SK오션플랜트 (100090)

SMIC 2026년 4월 15일

오션플랜트로 오션 !

바람 바람 바람

세계적 전력 수요 상승과 지정학적 갈등 고조로, 풍력발전 산업에 새로운 바람이 일고 있다. 그 중에서도 해상풍력은 제한된 입지를 가진 국가도 대규모 전력을 생산할 수 있다는 장점이 있어 세계 주요국들로부터 러브콜을 받고 있다. 해상풍력기를 지탱하는 고마진 구조물인 하부구조물은, 동사의 향후 매출까지 지탱하는 버팀목이 될 것이다.

순풍에 돛을 단 듯 - 투자포인트 ①

시의성과 정책 두 가지 드라이버가 확보되었다. 한국, 유럽, 대만 3국이 해상풍력을 강력히 추진하며 시장을 확장시키기까지 머지 않았다. 한국은 과거의 유럽과 대만처럼 정책적 지원을 등에 업고 판매단가의 안정화를 이뤄낼 것이고, 지금까지 발전비용을 끌어올렸던 핵심 병목들을 완벽히 끊어낼 것이다. 유럽에서는 HVDC 해상 변전소의 등장이 사양 되어있던 재킷의 수요를 깨울 것이며, 대만에서는 LCR의 폐지가 동사의 추가적인 점유율 확대를 이끌 것이다. 동사는 검증된 레퍼런스와 빠른 납기, 확장될 CAPA를 바탕으로 주무기인 재킷과 함께 온 세계를 호령할 준비를 마쳤다.

조선으로의 복귀전과 데뷔전 - 투자포인트 ②

전세계적인 중소형 선단들의 노후화 현상과 선박에 대한 친환경 규제가 만나 현 시점에서 친환경 선박에 대한 확실한 수요가 발생하고 있다. 작년 12월, 동사는 친환경 선박에 대한 레퍼런스를 확보하면서 다시금 상선 시장으로의 완전한 진입을 꾀하고 있다. 더 나아가, 동사는 올해 2월 미 해군 MRO 자격인 MSRA를 취득하면서 미 해군 MRO 산업으로의 진입을 선언한 점을 주목해봐야 한다.

Valuation - Historical PBR Method

Historical PBR Method를 통해 도출한 Target PBR Multiple 2.1x를 28E BPS 19,429원에 곱해 목표주가 41,600원, 상승여력 78.5%, 투자의견 BUY를 제시한다. 동사는 해상풍력 매출 확대 및 마진 개선으로 ROE의 구조적 회복 국면에 진입했다. 유상증자시 발생할 수 있는 오버행에 따른 과도한 주가하락은 적극적인 매수 기회로 판단한다.

추정 손익계산서

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**691,830**	**925,836**	**662,616**	**965,388**	**1,065,405**	**1,313,188**	**1,706,680**
YoY(%)	*37.5%*	*33.8%*	*-28.4%*	*45.7%*	*10.4%*	*23.3%*	*30.0%*
매출원가	590,450	820,824	589,806	873,833	907,238	1,130,015	1,475,928
매출총이익	101,380	105,011	72,809	91,556	158,167	183,173	230,751
GPM(%)	*14.7%*	*11.3%*	*11.0%*	*9.5%*	*14.8%*	*13.9%*	*13.5%*
판매비와 관리비	29,439	29,407	31,012	32,046	33,419	37,207	41,593
영업이익	**71,941**	**75,604**	**41,797**	**59,509**	**124,748**	**145,966**	**189,159**
OPM(%)	*10.4%*	*8.2%*	*6.3%*	*6.2%*	*11.7%*	*11.1%*	*11.1%*
기타손익	(3,179)	1,079	30,021	(8,804)	(977)	(892)	(1,032)
금융손익	(33,965)	(13,584)	(54,170)	(4,770)	(11,937)	(22,646)	(17,349)
법인세비용차감전순이익	34,796	63,099	17,648	45,935	111,834	122,428	170,778
법인세비용	(6,782)	(5,550)	(777)	(8,424)	(21,862)	(23,953)	(33,498)
당기순이익	**28,014**	**57,549**	**16,871**	**37,511**	**89,972**	**98,475**	**137,280**
NPM(%)	*4.0%*	*6.2%*	*2.5%*	*3.9%*	*8.4%*	*7.5%*	*8.0%*
가중평균자본	**330,595**	**607,696**	**701,712**	**761,674**	**1,009,531**	**1,253,754**	**1,371,631**
ROE(%)	*8.5%*	*9.5%*	*2.4%*	*4.9%*	*8.9%*	*7.9%*	*10.0%*

Rating

Buy

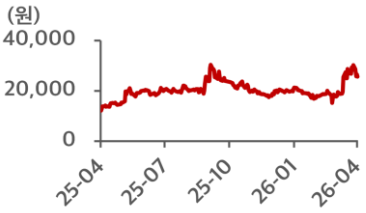
현재주가: 23,300 원

목표주가: 41,600 원

상승여력: 78.5%

12M 주가추이

시가총액 1 조 4,557 억 원



Key Metrics

자산총계(TTM)	1 조 817 억 원
부채총계(TTM)	2,647 억 원
자본총계(TTM)	8,169 억 원
ROE(28E)	10.0%
PBR(28E)	2.1x
BPS(28E)	19,429 원
DPS(28E)	0 원

주요 주주

SK에코플랜트㈜	35.62%
송무석	9.78%
국민연금	8.78%

SMIC 5 팀

팀장 52 기 이채명

팀원 52 기 장동빈

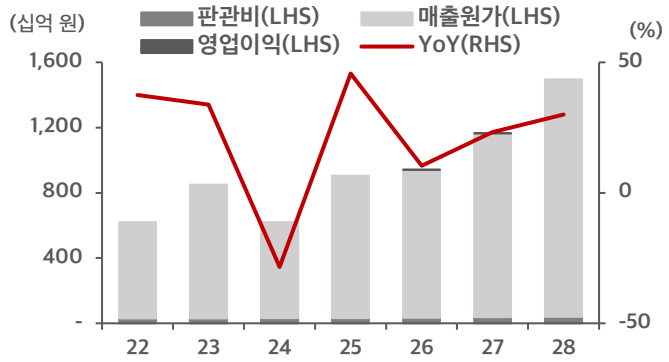
52 기 조진수

53 기 신지원

53 기 이하린

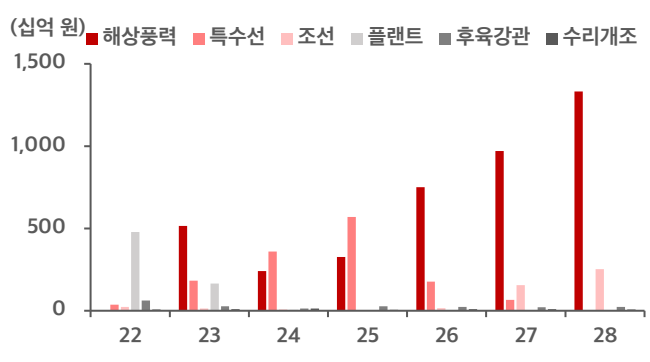
Key Charts

[실적] 매출원가, 판매관리비, 영업이익, 매출 YoY



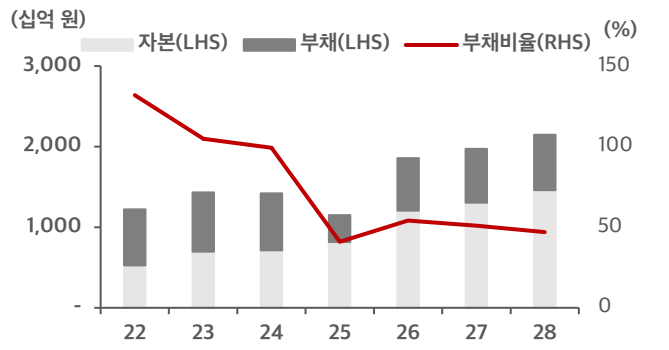
출처: DART, SMIC 5팀

[사업부문] 매출액 Breakdown



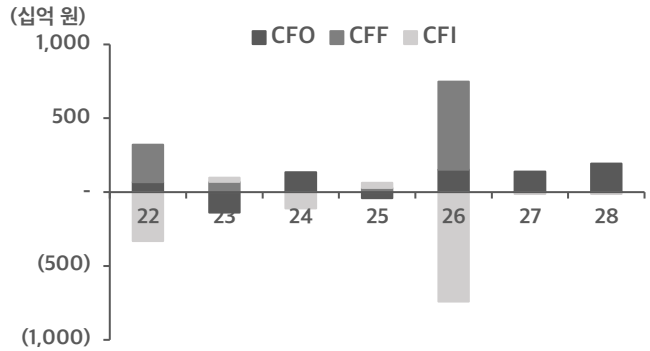
출처: DART, SMIC 5팀

[재무현황] 자본, 부채, 부채비율



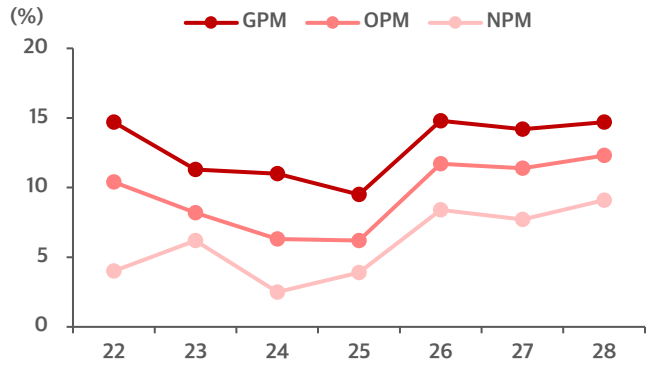
출처: DART, SMIC 5팀

[현금흐름] CFO, CFI, CFF



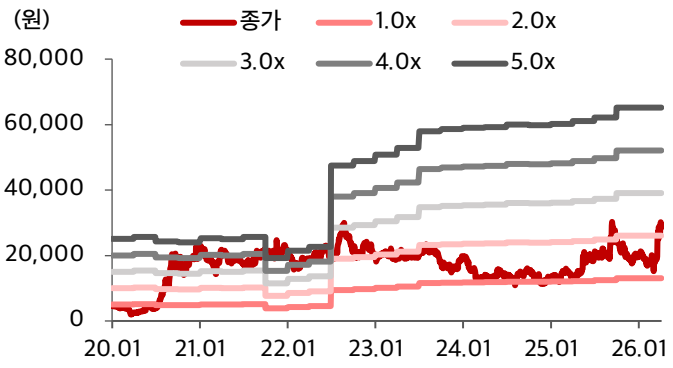
출처: DART, SMIC 5팀

[이익률] GPM, OPM, NPM



출처: DART, SMIC 5팀

[밸류에이션] PBR 밴드



출처: DART, KRX, SMIC 5팀

CONTENTS

1. **바람 바람 바람** - 산업·기업 분석 04

2. **순풍에 돛을 단 듯** - 투자포인트 ① 08

3. **조선으로의 복귀전과 데뷔전** - 투자포인트 ② 16

4. **팔아야 사는 자, 사서 키워야 하는 자** - ISSUE & Risk 19

5. **Valuation** - Historical PBR Method 20

6. **Appendix** 27

1. 바람 바람 바람 - 산업·기업 분석

1.1. 풍력발전 톺아보기

최근 각광받는 해상풍력발전

풍력발전은 육상풍력과 해상풍력으로 나뉘며, 최근에는 해상풍력에 대한 관심이 높아지고 있다. 육상풍력은 땅 위에 터빈을 세우는 방식으로, 설치비가 비교적 저렴하지만 소음 등의 이유로 민원 문제가 있고, 풍량이 좋은 입지가 제한되고 있다. 반면, 해상풍력의 경우 평균 풍속이 육지에 비해 20~30%가량 높은 바다에 설치될 수 있어 육지에 비해 발전효율이 높다. 또한 소음, 경관 등의 민원으로부터 자유로워, 국토가 넓지 않아 입지가 제한적인 국가들에게 각광받고 있다. **실제로 한국, 대만, 일본, EU 등 주요국은 최근 해상풍력에 정책적 무게를 싣고 있다.**

해상풍력발전기의 구성

해상풍력발전기는 아래에서부터 '하부구조물→타워→터빈→블레이드' 순으로 구성된다. 블레이드가 바람을 받아 회전력을 생성하면, 터빈이 회전력을 전기로 전환한다. 타워는 터빈을 높이 올려 지탱하는 철구조물이며, 하부구조물은 이 모든 것을 해저면에 고정시킨다. 디벨로퍼(개발자)는 해상풍력 프로젝트 전체를 주관하며 자금조달과 인허가를 마친 뒤 각 구성요소의 공급사를 선정한다.

디벨로퍼와 별도 계약 체결

동일한 풍력발전기를 구성하지만, 계약구조와 진입장벽 등의 차이로 각 구성요소의 수익성은 서로 상이하며, 보통 하부구조물이 타워·블레이드보다 수익성이 높다. 해상풍력 프로젝트의 계약구조를 살펴보면, 디벨로퍼가 터빈 모델을 선정하면 그 모델에 맞는 타워의 높이와 규격, 블레이드의 길이와 형상이 자동으로 결정된다. 따라서, 타워·블레이드사는 터빈사와 하청 관계에 놓인다. **반면, 하부구조물은 터빈 사양이 아닌, 해역의 수심·해저지질·조류 등에 의해 설계가 결정되므로, 디벨로퍼는 하부구조물사와 별도의 직접 계약을 맺는 구조이다.**

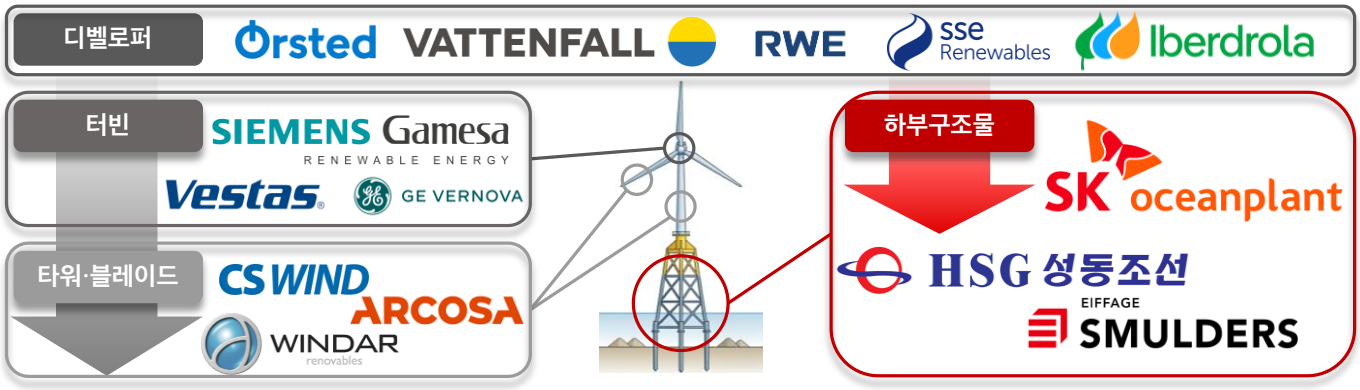
높은 기술적·자본적 진입장벽

하부구조물은 타워·블레이드보다 기술적, 자본적 진입장벽도 높다. 타워·블레이드는 규격화가 가능해 양산형으로 생산된다. 반면, 하부구조물은 프로젝트마다 해역 조건이 달라 각각 새로운 설계 및 제작이 필요하다. **또한, 가령 14MW급 터빈을 지탱하기 위한 하부구조물의 경우 높이 100M, 무게 2,200톤에 달하며, 약 230개의 강관을 1~2mm 이내의 오차로 맞추는 정밀 제작 기술이 요구된다. 대규모 야드·접안부두 등이 필요한 만큼 자본적 진입장벽도 매우 높다.**

타워·블레이드보다 수익성 높은 하부구조물

하부구조물의 계약구조와 높은 진입장벽은 상대적으로 높은 마진으로 이어진다. 실제로, 타워사인 씨에스윈드의 경우 2023년 OPM 6.9%을 기록했으나, 하부구조물사 Bladt를 인수한 후 2025년 연결 OPM 10.9%를 달성한 바 있다. **결국 해상풍력발전 밸류체인 내에서 하부구조물이 타워·블레이드보다 기술적·자본적 해자가 더 높다는 것을 파악할 수 있다.**

도표 1-1. 해상풍력 밸류체인



출처: SMIC 5팀

1.2 하부구조물에 대하여

하부구조물 종류 ①: 모노파일형

하부구조물은 그 지지 방식에 따라 모노파일형, 재킷형, 부유형으로 나뉜다. 모노파일형 하부구조물은 단일 원통형 강관을 해저에 수직으로 고정하는 방식으로, 구조가 가장 단순하다. 적용 수심은 0~40m이며 현재 상용화된 모노파일은 약 8~14MW급 터빈을 지지할 수 있다. 또한, 기당 약 50억 원 수준의 단가를 가지고 있다. 모노파일형 하부구조물을 생산하는 기업으로는 국내에는 GS엔텍, 해외에는 EEW Group(네덜란드), Sif Group(독일) 등이 존재한다.

하부구조물 종류 ②: 재킷형

재킷형 하부구조물은 3~4개의 강관 기둥을 연결한 프레임 구조로, 모노파일형보다 안정성이 높다. 따라서 30~80m의 중간 수심에서 주로 활용되며 태풍 영향권 국가나 파도의 강세가 높은 지역에서 모노파일 대비 안정성이 뛰어나다. 높은 안정성을 위해 복잡한 조립 공정이 소요되어, 기당 단가는 약 110억 원 수준으로 모노파일형보다 약 2배가량 높다. 국내 기업으로는 동사 SK오션플랜트, HSG성동조선, 해외 기업으로는 Saipem(이탈리아), CWP(대만) 등이 존재한다.

하부구조물 종류 ③: 부유형

부유형 하부구조물은 수면 위 부유하는 플랫폼 위에 타워를 설치하고 케이블을 해저에 고정하는 반잠수식으로, 수심의 제한을 받지 않는다. 60m 이상 수심에서 사실상 유일한 선택지이며, 15~20MW급의 대형 터빈을 탑재할 수 있다. 기당 단가는 190억 원 수준으로 가장 높다. 동사, 한화오션, SBM Offshore(네덜란드) 등의 기업이 부유형을 생산할 수 있다.

