5	1.8	1.1	-2.9	**8.5**
세전이익		6.0	1.9	-4.7	-4.2	0.7	-0.4	**-1.0**	1.4	2.7	3.3	3.5	2.3	-0.9	0.7	**11.8**
당기순이익		4.6	1.3	-4.0	-3.2	0.3	-0.4	**-1.0**	1.4	2.0	2.5	2.7	1.8	-1.4	0.3	**9.0**
지배주주순이익		-0.4	0.5	-3.7	-4.7	1.2	2.8	**1.9**	1.4	2.0	2.5	2.7	1.8	-8.3	7.3	**9.0**
매출액 증가율	YoY	-4.0	-1.3	-21.5	-16.1	-25.6	-27.2	**-17.9**	-8.7	22.5	33.5	49.9	22.2	-10.7	-20.3	**31.2**
	QoQ	-6.4	2.7	-22.4	12.5	-17.1	0.6	**-12.6**	25.1	11.3	9.6	-1.8	2.0			
영업이익 증가율	YoY	342.6	25.4	적전	적전	적전	적전	**적지**	흑전	흑전	흑전	흑전	16.5	-84.0	적전	**흑전**
	QoQ	47.9	-26.0	적전	적지	적지	적지	**적지**	흑전	22.5	24.7	7.6	-29.1			
영업이익률		7.7	5.6	-9.1	-4.4	-1.6	-2.1	**-9.8**	3.9	4.3	4.8	5.3	3.7	0.6	-2.0	**4.5**
순이익률		9.4	2.6	-10.4	-7.4	0.7	-1.2	**-3.1**	3.6	4.6	5.2	5.6	3.6	-0.8	0.2	**4.7**

성광벤드 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 분기별 수주 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

성광벤드(014620)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**202.4**	**180.8**	**144.0**	**189.0**	**210.8**
매출액증가율 (%)	19.1	-10.7	-20.3	31.2	11.5
매출원가	165.9	153.5	125.1	153.7	167.1
매출총이익	36.5	27.3	19.0	35.3	43.7
판매관리비	29.5	26.1	21.9	26.7	28.2
영업이익	**7.0**	**1.1**	**-2.9**	**8.6**	**15.5**
영업이익률	3.4	0.6	-2.0	4.5	7.4
금융손익	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.8	-2.1	3.3	3.1	2.8
세전계속사업이익	9.7	-0.9	0.7	11.8	18.7
법인세비용	3.6	0.5	0.2	2.8	4.5
당기순이익	**6.2**	**-1.4**	**0.5**	**9.0**	**14.2**
지배주주지분 순이익	6.2	-1.4	0.5	9.0	14.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	243.3	235.3	236.6	249.6	263.4
현금및현금성자산	43.0	32.8	54.7	67.6	75.2
매출채권	43.9	41.1	36.9	40.4	41.7
재고자산	129.0	131.9	118.5	112.6	116.5
비유동자산	258.8	258.2	256.7	255.4	253.8
유형자산	253.5	251.4	250.1	248.5	246.8
무형자산	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
투자자산	3.1	4.2	4.0	4.2	4.4
자산총계	**502.1**	**493.6**	**493.3**	**505.0**	**517.2**
유동부채	23.7	17.6	36.8	37.0	34.5
매입채무	14.8	10.4	9.9	13.0	14.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	20.0	15.0	10.0
비유동부채	39.1	38.8	19.7	22.8	24.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	20.0	20.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**62.8**	**56.4**	**56.4**	**59.7**	**58.6**
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	-10.0	-10.0	-7.9	-5.9	-3.8
이익잉여금	434.6	432.4	430.1	436.3	447.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**439.3**	**437.2**	**436.9**	**445.1**	**458.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**16.0**	**0.6**	**25.1**	**23.5**	**17.0**
당기순이익(손실)	6.2	-1.4	0.5	9.0	14.2
유형자산상각비	3.7	3.7	4.3	4.3	4.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-1.7	-6.8	19.3	9.3	-2.0
투자활동 현금흐름	**-0.4**	**-6.6**	**-0.1**	**-2.5**	**-1.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-2.9	-13.9	-3.0	-2.7	-2.4
투자자산의감소(증가)	1.3	-1.1	0.2	-0.3	-0.1
재무활동 현금흐름	**-6.5**	**-3.4**	**-3.2**	**-8.1**	**-8.0**
차입금의 증감	-3.1	0.0	-0.0	-5.0	-5.0
자본의 증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	8.6	-10.2	21.8	12.9	7.7
기초현금	34.4	43.0	32.8	54.7	67.5
기말현금	43.0	32.8	54.7	67.5	75.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,076	6,320	5,035	6,608	7,369
EPS(지배주주)	216	-49	17	314	496
CFPS	604	271	193	573	800
EBITDAPS	373	169	48	449	689
BPS	15,359	15,286	15,277	15,564	16,034
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	1.4	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	48.0	-150.6	474.6	26.2	16.6
PCR	17.1	27.0	42.5	14.3	10.3
PSR	1.5	1.2	1.6	1.2	1.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	10.7	4.8	1.4	12.9	19.7
EV/EBITDA	23.4	38.1	138.0	13.2	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-0.3	0.1	2.0	3.1
EBITDA 이익률	5.3	2.7	1.0	6.8	9.4
부채비율	14.3	12.9	12.9	13.4	12.8
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	10.6	3.1	-8.2	27.3	69.1
매출채권회전율(x)	4.4	4.3	3.7	4.9	5.1
재고자산회전율(x)	1.6	1.4	1.2	1.6	1.8

