

하늘은 스스로 돕는 자를 돕는다.

동사의 2025E EPS 5,601 target PER 23.99x를 적용한 134,400원을 목표 주가로 제시한다. 모두가 움츠러 들었던 풍력 불황기에 동사는 다음 추수를 위해 열심히 씨앗을 뿌렸다. 24년 말 동사가 준비한 외형 확장 계획이 모두 실현되는 시점, 기적처럼 금리 인하가 시작되었고 풍력 업황 턴의 조짐이 보이기 시작한다. “하늘은 스스로 돕는 자를 돕는다.” 이 오랜 격언의 주인공은 바로 동사가 될 것이다.

투자포인트 1. 홀로 봄을 맞이한 동사

금리인상으로 풍력 업황은 불황을 맞이했음에도 동사는 홀로 공격적인 증설을 단행했다. 초대형 부품이 오가는 풍력업에서 타워업의 핵심은 생산법인의 위치와 생산능력이다. 동사는 전략적으로 미국에 육상, 유럽에 풍력 생산법인을 증설하고 있다. 풍력 발전원이 설치된 지역을 낱알이 파헤쳐보며 글로벌 터빈사들이 동사를 선택할 수밖에 없는 이유를 확인해보자.

투자포인트 2. 다시 부는 바람

각국 정부가 세제감면과 보조금으로 전폭적인 지지를 해왔음에도 불구하고, 풍력업은 금리와 그리드 병목으로 어두운 길을 걸었다. 다시 금리 인하가 시작되었고, 중단되었던 풍력 프로젝트들이 재가동되며 물꼬가 트이기 시작했다. 전문가들은 입을 모아 24년을 풍력 산업의 턴어라운드로 짚고 있다. 풍력업에 다시 불어온 바람과 함께, 이제 뿌린 씨를 거둘 일만 남았다.

Rating

Buy

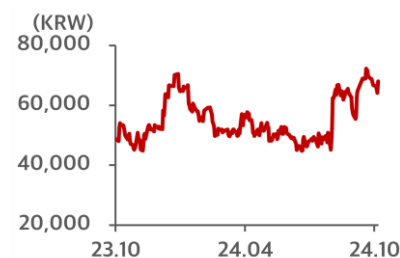
목표주가: 134,400 원

현재주가: 61,500 원

상승여력: 118.5%

12M 추가추이

시가총액 2 조 5,935 억 원



B/S data (23)

자산 총계 2 조 8,326 억 원
부채 총계 1 조 8,888 억 원
자본 총계 9,444 억 원

Valuation (24F)

EPS 3,290 원
PER 18.69x
ROE 22.39%

주요 주주

김성권 외 14인 41.02%
자사주 1.07%

SMIC 1 팀

팀장 49기 김희준
팀원 49기 강석주
49기 박상은
50기 김태형
50기 정성우

추경 포함손익계산서	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
(단위: 백만 원)									
매출액	799,391	969,067	1,195,036	1,374,893	1,520,162	1,594,530	3,131,700	3,778,578	4,132,324
YoY (%)	59.18%	21.23%	23.32%	15.05%	10.57%	-	96.40%	20.66%	9.36%
매출원가	685,775	821,079	1,023,649	1,238,717	1,314,306	1,418,553	2,675,212	3,183,199	3,453,673
매출총이익	113,616	147,988	171,387	136,177	205,856	175,977	456,488	595,378	678,651
GPM (%)	14.21%	15.27%	14.34%	9.90%	13.54%	11.04%	14.58%	15.76%	16.42%
판매비와관리비	53,480	50,413	70,263	94,055	101,190	56,457	170,497	192,128	205,428
영업이익(손실)	60,136	97,574	101,124	42,122	104,666	119,520	285,991	403,250	473,223
OPM (%)	7.52%	10.07%	8.46%	3.06%	6.89%	7.50%	9.13%	10.67%	11.45%
금융손익	(9,874)	(10,955)	(14,080)	(40,851)	(53,951)	(47,216)	(80,322)	(66,599)	(66,599)
기타손익	(10,166)	(27,620)	2,461	(9,402)	(23,855)	7,336	(12,028)	(12,028)	(12,028)
지분법손익	(235)	(1,198)	1,232	(2,367)	(3,927)	(4,114)	(5,800)	(4,900)	(5,000)
순환매성자산에 대한 이익(손실)	-	-	-	15,124	987	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익(손실)	39,861	57,801	90,736	4,627	23,920	75,527	187,841	319,723	389,596
법인세비용(수익)	5,179	24,202	24,847	10,261	4,984	7,340	48,408	82,394	100,401
당기순이익(손실)	34,682	33,599	64,729	(6,941)	18,936	68,186	139,433	237,329	289,195
지배지분 귀속	31,908	30,867	66,200	1,907	19,875	106,598	136,331	232,048	282,760
비지배지분 귀속	2,774	2,732	(1,471)	(8,849)	(939)	1,615	3,103	5,281	6,435
NPM (%)	3.99%	3.19%	5.54%	0.14%	1.31%	6.69%	4.35%	6.14%	6.84%

CONTENTS

1. 바람의 방향을 알아보자 - 산업분석	03
2. 육풍과 해풍 모두 품은 동사 - 기업분석	05
3. 홀로 봄을 맞이한 동사 - 투자포인트 1	08
4. 다시 부는 바람 - 투자포인트 2	15
5. IRA는 죽지 않는다. -미 대선 시나리오 분석	20
6. 매출 추정	23
7. Valuation - Historical PER Method	26
Appendix	31

1. 바람의 방향을 알아보자 - 산업분석

1.1. 풍력 산업만이 가지는 특징

풍력산업의 정의 및 분류

풍력 산업은 자연에서 부는 바람의 에너지를 전기에너지로 변환하여 전력을 생산하는 산업을 말한다. 풍력은 육상 풍력과 해상 풍력으로 나뉜다. 육상 풍력은 육지의 고산지대에 풍력 발전기를 설치하는 형태로서, 설치 비용이 저렴하다는 장점이 있지만 부지 확보가 어렵다는 단점이 있다. 이를 해결하기 위해서 탄생한 방식이 해상 풍력이다. 해상 풍력은 바닷속에 풍력 발전기를 설치하는 형태로 바람이 지속적으로 강하게 부는 해안가에 비교적 자유롭게 설치 가능하다.

초기에는 육상 풍력, 후기에는 해상 풍력

풍력 산업의 초기에는 육상 풍력이 성장을 이끌고, 뒤이어서 해상 풍력이 빠르게 성장한다. 전 세계적으로 풍력 산업은 발전 초기 단계이기 때문에 육상 풍력의 발전 총량이 더 크다. 24년 기준으로 육상 풍력의 총 설치 용량은 약 870GW인 반면, 해상 풍력의 총 설치 용량은 75.2GW 수준으로 낮다. 미국은 풍력 산업의 발전 초기이기 때문에 육상 풍력의 성장에, 유럽은 풍력 발전을 더 일찍부터 시작했기 때문에 해상 풍력의 성장에 주목할 필요가 있다.

육상이든 해상이든 중요한 타워, 하부구조

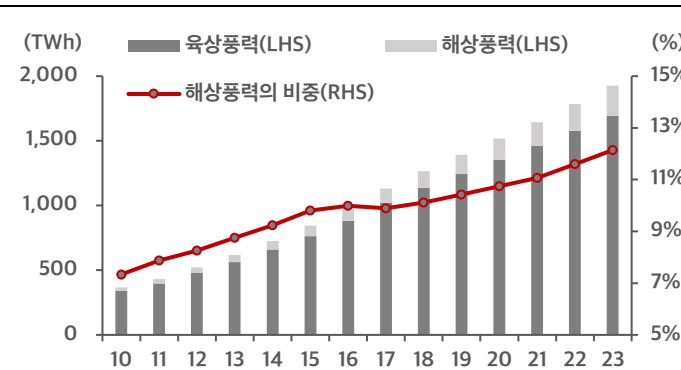
육상, 해상 구분 없이 중요해지고 있는 발전기 부품이 있는데, 바로 타워와 하부구조이다. 풍력 발전기는 크게 터빈, 발전기, 타워 및 하부구조로 이루어져 있다. 바람에 의해 터빈의 블레이드가 회전하면 발전기는 회전력을 이용해 전기를 생산하고 타워와 하부구조는 이 구조물을 지탱한다. 전력 효율을 위해 터빈의 발전용량이 커지고 있는데, 이에 따라 타워와 하부구조의 안정성이 중요해지고 있다. 실제로 타워는 안정성을 위해 10년 전 높이에 비해 20미터 이상 높아졌다.

타워, 하부구조가 만든 “지역적 분절성”

이러한 변화는 “지역적 분절성”이라는 풍력 산업만의 중요한 특징을 만들었다. 이는 풍력 산업 player들이 무거운 부품의 이동거리를 줄이기 위해 풍력발전기의 최종 설치 위치와 가까운 곳에서 생산하는 것을 의미한다. 풍력 산업의 일반적인 계약 구조는 지역적 분절성을 더욱 강화시킨다. 일반적으로 타워사가 아닌 터빈사가 물류비를 부담하는 구조인데, 터빈사는 물류비가 가장 적게 나오는 타워사와 계약한다. 따라서 타워사는 터빈사의 선택을 받기 위해서 타워의 최종 설치 지역과 최대한 가까운 곳에 공장을 설치한다. 그 결과 지역적 분절성은 강화된다.

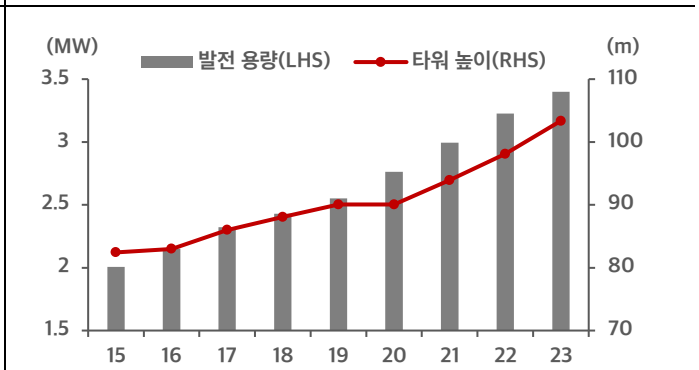
그렇다면 풍력의 성지인 미국과 유럽 근처에 공장을 이미 설치 완료한 기업이 있을까? 바로 타워 글로벌 M/S 1위 동사다. 동사의 매력을 기업분석과 투자포인트에서 알아보자.

도표 1-1. 글로벌 육상풍력, 해상풍력 발전량



출처: GWEC, SMIC 1팀

도표 1-2. 터빈 발전 용량과 타워 높이 증가



출처: Berkeley lab, SMIC 1팀

1.2. 풍력 산업의 밸류체인

풍력 발전 밸류체인 풍력 발전기의 설치는 ‘디벨로퍼의 인허가 획득 및 파이낸싱 - 터빈사와 부품사(타워사 등)의 생산 - 디벨로퍼, 터빈사의 최종 설치’ 순서로 진행된다. 이는 각각 약 5년, 2년, 1년이 소요되는데, 최근 유럽과 미국을 중심으로 총 프로젝트 기간을 줄이기 위한 정책이 도입되기 시작했다. 위 절차에서 등장하는 **player들을 중심으로 풍력 산업을 이해하면 다음과 같다.**

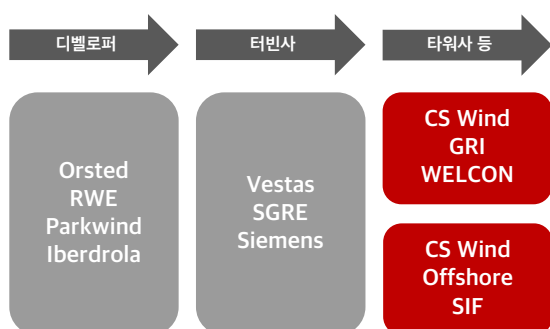
풍력 발전 주요 player와 지리적 위치 우선, 산업 내 주요 player들에 대해 살펴보면, Orsted 등 주요 디벨로퍼는 정부의 친환경 정책이 발달하여 풍력 설치 수요가 많은 미국과 유럽에 위치하고, Vestas 등 주요 터빈사는 뛰어난 기술력이 필요하기 때문에 기술력이 발달한 미국과 유럽에 위치한다. 부품사의 경우 동사, GRI 등을 제외하면 대부분 로컬 Player로서, 전방사 근처에 공장을 짓고 부품을 생산한다.

디벨로퍼: 생산 여부를 주도하는 키 플레이어 디벨로퍼는 밸류체인 내 최전방에 위치하고 있는 회사로서, 발전기 설치 여부를 주도하는 키 플레이어이다. 디벨로퍼는 풍력 단지를 개발 및 계획하여 정부로부터 예산 승인을 받고 자본 조달을 하여 개발을 시작한다. 디벨로퍼는 이러한 B2G 사업 속에서 수익성을 확보하기 위해 비용을 최소화하고자 한다. 특히, 풍력 프로젝트는 장기프로젝트이기 때문에 비용 중에서도 자본조달비용을 최소화 하고자 한다. 따라서 디벨로퍼는 금리에 따라 프로젝트의 수익성을 계산하여 프로젝트 개발 여부를 결정하고, 이 결정에 따라 터빈사, 타워사까지 영향을 받는다.

터빈사: 중간다리 터빈사는 디벨로퍼로부터 수주를 받는 OEM/ODM사로, 대부분의 부품을 자체 생산하지만 타워 등은 다시 한번 외주를 맡긴다. 일반적으로 터빈사는 풍력 발전기 전체에 대해서 디벨로퍼와 턴 키 조건 계약을 맺고, 즉시 가동 가능한 상태로 발전기를 생산한 후 디벨로퍼에게 인도한다. 부품 중에서 기술력을 요하는 블레이드, 터빈 등 핵심 부품은 수직계열화한다. 하지만 타워는 다품종 소량 생산하기 때문에 외주를 맡김으로써 비용을 절감한다.

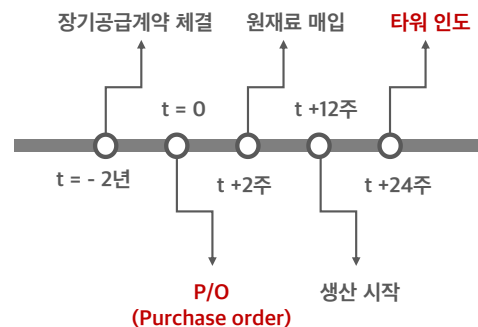
타워사, 하부구조물사 : 레퍼런스 기반 계약 타워사와 하부구조물사는 레퍼런스를 기반으로 전방사와 장기공급계약을 체결한다. 한 번 장기 공급계약을 체결한 경우, 전방사 입장에서는 매출에 장기간 영향을 받기 때문에 품질이 좋은 제품을 생산하고 납기를 잘 지키는 부품사와 계약을 맺는다. 동사 타워 부문은 경우 장기공급계약 체결 이후 전방사의 P/O(purchase order)가 들어오면 2주 이내에 원재료를 매입하고, 3개월 이내에 원재료를 인도 받아 즉시 생산을 시작하여 6개월 이내에 전방사에게 인도한다.

도표 1-3. 산업 내 주요 플레이어



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 1-4. 동사 타워 사업부 계약



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

2. 육풍과 해풍을 모두 품은 동사 - 기업분석

2.1. 동사를 지탱하는 타워 부문과 하부구조물 부문

타워 부문의 성장 과정 : 해외 법인 설립 및 CAPA 증설
 우선, 타워 부문은 동사의 핵심 사업부로, 풍력 선진국인 유럽과 미국을 메인 타겟으로 삼아 해외 법인을 설립하고 CAPA 확장을 해왔다. 18년 이후 터키, 포르투갈로 확장하여 유럽 시장을 공략하고, 또 다른 빅마켓인 미국 시장에 진출하기 위해 21년 Vestas의 미국 타워 공장을 인수하였다. 이후, 미국 시장 공략을 위해 매출액 기준 5,000억 원 규모의 CAPA 증설하였고, 추가로 매출액 기준 2,000억 원 규모의 CAPA를 증설할 계획이다. 해당 공장은 현재 전세계에서 가장 큰 CAPA의 타워 공장으로서, 동사의 American dream을 현실로 만들어주고 있다.

타워 부문의 성장 과정 : 현지 영업 및 레퍼런스
 또한, 동사는 현지에서 직접 영업을 진행하여 현지 전방사와의 끈끈한 관계를 구축하고 있다. 미국 고객은 미국 법인인, 유럽 고객은 포르투갈 법인 등이 전담하여 중개자를 거치지 않고 전방사와 직접 연락함으로써 전방사의 요구사항을 적시에, 온전히 반영한다. 이러한 과정을 통해 동사는 레퍼런스라는 경쟁력까지 갖추게 되었다. 특히, 납기 준수를 위해 콜로라도 공장을 24/7 가동하여 고객사에게 신뢰를 꾸준히 쌓았고, 19년부터 SGRE 등과 4년 연속으로 장기공급계약을 체결하였다. 시간이 지날수록 탄탄해지고 있는 레퍼런스는 동사의 미래를 더욱 밝게 해준다.

하부구조물로의 확장 : 위한 Bladt인수
 동사는 하부구조물 부문으로 확장하기 위해 Bladt 사를 인수하였다. Bladt의 기존 대주주는 사모 펀드 Nordic Capital로, IPO를 통한 자금회수가 주 목적이었기에 생산 관리는 미흡하였다. 그 결과, Bladt가 모노파일 납기일을 지키지 못하고 페널티를 물게 되었고, 디벨로퍼인 Orsted는 납기 준수에 뛰어난 동사에게 페널티 면제 조건으로 인수를 제안했다. 그 결과, 동사는 22년 말 기준 자산총계 5,830억 원 부채총계 5,041억원의 Bladt 지분 100%를 23년 11월 현금 269억 원에 인수하였다. 동사는 납기 준수 레퍼런스를 바탕으로 진흥에 가려진 보석 Bladt를 얻었다.

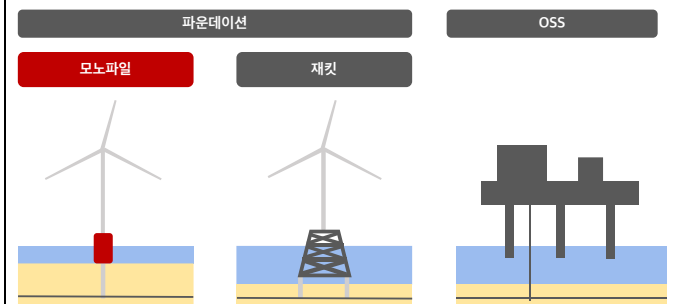
Bladt의 진짜 모습 : 하부 구조물의 강자
 Bladt사의 진정한 가치는 오랜 업력 동안 쌓아온 기술력과 레퍼런스이다. Bladt사는 덴마크에서 20년 이상 해상풍력 하부구조물을 생산해 온 회사로, 글로벌 디벨로퍼인 Orsted와 장기간 계약을 맺어온 만큼 기술력이 검증된 회사다. 하부구조물 중에서 고정형 하부구조물 강자이며, 특히 모노파일에서 경쟁력을 갖추고 있다. 또한, 차세대 하부구조물인 부유형 하부구조물에 대해 기술 투자를 진행함으로써 부유형 하부구조물 시대를 대비하고 있다.