재킷형 하부구조물로 쏠리는 관심

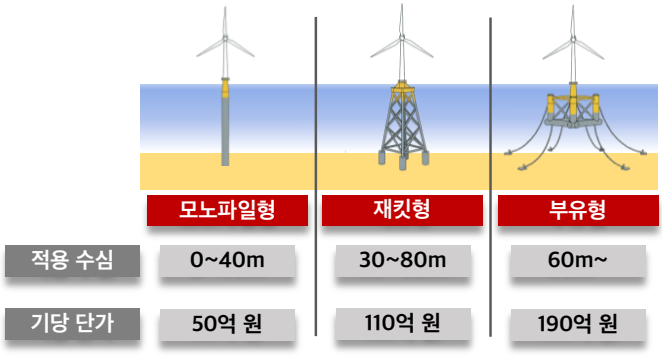
현재 터빈이 대형화되는 동시에, ① 주요 국가들은 발전 단지를 해안선으로부터 멀리 떨어진 심해로 옮기고 있다. 이에 따라 깊은 수심과 큰 하중을 버틸 수 있는 재킷형 및 부유형 하부구조물의 중요도가 높아지고 있다. **② 또한, 육지에서 멀어질수록 전력 손실을 막기 위한 해상변전소(OSS) 설치도 늘어나는데, OSS의 무게가 약 2,000~4,000톤에 달해 재킷형 하부구조물의 추가적인 수요를 이끌어 낸다.** 동사가 주력으로 생산하는 것이 바로 이러한 재킷형 하부구조물이다.

1.3 기업개요

전방 수요 상승으로 성장의 돛을 달다

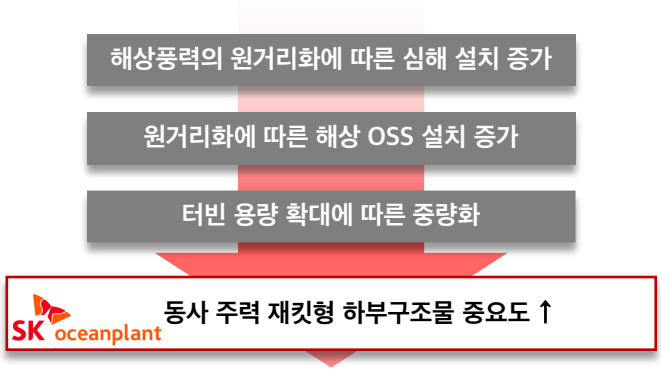
동사는 해상풍력 하부구조물과 특수선, 상선, 해양플랜트, 후육강관 등을 제조하는 해양 전문 기업이다. 1999년 삼강특수공업으로 출발하여 강관 위주의 사업을 영위하다, 2022년 SK에코플랜트에게 인수된 뒤 지금의 SK오션플랜트로 사명을 변경하며 해상풍력 중심 기업으로 정체성을 강화했다. 특히, 대만 해상풍력 프로젝트 수주를 계기로 아시아 해상풍력 시장 내 입지를 확대하고 있다. **현재 에너지 수요 증가와 지정학적 갈등이 맞물리며 동사는 성장의 돛을 달게 되었다.**

도표 1-2. 하부구조물의 종류



출처: 동사, 언론종합, SMIC 5팀

도표 1-3. 재킷형 하부구조물 중요도 상승



출처: SMIC 5팀

1.4. 사업부문

동사의 사업부문

동사의 사업부문은 해상풍력, 특수선, 선박 MRO, 후육강관, 상선으로 구성된다. 25년 기준 매출 비중은 해상풍력 33%, 특수선 58%, 선박 MRO 4%, 후육강관 3%, 상선 0.07%로 구성되어있다. 현재는 해군 울산급 호위함 3척을 수주받아 특수선 매출 비중이 가장 높지만, 후술할 [투자포인트 1]에 따라 앞으로 해상풍력 매출 비중이 높아질 것으로 예상된다.

동사의 핵심 사업부 ①: 하부구조물

동사는 해양풍력 하부구조물 부문에서 한국과 대만 시장 점유율 1위를 점하고 있는 기업으로서, 높은 시장 지위를 바탕으로 아시아 내 존재감을 확대해나가고 있다. 동사는 19년 이후 대만 해상풍력 시장에 약 200기에 달하는 재킷형 하부구조물을 공급해왔으며, 최근에는 부유식 하부구조물로까지 공급 범위를 넓히고 있다. 해상풍력 사업 마진이 약 10%로, 특수선 사업 마진의 약 2배 가량임을 감안했을 때, 해양풍력 비중이 높아짐에 따라 향후 이익 체질 개선이 예상된다.

동사의 핵심 사업부 ②: 상선

현재 동사의 상선 매출 비중은 0.07%로 매우 작지만, 중소형 선박 노후화와 각종 친환경 규제 확대로 중소형 선박 수주 확대 가능성도 존재한다. 동사는 중소형 컨테이너선, 탱커선의 공급 레퍼런스가 있으며 5,000톤급 이상의 민수 선박 16척의 건조실을 보유하고 있다. 후술할 [투자포인트 2]에 따라, 생산가능여력 우위를 통한 점유율 확보로 동사의 상선 수주 확대도 기대된다.

1.5. 생산능력과 재무상황

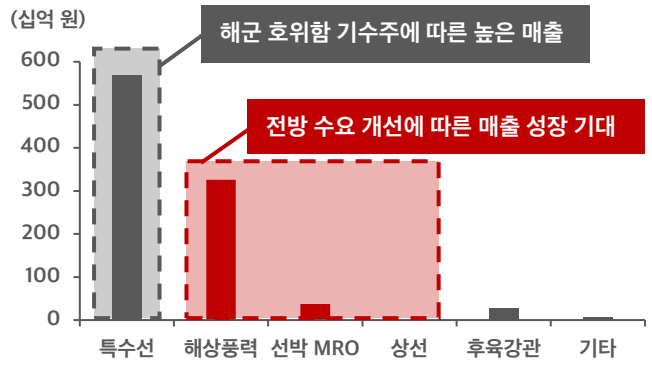
제 3 야드 신설로 Capa 확장

동사의 Capa는 고성 1·2야드와 외부 얼라이언스에 더해 제 3야드 신설을 통해 더욱 확대될 전망이다. 제3야드는 총면적 157만㎡ 규모이며 이는 기존 1·2야드를 합한 규모의 약 1.5배에 달한다. 해당 시설은 부유식 하부구조물에 특화된 생산기지로 기획되었으나, 조선 등 다른 사업 부문에도 활용될 수 있는 구조인 것으로 파악된다. 제3야드 신설에는 총 1조 1,530억 원이 투입될 계획이며, 이미 모회사 SK에코플랜트의 유상증자 및 CB 인수 등을 통해 약 4,233억 원이 투입되었다. 이에 따라 향후 완공까지는 약 7,297억 원의 추가 CapEx가 지출될 것으로 예상된다.

안정적 재무구조, But 차입금↑ 예상

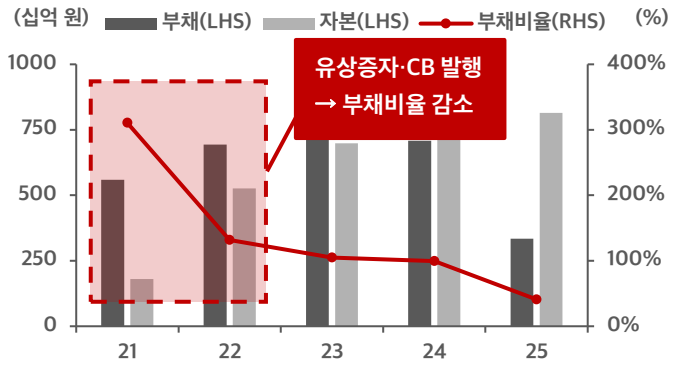
동사의 유동비율과 부채비율은 25년 4분기 기준 각각 103.7%와 41%로 안정적인 재무 구조를 가지고 있다. 유동비율은 최근 5년간 90% ~ 110% 사이를 유지하는 등 변동성이 적다. 부채비율은 24년 4분기 기준 약 99%였으나, 대만 해상풍력 프로젝트의 선수금이 25년 들어 매출로 전환되어 부채 총계가 약 50% 감소하였고, 부채비율은 약 60%p 감소하였다. 다만, 전술한 추가 CapEx로 인해 차입금이 상승할 것으로 예상되는 상황이다.

도표 1-4. 동사 사업부문 비중



출처: DART, SMIC 5팀

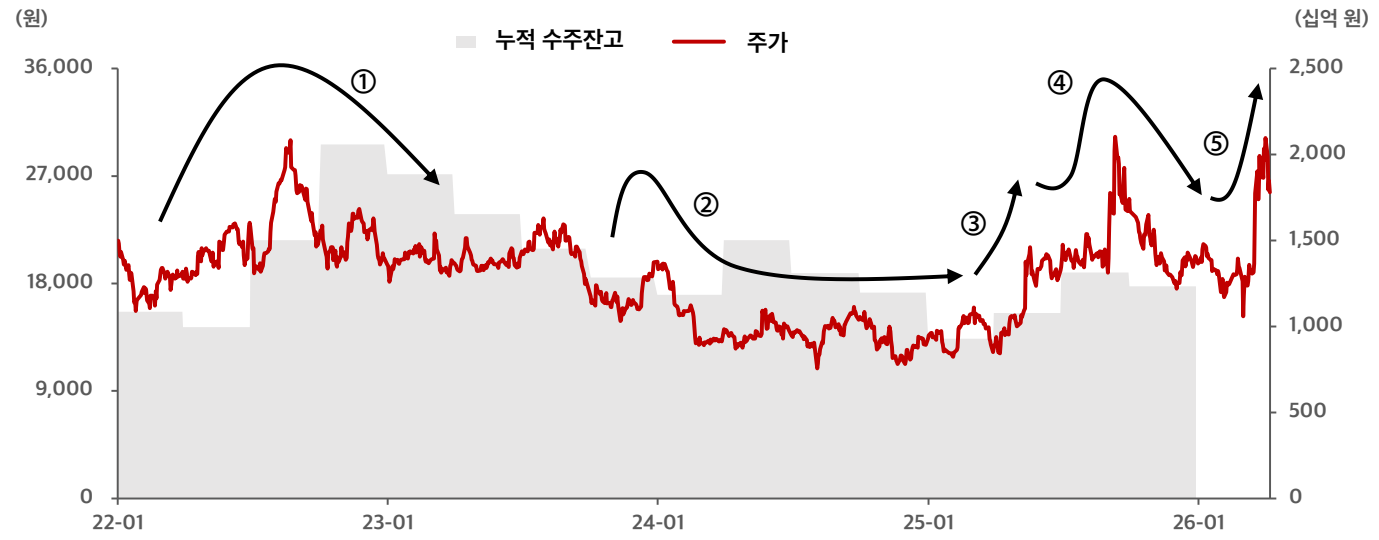
도표 1-5. 동사 재무상황



출처: DART, SMIC 5팀

1.6. 주가 분석

도표 1-6. 주가 분석



출처: KRX, SMIC 5팀

주요 주가 드라이버: 해상풍력 수주 기대

동사의 주된 주가 드라이버는 해상풍력 관련 수주 기대감이다. 수주잔고가 본격적으로 쌓이기 이전부터 수주에 대한 기대감이 선반영되어 주가가 상승하고, 이후 추가 논의가 지연되거나 금리 상승, 업황 둔화 등의 변수가 발생하면 상승분을 다시 반납한다. **다만 최근에는 국제 정세 변화에 따른 에너지 안보 중요성 증대나, 정부의 해상풍력 확대 정책 및 공급망 육성 기조 등 국제 정세나 정부 정책 방향성에도 반응하는 흐름을 보이고 있다.**

해상풍력 수주 기대↑ → 금리 인상 기조

①: 설립 이래 단일 계약 기준 최대 규모인 5,700억 원가량의 대만 Hailong 프로젝트향 해상풍력 하부구조물 수주로 본격적인 외형 성장 기대에 주가가 상승했다. 그러나 22년 하반기부터 미 연준의 금리 인상 기조로 인해 코스피 지수는 약 13% 가량 하락하는 등 전반적인 투자심리가 위축되었으며 동사는 해상풍력 프로젝트 자금 조달 비용 증가 우려로 기존의 상승분을 반납했다.

해상풍력 수주 기대↑ → 발주 지연, 인허가 장기화

②: 23년말 대만의 해상풍력 라운드 3 발주 재개 기대감과, 일본의 부유식 해상풍력 개발 계획 발표로 해상풍력 시장 전반에 대한 기대감으로 주가가 일시적으로 상승했다. 그러나 대만의 LCR(Local Contents Rule)에 따른 발주 지연, 국내 해상풍력 인허가 장기화 등이 겹치며 장기 횡보 구간에 진입했다.

해상풍력 수주 재개 기대↑

③: 그간 지연되어왔던 국내외 해상풍력 수주가 본격 재개되며 주가가 상승했다. 국내 안마해상풍력과 완도금일, 태안 등 국내 프로젝트 재개로 수주 기대감이 고조되었다.

모회사의 매각 이슈

④: 모회사 SK에코플랜트의 동사 매각 이슈로 급등락을 반복했다. 연관업을 영위하는 한화나 HD현대그룹이 인수하는 것이 아닌, 디오션 컨소시엄이 우선협상대상자로 선정되었다는 공시에 주가가 10%가량 급락했으나, 오성첨단소재가 전략적 투자자로 참여해 경영에 관여할 것이라는 소식에 주가가 급등했다. 이후 장내 차익실현 매물이 증가하며 상승분을 반납했다.

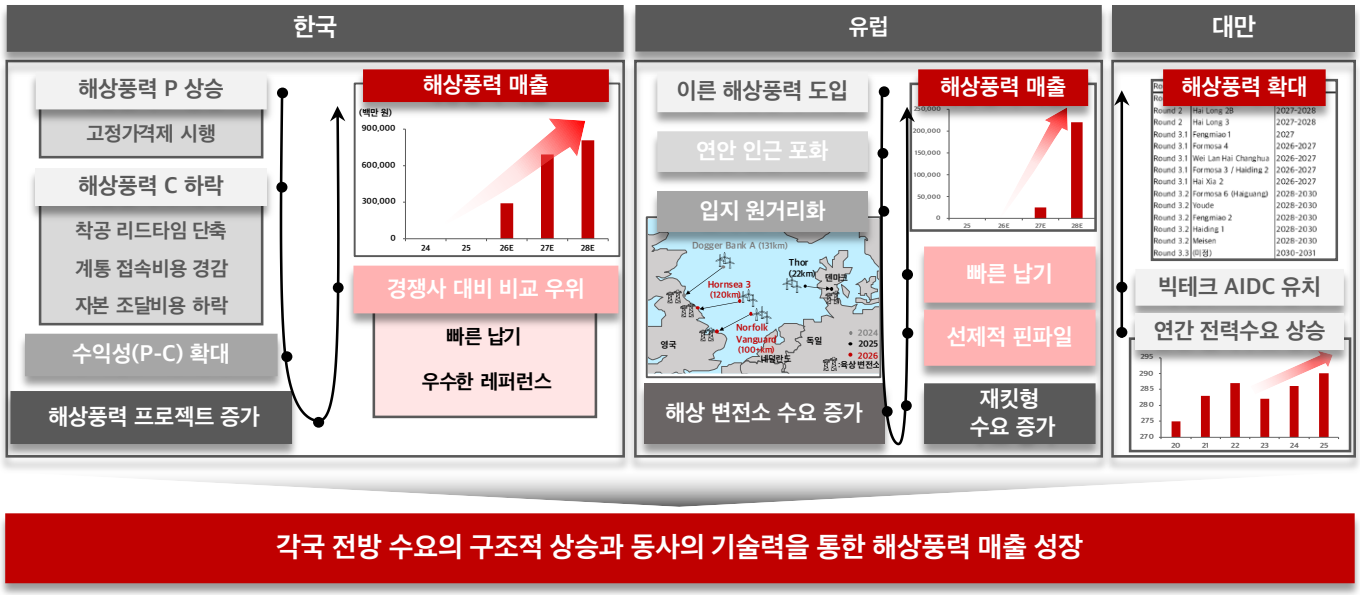
지정학적 갈등과 정부 정책 모멘텀

⑤: 이란 전쟁과 호르무즈 해협 봉쇄로 에너지 안보 이슈가 부각되며 신재생에너지 섹터 전반에 대한 주가가 급등하며 동사의 주가도 동반 상승했다. 또한, 3월 26일부터 시행될 정부의 해상풍력특별법에 대한 기대감도 더해지며 추가적인 상승 압력을 제공했다.

2. 순풍에 돛을 단 듯 - 투자포인트 ①

2.1. 변곡점을 맞이한 해상풍력과 동사

도표 2-1. 투자포인트 1 Idea



출처: SMIC 5팀

공급망 단절은 에너지의 변화로

역사적으로 에너지 공급망의 지정학적 단절은 발전원 수급의 비가역적 변화로 이어져왔다. 1973년에는 OECD 1차 에너지의 53%를 석유가 차지했으나, 두 차례의 오일 쇼크를 거치며 그 비중은 40%대로 급락했고, 2022년에는 러시아산 파이프라인 가스가 EU 가스 수입의 40% 이상을 차지하고 있었으나, 러-우 전쟁 발발 후 2년만에 그 비중은 15% 이하로 급감하였다.

미국-이란 전쟁이 새로운 촉매

2026년 3월에 발발한 미국-이란 전쟁 이후의 세계 또한 같은 궤적을 밟게 될 것이다. 전쟁으로 인해 카타르 LNG 수출용량의 17%가 손상되었고, 복구되기까지는 최소 3년 이상의 시간이 소요될 것으로 전망된다. 따라서 중동산 LNG 수입 비중이 전체의 10%를 상회하는 한국, 유럽, 대만은 이를 대체할 수 있는 대규모 전력원을 물색할 기회를 얻었다.

정책적 지원을 등에 업은 에너지 = WINNER

에너지 공급망 단절이 새로운 발전원을 불러올 때, 그 전환은 언제나 정책적인 지원을 등에 업는다. 오일쇼크 이후 서방은 원자력 진흥 정책을 통해 석유 의존도를 끌어내렸고, 러-우 전쟁 중 유럽은 에너지 안보 강화를 위해 REPowerEU를 출범하여 재생에너지 목표를 대폭 상향했다.