두산밥캣(241560) '다름'의 미학은 결국 실적

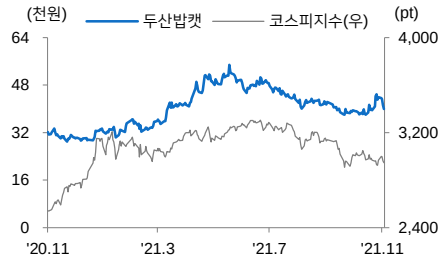
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	51,000원
현재주가 (11월 18일)	39,900원
상승여력	27.8%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	39,999억원
발행주식수	10,025만주
유동주식비율	48.91%
외국인비중	25.56%
52주 최고/최저가	54,800원/29,000원
평균거래대금	100.5억원
주요주주(%)	
두산중공업 외 2 인	51.06
국민연금공단	7.13

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.9	4.0
6개월	-20.2	-14.1
12개월	26.9	9.6

주가그래프



3Q21 건설기계 업종 내 가장 우수한 실적, 업종 전반의 Peak-out 우려로 주가는 동조화

- 3Q21 연결 매출액 1조 5,463억원(+42.5% YoY), 영업이익 1,296억원(+16.5% YoY)으로 업종 내 우수한 실적
- 매출액 급증은 74% 비중을 차지하는 북미 판매 호조(+23.1% YoY)는 물론 아시아/남미/호주 등 전반적인 경기회복 효과와 함께 산업차량 편입효과가 반영된 결과. 산업차량을 제외해도 +17% YoY 영업이익 증가
- 문제는 건설기계 최대시장인 중국의 Peak-out 우려가 업계 전반의 주가 상승을 제한한다는 점

(북미시장 호조 + 유럽 경기 개선 + 신흥시장 영업 강화) > (중국 시장 역성장 + 물류 병목 현상)

- 북미시장 Compact(총 매출의 95%), 농경장비 판매호조와 유로존의 건설지표 개선은 2022년에도 지속 전망
- 중국시장의 비중이 절대적인 동종업계와의 차별성은 실적으로 입증해야, 2022년 영업이익률 9.6% 전망

투자의견 Buy 유지, 적정주가 51,000원 제시

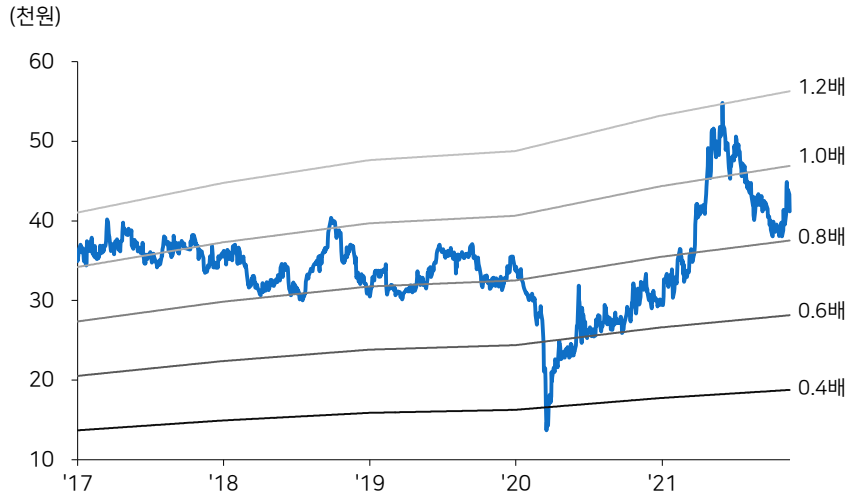
- 적정주가는 12개월 선행 PBR 1.1배, PER 15배 수준(현대건설기계 Target PBR 0.9배)
- 2021년 두산산업차량 인수에 따른 일시적 부채증가는 2022년 말 순차입금비율 13.9%로 빠르게 개선 전망
- 2022년 산업차량과의 시너지가 가시화되면, 동종업계 대비 차별성 부각 가능. SCM 규모의 경제 시현 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,509.6	477.0	272.1	2,714	2.9	39,692	12.7	0.9	6.9	7.1	68.5
2020	4,282.1	393.9	247.5	2,468	-9.1	40,637	12.0	0.7	6.2	6.1	70.9
2021E	5,553.8	569.0	320.3	3,196	29.5	44,832	12.5	0.9	6.8	7.5	93.2
2022E	6,227.4	596.7	343.3	3,425	7.2	49,353	11.6	0.8	6.3	7.3	87.2
2023E	6,495.0	622.0	366.9	3,660	6.9	54,010	10.9	0.7	5.5	7.1	77.8