도표 2-1. 동사 해외법인

사업부문	지역	설립연월	풍력 종류	Capa(십억 원)
타워	미국	21-08	육상풍력	1,000
	베트남	03-12	육상풍력/해상풍력	600
	포르투갈	21-10	육상풍력/해상풍력	500
	터키	18-06	육상풍력	300
	중국	06-09	육상풍력/해상풍력	150
	대만	18-12	해상풍력	100
	하부구조물	덴마크	23-12	해상풍력

출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 2-2. Bladt 사업부의 제품라인업



출처: SMIC 1팀

2.2. 실적 분석, 재무 분석

앞으로도 폭발적으로
성장할 매출

동사의 매출은 사업 확장을 본격적으로 진행한 최근 5년 동안 꾸준히 성장세를 그려왔다. 이제 는 지금까지 뿌린 씨를 착실히 거두어 들고자 한다. 특히, Vestas 법인 인수 이후에 미국 매출 이 연평균 44%씩 성장하고 있고, CAPA 증설이 추가로 남아있다는 점에서 미국 매출 성장세가 기대된다. 또한, 하부구조물은 새로운 파이프라인으로 거듭나고 있다. 하부구조물 부문은 인수시 점부터 존재하였던 1,053 백만 달러의 수주잔고를 바탕으로 1H24 매출의 34%를 차지하였다. 동사의 납기 레퍼런스를 감안하면 해당 수주잔고는 1H24처럼 안정적으로 매출로 인식될 것이다.

앞으로는 안정적으로
성장할 영업이익

영업이익의 경우 종속회사의 일시적 손익으로 인해 왜곡되는 경우가 잦았지만, 앞으로는 안정적 으로 성장할 예정이다. 4Q22에 터키법인 재무제표 연결 시, 초인플레이션으로 인해 기능통화를 변경하면서 비용이 발생하였다. 4Q23에는 Bladt사 하청업체의 작업 시간 증가로 진행중인 공사 에 대해 손실충당부채를 인식하여 비용이 급증하였다. 하지만 초인플레이션 회계처리는 3년간 물가상승률 100% 이상 발생 시 적용하기 때문에 일반적으로 발생하기 어렵고, 동사가 납기 준 수 능력을 바탕으로 하청업체의 작업 시간이 늘어나지 않도록 관리할 것이다. 따라서 앞으로는 위와 같은 일시적인 손익으로 인해 영업이익이 왜곡되는 일은 없을 것이다.

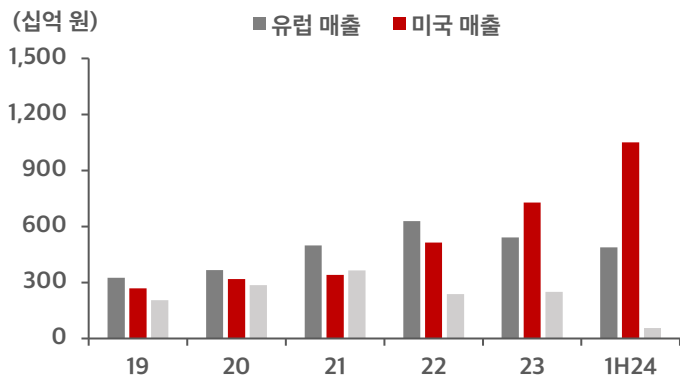
확장을 위한 부채 증가
더 이상은 걱정말자

재무 안정성을 살펴보면, 부채금액과 부채비율 모두 증가하는 추세이지만, 앞으로는 추가적인 CAPA 투자가 적기 때문에 크게 걱정하지 않아도 된다. 현금흐름표를 살펴보면, 21년 미국 법인 인수와 1Q21~4Q23까지의 해외 법인 CAPA 확장을 위하여 총 6,000억 원의 현금이 유출되었 다. 동 기간 동안 장기차입금 증가를 통해 총 4,090억 원의 현금이 유입되었다. 이를 통해서 우 리는 CAPA 확장을 위해 장기차입을 꾸준히 진행했음을 알 수 있다

실제로 걱정할
일이 아니다

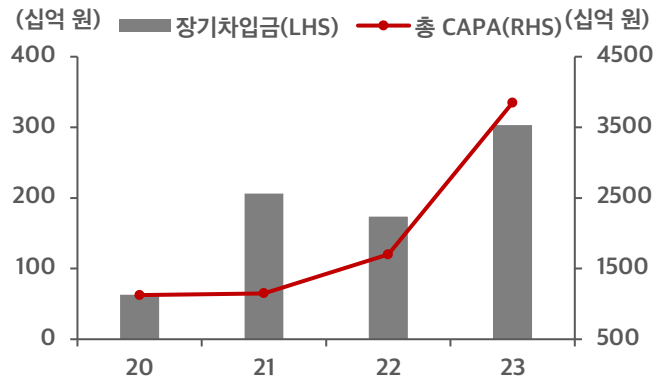
하지만 앞으로의 CAPA 투자는 적기 때문에 장기차입금의 증가 추세는 멈출 것이다. 동사의 24 년, 25년, 26년에 예상된 CAPA 확장 계획은 지난 3년의 약 22% 수준이다. 따라서 유형자산 취득 등을 위해 3년 동안 약 1200억원의 현금이 유출될 것으로 예상된다. 즉, 1년에 약 400억 원 의 현금 유출이 예상되는데, 이는 재무 건전성이나 현금흐름에 문제가 생기지 않는다. 이자 지급 으로 인한 현금 유출액 역시 더 이상 늘어나지 않기 때문에, 수주 증가에 따른 현금 유입으로 해결 가능하다. 차입금에 대해 걱정을 하기보다는 본업에서 벌어들 돈을 기대해야 할 때이다.

도표 2-3. 지역별 매출 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

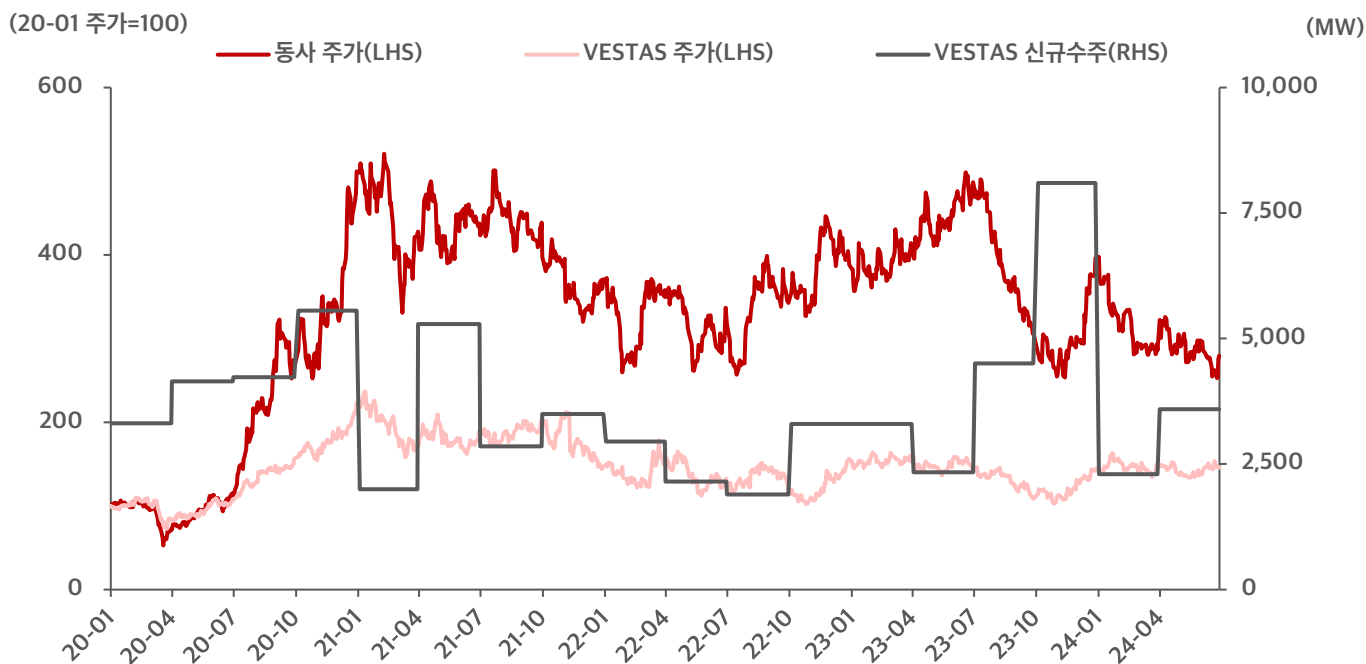
도표 2-4. CAPA 증가 및 부채 추이



출처: DART, SMIC 1팀

2.3. 주가 분석

도표 2-5. 주가 분석



출처: Investing.com, SMIC 1팀

동사와 Vestas 주가의 변동 요인: 정책과 금리 변화에 따른 기대
 동사의 주가는 저금리와 친환경 정책들이 쏟아져 나온 20년 1년 동안 약 800%의 수익률을 기록하였다. 당시 주목 받았던 친환경 주 중에서도 높은 수준의 상승이었다. 이후 동사는 기대에 못 미치는 실적을 보여주면서 정책 테마주라는 오해를 받고 있다. 동사의 주가는 정책과 금리에 따른 전방 터빈사 Vestas의 신규수주 물량과 Vestas의 주가와 함께 움직인다.

Phase 1: 재생 에너지 정책으로 증가한 신규 수주
 친환경 정책이 쏟아지기 시작한 20년부터 동사는 시장에서 주목을 받기 시작했다. 유럽에서는 그린딜 정책을 강화하며 재생 에너지에 대한 대규모 투자를 발표하였고, 미국에서는 바이든이 당선되면서 신재생 에너지에 대한 투자가 확대되었다. 이는 디벨로퍼의 신규 프로젝트로 이어졌고, 이에 따라 Vestas의 신규수주, Vestas 주가, 동사 주가가 모두 상승하였다.

Phase 2: 거시적 요인으로 줄어든 신규 수주
 21년부터 24년 상반기까지 친환경 관련 기업들은 시장의 기대에 못 미치는 실적을 보여주며 주가가 추가적으로 상승하지 못하였다. 글로벌 공급망 혼란에 따른 물류비의 증가와 원재료비 상승, 인허가 단계 지연 등으로 인해 Vestas의 신규 수주 물량은 이전 수준에 비해 낮았다. 따라서 22년 IRA 법안 통과에도 불구하고 Vestas와 동사의 주가가 많이 상승하지 못하였다.

Phase 3: 다시 상승할 신규 수주
 24년 하반기 금리 인하가 시작되고 인허가 축소 정책들이 본격적으로 시작되어 새로운 풍력 관련 프로젝트와 터빈사의 신규 수주가 증가하는 모습을 보이고 있다. 동사는 신규 수주 증가만을 기다리며 지난 5년 간 끊임없는 해외법인 설립과 증설을 진행하였다. 육상과 해상, 미국과 유럽을 모두 준비한 동사, 터빈사의 신규 수주 물량이 꿈틀대는 지금 동사에 주목해보자.

3. 홀로 봄을 맞이한 동사 - 투자포인트 1

3.1. 불황에 증설, 무슨 일이 일어나고 있다.

업황은 겨울,
동사 홀로 증설

풍력 업황이 겨울을 맞이한 지난 3년간, 동사는 홀로 씨를 뿌렸다. 높아진 금리와 그리드 병목 문제로 풍력 산업에 먹구름이 끼었음에도, 동사는 공격적으로 CAPA 증설을 단행했다. 모두가 겨울을 나는 동안, 동사는 홀로 봄을 맞이하고 있는 것일까?

21년부터 금리인상과
시작된 침체

금리 인상이 시작된 21년부터, 풍력업은 불황이었다. 계획된 프로젝트 공사에 차질이 걸려 풍력 발전 신규 설치량은 20년 17.2GW를 정점으로 23년 6.5GW까지 급격하게 감소했다. 그럼에도 불구하고, 동사는 계속해서 생산능력을 늘렸다. 글로벌 풍력 타워 M/S 1위, 국내 풍력 대장주인 동사의 행보는 업황의 바로미터처럼 보이지 않는다.

22년 경기둔화에도
동사는 꾸준히 증설

22년 금리와 인플레이션도 동사의 씨뿌리기를 막지 못했다. 22년부터 동사는 약 4회에 걸쳐 7.1억 달러를 투자해 21년 대비 24년 생산능력을 4배 증가시켰다. 22년 터키 생산법인 투자를 시작으로 23년 1월 포르투갈에 1.3억 달러, 3월 베트남에 0.8억 달러를 투자했으며, 올 해에도 상반기 미국에 0.66억 달러를 투자했다.

타사도 했나?
동사만 했다

근 3년 내 동사의 증설이 유독 눈에 띄는 이유는, 동기간 경쟁사들에서 찾아보기 힘든 행보이기 때문이다. 각 미국, 유럽 Top 3 타워사인 Broadwind, GRI Renewable의 경우 증설이 없었거나, 기존 생산능력의 20%를 증가시킨 수준으로 그쳤다. 4배를 상승시킨 동사와는 확연히 상반된다.

인력까지 총원,
대체 무슨 일일까

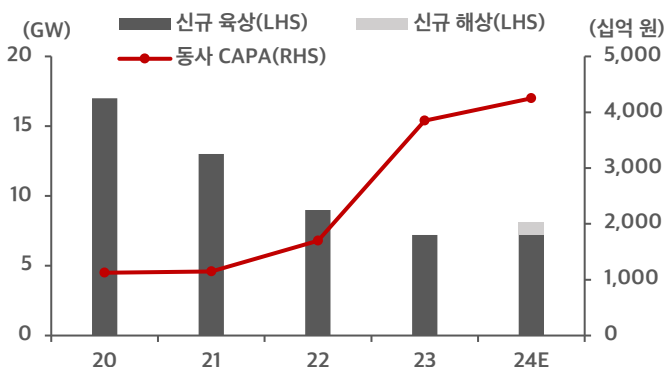
봄을 기다리는 동사의 움직임은 생산설비 투자에서 그치지 않는다. 3Q23부터 미국 생산법인에 인력을 총원하기 시작해, 총 400명을 추가적으로 고용했다. 기존 직원 수가 580명이었음을 감안하면, 기존 인원의 70%에 육박하는 인력을 총당한 것은, 틀림없이 어떠한 미래를 그리고 있는 것이다.

본 투자포인트에서는, 동사의 생산시설에서 출발하여

(1)전략적 위치와 (2)생산능력으로 동사가 단순 철강 조형물을 제조하는 업체가 아닌, 전방사에 최상의 선택지일 수밖에 없는 이유를 규명할 것이다.

마지막으로 금리 인하와 함께 풍력업에 서서히 봄바람이 불어오기 시작했음을 제시하며 동사가 오랜 봄을 맞이할 준비가 되었음을 증명하고자 한다.

도표 3-1. 미국 풍력발전 신규 설치량, 동사 CAPA



출처: BNEF, 동사 IR, SMIC 1팀

도표 3-2. 동사, 경쟁사 CAPA 증설 이력

2020-2024 CAPA 증설 현황		2020	2021	2022	2023	2024
(단위: towers/yr)						
씨에스 윈드 (변환 결과)	미국	-	-	833	1,332	1,665
	YoY(%)	-	-	-	60%	25%
	포르투갈	-	-	167	666	833
YoY(%)	-	-	-	300%	25%	
튀르키예		83	133	250	500	500
	YoY(%)	-	60%	88%	100%	0%
베트남		749	749	749	833	999
	YoY(%)	-	0%	0%	11%	20%
Broadwind	미국	550	550	550	550	550
	증설 없음	-	0%	0%	0%	0%
GRI	터키	110	140	250	250	250
		YoY(%)	-	27%	79%	0%
	브라질	430	430	430	600	600
YoY(%)	-	0%	0%	40%	0%	

출처: 각 사, SMIC 1팀

3.2. 어디에 뭘 지어야 할까

타워업은 현지 생산법인이 중요 동사가 증설을 지속한 이유는 생산법인의 위치를 따라가 찾을 수 있었다. 풍력 타워는 다른 타워 부품에 비해 비교적 단순하지만, 가장 거대하다. 제작단가가 중요시됨에 따라 수송비용 절감을 위한 **현지화 능력이 중요하다**. 그렇다면 어디에, 무엇을 배치해야 할까? 글로벌 비중국 풍력업의 75%를 차지하는 **유럽과 미국 시장은 풍력의 발전 속도가 상이해 맞춤형 전략이 필요하다**.

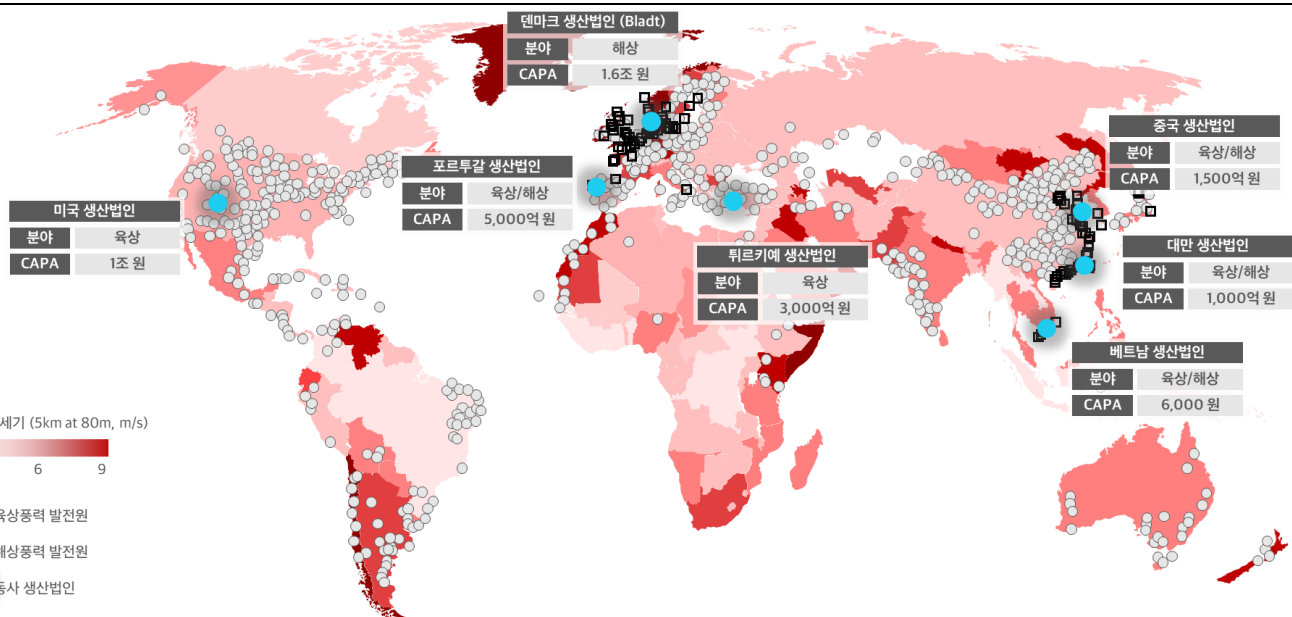
유럽은 해상풍력이 개화 중 **풍력 산업에서 앞서나간 유럽은 글로벌 해상풍력 설치량의 45%가 위치한, 해상풍력의 절대강자**이다. 이전까지 유럽에서 육상풍력의 설치가 대부분이었던 이유는, 더 저렴하고 설치하기 용이하기 때문이다. 그러나 유럽 내 풍력 인프라가 확대되면서 기술력이 발전함에 따라, 해상풍력은 빠르게 개화하고 있다. 근 3년 유럽 연평균 해상풍력 설치 증가율은 육상풍력의 1.9배 수준이다.

