Green Industry

(Overweight)

유진투자증권

2 0 하 반 기
2 2 산업전망

30 May 2022

신냉전시대, 해상풍력 고속 성장기 진입



Green Industry 한병화
Tel. 02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

Contents

1 러시아발 신냉전 체제의 효과 06

2 재생에너지 성장 모멘텀 커져 09

3 육상 풍력 턴어라운드
해상풍력 고속 성장기 진입 12

4 추천주 27

씨에스윈드(112610.KS)

삼강엠앤티(100090.KQ)

동국S&C(100130.KQ)

Executive Summary

글로벌 해상풍력시장 고속 성장기 진입

- 코로나 이후 급등했던 글로벌 풍력 관련주들의 주가가 1년 이상 하락한 상태이다. 하락의 원인은 1) 원재료 가격의 상승에 따른 실적 악화 2) 락다운, 운송 조건 악화 등 코로나 여파로 인한 공급망 이슈 3) 미국의 그린부양안 통과 지연 때문이다. 중국을 제외한 글로벌 풍력 시장은 2030년까지 연평균 9.6% 증가할 것으로 추정된다. 특히 해상풍력은 연평균 25.7% 증가하며 시장 성장을 견인할 것으로 판단된다.

- 하반기에도 위의 요인들의 영향이 남아 있겠지만, 둔화되고 있고 일부는 해결될 가능성도 있다. 풍력 등 재생에너지 시장의 업황이 바닥을 지나고 있다고 판단한다. 그 이유는 1) 원재료가 상승에 대응하기 위해 터빈 메이커들은 판매 단가 인상을 시작했고, 2) 코로나에 대한 주요 국가들의 대응이 봉쇄보다는 경제활동 지속으로 변하고 있으며 3) 미국의 그린부양안이 3분기내로 통과될 가능성이 높아졌고 4) 러시아발 전쟁여파로 유럽은 해상풍력, 태양광 등 재생에너지 확보가 정책의 최우선 순위로 부상하고 있기 때문이다.

- 러시아의 우크라이나 침공은 전세계가 신냉전 체제로 진입함을 의미한다. 전쟁이 끝나는 것과 상관없이 유럽은 러시아로부터의 에너지 의존을 탈피하기 위한 정책들을 쏟아 붓고 있다. 자체적인 에너지 독립을 달성하는 것이 유럽뿐 아니라 모든 국가들의 공통 관심사가 되었다. 러시아와 중국의 밀월 강도는 더 높아질 것이고, 서방국가들과의 대립은 오랜기간 지속될 수 밖에 없는 형국이다. 제재에도 불구하고 루블화가 사상 최고치를 기록하는 등 러시아의 저항이 수그러들 기미가 보이지 않는다.

Top Pick

- **씨에스윈드(투자의견 BUY, 목표주가 10만원):** 글로벌 1위 타워 업체로 업황 호전에 가장 민감하다. 또한 신규 인수한 미국과 포르투갈 공장의 생산성이 하반기로 갈수록 개선되기 때문에 이익률도 안정화 될 것이다.
- **삼강엠앤티(투자의견 BUY, 목표주가 4만원):** 해상풍력 하부구조물 사업이 호흡이 긴 호황기에 진입했다. 대만 중심의 시장이 대한민국, 일본, 미국, 호주 등으로 확산되고 있다. 내년부터 관련 수주가 커질 것이다.
- **동국S&C(투자의견 BUY, 목표주가 1.2만원):** 10년만에 해상풍력 등 대형 풍력 터빈용 타워 공장 증설을 하고 있다. 또한 타워 수출의 대부분을 차지하는 미국 시장에서 상대적으로 낮은 관세율로 수출이 증가하고 있다. 미국 풍력 시장이 보조금 연장으로 정상화되면 추가적인 성장을 기록할 것이다.

편집상의 공백페이지입니다

01

러시아발 신냉전 체제의 효과

러시아, 글로벌 에너지시장의 황제

시장 판도 뒤바꿀 러시아발 혼란

러시아, 글로벌 원유, 가스, 석탄 생산대국

석유(백만톤)			천연가스(bcm)			석탄(백만톤)		
순번	국가	생산량	순번	국가	생산량	순번	국가	생산량
1	미국	713	1	미국	915	1	중국	3,902
2	**러시아**	**524**	**2**	**러시아**	**639**	2	인도	756
3	사우디 아라비아	520	3	이란	251	3	인도네시아	563
4	캐나다	252	4	중국	194	4	미국	485
5	이라크	202	5	카타르	171	5	호주	477
6	중국	195	6	케나다	165	**6**	**러시아**	**400**
7	UAE	166	7	호주	143	7	남아공	248
8	브라질	159	8	사우디 아라비아	112	8	카자흐스탄	113
9	이란	143	9	노르웨이	112	9	독일	107
10	쿠웨이트	130	10	알제리	82	10	폴란드	101

자료: BP, 유진투자증권

- 러시아와 우크라이나의 전쟁은 국지전에 불과하지만, 글로벌 에너지시장에 미치는 영향은 막대하다. 전쟁이 종료되어도 러시아에 대한 제재가 풀릴 가능성이 낮기 때문이다. 중국과의 암묵적인 동맹 구도가 형성되어 있어 신냉전 체제의 도래는 현실이 되었다.
- 러시아는 글로벌 원유 생산 2위 국가로 2020년 5.2억 환산톤을 생산했고, 천연가스도 글로벌 2위 생산국이다. 석탄은 6위 생산국가이다. 러시아에 대한 에너지 제재의 효과가 클 수 밖에 없다. 러시아 수출의 일정분을 중국, 인도 등이 흡수해 주겠지만, 물류까지 제재 대상이기 때문에 수출이 정상화되는 것은 불가능하다고 판단된다.
- EU의 러시아 에너지 의존도가 높기 때문에 가장 먼저 에너지 자립을 위한 정책들이 만들어지고 있다. 이외에도 수입의존도가 높은 국가들의 자체적인 에너지를 확보하기 위한 정책 랠리가 진행될 것이다.

EU, REpowerEU 발표

최종 확정된 EU의 REpowerEU 계획

비고	내용		
목적	에너지 공급처 다양화를 통해 러시아 의존도 종식. 재생 에너지 전환 가속화		
	러시아 의존도 하락 위해 2027년까지 2,100억 유로의 추가적인 투자 필요		
(1) 에너지 절약	**Fit For 55에서 수립한 에너지 효율 목표를 9%에서 13%로 상향**		
	가스 믹 석유 수요를 5% 줄일 수 있는 단기 계획 수립		
	에너지 효율적인 난방 시스템, 건물 단열재, 가전 제품 등에 부가세 인하와 같은 장려 정책 실시		
(2) 공급다변화	가스, LNG, 수소의 EU 차원에서의 공동 구매 플랫폼 구축 및 공동 구매 매커니즘 개발		
	에너지 수급 다양화를 촉진하고 수소, 기타 녹색 기술에 대한 협력을 포함하여 에너지 공급 업체와 장기적 파트너십 구축		
	지중해 및 북해에 주요 수소 시설 개발		
(3) 신재생 에너지 보급 가속화	**Fit For 55에서 수립한 재생에너지 비율을 40%에서 45%로 상향**		
	빠르고 간편한 허가 절차를 위한 'go-to area' 지정 등의 새로운 법률 및 권장 사항 수립.		
	히트펌프 설치 비율을 두배로 늘리고(1,000만개) 현대화된 지역 및 공동 난방 시스템에 지열 및 태양열 에너지 통합		
	2030년까지 바이오메탄 35bcm 생산, 17bcm 가스 수입 대체		
	2030년까지 풍력 480GW, 태양광 600GW 확보		
	태양광	2027년까지 태양광을 통해 9bcm 가스 수요 대체	
		인허가 과정을 최대 3개월로 한정하여 승인 절차 신속성 부여	
		지붕 태양광 패널 설치 의무화	2026년까지 250㎡ 이상 신규 공공, 상업 빌딩 2027년까지 250㎡ 이상 기존 공공, 상업 빌딩 2029년까지 신규 주거용 건물
		지붕 태양광 패널은 계획 첫 해 19TWh 전기 생산(Fir For 55보다 36% 많은 수치) 2025년까지 58TWh의 추가 전기 생성(Fit For 55보다 2배 이상)	
	수소	2025년까지 17.5GW 수전해 시설 설립	
		2030년까지 유럽 내 재생수소 1,000만톤 생상 및 1,000만톤 수입	
		재상 가능한 수소의 정의 및 생산의 관한 두 가지 위임법률 제정 계획	
		수소 프로젝트 가속화를 위해 2억 유로의 추가 자금 연구에 배정	
		2022년 여름까지 첫번째 EU 차원의 대규모 수소 프로젝트 승인	

자료: Eu,유진투자증권

EU는 에너지 자립이 가장 중요한 정책 우선순위

- EU는 러시아 에너지 의존을 탈피하기 위해 Repower EU를 발표했다.
- 풍력, 태양광 설치량을 대폭 상향하고, 수소생산을 확대해서 에너지 자립도를 높이는 것이 EU의 정책 우선 순위가 되었다.

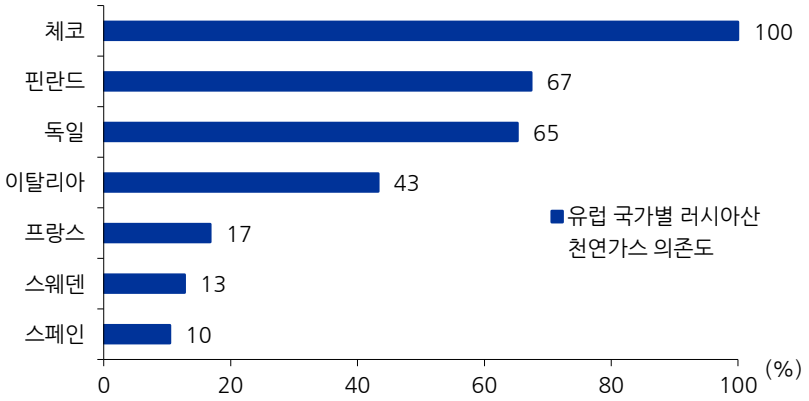
02

재생에너지 성장 모멘텀 커져

재생에너지 확대 당위성 증가

탄소중립 이어 에너지 자립 위한 최적의 수단이 재생에너지

EU 국가별 러시아 천연가스 의존도

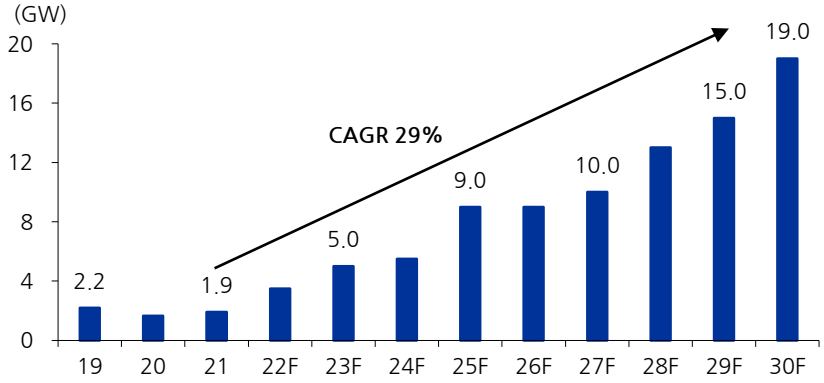


자료: EC, 유진투자증권

- **러시아에 절대적으로 의존해온 EU**
  EU는 러시아에 천연가스 약 41%, 석탄 42%, 원유 25%를 의존해왔다. 러시아의 크림반도 병합이 있었던 2015년 이에 대한 경고가 있었지만, 독일은 오히려 노드스트림2를 강행하면서 의존도는 더 높아졌다.

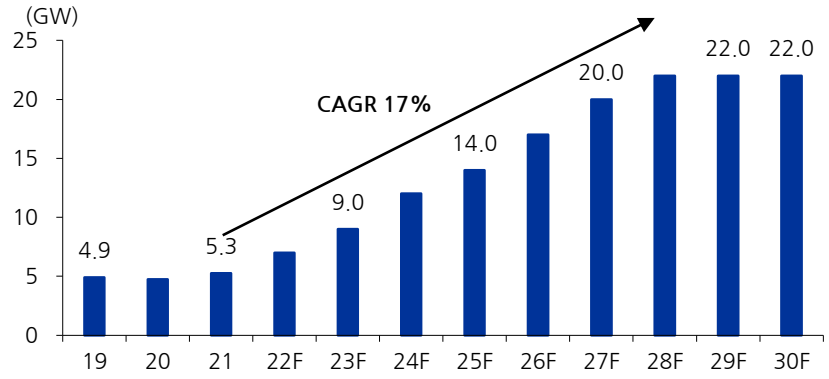
- **독일의 Easter Package**
  EU의 중심인 독일은 가장 많은 에너지를 러시아로부터 수입하고 있기 때문에 이를 탈피하기 위한 정책을 선제적으로 발표했다. Easter Package는 독일의 연간 풍력, 태양광 설치량을 2021년대비 2030년까지 각각 10배, 4배 늘리는 것을 목표로 하고 있다.