가장 급한 3 국이 찾는 에너지 = 해상풍력

한국, 유럽, 대만 3국도 상술한 두 사례와 마찬가지로 각각 북해 해상풍력 확대, 에너지 전환 로드맵, 신재생에너지 목표 상향 등의 정책적 드라이브를 본격화하고 있다. 그리고 이 정책의 파도 속에서 육지의 물리적 제약에 한정되지 않고, 배타적 경제수역을 필두로 하여 무한한 확장성을 지니는 발전원은 오직 해상풍력 뿐이다.

*본서의 투자포인트 1에서는 **3국 해상풍력 시장에서 창출된 새로운 수요의 정체**를 규명할 것이고, **동사가 위 변화 속에서 삼중 수혜자가 될 수 있음을 증명할 것**이다. 디벨로퍼 유치를 위한 구체적 목표를 내걸은 한국은 선진시장인 유럽의 길을 따라 걸을 것이며, 그 과정 속에서 동사의 Top-line은 점진적으로 성장할 것이다. 또한 유럽과 대만은 추가적인 성장을 위해 타 경쟁사가 아닌 동사의 야드를 찾을 수밖에 없을 것이다.*

2.2. K-해상풍력 붐은 온다

(1) 해상풍력, 수익성을 갖추고 날아오르다

해상풍력 도입은 필연

OECD 내 신재생 에너지 사용량 최하위권인 한국에게 해상풍력을 도입할 명분이 주어졌다. 정부는 전력수급기본계획을 통해 2038년까지 재생에너지 설비를 100GW로 상향하고 석탄발전 61기의 가동을 중단을 선언했다. 그러나 국토 면적의 70%가 산지인 한국에서 태양광은 입지 제약이 크고, 원자력은 보급까지 10년 이상이 소요되므로 확장에 병목이 발생한다. **장기적인 목표를 위해서라면 상용화에 제약이 없는 해상풍력은 필히 병행되어야 한다.**

정부의 과제: 판매단가 > LCOE 안정성 유지

한국은 유럽, 대만과 달리 성숙한 해상풍력 시장이 아니므로 정책적 지지가 필수적이다. 2025년 기준 한국의 해상풍력 누적 설치량은 약 320MW로, 2030년 목표인 14.3GW의 2.2%에 불과하며, 대부분의 프로젝트가 준공되지 않았다. 프로젝트가 실제 착공으로 이어지지 못한 원인은 디벨로퍼의 수익성이 확보되지 않았기 때문이다. **따라서 정부는 디벨로퍼의 최종투자결정(FID)을 유치하기 위해서 ①전력단가가 디벨로퍼가 부담하는 발전비용(LCOE)을 상회하고, ②이러한 구조가 프로젝트 수명이 다할 때까지 안정적으로 유지되는 것을 목표로 해야 한다.**

RPS 제도가 불러온 가격 변동성

한국은 전력 판매단가를 전력도매가격(SMP)와 신재생에너지 공급인증서(REC)에 에너지원별 가중치를 곱한 값의 합으로 결정하는 RPS 제도를 사용한다. SMP는 국제 에너지 가격에 연동되는 반면, REC는 신재생에너지 수급에 의해 결정된다. **문제는 재생에너지 보급량의 약 78.2%를 차지하는 태양광에 의해 REC 가격이 낮아지는 경우가 잦다는 것이다.** 일례로 2021년에는 태양광 설비가 폭발적으로 증가하여 공급 과잉이 발생해 REC 가격이 꾸준히 하락했다.

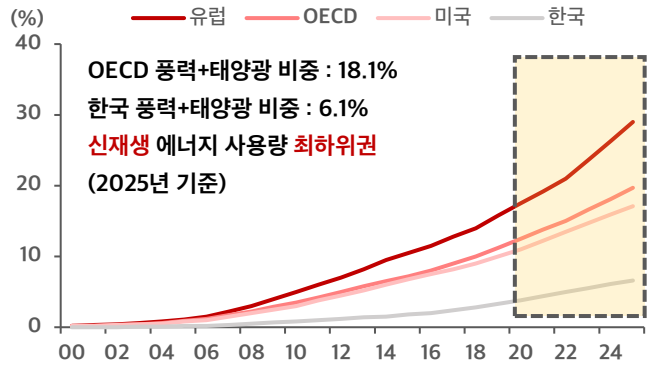
경매제 전환 → 가격 정상화

2026년 하반기부터는 이러한 RPS 제도가 폐지되고, '재생에너지 경매제'로 전환되며, 정부가 에너지원별로 각기 다른 고정가격을 보장한다. 타 에너지원의 수급 변동에 따른 판매단가의 급등락이 원천적으로 차단되어 디벨로퍼의 수익성이 보장된다. **낮은 LCOE를 지닌 태양광의 과잉 생산으로 REC 가격이 하락해 풍력 에너지의 전력 판매단가까지 낮아지는 상황이 사라지는 것이다.**

가격 안정성 확보 → 수요 급증

이러한 변화는 RPS와 유사한 의무할당제를 운영하다 경매제로 전환한 유럽의 사례와 동등한 효과를 불러올 것이다. 영국은 전환 이후 해상풍력 입찰 용량이 10년 간 1.2GW에서 8.4GW로 7배 확대되었고, 독일 역시 풍력 입찰 참여도가 2021년 0.46배에서 2025년 1.6배로 3.6배 이상 성장했다. **한국은 LCOE가 충분히 낮아지지 않은 초기 시장인 만큼, 고정가격제가 가져오는 비용 절감 효과와 더욱 크게 체감될 것이며, 디벨로퍼의 개발 유인이 상승할 것이다.**

도표 2-2. 글로벌 주요 지역별 풍력+태양광 발전 비중



출처: IEA, SMIC 5팀

도표 2-3. 고정가격제 도입의 효과

출처: SMIC 5팀

3 변수: 리드타임, 자본 지출, 조달 비용

LCOE를 결정짓는 세 가지 주요변수인 준공까지의 리드타임, 디벨로퍼의 자본 지출, 프로젝트의 자본 조달 비용은 모두 정책적 방향으로 인해 개선될 전망이다. 에너지경제연구원에 따르면 국내 해상풍력 설비비용은 MW당 최소 55억원으로 주요국 대비 약 35% 이상 높게 유지되어 왔다. 이는 각각 착공까지 평균 90개월을 소요시킨 기형적인 인허가 구조와, 디벨로퍼 CapEx의 30%를 차지하던 계통접속 설비 조달, 불완전한 시장 구조에 의해 높게 유지된 PF 금리에 기인한다.

해상풍력특별법 → 리드타임 단축

① 길었던 리드타임은 해상풍력특별법 도입으로 구조적으로 단축될 것이다. 기존 한국의 해상풍력 프로젝트는 입지 발굴부터 환경영향평가, 어업보상, 군사협의까지 28개의 인허가를 개별 취득해야 했다. 그러나 2025년 2월 국회를 통과한 해상풍력특별법은 계획입지 제도를 도입하여 상술한 28개의 인허가를 일괄 처리하게끔 바뀌며 기존 대비 준공 기간이 3년 이상 단축될 것이다. 자본이 묶이는 기간이 줄어들은 디벨로퍼의 매출 가시성은 구조적으로 개선될 것이다.

송전망 건설 → 자본 지출 경감

② 디벨로퍼에게 전가되던 계통접속 비용은 정부 주도의 송전망 건설로 경감될 것이다. 정부는 서해안 에너지고속도로 사업을 통해 총 11조원을 투입하여 8GW 규모의 HVDC 송전망을 건설하였다. 이는 현재까지 경쟁입찰을 통해 낙찰된 전체 해상풍력 물량(4.1GW)의 2배에 달한다. 동일한 체제를 2016년에 채택한 네덜란드의 해상풍력 용량은 10년 간 0.2GW에서 4.7GW로 성장했으며, 이는 결국 디벨로퍼의 비용 부담이 해소되어 수익성이 개선됐음에에 기인한다.

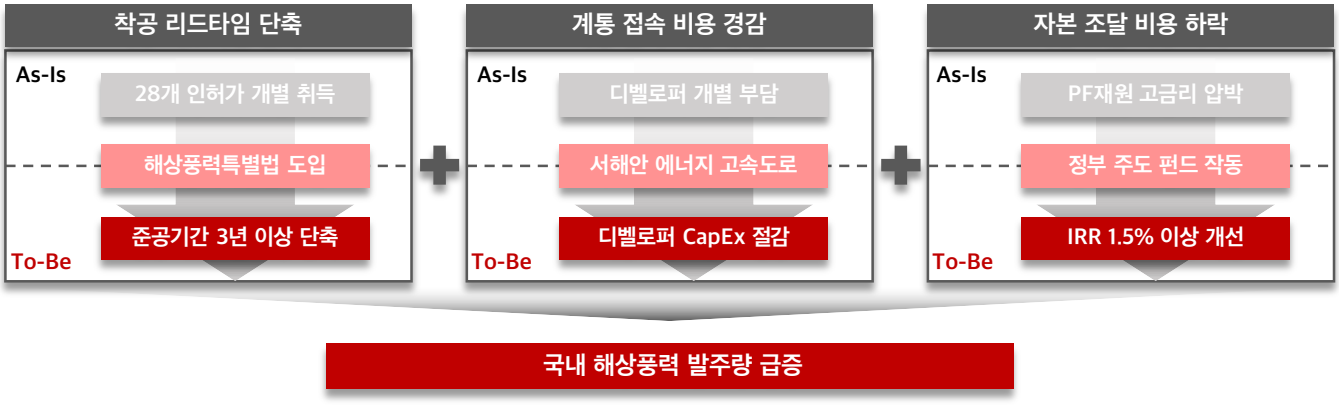
정부 주도 펀드 → 조달 비용 하락

③ 높게 유지되어온 자본 조달 비용은 정부 주도 펀드의 본격 가동으로 하락할 것이다. 해상풍력은 PF의 부채비율이 기본적으로 70%에 이르는 금리에 극히 민감한 전원이며, 금리가 100bp 하락 시 IRR이 최소 1.5%p 이상 개선될 수 있다. 정부 주도 펀드가 작동하면 디벨로퍼는 기존의 PF 금리 대신 150조원 규모 국민성장펀드의 2%대 국고채 금리를 적용받을 수 있다. 국내에서 처음 가동된 프로젝트인 신안우이 해상풍력의 사업비는 정책자금이 45%를 차지했으며, 이로 인해 보편적인 프로젝트 대비 약 150bp 낮은 수준의 금리가 적용되었다.

과거의 유럽, 대만은 지금의 한국

안정적인 가격과 절감된 비용을 확인한 디벨로퍼들의 투자 유치가 가속화되면, 이는 곧 새로운 자본 유입으로 이어지며 선순환을 낳을 것이다. 경제성이 확보되지 않아 정부의 지원에 의존한 2010년 유럽의 해상풍력은 LCOE가 $208/MWh에 육박했다. 그러나 상용화가 된 현재의 LCOE는 $80/MWh로, 석탄의 $119/MWh 보다 높은 경제성을 지녔음을 알 수 있다. Round 1에서 유럽의 2배에 준하는 지원금을 수취했던 대만은 Round 3.2에서 6개 사업자 전원이 정부 지원금 없이 사업을 구성하는 단계에 진입했다. **정부 지원에 의존하던 초기 시장이 경제성을 갖춘 인프라 자산으로 전환된 이러한 성공궤도는 지금의 한국에도 적용될 것이다.**

도표 2-4. 디벨로퍼의 해상풍력 개발 유인 상승 근거



출처: 에너지경제연구원, SMIC 5팀

(2) 착공이 현실화, 수주 UP UP

한국 TAM = 5.71GW

동사가 누릴 수 있는 한국 시장의 규모는 얼마나 방대할까? 2025년 하반기 기준 발전사업허가를 취득한 해상풍력 프로젝트는 총 40개로 합산 14.19GW에 달하며, **이 중 환경영향평가 협의(EIA)와 송배전이용계약을 모두 완료하거나, 입찰에 성공한 프로젝트는 19개(6.61GW)다.** 하부구조물 공급사가 확정된 안마해상풍력(532MW, 동사)과 신안우이(390MW, 현대스틸산업)를 제외하면, **공급사가 정해지지 않은 입찰 가능 프로젝트는 도합 17개로 5.71GW에 이른다.**

한국 업체 M/S 보장

5.71GW의 도달 가능 시장에 타국 업체가 진입할 가능성은 원천적으로 차단되어있다. 2026년 해상풍력 입찰평가는 비가격지표 비중을 전년 대비 40점에서 50점으로 확대하고, 그 중 산업경제효과 배점을 16점에서 26점으로 대폭 강화하는 방향으로 재편되었다. 지역경제 기여도가 높은 국산 기자재를 활용하지 않고서는 비가격지표에서 경쟁력을 확보하는 것이 사실상 불가능한 구조인 것이다. 따라서 발전 효율을 위해 불가항력적으로 14-15MW 터빈을 들여온 디벨로퍼의 입장에서는 유찰을 피하기 위해 터빈을 제외한 공급망 내에서 타국 기자재를 배제할 것이다.

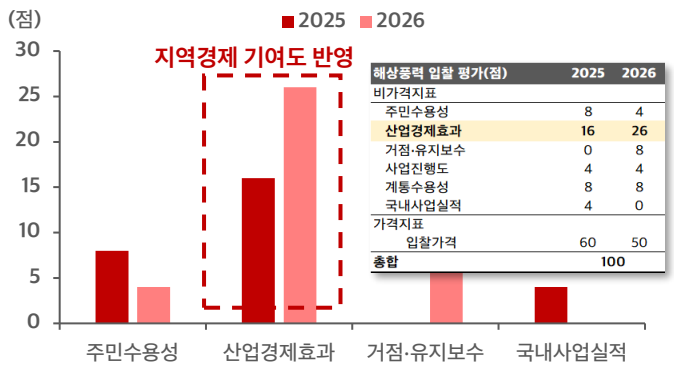
HSG 성동조선은 조선 사업부 집중

기존의 HSG성동조선과 현대스틸산업과의 한국 내 3파 경쟁 구도는 HSG성동조선의 점유율 축소로 인해 사실상 동사와 현대스틸산업의 양강 구도로 재편될 것이다. HSG성동조선은 2025년 7월 삼성중공업과 전략적 MOU를 체결하며, 기존 블록 하청에서 벗어나 전선 건조 위탁을 맡게 되었다. 기존의 블록 하청 방식은 삼성중공업이 설계를 독점했고, HSG성동조선은 가격 결정권 없이 고정비 리스크를 온전히 감내해야한다는 한계가 뚜렷했다. 반면 전선 건조는 설계 참여와 공정 주도권 확보를 통해 15% 이상의 GPM을 확보할 수 있다는 점에서 이점이 크다. 과거 HSG성동조선의 해상풍력 GPM이 평균적으로 11%에 머물렀던 것을 감안하면, HSG성동조선은 DOL과 학습 효과를 바탕으로 수익성이 더욱 개선될 조선 분야에 집중하는 선택을 하게 될 것이다.

현대스틸산업은 CAPA 가 동사 40%

현대스틸산업은 생산 CAPA는 동사의 40% 수준에 불과하며, 신안우이 프로젝트의 수주로 인해 납기 또한 동사보다 뒤쳐지는 상황이다. 현대스틸산업은 생산 CAPA가 연간 8만톤으로 이를 15MW 재킷으로 환산시 연간 20기 수준이라고 할 수 있으나, 향후 증설 계획이 전무하다. 또한 신안우이 프로젝트 수주로 인해 2027년 10월까지 26기의 15MW 재킷을 생산해야하는 상황이므로, Feng miao 1(500MW) 수주가 2026년 9월에 마무리되는 동사 대비 납기의 열위를 지니게 될 것이다. **따라서 현대스틸산업이 근 시일 내에 대형 프로젝트를 확보할 가능성은 매우 희박하며, 동사의 30야드 증설과 현저히 적은 현대스틸산업의 레퍼런스를 감안하면, 국내 시장에서 동사의 우위는 장기적으로 유지될 것이라 전망한다.**

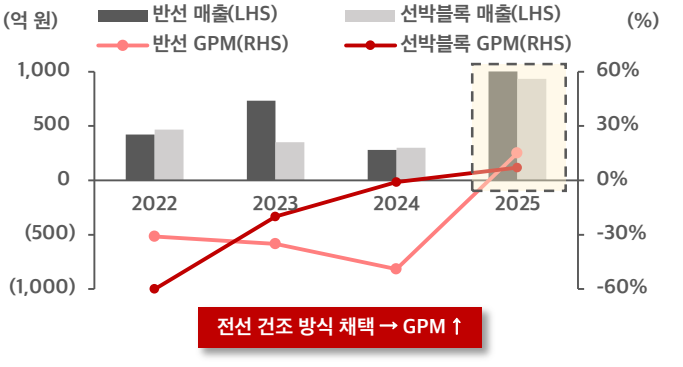
도표 2-5. 한국 업체 M/S 보장



해상풍력 입찰 평가(점)	2025	2026
비가격지표		
주민수용성	8	4
산업경제효과	16	26
거점·유지보수	0	8
사업진행도	4	4
계통수용성	8	8
국내사업실적	4	0
가격지표		
입찰가격	60	50
총합		100

출처: 신재생에너지센터, SMIC 5팀

도표 2-6. HSG성동조선 매출 및 GPM 추이



출처: HSG성동조선, SMIC 5팀

CIP 주도거나 부유식이거나

그렇다면 동사가 수주를 따낼 가능성이 높은 프로젝트는 무엇이 있을까? 크게 두 가지로 구분한다면, 동사와 연이어 레퍼런스를 쌓아온 CIP의 프로젝트와 정책적 테스트베드로 활용될 부유식 프로젝트일 것이며, 그 중 주인공은 해송(1,3 도합 1GW), 문무바람(1,3 도합 750MW)일 것이다.

최우선순위 = 레퍼런스

CIP와 대만에서 144기의 재킷 시공을 수행한 이력을 지닌 동사는 하부구조물 공급사 선정에서 절대적 우위를 점할 수밖에 없다. 하부구조물은 프로젝트별 상부 구조물 사양에 맞춘 주문 설계 제작이 강제되며, 재배치가 불가능한 매몰 자산인 만큼 품질 하자나 납기 지연 시 프로젝트 수익성이 대폭 훼손된다. **따라서 검증된 납품 이력을 가진 기존 파트너가 우선시될 수밖에 없다.**

현대스틸산업은 레퍼런스 있으나 납기 지연 예정

현대스틸산업 또한 CIP의 레퍼런스를 보유했지만, 지연될 납기로 인해 끝내 동사에게 수주가 돌아갈 수밖에 없을 것이다. 상술했듯 현대스틸산업은 신안우이 프로젝트로 납기 시점이 최소 2027년으로 예측되며, 여기에 현대건설이 EPC사로 나선 완도금일(600MW, 15MW×40기)을 우선 수주하게 될 경우 납기 시점이 최소 2029년 상반기로 예정되어 동사 대비 우위를 잃게 된다.