미국은 육상풍력이 개화 중 반면 **한 발짝 뒤에 있는 미국은 아직 육상풍력에 머물러있다**. 설치된 전체 풍력 발전원 중 **육상 풍력의 비중이 99%**로, 광활한 국토에 바쁘게 설치량을 늘려나가고 있다. 미국 내 육상 풍력 발전 용량은 13년에서 19년 사이 74% 증가하였으며, 설치가 보편화됨에 따라 발전 건설 비용은 27% 감소하였다. 유지비용(O&M)도 1/3 수준으로 감소하여, 전력원 중 가장 낮은 발전단가 (LCOE)로 현재 미국에서 가장 많이 이용되는 재생에너지원이다.

동사도 유럽에 해상, 미국에 육상으로 진출 시장의 방향성을 읽은 동사는, **유럽에서는 해상풍력 중심의, 미국에서는 육상풍력 중심의 CAPA를 증설하며 발돋움**을 해나가고 있다. [도표 3-3]에서 확인할 수 있듯, **동사 각 생산법인의 분야는 부근에 위치한 발전원의 종류와 동행**한다. 유럽에서 동사는 해상풍력 타워를 생산하는 포르투갈 공장을 증설하고, 해상하부구조물 M/S 3위 기업인 Bladt를 인수하여 성장성과 수익성이 높은 하부구조물 시장으로까지 영역을 확대하였다.

글로벌 1위 타워 업체, 풍력 왕국 건설 중! 미국에서는 대규모 육상 풍력 타워 공장을 인수하는 것을 시작으로 사업 확장을 가속화했다. 해당 생산법인은 동사 최대 고객사인 Vestas의 과거 타워 생산라인으로, 이를 계기로 고객사 물량의 수주를 확대하였다. 이로써 동사는 전략적으로 유럽에 해상, 미국에 육상 풍력 부품 포트폴리오를 견고히 하며 **전세계에 걸친 자신만의 풍력 왕국을 건설**해나가고 있다.

도표 3-3. 전세계 지역별 풍량, 발전원 위치, 동사 생산법인 위치



출처: SMIC 1팀

3.3. 왜 위치가 핵심인가 - 천문학적 운임비

(1) 막고 싶은 해외운송

부품의 이동거리 증가 = 막대한 운임비 증가
 주목해야할 점은 블레이드, 발전기, 타워 각 **초대형 부품이 설치 위치에 각기 따로 모여 조립된**다는 점이다. 블레이드와 타워의 길이만 각각 100m를 상회하므로 완전체를 조립해 나르는 것은 불가능에 가깝기 때문이다. 따라서 최종적으로 부품들을 모아 터빈을 제작해야하는 터빈사에게 **각 부품의 이동거리가 길어지는 것은 막대한 운임비 부담으로 귀결된다.**

타워는 생각보다 정말 크고 무겁다
타워를 예로 들어 터빈사의 고민을 이해해보자. 육상풍력 타워는 지름 4.5m, 높이 100m에 달한다. [도표 3-]와 같이 용접공이 타워 안에 들어간 모습이 동굴 같은 데에서 그 크기를 체감할 수 있다. 무게의 경우 평균적으로 300톤 이상으로, 2층주택 3채의 무게와 맞먹는다. 따라서 운송에만 크레인, 특수 트레일러와 같은 대형 특수장비가 투입된다. 한 번쯤 이사 용달을 이용해보았다면, 내륙 운송비도 만만치 않음을 단번에 체감할 것이다.

해상운송까지 할 경우 부담은 배로 돌아온다
 그러나 **해상운송까지 넘어갈 경우, 요구되는 장비와 물류비는 배가 된다.** 대체 얼마나 큰 차이가 발생하는 것일까? 각 경우에 대한 운임비 계산을 통해 타워의 로컬 배송과 해외 배송을 비교해 보자. 미국 내 위치한 동사 콜로라도 공장과 경쟁사 GRI Renewable의 스페인 공장을 기준으로 미국향 운임비를 계산하였다. 두 공장에서 출발하여 미국의 주요 풍력 타워 수요처인 텍사스 Roscoe로 도착하는 것으로 가정하였다.

특수 운반장치가 필요한 타워 운송
 풍력 타워는 그 규모가 굉장히 크기에 육상에서는 Schnabel trailer이라는 특수 트레일러를 통해 운송해야하고, 해상에서는 HLV(Heavy lift Vessel)을 통해 운반하여야한다. HLV는 풍력타워와 같은 특수한 건설 자재들을 운송하는 배로 프로젝트별로 용선료가 상이하여 그 정보를 알기 쉽지 않기에 벌크선 중 가장 큰 capsize 벌크선의 일일 용선료를 프록시로 삼아 추정하였다.

적재 능력 고려해 운송 소요금액 추정시,
 정확한 비교를 위해 물류비 운송 단위를 HLV선 하나가 실을 수 있는 풍력타워 4개로 설정하였다. 이에 육상 운임은 Schnabel trailer의 적재 능력을 고려해 총 4대의 1일 운임비로 계산하였다. 해상 운임은 스페인 Coruna 항구에서부터 Huston까지의 해상 거리와 HLV선의 속도를 고려하여 해상 운송 소요기간을 추정하였고, 이를 capsize 벌크선의 1일 용선료에 곱하였다.

로컬이 해외배송비의 6.5%수준
 상기 내용을 종합하여 계산한 결과, 동사의 미국 법인에서 출발한 타워의 물류비는 \$32,000, 경쟁사 스페인 공장에서 출발한 타워의 물류비는 \$489,632이다. 즉, **로컬에서 출발한 풍력타워는 해외 생산법인에서 출발한 것에 비해 물류비가 6.5% 수준임을 확인할 수 있었다.**

도표 3-4. 동사, 경쟁사 풍력 타워 운임비 비교

풍력 타워 운임비										
항목	출발 지역	도착지역	거리(km)	운반책	속도(km/h)	소요 기간(일)	소요 대수	운임비(\$/일)	요금(\$)	
동사 미국 법인	동사 콜로라도 공장	Texas R. 풍력단지	892	Schnabel 트레일러	50	1	4	8,000	32,000	
	GRI Galicia 공장	Coruna 항구	152	Schnabel 트레일러	50	1	4	8,000	32,000	
GRI 스페인 법인	Coruna 항구	Huston 항구	7,320	HLV	22	16	1	26,602	425,632	
	Huston 항구	Texas R. 풍력단지	655	Schnabel 트레일러	50	1	4	8,000	32,000	
									489,632	

출처: SMIC 1팀

내륙 생산시설은 매우 큰 셀링포인트
 확인한 바와 같이, 생산시설이 수요국 내에 위치하는 것은 터빈사에게 엄청난 바이포인트이다. 막대한 운임비 부담을 덜어낼 수 있기 때문이다. 운임비를 부품사가 부담하더라도, 부품가에 반영되어 부품가가 상승하게 되므로 운임비는 존재 자체로 터빈사에게 손해이다. 현재 풍력터빈 산업은 Top4사가 비중국 글로벌 점유율 80%, 미국내 100%를 양분하며 부품사를 체리픽하는 구조이다. 콧대높은 터빈사 입장에서 운임비리스크가 있는 장거리 부품사를 선택할 이유가 없다.

글로벌 풍력 타워사들이 따라잡기는 쉽지 않다
 동사의 경쟁사인 글로벌 풍력 타워사들은 대부분 풍력 산업이 선진화된 유럽 출신이다. 이들의 생산법인은 대부분 유럽에 위치한다. 동사와 전방사가 동일한 스페인의 GRI Renewable의 경우, 미국에 생산 시설이 있으나 동사 콜로라도 생산법인의 20% 수준이다. 유럽의 경우, 동사는 터키와 포르투갈 생산법인으로 수요에 대응하고 있다. 유럽은 미국에 비해 국가 간 이동이 자유로우며, 동사의 전방사 Top 4사가 유럽에서도 공고한 메이저이므로 경쟁력은 이미 보장되었다.

(2) 내륙에서도 근근(近近)익선

타워 생산법인은 풍력 발전단지 부근에 위치
 풍력 타워가 다른 부품들과 차별화되는 특징은, 현장에서 조립하기 전까지 터빈사의 손을 거치지 않는다는 점이다. 따라서 블레이드나 허브 제작사는 운송비를 조금 더 감내하더라도 터빈 조립공장 근방에 위치해야하는 반면, 타워는 풍력 발전단지 근방에 위치하는 것이 유리하다.

풍력 발전단지는 강풍지역에 위치
 당연하게도, 국가를 불문하고 풍력 발전단지는 바람이 많이 부는 곳에 설치된다. 미국의 강풍 지역은 텍사스를 포함하는 중부 평원 지역으로 단위 면적당 얻을 수 있는 평균적인 전력량이 700MW 이상이다. 실제로 이를 따라 발전원들이 열을 이루고 있는데, 이 한 가운데에 동사의 콜로라도 생산법인이 위치한다. 여의도보다 큰 부지와 1.2조 원 규모 CAPA로 무장한 동사는 부근에서 발생하는 수요를 흡수하는 하마이다.

동사도 따라서 강풍지역에 위치
 동사 유럽 생산법인도 강풍지역에 집중적으로 분포한다. 미국보다 바람이 더 센 유럽의 해안지역은 북해를 중심으로 생산 가능 전력량이 1,000MW/m² 이상인 지역이 산재해 있다. 유럽 해상 풍력 발전소 설치량의 70% 이상이 위치한 발트해 풍력단지로의 접근이 용이한 지역에 위치한 동사의 포르투갈 생산법인과 터키 생산법인은 동사에게 경쟁력을 더해주고 있다.

경쟁사들 대비해서도 유리한 동사 위치
 반면 경쟁사들은 동사보다 발전단지로부터 멀리 위치한다. 타워 생산 공장이 풍력 발전원의 설치 위치와 가까워질수록 운임비는 물론, 운송 과정에서의 위험 부담이 줄어든다. 자연스럽게 터빈사들은 가장 안정적인 위치에 있는 동사를 선택할 수 밖에 없고, 동사와 계약시 FoB 선적지 인도 조건을 채택해 운반비를 선뜻 짊어지고 있다.

도표 3-5. 풍력 타워 설치 과정



출처: 동사 YouTube, SMIC 1팀

도표 3-6. 타워 peer 국가



출처: SMIC 1팀

막대한 운반비를 전가해버리는 동사의 경쟁력
 운반 계약 구조 덕분에 동사의 운반비는 매출액 대비 1%를 상회한 적이 없다. 동사의 생산 제품은 거대 철제물로, 운송에 큰 품을 들여야 함에도 불구하고 운송비가 이상하리만치 낮다. 동사의 운송계약방식 덕분에 코로나발 물류 차질이 있었던 19~21년도조차 1% 미만을 유지했으며, 22년부터는 지속적으로 감소하여 1H24에 매출액 대비 운송비 0.15%를 달성했다.

원재료비까지 전가 가능
 동사는 원재료에서도 고객사에 가격을 전가하여 밸류체인 전반에 걸친 비용 절감 능력을 완성시킨다. 이를 반증하듯, 20~22년 동사 원재료비의 60%를 차지하는 후판가가 3배가량 인상될 때 매출액 대비 원재료매입액은 1.37%p만 증가했다. 완벽한 위치로 천문학적인 운임비 리스크를 덜어주는 동사에게 터빈사들은 원가와 운반비 부담으로 보답하고 있다.

3.4. 압도적인 생산능력

위치, 생산시설 모두 완벽한 동사
 앞서 국가별 수요, 내륙운송, 강풍지역을 모두 고려한 동사 생산법인 위치가 막대한 운임비를 해소하여 터빈사들이 선택할 수밖에 없음을 확인하였다. 그러나 좋은 위치에 있어도, 발주자가 원하는 물품을 필요한 만큼 만들어줄 수 없다면 무용지물이다. 동사가 불황에도 꾸준히 증설해온 생산능력은 여기서 빛을 발한다.

생산능력, 동사 1등!
 경쟁사 CAPA와의 비교를 통해 동사의 생산능력을 확인해보자. 이에 대형 타워사 중 CAPA를 공시하는 Broadwind, GRI Renewable을 경쟁사로 비교하였다. 각각 미국과 유럽 Top3 타워사이며, 전방사가 SGRE, GEV로 동일하여 비교군으로 적절하다고 판단했다. Broadwind는 미국에 2개 생산법인을 가진 미국 시장 키 플레이어이며, GRI는 브라질 외 7개국에 생산법인을 두고 있는 글로벌 대형 경쟁사이다. 각 사 생산법인에 공시된 23년 연간 타워 CAPA를 토대로 추정된 결과, 전체 생산법인 합산 기준 동사의 CAPA는 양사의 8.1, 1.6배, 미국 생산법인 기준 3, 5.5배에 달했다. 이는 각국의 상이한 경쟁상황을 고려하여 비교한 값으로, 동사 생산능력이 평균적으로 글로벌 벌리 약 5배, 미국 생산법인 기준 약 4배 상회함을 확인할 수 있었다.

생산법인 규모, 동사 1등!
 타워를 대형으로 제작하기에, 대형 설비를 갖추는 것 또한 생산법인의 경쟁력이라 판단하여 각 사의 공장부지 규모도 비교해보았다. 각 사에서 공시하는 공장 주소를 기반으로 비교한 결과, 최대 생산법인의 Google Map 위성 기준 Broadwind 30만㎡, GRI 23만㎡, 동사 94만㎡ 규모의 공장 부지를 소유하고 있다. 실제 CAPA를 공시하지 않지만 동사, Broadwind와 함께 미국 Top3 타워사인 Arcosa의 부지 규모도 함께 비교한 결과, 24만㎡로, 동사 생산법인의 크기가 평균적으로 타사의 약 3~4배를 상회함을 확인할 수 있었다.

결론적으로, 실제 생산 CAPA와 부지 규모 측면에서 동사는 평균적으로 경쟁사 대비 3~5배에 달하는 생산능력을 보유하고 있다.

도표 3-7. 동사, 경쟁사 CAPA 비교

경쟁사 생산법인 CAPA (단위: towers/yr)			동사 생산법인 CAPA (단위: towers/yr)	
Broadwind	미국(2개 총합)	550	미국 콜로라도	1,665
	튀르키예	250	베트남	999
	브라질	600	포르투갈	833
	스페인 세비아(해상)	200	튀르키예	500
	스페인 갈라시아(육상)	500	중국	300
GRI	인도(2개 총합)	600	태국	167
	아르헨티나	200		
	미국	300		
	남아프리카	150		
	합계	2,800	합계	4,464

출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

도표 3-8. 동사, 경쟁사 생산법인 부지 규모 비교

	BROADWIND	GRI	CS WIND	ARCOSA
위성 사진				
위치	Abilene, USA	Ipojuca, Brazil	Colorado, USA	Newton, USA
규모(㎡)	30만	23만	94만	24만

출처: Google Maps, SMIC 1팀

타워 대형 CAPA
= 단기적, 중장기적
필요조건

그렇다면, 타워업에서 동사가 대규모 생산능력을 보유한다는 것은 어떤 의미일까? 1)단기적으로
는 납기력으로, 2)중장기적으로는 터빈의 대형화라는 산업 방향성의 책임자로 터빈사를 만족시키
는 우등생임을 의미한다.

(1) 단기적으로, 납기력

풍력 프로젝트는
타임라인이 중요

풍력 발전 프로젝트에서는 대규모 자본이 정책, 기관, 투자자 등 여러 이해관계와 얽혀 굴러가
므로 타임라인이 중요하다. 특히 자본이 가장 집중적으로 투입되는 초기 타임라인에 주요 계약들
이 체결되는데, 풍력업은 호흡이 길어 그 중요도는 더욱 높아진다. 프로젝트 초기 디벨로퍼가 전
력회사와 맺는 PPA 계약의 경우 계약 단위가 15~25년에 달한다. PPA 계약이란 장기간 고정가격
으로 전력을 판매하는 계약으로, 미래에 길고 안정적인 전력 공급을 보장해준다.

타임라인 지연 발생시
피해는
기하급수적으로 증가

이처럼 풍력 프로젝트는 5~10년 단위의 장기적인 미래에 대한 약속을 하므로, 타임라인에서 지
연이 발생하면 그 피해는 눈덩이처럼 불어난다. 보장받는 시간이 긴 만큼 지급받는 거래액이 크
다. 이에 상응하는 부채액의 규모도 커서 납기가 조금만 연체되어도 이자액은 가파르게 불어난
다. PPA계약의 경우 부품사가 납기를 맞추지 못해 전체 일정이 밀려 예정일에 전력 발전을 하지
못하였을 경우, 벌금이 계약상 디벨로퍼에게 부과되며 이는 부품사에게 전가된다. 이뿐 아니라
프로젝트 타임라인의 지연은 전력생산의 기회비용 손실까지 초래한다.

따라서 매우 중요한
부품사의 납기력

따라서 부품사의 납기력은 매우 중요하게 작용하는데, 동사의 대규모 생산능력은 동사의 납기력
을 공고히 해준다. Bladt 인수 사례에서 동사의 납기력을 확인해보자. 21년 8월 인수한 Bladt는
해상풍력 하부구조물 부품사로, 동사의 인수 전 반복적으로 납기기한을 어기는 말썽쟁이였다. 참
다 못한 Bladt의 고객사 Orsted는 동사를 찾아와 Bladt를 인수해줄 것을 제안했다. 납기 우등생
인 동사는 단가 인상까지 보장받으며 인수에 동의하였고, Orsted의 고민을 해결해주었다.

글로벌 디벨로퍼가
찾아오는
동사의 납기력

글로벌 탑티어 디벨로퍼인 Orsted마저 찾아올만큼 업계에서 인정받은 동사의 생산능력과 납기
력은 터빈사들과의 장기계약으로 이어진다. 동사 고객사의 93%는 합산 글로벌 점유율 80% 이
상의 Top4 터빈사이다. 동사는 긴 업력을 바탕으로 이들과 11년부터 현재까지 5~10년 단위 장
기 공급 계약을 꾸준히 맺어왔다. 이에 그치지 않고 동사의 고객사들은 발주 물량을 꾸준히 늘
리고 있으며, 21년 Vestas와 맺은 1.5조 규모 5년짜리, 22년 Siemens Gamesa 와 맺은 4조 규모
6년짜리 장기 공급 계약은 동사에 대한 신뢰도에 방점을 찍는다.