러시아발 전쟁 후 독일의 풍력 확대 계획



자료: 언론보도, 유진투자증권

독일의 태양광 확대 계획

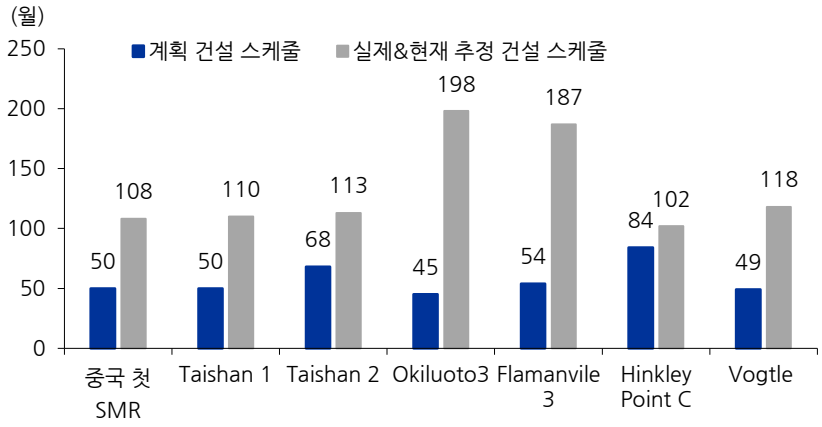


자료: 언론보도, 유진투자증권

원전의 역할은 제한적

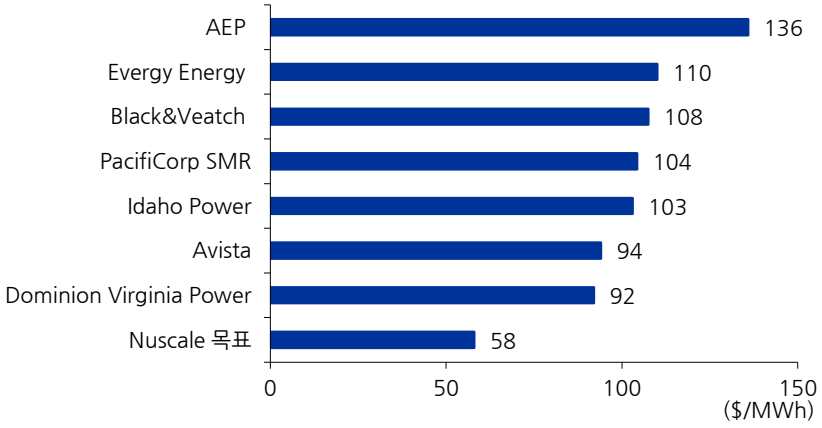
건설에 오래 걸리고, 경제성 낮기 때문

대형 원전들의 건설은 계획보다 지나치게 늦어지고 있어



자료: IEEFA, 유진투자증권

다양한 SMR의 LCOE 목표, 검증의 시간 필요



자료: IEEFA, 유진투자증권

- **대형원전 건설에 평균 15년이상 걸려**
  최근 건설되고 있는 대형 원전들은 미국과 유럽 모두 완공하는데 15년 이상 걸리고 있다. 안전에 대한 기준이 상향되는 것과 복잡한 설계를 구현하는 데 공기가 추가되고 있기 때문이다. 탄소배출량이 작기 때문에, 일부 동유럽 국가들과 아프리카 등에서 원전 신설을 진행하고 있다. 하지만, 러시아 사태에서 보듯 단기간에 에너지원을 대체하는 작업에는 원전의 역할이 제한적일 수 밖에 없다.

- **SMR 투자는 늘고 있으나 검증하려면 2030년은 되어야**
  대형 원전의 높은 건설비와 비용 때문에 SMR에 대한 투자가 늘고 있다. 미국의 Nuscale,영국의 롤스로이스 등 전세계의 수십개 업체들이 독자 모델을 개발하고 있다. 기대는 높으나 SMR이 지속 가능한 에너지원이 되기 위해서는 검증받아야 할 것들이 많다. 기술적으로 구현이 가능한지와 경제성의 문제이다. 상업 운전 결과가 나오려면 2030년은 되어야 확인될 것이다. 원전은 시뮬레이션 상의 발전단가와 상용화 후의 발전단가는 차이가 많이 난다. 따라서 이에 대한 검증이 되어야 SMR이 지속 가능한 발전원이 될지 판단할 수 있다. 물론, 핵폐기물 처리에 대한 물음은 계속 남는다.

03

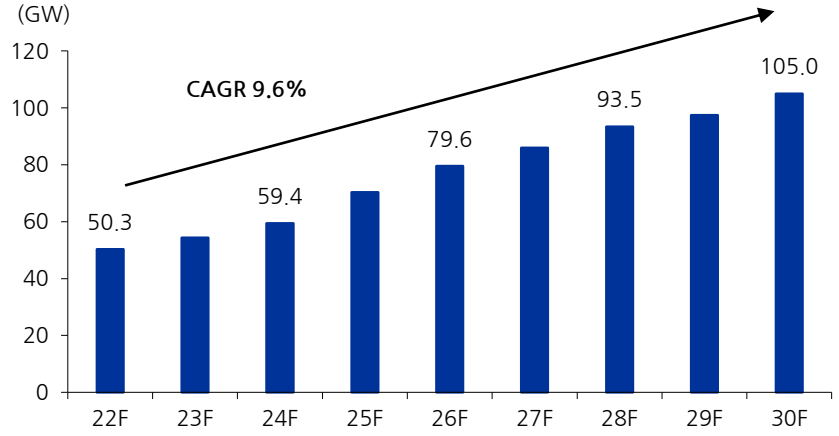
육상 풍력 턴어라운드

해상풍력 고속 성장기 진입

해상풍력이 시장 성장 견인

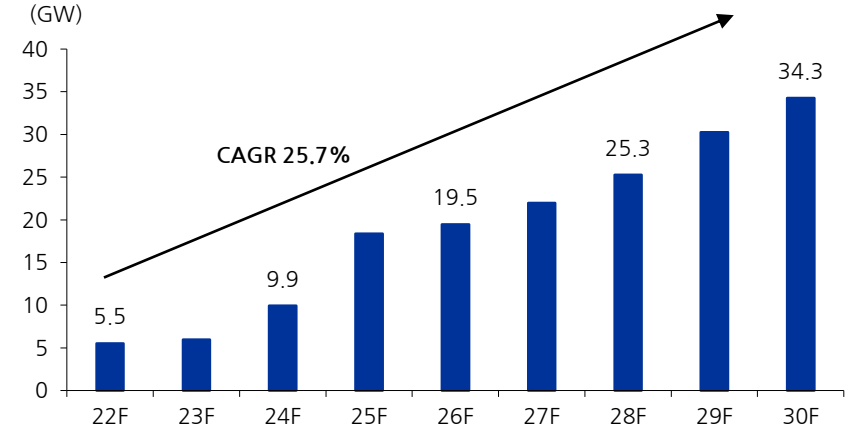
글로벌 해상풍력 시장 연평균 25% 성장 예상

중국 제외한 풍력 시장 2030년까지 2배 증가



자료: BNEF, 유진투자증권

중국 제외한 해상풍력 시장 2030년까지 6배 증가



자료: BNEF, 유진투자증권

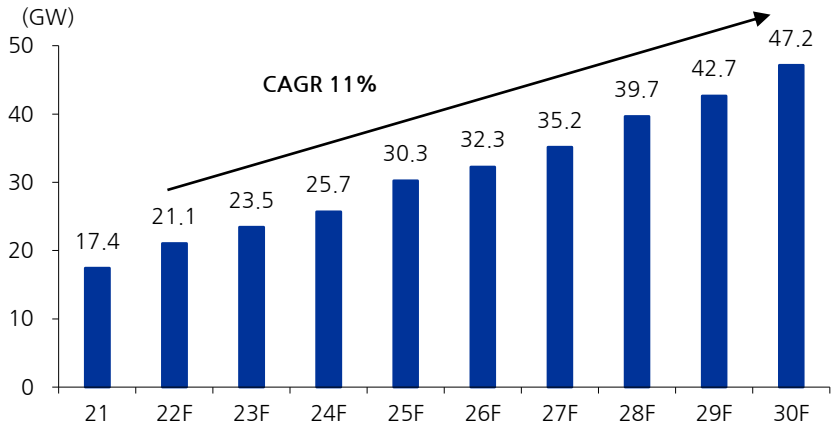
- **중국 제외한 글로벌 풍력 시장 2030년까지 연평균 9.6% 성장 예상**
  중국은 글로벌 업황에 영향을 미치지 않는 폐쇄시장이다. 가격 수준도 다르고, 설치량의 증감도 정책에 따라 매우 빠르게 변화된다. 따라서 글로벌 풍력 업황을 분석하기 위해서는 중국을 제외한 시장을 보면 된다. 중국을 제외한 글로벌 풍력 설치량은 2022년 50.3GW에서 2030년 105.0GW로 약 2배 커질 것으로 예상된다. 러시아 에너지 의존도를 낮추기 위한 유럽의 수요증가, 탄소제로를 달성하기 위한 미국의 생산세액 공제 등 정책 지원이 지속되기 때문이다.

- **해상풍력 시장은 연평균 25.7% 성장 예상**
  중국을 제외한 해상풍력 시장은 2022년 5.5GW에서 2030년 34.3GW로 연평균 25.7% 성장할 것으로 예상된다. 유럽은 러시아 에너지 의존도 탈피를 위해 국가별로 해상풍력 목표량을 대폭 상향했다. 미국은 2030년까지 30GW의 해상풍력 목표를 발표했다. 2025년까지 공사를 착공하고 10년내에 완공하면 30%의 투자세액 공제를 받을 수 있다. 미국 동북부 지역뿐 아니라 캘리포니아, 멕시코만 등으로 연방정부의 단지 입찰이 추가된다. 대만, 일본, 베트남, 호주, 대한민국 등 아시아의 해상풍력 시장도 활발하다. 브라질, 캐나다 등도 속속 해상풍력 설치를 위한 법률적인 작업과 환경영향 평가 등이 진행되고 있다.

유럽발 수요 확대 가속화

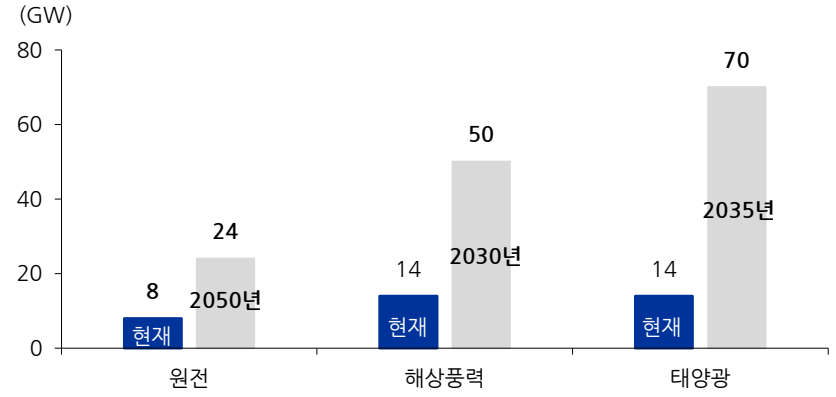
맘 급한 유럽
풍력설치량 확대 우선

유럽 풍력 시장 2030년까지 배 증가



자료: BNEF, 유진투자증권

영국의 러시아 대책도 해상풍력이 중심



자료: UK.GOV, 유진투자증권

- **정체되어 있던 유럽의 풍력 성장이 재성장세로 진입 예상**
  유럽의 풍력시장은 2017년 17GW로 피크를 기록한 후 하락세를 보이다가 2021년에 회복되었다. 최대 시장인 독일의 육상 풍력이 이격거리 도입과 허가 조건이 까다로워지면서 설치량이 급락했기 때문이다. 에너지자립을 달성하기 위한 정책지원이 강화되면서 유럽의 풍력 설치량은 2025년 30.3GW, 2030년 47.2GW로 확대될 것으로 추정된다.

- **육상풍력 규제완화와 해상풍력 도입국가와 목표량 확대 동반진행**
  독일은 올 하반기부터 육상풍력 규제완화를 시행할 예정이다. 이외 대부분의 EU국가들이 육상 풍력 설치량 확대를 위한 이격거리 완화, 입찰제도 실시 등을 준비하고 있다. 특히 해상풍력에 대해서는 신규로 진입하는 국가들이 늘고 있고, 기존의 설치 목표량을 대폭 확대하고 있다. 글로벌 최대 해상풍력 설치국가인 영국도 2030년까지의 해상풍력 목표를 40GW에서 50GW로 최근에 확대했다.

유럽발 수요 확대 가속화

맘 급한 유럽
풍력설치량 확대 우선

- **에너지 공급 단기간에 확대할 수 있는 재생에너지 목표량 증가**
- 대규모 단지 확보 위한 해상풍력 목표량 올리고, 육상 풍력은 규제 완화에 초점을 맞추고 있다.
- 그린수소 생산을 해상풍력에 연계하는 프로젝트들도 크게 늘고 있다.