CIP 의 꾸준한 진입 시도

CIP는 2025년 상반기부터 입찰 공고에 응하며 착공 시점을 앞당기려 시도하고 있다. 해송3은 2025년 상반기 입찰이 유찰된 이유로 국산화 부족을 관건으로 꼽았고, 이후 LS전선과 MOU를 맺는 등 한국산 기자재 비중을 높이며 올해 상반기 입찰 준비에 응하고 있다. 이는 곧 CIP가 동사의 하부구조물을 택할 당위성이 더욱 강화되고 있음을 방증한다.

400MW = 영국의 2 배

부유식 또한 올해 상반기 공개입찰에서 400MW 전용 용량이 최초로 별도 배정되며 수주 가시성을 다시금 높이고 있다. 이는 영국이 AR7에서 배정한 192MW의 2배이며, 정부차원에서 부유식 해상풍력을 정책적으로 육성하겠다는 의미를 내포한다. 일본과 대만 등 대륙붕이 좁아 고정식 설치가 곤란하므로, 추후 아시아 시장에서 부유식은 재킷과 모노파일의 유일한 대안이 된다. 따라서 지형적 조건이 유사한 동해에 상용화를 하는 것은 지역경제 기여도를 높이려는 목적을 지닌 정부와, 점유율을 선점해두려는 디벨로퍼 모두에게 전략적인 선택이 되는 것이다.

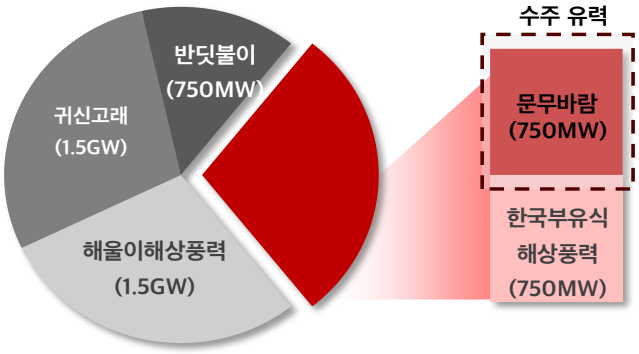
유력한 수주처 = 문무바람

상반기 400MW 입찰에서는 부유식 프로젝트의 최종 생존자인 문무바람의 수주가 기대되고 있다. 2024년 부유식 입찰에서 유일하게 낙찰된 반딧불이(750MW)는 REC 매매계약 체결에 실패하여 2년간 재입찰이 금지되었고, 귀신고래(1.5GW)는 사업성 악화를 이유로 특수목적법인을 청산했다. 위 두 가지 프로젝트를 제외하면 현재 추진 중인 부유식 프로젝트 중 환경영향평가와 송배전이용계약을 모두 완료한 것은 케이에프윈드와 문무바람 뿐이며, 1년 내로 추가 투자 이력이 있는 것은 문무바람이 유일하다. **동사는 국내 유일의 부유식 전용 도크를 보유하고 있고, 문무바람과의 MOU를 체결한 상황이므로 문무바람의 낙찰은 동사의 수주와도 직결될 것이다.**

도표 2-7. 현대스틸산업과 동사 CAPA 비교

출처: 동사, 현대스틸산업, SMIC 5팀

도표 2-8. 동사 부유식 하부구조물 수주 예상



출처: 전력거래소, SMIC 5팀

2.3. OSS 재킷? 안 쓸 EU 없음

지형적 특징
→ 모노파일 대세

기존 유럽의 해상풍력 발전은 북해의 지형적인 특징으로 인해 모노파일 위주의 확장이 진행되었다. 30m 내외의 완만한 수심과 사질(모래) 지반이라는 북해 특유의 지질학적 특성 덕분에, 터빈이 대형화되는 과정에서도 규격을 키운 XXL 모노파일로 대응이 가능했기 때문이다. 상대적으로 공정이 복잡하고 수요도 불확실한 재킷은 지난 3년 간 유럽 내 터빈용 하부구조물 수주 중 단 1.6%만을 차지했고, 이마저도 지반 특이성을 감안해 선정된 단일 수주(2025년, Inch Cape)였다.

해상풍력 확장
→ 먼 해협으로

대규모 전원으로 해상풍력을 확대해야 하는 정부로서는 이해관계 충돌을 회피하기 위해 점차 더 먼 해협으로 나갈 수밖에 없었다. 영국의 경우 Round 1~2에서 연안 30km 이내에 배치되던 단지가 Round 3의 Dogger Bank에서는 최대 196km까지 확대되었고, 독일 역시 최근 배정된 구역들은 대부분 100km를 상회한다. 이는 연안 근접 해역이 이미 선점되었고, 어업권 갈등이나 환경규제, 경관 민원 등으로 인해 신규 허가를 내리는 것이 구조적으로 어려워졌음을 시사한다.

100km 넘어갈 시
HVDC OSS 는 필연

풍력단지와 육지 간의 거리가 임계점인 100km를 넘길 시 초고압직류(HVDC) 송전의 도입은 필연적이다. 교류(AC) 케이블은 거리가 길어질수록 케이블 자체의 정전용량에 의한 충전전류 부담이 급격히 커지며, 100km를 초과하면 유효전력 전송 용량이 0에 수렴하기 때문이다. **이러한 한계를 극복하기 위해 해상에 HVDC 변환을 위한 해상변전소(OSS)를 설치하고, 풍력단지에서 생산된 AC 전력을 DC로 전환한 뒤 장거리 송전하는 구조가 업계 표준으로 자리잡게 되었다.**

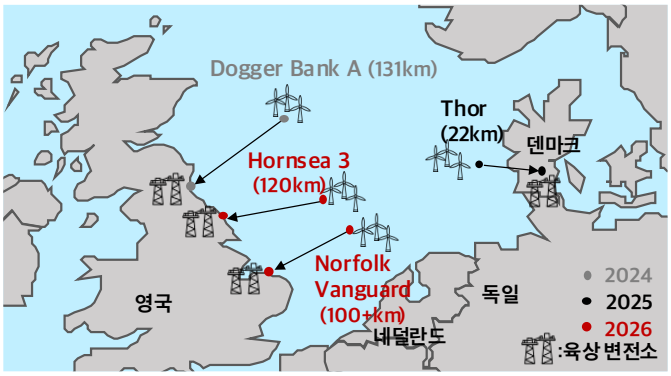
HVDC OSS 는
모노파일로 대응 불가

OSS의 도입은 사양되어 있던 재킷의 새로운 수요처를 창출하였다. HVDC 해상변전소는 변압기, 컨버터, 냉각 설비 등 수십톤급 중량장치로 구성되어 현재 최소 12,000톤을 상회하며, 이는 15MW급 터빈 대비 20배 이상 무거운 수준으로 XXL 모노파일만으로는 하중을 견딜 수 없다. 더구나 OSS는 15MW급 터빈 대비 최소 10배 이상의 제작 비용이 투입되며, 풍력단지 전체의 송전을 담당하는 만큼 재킷이 하중을 견디지 못하면 단지 전체의 발전이 중단된다. **따라서 디벨로퍼 입장에서 하부구조물 공급사를 선정할 시, 레퍼런스와 생산 CAPA를 우선시할 수밖에 없다.**

9 곳 뿐인 경쟁사
줄줄이 이탈 중

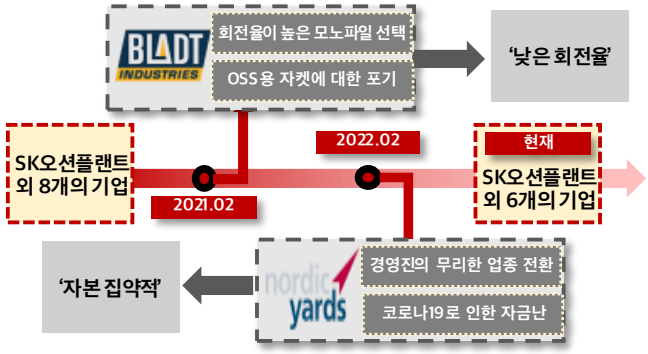
자체 야드를 보유하며, OSS용 재킷을 실제로 납품한 이력이 확인되는 업체는 전 세계에 9곳 뿐이나, 유력한 경쟁자들은 시장에서 이탈하였다. 독일 내 HVDC 플랫폼 최다 납품 야드였던 Nordic Yards는 2022년 파산으로 소멸했다. OSS 출하 기수 기준 세계 1위였던 Bladt(현 CS Wind Offshore)는 2021년 약 100만m² 규모의 XXL 모노파일 전용 생산라인을 신설한 뒤, 신규 CAPA 대부분을 모노파일에 배정하고, OSS용 재킷 사업 철수를 공식화했다.

도표 2-9. 해상풍력발전 입지의 원거리화



출처: 각사 종합, SMIC 5팀

도표 2-10. OSS용 재킷의 특성과 경쟁사 이탈 이유



출처: KOTRA, SMIC 5팀

수요가 확보됐으나 CAPA 는 Full

OSS용 재킷에 대한 수요는 구조적으로 증가하는 반면, 공급자들은 CAPA 부족에 시달리고 있다. 독일과 네덜란드의 송전망을 운영하며, 발주사 역할을 맡는 TenneT은 2032년까지 2GW급 HVDC 시스템을 연단위로 신규 연결하겠다고 밝혔으며, 또 다른 독일 내 운영사인 Amprion도 2030년까지 4GW 이상의 풍력단지 준공을 목표로 한다. 반면 OSS용 재킷 5기를 동시에 제작 중인 Seatrium의 CEO는 2025년 실적발표에서 납품이 2031년까지 이어진다고 밝혔다. 뿐만 아니라 유럽 내 대형 야드들도 2028년까지 가동이 완전히 확보된 상태다.

동사
: OSS 레퍼런스 보유

동사는 아시아 무대에서 입증된 성능을 기반으로 유럽 시장의 반사수혜를 받아낼 준비를 완료했다. 동사는 2021년 대만의 Greater Changhua 1&2a 프로젝트에서 총 8,440톤의 OSS 재킷을 자체 야드에서 납품한 이력이 있다. 동사는 OSS용 재킷 시장의 신규 진입자가 아니라, 이미 대형 하부구조물 제작 역량이 실적으로 증명된 유의미한 플레이어인 것이다.

핀파일 공급 이력 그 다음은 ?

동사는 독일 북해 DolWin4/BorWin4 프로젝트에 핀파일 공급 계약을 체결하며 유럽 시장의 레퍼런스를 확보했다. 핀파일은 재킷 대비 금액적 부담이 덜하기에 발주사가 신규 공급자의 제작 품질과 납기 역량을 검증하는 초도 물량으로 활용될 수 있다. 동사 역시 과거 대만 시장 진입시 핀파일을 먼저 납품한 뒤 OSS용 재킷 수주로 확장한 이력이 있기에, 작금의 핀파일 수주도 Amprion향 수주의 물꼬를 트기 위한 이전과 동일한 확장 경로의 시작점이라 볼 수 있다.

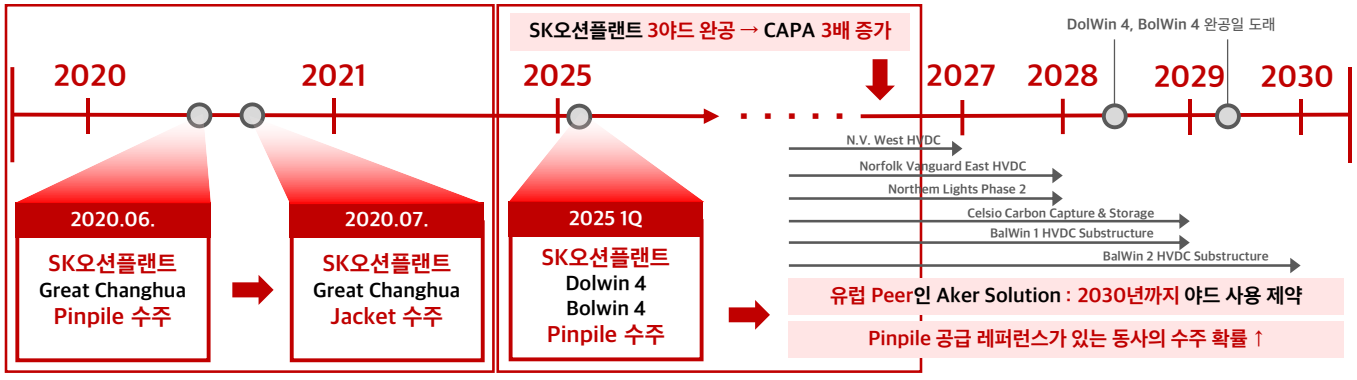
퍼스트 벤더
: 야드 가동 제약
& CAPA 확장 X

Amprion의 OSS용 재킷은 현재 전량 Aker Solutions이 담당하고 있으나, BalWin1/2 제작으로 2030년까지 야드 가동에 제약이 발생한 상황이다. 이는 현시점에서 신규 발주를 하더라도 최대한 빠른 인도 시점이 2031년임을 뜻하고, 이는 DolWin4/BorWin4의 준공 목표인 2028년과는 3년 이상의 괴리가 존재한다. 또한 Aker Solutions는 2025년 4분기 실적발표에서 매출 대비 1% 수준의 CapEx를 유지할 것이라 제시하며 CAPA를 추가 확장할 계획이 없다는 것을 밝혔다.

동사
: 3 배 빠른 납기
& CAPA 확장

납기의 괴리와 증설의 부재를 감안하면, Amprion의 OSS용 재킷은 Aker Solutions가 아닌 동사에게 향해야 한다. 동사가 2021년 납품한 OSS 재킷은 계약 이후 약 2년 만에 제작이 완료되었고, 이는 Aker Solutions 대비 무려 3배나 빠른 납기를 지닌 셈이다. DolWin4/BorWin4의 재킷은 각각 7,000톤에 그치는 수준이므로 동사의 검증된 제작 역량 내에서 충분히 소화 가능하다. CAPA의 제약을 지닌 Aker Solutions와 달리 동사는 2027년부터 3야드가 램프업 될 예정이며, 기존 대비 CAPA가 약 3배로 확대될 예정이다. **이는 빠른 납기를 바탕으로 트랙 레코드를 확보한 동사가 타사로부터 이연될 수주를 흡수할 준비를 끝마쳤다는 것을 의미한다.**

도표 2-11. 프로젝트 준공 및 납기 타임라인



출처: 동사, Aker Solutions, SMIC 5팀

2.4. TAIWAN OFFSHORE NO.1

전력 수요 ↑
→ 해상풍력 수요 ↑

대만 정부는 지속적으로 상승하는 전력 수요를 해결하기 위해 해상풍력에 정책적 무게를 싣고 있다. TSMC만으로도 23년 전체 전력의 약 8%를 소비했으며, EUV 공정 확대와 빅테크들의 데이터센터 진출까지 예고되어 가파른 전력 수요 상승이 이어질 것이다. 다만, 원전은 폐기되었으며, 석탄 발전은 폐쇄 절차를 밟고 있어, 천연가스, 태양광, 풍력발전 정도만이 추가적인 전원 공급책이다. **이러한 상황에서 대만은 국토 면적의 한계를 극복하고, 높은 풍질을 가진 대만해협의 이점을 극대화하기 위해, 35년까지 연간 1.5GW의 해상풍력 프로젝트를 진행할 것임을 밝혔다.**

재킷형 하부구조물
중요도 ↑

해상 환경과 지형, 터빈의 대형화 등을 고려했을 때 재킷형 하부구조물의 중요성이 더욱 커질 것이다. 얕은 수심은 이미 모노파일로 개발이 완료었으며, 신규 프로젝트는 해안에서 이격된 수심 40~60m의 대만해협으로 이동하고 있다. 대만해협은 연평균 3~4회의 태풍, 해저 액상화, 모래와 점토로 구성된 연약지반 등의 환경을 가지고 있어 모노파일로는 구조적 안정성 확보가 어렵다. **실제로, Fengmiao 1, Formosa 4 등 최근 대형 프로젝트는 모두 재킷형을 채택했으며, 터빈 대형화에 따라 재킷 자체의 중량도 2,000톤에서 2,700톤가량으로 상승했다.**

대만 자국 공급망
역량은 제한적

재킷형 하부구조물 제작에 있어 대만 자국 공급망의 역량은 제한적이다. 최대 제작사인 CWP는 8~10MW급 이력은 존재하나, 14MW급 Hailong 프로젝트에서는 발주사가 20명 이상의 추가 전문인력을 상주시켰음에도 양산 한계를 보였다. 생산역량 부족으로 Greater Changhua 프로젝트에서는 동사 납품분이 당초 28기에서 59기로 업스코핑되기도 했다. **대만 정부도 해상풍력 LCR(Local Contents Rule)을 폐기하며, 사실상 자국 공급망의 한계를 인식한 것으로 판단된다.**

높은 운송비로
유럽산도 제한적

LCR 폐기의 시발점이 된 것은 EU의 WTO 소송이었으나, 유럽산 하부구조물의 대만 시장 진입 가능성은 낮다고 판단한다. 동사가 유럽에 수출하는 OSS는 프로젝트당 1~2기가 필요해 초대형 운반선 1회면 완결되지만, 재킷의 경우 50~70기를 수십 회 반복 운송해야 한다. 본 보고서의 추정에 따르면, 일일 용선료 약 22만 달러 기준으로, 50기 운송 시 유럽발 총 운송비는 한국발 대비 약 7배로 추산된다. **재킷 중량화로 인해 1회 적재량이 감소하는 추세에서, 이 격차는 더욱 확대될 전망이며 막대한 운송비 차이로 유럽 제작사의 점유율 확대는 제한될 것으로 전망된다.**

대만 시장 내
안정적인 매출 성장

현재의 경쟁 구도를 고려할 때. 동사는 대만 시장에서 안정적인 매출 성장을 이룩할 것으로 예상된다. 자국 공급망은 제한적이고, 유럽은 운송비로 불리한 상황에서 14MW급 대형 재킷의 성공적인 납품 레퍼런스를 보유한 것은 동사뿐이다. **또한, 향후 20MW까지 터빈이 대형화될 것임을 감안했을 때, 이러한 레퍼런스 격차는 더욱 확대되어 동사의 경쟁우위가 공고해질 것이다.**

도표 2-12. 대만 전력 수요 상승

대만 해상풍력 프로젝트

Round	Project Name	상업 목표 연도
Round 2	Greater Changhua	2026
Round 2	Hai Long 2B	2027-2028
Round 2	Hai Long 3	2027-2028
Round 3.1	Fengmiao 1	2027
Round 3.1	Formosa 4	2026-2027
Round 3.1	Wei Lan Hai Changhua	2026-2027
Round 3.1	Formosa 3 / Haiding 2	2026-2027
Round 3.1	Hai Xia 2	2026-2027
Round 3.2	Formosa 6 (Haiguang)	2028-2030
Round 3.2	Youde	2028-2030
Round 3.2	Fengmiao 2	2028-2030
Round 3.2	Haiding 1	2028-2030
Round 3.2	Meisen	2028-2030
Round 3.3	(미정)	2030-2031

출처: IEA, SMIC 5팀

도표 2-13. 한국 유럽 하부구조물 운송비 비교

국가별 하부구조물 운송비 추정-한국

(단위: 천 달러)	대한민국	유럽
총 운송비	29,920	209,440
일일 용선료	220	220
총 운송일 (일)	136	952
1회 운송 소요일 (일)	8	56
필요 운송 회수	17	17
프로젝트당 재킷 (기)	50	50
1회 적재량 (기)	3	3

출처: 언론종합, SMIC 5팀

3. 조선으로의 복귀전과 데뷔전 - 투자포인트 ②

동사는 전신이던 삼강엠앤티 시절부터 신조선 건조 및 MRO 사업을 영위해왔다. 선박이 많아진 실정과 친환경 규제가 본격화될 현 상황에서 이전의 레퍼런스에 힘입어 2020년 이후 4년만에 상선 신조 시장에 재진입 했다. 또한, 올해 2월부로 MSRA 취득을 통해 미 해군 MRO 사업에 진입하였다. 본 [투자포인트 2]를 통해 동사의 조선 사업 부문에 대한 가능성을 점검해보자.