두산밥캣

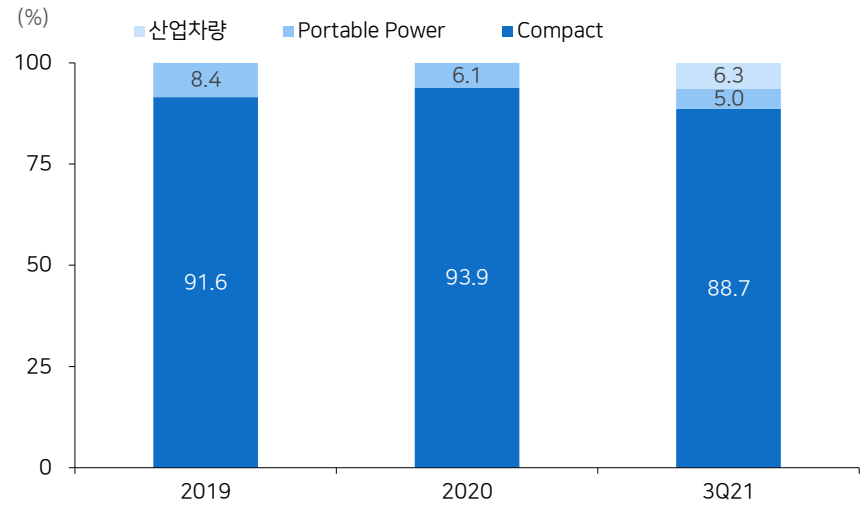
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		1,064.2	963.8	1,084.9	1,169.1	1,224.8	1,283.6	**1,546.3**	1,499.1	1,387.1	1,482.5	1,733.9	1,624.0	4,282.1	5,553.8	**6,227.4**
영업이익		86.8	64.3	111.2	131.5	171.3	140.1	**129.6**	128.0	165.4	156.5	147.8	127.0	393.9	569.0	**596.7**
세전이익		65.3	55.1	105.7	129.6	163.1	126.8	**80.2**	101.0	144.0	146.1	103.2	111.6	355.8	471.1	**504.9**
당기순이익		33.5	41.2	69.0	103.8	115.4	92.9	**54.4**	57.7	97.9	99.4	70.2	75.9	247.5	320.3	**343.3**
지배주주순이익		33.5	41.2	69.0	103.8	115.4	92.9	**54.4**	57.7	97.9	99.4	70.2	75.9	247.5	320.3	**343.3**
매출액 증가율	YoY	0.2	-19.1	-3.8	3.6	15.1	33.2	**42.5**	28.2	13.2	15.5	12.1	8.3	-5.0	29.7	**12.1**
	QoQ	-5.7	-9.4	12.6	7.8	4.8	4.8	**20.5**	-3.1	-7.5	6.9	17.0	-6.3			
영업이익 증가율	YoY	-23.4	-59.1	0.8	36.7	97.3	117.9	**16.5**	-2.7	-3.4	11.7	14.0	-0.7	-17.4	44.5	**4.9**
	QoQ	-9.8	-26.0	73.0	18.2	30.2	-18.2	**-7.5**	-1.3	29.2	-5.4	-5.6	-14.0			
영업이익률		8.2	6.7	10.3	11.2	14.0	10.9	**8.4**	8.5	11.9	10.6	8.5	7.8	9.2	10.2	**9.6**
순이익률		3.2	4.3	6.4	8.9	9.4	7.2	**3.5**	3.8	7.1	6.7	4.0	4.7	5.8	5.8	**5.5**

두산밥캣 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산밥캣 매출 비중 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