유럽 주요국가들의 러시아 전쟁 후의 풍력 정책 발표, 해상풍력에 집중

목표연도	내용
EU	2030년까지 풍력 480GW, 태양광 420GW 신규 설치, 기존 설치 속도 대비 약 3배 증가
독일	2030년까지 누적으로 육상풍력 115GW, 해상풍력 30GW, 태양광 215GW 확보할 계획
영국	육상풍력 허가 재개, 해상풍력 목표량 확대해 연간 풍력 설치 속도 2배 상향 예정
네덜란드	해상풍력 2030년 누적 설치 목표 10.7GW에서 21.4GW로 두 배 확대
벨기에	해상풍력 2030년 누적 설치 목표 5.7GW에서 8GW로 확대
포르투갈	부유식 해상풍력 3~4GW 올 여름 첫 입찰 발표
노르웨이	2040년까지 30GW 해상풍력 발전 단지 설치
이탈리아	육상풍력 미허가 프로젝트들 동시에 483MW 승인
핀란드	해상풍력 현재 700MW 수준에서 약 13GW의 건설 계획 진행 중

자료: 언론, 유진투자증권

미국, 보조금 연장도 가시화

중간 선거 전 정책 마무리 예상

바이든 정부의 그린 부양안. 재생에너지 보조금이 핵심

American Jobs Plan 중 Green 산업 주요 내용(십억 달러)	2022-2031
Electric Vehicle Adoption	137.4
Electric Schoo Bus	20.0
Electric Vehicle Charging Credit	6.3
Climate Change R&D	35.0
Federal Procurement Clean Energy Manufacturing	48.4
Clean Energy Tax Credit	265.0
Nuclear Tax Credit	9.7
Advanced Energy Manufacturing Tax Credit	7.9
Clean Truck Tax Credit	10.6
Low-Carbon Hydrogen Production Credit	4.1
Energy Efficiency Incentive	18.7
Cleaner Jet Fuel	6.6
Electric Transmission Line	23.8
Carbon Capture Technology	23.0
Total	616.6

자료: White House, 유진투자증권

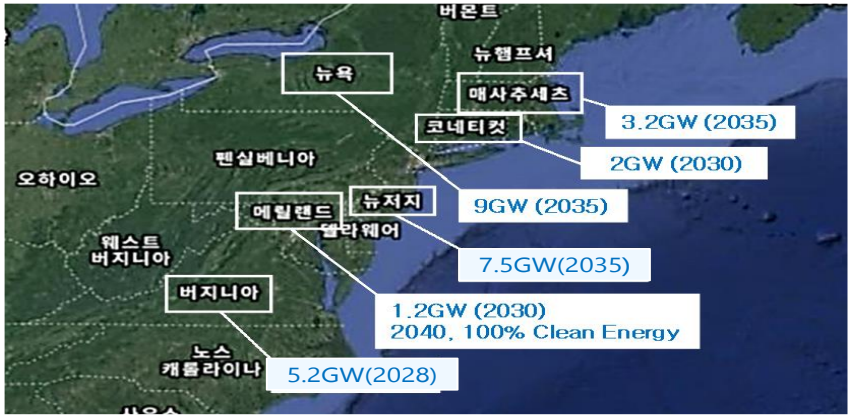
- **풍력, 태양광 보조금 연장은 바이든 정부의 핵심 정책**
  바이든 정부는 2035년 전력부문 탄소중립 달성을 목표로 설정했다. 이를 위해서는 천연가스, 석탄 발전을 재생에너지로 전환해야 한다. 풍력, 태양광에 대한 보조금 지급이 중요한 이유이다. 특히 육상풍력은 지난 해 말을 기점으로 PTC(생산세액공제)적용이 만료되었다. 중간선거 전 확정해서 소급적용까지 하면 미국의 풍력 업황은 재성장세로 진입할 것이다.

- **조 멘친도 재생에너지 보조금에는 찬성**
  그린 부양안이 통과되지 못한 주원인은 민주당 상원의원인 조 멘친의 반대 때문이다. 하지만, 그는 최근에 공화당 의원들과 별도의 에너지 부양안을 만들고 있는데, 재생에너지 지원을 담고 있다고 밝혔다. 결국, 재생에너지에 대한 정책지원은 공동의 관심사항으로 수정된 최종안에 담길 것이다.

미국, 해상풍력 시장 본격 개화

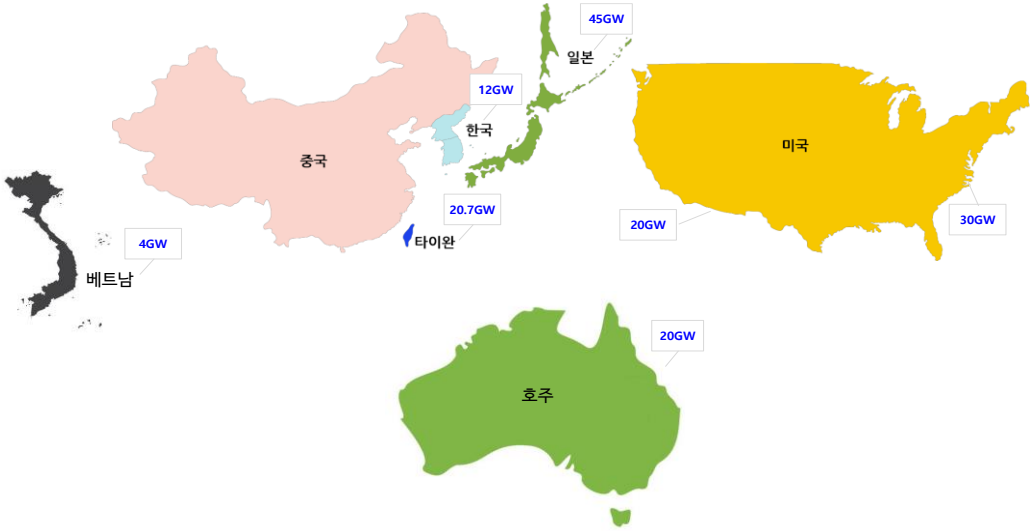
북동부에서 전역으로 해상풍력 확대

미국, 북동부 연안주들의 해상풍력 목표량



자료: 언론, 유진투자증권

아시아 태평양 지역의 해상풍력 설치 목표 도입 국가들



자료: 언론, 유진투자증권

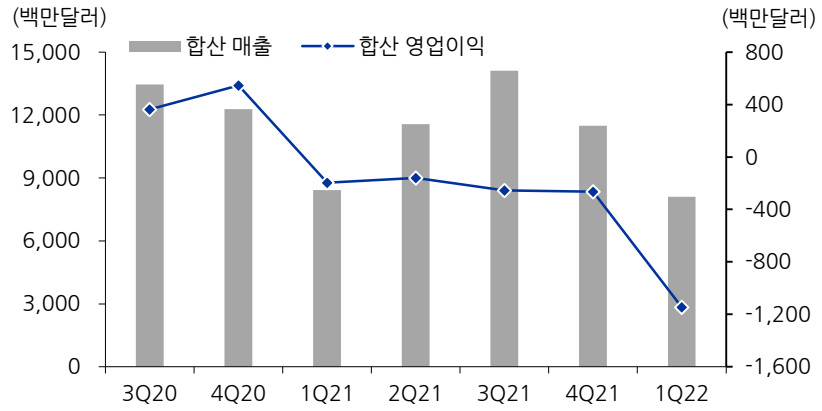
- **북동부 해상풍력 설치 싸이클 진입**
  미국 북동부주들은 약 30GW의 설치 목표를 발표했다. 준비되어 오던 프로젝들의 설치가 내년부터 시작된다. 메사추세츠의 Vineyard 프로젝트가 출발선이다. 바이든 정부가 목표하는 2030년 30GW의 해상풍력 설치는 충분히 달성 가능하다. 해상풍력 보조금인 ITC(투자세액공제)는 2025년까지 시작하는 프로젝트에 적용되기 때문에 정책 지연 이슈도 없다. 업체들은 2025년까지 착공을 하고, 10년 내에 완공하면 투자금액의 30%를 공제받을 수 있다.

- **캘리포니아, 남동부 지역도 해상풍력 도입**
  캘리포니아 에너지 위원화는 2030년까지 3GW, 2045년 15GW, 2050년 20GW의 부유식 해상풍력 설치 목표를 발표했다. 이외 남동부 연안과 멕시코만에서도 해상풍력 건설을 위한 단지 입찰이 준비되고 있다. 미국의 해상풍력은 전 지역으로 확대되고 있다.

풍력터빈 업체들 단가 인상 시작

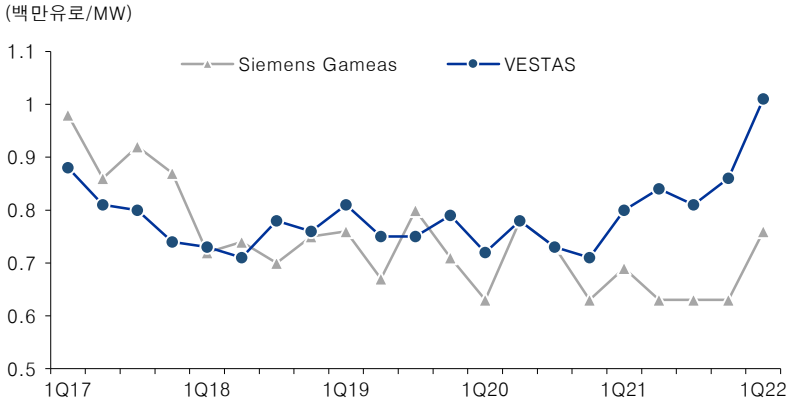
업황 바닥 지나가고 있어

글로벌 풍력터빈 업체들의 악화된 실적



자료: Bloomberg, 유진투자증권
*주: 합산 실적은 베스타드, 지멘스가메사, GE 리뉴어블에너지의 합산

상위 터빈업체들 터빈 공급 단가 인상 시작



자료: 각 사, 유진투자증권

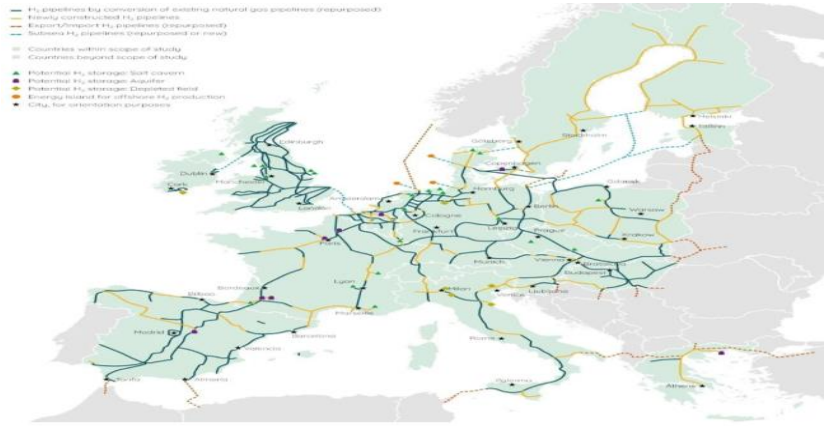
- **터빈 업체들 실적 악화로 주가 급락**
  Vestas, SiemensGamesa 등의 주가가 급락한 이유는 부진한 이익때문이다. 원재료가, 운송비 등의 상승과 부품 수급 불안 등으로 원가율과 생산성이 동시에 악화되었다. 러시아발 전쟁으로 러시아와 우크라이나 프로젝트가 취소되는 영향도 있었다.

- **터빈 공급 가격 상승 추세로 전환**
  터빈메이커들의 MW당 평균가격이 상승추세로 전환되고 있다. 원재료와 운송비 등의 인상분을 신규 계약부터는 전가하고 있기 때문이다. 여전히 비용은 높은 상태이지만, 하반기로 갈수록 계약 단가가 상승하면서 업체들의 이익은 턴어라운드될 가능성이 높다. 특히 러시아발 이슈로 풍력에 대한 수요기반이 더 확대되고 있기 때문에 가격 인상 여건이 나쁘지 않은 것으로 판단된다.

그린수소 프로젝트 급증, 풍력 수혜

초대형 그린수소 상당부분이 해상풍력에 연계 전망

EU, 천연가스 파이프라인을 수소로 채울 것

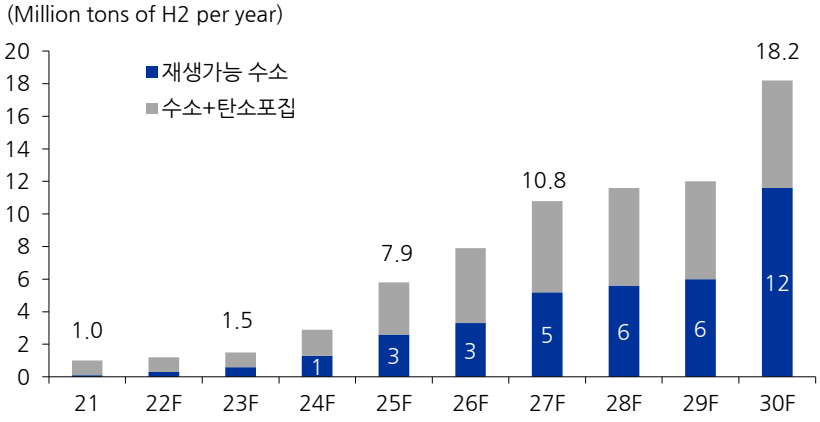


자료: H2 View, 유진투자증권

- **천연가스 대체 위한 그린수소 프로젝트 급증**
  EU가 발표한 RepowerEU에서 재생에너지 확대와 동반되는 주요 정책이 수소가속화 전략이다. EU는 수소생산량을 2030년 기준, 기존의 약 1천만톤에서 2천만톤으로 확대한다. 대부분 그린수소로 생산될 예정이고, 이를 위한 보조금을 도입하기 위한 절차를 시작했다.

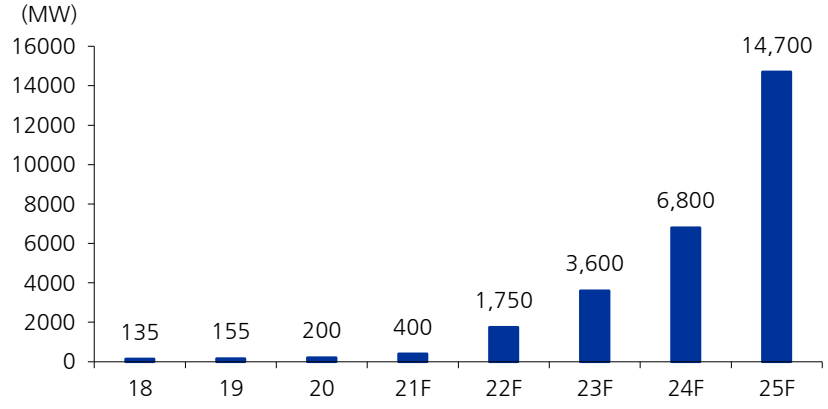
- **유럽, 호주 등에 해상풍력과 연계된 그린수소 생산 계획 발표 잇달아**
  그린수소를 생산하기 위한 수전해 장치는 대형화될수록 생산단가가 낮아진다. 따라서 재생에너지 중 대용량화가 가장 용이한 해상풍력에 연계되는 경우가 가장 많을 것이다. 최근의 플러그 파워의 1GW 수전해 설비 수주도 덴마크의 해상풍력 단지에 연계되는 프로젝트였다. 또한 CIP(Copenhagen Infrastructure Partners)도 10GW의 해상풍력 단지를 건설해서 연간 백만톤의 그린수소를 생산하는 프로젝트에 착수했다. 호주에서도 GW급 해상풍력+그린수소 생산계획들이 여러 개 추진되고 있다. 천연가스를 대체하기 위한 수소의 생산확대가 해상풍력 시장을 활성화하는데 크게 기여할 것으로 판단된다.