3.1. 상선 신조 시장으로의 재진입

선박들의 노후화가 심화되는 현 시점

현재 전세계적으로 선박들의 노후화 현상이 심화되고 있다. KMI(한국해양수산개발원)의 구분에 따르면, 선령이 20년이 넘는 선박을 고령 선박, 24년 초과를 초고령 선박이라고 표현한다. 2025년 기준 전세계 선박의 평균 선령이 22.9년에 도달했으며, 이는 절반 이상의 선박이 노후화되었음을 의미한다. 한국의 경우, 선박의 61.68%가 고령 선박인 현실이다. 노후 선박들은 사고의 위험이 높고, 연비가 신조선 대비 20% 낮다는 점에서 안전성과 비용의 측면에서 문제를 지닌다.

중소형 선박을 중심으로 노후화가 진행중

실물 선대의 노후화 현상은 화물선 및 유조선 중심으로 진행되고 있다. 실물 경제에 미치는 영향력이 낮은 예선, 부선 및 관공선 등의 기타 선박을 제외하면, 한국의 경우 노후화 선단의 실질적인 구성은 화물선(47.88%)과 유조선(37.65%)으로 압축된다. 즉, 이는 컨테이너선과 탱커선을 중심으로 한 주력 선단의 노후화를 의미한다. 또한, 신규 발주의 92%가 8,000TEU급 이상의 대형 선박으로 이루어졌다는 점, 국내 기준 선박의 62.7%가 중소형 선박이라는 점을 종합해보았을때, 국내 피더급 컨테이너선과 중소형 탱커선의 노후화가 더욱 심화되고 있음을 알 수 있다.

선령 ↑ = 선박 발주 ↑

선대의 노후화가 심화될수록, 신조선 발주 수요가 증가한다. 실제로, UNCTAD(유엔 무역 개발 회의)의 탱커 선령 평균과 Clarkson의 탱커 신조선가지수 사이에서 0.9532라는 유의미한 상관계수가 도출되었다. 즉, 피더급 컨테이너선과 중소형 탱커선의 노후화가 심화될수록, 각 부문에 대한 신조선에 대한 수요가 증가할 것이라는 점을 확인할 수 있다.

친환경 규제들과 친환경선박법은 친환경 선박의 발주 유도

앞으로 해운 업계는 IMO의 CII·EEXI 규제 및 ESG 공시 로드맵으로 인해 노후 선박의 탄소 과다 배출에 따른 제재를 받게 된다. 국제해양오염방지협약을 비준한 회원국은 IMO 규제들을 국내법으로 수용하며, 법적 효력을 발생시켜 탄소 배출에 따른 운행 정지등의 제재를 가한다. 또한, 26년 4월 부로 확정될 ESG 공시 로드맵은, 화주들로 하여금 자사 ESG 평가 방어를 위해 탄소를 배출량이 높은 구형 선박의 용선을 배제하게 할 것이다. **친환경선박법은 보조금과 세제 혜택을 통해 앞선 제재들에 대응할 수 있는 친환경 선박의 발주를 증가시킬 것이다.**

도표 3-1. 화물선 및 유조선 선령 현황

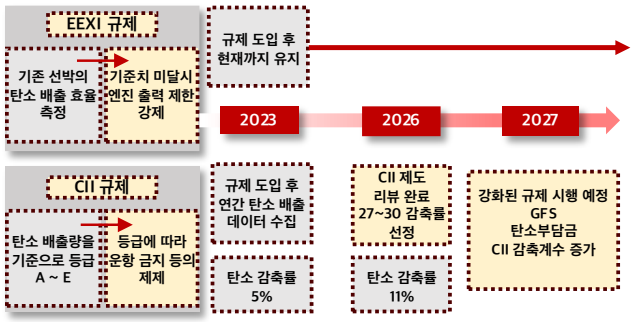
선종별 선령 구분 (단위: 척)	5년미만	5-10년	10-15년	15-20년	20-25년	25-30년	30-35년	35년이상	합계
화물선	28	86	110	137	64	80	64	112	681
유조선	55	64	64	121	99	86	79	143	711
합계	83	150	174	258	163	166	143	255	1392

선종별 선령 구분 (단위: 10,000톤)	5년미만	5-10년	10-15년	15-20년	20-25년	25-30년	30-35년	35년이상	합계
화물선	62	476	386	409	106	98	24	20	1,581
유조선	40	131	45	67	34	16	13	1	347
합계	102	607	431	476	140	114	37	21	1,928

화물선과 유조선기준 52.2%가 고령선박 또는 초고령선박

출처: 통계청, SMIC 5팀

도표 3-2. CII·EEXI 규제



출처: IMOKOREA, SMIC 5팀

하루 빨리 대응해야 할 해운 업계

전술한 친환경 규제들은 해운 업계의 빠른 대응을 강제한다. IMO의 CII 규제는 2023년 도입 후 올해까지는 실무적인 데이터를 쌓고, 가이드라인 재수립 이후 2027년 상반기에 재시행된다. 또한, 정부의 친환경선박법 지원 제도는 총 140척의 민간 선박에 대해서만 보조금을 제공하며, ESG 공시 로드맵 확정도 올해중이라는 점 역시 시의성을 부여한다.

해운사들의 대응

실제로, 해운사들은 선박 발주의 리드타임을 고려해 메탄, LNG 이중연료 추진 엔진이나 더 나아가 암모니아 및 수소 엔진을 장착한 친환경 선박들의 발주를 요청중이다. 동사는 2025년 4분기에 메탄 이중연료 탱커선 2척을 수주받으며, 친환경 선박에 대한 레퍼런스를 확보했다.

왜 대형 조선사는 안할까?

대형 조선 3사(HD 현대중공업, 한화오션, 삼성중공업)의 입장에서는 친환경 중소형 선박 수주를 받을 유인이 적다. 2025년 4분기 기준 해당 3사 모두 약 3년치의 CAPA가 쌓여있는 상태이다. 이에 따라, 대형 조선사들은 동일한 도크 내에서 최대한의 수익을 확보하기 위해, 중소형 선박에 대한 수주보다 고부가가치의 대형 LNG선에 대한 선택과 집중을 하고 있다.

굳이 중국 조선사?

국내 해운사의 입장에서는 중국 조선사를 선택하는 것의 큰 이점이 없을 것이다. 중국 조선사의 경우 한국 조선사 대비 10%정도의 가격 우위를 점하고 있다. 허나, 국내 도크에서 건조한 친환경 선박은 친환경선박법에 의거하여 10~20%의 보조금이 주어지면서 기존 중국 조선사가 지니던 가격 유인이 약해졌다. 또한, 중국 조선사의 선박은 국내에 들어오기 위한 인증 절차가 복잡할 뿐만 아니라, 국내 해운사 입장에서는 검증된 이력이 있는 한국산 선박을 구매할 때 보다 유리한 점으로 차입을 유치할 수 있다는 점도 경쟁 우위로 작용한다.

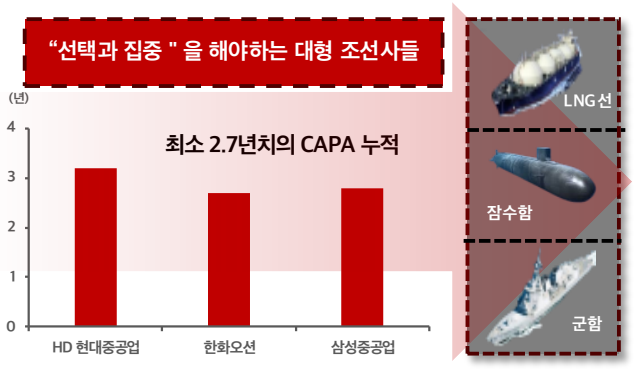
중소형 조선사도 큰 유인은 없다

국내 중소형 조선사와 비교했을 때 동사는 납기의 이점을 지닌다. 중소형 선박 시장의 전통적 강자인 HD현대미포와 HJ중공업의 경우 25년 4분기 기준 약 3년치의 CAPA가 차 있는 상태이다. 케이조선과 대한조선의 경우, 실질적인 매출의 90% 이상이 국외 매출로 구성된다는 점에서 국내향 매출로의 전환 가능성은 현저히 낮다. 따라서, HD현대미포와 HJ중공업 정도만이 동사와 함께 중소형 선박 시장 수요 상승의 수혜를 누리게 될 것이다.

신규 발주는 얼마나 될까?

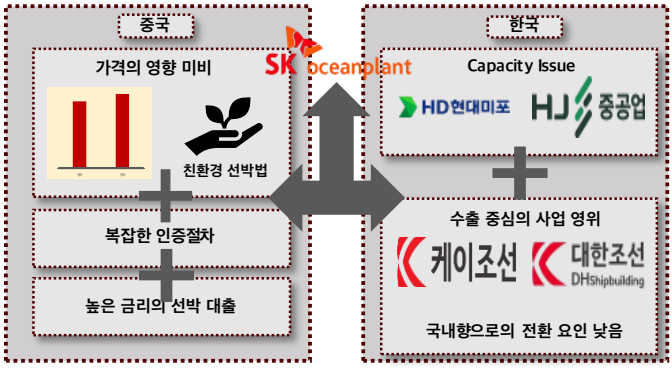
본 보고서의 추정에 따르면, 국내 기준 총 251척의 중소형 선박들이 친환경 선박들로 신규 발주될 것이다. KMI의 기준에 따라, 고탄소 배출로 인해 친환경 규제의 영향을 받을 수 있는 선령 20년 이상의 MR급 탱커선은 384척, 피더급 컨테이너선은 108척으로 총 492척의 TAM을 확인할 수 있다. 더 나아가, 25년 8월 기준의 신규 발주량 중 이중연료 선박의 비율이 51.1% 차지하다는 점을 반영해 친환경 선박으로 발주될 중소형 선박들의 수를 추정했다.

도표 3-3. 국내 대형 조선사 Capa 제한



출처: DART, SMIC 5팀

도표 3-4. 중국 조선사와 국내 중소형 조선사 대비 이점



출처: DART, 해양수산부, 한국선급, KOBC, SMIC 5팀

동사는 얼마나 수주를 받을까?

전술한 추정에 따르면, 동사가 친환경 중소형 시장에서 기대할 수 있는 선박수주는 피더급 컨테이너 2척, MR급 탱커선 8척이다. HD현대미포와 HJ중공업, 동사의 CAPA 대비 최대 생산 능력을 비교할 경우, 동사는 4.18% 정도의 점유율을 확보할 수 있을 것으로 판단된다. **이를 친환경 피더급 컨테이너와 MR급 탱커선 수요에 반영하면, 각각 2대, 8대의 수주를 기대해볼 수 있다.**

4.2. 미 해군 MRO 시장으로의 진입

미 해군 MRO를 시작한 동사

동사는 2026년 2월 10일부로 미 해군 함정에 대한 MRO(유지, 보수 및 정밀점검) 자격을 취득했다. 동사는 이전부터 자회사인 삼강S&C를 통해 선박에 대한 MRO 사업을 영위했었고, 이를 이어 작년 5월 동사는 미 해군 MRO 사업으로의 진입을 선언했다. 그 결과, 26년 1월부로 미 해군의 엄격한 항만보안평가를 통과했고, 연이어 2월 10일부로 MSRA(함정정비협약)을 체결했다.

왜 2척?
①: 싱가포르보다는 한국

현재 동사는 태평양에 위치한 7함대 소속 군수지원함에 대한 MRO를 위해 입찰에 참여하고 있으며, **결과적으로 동사는 올해 상반기를 시작으로 연 2척씩 수주를 받을 수 있을 것이다.** 우선, 한국향 군수지원함 MRO 물량은 지속 상승할 것이다. 현재 전투지원함 38척 중 25척이 MRO 물량으로 등록되어있으며, 국내향 MRO 할당량이 24년 2척에서 25년 5척으로 상승했다. 이는 대다수를 차지했었던 싱가포르향 물량이 양대 조선사의 합병(Sembcorp-Keppel)에서의 MRO 수행 능력 저하에서 기인한다. 또한, 국내 조선사의 약 20만 명가량의 세계 최대이자 최고의 숙련된 인력에서 오는 생산성 및 7함대의 모항인 일본 요코스카에서 오는 회항 비용 절감의 이점으로 인해 한국향으로 이동했다.

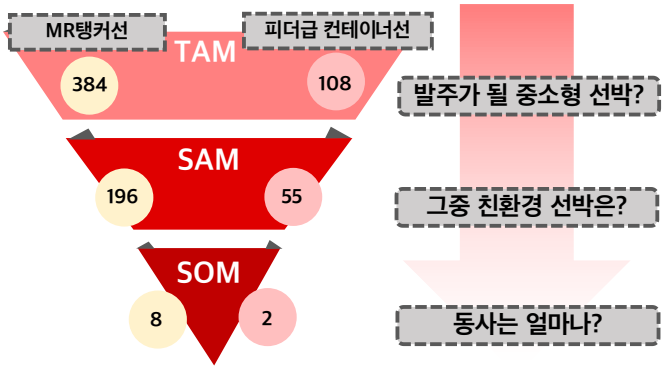
왜 2척?
②: 높은 도크 가용성

동사의 높은 도크 가용성은 미 해군 수송사령부(MSC)에게 매력적인 MRO 선택지를 제공한다. 전술했듯, 미 해군 MRO 시장에 진출한 한화오션, HD 현대중공업 및 HJ중공업과 같은 Peer들은 수주 잔고 포화로 인해 기존 신조선 공정 사이의 유휴 시간을 이용할 수 밖에 없다. 이는 공정 지연의 리스크가 발생해 원활한 임무 수행에 차질이 발생 할 수 있다. **이에 반해, 동사는 10만 톤급 플로팅 도크를 통해 해상 위에서 작업이 가능하다는 점에서 MRO 공정 지연의 리스크를 확연히 감소시킬 수 있으며 이는 타사 대비 확실한 이점으로 작용할 것이다.**

상반기 1척,
하반기 1척

Peer들의 군수지원함 MRO 작업이 평균적으로 6개월가량 소요되었다는 점과, 플로팅 도크와 육상 공정의 구분으로, 공정 지연 리스크가 낮은 동사의 이점을 고려해보았을 때, **동사는 상반기와 하반기 각각 1척씩, 지속적으로 수주를 받을 수 있을 것이다.** 또한, 향후 한국향 물량이 더욱 증가할 것이라는 점이 동사가 해당 물량을 지속적으로 확보한다는 논지를 뒷받침한다.

도표 3-5. 동사 조선 신규 발주 추정논리



출처: 해양수산부, SMIC 5팀

도표 3-6. 동사의 목표 MRO 대상

출처: 동사, 언론 종합, SMIC 5팀

4. 팔아야 사는 자, 사서 키워야 하는 자 - ISSUE & RISK

Pre-IPO 과정에서 발생한 문제

SK오션플랜트의 모회사 SK에코플랜트는 IPO 과정에서 발생한 자금 이슈로 인해 동사를 매각할 것으로 판단된다. 2022년 Pre-IPO 과정에서의 4,000억 원의 RCPS 및 6,000억 원의 CPS를 발행했고, FI들은 6,000억 원의 CPS와 더불어 2,000억 원의 보통주 매입을 통해 26년 7월 21일까지의 상장을 조건으로 투자를 유치했다. 허나, SK에코플랜트는 22년, 23년 각각 자회사의 실적을 과대계상했고, 이재명 정부의 중복상장금지법으로 인해 상장 가능성이 사라졌다. **이에 따른 위약벌 조항으로 SK에코플랜트는 1조 500억원에 달하는 금액을 상환해야하는 상황에 놓였다.**

왜 매각을 해야할까?

SK에코플랜트는 막대한 차입금 문제와, 반도체 기업으로의 체질 변화를 이유로 동사를 매각하게 될 것이다. 과거 친환경 기업으로의 도약을 위한 M&A과정에서 자금을 차입했고, 그 결과 작년 기준 1조 1,721억 원에 달하는 금융비용을 지출했다. 더 나아가, 현재 친환경 기업에서 반도체 기업으로 체질 변화를 꾀하고 있다. **위 상황 속에서, 동사에 대한 매각을 통해 확보한 자원으로 재무적인 부담을 해소하는 것이 SK에코플랜트의 입장에서 가장 합리적인 판단이다.**

사활을 건 오성첨단소재

오성첨단소재는 현 매각 건에 기업의 운명을 걸었다. 디오션 자산운용(GP)은 프로젝트 사모펀드의 형태로 해당 매각 건을 진행하고 있다. 오성첨단소재는 이를 위해 매출의 90%를 차지하는 디스플레이 사업부 및 부동산을 매각하는 동시에, 유상증자 및 전환사채 발행을 통한 1,500억 원의 매각 출자금 확보에 사활을 건 상태이며, 매각에 성공해야 가장 많은 지분을 갖게 된다.