두산밥캣(241560)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**4,509.6**	**4,282.1**	**5,553.8**	**6,227.4**	**6,495.0**
매출액증가율 (%)	13.6	-5.0	29.7	12.1	4.3
매출원가	3,529.4	3,392.2	4,405.9	4,981.5	5,158.6
매출총이익	980.1	889.9	1,147.9	1,245.9	1,336.4
판매관리비	503.1	496.0	579.0	649.2	714.5
영업이익	**477.0**	**393.9**	**569.0**	**596.7**	**622.0**
영업이익률	10.6	9.2	10.2	9.6	9.6
금융손익	-52.8	-28.6	-90.1	-76.8	-68.9
종속/관계기업손익	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-19.2	-9.4	-7.8	-15.0	-13.5
세전계속사업이익	404.9	355.8	471.1	504.9	539.6
법인세비용	132.8	108.4	150.8	161.6	172.7
당기순이익	**272.1**	**247.5**	**320.3**	**343.3**	**366.9**
지배주주지분 순이익	272.1	247.5	320.3	343.3	366.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,519.6	1,862.0	2,856.2	3,435.5	3,822.5
현금및현금성자산	212.4	782.2	892.1	979.1	1,116.6
매출채권	281.0	238.8	437.4	543.5	590.2
재고자산	809.0	659.8	1,208.5	1,501.6	1,630.6
비유동자산	5,184.6	5,098.6	5,828.5	5,824.7	5,802.9
유형자산	529.1	553.8	883.6	888.5	882.1
무형자산	4,366.0	4,271.1	4,614.0	4,597.5	4,577.6
투자자산	30.3	36.2	46.9	52.5	54.8
자산총계	**6,704.2**	**6,960.6**	**8,684.6**	**9,260.2**	**9,625.3**
유동부채	1,139.1	1,011.8	1,480.1	1,629.6	1,680.0
매입채무	522.8	411.6	582.7	653.4	681.5
단기차입금	0.0	0.0	93.0	83.0	73.0
유동성장기부채	21.9	25.3	30.3	25.3	20.3
비유동부채	1,586.0	1,875.1	2,710.3	2,683.1	2,530.9
사채	0.0	321.1	351.1	361.1	311.1
장기차입금	749.0	696.0	1,316.0	1,216.0	1,066.0
부채총계	**2,725.2**	**2,886.8**	**4,190.3**	**4,312.7**	**4,210.9**
자본금	49.9	46.9	46.9	46.9	46.9
자본잉여금	3,009.0	2,827.6	2,827.6	2,827.6	2,827.6
기타포괄이익누계액	-262.8	-67.5	112.9	302.9	503.2
이익잉여금	1,389.6	1,461.0	1,701.1	1,964.3	2,230.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**3,979.1**	**4,073.8**	**4,494.3**	**4,947.5**	**5,414.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**485.7**	**565.3**	**116.5**	**263.2**	**417.8**
당기순이익(손실)	272.1	247.5	320.3	343.3	366.9
유형자산상각비	77.8	90.0	100.2	93.1	98.6
무형자산상각비	34.6	40.0	57.1	56.5	55.9
운전자본의 증감	-2.8	117.3	-398.3	-239.5	-113.6
투자활동 현금흐름	**-345.9**	**-238.9**	**-759.4**	**8.2**	**15.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-132.0	-117.5	-430.0	-98.0	-92.2
투자자산의감소(증가)	-7.4	-5.9	-10.7	-5.7	-2.3
재무활동 현금흐름	**-493.1**	**242.4**	**757.9**	**-179.8**	**-291.6**
차입금의 증감	-269.2	272.1	757.9	-99.6	-211.4
자본의 증가	-104.3	-184.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-354.3	582.6	109.9	87.0	137.5
기초현금	566.7	199.6	782.2	892.1	979.1
기말현금	212.4	782.2	892.1	979.1	1,116.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	44,983	42,714	55,400	62,119	64,788
EPS(지배주주)	2,714	2,468	3,196	3,425	3,660
CFPS	5,906	5,334	7,215	7,338	7,649
EBITDAPS	5,880	5,226	7,245	7,444	7,745
BPS	39,692	40,637	44,832	49,353	54,010
DPS	1,200	0	800	800	1,000
배당수익률(%)	3.5	0.0	2.0	2.0	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	12.0	12.5	11.6	10.9
PCR	5.8	5.6	5.5	5.4	5.2
PSR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDA	589.5	523.9	726.3	746.3	776.4
EV/EBITDA	6.9	6.2	6.8	6.3	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	6.1	7.5	7.3	7.1
EBITDA 이익률	13.1	12.2	13.1	12.0	12.0
부채비율	68.5	70.9	93.2	87.2	77.8
금융비용부담률	1.0	1.0	1.2	1.3	1.1
이자보상배율(x)	10.1	8.9	8.5	7.3	8.3
매출채권회전율(x)	16.4	16.5	16.4	12.7	11.5
재고자산회전율(x)	6.3	5.8	5.9	4.6	4.1

현대로템(064350) 좋아지는 것은 맞지만, 너무 더디다

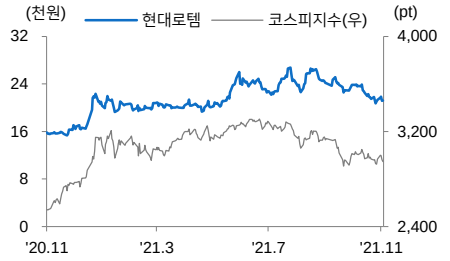
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	22,000원
현재주가 (11월 18일)	21,200원
상승여력	3.8%
KOSPI	2,947.38pt
시가총액	23,138억원
발행주식수	10,914만주
유동주식비율	65.89%
외국인비중	3.87%
52주 최고/최저가	26,750원/15,350원
평균거래대금	317.7억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 3 인	33.77

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-11.1	-9.3
6개월	1.4	9.2
12개월	35.9	17.4

주가그래프



3Q21 수익성 부진은 충당금 설정이 원인, 향후 손익 불확실성은 제거되는 모습

- 3Q21 연결 매출액 7,104억원(+2.5% YoY), 영업이익 79억원(-74.6% YoY)으로 컨센서스 하회
- 레일솔루션과 디펜스솔루션에서 170억원의 충당금 설정이 원인. 디펜스솔루션의 K-2 지체상금 규모가 예상보다 대폭 감소함에 따라, 손익 불확실성은 제거될 전망
- 2018~19년에 겪었던 급격한 실적 변동성은 1Q20부터 확연히 안정화되는 모습, 문제는 Valuation 부담