글로벌 수소 생산량 급증 예상



자료: BNEF, 유진투자증권

수소 생산 위한 수전해 설비 설치 급증 예상

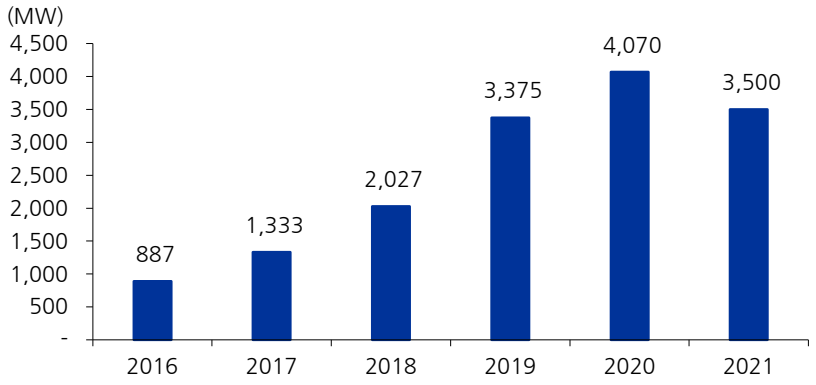


자료: HIS, Bloomberg, 유진투자증권

대한민국 풍력 시황, 반전만 남아

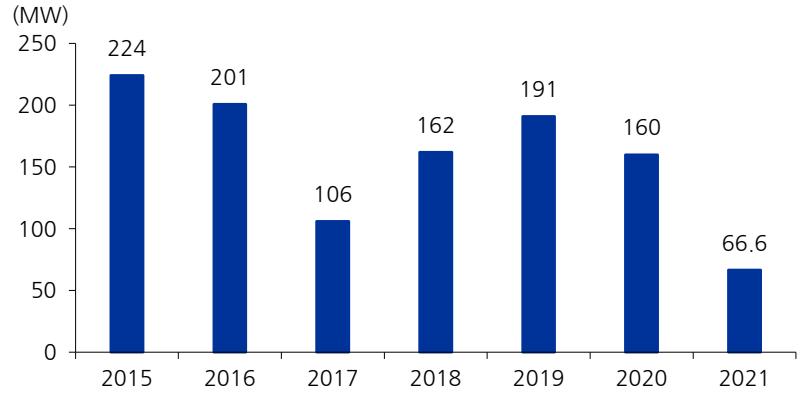
풍력 업황 현재가 최악, 신정부에서 설치량 늘어날 것

국내 태양광 설치량 4GW까지 성장했으나



자료: GWEC, 유진투자증권

풍력은 지난 정부에서 역주행



자료: GWEC, 유진투자증권

- **지난 정부에서 풍력 설치량 최악 기록**
  문재인 정부는 에너지 전환을 주요 정책으로 하면서 태양광 설치량이 연간 약 4GW까지 증가하는 성과를 거두었다. 하지만, 풍력은 정반대였다. 육상풍력은 환경규제가 강화되었고, 해상풍력은 준비기간이 오래 걸리기 때문이다. 그동안 준비되어오던 풍력단지의 착공이 지난해부터 늘기 시작했다. 정권과 관련 없이 올 해부터는 풍력 설치량 확대가 시작된다.

- **신정부 재생에너지 정책, 풍력 확대에 중심 예상**
  신정부가 2030년 NDC 목표를 유지하기로 했다. 국제적 약속이니 당연하다. RE100, 탄소국경조정세, IPEF 등 또 다른 외부의 압력을 극복하기 위해서도 재생에너지의 확대가 불가피하다. 원전을 중시하는 것이 중심 정책이나, 2030년 탄소감축 목표를 달성하기 위해서는 원전의 역할이 제한적이다. 신규 건설은 물론, 수명 연장에도 오랜 절차가 필요하기 때문이다. 재생에너지 중에는 풍력 확대를 좀 더 비중있게 다룰 것으로 판단된다. 단기간에 대규모 단지 건설이 가능하고, 기업들이 풍력 사업자라는 점이 의미가 크다. 신정부가 기업 친화적인 행정부로 구성되었다는 것은 주지의 사실이다. 해상풍력 대형 터빈의 개발 가속화, 풍력 입찰 시장 개설, 밸류 체인의 고도화를 통한 해외 진출 등의 정책들이 예상된다.

대한민국 풍력 시황, 반전만 남아

국내 해상풍력 프로젝트

국내 해상풍력 개발 상황

지역	프로젝트명	설비용량(MW)	사업자	지역	프로젝트명	설비용량(MW)	사업자
전남 서남권	신안해상풍력	300	남동발전/포스코에너지	동남권	동남해안해상풍력	136	SK에코플랜트
	대광해상풍력	400	남동발전		귀신고래1부유식해상풍력	504	GIG/토탈에너지스
	낙월해상풍력	354	명운산업개발/서부발전		귀신고래2부유식해상풍력	504	GIG/토탈에너지스
	전남해상풍력 1단계	99	SK E&S		귀신고래3부유식해상풍력	504	GIG/토탈에너지스
	전남해상풍력 2단계	399	SK E&S		동해1부유식해상풍력	200	석유공사/에퀴노르/동서발전
	전남해상풍력 3단계	399	SK E&S		한국부유식해상풍력	870	케이엔에프윈드
	신안우이해상풍력	396	한화건설/남동발전/SK D&D		반딧불부유식해상풍력	804	에퀴노르
	칠산해상풍력	151	대한 그린에너지		문무바람1부유식해상풍력	420	쉘/코엔스헥시콘
	안마해상풍력	220	한국풍력산업/한수원		해울이1부유식해상풍력	520	CIP
	안마2해상풍력	304	한국풍력산업/한수원		해울이3부유식해상풍력	518	CIP
전남 남부권	광평해상풍력	808	삼해개발		좌사리해상풍력	224	현대건설
	삼산해상풍력	320	대한그린에너지	중부권	굴업도해상풍력	233	씨앤아이레저산업/SK D&D
	삼산3해상풍력	216	대한그린에너지		용유무의자월해상풍력	320	남동발전
	문도해상풍력	400	항국풍력산업/중부발전		풍도해상풍력	200	우람종합건설/서부발전
	다도1해상풍력	304	노스랜드파워		태안해상풍력	504	남동발전/서부발전
	다도3해상풍력	640	노스랜드파워		서남권해상풍력 시범단지	400	한국해상풍력
	금일해상풍력	200	남동발전				
	금일해상풍력 2단계	400	남동발전				
	궁항해상풍력	240	해성에너지				
	시산해상풍력	352	씨앤코어				
합계						36개	13,763MW

자료: 언론 보도, 유진투자증권

대한민국 풍력 시황, 반전만 남아

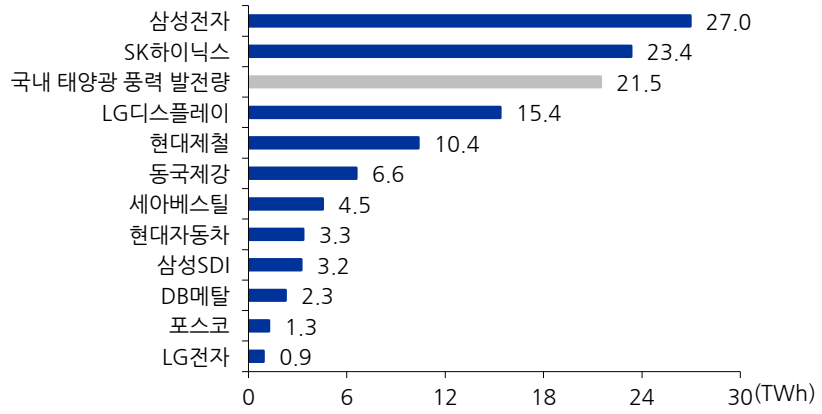
RE100 위해서도 풍력시장 확대 불가피

국내 RE100 가입 기업 확대 일로

순번	이름	가입연도	목표연도
1	고려아연	2021	2050
2	LG에너지솔루션	2021	2030
3	SK하이닉스	2020	2050
4	SK텔레콤	2020	2050
5	아모레퍼시픽	2021	2030
6	인천국제공항	2022	2040
7	KB금융그룹	2021	2040
8	한국수자원공사	2021	2050
9	미래에셋증권	2021	2025
10	SK아이이테크놀로지	2021	2030
11	SK	2020	2040
12	SK머티리얼즈	2020	2050
13	SK실트론	2020	2040
14	SKC	2020	2050
15	롯데칠성음료	2021	2040

자료: Re100, 유진투자증권

국내 주요 수출기업 전력 사용량



자료: 각 기업 2021 지속가능경영보고서, 국가온실가스관리시스템, 엔버, 유진투자증권

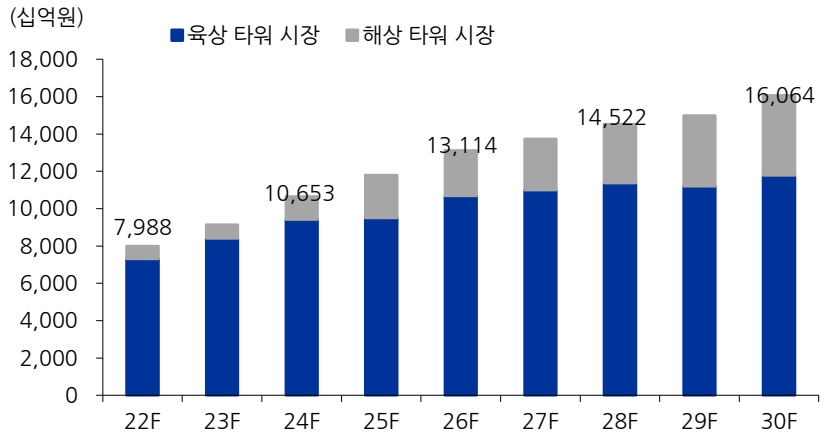
- **RE100 때문에 국내 재생에너지 확대 불가피**
  글로벌 대기업들에 이어 국내 기업들도 RE100가입이 급증하고 있다. 지난 2020년부터 15개 기업이 가입했고, 삼성전자 등 현재 준비를 하고 있는 기업들의 숫자도 상당한 것으로 파악된다. 수출 중심인 국내 기업들의 사업 구조상 RE100에 가입한 고객들이 요구하는 조건을 이행할 수 밖에 없다. 애플, 구글, 아마존 등 글로벌 대기업들은 대부분 자신들에게 납품하는 공급업체들까지 RE100의 달성을 요구하고 있다.

- **RE100은 원전으로 이행할 수 없어**
  신정부가 중시하는 원전은 RE100 이행 요건이 아니다. RE100 달성을 위해서는 풍력, 태양광 등 재생에너지로 해야 한다. 2020년 기준 삼성전자의 전력사용량이 27Twh로 국내 전체 풍력/태양광 발전량(21.5Twh)보다 컸다. RE100을 달성하기 위해서 국내에 재생에너지 설치량이 얼마나 증가해야 하는지를 단적으로 나타낸 자료이다. RE100 이행은 대한민국 산업 경쟁력의 척도가 될 것이다.

국내업체들, 풍력부품 시장의 강자

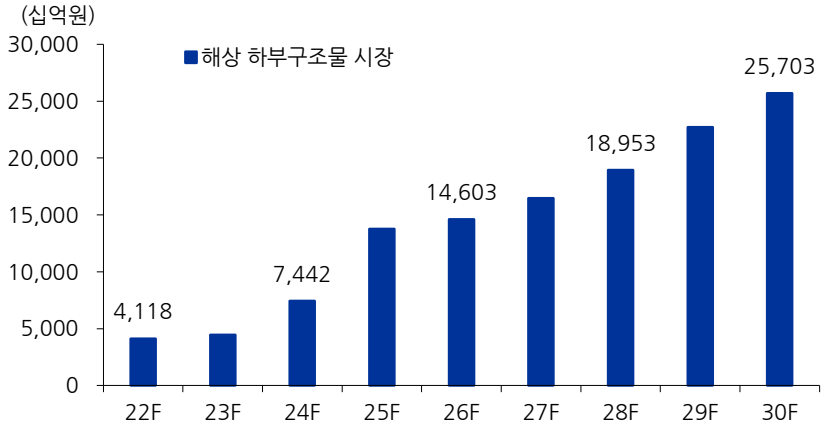
타워, 하부구조물 경쟁력 최상위 수준

글로벌 풍력 타워 시장



자료: 유진투자증권

해상풍력 하부구조물 시장 폭발적인 증가



자료: 유진투자증권

- **글로벌 풍력 타워 시장 8조원에서 2030년 16조원으로 성장**
  풍력 타워 시장은 과거에는 수백개의 업체들이 난립했지만, 현재는 약 100 수준의 기업들이 지역별로 나누어져 있다. 해상풍력 타워 시장의 성장으로 글로벌 시장은 2022년 약 8조원에서 2030년 16조원으로 커질 것으로 판단된다. 글로벌 전역에 공장을 보유한 1위 업체인 씨에스윈드와 미국 시장을 주력으로 하는 동국S&C가 대한민국 타워전문 업체들이다.

- **해상풍력 하부구조물 시장 2025년부터 타워 시장 추월**
  해상풍력 하부구조물 시장은 2022년 4조원에 불과하나, 2025년 14조원, 2030년 25조원으로 성장할 것으로 추정된다. 해상풍력 설치량이 2030년까지 연평균 25.7% 성장하기 때문이다. 이 시장은 유럽의 업체들이 주도해왔으나, 시장이 작아서 대량생산 체제가 갖추어지지 못했다. 해상풍력 하부구조물은 기술력, 대규모 해양 설비, 납품경험 등이 확보되어야 시장진입이 가능해 오랜 기간 공급부족 상태가 이어질 것으로 판단된다. 대만을 중심으로 시장에 진입한 삼강엠앤티가 50만평의 신규 야드 건설을 예고한 상태이다.