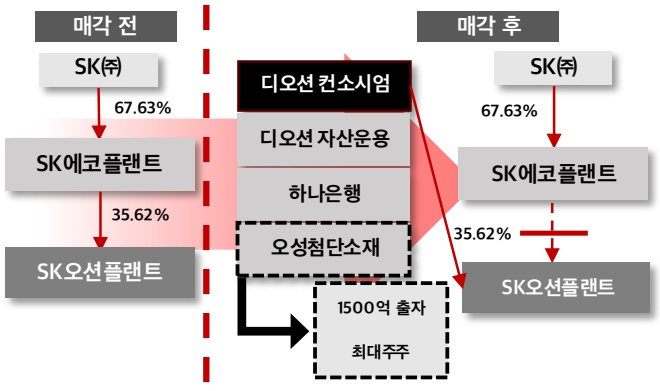
매각하면 언제?

SK에코플랜트는 동사를 전국동시지방선거 이후인 6월 중반 시점에 매각할 가능성이 높다. 현재 매각건에 가장 큰 반대의견을 피력하고 있는 경남 지역 정치인들은, 표심을 위해 시민의 입장에 맞춰 행동할 가능성이 높다. 다만, 선거 이후에는 정치적 인센티브가 약해지며, 이에 따라 정치적인 침묵을 유지할 가능성이 높다. 또한, 7월 21일 이후에는 SK에코플랜트의 IPO 실패로 인한 투자금 및 추가 위약금을 상환해야하고, 오성첨단소재가 핵심 사업부 매각의 중도금을 6월 10일 중으로 수령할 예정인 점을 고려해보았을 때 6월 중반에 매각이 이루어질 것이다.

유상증자와 차입금 필연적이다

매각 이후 동사는 현재 투자중인 3야드와 관련해서 잔여금 7,297억원에 대한 유상증자 및 차입금을 통한 자금 조달이 필연적이다. 2027년부터 가동 예정인 3야드는 증가할 해상풍력수요에 발맞춰, 1, 2야드를 합친 규모보다 더 큰 규모로 건설중인 핵심 생산지이다. 25년 4분기 기준으로 총 소요자금 1조 1,530억 원 중 4,233억 원만 지출한 상황이다. 매각 이후에는 계열사를 통한 자금조달의 방법이 없어지고, 또한 자체적인 사내 유보금만으로는 충당하기 어려운 현실이다.

도표 4-1. 매각 후 SK오션플랜트의 지배구조



출처: DART, 언론종합, SMIC 5팀

도표 4-2. 매각에 대한 논쟁

출처: 언론종합, SMIC 5팀

5. Valuation - Historical PBR Method

5.1. 매출 추정

동사는 22년까지 해상풍력 관련 매출을 플랜트 매출에 포함시켜 인식했으나, 23년 이후로는 해상풍력 매출을 따로 구분하여 공시해왔다. 해당 분류에 따라 동사의 매출을 해상풍력, 조선, 특수선, 수리개조, 후육강관, 기타, 플랜트로 나누어 추정하였다. **투자포인트에서 전망한 동사의 주된 성장 동력인 해상풍력과 조선 매출을 중점으로 추정했다.**

최종 매출 추정 테이블

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**691,830**	**925,836**	**662,616**	**965,388**	**1,065,405**	**1,313,188**	**1,706,680**
YoY(%)	***37.5%***	***33.8%***	***-28.4%***	***45.7%***	***10.4%***	***23.3%***	***30.0%***
해상풍력		516,309	240,057	325,577	750,054	971,373	1,332,616
% of sales		*55.8%*	*36.2%*	*33.7%*	*70.4%*	*74.0%*	*78.1%*
특수선	36,511	182,263	359,782	569,338	177,167	66,286	-
% of sales	*5.3%*	*19.7%*	*54.3%*	*59.0%*	*16.6%*	*5.0%*	*0.0%*
조선	24,028	13,993	7,872	652	15,862	154,584	252,216
% of sales	*3.5%*	*1.5%*	*1.2%*	*0.1%*	*1.5%*	*11.8%*	*14.8%*
플랜트	478,478	164,852	5,614	85	-	-	-
% of sales	*69.2%*	*17.8%*	*0.8%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
후육강관	61,784	26,745	14,204	27,145	22,698	21,349	23,731
% of sales	*8.9%*	*2.9%*	*2.1%*	*2.8%*	*2.1%*	*1.6%*	*1.4%*
수리개조	36,511	11,967	21,053	37,461	90,000	90,000	90,000
% of sales	*5.3%*	*1.3%*	*3.2%*	*3.9%*	*8.4%*	*6.9%*	*5.3%*
기타	7,012	9,707	14,034	5,131	9,624	9,596	8,117
% of sales	*1.0%*	*1.0%*	*2.1%*	*0.5%*	*0.9%*	*0.7%*	*0.5%*

(1) 해상풍력 매출

① 국내 해상풍력 매출 추정

기수주 매출과 신규 수주분 매출로 나누어 추정하였다. ① 동사가 기존에 인식한 국내 해상풍력 프로젝트의 경우 안마 해상풍력 한 건으로, 26년 상반기에 steel-cutting 예정이라는 점을 참고하여 해당 프로젝트와 수주계약 기간이 18개월로 유사한 대만향 Hai Long 수주 건의 진행률을 proxy로 26년과 27년 매출에 안분해주었다. ② 신규 수주의 경우, 투자포인트 논지에 따라 해송 1, 해송 3, 문무바람 1, 문무바람 3 건에 대한 수주가 유력할 것으로 판단한다.

먼저 고정식 재킷인 해송 1, 해송 3의 경우 재킷당 ASP * Q 논리로 추정하였다. 후술할 대만 해상풍력의 경우 동사의 계약 레퍼런스가 많아 발전 용량 - 재킷 Q - 재킷 ASP 간 회귀분석을 통해 매출을 추정하였으나, 국내 해상풍력의 경우 동사 레퍼런스가 안마 해상풍력 뿐이다. 이에 peer인 현대스틸산업의 신안우이 건의 재킷 당 계약금액을 계산 후 둘의 Mixed ASP를 활용했다.

문무바람 1, 3의 경우 부유식 하부구조물로, 현 시점 부유식 하부구조물의 수주계약 금액이 공시된 사례는 Hywind Tampen 단 한 건이다. **이에 본서에서는 해당 계약 건의 하부구조물 당 ASP인 약 194억원을 활용하였다.** ASP 계산 과정은 [Appendix]에 첨부하였다. 진행률의 경우, 전력거래소가 제시한 착공 연도 기준으로 인도된다고 가정, 기존 수주를 proxy로 삼았다.

국내 해상풍력 매출 추정						
판매/공급계약 내용	금액(백만 원)	재킷 Q	착공연도	2026E	2027E	2028E
국내 해상풍력 매출				**291,408**	**776,451**	**855,707**
신규 수주 매출						
해송 1	399,315	36	2028			267,541
해송 3	399,315	36	2028			267,541
문무바람 1(부유형)	485,795	25	2027		325,483	160,313
문무바람 3(부유형)	485,795	25	2027		325,483	160,313
기수주 매출						
안마 해상풍력	416,893	38	2026	291,408	125,485	

② 유럽 해상풍력 매출 추정

투자포인트에 따라 유럽에서는 Dolwin 4/Bolwin 4 두 건의 해상변전소향 수주가 유력할 것으로 판단한다. **동사의 경우 유럽향 해상변전소 레퍼런스가 없기 때문에, 동일한 디벨로퍼의 OSS향 프로젝트인 BalWin 1/BalWin 2 계약 건을 기준으로 ASP를 파악했다.** 해당 디벨로퍼(Amprion)의 경우 하부구조물 톤수를 계약서에 명시한다. 따라서 BalWin1/2의 계약금액 range의 최하단인 1.5B NOK를 Dolwin/Bolwin4와 Balwin1/2의 재킷 톤의 비율로 안분하여 톤당 ASP를 추정했다.

동사가 과거 대만에 수주했던 OSS 프로젝트인 Great-Changhua 건의 리드타임인 1년을 Amprion의 사업계획서에 명시된 Dolwin/Bolwin 4의 완공일자에 반영하여 수주계약 기간을 산출 후, 월할로 안분했다. 환율은 지난 1년 간의 평균인 142.15원/NOK로 가정했다.

유럽 해상풍력 매출 추정					
판매/공급계약 내용	금액(백만 원)	완공일	2026E	2027E	2028E
유럽 해상풍력 매출			**-**	**25,020**	**220,776**
신규 수주 매출					
Dolwin 4 HVDC Jacket	125,101	28.11.		25,020	100,081
Bolwin 4 HVDC Jacket	144,834	29.2.			120,695

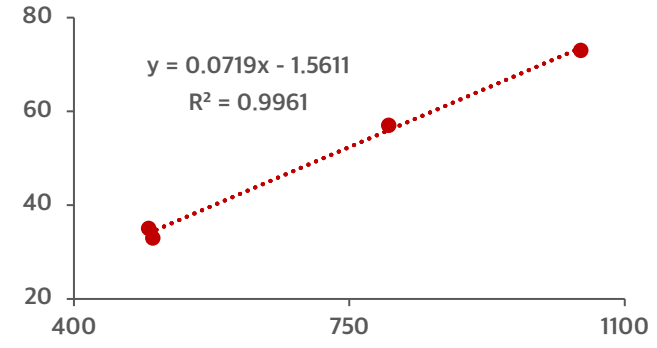
③ 대만 해상풍력 매출 추정

기수주 매출과 신규 수주분 매출로 나누어 추정하였다. [투자포인트 1]의 논지에 따라 Fengmiao 2가 가시성 높은 수주일 것으로 판단한다. **해당 프로젝트의 발전 용량을 통해 재킷 Q를 추정 후, 이를 재킷 ASP에 곱하여 수주금액을 추정하였다.** Q 추정 방식은 다음과 같다. 향후 동사가 수주할 터빈은 전량 14MW 혹은 15MW이다. 따라서 동사 레퍼런스 중 14/15MW에 해당하는 4건만을 뽑아 총 발전 용량과 재킷 Q를 회귀분석한 결과, 0.996의 높은 R-square 값을 보였다.

Fengmiao 2의 총 발전 용량인 600MW를 회귀식에 대입하여 총 42기의 재킷이 필요할 것이라 추정하였다. 여기에 Fengmiao 1에서의 동사 재킷 점유율인 63.6%를 곱해주어 동사는 해당 프로젝트에 27기의 재킷을 수주할 것으로 추정했다. 업스코핑 물량이 나오거나 터빈사가 교체되는 등의 특수한 경우가 아니라면 점유율이 유지된다고 가정하는 것은 합리적이다.

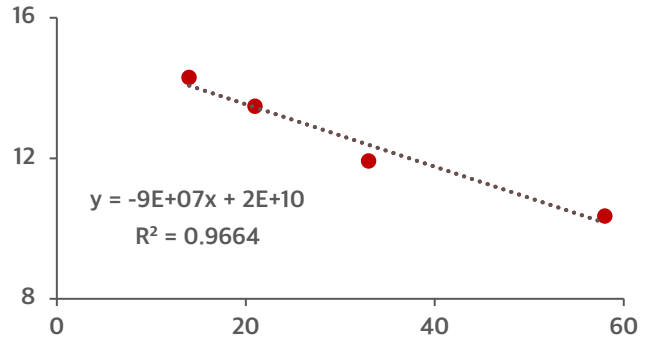
동사 수주 공시를 바탕으로 14/15MW급 프로젝트의 ASP 계산 결과, 재킷 수량이 많아질수록 재킷 ASP가 낮아짐을 확인했다. 실제로 재킷 Q와 재킷 ASP 회귀분석 결과 높은 음의 상관관계를 보여, 위에서 구한 재킷 Q를 회귀식에 대입하여 재킷 ASP를 도출했다. Round 3.1 당시 동사가 수주한 Fengmiao 1의 타임라인을 proxy로 보수적으로 추정한 결과 본 프로젝트의 매출 인식 시기는 28년이 될 것으로 추정한다. **추정한 수주금액 약 3,126억원을 기존 대만향 프로젝트의 진행률을 proxy로 안분했다. [Appendix]에 세부사항을 첨부하였다.**

도표 5-1. 발전용량-재킷 Q 회귀분석



출처: SMIC 5팀

도표 5-2. 재킷 Q-재킷 ASP 회귀분석



출처: SMIC 5팀

대만 기수주 중 25년말까지 전부 매출로 인식되지 않은 수주는 총 세 건이다. Fengmiao 1 OWF의 경우 납기 만기일이 26년 10월로, 남은 수주잔고 전액을 26년 매출로 인식했다. Formosa 4/6의 경우, 25년 중순에 동사와 수주 계약을 맺은 후 25년에 매출로 인식된 금액이 없다. **따라서 유사한 수주계약 기간을 지닌 기존 대만향 Hai Long 계약 건의 진행률을 proxy로 안분했다.**

(2) 조선 매출

투자포인트 2에서 동사가 친환경 중소형 시장에서 기대할 수 있는 선박수주가 피더급 컨테이너 2척, MR급 탱커선 8척일 것으로 추정했다. 피더급 컨테이너선의 경우 HD현대미포의 25년 2건의 계약 금액을 척수로 나누어 한 척당 약 790억, MR급 탱커선의 경우 동사의 최근 수주 금액인 척당 310억원으로 계산했다. 동사는 조선 수주를 받은 후 1년 뒤에 스틸컷팅에 들어가므로 27년부터 매출로 인식했으며, 진행률은 동사의 가장 최근 조선 수주 계약을 proxy로 삼았다.

(3) 특수선 매출

특수선 매출의 경우 향후 전방 수요에 대한 합리적 추정이 불가하므로 신규 수주물량이 발생하지 않는다고 가정했다. 기수주 물량 중 울산급 Batch-III 후속함 3, 4번함은 25년말 기준 수주잔고의 71.8%가 매출로 인식된 상태로, 남은 기간만큼 일할 계산하여 26년과 27년 매출로 안분해 주었다. 울산급 Batch-III 후속함 2번함의 경우 25년말 기준으로 수주잔고의 86.7%가 인식되었으며 계약 종료일이 26년 6월이기 때문에, 잔여 수주잔고 전량을 26년 매출로 인식했다.

(4) 수리개조 매출

동사는 26년 2월부로 미 해군 함정에 대한 MRO 자격을 획득했으며, 매년 상/하반기에 각각 한 척씩의 군수지원함 MRO 매출이 발생할 것으로 추정한다. 투자포인트 논지에 따라 연간 상선 MRO 매출이 300억, 미 해군향 MRO 매출이 600억 규모로 flat하게 발생한다고 추정하였다.

(5) 후육강관·기타·플랜트 매출

매출 비중이 low single인 동사의 나머지 사업부들에 대해서는 다음과 같이 추정했다. ① 후육강관 매출의 경우, 타 매출 부문과 연관성을 찾을 수 없었으며 3개년 매출 비중의 평균이 2.6% 수준에서 유지되었다. 3개년 매출의 이동평균으로 추정하였다. ② 동사 플랜트 매출의 경우 제품의 표준화가 되어 있지 않으며 주문 제작 방식으로 생산되기 때문에 향후 구체적인 수요 추정이 불가하다. 최근 2년간 매출 비중이 1% 미만이었으며 25년말 기준으로 수주잔고가 없기 때문에 0으로 flat하는 것이 합리적이다. ③ 기타 매출은 용역 및 상품 판매 중심의 매출로, 합리적 추정이 불가하여 3개년 이동평균으로 추정했다.

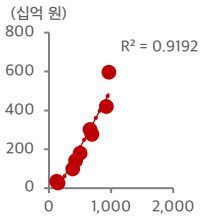
5.2. 비용 추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

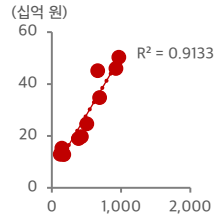
매출원가 및 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**691,830**	**925,836**	**662,616**	**965,388**	**1,065,405**	**1,313,188**	**1,706,680**
YoY(%)	*37.5%*	*33.8%*	*-28.4%*	*45.7%*	*10.4%*	*23.3%*	*30.0%*
매출원가	**590,450**	**820,824**	**589,806**	**873,833**	**907,238**	**1,130,015**	**1,475,928**
매출원가율(%)	*85.3%*	*88.7%*	*89.0%*	*90.5%*	*85.2%*	*86.1%*	*86.5%*
GPM(%)	*14.7%*	*11.3%*	*11.0%*	*9.5%*	*14.8%*	*13.9%*	*13.5%*
상품매출원가	-	4,225	6,640	-	3,621	3,621	3,621
% of sales	*0.0%*	*0.5%*	*1.0%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.2%*
원재료비	277,034	420,088	302,323	596,167	430,243	530,306	689,210
% of sales	*40.0%*	*45.4%*	*45.6%*	*61.8%*	*40.4%*	*40.4%*	*40.4%*
종업원급여비용	34,840	46,049	45,169	50,296	53,791	65,065	82,969
% of sales	*5.0%*	*5.0%*	*6.8%*	*5.2%*	*5.0%*	*5.0%*	*4.9%*
감가상각비와 상각비	13,558	20,004	27,225	16,085	15,067	30,819	46,632
% of sales	*2.0%*	*2.2%*	*4.1%*	*1.7%*	*1.4%*	*2.3%*	*2.7%*
지급수수료 및 임차료	45,801	44,659	43,268	36,880	52,473	56,484	60,800
% of sales	*6.6%*	*4.8%*	*6.5%*	*3.8%*	*4.9%*	*4.3%*	*3.6%*
물류비와 관리비	6,524	4,497	5,078	5,482	6,463	7,966	10,353
% of sales	*0.9%*	*0.5%*	*0.8%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
외주용역비	172,309	227,572	122,240	121,676	287,295	363,915	488,978
% of sales	*24.9%*	*24.6%*	*18.4%*	*12.6%*	*27.0%*	*27.7%*	*28.7%*
기타매출원가	40,384	53,730	37,863	47,247	58,284	71,839	93,365
% of sales	*5.8%*	*5.8%*	*5.7%*	*4.9%*	*5.5%*	*5.5%*	*5.5%*
판매비와관리비	**29,439**	**29,407**	**31,012**	**32,046**	**33,419**	**37,207**	**41,593**
판관비율(%)	*4.3%*	*3.2%*	*4.7%*	*3.3%*	*3.1%*	*2.8%*	*2.4%*
OPM(%)	*10.4%*	*8.2%*	*6.3%*	*6.2%*	*11.7%*	*11.1%*	*11.1%*
종업원급여비용	19,464	15,681	18,325	19,994	20,328	21,633	23,046
% of sales	*2.8%*	*1.7%*	*2.8%*	*2.1%*	*1.9%*	*1.6%*	*1.4%*
감가상각비와 상각비	1,514	1,958	2,043	2,227	1,586	3,245	4,910
% of sales	*0.2%*	*0.2%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.3%*
지급수수료 및 임차료	5,614	8,105	8,185	7,602	7,964	7,964	7,964
% of sales	*0.8%*	*0.9%*	*1.2%*	*0.8%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
기타 판매비와관리비	2,847	3,663	2,460	2,223	3,541	4,365	5,673
% of sales	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.2%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*

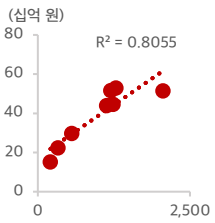
금액적 중요성을 보이는 ① 원재료비, ② 종업원 급여 ③ 감가상각비 ④ 지급수수료 및 임차료 ⑤ 외주용역비 위주로 엄밀하게 추정하였다. 그 외의 계정은 변동비, 고정비 성격에 따라 3개년 avg % of sales 혹은 Avg Flat으로 추정하였다. 구체적인 추정 논리는 [Appendix]에 첨부하였다.