2022년 연 매출액 3.11조원(+9.0% YoY), 영업이익률 4.1%로 개선 예상

- 3Q21 누적 수주액은 1.72조원(레일솔루션 0.74조원, 디펜스 0.71조원, 에코플랜트 0.27조원), 수주잔고는 2020년 말과 유사한 9.0조원 보유. 2022년 예상 매출액 대비 2.9년치 일감에 해당
- 잔고의 76.9%를 차지하는 레일솔루션의 매출 개선 시급. 매출 2조원 체제로 올라서는 시기는 2023년 전망

투자의견 Hold 유지, 적정주가 22,000원 제시

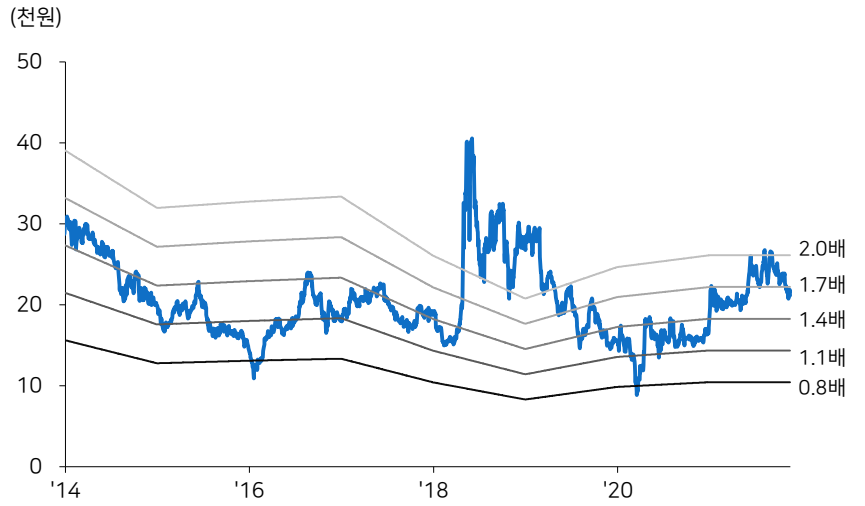
- 적정주가는 12개월 선행 PBR 1.6배(남북경협기를 제외한 5년 평균) 수준, 자본 확충을 통해 순차입금 비율은 2022년 40.6%로 재무구조 안정세는 지속 예상.
- 2022~23년 예상 ROE는 평균 5.7%로 Valuation 재평가는 단기에는 무리

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,459.4	-279.9	-354.3	-4,168	15.5	9,695	-3.7	1.6	-12.6	-37.9	362.6
2020	2,785.3	82.1	31.0	325	-105.6	12,493	52.9	1.4	19.7	2.8	211.8
2021E	2,850.3	89.2	57.8	529	104.7	13,166	40.0	1.6	24.8	4.1	203.0
2022E	3,105.8	126.7	81.4	746	40.9	14,056	28.4	1.5	18.3	5.5	195.3
2023E	3,162.1	136.8	91.6	839	12.4	15,039	25.3	1.4	16.7	5.8	180.2

현대로템

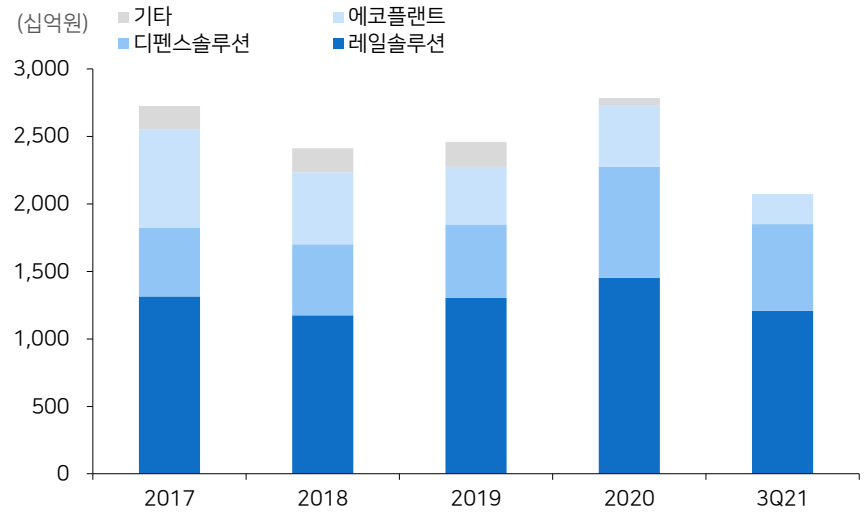
(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		670.5	656.6	693.2	765.0	653.4	710.7	710.4	775.8	766.4	737.9	800.2	801.3	2,785.3	2,850.3	3,105.8
영업이익		11.7	25.6	31.1	13.7	25.8	15.8	7.9	39.7	34.2	33.6	31.9	27.0	82.1	89.2	126.7
세전이익		-15.7	33.4	2.1	-4.8	6.3	15.0	6.9	28.2	26.6	30.8	24.0	14.7	15.0	56.4	96.1
당기순이익		-7.4	24.5	4.6	0.8	5.2	14.3	6.2	26.8	20.5	23.7	18.5	11.3	22.4	52.5	74.0
지배주주순이익		-5.0	26.5	9.0	0.5	7.7	16.1	6.9	27.1	22.5	26.1	20.3	12.5	31.0	57.8	81.4
매출액 증가율	YoY	13.6	3.9	8.8	27.5	-2.5	8.2	2.5	1.4	17.3	3.8	12.6	3.3	13.3	2.3	9.0
	QoQ	11.7	-2.1	5.6	10.3	-14.6	8.8	0.0	9.2	-1.2	-3.7	8.4	0.1			
영업이익 증가율	YoY	918.3	흑전	흑전	흑전	121.1	-38.4	-74.6	190.8	32.4	113.2	302.3	-31.9	흑전	8.7	42.0
	QoQ	흑전	119.3	21.7	-56.1	88.9	-38.9	-49.7	401.4	-14.0	-1.6	-5.2	-15.1			
영업이익률		1.7	3.9	4.5	1.8	3.9	2.2	1.1	5.1	4.5	4.6	4.0	3.4	2.9	3.1	4.1
순이익률		-1.1	3.7	0.7	0.1	0.8	2.0	0.9	3.5	2.7	3.2	2.3	1.4	0.8	1.8	2.4