글로벌 풍력 설치량 전망치

글로벌 풍력 타워 시장

(MW)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
캐나다	677	3,000	3,000	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
미국	12,747	9,000	10,000	13,000	17,000	21,000	23,000	26,000	27,000	30,000
브라질	3,830	2,000	1,200	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
멕시코	473	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
기타 아메리카	1,516	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
아메리카 합계	**19,243**	**17,000**	**17,700**	**20,500**	**25,000**	**30,000**	**32,000**	**35,000**	**36,000**	**39,000**
독일	1,925	3,500	5,000	5,500	9,000	9,000	10,000	13,000	15,000	19,000
스페인	759	2,200	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
프랑스	1,192	1,600	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
영국	2,645	2,500	1,500	3,700	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
이탈리아	201	700	1,700	1,700	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
스웨덴	2,104	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
폴란드	660	1,800	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
루마니아		100	100	100	100	100	100	100	100	100
터키	1,400	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
덴마크	754	200	500	500	500	500	500	500	500	500
포르투갈	126	50	50	100	150	150	150	1,150	1,150	1,150
노르웨이	676	500	300	300	700	700	1,200	1,200	1,200	1,200
네덜란드	1,344	1,100	1,500	1,000	800	2,300	3,200	3,200	3,200	3,200
러시아	1,139	300	300	300	300	300	300	300	300	300
기타 유럽	2,487	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,500	4,500	5,000
유럽 합계	**17,412**	**21,050**	**23,450**	**25,700**	**30,250**	**32,250**	**35,150**	**39,650**	**42,650**	**47,150**
오스트레일리아	1,746	500	700	1,000	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
중국	47,570	30,000	33,000	35,000	40,000	45,000	47,000	48,000	49,000	50,000
인도	1,459	4,000	4,000	4,000	4,000	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000
일본	221	600	800	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
뉴질랜드	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
대만	800	1,200	800	800	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
필리핀		500	500	200	200	200	200	200	200	200
베트남	2717	900	1200	900	900	1000	1000	1000	1000	1000
기타 아시아/태평양	460	700	700	700	700	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
아시아 합계	**55,140**	**38,750**	**42,200**	**44,200**	**51,100**	**58,300**	**61,800**	**62,800**	**63,800**	**64,800**
남아프리카	1,809	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
기타/중동	0	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
아프리카/중동 합계	**1,809**	**3,500**	**4,000**	**4,000**	**4,000**	**4,000**	**4,000**	**4,000**	**4,000**	**4,000**
기타	1	0	0	0	0	1	2	3	4	5
전 세계	93,605	80,300	87,350	94,400	110,350	124,550	132,950	141,450	146,450	154,950
전 세계(중국 제외)	**46,035**	**50,300**	**54,350**	**59,400**	**70,350**	**79,550**	**85,950**	**93,450**	**97,450**	**104,950**
성장률(%YoY, 중국제외)	12.6%	9.3%	8.1%	9.3%	18.4%	13.1%	8.0%	8.7%	4.3%	7.7%

자료: GWEC, 유진투자증권

글로벌 해상 풍력 설치량 전망치

글로벌 해상 풍력 타워 시장

(MW)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
캐나다	0	0	0	0	0	500	500	500	500	500
미국			300	2,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600
기타 아메리카	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000
아메리카 합계	**0**	**0**	**300**	**2,600**	**3,600**	**4,100**	**5,100**	**5,100**	**5,100**	**5,100**
영국	2,317	3,207	1,500	3,500	5,100	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
독일		342	300	300	2,000	700	700	2,000	6,000	9,000
네덜란드	392		1,000	800	500	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
스웨덴								1,000	1,000	1,000
벨기에				500	500	500	500	500	1,000	1,000
프랑스		480	900	300	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
스페인		5	50	50	50	50	50	50	50	50
핀란드									500	1,500
노르웨이	4	88			500	500	1,000	1,000	1,000	1,000
아일랜드	0	0	0	0						
덴마크	605	0	800	0	500	500	500	500	500	500
폴란드					900	900	900	900	900	900
기타 유럽	0	30		0	0	0	0	1,000	1,000	1,000
유럽 합계	**3,318**	**4,152**	**4,550**	**5,450**	**11,150**	**11,250**	**12,750**	**16,050**	**21,050**	**25,050**
중국	16,900	5,000	5,000	5,000	5,000	7,000	7,000	10,000	10,000	10,000
대만	800	1,200	800	500	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
일본		139	100	22	220	220	220	220	220	220
인도				500	500	500	500	500	500	500
기타 아시아/태평양	88	0	0	500	500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
아시아 합계	**17,788**	**6,339**	**6,100**	**6,872**	**8,620**	**11,120**	**11,120**	**14,120**	**14,120**	**14,120**
전세계	21,106	10,491	10,950	14,922	23,370	26,470	28,970	35,270	40,270	44,270
전세계(중국 제외)	**4,206**	**5,491**	**5,950**	**9,922**	**18,370**	**19,470**	**21,970**	**25,270**	**30,270**	**34,270**

자료: GWEC, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

04

추천주

씨에스윈드
(112610)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-10.7	2.8	-13.1
절대기준(%)	-12.8	-8.2	-30.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	100,000	100,000	-
영업이익(22)	91.4	91.4	-
영업이익(23)	149.1	149.1	-

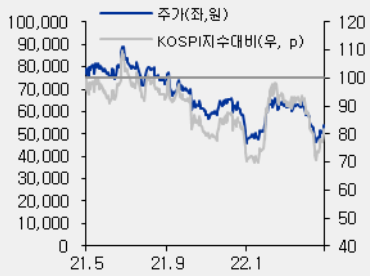
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
100,000원
(유지)

한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

현재주가(22.5.27)	원
시가총액(십억원)	
발행주식수(천주)	42,171
52주 최고가(원)	90,500
최저가(원)	45,500
52주 일간 Beta	1.9
90일 일평균거래대금(억원)	206.1
외국인 지분율(%)	10.7
배당수익률(2022F)(%)	1.3
주주구성(%)	
김성권(외 23인)	43.5
국민연금공단	10.0

투자의견	BUY(유지)
목표주가(12M)	100,000원



결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	969.1	1,203.4	1,547.0	1,938.5	2,503.0
영업이익(십억원)	97.6	101.0	91.4	149.1	227.3
세전계속사업손익(십억원)	57.8	89.4	78.2	143.3	221.2
당기순이익(십억원)	33.6	64.7	56.3	111.2	171.2
EPS(원)	845	1,570	2,532	4,997	7,693
증감률(%)	(3.3)	85.7	61.2	97.4	54.0
PER(배)	104.8	41.8			
ROE(%)	8.2	10.1			
PBR(배)	3.7	3.1			
EV/EBITDA(배)	25.2	21.1			

자료: 유진투자증권

유럽 수요 확대와 미국 시장 기대감 높아질 것

Investment Point

- 러시아에 대한 에너지 의존도를 낮추는 것은 당장 해결해야 할 문제이다. 풍력 확대를 위한 정책지원 속도가 빠를수 밖에 없다. 유럽의 2021년 풍력 신규 설치량이 17.4GW인데, 2025년 30.3GW, 2030년에는 47.2GW로 확대될 것으로 추정된다. 씨에스윈드는 포르투갈, 터키, 베트남, 말레이시아 공장에서 유럽향 타워를 생산하고 있고, 유럽 매출이 전체의 50% 이상을 차지하고 있다.
- 미국의 육상 풍력 보조금(생산세액공제) 연장도 3분기내에 확정될 것으로 판단된다. 열쇠를 쥐고 있는 조 멘친 상원의원도 이에 반대하지 않는다는 입장이다. 통과시 씨에스윈드가 인수한 콜로라도 타워 공장의 중장기 매출 성장의 가시성이 확보된다.

최근 실적 및 이슈

- 1분기 매출은 증가했으나, 영업이익은 급감했다. 이익 감소의 주원인은 미국, 포르투갈에서 인수한 타워공장에서 고정비 증가와 낮은 생산 수율 때문이었다. 2분기는 1분기 대비는 영업이익이 증가하지만 정상적인 이익률로 돌아오려면 인수한 공장들에서 생산성이 충분히 향상되어야 한다. 과거 동사가 인수한 공장들이 전사 평균 생산성 수준으로 개선되는데 약 1년 정도 걸렸던 것을 감안하면 시간이 갈수록 이익률은 개선될 것으로 판단된다.
- 수익성이 악화된 글로벌 풍력 터빈메이커들이 판가를 인상하고 있다. 정책에 의한 수요확대가 진행되고 있어서 시차를 두고 업체들의 이익이 개선될 것이다. 고객들의 실적이 개선되어야 동사와 같은 부품업체들에 대한 투자 매력도 높아진다. 씨에스윈드는 미국, 유럽, 아시아 등 글로벌 전역에 생산공장을 보유한 풍력 타워 1위 업체이다. 탄소중립에 이어 에너지 자립이 화두가 되는 시대에 풍력시장의 성장은 지속될 수 밖에 없다. 투자의견 BUY, 목표주가 10만원을 유지한다.

씨에스윈드

실적 전망치 변경 요약

(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**502.2**	**799.4**	**969.1**	**1,203.4**	**1,547.0**	**1,938.5**	**2,503.0**	**3,004.4**
증가율	60.8%	59.2%	21.2%	24.2%	28.6%	25.3%	29.1%	20.0%
베트남법인	220.3	374.0	418.9	439.0	312.0	386.0	441.0	562.0
중국법인	85.9	127.0	133.1	143.7	218.0	162.0	163.0	179.0
유럽법인	60.4	61.4	-	17.8	83.0	183.0	369.0	436.0
말레이시아법인	62.4	86.0	187.9	204.1	83.0	106.0	112.0	123.0
PT 대경 인다	14.6	27.3	11.2	43.4	21.0	21.5	22.0	22.4
씨에스베어링	64.8	109.6	103.5	95.6	125.0	178.0	211.0	236.0
터키법인/기타	56.6	14.1	45.2	78.2	186.0	234.0	251.0	278.0
대만법인			69.3	87.0	98.0	101.0	102.0	103.0
미국법인				94.7	421.0	567.0	832.0	1,065.0
매출원가	**420.8**	**685.8**	**821.1**	**1,031.2**	**1,382.6**	**1,708.2**	**2,186.2**	**2,598.5**
매출원가율	83.8%	85.8%	84.7%	85.7%	89.4%	88.1%	87.3%	86.5%
판관비	**48.7**	**53.5**	**50.4**	**71.3**	**73.0**	**81.2**	**89.5**	**99.8**
판관비율	9.7%	6.7%	5.2%	5.9%	4.7%	4.2%	3.6%	3.3%
영업이익	**32.7**	**60.1**	**97.6**	**101.0**	**91.4**	**149.1**	**227.3**	**306.1**
영업이익률	6.5%	7.5%	10.1%	8.4%	5.9%	7.7%	9.1%	10.2%
영업외손익	-26.0	-20.3	-39.8	-11.6	-13.2	-5.8	-6.1	-6.5
세전이익	6.8	39.9	57.8	89.4	78.2	143.3	221.2	299.6
법인세	-0.3	5.2	24.2	24.6	21.9	32.2	50.1	68.2
법인세율	-4.0%	13.0%	41.9%	27.6%	28.0%	22.4%	22.6%	22.8%
당기순이익	**7.1**	**34.7**	**33.6**	**64.7**	**56.3**	**111.2**	**171.2**	**231.4**

자료: 유진투자증권

Valuation Table

글로벌 풍력업체 밸류에이션 비교

		씨에스윈드	Vestas Wind Syetem	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가		대한민국	덴마크	스페인	덴마크
종가			24	19	787
통화		KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러,십억원)			24,542	13,145	47,844
PER					
	FY20A		49.6	-	34.5
	FY21A		158.2	-	34.4
	FY22F		**-**	**-**	**23.8**
	FY22F		**44.8**	**177.6**	**35.9**
PBR					
	FY20A		8.4	3.2	6.4
	FY21A		5.7	3.4	5.5
	FY22F		**5.5**	**3.2**	**3.9**
	FY22F		**4.6**	**3.2**	**3.7**
매출액(십억원)					
	FY20A		16,919	10,623	7,682
	FY21A		18,436	12,190	12,353
	FY22F		16,432	10,229	11,910
	FY22F		17,516	11,112	11,322
영업이익(십억원)					
	FY20A		796.9	-1,073	1,369
	FY21A		380.9	-624.4	2,578
	FY22F		-337.7	-512.8	2,942
	FY22F		741.5	172.3	2,097
영업이익률(%)					
	FY20A		4.7	-10.1	17.8
	FY21A		2.1	-5.1	20.9
	FY22F		**-2.1**	**-5.0**	**24.7**
	FY22F		**4.2**	**1.6**	**18.5**