동사의 원재료비 항목은 대부분 핵심 원재료인 후판에서 기인하여, 매출액과 높은 상관관계를 (R=0.96) 보인다. 동사의 경우, 해상풍력 사업부의 GPM이 10~15%, 조선업이 5% 수준으로, 해상풍력의 매출 비중이 증가할수록 마진이 증가한다. **따라서 본서에서는 회귀분석식이 아닌 2026~28년의 해상풍력의 매출 비중이 70% 이상 기대된다는 측면에서 과거 해상풍력의 비중이 높았던 2021년~23년의 avg 원재료비 % of Sales를 적용하여 추정하였다.**

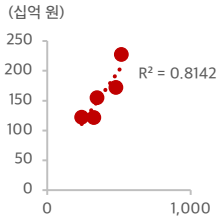


종업원 급여의 경우, 매출원가 인건비는 준고정비적 성격으로 매출의 상승에 따라 비정규직 종업원의 수가 증가하는 것을 기인하여 매출액과의 회귀식을 바탕으로 추정하였다. 판관비 인건비의 경우, 기타 인건비의 경우, 고정비 성향으로 최근 3개년 avg % of sales한 반면, 급여는 사무직의 숫자가 일정할 것으로 판단하여 최근 3개년 판관비 급여 상승률을 반영하여 추정하였다.



감가상각비의 경우, 동사의 30야드 시설 투자 계획에 따라 26년 말까지 잔액 7,297억 원이 집행되는 것을 확장 CapEx 금액으로 간주하고, 기존 시설 유지 CapEx 금액과 함께 정액법 논리로 상각하였다. 건설중인 자산의 대체에 관해서는 최근 4개년 대체율의 평균값을 토대로 안분하였다. 매출원가와 판관비로의 안분은 최근 4개년 안분 비율의 평균값을 토대로 안분하였다.

지급수수료 및 임차료는 수주와 관련된 보증서 비용이 중심이 되는 비용이며, 수주잔고와 상관계수가(R=0.9) 높다. 따라서 본서에서는 최근 3개년 avg % of 수주잔고로 추정하였다.



외주용역비는 동사의 다각화된 사업부 중에서 해상풍력 사업에서 가장 많이 발생하는 비용으로, 동사 해상풍력 매출과의 회귀식을(R=0.90) 통해 산출하였다.

(2) 영업외손익 추정

금융손익은 비경상적 항목, 헤지 성격의 계정은 0 flat으로 추정하였으며, 보증료는 최근 3개년 Avg Flat 처리하였다. **이자수익과 이자비용의 경우, 이자부자산과 이자부부채를 추정하여 이에 따른 이자손익을 추정하였다.** 과거 기타손익의 경우, 비경상적 항목 0 Flat, 경상적 항목은 최근 3개년 Avg Flat 등을 활용하여 추정하였다.

법인세 항목은 26년 명목법인세율을 바탕으로 26~28년 도출한 후, 25년 유효법인세율/명목법인세율을 토대로 세액공제 등에 대한 효과를 반영하여 추정하였다.

추정 손익계산서

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**691,830**	**925,836**	**662,616**	**965,388**	**1,065,405**	**1,313,188**	**1,706,680**
YoY(%)	*37.5%*	*33.8%*	*-28.4%*	*45.7%*	*10.4%*	*23.3%*	*30.0%*
매출원가	590,450	820,824	589,806	873,833	907,238	1,130,015	1,475,928
매출총이익	101,380	105,011	72,809	91,556	158,167	183,173	230,751
GPM(%)	*14.7%*	*11.3%*	*11.0%*	*9.5%*	*14.8%*	*13.9%*	*13.5%*
판매비와 관리비	29,439	29,407	31,012	32,046	33,419	37,207	41,593
영업이익	**71,941**	**75,604**	**41,797**	**59,509**	**124,748**	**145,966**	**189,159**
OPM(%)	*10.4%*	*8.2%*	*6.3%*	*6.2%*	*11.7%*	*11.1%*	*11.1%*
기타손익	(3,179)	1,079	30,021	(8,804)	(977)	(892)	(1,032)
금융손익	(33,965)	(13,584)	(54,170)	(4,770)	(11,937)	(22,646)	(17,349)
법인세비용차감전순이익	34,796	63,099	17,648	45,935	111,834	122,428	170,778
법인세비용	(6,782)	(5,550)	(777)	(8,424)	(21,862)	(23,953)	(33,498)
당기순이익	**28,014**	**57,549**	**16,871**	**37,511**	**89,972**	**98,475**	**137,280**
NPM(%)	*4.0%*	*6.2%*	*2.5%*	*3.9%*	*8.4%*	*7.5%*	*8.0%*
가중평균자본	**330,595**	**607,696**	**701,712**	**761,674**	**1,009,531**	**1,253,754**	**1,371,631**
ROE(%)	*8.5%*	*9.5%*	*2.4%*	*4.9%*	*8.9%*	*7.9%*	*10.0%*

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 위와 같다. GPM 측면에서 동사는 해상풍력 매출의 증가로 원재료비 부담 완화 및 고정비 레버리지 효과로 22~23년 이상의 이익률 증가가 발생하나, 해상풍력의 마진 한도인 15% 이내 수준의 개선임을 확인할 수 있다. 27년과 28년의 GPM 감소 경우, 신야드 관련 감가상각비의 확대가 단기적인 마진 감소를 발생시킨 것으로, 판매비와 관리비에서 고정비에 따른 레버리지가 발생함에 따라 OPM, NPM의 회복이 발생했음을 알 수 있다.

ROE 측면에서도 동사는 NPM과 자산회전율(83%)을 바탕으로 인한 개선이 발생한다는 측면에서 ROE의 구조적인 회복이 레버리지가 아닌 영업 펀더멘털 개선에 기반하고 있음을 알 수 있다.

5.3. Valuation - Historical PBR Method

(1) Why PBR Method?

본서는 동사의 Valuation 방법으로 PBR Method를 선택하였다. 동사는 수주산업이자 자본집약적 산업을 영위하고 있다. 따라서 동사는 수주 현황에 따른 이익의 변동성이 크므로 PER과 EV/EBITDA를 통한 Valuation은 왜곡이 심할 수 있다. 또한, 동사는 신야드 증설을 바탕으로 CAPA의 증가가 확실시되는 상황으로, 자본 설비가 곧 수주 능력이 되는 해상풍력 사업과 조선업은 순자산을 기준으로 기업가치를 측정하는 PBR Valuation이 가장 적합하다고 판단했다.

(2) Why Historical PBR Method?

동사가 Peer PBR Method가 부적합한 이유는 다음과 같다. 국내 상장사 중 씨에스윈드(육상풍력, 북미향 중심)와 LS마린솔루션(해저케이블 과점)은 사업구조가 상이하며, PBR·ROE 측면에서 정량적 비교가([Appendix] 참조) 어렵다. 또한, 해상풍력을 영위하는 HSG성동조선과 현대스틸조선은 비상장사다. 반면, 동사는 2020년부터 해상풍력 사이클을 본격적으로 경험한 기업으로 상황적 유사성이 높은 과거 시기가 존재하므로, 본서에서는 Historical PBR로 가치를 판단하고자 한다.

(3) Target Multiple 선정

3Q22~2Q23의 평균 TTM PBR 2.1x를 Target Multiple로 제시한다. 해당 시기를 Target으로 선정한 이유는 아래와 같다. ① 수주 기대감과 대규모 CapEx 및 자금 조달 이슈 측면에서의 정합성이 유사하다. 3Q22~2Q23은 22년 8월 Hailong 프로젝트 수주(약 6,007억 원)를 기점으로 하부구조물 사업의 외형적 성장 기대감이 형성된 시기이자, 신야드 개발을 위한 대규모 설비투자가 본격화된 시기다. 당시 5,300억 원 투자 계획 중 약 1,110억 원이 집행되었으며, 유상증자 2,926억 원 및 전환사채 1,169억 원 발행이 수반되었다. 이러한 '대형 수주 모멘텀 + 대규모 신야드 건설 + 자금 조달'이라는 복합적 국면은 현재와 구조적으로 유사하나, 현재는 수주 파이프라인이 가시성이 한층 명확하고 야드 확대 및 금리 환경 역시 23년 대비 우호적이다.

② 이익의 질적 차원에서 3Q22~2Q23의 Multiple을 사용하는 것은 보수적이다. 28년 추정 ROE 10.0%는 Multiple 기간 평균 ROE인 8.3%를 상회하며, 듀퐁 분석을 통한 질적 비교에서도 28년이 우월하다. 본서의 28년 추정 NPM은 5.5%에서 8.0%로 2.5%p 개선될 것이며, 자산회전율은 60.6%에서 83.3%로 22.8%p 상승이 예상된다. 반면 재무레버리지비율은 240.8%에서 149.3%로 대폭 하락한다. 이는 28년 동사의 ROE 개선이 레버리지가 아닌 매출 믹스 개선과 신야드 투자에 따른 자산 효율화에 기인하는 구조임을 의미한다, 따라서 3Q22~2Q23의 Multiple을 적용하는 것은 이익의 양적·질적 측면 모두에서 보수적인 수치다.

③ 더 높은 Multiple을 부여하지 않은 이유는 PBR-ROE 매트릭스 측면에서의 정합성을 고려한 결과다. Target Multiple 2.1배를 PBR-ROE 매트릭스에 역산할 경우, 동사의 내재 영구성장률(g)은 약 5.5%로 도출된다. 현재 한국의 해상풍력 프로젝트는 35년까지 25GW 확대를 목표로 하고 있으나, 현재 누적 설치량은 320MW 수준에 불과하다는 점에서 목표까지의 성장성은 가파르다. 그러나 35년 이후의 성장률을 보수적으로 2%로 가정할 경우, 영구성장률 5.5%를 충족시키기 위해서는 매출성장률이 CAGR이 15.0% 이상이 되어야 한다. 이는 결코 낮은 허들이 아니라는 측면에서 본서에서는 과도한 Multiple 상승을 통한 밸류에이션을 배제하였다.

(4) 유상증자를 오히려 투자 기회로

본 보고서의 ISSUE & RISK 분석에 따르면, SK오션플랜트의 잔여 설비투자액은 약 7,297억 원 규모로 추산된다. **동사의 25년 말 현금및현금성자산(230억 원), 26년 예상현금흐름(1,530억 원)을 고려할 때, 원활한 투자를 위해서는 약 6,000억 원 수준의 외부 자금 조달이 불가피하다.**

이에 본서에서는 신규 투자 설비를 담보로 한 장기차입금 3,000억 원과 유상증자 3,000억 원의 병행 시나리오가 가장 합리적일 것으로 분석한다. 현재 동사 미담보 유형자산의 규모는 6,122억 원 규모이며, LTV 비율 50% 수준을 유지한다고 가정하였을 때 3,000억 원 수준의 자본조달이 가능하다. 한편, 동사의 지배주주가 SK에코플랜트에서 오성첨단소재로 전환됨에 따라 회사채를 통한 추가 자금조달은 어려울 것으로 판단된다. 이에 3야드 설비투자 관련 잔여 3,000억 원은 자본을 통해 조달해야 할 것으로 추정한다.

이번 유상증자는 생산 능력 확대를 통한 기업 성장이라는 명확한 목적을 갖는다. 따라서 증자에 따른 실질적인 기업가치의 훼손은 제한적이며, 오히려 발행 공시 직후 발생하는 오버행 이슈는 주가 하락 시 적극적인 매수 기회를 제공할 것으로 판단한다.

유상증자 공시 이후의 주가 향방은 지난 21년의 사례를 통해 추론할 수 있다. 동사는 21년 11월 약 2,900억 원의 유상증자와 1,700억 원 규모의 교환사채 발행을 공시한 바가 있다. 공시 직후 일주일간 주가는 23,600원에서 19,500원으로 약 -17.4% 급락하였지만, 당시 권리락에 따른 이론 권리락 주가 이론(TERP) 하락분은 -4.7%에 불가했다. 결과적으로 주가는 한 달 이내에 해당 하락분을 빠르게 만회하며 TERP인 23,200원으로 회귀하였다.

26년 6월~7월 사이로 예상되는 이번 유상증자는 과거보다 더 긍정적인 여건을 갖추고 있다. 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 따라 현재 주가는 예상 유상증자에 따른 TERP(-0.2%p)와 크게 차이 나지 않는다. 즉, 유상증자는 펀더멘털 측면에서의 하락을 유도하지 않는다.

또한, 시가총액 대비 유상증자 금액 비중이 약 19% 수준으로, 과거 2021년 당시 53%와 비교했을 때 주식 가치 희석 규모가 월등히 작다는 점에 주목해야 한다. **따라서 본서에서는 유상증자 공시 이후 -5~10% 이상의 과도한 급락이 발생할 경우, 이는 과거의 경험적 사례에 비추어 볼 때 저가 매수를 위한 적극적인 기회로 활용할 수 있다고 판단한다.**

(5) 최종 PBR Valuation 및 목표주가

Valuation - Historical PBR Method (2028E)	
2028E 지배지분 기말자본(백만 원)	1,440,271
유통가능주식수	74,128,614
2028E BPS(원)	**19,429**
Target PBR Multiple	2.1x
ROE(%)	10.0%
목표주가(원)	**41,600**
현재주가(원)	23,300
상승여력(%)	**78.5%**

상기 논의를 종합하여, 2028E BPS 19,429원에 Target PBR Multiple 2.1x를 곱한 목표주가 41,600원, 상승여력 78.5%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Appendix

Appx.1. 추정 연결재무상태표와 추정 연결현금흐름표

연결재무상태표

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
자산	**1,220,004**	**1,431,907**	**1,421,942**	**1,148,242**	**1,857,622**	**1,969,386**	**2,127,414**
유동자산	594,390	754,791	588,058	233,078	218,059	352,485	550,982
현금및현금성자산	86,210	44,778	70,888	22,995	30,746	157,901	344,924
매출채권	7,723	6,504	10,047	49,278	22,479	27,707	36,010
계약자산	159,063	206,935	56,758	78,893	78,893	78,893	78,893
기타유동수취채권	13,594	5,180	2,641	5,491	5,491	5,491	5,491
기타유동금융자산	146,388	81,958	30,684	865	865	865	865
재고자산	7,759	2,563	9,145	4,289	8,319	10,361	13,533
기타유동자산	173,653	406,872	389,226	63,943	63,943	63,943	63,943
유동확정계약자산	-	-	18,669	7,325	7,325	7,325	7,325
비유동자산	625,614	677,116	833,884	915,164	1,639,563	1,616,900	1,576,432
기타비유동수취채권	2,126	1,036	3,115	1,052	1,052	1,052	1,052
기타비유동금융자산	79,019	13,782	13,917	21,144	21,144	21,144	21,144
유형자산	539,609	655,836	799,337	888,177	1,612,727	1,590,289	1,550,114
무형자산	4,859	5,354	3,206	2,473	2,323	2,098	1,804
이연법인세자산	-	1,109	2,473	2,317	2,317	2,317	2,317
비유동확정계약자산	-	-	11,837	-	-	-	-
부채	**694,046**	**733,065**	**708,436**	**333,697**	**653,105**	**666,394**	**687,142**
유동부채	642,506	687,194	618,812	224,776	245,449	258,945	279,981
매입채무	62,405	39,436	34,887	33,304	56,929	70,908	92,613
단기차입금	66,087	124,474	107,670	108,676	105,725	105,241	104,571
기타지급채무	33,580	28,259	37,497	41,191	41,191	41,191	41,191
기타유동금융부채	17,070	9,450	20,962	13,294	13,294	13,294	13,294
유동리스부채	3,808	17,458	5,600	6,225	6,225	6,225	6,225
당기법인세부채	4,888	12,196	100	6,087	6,087	6,087	6,087
계약부채	333,194	415,979	368,982	8,943	8,943	8,943	8,943
기타유동부채	5,247	1,242	497	1,010	1,010	1,010	1,010
유동성충당부채	-	3,978	4,255	6,046	6,046	6,046	6,046
유동성전환사채	111,292	34,721	38,361	-	-	-	-
유동성회사채	4,935	-	-	-	-	-	-
비유동부채	51,540	45,871	89,623	108,921	407,656	407,449	407,162
장기차입금	7,843	32,867	65,304	98,628	397,363	397,156	396,869
전환사채	31,436	-	-	-	-	-	-
확정급여부채	-	2,091	5,171	4,434	4,434	4,434	4,434
기타비유동부채	22	1,725	62	63	63	63	63
기타비유동금융부채	-	-	14,909	3	3	3	3
비유동리스부채	9,707	9,187	4,176	2,138	2,138	2,138	2,138
이연법인세부채	2,532	-	-	3,655	3,655	3,655	3,655
자본	**525,957**	**698,842**	**713,506**	**814,544**	**1,204,517**	**1,302,991**	**1,440,271**
지배기업의 소유주 귀속 자본	520,772	694,621	708,803	814,544	1,204,517	1,302,991	1,440,271
자본금	26,618	29,598	29,598	31,239	37,064	37,064	37,064
자본잉여금	416,200	538,210	538,210	590,490	884,665	884,665	884,665
기타자본구성요소	15,781	9,390	9,534	917	917	917	917
기타포괄손익누계액	39,993	39,993	39,996	64,101	64,101	64,101	64,101
이익잉여금	22,181	77,430	91,465	127,797	217,769	316,244	453,524
비지배지분	5,185	4,221	4,703	-	-	-	-
부채및자본총계	1,220,004	1,431,907	1,421,942	1,148,242	1,857,622	1,969,386	2,127,414