도표 3-9. Bladt 인수 및 하부구조물 진출과정

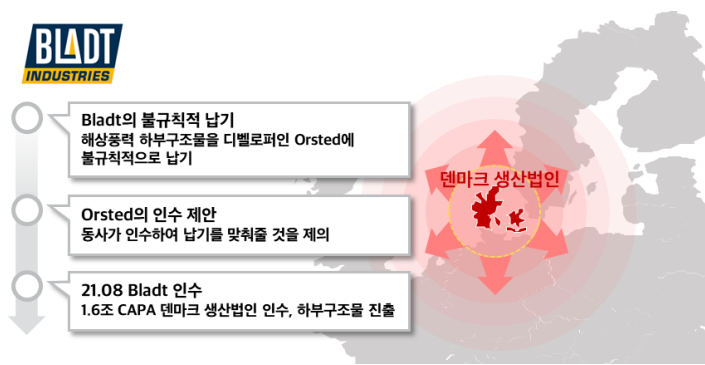


도표 3-10. 동사 계약 내역

공급지역	계약상대	계약 날짜	계약 금액(억 원)
북유럽, 중동, 북미, 대만	SGRE	2019-06-07	1,532
미국	Nordex	2020-02-27	767
베트남	Nordex	2020-06-24	821
유럽 및 아시아	SGRE	2020-06-29	509
유럽 및 중남미	Nordex	2020-08-11	752
유럽	Nordex	2021-03-23	1,458
미국	Vestas	2021-06-03	15,000
유럽	Nordex	2021-06-18	767
중국	Goldwind	2021-07-26	547
북미, 북유럽, 아시아 및 북아프리카	SGRE	2021-07-28	1,242
유럽	Nordex	2022-05-16	1,873
글로벌 전역	SGRE	2022-11-16	38,758

출처: SMIC 1팀

출처: DART, SMIC 1팀

(2) 장기적으로, 터빈의 대형화

풍력산업은

현재 대형화의 흐름을 타는 중

풍력발전기는 대형화의 흐름에 있다. 대형화될수록 발전량이 지속적으로 증가해, 경제적으로 효용이 증가하기 때문이다. 로터의 지름이 2배 증가하면, 로터의 면적은 4(2²)배 증가하며, 발전량은 8(2³)배 증가한다. 1GW의 풍력 발전단지를 구성한다고 가정할 때, 터빈 크기가 4mW 증가할 때마다 1억 달러의 비용 절감 효과를 가져다준다. 터빈 크기가 증가할수록 개당 발전 용량이 증가하므로 적게 설치해도 된다. 터빈 개수의 감소는 제작, 설치, 유지 비용의 감소로 직결된다.

더 큰 타워를

만들 줄 알아야 한다

높이 측면에서도, 타워의 길이를 늘려 고도에 설치할수록 지상보다 강하고 일정한 바람을 이용할 수 있다. 지면에서 멀어질수록 나무, 건물, 산과 같은 물체로부터 방해받지 않고, 바람이 자유롭게 불 수 있는 환경이 조성되기 때문이다. 터빈뿐만 아니라 타워도 크고 높아질수록 토지 면적당 효율이 증가한다. 터빈, 타워 모두에서 발생하는 대형화의 흐름은 설비 부담으로 이어져 터빈사들의 부품 아웃소싱 비율을 증가시켰다. 부품사들의 대규모 생산능력은 필수가 되어가고 있다. 글로벌 터빈사들은 향후에도 생산능력이 압도적인 동사와 함께할 수밖에 없다.

대규모 생산시설의
감가상각 걱정도 No

그렇다면 경쟁사의 3배에 달하는 CAPA가 감가상각 등의 문제로 귀결될 우려는 없을까? 결론부터 말하자면, 전혀 걱정할 필요가 없다. 제조업을 크게 장비집약적 제조와 노동집약적 제조로 분류하자면, 동사는 후자에 속한다. 즉 생산장치를 기반으로 하는 제조하지만, 전형적으로 감가상각비가 낮고 인건비가 높은 노동집약적사업이다. 실제 23년 동사 매출액 대비 감가상각비 비중은 5년 평균 3.12%에 불과하다. 동사의 대규모 생산능력에 감가상각 리스크는 없다.

그렇다면

동사의 증설이
의미하는 것은?

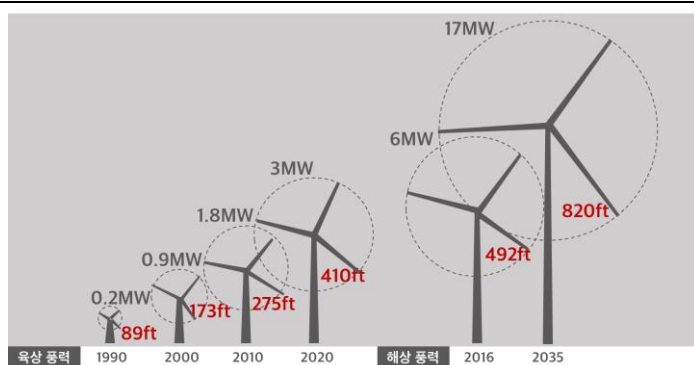
다시 동사의 증설로 돌아와보자. 이미 압도적으로 큰 생산능력을 동사는 왜 자꾸만 늘리는 것일까? 동사의 대규모 CAPA 증설은 곧 대규모 구매주문이 체결되고 있음을 의미한다. 동사의 계약 체결 방식은 주문(PO) 전 선 증설로, 구체적인 내용 없이 CAPA 준비를 요청한 후 인플레이션을 고려하여 가격만 매년 협상한다. 증설에 약 2년이 소요되며, 완료되면 본격적으로 PO를 체결해 구체적인 단가와 납기 기간을 논의한다. 즉 2년 뒤 발생할 수요를 보장받고 증설하는 구조이다.

바로 지나간

캐시카우를 맞이하는 것!

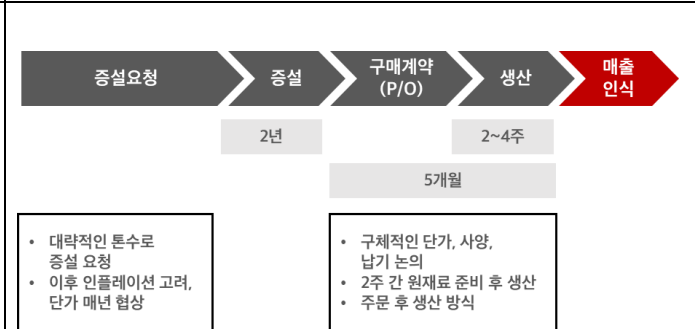
동사는 공격적인 증설을 통해 수확할 준비를 마쳤다. 요청자는 Top4 터빈사이다. 10년이 넘는 거래연혁은 2년의 래깅이 존재하는 수요에 대한 불확실성을 덜어준다. 풍력 터빈의 평균 수명은 20~25년으로, 호흡이 긴 풍력업 특성상 공급계약 대부분이 장기계약이다. 다시 말해, 동사는 긴 시간동안 대형 고객사로부터 탄탄한 돈을 쥐게 되는 것이다. 동사는 바빠 설비를 늘리며 길게 수익을 가져다줄 캐시카우를 맞이하고 있다.

도표 3-11. 풍력 터빈 크기 변화 추이



출처: NREL, SMIC 1팀

도표 3-12. 동사 매출발생 타임라인



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4. 다시 부는 바람 - 투자포인트 2

4.1. 금리인하 시작

풍력 프로젝트 수익성은 산업분석에서 살펴보았듯, 모든 풍력 프로젝트는 디벨로퍼의 수익성으로부터 출발한다. 대규모 금리와 정책이 결정 자금 조달을 필요로 하므로, 조달비용에 영향을 주는 1)금리와 2)정책이 수익성을 결정한다.

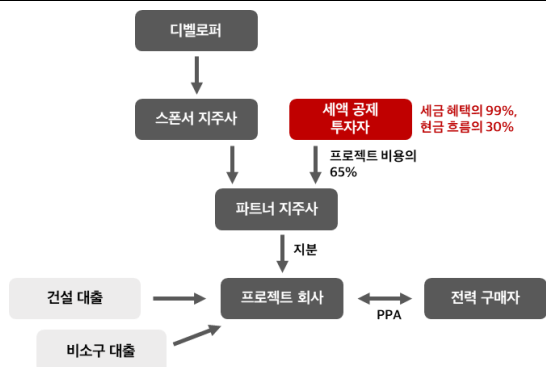
정책이 수익성에 큰 영향을 미치는 이유
 재생에너지 디벨로퍼가 자금을 조달하는 방법에는 크게 4가지가 있다. 은행대출, 기관투자자대출, 프로젝트 채권은 가장 보편적인 방법으로 금리에 가장 큰 영향을 받는다. 미국 디벨로퍼의 경우 이례적으로 미 정부의 전폭적인 보조금과 세제혜택으로 세액공제금융(Tax Equity Finance)방법이 활성화 되어있다. BOA, Citigroup, J.P. Morgan과 같이 세금 부담이 큰 대형 금융기관이 주요 투자자로 참여하여, IRA의 ITC(투자세액공제), PTC(생산세액공제) 제도 하에 세금 감면으로 투자 수익을 창출하는 것이다. 투자자는 세금 혜택의 99%와 현금흐름의 5~30%를 수령하게 된다.

전폭적인 정부 정책에도 금리와 그리드 병목으로 인한 침체기로
 세제혜택을 이용한 자금조달방법이 존재할 만큼 정부가 전폭적인 지지를 했음에도 불구하고, 힘차게 추진되었던 프로젝트들은 금리 인상 및 그리드 병목과 함께 줄줄이 중단되었다. 특히 재생에너지원 중 자금조달규모가 가장 큰 풍력발전은 총 소요비용의 65%가 해당 방법으로 조달될 만큼 세액공제금융에 많이 노출되었다. 35%인 태양광의 두 배 달하는 수치이다. 금리가 풍력 재생에너지 사업에 미치는 영향은 대체 어느 정도인 것일까?

재생에너지는 = 대규모 자금조달 = 대규모 부채
 재생에너지는 당장의 실적보다 미래의 성장성에 투자하는, 대규모 자금 투입이 필요한 섹터이다. 자본의 대부분이 프로젝트 건설 초기 단계에 집중적으로 투입되어 차입 규모도 크다. 재생에너지 발전소의 평균적인 부채비중은 무려 40%에 달한다. 자본조달규모는 해상풍력>육상풍력>태양광 순으로 높는데, 조달금액이 클수록 금액에 대한 부담이 증가해 부채비중이 증가한다. 조달금액이 가장 큰 해상풍력의 경우 부채비중이 80~90%까지 상승한다.

대규모 부채 + 금리인상 = 불황
 금리는 부채의 이자비용을 결정하므로, 부채비중이 늘어날수록 금리에 취약할 수밖에 없다. 따라서 22년부터 지속된 금리인상은 자연스럽게 풍력업의 불황으로 이어졌다. 금리 1% 증가시 풍력 프로젝트는 10% 수준의 비용이 증가한다. 따라서 코로나 이후 저금리 상황을 기준으로 4~5% 금리가 인상되었으므로, 40~50% 수준의 이자비용 및 원가부담비용이 발생했음을 가늠해볼 수 있다. 일례로 해상풍력 프로젝트 건설비용은 21년 대비 24년 60% 상승해, 23년에만 뉴욕주의 연간 발전량과 맞먹는 10GW 규모 대형 프로젝트 여러 개가 취소되었다.

도표 4-1. 세액공제금융 구조



출처: SMIC 1팀

도표 4-2. 풍력 ETF-금리



출처: Investing.com, SMIC 1팀

다시, 뒤집어보면, **금리 인하의 시작은 업황의 반등의 가능성을 시사한다.** 올 해 하반기까지 금리가 1% 대규모 부채 + 금리인하 낮아짐에 따라 비용부담은 기존보다 10% 이상 하락했다. 자본 조달이 용이해지자 중단되었던 = 반등의 가능성 프로젝트들이 다시 가동되기 시작했고, 서서히 풍력업의 물꼬가 트이고 있다. 24년까지 중국을 제외한 육상풍력 설치량은 YoY +2%였던 데 반해, 25년에는 +34.3%로 전망되고 있다. FED는 22년 3월부터 시작된 금리 인상기 이후 30개월만에 빅컷을 단행했고, CPI 둔화 추세와 실업률을 근거로 추세적 금리 인하의 시작을 알렸다.

그러나 금리인하에도 이처럼 업황을 좌우하는 금리가 인하된다는 호재에도 불구하고, 투자자들이 선뜻 발전원에 베팅업황이 아직 돌아오지 못한 이유는 ... 하지 못하는 이유가 하나 더 있다. 그리드 병목 문제이다. 그러나 산업 전문가들은 **24년을 풍력의 턴어라운드로 잡고 있다.** 오랜 기간 발목을 잡았던 문제가 서서히 해결되고 있다.

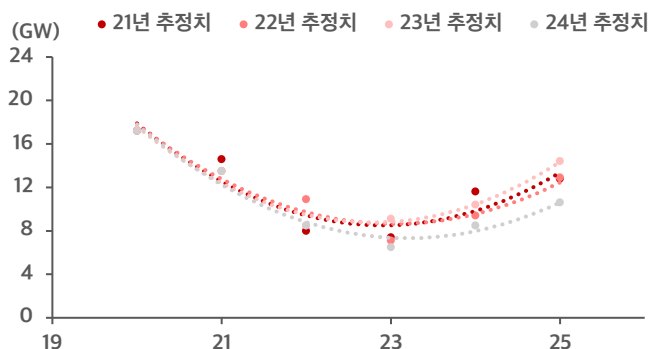
4.2. 그리드 병목 문제, 새로운 바람이 불어온다

지난 3년간의 겨울을 예 상해온 DOE, 2021년부터 2024년까지 미 에너지부(DOE)에서 발간한 Wind Market Reports는 모두 공통적으로 **2024년에 2023년보다 연간 풍력에너지 설치량이 증가할 것이라고** 전망하였다. 이러한 전망은 미국 정부기관과 글로벌 풍력 시장 조사기관의 전망치를 평균 낸 결과인데, 주목할 만한 점은 **이 레포트들이 꾸준히 2020년 풍력에너지 설치량 peak를 기점으로 풍력에너지 설치량이 계속 감소한다는 것을 예측해** 왔다는 점이다. 또한, 2021년 레포트부터 그리드 병목 이야기를 중점적으로 하는 것을 보아 **그리드 병목을 고려하여 추정해** 왔음을 알 수 있다. 즉, 그리드 병목 문제를 고려하였음에도 권위있는 풍력 시장 조사기관들은 2024년을 턴어라운드의 해로 짚었다는 뜻인데, 그 이유를 함께 알아보자.

그리드 대기열 : 허수도 많다 미국의 풍력발전 그리드 대기열을 직접 확인해본 결과 2023년 기준 360GW 정도의 활성화 상태의 그리드 대기열이 있는 것으로 확인되었다. 하지만, 이는 **투기성 프로젝트들이 다수 포함되어 있는 결과이다.** 실제로, 20년 이전에 전력망 연계 신청을 넣은 프로젝트들 중 약 68%는 전력 연결 평가 과정 중 철회되었으며 그중 상당수는 평가 초기 단계에 철회되었다.

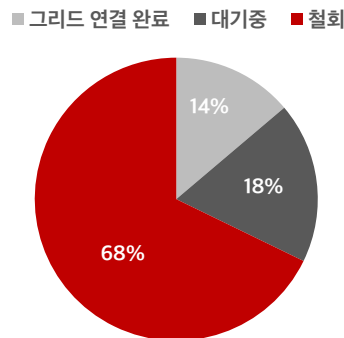
선착순 방식의 기존 전력 연계 계약 방식은 대기열의 투명성, 효율성 저하 **높은 철회율은 준비되지 않은 프로젝트들이 다수 그리드 대기열에 포함되어 있음을** 의미한다. 이처럼 준비되지 않은 프로젝트가 대기열에 많이 포함되게 된 이유는 **전력망 연계 절차가 신청 순서에 따라 진행되었기 때문이다.** 대기열에 등록된 순서대로 프로젝트가 평가되었기 때문에 구체적인 계획과 재정 준비가 되기도 전에 일단 대기열에 등록하는 프로젝트가 많았다. 이 같은 전력망 연계 절차는 준비가 완료된 프로젝트의 그리드 연계 계약을 방해해 왔으며, 그리드 수요가 역대급으로 높아진 지금 준비되지 않은 프로젝트들은 대기열에 더욱 많을 것이라 판단한다.

도표 4-3. DOE 추정 글로벌 풍력 신규 설치량



출처: DOE, SMIC 1팀

도표 4-4. 21년 이전 그리드 연결 신청 프로젝트 현황



출처: Lawrence Berkeley National Laboratory, SMIC 1팀

미국 FERC의 해결책 이에 미국의 FERC(연방 에너지 규제 위원회)는 23년 7월 Order No.2023을 통해 “first ready, first served”를 의무화하였다. 이는 부지 확보 증명을 강화하고, 대기열에서 철회하는 프로젝트에 벌금을 부과하며, 프로젝트 규모에 따라 금융 예치금을 제출하도록 요구한다. 이는 **실질적으로 준비되어 있는 디벨로퍼들만이 대기열에 남아있도록 하며, 대기열의 효율성을 증대한다.**

유럽의 그리드 연결 우선순위 설정 유럽은 EU Grid Action Plan을 통해 그리드 연결 지연 문제를 해결하려고 노력하고 있다. 유럽 또한 기존의 선착순 방식을 버리고 **프로젝트의 성숙도를 반영하여 그리드 연결 우선순위를 산정한다.** 유럽에서 가장 많은 풍력 발전 설치량을 가진 독일의 경우 연방해상풍력법을 통해 이를 법제화하였고, 영국 또한 TMO4+ 시스템을 통해 모든 프로젝트는 2개의 Gate를 활용한 평가 시스템을 통해 **필수 마일스톤을 충족하지 못한 프로젝트는 대기열에서 제외한다.**

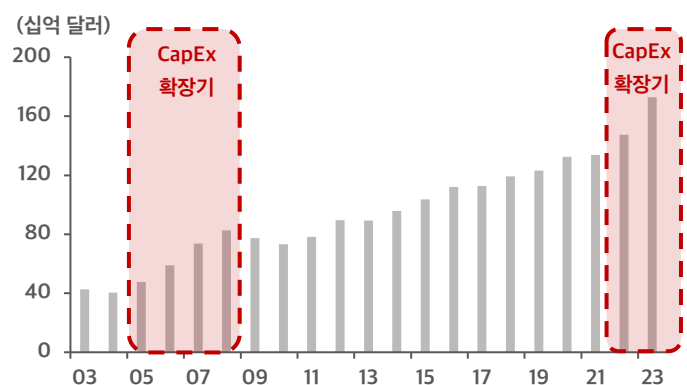
가시화될 그리드 대기열 효율화, 절대적 전력망 CAPA는 부족하다 그리드 대기열 효율화의 효과는 곧 가시화될 예정이지만, 그럼에도 절대적인 전력망 CAPA는 부족한 것이 현실이다. 특히, 미국의 경우 전력망의 30%는 설치된 지 30~40년이 넘어 사용 연한을 넘어 노후화 문제까지 겹쳐 전력망의 공급이 절대적으로 필요한 상황이다. 이에 빠르게 증가하는 재생에너지 수요와 AI발 데이터 센터의 수요를 감당하기 위해서 **미국은 그 어느 곳보다 적극적으로 전력망을 증설하고 있다.**

미국 민간 유틸리티사들의 증설 실제로 지난 23년 미국 민간 유틸리티사들은 발전을 포함한 전력망에 1700억달러 이상을 투자했다. 이는 **이전 CAPEX 확장기 때보다 2배가량 늘어난 수준이다.** 이 중 약 18%는 송전 인프라에 투자되었으며, 34%는 배전 인프라에 투자되었다. 민간 유틸리티사들은 송전망 투자 규모를 꾸준히 늘려왔으며, 배전망 현대화 노력에 연간 투자를 2018-2013년 사이 약 10배 증가시켰다.