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주:2022-05-27일 기준

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	**880.7**	**1,773.9**	**1,826.9**	**2,010.0**	**2,475.4**
유동자산	547.2	1,072.9	1,055.2	1,144.8	1,498.2
현금성자산	101.9	278.4	163.3	145.6	246.5
매출채권	203.4	398.4	478.0	532.0	657.0
재고자산	204.5	350.9	368.2	421.0	548.1
비유동자산	333.5	701.0	771.7	865.2	977.2
투자자산	40.1	63.6	66.2	68.9	71.7
유형자산	272.5	510.0	583.2	678.9	792.6
기타	21.0	127.4	122.3	117.5	112.9
부채총계	**437.1**	**827.1**	**806.6**	**804.3**	**970.6**
유동부채	332.2	572.7	531.3	498.2	633.6
매입채무	159.1	316.3	294.5	270.9	425.8
유동성이자부채	147.8	210.0	190.0	180.0	160.0
기타	25.3	46.4	46.9	47.4	47.8
비유동부채	104.9	254.4	275.2	306.1	337.0
비유동이자부채	94.0	234.2	254.2	284.2	314.2
기타	10.9	20.2	21.0	21.9	22.8
자본총계	**443.5**	**946.8**	**1,020.3**	**1,205.7**	**1,504.8**
지배지분	413.1	894.2	967.7	1,153.1	1,452.2
자본금	8.6	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	210.4	597.3	597.3	597.3	597.3
이익잉여금	218.6	267.9	349.3	534.7	833.8
기타	(24.5)	8.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
비지배지분	30.4	52.6	52.6	52.6	52.6
자본총계	**443.5**	**946.8**	**1,020.3**	**1,205.7**	**1,504.8**
총차입금	241.8	444.2	444.2	464.2	474.2
순차입금	139.8	165.8	280.9	318.6	227.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	**24.0**	**(105.4)**	**13.8**	**121.4**	**276.6**
당기순이익	33.6	64.7	56.3	111.2	171.2
자산상각비	29.3	38.2	51.9	59.2	67.4
기타비현금성손익	26.6	(3.2)	(13.5)	43.6	97.3
운전자본증감	(79.6)	(193.4)	(118.7)	(130.4)	(97.1)
매출채권감소(증가)	(57.3)	(158.4)	(79.6)	(54.0)	(125.0)
재고자산감소(증가)	(96.6)	(106.9)	(17.3)	(52.8)	(127.1)
매입채무증가(감소)	64.4	49.5	(21.8)	(23.6)	155.0
기타	9.9	22.4	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(110.3)**	**(300.6)**	**(104.3)**	**(134.5)**	**(161.2)**
단기투자자산감소	(0.1)	0.4	(0.7)	(0.7)	(0.7)
장기투자증권감소	(0.6)	(217.6)	18.8	18.8	18.8
설비투자	(110.2)	(92.3)	(118.7)	(148.7)	(175.2)
유형자산처분	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.4)	(2.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
재무현금	**109.4**	**567.8**	**(25.3)**	**(5.3)**	**(15.3)**
차입금증가	76.5	122.7	0.0	20.0	10.0
자본증가	37.7	445.2	(25.3)	(25.3)	(25.3)
배당금지급	(7.1)	(17.3)	25.3	25.3	25.3
현금 증감	**7.9**	**170.0**	**(115.8)**	**(18.4)**	**100.1**
기초현금	83.9	91.8	261.8	146.0	127.6
기말현금	91.8	261.8	146.0	127.6	227.8
Gross Cash flow	127.4	133.5	132.6	251.8	373.7
Gross Investment	189.8	494.4	222.4	264.2	257.6
Free Cash Flow	**(62.4)**	**(360.9)**	**(89.8)**	**(12.4)**	**116.2**

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	**969.1**	**1,203.4**	**1,547.0**	**1,938.5**	**2,503.0**
증가율(%)	21.2	24.2	28.6	25.3	29.1
매출원가	821.1	1,031.2	1,382.6	1,708.2	2,186.2
매출총이익	**148.0**	**172.3**	**164.4**	**230.3**	**316.8**
판매 및 일반관리비	50.4	71.3	73.0	81.2	89.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**97.6**	**101.0**	**91.4**	**149.1**	**227.3**
증가율(%)	62.3	3.5	(9.5)	63.2	52.4
EBITDA	**126.9**	**139.1**	**143.3**	**208.3**	**294.7**
증가율(%)	55.5	9.6	3.0	45.4	41.5
영업외손익	**(37.4)**	**(11.6)**	**(13.2)**	**(5.8)**	**(6.1)**
이자수익	0.4	1.7	2.6	3.9	4.8
이자비용	8.6	8.9	17.4	17.5	18.3
지분법손익	0.0	4.7	18.9	18.9	18.9
기타영업손익	(29.2)	(9.1)	(17.3)	(11.1)	(11.5)
세전순이익	**57.8**	**89.4**	**78.2**	**143.3**	**221.2**
증가율(%)	45.0	54.6	(12.5)	83.2	54.3
법인세비용	24.2	24.6	21.9	32.2	50.1
당기순이익	**33.6**	**64.7**	**56.3**	**111.2**	**171.2**
증가율(%)	(3.1)	92.7	(13.0)	97.4	54.0
지배주주지분	30.9	66.2	106.8	210.7	324.4
증가율(%)	(3.3)	114.5	61.2	97.4	54.0
비지배지분	2.7	(1.5)	(50.4)	(99.5)	(153.2)
EPS(원)	**845**	**1,570**	**2,532**	**4,997**	**7,693**
증가율(%)	(3.3)	85.7	61.2	97.4	54.0
수정EPS(원)	845	1,570	2,532	4,997	7,693
증가율(%)	(3.3)	85.7	61.2	97.4	54.0

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	845	1,570	2,532	4,997	7,693
BPS	23,900	21,204	22,946	27,343	34,436
DPS	473	600	600	600	600
밸류에이션(배,%)					
PER					
PBR					
EV/ EBITDA					
배당수익율					
PCR					
수익성(%)					
영업이익율	10.1	8.4	5.9	7.7	9.1
EBITDA이익율	13.1	11.6	9.3	10.7	11.8
순이익율	3.5	5.4	3.6	5.7	6.8
ROE	8.2	10.1	11.5	19.9	24.9
ROIC	10.5	8.7	5.5	8.2	10.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	31.5	17.5	27.5	26.4	15.1
유동비율	164.7	187.4	198.6	229.8	236.4
이자보상배율	11.4	11.4	5.2	8.5	12.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1
매출채권회전율	5.3	4.0	3.5	3.8	4.2
재고자산회전율	6.0	4.3	4.3	4.9	5.2
매입채무회전율	7.1	5.1	5.1	6.9	7.2

자료: 유진투자증권

삼강엠앤티
(100090)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	7.0	23.6	21.8
절대기준(%)	2.6	10.3	12.0

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	40,000	40,000	-
영업이익(22)	60.1	60.1	-
영업이익(23)	68.8	68.8	-

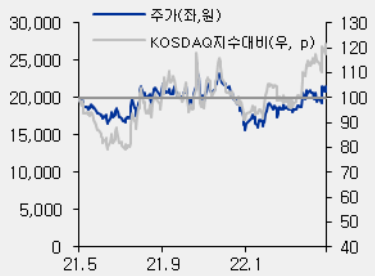
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
40,000원
(유지)

한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

현재주가(22.5.27)	원
시가총액(십억원)	
발행주식수(천주)	37,077
52주 최고가(원)	25,650
최저가(원)	15,400
52주 일간 Beta	1.3
90일 일평균거래대금(억원)	82.8
외국인 지분율(%)	4.3
배당수익률(2022F)(%)	-
주주구성(%)	
송무석(외 5인)	40.0
국민연금공단(외 1인)	6.9

투자의견	BUY(유지)
목표주가(12M)	40,000원



결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	427.2	503.1	684.0	780.0	992.0
영업이익(십억원)	29.0	26.4	60.1	68.8	96.7
세전계속사업손익(십억원)	9.2	(81.7)	50.4	62.8	90.4
당기순이익(십억원)	12.2	(86.8)	42.8	51.5	70.5
EPS(원)	272	(1,382)	752	875	1,198
증감률(%)	흑전	적전	흑전	16.3	37.0
PER(배)	78.9	n/a			
ROE(%)	5.5	(32.7)			
PBR(배)	4.5	5.0			
EV/EBITDA(배)	21.2	19.6			

자료: 유진투자증권

해상풍력 하부구조물 시장 고속성장 시작

Investment Point

- 러시아 의존도 탈피를 위해 유럽은 해상풍력을 이용한 그린수소 개발을 대폭 확대한다. 러시아산 천연가스를 대체하겠다는 것이다. 북해 연안 4개 국가들은 2030년까지 65GW, 2050년까지 150GW의 해상풍력 설치량 확보를 발표했다. 미국은 북동부 연안주들의 약 30GW 이외에 캘리포니아도 20GW의 부유식 해상풍력 계획을 발표했다.
- 아시아지역도 대만에 이어 일본, 베트남, 대한민국도 해상풍력 확대가 시작되었다. 최근에 노동당이 집권한 호주도 그린수소와 연계된 해상풍력 단지의 개발이 활성화될 것으로 판단된다. 지난 10년간 집권했던 보수당(26~28% 감축) 대비 월등히 높은 2030년 탄소감축 목표(43%)를 공식화했기 때문이다.
- 해상풍력 하부구조물 시장은 2022년 4.1조원에서 2025년 13.8조원, 2030년 25.7조원으로 연평균 25.7% 성장할 것으로 추정된다. 높은 기술진입 장벽과 대규모 해안 설비를 동시에 갖추어야 공급이 가능하기 때문에 이 시장은 오랜기간 공급부족에 시달릴 것으로 판단된다. 삼강엠앤티의 50만평에 달하는 세계 최대의 해상풍력 하부구조물 전용 신공장의 가치가 부각될 것이다.

최근 실적 및 이슈

- 1분기 동사의 매출액과 영업이익은 당사의 예상치를 상회했다. 해상풍력과 LNG생산 FPSO 설비 제조 매출이 동시에 진행되고 있기 때문에 향후에도 높아진 이익 레벨이 유지될 것으로 판단된다. 2조원을 상회하는 수주잔고를 확보하고 있고, 마진이 좋은 프로젝트 위주로 선별수주하기 때문에 실적의 안정성을 보일 것이다.
- 고객사들이 삼강엠앤티의 신공장 증설을 기다리고 있다. 해상풍력 단지 건설을 위해서는 공급부족이 심한 하부구조물을 먼저 확보해야하기 때문이다. 따라서, 공장 건설이 올 하반기에 시작되면, 고객사들과 협의를 거쳐 내년부터 야드를 확보하기 위한 수주(캐파 부킹)이 시작될 것으로 판단된다. 신공장에 대한 가치가 주가에 선반영될 가능성이 높아진 것이다. 동사에 대한 목표주가 4만원을 유지한다.

삼강엠앤티

실적 전망치 변경 요약

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출	**427.2**	**503.1**	**684.0**	**780.0**	**992.0**	**1,453**	**2,336**	**3,158**
증가율	11.1%	17.7%	36.0%	14.0%	27.2%	46.5%	60.8%	35.2%
조선 및 기타	78.7	56.8	119.3	121.0	123.0	120.0	109.0	101.0
후육강관	47.9	64.3	45.0	67.0	75.0	95.0	92.0	101.0
선박블럭/플랜트	89.8	161.5	236.0	241.0	203.0	251.0	278.0	295.0
해상풍력	210.9	220.5	283.7	351.0	591.0	987.0	1,857.0	2,661.0
매출원가	381.9	459.7	605.0	690.3	873.0	1,268	1,986	2,656
매출원가율	89.4%	91.4%	88.5%	88.5%	88.0%	87.3%	85.0%	84.1%
판관비	16.3	16.9	18.8	20.9	22.3	26.7	29.1	34.5
판관비율	3.8%	3.4%	2.7%	2.7%	2.2%	1.8%	1.2%	1.1%
영업이익	**29.0**	**26.4**	**60.1**	**68.8**	**96.7**	**157.8**	**321.3**	**467.6**
영업이익률	6.8%	5.3%	8.8%	8.8%	9.8%	10.9%	13.8%	14.8%
영업외손익	-19.9	-108.1	-9.7	-6.0	-6.3	-6.0	-5.0	-5.0
세전이익	9.2	-81.7	50.4	62.8	90.4	151.8	316.3	462.6
법인세	-3.1	5.1	7.6	11.3	19.9	33.4	72.7	111.0
법인세율	-33.5%	-6.3%	15.1%	18.0%	22.0%	22.0%	23.0%	24.0%
당기순이익	**12.2**	**-86.8**	**42.8**	**51.5**	**70.5**	**118.4**	**243.6**	**351.6**

자료: 유진투자증권

Valuation Table

글로벌 풍력업체 밸류에이션 비교

		삼강엠앤티	Vestas Wind Syetem	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가		대한민국	덴마크	스페인	덴마크
종가			24	19	787
통화		KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러,십억원)			24,542	13,145	47,844
PER					
	FY20A		49.6	-	34.5
	FY21A		158.2	-	34.4
	FY22F		**-**	**-**	**23.8**
	FY22F		**44.8**	**177.6**	**35.9**
PBR					
	FY20A		8.4	3.2	6.4
	FY21A		5.7	3.4	5.5
	FY22F		**5.5**	**3.2**	**3.9**
	FY22F		**4.6**	**3.2**	**3.7**
매출액(십억원)					
	FY20A		16,919	10,623	7,682
	FY21A		18,436	12,190	12,353
	FY22F		16,432	10,229	11,910
	FY22F		17,516	11,112	11,322
영업이익(십억원)					
	FY20A		796.9	-1,073	1,369
	FY21A		380.9	-624.4	2,578
	FY22F		-337.7	-512.8	2,942
	FY22F		741.5	172.3	2,097
영업이익률(%)					
	FY20A		4.7	-10.1	17.8
	FY21A		2.1	-5.1	20.9
	FY22F		**-2.1**	**-5.0**	**24.7**
	FY22F		**4.2**	**1.6**	**18.5**