현대로템 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대로템 매출 비중 추이



주: 2021년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대로템(064350)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**2,459.4**	**2,785.3**	**2,850.3**	**3,105.8**	**3,162.1**
매출액증가율 (%)	2.0	13.3	2.3	9.0	1.8
매출원가	2,553.2	2,540.8	2,594.9	2,792.8	2,835.6
매출총이익	-93.8	244.5	255.4	313.0	326.5
판매관리비	186.1	162.4	166.2	186.4	189.7
영업이익	**-279.9**	**82.1**	**89.2**	**126.7**	**136.8**
영업이익률	-11.4	2.9	3.1	4.1	4.3
금융손익	-41.8	-46.1	-36.9	-33.1	-29.9
종속/관계기업손익	1.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-28.6	-20.8	4.4	2.8	1.4
세전계속사업이익	-349.4	15.0	56.5	96.2	108.1
법인세비용	6.3	-7.4	4.0	22.1	24.9
당기순이익	**-355.7**	**22.4**	**52.5**	**74.0**	**83.2**
지배주주지분 순이익	-354.3	31.0	57.8	81.4	91.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,709.2	2,778.3	2,876.8	3,027.8	3,065.5
현금및현금성자산	382.5	338.7	266.5	300.5	313.5
매출채권	387.7	339.0	362.8	379.0	382.4
재고자산	264.5	251.0	268.5	280.6	283.1
비유동자산	1,375.1	1,419.1	1,408.4	1,413.6	1,425.9
유형자산	1,074.9	1,161.5	1,177.9	1,193.3	1,211.4
무형자산	93.1	82.9	75.1	68.2	62.1
투자자산	36.1	42.7	42.9	44.0	44.2
자산총계	**4,084.3**	**4,197.4**	**4,285.2**	**4,441.4**	**4,491.3**
유동부채	2,292.0	2,230.3	2,117.3	2,187.4	2,173.8
매입채무	340.0	377.1	301.7	323.3	328.0
단기차입금	364.2	401.3	471.3	451.3	441.3
유동성장기부채	462.3	405.3	245.3	215.3	185.3
비유동부채	909.4	620.9	753.6	749.8	714.5
사채	568.8	354.5	389.5	374.5	354.5
장기차입금	86.1	0.0	95.0	95.0	75.0
부채총계	**3,201.4**	**2,851.2**	**2,870.8**	**2,937.2**	**2,888.2**
자본금	425.0	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	408.7	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	-3.4	267.5	283.2	299.0	314.7
이익잉여금	-156.6	-119.9	-62.1	19.3	110.8
비지배주주지분	58.8	-17.3	-22.6	-30.0	-38.3
자본총계	**882.9**	**1,346.2**	**1,414.4**	**1,504.2**	**1,603.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-200.9**	**56.4**	**-73.6**	**143.6**	**134.5**
당기순이익(손실)	-355.7	22.4	52.5	74.0	83.2
유형자산상각비	60.2	29.7	18.6	18.6	18.8
무형자산상각비	23.7	14.5	13.9	12.6	11.5
운전자본의 증감	-128.5	12.0	-176.4	24.5	8.6
투자활동 현금흐름	**-13.6**	**-75.1**	**-38.5**	**-44.5**	**-41.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-18.6	-30.6	-35.0	-34.0	-36.8
투자자산의감소(증가)	-5.4	-6.7	-0.5	-1.3	-0.4
재무활동 현금흐름	**230.8**	**-21.7**	**39.8**	**-65.1**	**-80.2**
차입금의 증감	112.2	-334.9	39.8	-65.1	-80.2
자본의 증가	0.3	231.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.6	-43.8	-72.2	34.0	13.0
기초현금	367.9	382.5	338.7	266.5	300.5
기말현금	382.5	338.7	266.5	300.5	313.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,934	29,219	26,116	28,457	28,973
EPS(지배주주)	-4,168	325	529	746	839
CFPS	-376	789	1,240	1,553	1,620
EBITDAPS	-2,307	1,325	1,115	1,446	1,530
BPS	9,695	12,493	13,166	14,056	15,039
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.7	52.9	40.0	28.4	25.3
PCR	-41.5	21.8	17.1	13.7	13.1
PSR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	1.6	1.4	1.6	1.5	1.4
EBITDA	-196.1	126.3	121.7	157.8	167.0
EV/EBITDA	-12.6	19.7	24.8	18.3	16.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-37.9	2.8	4.1	5.5	5.8
EBITDA 이익률	-8.0	4.5	4.3	5.1	5.3
부채비율	362.6	211.8	203.0	195.3	180.2
금융비용부담률	2.0	1.3	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	-5.7	2.3	2.8	4.0	4.6
매출채권회전율(x)	6.6	7.7	8.1	8.4	8.3
재고자산회전율(x)	10.4	10.8	11.0	11.3	11.2