전력기기 기업들의 명확한 증설 방향성 이러한 유틸리티사들의 적극적인 CAPEX 확장에 맞춰 **전력기기 기업들은 본격적으로 CAPA 확장을 진행중이다.** 변압기 시장점유율 1위 기업인 히타치는 22년 5월부터 24년 4월까지 4차례 CAPA증설을 발표해왔다. 이 같은 증설 바람은 최근 더욱 심해져 24년 상반기에 LS 일렉트릭과 효성중공업은 각 1조원 규모의 CAPA 증설을 발표하였다. 과거 공급 과잉으로 **CAPA 증설에 보수적인 변압기 기업들의 대규모 증설 소식은 전력기기 쇼티지 개선의 방향성을 여실히 보여준다.**

돌아오는 업황의 주인공은 동사 그리드 효율화의 정책적인 효과가 가시화되며 금리인하로 인하여 풍력발전 프로젝트가 활기를 되찾을 **24년을 기점으로 풍력 산업은 턴어라운드 할 것이다.** 이와 함께 전력망 CAPA가 증설됨에 따라 성장세는 장기적인 관점으로 보았을 때 유지될 것이다. 지난 힘든 시기동안 적재적소에 현지 법인을 증설하여 압도적 해자를 만들며 경쟁사들과의 격차를 벌린 동사는 **봄을 맞이할 주인공이 될 것이다.**

도표 4-5. 미국 유틸리티 기업 CAPEX 추이



출처: EEI, SMIC 1팀

도표 4-6. 글로벌 변압기 기업 CAPA 증대 계획

기업	국가	지역	투자 규모 (십억 원)	투자 발표일
HD현대일렉트릭	미국	Alabama	18	23.11
	한국	청주	117	23.11
	한국	울산	27	23.04
LS일렉트릭	한국	부산	1,008	24.05
	한국	부산	59	24.05
효성중공업	한국	창원	1,000	24.06
일진전기	미국	Memphis	100	23.11
Siemens Energy	한국	홍성	202	24.02
Hitachi Energy	미국	North Carolina	202	24.02
	핀란드	Vaasa	243	24.04
	독일	Bad Honnef	40	24.02
Hitachi Energy	미국	Virginia	50	22.10
	미국	Missouri	13	22.05

출처: 각 사, SMIC 1팀

4.3. 동사 타워, 하부구조물 수주량 추정

상술한 투자포인트의 논리를 종합하면 ① 글로벌 풍력 침체기에 동사는 터빈사의 비용 부담을 줄여줄 수 있는 가장 전략적인 위치에서 공격적인 CAPA 증설을 완료했으며, ② 지난 9월 시작된 금리 인하로 디벨로퍼 수익성이 좋아지며 풍력 업황이 돌아오기 시작했다는 것이다. 이제 실제로 동사의 주력 사업부인 타워 부문과 하부구조물 부문에서 구체적으로 얼마의 수주를 받을 것인지 수치로 확인해 보자.

글로벌 풍력 설치량 전망치는 금리 인하에 대한 기대감이 반영되기 전 발표된 GWEC의 자료를 사용하여 보수적으로 추정하였다. 추정의 정확성을 높이기 위하여 미국, 유럽의 설치량 전망치는 DOE와 WindEurope의 자료를 각각 활용하였다. 타워 부문의 경우 터빈사의 발주가, 하부구조물 부문의 경우 디벨로퍼의 발주가 핵심임을 반영하여 각 사업부의 신규 수주량을 추정했다.

4.3.1. 풍력 타워 수주량 추정

$$\text{동사 } N\text{년 수주량} = \text{터빈사 } N+1\text{년 설치량} \times \text{동사 점유율}$$

$$\text{터빈사 } N+1\text{년 설치량} = \text{글로벌 풍력 설치량} \times \text{전방 터빈사 점유율}$$

풍력 타워 수주량은 위 산식을 이용하여 추정했다. 먼저 각 대륙별 설치량 전망치에 동사의 고객사인 터빈 4사의 23년 기준 미국, 유럽, 중국 제외 아시아 시장의 점유율인 100%, 88%, 48%를 각각 곱하여 터빈사 설치량을 계산했다. 장기공급계약 형태의 계약구조를 고려하여 현재 확보하고 있는 고객사 4사를 제외하고는 추가 고객사 확보는 어렵다고 가정하였다.

전방 터빈사 설치량 추정						
(단위: MW)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
글로벌 풍력 설치량 전망치	116,616	130,796	148,048	158,944	170,890	182,500
중국 외 설치량 전망치	47,813	60,166	78,465	89,009	95,698	107,675
미국 설치량	6,474	8,394	10,461	15,198	17,575	18,650
유럽 설치량	18,331	18,930	26,100	27,440	28,550	29,440
아시아 설치량	6,589	8,984	12,103	13,988	15,067	18,160
전방 터빈사 설치량	25,791	29,393	39,278	46,103	49,978	53,329

미국은 전방 터빈 4사가 점유율 100%이며, 신규 터빈사 진입하는 것이 사실상 불가능하다. 동사가 밝히고 있는 미국 시장 점유율은 30~40%이고 중장기적인 목표치로 50%를 제시했다. 23년 점유율을 35%, 미국 시장 증설이 끝나는 25년까지 점유율 45%로 선형적으로 증가함을 가정했다. 26년 이후에는 추가적인 증설은 제한적이라는 본서의 논리와 가파른 설치량 증가가 예상된다는 점을 고려하여 이후 기간의 점유율은 40%로 적용해 주었다.

유럽, 아시아 시장의 경우 동사의 23년 글로벌 점유율 13.1%와 미국 시장 설치량을 이용하여 유럽, 아시아 시장 합산 동사 설치량을 계산한 후 매출액 대비 비중인 2:1로 안분하여 구했다. 이렇게 구한 유럽, 아시아 시장 고객사 내 동사 점유율은 각각 15%, 39%이며 보수적 추정을 위하여 향후 기간에는 Flat 적용하였다. 유럽, 아시아 시장에 대응하기 위하여 포르투갈, 베트남 공장의 증설을 24년 5월까지 진행했다는 점에서 해당 수치를 사용하는 것은 무리 없는 추정이다.

건설 타임라인상 N+1년에 설치되는 터빈에 대하여 동사가 N년에 터빈사로부터 수주를 받는다. 따라서 전방 터빈사의 설치량에서 1년의 lagging을 고려하여 동사의 수주량을 계산하였다. 해당 논리를 반영한 풍력 타워 수주량 추정은 다음과 같다.

풍력 타워 수주량 추정						
(단위: MW)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
동사 총 수주량	7,337	10,431	12,334	13,635	14,764	
미국 수주량	3,148	4,707	6,079	7,030	7,460	
유럽 수주량	2,500	3,447	3,624	3,770	3,888	
아시아 수주량	1,690	2,277	2,631	2,834	3,416	
터빈사 미국 설치 용량	6,474	8,394	10,461	15,198	17,575	18,650
터빈사 내 동사 점유율	35%	38%	45%	40%	40%	40%
터빈사 유럽 설치 용량	16,139	16,666	22,979	24,159	25,136	25,920
터빈사 내 동사 점유율	15%	15%	15%	15%	15%	15%
터빈사 아시아 설치 용량	3,178	4,333	5,838	6,747	7,267	8,759
터빈사 내 동사 점유율	39%	39%	39%	39%	39%	39%

(2) 하부구조물 수주량 추정

동사 신규수주 = 전방 디벨로퍼 하부구조물 CapEx × 동사 점유율

전방 디벨로퍼 하부구조물 CapEx = 해상풍력 설치량 MW × MW 당 CapEx 지출액

하부구조물 중 사업부 정리를 밝힌 OSS는 제외한 파운데이션 수주량만 추정하였다. 수주량 추정 논리는 위와 같다. 현재까지 수주받은 물량과 과거 레퍼런스를 고려하였을 때 유럽, 미국으로만 납품이 가능하다고 판단하여 미국, 유럽 시장의 해상풍력 설치량 전망치를 사용하였다. 또한 하부구조물의 경우 동사의 수주가 평균적으로 설치 2년전 이루어진다는 점을 고려하여, 2년의 Lagging을 반영해 주었다.

MW 당 CapEx 지출액은 영국 해상풍력 1GW 규모 발전소 CapEx 총액 대비 각종 부품의 비중을 Proxy로 이용하여 파운데이션의 MW 당 % of CapEx를 계산했다. 파운데이션 내 모노파일, TP를 함께 사용하는 방식과 재킷을 사용하는 방식의 점유율이 7:3 비중이라는 것을 고려하여 가중평균으로 총 CapEx 대비 비중 계산에 반영해 주었다. 다음으로 동사 파운데이션 점유율은 현재 하부구조물 내 점유율 8.1%에서 추후 파운데이션에 생산 역량을 집중할 것이라는 사측 발표와 시장상황을 고려하여 28년까지 선형적으로 증가 가정했다.

하부구조물 신규수주 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
하부구조물 신규수주액	483,495	941,779	1,166,085		
유럽, 미국 해상풍력 설치량(MW)	3,761	4,651	6,607	11,031	11,951
디벨로퍼 CapEx 총액(십억 원)	18,241	22,558	32,045	53,502	57,964
하부구조물 CapEx	185,778	283,630	483,495	941,779	1,166,085
동사 하부구조물 점유율(%)	8.1%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%
환율(원/유로)	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406

하부구조물 유형별 디벨로퍼 CapEx 비중				
(단위: 파운드)	CapEx /MW	% of CapEx	점유율	가중평균 비중
모노파일 + TP	280,000	11.81%	70%	12.57%
재킷	350,000	14.34%	30%	

5. IRA는 죽지 않는다 - 미 대선 시나리오 분석

동사는 올 하반기 중 가장 중요한 사건, 미 대선 및 상하원 선거를 앞두고 있다. 대선 시나리오를 크게 4가지로 나누어서, 가능성 높은 시나리오 순서대로 살펴보자.

도표 5-1. 해리스, 트럼프 당선 시 시나리오



출처: SMIC 1팀

시나리오 1.
해리스 당선

첫 번째 시나리오는 해리스 당선 시나리오로, 동사에게 가장 좋은 시나리오다. 현재 해리스와 트럼프의 대결은 근소하지만 3%p 내외로 해리스의 우세다. 만약 현재의 예상대로 해리스가 당선된다면, 현 정부에 이어 친환경 에너지 설치에 대한 세액 공제를 확대할 예정이다. 전방사의 수주를 기다리는 동사 입장에서 가장 기쁜 소식이다. 추가적으로, 대통령은 신규 법안에 대한 거부권을 행사할 수 있기 때문에 공화당이 상하원의 다수당이 되어도 동사에게 걱정이 없다.

시나리오 2:
트럼프 당선 후
국회 입법 추진

두 번째 시나리오는 트럼프 당선 시에 국회의 입법 절차를 통해서 IRA 무력화하고자 하는 경우인데, 결론부터 이야기하자면 이러한 시도는 수포로 돌아갈 가능성이 아주 높다. 지금과 비슷한 정책을 펼쳤었던 트럼프 1기 때에도 트럼프의 화석연료를 향한 노력이 수포로 돌아갔었다. 당시에 행정부는 신재생 에너지 관련 예산 금액을 약 600만 달러로 축소를 시도했지만, 실제로 국회에서는 약 2,500만 달러로 4배 높게 예산 편성하였다. 지금도 비슷한 결과가 예상된다.

미국의 입법 절차

이를 이해하기 위해 미국의 입법절차와 상원과 하원의 구성부터 보면 다음과 같다. 미국의 입법 절차는 '상원이나 하원의 법안 제안 - 위원회 심의 - 본회의 표결 - 다른 의회(상원이나 하원)으로 이송 - 대통령 서명' 순이다. 미국은 신규 법안이 상원과 하원을 모두 통과해야 법으로 제정될 수 있는 구조이기 때문에 상원과 하원의 다수당이 어느 정당인지 중요하다.

현재 미 국회 현황과
앞으로 미 국회 미래

현재 미국의 상원과 하원은 각각 민주당, 공화당이 다수당이다. 돌아오는 상원 선거에서는 총 상원 인원인 100명 중 33명을 새로 뽑고, 약 70%의 확률로 공화당이 상원에서 다수당을 탈환할 것으로 예상된다. 반면, 하원 선거에서는 총 하원 435명 모두를 새로 뽑는다. 그 중에서 민주당은 206석을 공화당은 208석을 확보한 상태이다. 남은 21석에 대해서 각 지역구별로 현재 정당대로 올해 당선된다고 가정한다면, 민주당이 21석 중에서 9석, 공화당이 12석을 차지하게 된다. 따라서 도합 민주당 215석, 공화당 220석으로, 하원 역시 공화당이 다수당이 될 가능성이 높다.

그럼에도 IRA 법은
폐지 되지 않는다

트럼프가 당선되고, 상원과 하원 모두 공화당이 다수당이 된다고 하더라도, 동사에게 IRA 법안을 지켜줄 공화당 의원들이 있기에 걱정하지 말자. IRA의 수혜를 가장 많이 받는 지역이 공화당 텃밭이고, 공화당 의원들은 텃밭을 지키려고 할 것이다. IRA 법안이 설립된 후 공화당을 지지하는 주들은 고용 측면에서 절대적으로 큰 수혜를 받았다. 현재 IRA 지원을 받고 있는 프로젝트 중에서 56%가 공화당 지지 지역에서 진행되고 있으며, 프로젝트에 의해 창출된 고용규모 83,000명 중 63%가 해당 지역에 할당되었다. 민주당의 IRA가 공화당 의원들의 지지자를 늘리고 있다.

텃밭을 지키려는
공화당 의원 시즌 1

공화당 의원들을 넉넉하게 굴러온 지지자들을 잃지 않기 위해 IRA 법안을 유지하고자 한다. 이러한 움직임은 특히 최근 2개의 사건을 통해 확인할 수 있다. 우선, 23년 공화당 의원들은 IRA를 무력화하고자 Limit, Save, Growth Act of 2023을 전원이 발의하였는데, 지역구 이해관계로 인해 4명의 공화당 의원들이 해당 법안에 반대하였다. 애리조나를 비롯하여 바이오 연료가 발달한 중서부 지역 의원들이 바이오 연료 세액공제를 철회하지 못하겠다는 이유에서 반대하였다.

텃밭을 지키려는
공화당 의원 시즌 2

하원 선거를 앞둔 지금, 공화당 의원들은 보다 적극적으로 IRA 법안을 보호하고 있다. 24년 7월 현재 공화당 의원 18명은 공화당이 다수당을 유지하게 되더라도 신재생에너지 세액공제 혜택을 폐지하지 않을 것을 현 하원의장에게 요청하였다. 미국 하원의 경우 2년마다 다시 뽑기 때문에 하원 의원은 지역구의 이익을 반드시 챙겨서 재선을 노린다.

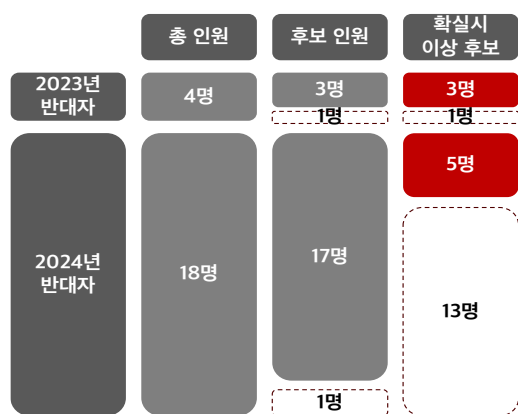
이를 통해 예상하는
IRA 법안 투표 결과

위 두 사건에서 등장한 IRA 폐지 반대자들을 활용하여 'IRA 폐지 법안 발의 시나리오'를 살펴보면, 공화당이 다수당이 되어도 IRA 법안은 통과될 가능성이 매우 낮다. 우선 Limit, Save, Growth Act of 2023에 반대한 4명 중 3명은 현재 하원 후보로 등록되어 있으며, 셋 모두 당선 확률이 90% 이상이다. 다음으로 최근 IRA 폐지 반대 주장을 한 18명 중에서 17명이 재출마하였으며, 그 중에서 당선 확률이 75% 이상인 의원 후보는 총 5명이다.

공화당 예상
이탈자: 8 명

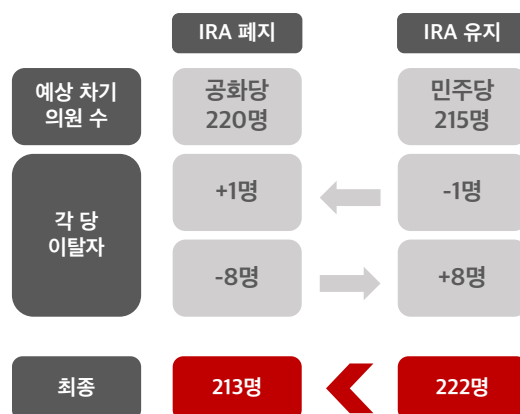
당선이 확실시되는(당선확률 75% 이상) 후보들만 추려내면 두 사례 합하여 8명의 의원이 차기 의회에서 IRA 법안 폐지에 반대할 것으로 예상된다. 당선이 확실시되는 후보의 경우, 표를 얻기 위해서 IRA 폐지 법안에 반대한다는 성명을 발표한 후, 추후에 마음을 되돌려서 IRA를 폐지할 유인이 없다고 판단하였다.

도표 5-2. IRA 폐지 반대 공화당 인원 수 정리



출처: SMIC 1팀

도표 5-3. 미국 대선, 국회의원 선거 현황



출처: SMIC 1팀

민주당 예상 이탈자: 1명 반대로, 민주당 의원 중에서 IRA 법안 폐지에 찬성할 의원은 1명으로 예상된다. 22년 IRA 법안을 통과시킬 때, 1명의 하원 의원이 이에 대해 반대하였다. 위 의원은 현재 하원 후보로 등록되어 있으며, 당선 확률이 50% 수준이다. 23년 Limit, Save, Growth Act of 2023 법안에 대해서는 모든 상원과 하원 의원들이 반대하여 IRA 법안을 유지하고자 하였다. 그리고 이번 민주당 하원 의원들 중에 89%가 새로운 하원 후보로 등록 되어있다. 따라서 보수적으로 추정하면, 두 사례를 합쳐서 민주당 내에서, 1명의 의원이 IRA 법안 폐지에 동의할 것으로 예상된다.

하원 투표 예상 결과 : 폐지 213 반대 222 이를 종합해보자면, 1) 우선 다음 하원의 구성은 민주당 215명, 공화당 220명이다. 2) 공화당 의원 중에서 이탈자는 최소 8명이고, 민주당 의원 중에서 이탈자는 최소 1명이다. 3) 따라서 IRA 법안 폐지에 대해서 공화당 212명 민주당 1명 총 213명이 찬성하고, 민주당 214명과 공화당 8명 총 222명이 반대할 것이다. 4) 추가적으로 공화당 IRA 폐지 반대 성명 18인 중에 당선 유력 인물과 경합 인물 총 11 명까지 고려하면 법안 폐지는 사실상 불가능하다.