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주:2022-05-27일 기준

삼강엠앤티(100090.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
자산총계	**739.4**	**991.2**	**1,063.3**	**1,164.5**	**1,309.0**
유동자산	302	467.2	379.2	313.7	420.6
현금성자산	122.6	340.0	231.5	162.4	211.5
매출채권	31.9	35.0	46.0	52.0	84.4
재고자산	29.0	48.0	57.0	54.1	79.2
비유동자산	438.1	523.9	684.2	850.8	888.3
투자자산	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2
유형자산	428.6	514.8	675.1	841.8	879.3
기타	2.4	1.9	1.4	1.1	0.8
부채총계	**559**	**311.3**	**332.0**	**362.6**	**388.6**
유동부채	495.8	304.5	305.1	325.6	331.5
매입채무	83.4	100.8	111.1	141.3	207.0
유동성이자부채	239.4	174.4	164.4	154.4	94.4
기타	29.0	29.3	29.6	29.9	30.2
비유동부채	63.6	6.8	26.9	37.0	57.1
비유동이자부채	61.2	4.3	24.3	34.3	54.3
기타	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
자본총계	**180.1**	**679.8**	**731.3**	**801.9**	**920.3**
지배지분	140.4	640.2	691.7	762.2	880.7
자본금	18.3	29.4	29.4	29.4	29.4
자본잉여금	93.1	541.4	541.4	541.4	541.4
이익잉여금	(1.2)	39.1	90.6	161.1	279.6
기타	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
비지배지분	39.7	39.7	39.7	39.7	39.7
자본총계	**180.1**	**679.8**	**731.3**	**801.9**	**920.3**
총차입금	300.6	178.7	188.7	188.7	148.7
순차입금	178.0	(161.2)	(42.7)	26.3	(62.7)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
영업현금	**137.6**	**55.5**	**66.9**	**129.6**	**161.9**
당기순이익	(86.8)	42.8	51.5	70.5	118.4
자산상각비	19.2	19.3	25.2	32.0	35.4
기타비현금성손익	117.9	(1.8)	0.1	0.1	0.1
운전자본증감	99.9	(4.8)	(9.9)	27.0	8.0
매출채권감소(증가)	2.1	(3.1)	(11.0)	(6.0)	(32.4)
재고자산감소(증가)	(2.7)	(19.0)	(9.0)	2.9	(25.1)
매입채무증가(감소)	7.6	17.5	10.3	30.2	65.7
기타	93.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
투자현금	**(48.7)**	**(106.2)**	**(186.5)**	**(199.8)**	**(74.1)**
단기투자자산감소	0.0	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.2)
장기투자증권감소	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(35.4)	(105.0)	(185.3)	(198.4)	(72.7)
유형자산처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.3)	0.1	0.1	0.1	0.1
재무현금	**(4.7)**	**504.5**	**10.0**	**0.0**	**(40.0)**
차입금증가	(4.7)	45.0	10.0	0.0	(40.0)
자본증가	0.0	459.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**84.3**	**216.4**	**(109.6)**	**(70.2)**	**47.8**
기초현금	12.2	96.5	312.8	203.2	133.0
기말현금	96.5	312.8	203.2	133.0	180.9
Gross Cash flow	50.4	60.3	76.8	102.6	153.9
Gross Investment	(51.2)	110.0	195.3	171.6	64.9
Free Cash Flow	**101.6**	**(49.7)**	**(118.5)**	**(69.0)**	**89.0**

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**503.1**	**684.0**	**780.0**	**992.0**	**1,453.0**
증가율(%)	17.7	36.0	14.0	27.2	46.5
매출원가	459.7	605.0	690.3	873.0	1,268.5
매출총이익	**43.4**	**78.9**	**89.7**	**119.0**	**184.5**
판매 및 일반관리비	17.9	18.8	20.9	22.3	26.7
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**26.4**	**60.1**	**68.8**	**96.7**	**157.8**
증가율(%)	(9.0)	127.5	14.4	40.6	63.1
EBITDA	**45.7**	**79.5**	**94.0**	**128.7**	**193.2**
증가율(%)	(5.7)	74.1	18.3	36.9	50.1
영업외손익	**(108.1)**	**(9.7)**	**(6.0)**	**(6.3)**	**(6.0)**
이자수익	0.3	0.4	0.5	0.6	0.9
이자비용	19.6	12.9	4.9	5.3	5.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(88.8)	2.8	(1.6)	(1.7)	(1.8)
세전순이익	**(81.7)**	**50.4**	**62.8**	**90.4**	**151.8**
증가율(%)	적전	흑전	24.6	44.0	67.9
법인세비용	5.1	7.6	11.3	19.9	33.4
당기순이익	**(86.8)**	**42.8**	**51.5**	**70.5**	**118.4**
증가율(%)	적전	흑전	20.3	37.0	67.9
지배주주지분	(50.5)	40.3	51.5	70.5	118.4
증가율(%)	적전	흑전	27.7	37.0	67.9
비지배지분	(36.3)	2.5	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**(1,382)**	**752**	**875**	**1,198**	**2,012**
증가율(%)	적전	흑전	16.3	37.0	67.9
수정EPS(원)	(1,382)	752	875	1,198	2,012
증가율(%)	적전	흑전	16.3	37.0	67.9

주요투자지표

	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(1,382)	752	875	1,198	2,012
BPS	3,839	10,874	11,749	12,947	14,959
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER					
PBR					
EV/ EBITDA					
배당수익율					
PCR					
수익성(%)					
영업이익율	5.3	8.8	8.8	9.8	10.9
EBITDA이익율	9.1	11.6	12.1	13.0	13.3
순이익율	(17.3)	6.3	6.6	7.1	8.2
ROE	(32.7)	10.3	7.7	9.7	14.4
ROIC	4.1	10.9	9.4	10.0	14.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	98.9	(23.7)	(5.8)	3.3	(6.8)
유동비율	64.6	153.4	124.3	96.3	126.9
이자보상배율	1.3	4.6	14.0	18.3	30.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.9	1.2
매출채권회전율	20.2	20.5	19.3	20.2	21.3
재고자산회전율	18.2	17.8	14.9	17.9	21.8
매입채무회전율	6.9	7.4	7.4	7.9	8.3

동국S&C
(100130)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-2.5	20.9	1.3
절대기준(%)	-6.9	7.6	-8.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	12,000	12,000	-
영업이익(22)	26.3	30.2	▼
영업이익(23)	38.0	42.6	▼

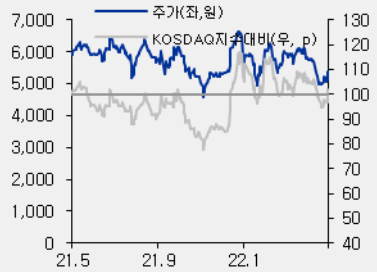
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
12,000원
(유지)

한병화_02)368-6121_bhh1026@eugenefn.com

현재주가(22.5.27)	원
시가총액(십억원)	
발행주식수(천주)	57,143
52주 최고가(원)	6,870
최저가(원)	4,465
52주 일간 Beta	1.2
90일 일평균거래대금(억원)	28.3
외국인 지분율(%)	1.6
배당수익률(2022F)(%)	1.9
주주구성(%)	
동국산업(외 1인)	50.0
자사주(외 1인)	2.5

투자의견 BUY(유지)
목표주가(12M) 12,000원



결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	294.7	378.8	473.9	516.0	591.0
영업이익(십억원)	10.7	18.3	26.3	38.0	49.5
세전계속사업손익(십억원)	5.5	24.8	30.5	41.3	53.3
당기순이익(십억원)	3.8	24.1	25.1	32.2	41.6
EPS(원)	61.1	294.6	376.4	507.1	669.2
증감률(%)	흑전	381.8	27.8	34.7	32.0
PER(배)	131.5	18.2			
ROE(%)	1.3	6.3			
PBR(배)	1.8	1.1			
EV/EBITDA(배)	21.5	8.6			

자료: 유진투자증권

미국 풍력 보조금 연장되면 최대 수혜주

Investment Point

- 동사의 풍력 타워 매출의 90% 이상이 미국향이다. 지난해에는 관세부과 효과로 상반기 수주가 저조해 타워 매출이 급감했다. 하지만 4분기부터 미국향 타워 수주가 정상화되었다. 경쟁국가들보다 관세율이 낮아지면서, 미국향 수주가 큰 폭 증가했기 때문이다.
- 미국의 풍력 보조금인 생산세액 공제 연장안이 확정되면 가장 큰 수혜를 볼 것이다. 풍력 보조금 제도는 BBB 법안에 포함되어 있다. 조 멘친도 BBB 전체에는 반대하지만, 클린에너지 보조금에는 찬성한다고 일관되게 얘기하고 있다. 중간 선거에 긍정적인 영향을 미치기 위해서 3분기 내로 풍력 보조금 연장안이 통과될 것으로 판단된다.
- 동사는 10년만에 공장 증설을 하고 있다. 해상풍력 등 대형 타워의 제조 설비를 마련한 것이다. 기존 공장은 대형 타워의 제조와 운송에 불편한 설비와 위치였는데, 포항 항만에 위치한 신공장은 이러한 단점이 없다. 국내, 일본, 호주, 미국 서부의 해상풍력 시장이 본격화되면 매출 성장 폭이 커질 것이다.

최근 실적 및 이슈

- 주력 사업인 풍력타워의 매출액은 2021년 636억원에서 올 해에는 1,503억원으로 급증할 것으로 예상된다. 2분기부터 타워 수출이 큰 폭으로 증가하면서 실적 턴어라운드가 본격화될 것으로 판단된다. 연결 자회사 칼라강판 사업은 지난해와 유사한 매출을 기록할 것으로 추정된다. 동사의 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,739억원 263억원으로 전년대비 25%, 43% 증가할 것으로 예상된다.
- 해상풍력 타워를 제작할 수 있는 신공장을 갖춘 것이 동사 가치 재평가에 가장 중요한 요소로 작용할 것이다. 납품 가능한 지역의 국가들의 해상풍력 시장이 이제 막 시작할 시점이기 때문이다. 투자의견 BUY, 목표주가 12,000원을 유지한다.

동국S&C

실적 전망치 변경 요약

(십억원)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**363.1**	**317.8**	**294.7**	**378.8**	**473.9**	**516.0**	**591.0**	**658.0**
증가율	-1.3%	-12.5%	-7.3%	28.5%	25.1%	8.9%	14.5%	11.3%
풍력타워	116.8	145.8	95.9	63.6	150.3	215.0	275.0	331.0
풍력단지 등 건설부문	49.4	29.0	65.8	71.2	69.5	73.0	84.0	94.0
칼라강판	196.9	143.0	133.0	243.9	254.1	228.0	232.0	233.0
매출원가	**345.2**	**279.0**	**263.3**	**324.8**	**414.6**	**441.7**	**501.6**	**553.2**
매출원가율	95.1%	87.8%	89.4%	85.8%	87.5%	85.6%	84.9%	84.1%
매출총이익	**17.9**	**38.8**	**31.3**	**53.9**	**59.3**	**74.3**	**89.4**	**104.8**
매출총이익률	4.9%	12.2%	10.6%	14.2%	12.5%	14.4%	15.1%	15.9%
판관비	**23.3**	**24.6**	**20.7**	**35.6**	**33.0**	**36.3**	**39.9**	**43.8**
판관비율	6.4%	7.8%	7.0%	9.4%	7.0%	7.0%	6.8%	6.7%
영업이익	**-5.4**	**14.2**	**10.7**	**18.3**	**26.3**	**38.0**	**49.5**	**61.0**
증감률	-148.1%	-362.1%	-24.8%	72.1%	43.4%	44.3%	30.3%	23.3%
영업이익률	-1.5%	4.5%	3.6%	4.8%	5.6%	7.4%	8.4%	9.3%
영업외손익	-3.6	-0.6	-5.2	6.5	4.1	3.3	3.8	3.4
세전이익	-9.0	13.6	5.5	24.8	30.5	41.3	53.3	64.4
법인세	3.5	4.6	1.7	0.8	5.4	9.1	11.7	14.2
법인세율	-39.3%	34.0%	31.4%	3.0%	17.8%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**-11.4**	**9.0**	**3.8**	**24.1**	**25.1**	**32.2**	**41.6**	**50.2**

자료: 유진투자증권

Valuation Table

글로벌 풍력업체 밸류에이션 비교

		동국S&C	Vestas Wind Syetem	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가		대한민국	덴마크	스페인	덴마크
종가			24	19	787
통화		KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러,십억원)			24,542	13,145	47,844
PER					
	FY20A		49.6	-	34.5
	FY21A		158.2	-	34.4
	FY22F		**-**	**-**	**23.8**
	FY22F		**44.8**	**177.6**	**35.9**
PBR					
	FY20A		8.4	3.2	6.4
	FY21A		5.7	3.4	5.5
	FY22F		**5.5**	**3.2**	**3.9**
	FY22F		**4.6**	**3.2**	**3.7**
매출액(십억원)					
	FY20A	294.7	16,919	10,623	7,682
	FY21A	378.8	18,436	12,190	12,353
	FY22F	473.9	16,432	10,229	11,910
	FY22F	516.0	17,516	11,112	11,322
영업이익(십억원)					
	FY20A	10.7	796.9	-1,073	1,369
	FY21A	18.3	380.9	-624.4	2,578
	FY22F	26.3	-337.7	-512.8	2,942
	FY22F	38.0	741.5	172.3	2,097
영업이익률(%)					
	FY20A	3.6	4.7	-10.1	17.8
	FY21A	4.8	2.1	-5.1	20.9
	FY22F	5.6	**-2.1**	**-5.0**	**24.7**
	FY22F	7.4	**4.2**	**1.6**	**18.5**