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 하시기 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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

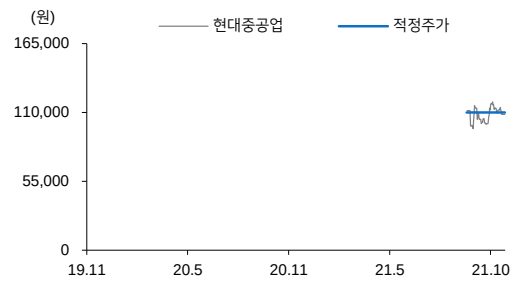
2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.09.16	기업분석	Buy	110,000	김현	-1.9	7.7
2021.11.19	산업분석	Buy	130,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

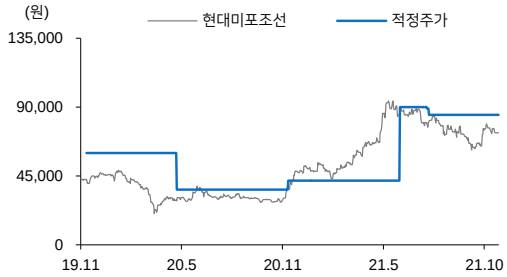


현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	60,000	김현	-36.1	-19.0
2020.04.28	산업분석	Buy	36,000	김현	-13.1	6.4
2020.11.13	산업분석	Buy	42,000	김현	40.9	124.0
2021.05.31	산업분석	Hold	90,000	김현	-5.2	-0.3
2021.07.19	산업브리프	Hold	89,000	김현	-11.9	-10.0
2021.07.22	기업브리프	Hold	85,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

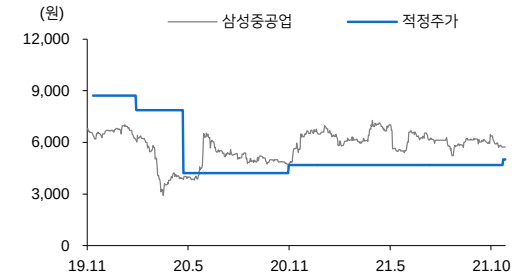


삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	8,712	김현	-24.1	-19.5
2020.02.04	기업브리프	Buy	7,869	김현	-39.6	-18.5
2020.04.28	산업분석	Hold	4,215	김현	20.1	55.3
2020.11.02	기업브리프	Hold	4,684	김현	32.4	55.4
2021.11.02		1년 경과			25.1	30.7
2021.11.19	산업분석	Hold	5,700	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

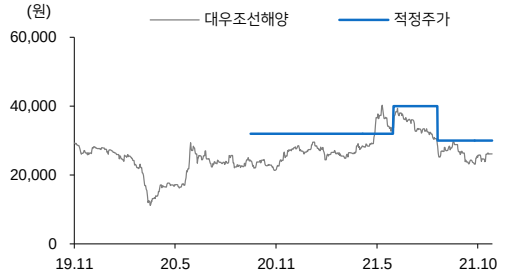


대우조선해양 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.09.18	기업분석	Buy	32,000	김현	-14.4	25.9
2021.05.31	산업분석	Buy	40,000	김현	-13.8	-1.5
2021.08.18	기업브리프	Hold	30,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

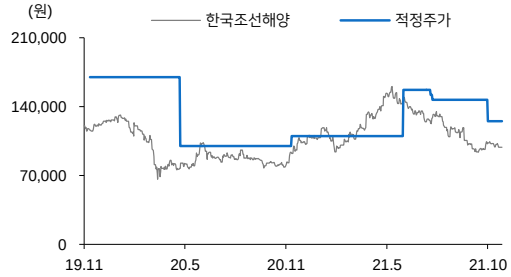


한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	170,000	김현	-37.1	-22.6
2020.04.28	산업분석	Buy	100,000	김현	-13.1	3.5
2020.11.13	산업분석	Buy	110,000	김현	8.5	45.9
2021.05.31	산업분석	Hold	157,000	김현	-13.9	-4.8
2021.07.19	산업브리프	Hold	152,000	김현	-18.1	-15.8
2021.07.22	기업브리프	Hold	147,000	김현	-23.5	-8.2
2021.10.29	산업브리프	Hold	125,000	김현	-18.9	-16.4
2021.11.19	산업분석	Hold	120,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