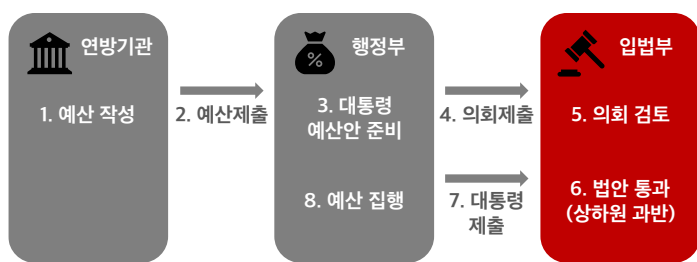
역으로 IRA가 폐지되려면, 공화당 내 이탈자로 규정한 8명 중에서 최소 5명이 IRA 폐지에 찬성해야 하고, 동시에 IRA 폐지 반대 성명 18인 중에서 11명의 당선 유력 및 경합 후보가 모두 당선되지 않아야 한다. 이를 통해 알 수 있듯이, IRA 폐지는 사실상 불가능하다.

시나리오 3: 예산 편성 및 예산 관련 법안 편성 세 번째 시나리오는 트럼프가 친환경 보조금과 관련된 예산을 축소 편성하는 경우로, 이 역시도 상하원 각각 과반의 동의를 얻어야 하기 때문에 통과하지 못한다. 만약 새로운 회계연도 이전에 예산안이 통과되지 못하는 경우, 임시 예산 결의안에 따라 예산이 집행되어 이전 회계연도의 예산과 보조금 수준이 그대로 유지된다. 실제로 18년 트럼프가 EERE(신재생에너지국)의 예산을 20억 달러에서 6억 달러 수준으로 대폭 삭감하여 제시했을 때, 하원 다수당이었던 민주당에 의해 예산이 통과되지 않아 다음 회계연도에도 동일 금액의 보조금이 지급되었다.

시나리오 4: 행정명령 마지막으로 트럼프가 고려할 수 있는 카드는 행정명령이 있지만, 이 역시 IRA를 막지 못한다. 행정명령은 국회 입법 통과 없이 대통령 단독으로 시행하는 정책으로, 의회를 통과하지 않기 때문에 현재 적용되는 IRA 보조금 등을 바꿀 수 없다. 우회적으로 화석연료 관련 규제를 줄이는 방식으로 행정명령을 내릴 수 있으나 실제로는 법적 도전 등에 의해 실행되기 힘들다. 트럼프 1기에도 화석 연료 개발 계획 등을 행정명령으로 시행하였으나 환경 단체와 주 정부의 소송에 의해 해당 계획이 중단되었다. 신재생 에너지로의 전환은 트럼프가 막을 수 없는 변화다.

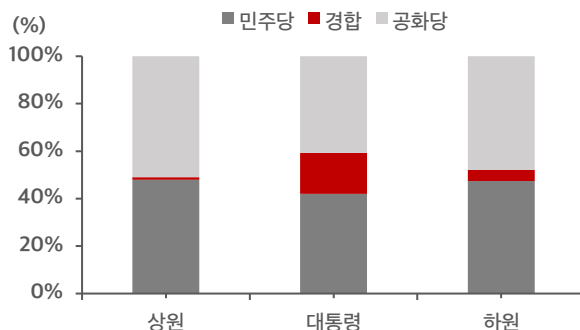
Appendix를 통해 민주당과 공화당 내 예상 이탈자 list를 첨부한다.

도표 5-4. 예산의 통과 절차



출처: SMIC 1팀

도표 5-5. 미국 대선, 국회의원 선거 현황



출처: 270twin, SMIC 1팀

6. 매출추정

상기 투자 포인트들을 종합하여 도출한 최종 매출 Table은 다음과 같다. 사업보고서의 부문별 매출 구분에 따라 1) 타워 부문 2) 하부구조물 부문 3) 베어링 부문으로 나누어 상세하게 추정하였다. 또한 4) AMPC 부문의 경우 미국 타워 생산법인의 생산량에 비례하여 받는 보조금으로 미국 타워부문의 Q를 발라내어 별도 추정하였다. 해당 부문은 매출액으로 반영되나 사업부문 매출액과 구분되어 순 매출액과 구분하여 제시한다.

플랜트 부문의 경우 23년부터 중단영업으로 분류되어 매출액이 발생하지 않아 추정에서 제외하였으며, 기타 부문의 경우 도어프레임과 인터널 등 타워 부품으로 구성되어 타워 매출액과 연동되는 성격이 있어 21~23년 타워 매출액 대비 비중을 AVG Flat하여 적용하였다.

최종 매출 추정 Table								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
총 매출액	799,391	969,067	1,203,418	1,378,724	1,520,162	3,131,700	3,778,578	4,132,324
YoY(%)	59.2%	21.2%	24.2%	14.6%	10.3%	106.0%	20.7%	9.4%
AMPC 매출	-	-	-	-	65,400	122,825	168,662	204,979
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	3.9%	4.5%	5.0%
순 매출액	799,391	969,067	1,203,418	1,378,724	1,454,762	3,008,874	3,609,916	3,927,345
타워 부문	669,311	848,998	1,098,759	1,323,996	1,279,191	1,777,541	2,191,245	2,499,611
% of sales	83.7%	87.6%	91.3%	96.0%	84.1%	56.8%	58.0%	60.5%
하부구조물 부문	-	-	-	-	162,398	1,140,149	1,299,887	1,269,556
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	36.4%	34.4%	30.7%
베어링 부문	102,574	103,520	95,558	49,007	76,608	89,040	116,139	155,162
% of sales	12.8%	10.7%	7.9%	3.6%	5.0%	2.8%	3.1%	3.8%
기타 부문	-	-	719	1,891	1,966	2,145	2,644	3,016
% of sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
플랜트 부문	27,506	16,548	8,382	3,831	-	-	-	-
% of sales	3.4%	1.7%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

6.1. 타워 부문 매출추정

타워 부문 매출의 경우 전술한 풍력 타워 신규 수주량을 바탕으로 $P \times Q$ 의 논리로 추정하였다. 동사는 생산설비가 모두 미국, 베트남, 포르투갈 등 해외에 있고 수주 기반의 사업을 영위하고 있어 CAPA, 가동률, 제품 가격 등을 영업기밀로 공개하지 않고 있다. 따라서 터빈사 설치량을 바탕으로 추정한 MW 단위의 신규 수주량을 기준으로 P와 Q를 모두 별도로 추정하였다.

6.1.1. 타워 Q 추정

사측에 따르면 동사 신규수주로 쌓인 타워 물량은 2개 분기 Lagging을 거쳐 매출로 인식된다. 따라서 앞서 추정했던 동사 연도별 풍력 타워 수주량에 반기 Lagging을 적용하여 반기마다의 Q를 계산했다. 수주량은 연도 내에서는 일정하게 발생한다고 가정했으며, 실제 동사의 신규수주 추이를 보면 계절성이나 분기성은 확인되지 않기에 무리 없는 추정이라고 판단했다.

동사 풍력 타워 Q 추정							
(단위: MW)	2H23	1H24	2H24E	1H25E	2H25E	1H26E	2H26E
동사 반기별 수주량	4,018	5,215	5,215	6,167	6,167	6,817	6,817
반기별 Q	-	4,018	5,215	5,215	6,167	6,167	6,817

6.1.1. 타워 Mixed ASP 추정

타워의 경우 해상풍력 타워가 육상풍력 타워에 비해 약 2.5배 가량 높은 가격에 형성된다. 다만 육상풍력 터빈의 설치용량이 4MW, 해상풍력 터빈의 설치용량이 10MW라는 점을 고려하면, MW 당 단가는 거의 유지된다는 사실을 확인할 수 있다. 따라서 별도로 해상풍력 타워와 육상풍력 타워를 구분하지 않고, Mixed ASP를 이용하여 추정하였다.

동사가 유일하게 공개하는 22년까지 공급한 풍력타워에 적용된 MW단위 공급량을 동사의 매출액에 나눠 과거 풍력 타워 MW 당 Mixed ASP를 역산했다. 금액의 왜곡을 막기 위해 전사 매출액에서 베어링, 기타, 플랜트 부문의 매출액을 제한 타워 부문의 매출액만을 사용했다.

Mixed ASP 추정								
(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
타워 부문 매출	277,957	283,862	296,195	433,123	669,311	848,998	1,098,759	1,323,996
공급량(MW)	1,475	907	1,939	3,573	5,441	4,737	6,374	5,874
Mixed ASP	188	313	153	121	123	179	172	225

동사의 단가협상은 기본적으로 원재료비, 가공비에 마진을 붙이는 구조로 이루어진다. 동사의 비용 중 원재료비 비중이 60% 이상으로 압도적으로 높은 비중을 차지하기에 ASP 변동에도 가장 큰 요인은 원재료 가격 변동일 것이라 판단한다.

동사의 주요 원재료인 미국 후판 수출가의 3개월 평균 가격은 톤당 약 1,200 달러로 19~22년 연평균 후판가 1,194 달러와 거의 유사하다. 따라서 24년의 ASP는 19~22년 Mixed ASP를 AVG 하여 사용하되, 최근 인상된 판가 10%를 반영해 추정하였다. 25~26년은 후판가 하락 안정화가 예상되어 특정 고객사별 단가 인상이 아닌 타워 부문 전체의 추가적인 단가 인상 가능성은 제한적이라 판단하여 25~26년에 Flat 적용하여 보수적으로 추정하였다.

타워 부문 매출추정

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E
풍력 타워 매출	1,777,541	2,191,245	2,499,611
타워 설치량(MW)	9,234	11,383	12,984
타워 ASP	193	193	193

6.2. AMPC 부문 매출추정

23년 확정된 IRA 법안의 첨단제조생산세액공제(AMPC)에 따라 동사는 미국 법인 생산량 1MW 당 30,000달러의 보조금을 원가 없는 매출로 인식한다. 따라서 위의 미국 수주량, 미국 터빈사 內 점유율, 미국 Q만 구분하여 계산한 후 AMPC에 대한 추정을 진행했다.

AMPC 추정

(단위: 백만 원)	2H24E	2024E	2025E	2026E
AMPC 순액	73,608	122,825	168,662	204,979
터빈사 세어율 (%)	20%	20%	20%	20%
AMPC 총액	92,010	153,532	210,828	256,223
미국법인 Q (MW)	2,354	3,928	5,393	6,555
MW 당 AMPC (달러)	30,000	30,000	30,000	30,000
원/달러 환율	1,303	1,303	1,303	1,303

6.3. 하부구조물 부문 매출추정

하부구조물 부문의 경우 동사가 디벨로퍼에게 직접 수주를 받는 구조이며, 모든 계약이 건설계약의 형태로 진행기준으로 수익을 인식하고 있다. 따라서 해당 사업부 매출추정은 기수주잔고 금액과 신규수주 금액으로 나누어 기간안분하여 진행했다.

6.3.1. 기수주잔고 매출 추정

동사가 하부구조물 부문에 대한 프로젝트별 정확한 수주총액을 제공하고 있지 않아, 사업보고서상의 주요 프로젝트의 제품 종류, 발전량을 기준으로 수주잔고를 안분했다. 공시하고 있는 하부구조물 부문 주요 프로젝트를 제품 종류, 프로젝트의 발전량을 기준으로 재분류했다. 영국 해상 풍력 발전소 기준 MW 당 CapEx는 TP: Monopile : Jacket : OSS = 1: 1.5 : 3.1 : 1.2 가량의 차이가 발생함을 proxy로 활용하여 발전량에 제품 종류별 차이를 가중하여 안분비율을 계산한 후 그 비율에 따라 수주잔고를 배분하였다. 환율의 경우 23~24년의 평균 매매기준율을 사용하였다.

하부구조물 기수주 프로젝트 수주잔고 안분 및 매출 추정

(단위: 백만 원)	프로젝트명	계약일자	완성기한	진행률	발전량(MW)	안분비율	수주잔고	2H24E	2025E	2026E
기수주잔고 매출액								599,931	349,705	17,075
TP	CVOW	2021-10-13	2025-07-29	61.38%	2,640	24%	230,660	115,330	115,330	-
OSS	Baltic Power	2023-07-11	2026-02-22	38.57%	1,140	12%	119,524	34,150	68,299	17,075
	CVOW	2021-10-26	2025-10-01	92.20%	2,640	29%	276,792	110,717	166,075	-
Monopile	BKR03 & GOW03	2021-07-01	2024-04-21	95.84%	451	6%	59,107	59,107	-	-
	Sunrise Wind	2021-06-29	2024-11-23	8.38%	924	13%	121,097	121,097	-	-
Jacket	CFXD wind	2018-08-08	2023-09-01	97.16%	589	17%	159,531	159,531	-	-

6.3.2. 신규수주 포함 매출 추정

기수주잔고 매출에 더해, [투자포인트2]에서 상술한 신규수주를 사측이 제시하는 매출인식 기간인 1.5년으로 균등안분하여 추정하였다. 24년은 현재까지 신규수주가 나오지 않았고, 11월 이후 신규수주를 기대하고 있는 바, 24년 말에 신규수주를 가정하고 25년부터 매출인식에 반영하였다.

하부구조물 매출 추정

(단위: 백만 원)	1H24	2H24E	2024E	2025E	2026E
하부구조물 매출액	540,217	599,931	1,140,149	1,299,887	1,269,556
기수주잔고 매출액	540,217	599,931	1,140,149	349,705	17,075
신규수주 매출액	-	-	-	950,182	1,252,481

6.4. 베어링 부문 매출 추정

자회사 씨에스베어링의 경우 주력 제품은 육상풍력 중심의 피치 베어링과 요 베어링이며, GE 단일 고객에 대한 의존에서 벗어나 고객사를 확대하며 미국 풍력 성장에 따라 매출 성장세가 높아질 것이라 판단하여, 23년 매출액에 미국 육상풍력 설치량 전망치 YoY를 적용하여 추정했다.

베어링 부문 매출추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
베어링 매출액	103,520	95,558	49,007	76,608	89,040	116,139	155,162
미국 육상풍력 설치량 (MW)	17,201	13,413	8,511	6,474	7,525	9,815	13,113
YoY(%)	-	-22%	-37%	-24%	16%	30%	34%

Valuation - Historical PER Method

매출원가 및 판매비와 관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
총 매출액	799,391	969,067	1,195,036	1,374,893	1,520,162	1,594,530	3,131,700	3,778,578	4,132,324
YoY (%)	59.18%	21.23%	23.32%	15.05%	10.57%	-	106.01%	20.66%	9.36%
순매출액	799,391	969,067	1,195,036	1,374,893	1,454,762	1,537,730	3,008,874	3,609,916	3,927,345
AMPC(원가 없는 매출로 인식)	-	-	-	-	65,400	56,800	122,825	168,662	204,979
매출원가	685,775	821,079	1,023,649	1,238,717	1,314,306	1,418,553	2,675,212	3,183,199	3,453,673
매출원가율 (%)	85.79%	84.73%	85.66%	90.10%	90.35%	92.25%	88.91%	88.18%	87.94%
GPM (%)	14.21%	15.27%	14.34%	9.90%	13.54%	11.04%	14.58%	15.76%	16.42%
원재료 비	528,155	668,921	834,219	986,756	983,538	1,182,877	2,123,336	2,546,117	2,767,095
% of sales	66.07%	69.03%	69.81%	71.77%	67.61%	76.92%	70.57%	70.53%	70.46%
종업원급여	35,698	38,239	52,089	88,989	130,400	93,730	179,882	186,066	191,924
% of sales	4.47%	3.95%	4.36%	6.47%	8.96%	6.10%	5.98%	5.15%	4.89%
유무형자산 감가상각	14,698	19,120	27,110	44,281	49,536	39,223	68,974	78,735	88,126
% of sales	1.84%	1.97%	2.27%	3.22%	3.41%	2.55%	2.29%	2.18%	2.24%
소모품비	16,920	19,946	21,138	26,531	23,943	11,842	59,623	71,938	78,673
% of sales	2.12%	2.06%	1.77%	1.93%	1.65%	0.77%	1.90%	1.90%	1.90%
외주가공비	16,339	26,464	20,011	23,308	30,659	13,655	59,546	71,845	78,571
% of sales	2.04%	2.73%	1.67%	1.70%	2.11%	0.89%	1.90%	1.90%	1.90%
복리후생비	469	6,004	7,573	19,422	19,149	14,279	42,730	51,557	56,383
% of sales	0.06%	0.62%	0.63%	1.41%	1.32%	0.93%	1.36%	1.36%	1.36%
수도광열비	7,108	6,010	8,938	11,947	13,321	10,613	25,317	30,546	33,406
% of sales	0.89%	0.62%	0.75%	0.87%	0.92%	0.69%	0.81%	0.81%	0.81%
지급수수료	2,767	5,628	8,644	5,836	12,672	9,716	18,451	22,262	24,346
% of sales	0.35%	0.58%	0.72%	0.42%	0.87%	0.63%	0.59%	0.59%	0.59%
운반비	3,543	4,739	5,591	7,733	5,219	1,210	14,539	17,543	19,185
% of sales	0.44%	0.49%	0.47%	0.56%	0.36%	0.08%	0.46%	0.46%	0.46%
기타	60,077	26,008	45,851	23,914	45,870	41,408	82,816	106,591	115,964
% of sales	7.52%	2.68%	3.84%	1.74%	3.15%	2.69%	2.75%	2.95%	2.95%
판매비와관리비	53,480	50,413	70,263	94,055	101,190	56,457	170,497	192,128	205,428
판매비율 (%)	6.69%	5.20%	5.88%	6.84%	6.66%	3.67%	5.67%	5.32%	5.23%
OPM (%)	7.52%	10.07%	8.46%	3.06%	6.89%	7.50%	9.13%	10.67%	11.45%
급여	15,059	15,647	19,861	26,495	33,420	24,015	55,716	57,632	59,446
% of sales	1.88%	1.61%	1.66%	1.93%	2.30%	1.56%	1.78%	1.53%	1.44%
복리후생비	2,985	3,417	4,074	6,033	4,732	2,764	9,797	11,657	12,647
% of sales	0.37%	0.35%	0.34%	0.44%	0.33%	0.18%	0.37%	0.37%	0.37%
지급수수료	9,292	10,362	20,231	9,603	11,133	3,280	22,919	27,654	30,243
% of sales	1.16%	1.07%	1.69%	0.70%	0.77%	0.21%	0.73%	0.73%	0.73%
감가상각비	5,367	8,712	4,611	6,343	9,595	4,713	11,553	13,400	15,177
% of sales	0.67%	0.90%	0.39%	0.46%	0.66%	0.31%	0.37%	0.35%	0.35%
무형자산상각비	1,418	1,516	6,436	14,881	14,792	7,648	14,836	14,836	14,836
% of sales	0.18%	0.16%	0.54%	1.08%	1.02%	0.50%	0.81%	1.05%	1.05%
운반비	3,887	3,291	5,247	1,329	1,661	1,200	3,301	3,983	4,356
% of sales	0.49%	0.34%	0.44%	0.10%	0.11%	0.08%	0.11%	0.11%	0.11%
세금과공과	598	1,200	1,345	7,582	6,673	3,683	13,512	16,078	17,444
% of sales	0.07%	0.12%	0.11%	0.55%	0.46%	0.24%	0.51%	0.51%	0.51%
기타	14,875	6,268	9,483	21,789	19,184	9,154	38,861	46,888	51,278
% of sales	1.86%	0.65%	0.79%	1.58%	1.32%	0.60%	1.24%	1.24%	1.24%

*% of sales는 순매출액 기준

7.1. 매출원가 및 판매비 추정

금액적 중요성을 띠며 합리적 추정이 가능한 원재료비, 인건비, 감가상각비는 별도 추정하였다. 이외 계정은 변동비와 고정비적 성격을 고려하여 매출 대비 비중 및 최근 증감추이를 고려해 avg와 flat을 보수적으로 적용하여 추정하였다.