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주:2022-05-27일 기준

동국S&C(100130.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	**397.0**	**451.1**	**473.8**	**514.1**	**565.5**
유동자산	227.1	283.4	275.1	311.9	358.2
현금성자산	122.3	83.1	85.5	81.6	97.4
매출채권	40.5	55.7	64.8	79.9	91.2
재고자산	53.5	129.1	109.2	134.6	153.7
비유동자산	169.9	167.7	198.7	202.2	207.3
투자자산	34.8	36.1	40.3	41.9	43.6
유형자산	134.9	131.3	158.4	160.6	164.1
기타	0.2	0.3	(0.0)	(0.3)	(0.5)
부채총계	**122.1**	**157.6**	**163.5**	**180.6**	**199.4**
유동부채	113.0	151.1	156.5	173.2	191.8
매입채무	72.2	106.1	88.8	109.5	125.0
유동성이자부채	39.4	40.0	62.6	58.6	61.6
기타	1.4	5.0	5.1	5.1	5.2
비유동부채	9.2	6.6	7.1	7.4	7.6
비유동이자부채	1.9	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	7.3	6.4	6.8	7.1	7.4
자본총계	**274.9**	**293.5**	**310.3**	**333.6**	**366.1**
지배지분	260.2	271.5	287.5	310.7	343.3
자본금	28.6	28.6	28.6	28.6	28.6
자본잉여금	178.9	178.9	178.9	178.9	178.9
이익잉여금	59.7	71.0	86.9	110.2	142.7
기타	(7.0)	(7.0)	(7.0)	(7.0)	(7.0)
비지배지분	14.7	21.9	22.8	22.8	22.8
자본총계	**274.9**	**293.5**	**310.3**	**333.6**	**366.1**
총차입금	41.3	40.1	62.8	58.8	61.8
순차입금	(81.0)	(43.0)	(22.7)	(22.8)	(35.6)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	**73.1**	**(32.5)**	**20.9**	**13.3**	**27.6**
당기순이익	3.8	24.1	25.1	32.2	41.6
자산상각비	7.0	12.1	7.9	8.1	8.2
기타비현금성손익	3.7	(4.0)	(56.1)	(7.0)	(7.1)
운전자본증감	60.3	(65.2)	44.1	(19.9)	(15.0)
매출채권감소(증가)	26.2	(15.2)	34.1	(15.1)	(11.3)
재고자산감소(증가)	27.1	(76.1)	22.3	(25.4)	(19.1)
매입채무증가(감소)	11.3	33.4	(17.1)	20.7	15.5
기타	(4.3)	(7.3)	4.8	(0.1)	(0.1)
투자현금	**(47.1)**	**32.9**	**1.1**	**(8.1)**	**(9.7)**
단기투자자산감소	(45.1)	35.8	34.0	(0.6)	(0.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	2.4	3.1	3.1
설비투자	(2.1)	(2.0)	(33.0)	(10.3)	(11.8)
유형자산처분	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
재무현금	**(12.0)**	**(7.1)**	**16.1**	**(9.7)**	**(2.7)**
차입금증가	(6.5)	(1.5)	22.4	(4.0)	3.0
자본증가	(5.6)	(5.6)	(6.3)	(5.7)	(5.7)
배당금지급	5.6	5.6	5.7	5.7	5.7
현금 증감	12.5	(6.3)	38.0	(4.5)	15.2
기초현금	27.0	39.6	33.3	71.3	66.8
기말현금	39.6	33.3	71.3	66.8	82.0
Gross Cash flow	18.0	32.2	(23.2)	33.3	42.6
Gross Investment	(58.2)	68.1	(11.2)	27.5	24.1
Free Cash Flow	**76.2**	**(35.9)**	**(12.1)**	**5.8**	**18.5**

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	**294.7**	**378.8**	**473.9**	**516.0**	**591.0**
증가율(%)	(18.9)	28.5	25.1	8.9	14.5
매출원가	263.3	324.8	414.6	441.7	501.6
매출총이익	**31.3**	**53.9**	**59.3**	**74.3**	**89.4**
판매 및 일반관리비	20.7	34.4	35.1	36.3	39.9
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**10.7**	**18.3**	**26.3**	**38.0**	**49.5**
증가율(%)	흑전	72.1	43.4	44.3	30.3
EBITDA	**17.6**	**30.5**	**34.2**	**46.1**	**57.7**
증가율(%)	1,345.7	72.7	12.2	34.9	25.2
영업외손익	**(5.2)**	**6.5**	**4.1**	**3.3**	**3.8**
이자수익	1.0	0.7	1.5	2.0	2.4
이자비용	1.3	1.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	1.1	4.1	4.1	4.1
기타영업손익	(6.0)	5.8	(1.4)	(2.8)	(2.6)
세전순이익	**5.5**	**24.8**	**30.5**	**41.3**	**53.3**
증가율(%)	흑전	351.3	22.7	35.5	29.1
법인세비용	1.7	0.8	5.4	9.1	11.7
당기순이익	**3.8**	**24.1**	**25.1**	**32.2**	**41.6**
증가율(%)	흑전	537.9	4.1	28.5	29.1
지배주주지분	3.5	16.8	21.5	29.0	38.2
증가율(%)	흑전	381.8	27.8	34.7	32.0
비지배지분	0.3	7.2	3.5	3.2	3.3
EPS(원)	**61**	**295**	**376**	**507**	**669**
증가율(%)	흑전	381.8	27.8	34.7	32.0
수정EPS(원)	61	295	376	507	669
증가율(%)	흑전	381.8	27.8	34.7	32.0

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	61	295	376	507	669
BPS	4,553	4,752	5,031	5,438	6,007
DPS	100	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER					
PBR					
EV/EBITDA					
배당수익율					
PCR					
수익성(%)					
영업이익율	3.6	4.8	5.6	7.4	8.4
EBITDA이익율	6.0	8.0	7.2	8.9	9.8
순이익율	1.3	6.4	5.3	6.2	7.0
ROE	1.3	6.3	7.7	9.7	11.7
ROIC	3.7	8.9	8.8	10.8	13.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(29.5)	(14.6)	(7.3)	(6.8)	(9.7)
유동비율	201.1	187.6	175.8	180.1	186.8
이자보상배율	8.5	16.6	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
매출채권회전율	5.5	7.9	7.9	7.1	6.9
재고자산회전율	4.4	4.1	4.0	4.2	4.1
매입채무회전율	4.4	4.2	4.9	5.2	5.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

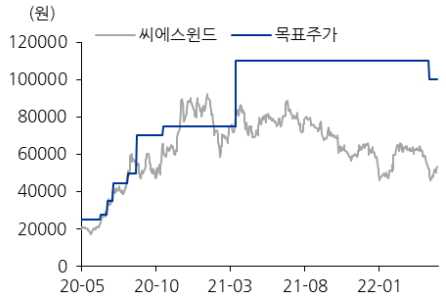
(2022.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-07-06	Buy	27,500	1년	-0.3	7.3
2020-07-09	Buy	27,500	1년	2	7.3
2020-07-13	Buy	27,500	1년	2.5	-2.2
2020-07-16	Buy	27,500	1년	7.3	7.3
2020-07-20	Buy	35,000	1년	1.8	15.7
2020-07-31	Buy	44,500	1년	-7.2	6.3
2020-08-18	Buy	44,500	1년	-5.6	6.3
2020-08-31	Buy	50,000	1년	10.9	-2.5
2020-09-17	Buy	70,000	1년	-24.2	-6.8
2020-09-21	Buy	70,000	1년	-24.4	-6.8
2020-09-28	Buy	70,000	1년	-23.4	-6.8
2020-10-05	Buy	70,000	1년	-23.2	-6.8
2020-10-06	Buy	70,000	1년	-23.4	-6.8
2020-11-09	Buy	70,000	1년		
2020-11-10	Buy	75,000	1년	4.2	29.7
2020-11-11	Buy	75,000	1년	4.5	29.7
2020-11-19	Buy	75,000	1년	6.2	29.7
2020-11-23	Buy	75,000	1년	6.8	29.7
2020-12-09	Buy	75,000	1년	10.7	29.7
2020-12-14	Buy	75,000	1년	11.3	29.7
2020-12-17	Buy	75,000	1년	11.4	-17.7
2020-12-28	Buy	75,000	1년	5.4	-21.9
2021-01-07	Buy	75,000	1년	4	-21.9
2021-01-11	Buy	75,000	1년	3.5	-21.9
2021-03-25	Buy	75,000	1년	-0.3	5.5
2021-04-09	Buy	110,000	1년	-37.6	-19.3
2021-04-23	Buy	110,000	1년	-38.1	-19.3
2021-05-07	Buy	110,000	1년	-38.3	-19.3
2021-05-31	Buy	110,000	1년	-38.6	-19.3
2021-06-04	Buy	110,000	1년	-38.8	-19.3
2021-06-14	Buy	110,000	1년	-39.1	-19.3
2021-07-07	Buy	110,000	1년	-39.9	-19.3
2021-07-15	Buy	110,000	1년	-40.3	-19.3
2021-07-16	Buy	110,000	1년	-40.3	-19.3
2021-07-21	Buy	110,000	1년	-40.6	-19.3
2021-08-10	Buy	110,000	1년	-41.8	-25.4
2021-09-28	Buy	110,000	1년	-44.2	-29.4
2021-10-05	Buy	110,000	1년	-44.4	-32.5
2021-10-06	Buy	110,000	1년	-44.5	-32.5
2021-11-08	Buy	110,000	1년	-45.8	-40
2021-12-20	Buy	110,000	1년	-46.1	-40
2021-12-28	Buy	110,000	1년	-46.4	-40
2022-01-10	Buy	110,000	1년	-46.8	-40.2
2022-02-14	Buy	110,000	1년	-45.3	-40.2
2022-03-02	Buy	110,000	1년	-43.9	-40.2
2022-03-02	Buy	110,000	1년	-43.9	-40.2
2022-03-10	Buy	110,000	1년	-44.1	-40.2
2022-03-21	Buy	110,000	1년	-44.5	-41.4
2022-03-23	Buy	110,000	1년	-44.6	-41.4
2022-03-28	Buy	110,000	1년	-44.8	-41.6
2022-04-08	Buy	110,000	1년	-45.5	-41.6
2022-04-25	Buy	110,000	1년	-48.3	-44
2022-05-06	Buy	110,000	1년	-52.5	-52.3
2022-05-11	Buy	100,000	1년	-50.3	-46.3
2022-05-23	Buy	100,000	1년	-47.8	-46.3
2022-05-30	Buy	100,000	1년		

씨에스윈드(112610.KS) 주가 및 목표주가 추이

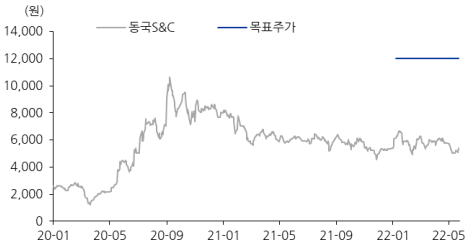
담당 애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-01-19	Buy	12,000	1년	-52.5	-45.1
2022-03-02	Buy	12,000	1년	-52.6	-47.7
2022-03-10	Buy	12,000	1년	-52.9	-49
2022-03-21	Buy	12,000	1년	-52.8	-49
2022-03-23	Buy	12,000	1년	-52.8	-49
2022-03-28	Buy	12,000	1년	-53	-49
2022-04-08	Buy	12,000	1년	-53.5	-49
2022-04-25	Buy	12,000	1년	-55.3	-51.6
2022-05-06	Buy	12,000	1년	-57.2	-55
2022-05-23	Buy	12,000	1년	-56.6	-55
2022-05-30	Buy	12,000	1년		

동국S&C(100130.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-08-14	Buy	15,000	1년	-24.3	-9.3
2020-08-31	Buy	17,000	1년	9	20
2020-09-17	Buy	24,000	1년	-24.4	-4.8
2020-09-21	Buy	24,000	1년	-24.7	-4.8
2020-09-28	Buy	24,000	1년	-24.5	-4.8
2020-10-05	Buy	24,000	1년	-24.5	-4.8
2020-10-06	Buy	24,000	1년	-24.5	-4.8
2020-11-09	Buy	24,000	1년	-20.1	-4.8
2020-11-19	Buy	24,000	1년	-18.2	-4.8
2020-12-03	Buy	24,000	1년	-16.8	-4.8
2020-12-09	Buy	24,000	1년	-15.8	-4.8
2020-12-14	Buy	24,000	1년	-14.7	-4.8
2020-12-17	Buy	24,000	1년	-17.3	-11
2020-12-28	Buy	30,000	1년	-35.6	-17.5
2020-12-28	Buy	30,000	1년	-35.6	-17.5
2021-01-07	Buy	30,000	1년	-35.8	-17.5
2021-01-11	Buy	30,000	1년	-35.9	-17.5
2021-02-22	Buy	30,000	1년	-36.3	-17.5
2021-03-25	Buy	30,000	1년	-35.3	-17.5
2021-03-29	Buy	30,000	1년	-35.4	-17.5
2021-04-13	Buy	30,000	1년	-35.7	-17.5
2021-04-23	Buy	30,000	1년	-36	-17.5
2021-05-18	Buy	30,000	1년	-35.7	-17.5
2021-05-31	Buy	30,000	1년	-35.7	-17.5
2021-06-14	Buy	30,000	1년	-35.5	-17.5
2021-07-07	Buy	30,000	1년	-34.6	-17.5
2021-07-21	Buy	30,000	1년	-33.8	-17.5
2021-08-18	Buy	30,000	1년	-31.5	-17.5
2021-09-13	Buy	30,000	1년	-30.8	-17.5
2021-09-28	Buy	30,000	1년	-31	-17.5
2021-10-06	Buy	30,000	1년	-31.2	-17.5
2021-11-08	Buy	30,000	1년	-29.3	-17.5
2021-11-18	Buy	40,000	1년	-51.3	-41.9
2021-11-29	Buy	40,000	1년	-51.4	-41.9
2021-12-24	Buy	40,000	1년	-52.5	-45.5
2021-12-28	Buy	40,000	1년	-52.6	-46
2022-01-10	Buy	40,000	1년	-53.1	-46.3
2022-03-02	Buy	40,000	1년	-51.5	-46.3
2022-03-10	Buy	40,000	1년	-51.3	-46.3
2022-03-17	Buy	40,000	1년	-51	-46.3
2022-03-21	Buy	40,000	1년	-50.9	-46.3
2022-03-23	Buy	40,000	1년	-50.8	-46.3
2022-03-28	Buy	40,000	1년	-50.6	-46.3
2022-04-05	Buy	40,000	1년	-50.2	-46.3
2022-04-08	Buy	40,000	1년	-49.9	-46.3
2022-04-25	Buy	40,000	1년	-48.8	-46.3
2022-04-28	Buy	40,000	1년	-48.9	-46.3
2022-05-06	Buy	40,000	1년	-49.3	-46.3
2022-05-12	Buy	40,000	1년	-48.9	-46.3
2022-05-20	Buy	40,000	1년	-47.2	-46.3
2022-05-23	Buy	40,000	1년	-47.4	-46.3
2022-05-30	Buy	40,000	1년		

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