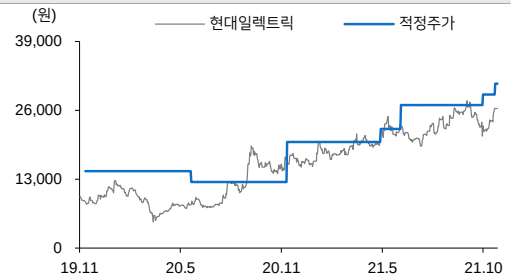


현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	14,500	김현	-38.5	-12.4
2020.05.26	산업분석	Buy	12,500	김현	-2.5	54.0
2020.11.13	산업분석	Buy	20,000	김현	-8.8	7.8
2021.04.29	기업브리프	Buy	22,500	김현	-0.1	10.4
2021.06.04	산업분석	Buy	27,000	김현	-14.2	3.0
2021.10.28	기업브리프	Buy	29,000	김현	-18.7	-9.1
2021.11.19	산업분석	Buy	31,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

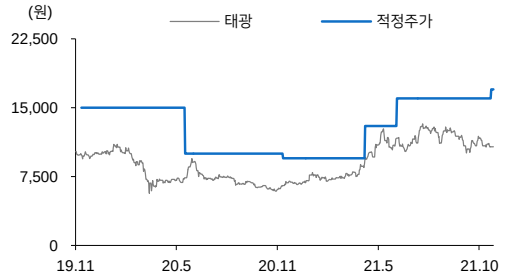


태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	15,000	김현	-41.7	-26.7
2020.05.22	산업브리프	Buy	10,000	김현	-28.7	-5.5
2020.11.13	산업분석	Buy	9,500	김현	-22.5	-6.1
2021.04.08	산업브리프	Buy	13,000	김현	-16.8	-2.3
2021.06.04	산업분석	Buy	16,000	김현	-27.2	-17.2
2021.11.19	산업분석	Buy	17,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

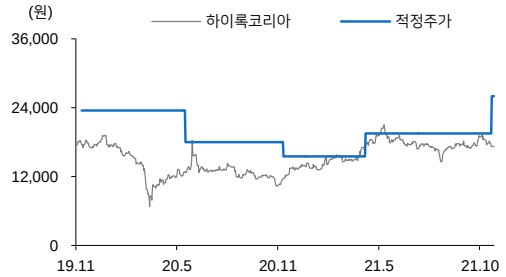


하이록코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	23,500	김현	-38.3	-18.3
2020.05.22	산업브리프	Buy	18,000	김현	-28.7	1.7
2020.11.13	산업분석	Buy	15,500	김현	-7.3	10.3
2021.04.08	산업브리프	Buy	19,500	김현	-8.7	7.7
2021.11.19	산업분석	Buy	26,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

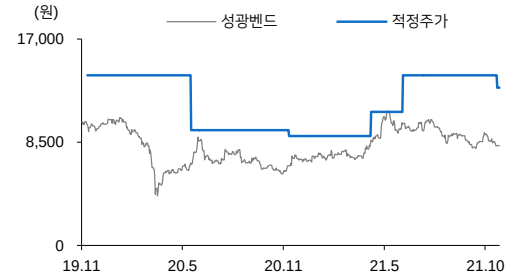


성광벤드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	14,000	김현	-41.7	-24.6
2020.05.22	산업브리프	Buy	9,500	김현	-25.8	-6.0
2020.11.13	산업분석	Buy	9,000	김현	-18.2	-6.8
2021.04.08	산업브리프	Buy	11,000	김현	-11.7	0.5
2021.06.04	산업분석	Buy	14,000	김현	-34.2	-26.1
2021.11.19	산업분석	Buy	13,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

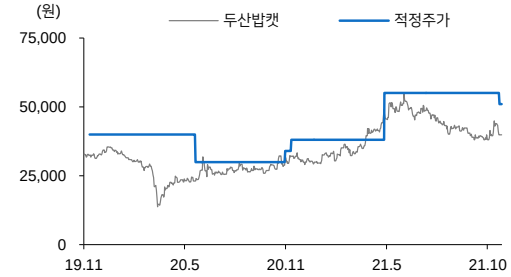


두산밥캣 (241560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

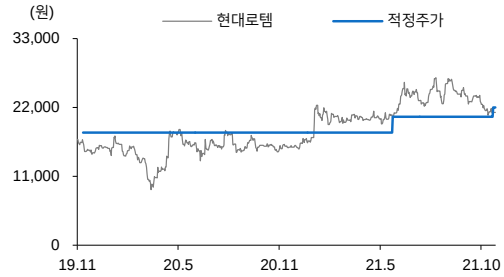
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Buy	40,000	김현	-30.9	-11.3
2020.05.26	산업분석	Buy	30,000	김현	-8.8	7.2
2020.11.02	산업브리프	Buy	34,000	김현	-8.6	-4.9
2020.11.13	산업분석	Buy	38,000	김현	-9.3	29.3
2021.04.28	기업브리프	Buy	55,000	김현	-18.5	-0.4
2021.11.19	산업분석	Buy	51,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.19	산업분석	Hold	18,000	김현	-14.9	2.8
2020.11.19		1년 경과			7.8	24.2
2021.05.24	기업브리프	Hold	20,500	김현	15.3	30.5
2021.11.19	산업분석	Hold	22,000	김현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이