7.1.1. 원재료비 추정

원재료 매입액																		
(단위: USD/ton, 백만 원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
후판 가격(미국)	730	689	652	649	1,073	1,222	1,412	1,554	1,979	1,942	1,842	1,830	1,695	1,744	1,749	1,706	1,430	1,393
후판 가격(한국)	589	566	565	578	699	827	914	926	983	1,014	928	887	919	913	893	887	799	757
후판 가격(중국)	468	457	471	500	773	846	897	915	923	911	846	797	727	709	687	674	653	639
후판 매입액	99,314	79,564	88,418	136,199	80,064	106,435	184,373	105,475	116,854	132,486	175,563	139,102	154,455	117,652	111,628	236,940	227,996	319,364
후판 매입액 비중 (%)	52%	58%	50%	60%	41%	58%	84%	60%	65%	61%	67%	55%	61%	51%	60%	66%	53%	55%

동사 원재료비의 경우 블라트 인수로 인한 신규 사업부인 하부구조물 원재료비와 기존 사업부의 원재료비를 별도로 추정하였다. 하부구조물 원재료비의 경우 블라트가 흑자를 기록한 18년, 20년의 매출액 대비 매출원가의 비중을 반영하였다. 블라트가 비상장기업이었기 때문에 연간 보고서에서는 매출원가 중 인건비와 감가상각비의 내역만 확인이 가능하다. 23년 동사의 경우 매출원가에서 원재료비, 감가상각비, 인건비를 제외한 기타금액의 매출액 대비 비중이 6% 수준임을 블라트의 경우에 반영하여 [매출원가-인건비-감가상각비-기타비용]으로 최종 원재료비를 추정하였다.

기존 타워 사업부 원재료비의 경우 후판가격의 추이를 활용하였다. 동사는 가격전가가 가능한 위치로 후판 가격 상승 기간 동안 매출액 대비 원재료비의 비중에서 큰 폭의 증감은 없었다. 현재 후판 매입가격이 21년과 유사하다는 점을 바탕으로 21년 매출액 대비 원재료비 비중을 반영하였다. 블라트 하부구조물, 기존 사업부 원재료비 추정 내역은 Appendix에 첨부하였다.

7.1.2. 인건비 추정

인건비 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
인건비 총액	50,757	53,887	71,950	115,484	163,820	117,745	235,598	243,698	251,370
YoY (%)	-	6.17%	33.52%	60.51%	41.85%	-	43.82%	3.44%	3.15%
본사 보수총액	11,662	13,541	14,263	15,566	16,067	7,786	15,680	16,286	16,682
이사, 감사 보수총액	1,238	1,836	1,353	2,154	2,520	1,150	2,300	2,325	2,382
미등기 임원 보수총액	2,808	2,865	2,062	2,803	3,159	1,290	2,580	2,847	2,862
본사 종업원 수	85	85	96	103	98	99	99	99	99
본사 인당 급여	90	104	113	103	106	54	109	112	116
자회사 보수 추정액	39,095	40,346	57,687	99,918	147,753	109,959	219,918	227,412	234,689
YoY (%)	-	3.20%	42.98%	73.21%	47.87%	-	48.84%	3.41%	3.20%
매출원가	35,698	38,239	52,089	88,989	130,400	93,730	179,882	186,066	191,924
% of 인건비	70.33%	70.96%	72.40%	77.06%	79.60%	79.60%	76.35%	76.35%	76.35%
판매비와 관리비	15,059	15,647	19,861	26,495	33,420	24,015	55,716	57,632	59,446
% of 인건비	29.67%	29.04%	27.60%	22.94%	20.40%	20.40%	23.65%	23.65%	23.65%

동사의 본사 종업원 수 및 인당 급여의 경우 평년과 유사할 것으로 판단되나 최근 증가추이를 반영하여 2개년 이동평균 하였다. 생산시설이 위치한 해외 법인의 보수 추정의 경우 동사의 증설 계획을 반영하였다. 동사 IR 자료를 통해 향후 25년까지 미국 및 베트남 공장 증설 관련 CapEx 집행 이외의 추가 투자계획은 없음을 확인하였다. 미국 법인의 경우 4Q23까지 증설 관련 인력인 400명에 대한 인력채용이 이미 완료되었다. 베트남의 1,000억 원의 CAPA 증설에 대해서 100여 명의 인력이 24년 총원될 것으로 판단, 인당 급여를 추정하여 반영하였다.

7.1.3. 감가상각비 추정

유형자산상각비 추정(=A+B) 및 안분									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
유형자산상각비	15,922	21,638	29,493	47,466	51,217	72,614	84,221	95,390	
건물	4,113	4,697	8,406	15,452	16,425	17,277	18,836	20,356	
구축물	467	494	634	930	650	732	860	988	
기계장치	7,901	11,918	14,882	23,285	25,479	42,695	49,673	56,251	
차량운반구	1,479	2,125	2,442	3,235	3,612	4,695	5,939	7,182	
공기구비품	1,962	2,404	3,129	4,563	5,052	7,213	8,913	10,612	
매출원가 중 유형자산상각비	10,555	12,926	24,882	41,122	41,622	61,060	70,821	80,213	
비중 (%)	66.29%	59.74%	84.37%	86.64%	81.27%	84.09%	84.09%	84.09%	
판매비 중 유형자산상각비	5,367	8,712	4,611	6,343	9,595	11,553	13,400	15,177	
비중 (%)	33.71%	40.26%	15.63%	13.36%	18.73%	15.91%	15.91%	15.91%	

(A) 기취득 자산의 유형자산상각비 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유형자산상각비	15,922	21,638	29,493	47,466	51,217	60,566	60,566	60,566
건물	4,113	4,697	8,406	15,452	16,425	15,679	15,679	15,679
구축물	467	494	634	930	650	604	604	604
기계장치	7,901	11,918	14,882	23,285	25,479	35,317	35,317	35,317
차량운반구	1,479	2,125	2,442	3,235	3,612	3,452	3,452	3,452
공기구비품	1,962	2,404	3,129	4,563	5,052	5,514	5,514	5,514

동사는 근 3년간 지속적으로 공격적인 CAPA 증설을 단행했으므로 유형자산상각비는 별도 추정하였다. (A) 현재 취득한 기취득 자산의 유형자산상각비에, (B) 향후 추가 CapEx로 발생하는 유형자산상각비를 더해 추정하였다. (A) 기취득 자산의 유형자산상각비는 잔여 내용연수를 추정하여 23년 기말 장부가액을 각 유형자산의 잔여 내용연수로 나누어 상각비를 산출하였다.

(B) CapEx로 발생하는 유형자산상각비 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유형자산상각비	-	-	-	-	-	12,047	23,655	34,823
건물	-	-	-	-	-	1,599	3,158	4,678
구축물	-	-	-	-	-	128	256	383
기계장치	-	-	-	-	-	7,378	14,356	20,934
차량운반구	-	-	-	-	-	1,243	2,486	3,730
공기구비품	-	-	-	-	-	1,700	3,399	5,099

CapEx 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CAPEX	25,821	99,755	30,772	97,683	122,711	122,852	57,499	57,499
건물	4,862	33,575	5,518	34,836	12,988	22,381	14,652	14,652
구축물	(6,004)	2,901	367	2,258	99	1,406	1,406	1,406
기계장치	21,946	52,284	18,510	48,590	96,885	88,537	30,914	30,914
차량운반구	3,220	3,230	3,257	4,314	4,118	3,730	3,730	3,730
공기구비품	1,796	7,765	3,121	7,686	8,622	6,798	6,798	6,798

(B) CapEx로 발생하는 유형자산상각비 추정은 유지 CapEx와 추가 투입이 예상되는 CapEx를 고려하였다. 유지 CapEx는 큰 증설 계획이 없었던 19, 20, 21년의 취득/처분/대체의 합산액의 평균 값을 활용하였다. 동사는 24년 말 이후 추가적인 CapEx 집행 계획이 없기 때문에 추정에 포함되어야 하는 CapEx는 25년 가동이 계획되어 있는 미국 공장의 CAPA증설이 유일하다. 과거 증설 당시의 건설중인 자산의 건물과 기계장치 대체 비율을 이용하여 24년 CapEx를 추정하였으며 이후 추가적인 CapEx 집행계획이 없음을 반영하였다.

7.2. 영업외손익 추정**영업외손익 추정**

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기타손익	(10,166)	(27,620)	2,461	(9,402)	(23,855)	(12,028)	(12,028)	(12,028)
유형자산관련손익	(4,687)	(26,850)	(3,976)	(15,864)	(4,748)	(11,225)	(11,225)	(11,225)
무형자산관련손익	(12)	39	-	(121)	434	68	68	68
종속기업투자주식처분손익	(30)	-	4,735	(368)	-	-	-	-
매각예정비유동자산관련손익	-	-	-	-	(12,780)	-	-	-
잡손익	(5,437)	(809)	1,702	6,952	(6,761)	(871)	(871)	(871)
금융손익	(9,874)	(10,955)	(14,080)	(40,851)	(53,951)	(80,322)	(66,599)	(66,599)
이자손익	(10,075)	(8,146)	(7,050)	(12,566)	(29,321)	(56,371)	(42,647)	(42,647)
외환차손익	(1,335)	211	(7,920)	889	7,009	(229)	(229)	(229)
외화환산손익	1,403	(588)	937	(20,631)	(16,338)	(18,484)	(18,484)	(18,484)
파생상품관련손익	44	1,121	2,451	(3,918)	(686)	(197)	(197)	(197)
당기손익-공정가치측정금융자산관련손익	89	-	-	281	(102)	54	54	54
매출채권처분손익	-	(3,554)	(2,037)	(6,675)	(14,984)	(5,450)	(5,450)	(5,450)
기타금융손익	-	-	(461)	1,769	471	356	356	356

영업외손익의 경우 대응되는 계정들을 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 블라트 발생 이자손익을 구분하여 별도로 추정하였으며 발생이 중단된 것으로 보이거나 합리적 추정이 불가능한 계정들은 0 flat 또는 avg 처리하였다. 이자손익에 대한 상세 추정과정은 Appendix에 첨부하였다.

7.3. 최종 추정손익계산서

추정 포괄손익계산서									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	799,391	969,067	1,195,036	1,374,893	1,520,162	1,594,530	3,131,700	3,778,578	4,132,324
YoY (%)	59.18%	21.23%	23.32%	15.05%	10.57%	-	96.40%	20.66%	9.36%
매출원가	685,775	821,079	1,023,649	1,238,717	1,314,306	1,418,553	2,675,212	3,183,199	3,453,673
매출총이익	113,616	147,988	171,387	136,177	205,856	175,977	456,488	595,378	678,651
GPM (%)	14.21%	15.27%	14.34%	9.90%	13.54%	11.04%	14.58%	15.76%	16.42%
판매비와관리비	53,480	50,413	70,263	94,055	101,190	56,457	170,497	192,128	205,428
영업이익(손실)	60,136	97,574	101,124	42,122	104,666	119,520	285,991	403,250	473,223
OPM (%)	7.52%	10.07%	8.46%	3.06%	6.89%	7.50%	9.13%	10.67%	11.45%
금융손익	(9,874)	(10,955)	(14,080)	(40,851)	(53,951)	(47,216)	(80,322)	(66,599)	(66,599)
기타손익	(10,166)	(27,620)	2,461	(9,402)	(23,855)	7,336	(12,028)	(12,028)	(12,028)
지분법손익	(235)	(1,198)	1,232	(2,367)	(3,927)	(4,114)	(5,800)	(4,900)	(5,000)
순회폐성자산에 대한 이익(손실)	-	-	-	15,124	987	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익(손실)	39,861	57,801	90,736	4,627	23,920	75,527	187,841	319,723	389,596
법인세비용(수익)	5,179	24,202	24,847	10,261	4,984	7,340	48,408	82,394	100,401
당기순이익(손실)	34,682	33,599	64,729	(6,941)	18,936	68,186	139,433	237,329	289,195
지배지분 귀속	31,908	30,867	66,200	1,907	19,875	106,598	136,331	232,048	282,760
비지배지분 귀속	2,774	2,732	(1,471)	(8,849)	(939)	1,615	3,103	5,281	6,435
NPM (%)	3.99%	3.19%	5.54%	0.14%	1.31%	6.69%	4.35%	6.14%	6.84%

법인세 비용은 당기순손실이 발생한 22년을 제외한 근 5개년 유효법인세율을 추정하여 반영하였으며 지분법 손익의 경우 최근 가이드언스의 평균치를 활용하였다.

7.4. Valuation -Historical PER Method

1) 적재적소에 단행된 CAPA 증설과 2) 금리 인하로 인해 풍력에 우호적인 업황을 맞이하여 3) 매출성장과 함께 영업레버리지 효과를 누릴 것이라는 투자포인트의 주장은 궁극적으로 이익성장이라는 결론으로 귀결된다. 따라서 본 밸류에이션의 의의는 동사가 받아왔던 매우 높은 수준의 Multiple이 이익성장에 기반하여 정상수준의 Multiple로 회귀하는 과정을 시각화하는 것이다. 이익성장을 반영하는 가장 효과적인 방법인 PER Method를 선정하였다. 동사는 국내 풍력 타워 업체들 중 독보적인 위치로 Peer 선정의 대상이 될 만한 기업이 부재하다. 따라서 Historical PER Method를 사용하여 Valuation을 진행하였다.

7.4.1. Target Multiple 선정 - 2Q18~3Q18 평균 12MF PER Multiple

동사의 Target Multiple로는 2Q18~3Q18 평균 12MF PER Multiple인 23.99x를 제시한다. 해당시기는 1) 적극적인 인수로 인한 CAPA확보 및 2) 동사에게 우호적인 업황이 도래한 시기이다. 2Q18~3Q18은 18년 2월 인수한 씨에스베어링이 본격적으로 매출성장에 기여하기 시작한 시기이며 터키 풍력타워업체의 인수로 지멘스향 수요에 대한 기대감 형성이 확인된다. 또한 미국의 신재생 세금 공제 혜택인 PTC 정책 유지가 결정되며 미국 내 철강 가격이 상승하여 경쟁사의 가격부담이 가중되는 등 동사에게 우호적인 업황이 조성되던 시기이기도 하다.

본 보고서의 목표주가 실현시점인 25년초에도 가격 협상에 성공한 블라트의 25년 이익기여에 대한 기대감이 존재할 것으로 예상된다. 또한 25년초는 미국 생산법인 CAPA 증설분이 이익에 기여하기 시작하는 시점이라는 점에서 2Q18~3Q18과 상황적으로 유사하다.

앞선 논의를 종합하여 동사는 금리 인하로 인한 우호적인 업황이 예상되며 적재적소에 증설한 CAPA로 인하여 증익 기대감이 고조화되는 구간에 돌입했다고 판단, 25E EPS 5,601원에 Target Multiple 23.99x를 적용한 목표주가 134,400원, 상승여력 118.5%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

7.4.2. 보조 Valuation-Vestas Wind Systems

Multiple의 적절함을 논하기 위해 Vestas Wind Systems의 Historical EV/EBITDA를 보조 밸류에이션으로 제시한다. Vestas는 글로벌 풍력 터빈 제조사로 동사와 같은 밸류체인 내에 위치하며 금리 인하로 인한 풍력산업의 우호적인 업황의 수혜를 받을 수 있다는 점에서 동사와 유사하다.

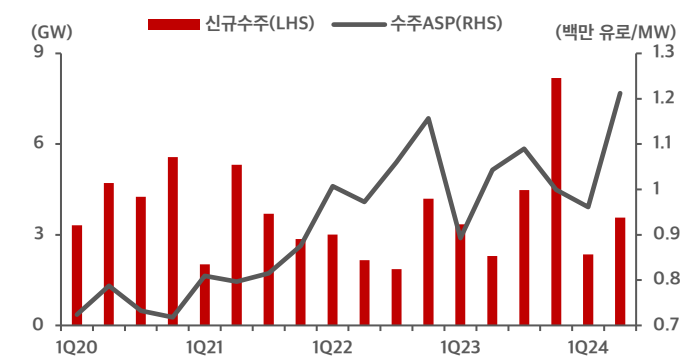
Vestas의 1H24 평균 12MF EV/EBITDA인 12.91x를 동사의 Target Multiple로 선정하였다. 1H24 내에서 신규수주와 터빈 ASP가 각각 56%, 20% 동시 상승했다는 점에서 1H24는 풍력 업황 턴에 대한 기대감이 형성되어 있다고 보는 것이 적절하다. Vestas 수주 시점으로부터 동사 수주 시점까지 1년의 리드타임이 있음을 고려할 때 동사 목표주가의 실현시점인 25년 초에 대한 Target Multiple로서도 1H24는 적절한 시점이므로 우호적 업황에 대한 기대감, 업황의 수혜에 대한 시차 두 가지 측면에서 Vestas의 1H24 적절한 Target Multiple 산출시기라고 판단하였다.

이상의 논의를 종합하여 Vestas Wind Systems의 1H24 평균 12MF EV/EBITDA인 12.91x를 보조 Target Multiple로 제시, 보조 Valuation으로 도출한 목표주가는 131,300원으로 본 Valuation 목표주가의 괴리율 -2.3%로 상기 Valuation은 적정하다고 판단한다.

Historical PER Method (2025E)	
2025E 매출액 (백만 원)	3,778,578
2025E 당기순이익 (백만 원)	232,048
유통주식총수 (주)	41,429,481
2025E EPS (원)	5,601
Target PER Multiple	23.99x
목표주가 (원)	134,400
현재주가 (원)	61,500
상승여력	118.5%

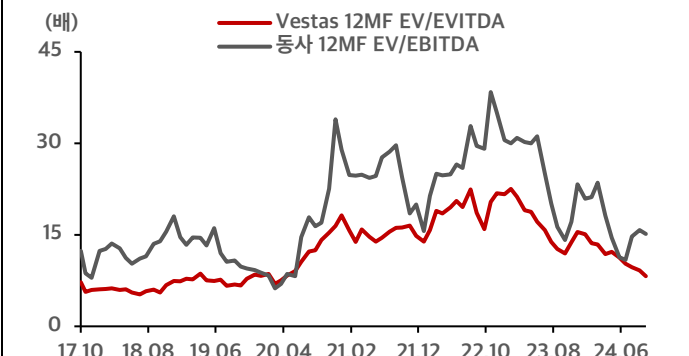
EV/EBITDA Method(2025E)	
2025E EBITDA(단위: 백만 원)	510,222
Target 12MF EV/EBITDA	12.91x
Target EV	6,586,962
순차입금	1,147,325
목표시가총액	5,439,636
유통주식총수(단위: 주)	41,429,481
목표주가(원)	131,300
현재주가(원)	61,500
상승여력	113%

도표 5-1. Vestas 신규수주 및 ASP추이



출처: Vestas, SMIC 1팀

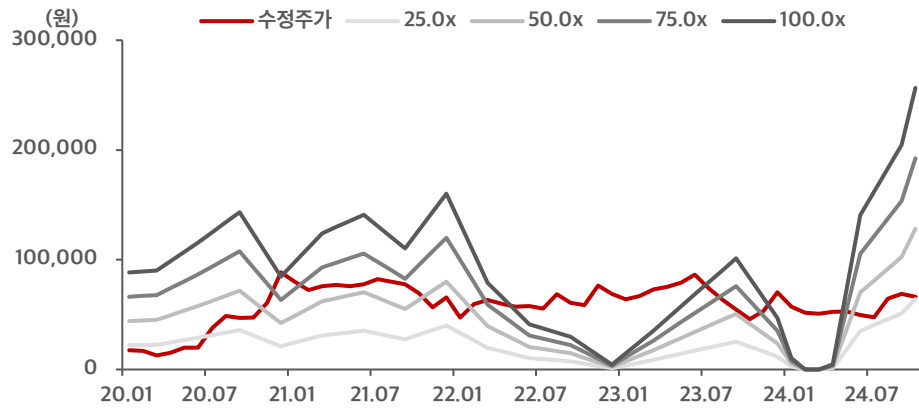
도표 5-2. 동사 및 Vestas 12MF EV/EBITDA 추이



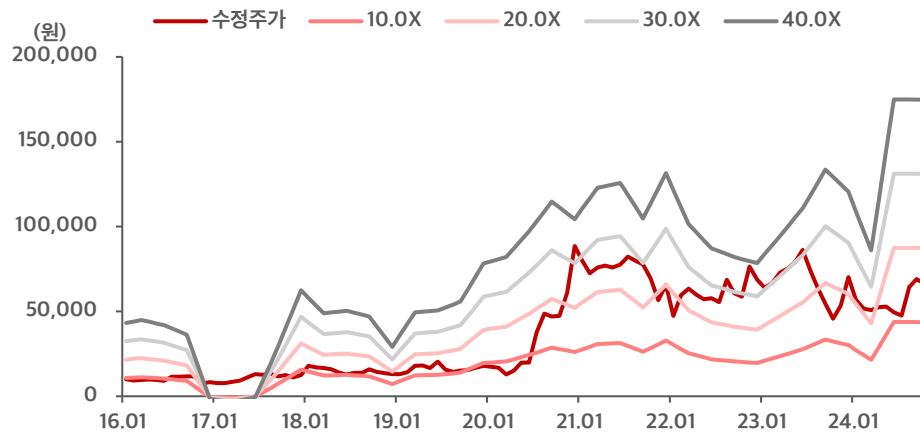
출처: QuantiWise, SMIC 1팀

Appendix.

Appx 1. 동사 12MF PER Band



Appx 2. 동사 12MF EV/EBITDA Band



Appx 3. 이자손익 추정

이자손익 추정	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
(단위: 백만 원)								
이자손익	(10,075)	(8,146)	(7,050)	(12,566)	(29,321)	(56,371)	(42,647)	(42,647)
기말이자부자산	89,356	97,001	267,787	192,104	221,869	197,790	197,790	197,790
현금및현금성자산	83,891	91,779	261,809	191,619	207,121	192,270	192,270	192,270
단기금융상품	3,660	3,890	4,362	327	14,603	5,368	5,368	5,368
장기금융상품	1,805	1,332	1,616	158	146	152	152	152
이자수익	515	434	1,646	2,154	5,015	2,936	2,768	2,768
<i>유효이자율 (%)</i>		<i>0.49%</i>	<i>1.70%</i>	<i>0.80%</i>	<i>2.61%</i>	<i>1.40%</i>	<i>1.40%</i>	<i>1.40%</i>
기말이자부부채	228,023	241,743	443,250	477,527	955,264	1,282,062	1,296,500	1,296,500
유동부채	182,917	147,753	209,051	269,671	523,623	489,740	496,241	496,241
단기차입금	142,556	146,130	180,728	232,686	384,087	334,599	334,599	334,599
유동성장기차입금	-	-	7,182	26,917	119,411	126,685	129,110	129,110
유동성사채	37,458	-	19,033	7,525	5,354	13,874	13,874	13,874
유동리스부채	2,903	1,622	2,109	2,544	14,772	14,582	18,658	18,658
비유동부채	45,106	93,990	234,199	207,856	431,641	792,322	800,260	800,260
장기차입금	18,983	63,108	206,244	173,607	303,250	640,118	640,118	640,118
사채	-	17,746	-	-	-	-	-	-
비유동리스부채	26,123	13,136	27,955	34,249	128,391	152,204	160,141	160,141
이자비용	10,591	8,579	8,696	14,720	34,336	59,307	45,415	45,415
<i>유효이자율 (%)</i>		<i>3.65%</i>	<i>2.54%</i>	<i>3.20%</i>	<i>4.79%</i>	<i>5.30%</i>	<i>3.52%</i>	<i>3.50%</i>

Appx 4. 차입금, 순차입금, EBITDA 추정

순차입금 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
순차입금	115,106	135,205	151,377,394	249,116	604,981	1,147,325	1,147,325	1,147,325	
차입금 총계	198,998	226,984	413,186	440,735	812,101	812,101	812,101	812,101	
현금 및 현금성자산	83,891	91,779	261,809	191,619	207,121	192,270	178,483	165,686	

차입금 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
차입금	228,023	241,743	443,250	477,527	955,264	1,270,032	1,270,032	1,270,032	1,270,032
장기차입금	18,983	63,108	206,244	173,607	303,250	640,118	-	-	-
단기차입금	142,556	146,130	180,728	232,686	384,087	334,599	-	-	-
유동성장기차입금	-	-	7,182	26,917	119,411	126,685	-	-	-
유동성사채	37,458	-	19,033	7,525	5,354	1,844	-	-	-
유동 리스부채	2,903	1,622	2,109	2,544	14,772	14,582	-	-	-
사채	-	17,746	-	-	-	-	-	-	-
비유동 리스부채	26,123	13,136	27,955	34,249	128,391	152,204	-	-	-
순차입금 대비 비중 (%)	87.27%	93.89%	93.22%	92.30%	85.01%	90.34%	90.34%	90.34%	90.34%

EBITDA 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
EBITDA	81,619	126,922	139,282	107,627	178,589	381,355	510,222	591,363	
영업이익	60,136	97,574	101,124	42,122	104,666	285,991	403,250	473,223	
무형자산 및 사용권자산 상각비	21,483	29,348	38,157	65,505	73,923	95,364	106,971	118,140	

Appx 5. 정당별 IRA 관련 이탈자 리스트

정당	관련 사건	이름	지역	현재 후보	당선 가능성
공화당	Limit, Save, Growth Act of 2023	Andy Biggs	AZ(애리조나)	o	안정
공화당	Limit, Save, Growth Act of 2023	Tim Burchett	TN(테네시)	o	안정
공화당	Limit, Save, Growth Act of 2023	Ken Buck	CO(콜로라도)	x	x
공화당	Limit, Save, Growth Act of 2023	Matt Gaetz	FL(플로리다)	o	안정
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Andrew Garbarino	NY(뉴욕)	o	확실시
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Marc Molinaro	NY(뉴욕)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Anthony D'Esposito	NY(뉴욕)	o	패배 유력
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Mike Lawler	NY(뉴욕)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Nick LaLota	NY(뉴욕)	o	확실시
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	David Valadao	CA(캘리포니아)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Young Kim	CA(캘리포니아)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Lori Chavez-DeRemer	OR(오리건)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Erin Houchin	IN(인디애나)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Jen Kiggans	VA(버지니아)	o	유력
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	John Curtis	UT(유타)	x	x
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Don Bacon	NE(네브레스카)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Tom Kean Jr.	NJ(뉴저지)	o	유력
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	David Joyce	OH(오하이오)	o	안정
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Mariannette Miller-Meeks	IA(아이오와)	o	유력
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Juan Ciscomani	AZ(애리조나)	o	경합
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Mark Amodei	NV(네바다)	o	안정
공화당	세액공제 유지요청 18인(2024)	Buddy Carter	GA(조지아)	o	안정
민주	IRA(2022)	Jared Golden	ME(메인)	o	경합

*안정(90% 이상), 확실시(75~90%), 유력(60~75%), 경합(40~60%), 패배 유력(25~40%)

*출처: 270twin

Appx 6. 블라트 손익계산서, 원재료비 별도 추정, 이자비용 별도 추정

Bladt Income statement							
(단위: 1K Denmark Crone)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Revenue	3,086,342	1,455,280	2,167,940	1,956,226	2,046,892	3,203,759	4,110,271
Production costs	3,051,377	1,364,278	2,167,249	1,828,937	2,037,253	3,404,154	4,318,865
Gross profit	34,965	91,002	691	127,289	9,639	(200,395)	(208,594)
<i>GPM (%)</i>	1.13%	6.25%	0.03%	6.51%	0.47%	-6.25%	-5.07%
Distribution costs	11,045	13,714	14,991	14,573	16,596	16,979	18,907
Administrative expenses	26,036	33,652	35,581	33,634	36,295	41,411	51,489
EBIT	(2,116)	43,636	(49,881)	79,082	(43,252)	(258,785)	(278,990)
<i>OPM (%)</i>	-0.07%	3.00%	-2.30%	4.04%	-2.11%	-8.08%	-6.79%
Profit/loss in joint ventures(profit)	34,727	-	2,022	61	1,031	263	2,596
Financial income	3,223	765	3,179	2,424	1,530	3,870	6,890
Financial expenses	6,052	8,465	7,073	7,066	6,206	20,275	100,519
Profit before tax	(39,672)	35,936	(55,797)	74,379	(48,959)	(275,453)	(375,215)
Tax on profit for the year(profit)	(1,219)	6,453	(14,150)	14,463	(9,533)	18,823	-
Profit for the year	(38,453)	29,483	(41,647)	59,916	(39,426)	(294,276)	(375,215)
<i>NPM (%)</i>	-1.25%	2.03%	-1.92%	3.06%	-1.93%	-9.19%	-9.13%

Bladt 생산비용 및 판관비							
(단위: 천 덴마크 크로네)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Revenue	3,086,342	1,455,280	2,167,940	1,956,226	2,046,892	3,203,759	4,110,271
Raw material cost+others	2,743,379	1,133,850	1,880,288	1,520,450	1,788,101	3,094,401	3,810,919
<i>% of sales</i>	88.89%	77.91%	86.73%	77.72%	87.36%	96.59%	92.72%
Production costs	3,051,377	1,364,278	2,167,249	1,828,937	2,037,253	3,404,154	4,318,865
Staff costs	302,897	225,276	277,375	299,091	246,103	301,141	400,224
Production costs	276,494	185,027	243,112	258,129	201,791	263,967	349,713
Distribution costs	7,280	7,382	7,910	12,154	14,400	12,000	16,549
Administer expenses	19,123	32,867	26,353	28,808	29,912	25,174	33,962
Amortization&Depreciation	32,039	45,616	46,394	52,838	49,863	49,406	164,183
Production costs	31,504	45,401	43,849	50,358	47,361	45,786	158,233
Administer expenses	535	215	2,545	2,480	2,502	3,620	5,950

Bladt 매출액 대비 원재료비 비중								
(단위: 천 크로네)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
추정 원재료비	-	-	-	-	-	818,835	933,556	911,773
<i>% of sales</i>	-	-	-	-	-	71.82%	71.82%	71.82%
하부구조물 부문 매출액	-	-	-	-	-	1,140,149	1,299,887	1,269,556

기존 사업부 원재료비 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원재료비	528,155	668,921	834,219	986,756	983,538	1,304,501	1,612,561	1,855,322
<i>% of sales</i>	66.07%	69.03%	69.81%	71.77%	67.61%	69.81%	69.81%	69.81%
순매출액	799,391	969,067	1,195,036	1,374,893	1,454,762	1,868,726	2,310,029	2,657,789
AMPC	-	-	-	-	56,800	122,825	168,662	204,979

BIAT 이자비용 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기말이자부채	22,614	47,312	182,148	176,190	151,083	151,083	151,083
단기차입금	-	-	-	66,880	-	-	-
장기차입금	-	-	64,082	-	-	-	-
리스부채	12,940	20,750	61,367	81,774	108,966	108,966	108,966
기타부채	9,674	26,561	56,698	27,537	42,117	42,117	42,117
이자비용	1,235	1,084	3,739	18,538	19,654	4,805	4,805
유효이자율		3.10%	3.26%	10.35%	12.01%	3.18%	3.18%

Appx 7. 동사 연결재무상태표 및 현금흐름표

연결 재무상태표					연결 현금흐름표				
(단위 : 백만 원)					(단위 : 백만 원)				
	2021	2022	2023	1H24		2021	2022	2023	1H24
자산	1,771,101	1,784,107	2,832,648	3,181,717	영업활동현금흐름	(105,391)	150,825	110,836	(102,823)
유동자산	1,072,916	1,005,500	1,352,943	1,552,426	영업활동으로 창출된 현금	(59,923)	187,849	132,112	(77,965)
현금및현금성자산	261,809	191,619	207,121	192,270	영업활동으로 인한 자산·부채의 변동	-	-	-	-
단기금융상품	4,362	327	14,603	34,275	이자수취	3,141	2,214	5,055	2,145
매출채권 및 기타유동채권	398,374	366,154	403,947	606,116	이자지급(영업)	(8,923)	(8,717)	(18,940)	(20,943)
단기미청구공사	-	-	84,166	129,604	배당금수취(영업)	422	-	287	0
재고자산	350,897	381,594	582,190	504,103	법인세납부액	(40,109)	(30,520)	(7,677)	(6,060)
기타유동금융자산	12,242	10,418	3,207	16,676	투자활동현금흐름	(300,559)	(105,307)	(235,890)	(139,592)
기타유동자산	44,762	47,509	56,667	68,982	금융상품의 취득	(31,806)	(623)	(16,226)	(48,695)
당기법인세자산	470	7,879	1,042	400	금융상품의 처분	32,180	5,321	1,985	29,581
매각예정비유동자산	-	5,717	15,232	1,495	유동당기손익인식금융자산의 처분(취득)	-	(6,319)	6,161	-
비유동자산	698,185	772,890	1,464,472	1,627,795	비유동당기손익인식금융자산의 처분(취득)	-	(2,697)	52	394
장기금융상품	1,616	158	146	152	기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 처분(취득)	-	-	-	-
관계기업및공동기업투자	2,959	8,743	15,211	13,036	파생상품점성으로 인한 현금유입(유출)	2,876	(3,839)	(53)	-
유형자산	509,955	529,131	915,621	1,035,383	비유동기타포괄손익공정가치측정금융자산의 처분	371	-	-	-
사용권자산	38,600	59,351	161,132	193,844	중속기업및관계기업에 대한 투자자산의 처분(취득)	(217,649)	(7,538)	4,896	-
투자부동산	-	37,105	21,768	33,145	유형자산의 취득	(92,306)	(98,388)	(192,328)	(103,347)
무형자산	124,612	117,269	261,017	268,142	유형자산의 처분	485	4,218	4,403	2,466
기타비유동금융자산	2,144	1,920	10,411	9,894	무형자산의 취득	(2,301)	(2,431)	(268)	(1,035)
기타비유동자산	912	5,646	57,386	54,763	무형자산의 처분	-	343	603	-
순확정급여자산	-	351	1,277	506	투자부동산의 처분	-	149	-	-
이연법인세자산	17,386	13,217	20,504	18,930	보증금의 감소(증가)	2,038	6,598	1,356	(12,605)
부채	827,325	856,500	1,888,229	2,145,464	선급금의 감소(증가)	-	-	(38,548)	(22,169)
유동부채	572,666	623,838	1,417,060	1,291,882	선급금의 증가(감소)	-	-	-	774
매입채무 및 기타유동채무	315,027	321,369	653,618	563,440	대여금의 감소(증가)	5,552	(107)	(8,973)	(715)
단기차입금	-	-	176,535	137,506	매각예정비유동자산의 처분	-	-	1,051	15,723
단기차입금	180,728	232,686	384,087	334,599	정보부조금의 수취	-	5	-	34
유동성장기차입금	7,182	26,917	119,411	126,685	재무활동현금흐름	567,844	(94,939)	141,051	217,568
유동성채	19,033	7,525	5,354	1,844	자기주식의 취득	-	(42,651)	-	-
당기법인세부채	14,128	8,749	8,494	11,929	자기주식의 처분	-	-	-	-
기타유동금융부채	1,442	3,655	5,537	1,596	단기차입금의 증가	252,418	235,883	298,673	212,830
유동 리스부채	2,109	2,544	14,772	14,582	단기차입금의 감소	(240,102)	(196,466)	(359,550)	(283,245)
기타 유동부채	32,513	20,191	26,614	88,519	장기차입금의 증가	120,352	27,000	261,665	321,315
유동충당부채	504	204	22,638	11,183	장기차입금의 감소	-	(38,570)	(2,423)	-
비유동부채	254,659	232,662	471,169	853,582	유동성장기차입금의 감소	(8,363)	(3,093)	(30,234)	(1,885)
장기차입금	206,244	173,607	303,250	640,118	비지배 지분의 증가	462,436	26,786	695	-
순확정급여부채	2,671	1,812	788	2,885	비지배 지분의 추가취득	-	(66,647)	-	-
사채	-	-	-	-	신주인수권부사채의 감소	-	(2,500)	(3,000)	(4,000)
퇴직급여부채	-	-	-	-	리스부채의 감소	(1,610)	(1,504)	(4,057)	(6,750)
기타비유동금융부채	-	101	229	338	전환사채의 감소	-	(8,500)	-	-
비유동 리스부채	27,955	34,249	128,391	152,204	배당금지급	(17,286)	(25,303)	(20,715)	(20,715)
기타 비유동 부채	1,342	3,019	18,867	28,191	임대보증금의 증가	-	727	493	28
비유동충당부채	125	2,648	5,880	19,469	임대보증금의 감소	-	(100)	(494)	(10)
이연법인세부채	16,322	17,225	13,764	10,377	주식선택권행사로 인한 현금유입	-	-	-	-
자본	943,776	927,607	944,419	1,036,253	소유지분의 변동으로 인한 지급	-	-	-	-
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	894,185	879,507	896,810	987,584	현금및현금성자산의순증가(감소)	170,030	(70,189)	15,501	(14,851)
자본금	21,086	21,086	21,086	21,086	환율변동효과 반영전 순증가(감소)	161,894	(49,420)	15,997	(24,847)
기타불입자본	597,282	566,865	568,611	568,815	표시통화환산으로 인한 순증감	8,439	(13,304)	4,392	9,911
이익잉여금(결손금)	267,842	242,065	241,299	288,029	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(303)	(12,216)	(7,319)	86
기타자본구성요소	7,976	49,492	65,814	109,654	초인플레이션 회계적용으로 인한 변동	-	4,751	2,432	-
비지배지분	49,591	48,100	47,609	48,669	기초현금및현금성자산	91,779	261,809	191,619	207,121
자본과부채총계	1,771,101	1,784,107	2,832,648	3,181,717	기말현금및현금성자산	261,809	191,619	207,121	192,270

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.