연결현금흐름표

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동으로 인한 현금흐름	**68,590**	**(138,203)**	**135,367**	**(39,768)**	**153,020**	**139,246**	**199,053**
영업으로부터 창출된 현금	89,272	(134,981)	154,580	(26,130)	182,947	181,974	246,028
이자의 수취	4,399	4,875	5,364	3,264	954	2,750	8,017
이자의 지급	(10,925)	(8,559)	(10,850)	(10,597)	(9,019)	(21,524)	(21,493)
배당금의 수취	11	5	8	10	-	-	-
법인세의 환급(납부)	(14,167)	457	(13,735)	(6,315)	(21,862)	(23,953)	(33,498)
투자활동으로 인한 현금흐름	**(331,080)**	**26,740**	**(107,876)**	**(35,785)**	**(741,052)**	**(11,401)**	**(11,073)**
투자활동으로 인한 현금유입액	597,930	203,810	78,893	135,321	-	-	-
기타수취채권의 감소	2,011	11,729	50	169	-	-	-
기타금융자산의 감소	594,765	188,905	76,848	134,066	-	-	-
유형자산의 처분	332	1,353	346	258	-	-	-
무형자산의 처분	-	588	1,536	828	-	-	-
통화선도의 정산	7	1,043	112	-	-	-	-
자산관련정부보조금의 수령	-	194	-	-	-	-	-
사업결합으로 인한 현금유입액	814	-	-	-	-	-	-
투자활동으로 인한 현금유출액	(929,010)	(177,071)	(186,769)	(171,105)	(741,052)	(11,401)	(11,073)
기타수취채권의 증가	(19,989)	2,310	170	22	-	-	-
기타금융자산의 증가	(784,439)	60,932	29,272	111,512	-	-	-
유형자산의 취득	(116,129)	110,825	151,403	58,655	(740,312)	(10,660)	(10,660)
무형자산의 취득	(2,486)	1,498	242	916	(740)	(740)	(412)
비지배지분의 취득	(200)	-	-	-	-	-	-
통화선도의 정산	(5,766)	1,506	5,681	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	**252,721**	**70,317**	**(1,526)**	**27,677**	**595,784**	**(690)**	**(958)**
재무활동으로 인한 현금유입액	528,824	200,832	192,112	71,400	600,000	-	-
차입금의 증가	69,527	200,817	192,112	71,400	300,000	-	-
전환사채의 증가	166,703	-	-	-	-	-	-
사채의 증가	-	-	-	-	-	-	-
유상증자로 인한 자본증가	292,595	15	-	-	300,000	-	-
재무활동으로 인한 현금유출액	(276,103)	(130,515)	(193,639)	(43,723)	(4,216)	(690)	(958)
차입금의 상환	(231,344)	117,406	170,244	37,070	(4,216)	(690)	(958)
전환사채의 상환	(11)	-	-	-	-	-	-
공급자금융약정 차입금의 상환	-	-	6,235	-	-	-	-
전환사채의 전환에 따른 신주발행비	-	38	-	33	-	-	-
리스부채의 지급	(3,013)	6,924	17,160	2,032	-	-	-
유상증자로 인한 자본감소	(280)	-	-	-	-	-	-
연결자본거래로 인한 현금유출	(41,455)	1,085	-	4,588	-	-	-
회사채의 상환	-	5,063	-	-	-	-	-
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(494)	(285)	145	(18)	-	-	-
현금및현금성자산의 증가(감소)	(10,263)	(41,432)	26,111	(47,894)	7,751	127,155	187,023
기초 현금및현금성자산	96,472	86,210	44,778	70,888	22,995	30,746	157,901
기말현금및현금성자산	86,210	44,778	70,888	22,995	30,746	157,901	344,924

Appx.2. 국내 해상풍력 ASP 계산

국내 해상풍력 재킷 ASP 가정

(단위: 백만 원)	터빈 규모	재킷 수	계약금액	ASP
안마 해상풍력	14MW	38	416,893	10,971
신안우이 해상풍력	15MW	26	293,000	11,269
재킷 Mixed ASP				11,092

부유식 하부구조물 ASP

(단위: 백만 원)	
원/NOK(1년 평균)	142.5
Kvaerner 계약금액	213,750
하부구조물 Q	11
부유식 ASP	19,432

Appx.3. 대만 해상풍력 ASP 계산

14/15MW급 프로젝트향 재킷 ASP

(단위: 백만 원)	총 용량(MW)	터빈 모델	재킷 Q	계약금액	재킷 ASP
Formosa 4	495	14MW	14	200,229	14,302
Formosa 6	800	14MW	21	283,161	13,484
Fengmiao 1 OWF	500	15MW	33	393,368	11,920
HAI LONG 2B&3	1044	14.3MW	58	600,701	10,357

Appx.4. 대만 해상풍력 추정 내역

대만 해상풍력 매출 추정

판매/공급계약 내용	금액(백만 원)	시작일	종료일	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
신규 수주 매출													
Fengmiao 2	312,660												250,753
기수주 매출													
Formosa 6	283,161	2025-08-22	2028-03-08								197,930	79,851	5,380
Formosa 4	272,880	2025-07-03	2027-03-28								182,830	90,050	
Fengmiao 1 OWF	393,368	2024-06-03	2026-10-12							315,481	77,887		
HAI LONG 2B&3	600,701	2022-08-18	2024-12-20					419,890	169,398	11,413			
Zhong Neng OWF	84,556	2021-09-24	2023-03-28				83,710	846					
Great-Changhua OWFS 01&02 OSS Jacket	16,890	2020-01-16	2021-02-28		16,890								
Bladt CFXD JKT	102,434	2019-08-23	2022-09-15		76,825	25,608							
Great-Changhua OWFS 01&02 Jacket	224,576	2019-06-05	2022-05-10	33,686	179,661	8,983	2,246						
TPC Offshore Windfarm Phase 1	56,755	2019-01-21	2020-04-07	45,404	11,351								

Appx.5. Fengmiao 2 매출 인식 시점 추정

단계	Fengmiao 1	Fengmiao 2 추정
디벨로퍼 선정	2022.12	2024.08
행정계약 서명	2023.08	2025.05
재킷 계약 체결	2024.06 (선정+18개월)	26년 상반기 (선정+20개월)
Financial Close	2025.03	27년 초
제작 착수	2025.04	27년 중
매출 인식 시작	25년	27년 하반기~28년

Appx.6. 매출원가 및 판관비 계정 추정 논리

원재료비

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
원재료비	**36,138**	**28,084**	**98,929**	**142,654**	**179,752**	**277,034**	**420,088**	**302,323**	**596,167**	**430,243**	**530,306**	**689,210**
매출	123,069	143,966	384,532	427,239	503,060	691,830	925,836	662,616	965,388	1,065,405	1,313,188	1,706,680
해상풍력	41,698	55,394	127,436	245,904	358,419	478,478	516,309	240,057	325,577	750,054	971,373	1,332,616
% of Sales	*33.9%*	*38.5%*	*33.1%*	*57.6%*	*71.2%*	*69.2%*	*55.8%*	*36.2%*	*33.7%*	*70.4%*	*74.0%*	*78.1%*
그 외	81,371	88,572	257,096	181,335	144,641	213,352	409,527	422,559	639,811	315,351	341,815	374,064
% of Sales	*66.1%*	*61.5%*	*66.9%*	*42.4%*	*28.8%*	*30.8%*	*44.2%*	*63.8%*	*66.3%*	*29.6%*	*26.0%*	*21.9%*
원재료비 % of Sales	*29.4%*	*19.5%*	*25.7%*	*33.4%*	*35.7%*	*40.0%*	*45.4%*	*45.6%*	*61.8%*	*40.4%*	*40.4%*	*40.4%*

인건비 추정

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
총 인건비	**54,304**	**61,730**	**63,494**	**70,290**	**74,119**	**86,698**	**106,015**
매출원가 인건비	34,840	46,049	45,169	50,296	53,791	65,065	82,969
총 매출	691,830	925,836	662,616	965,388	1,065,405	1,313,188	1,706,680
판관비 인건비	19,464	15,681	18,325	19,994	20,328	21,633	23,046
급여	8,219	12,538	13,464	14,683	15,890	17,195	18,608
퇴직급여	9,939	526	1,096	1,458	1,027	1,027	1,027
복리후생비	971	2,061	3,113	3,343	2,839	2,839	2,839
교육훈련비	335	416	465	428	436	436	436
주식보상비용	-	140	187	82	137	137	137

지급수수료 및 임차료

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
지급수수료 및 임차료	**45,801**	**44,659**	**43,268**	**36,880**	**52,473**	**56,484**	**60,800**
수주잔고	2,058,314	1,284,572	1,196,760	1,234,153	1,561,661	1,681,011	1,809,482

외주용역비 추정

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
외주가공비 추정	**172,309**	**227,572**	**122,240**	**121,676**	**287,295**	**363,915**	**488,978**
해상풍력 매출	478,478	516,289	240,057	325,577	750,054	971,373	1,332,616
해상풍력 매출/총매출(%)	*69.2%*	*55.8%*	*36.2%*	*33.7%*	*70.4%*	*74.0%*	*78.1%*

Appx.7. 추정 감가상각비 및 유형자산

감가상각비 (CapEx 반영 전)			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	1,937	1,937	1,937
구축물	3,897	3,897	3,897
기계장치	3,385	3,385	3,385
차량운반구	69	69	69
선박	10	10	10
공구와기구	552	552	552
사무용비품	797	797	797
시설물자산	11	11	11
사용권자산	5,102	-	-
합계	15,762	10,660	10,660

유지 CapEx			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	1,937	1,937	1,937
구축물	3,897	3,897	3,897
기계장치	3,385	3,385	3,385
차량운반구	69	69	69
선박	10	10	10
공구와기구	552	552	552
사무용비품	797	797	797
시설물자산	11	11	11
사용권자산	-	-	-
합계	10,660	10,660	10,660

확장 CapEx			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	67,973	-	-
구축물	254,627	-	-
기계장치	407,051	-	-
차량운반구	-	-	-
선박	-	-	-
공구와기구	-	-	-
사무용비품	-	-	-
시설물자산	-	-	-
사용권자산	-	-	-
합계	729,652	-	-

유형자산상각비 (CapEx 반영 후)			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	1,937	3,685	3,733
구축물	3,897	14,238	14,394
기계장치	3,385	13,646	30,974
차량운반구	69	81	93
선박	10	12	11
공구와기구	552	608	663
사무용비품	797	817	957
시설물자산	11	11	11
사용권자산	5,102	-	-
합계	15,762	33,098	50,835

감가상각비 안분				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2024
매출원가	13,558	20,004	27,225	16,085
% of 감가상각비	*90.0%*	*91.1%*	*93.0%*	*87.8%*
판매비와 관리비	1,514	1,958	2,043	2,227
% of 감가상각비	*10.0%*	*8.9%*	*7.0%*	*12.2%*

Appx.8. 무형자산상각비 추정

감가상각비 (CapEx 반영 전)			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	328	328	-
회원권	-	-	-
그외 무형자산	412	412	412
합계	740	740	412

무형자산 CapEx			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	328	328	-
회원권	-	-	-
그외 무형자산	412	412	412
합계	740	740	412

무형자산상각비 (CapEx 반영 후)			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	410	416	87
회원권	-	-	-
그외 무형자산	481	550	618
합계	891	965	706

Appx.9. 유·무형자산 및 건설중인자산 기말 추정

유형자산 CapEx 추정			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
토지	-	-	-
건물	69,910	1,937	1,937
구축물	258,525	3,897	3,897
기계장치	410,436	3,385	3,385
차량운반구	69	69	69
선박	10	10	10
공구와기구	552	552	552
사무용비품	797	797	797
시설물자산	11	11	11
사용권자산	-	-	-
합계	740,312	10,660	10,660

계정별 유형자산 기말 항목			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
토지	334,698	334,698	334,698
건물	175,094	398,005	396,209
구축물	122,991	242,916	232,419
기계장치	201,896	506,495	478,906
차량운반구	278	266	243
선박	84	83	82
공구와기구	34,897	94,709	94,599
사무용비품	2,392	2,373	2,213
시설물자산	86	86	85
사용권자산	-	-	-
건설중인자산	740,312	10,660	10,660
합계	1,612,727	1,590,289	1,550,114

무형자산 CapEx			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	328	328	-
회원권	-	-	-
그외 무형자산	412	412	412
합계	740	740	412

계정별 무형자산 기말 항목			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	574	487	399
회원권	581	581	581
그외 무형자산	1,168	1,031	824
합계	2,323	2,098	1,804

기말 건설중인 자산			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
기초건설중인자산	415,770	740,312	10,660
건설중인자산 취득	740,312	10,660	10,660
건설중인자산 대체	415,770	740,312	10,660
토지	-	-	-
건물	126,670	226,596	1,937
구축물	76,222	134,163	3,897
기계장치	178,198	318,245	3,385
차량운반구	69	69	69
선박	10	10	10
공구와기구	33,792	60,420	552
사무용비품	797	797	797
시설물자산	11	11	11
사용권자산	-	-	-
기말건설중인자산	740,312	10,660	10,660

건설중인자산안분비율					
(단위: %)	2022	2023	2024	2025	평균
건물	40.6%	11.6%	62.0%	9.1%	30.8%
구축물	9.3%	24.4%	3.7%	34.1%	17.9%
기계장치	44.0%	57.9%	16.2%	54.5%	43.2%
공구와기구	6.2%	6.2%	18.1%	2.3%	8.2%
기말건설중인자산	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Appx.10. 기타손익 및 금융손익 추정

기타손익							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기타수익	**6,421**	**5,480**	**34,686**	**6,849**	**4,122**	**4,123**	**4,123**
외환차익	5,031	2,564	2,069	2,031	2,221	2,221	2,221
외화환산이익	20	31	263	53	116	116	116
유형자산처분이익	313	1,176	187	106	-	-	-
무형자산처분이익	-	312	-	77	-	-	-
잡이익	393	921	1,601	2,810	1,777	1,777	1,777
기타대손충당금환입	652	471	53	164	-	-	-
배당금수익	11	5	8	10	8	9	9
확장계약평가이익	-	-	30,506	-	-	-	-
유형자산평가이익	-	-	-	1,596	-	-	-
지분법투자주식처분이익	-	-	-	1	-	-	-
기타비용	**9,601**	**4,401**	**4,665**	**15,652**	**5,099**	**5,015**	**5,155**
기타의대손상각비	198	4	47	1,878	83	83	83
외환차손	2,335	989	1,804	2,747	1,847	1,847	1,847
외화환산손실	1,545	92	393	279	255	255	255
기부금	181	148	111	128	129	129	129
유형자산처분손실	1,618	131	22	25	-	-	-
무형자산처분손실	-	-	6	47	-	-	-
유형자산평가손실	-	-	-	120	-	-	-
확정계약평가손실	-	-	-	7,390			
잡손실	3,724	3,037	2,281	3,038	2,785	2,701	2,842

금융손익							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
금융수익	**7,366**	**15,640**	**9,370**	**14,473**	**954**	**2,750**	**8,017**
이자수익	4,649	6,161	3,731	3,132	954	2,750	8,017
외환차익	1,632	2,306	1,319	227	-	-	-
외화환산이익	-	13	413	37	-	-	-
통화선도거래이익	7	262	-	-	-	-	-
통화선도평가이익	781	110	-	-	-	-	-
파생상품평가이익	-	6,744	3,905	8,381	-	-	-
파생상품거래이익	-	-	2	2,695	-	-	-
금융자산처분이익	268	44	-	-	-	-	-
금융자산평가이익	29	-	-	-	-	-	-
금융비용	**41,331**	**29,224**	**63,540**	**19,243**	**12,891**	**25,396**	**25,366**
이자비용	26,434	21,706	20,334	12,603	9,019	21,524	21,493
외화차손	1,484	1,279	202	474	-	-	-
외화환산손실	494	299	6	90	-	-	-
통화선도평가손실	164	-	-	-	-	-	-
보증료	3,080	4,241	3,273	4,103	3,872	3,872	3,872
통화선도거래손실	5,637	1,342	-	-	-	-	-
파생상품평가손실	3,547	148	34,044	1,695	-	-	-
파생상품거래손실	-	-	5,681	277	-	-	-
투자자산처분손실	475	-	-	-	-	-	-
금융자산처분손실	16	103	-	-	-	-	-
사채상환손실	-	106	-	-	-	-	-

유효이자율					
(단위 : %)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
단기차입금	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
장기차입금	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
이자부자산	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

장기차입금의 차입					
(단위 : 백만 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
장기차입금의 차입	-	300,000	-	-	-

유상증자					
(단위 : 백만 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
유상증자	-	300,000	-	-	-

Debt Financing					
(단위 : 백만 원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
기초 현금	70,888	22,995	30,746	157,901	344,924
최소 현금	10,654	13,132	17,067	-	-
여유 현금의 7%	4,216	690	958	11,053	24,145
상환 단기차입금	2,951	483	670	7,737	16,901
상환 장기차입금	1,265	207	287	3,316	7,243

이자수익							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2027E
이자수익	**4,649**	**6,161**	**3,731**	**3,132**	**954**	**2,750**	**8,017**
이자부자산	**293,650**	**127,625**	**106,425**	**35,939**	**103,567**	**301,966**	**574,291**
현금및 현금성 자산	86,210	44,778	70,888	22,995	66,265	193,205	367,445
단기예금	136,000	78,130	30,684	865	1,594	7,264	13,815
장기금융상품	71,441	4,718	4,853	12,080	34,811	101,497	193,031
유효이자율(%)	*3.7%*	*2.1%*	*2.9%*	*2.9%*	*2.7%*	*2.7%*	*2.7%*

단기차입금				
(단위 : 백만 원)	2026E	2027E	2028E	2029E
기초 단기차입금	108,676	105,725	105,241	104,571
단기차입금의 상환	2,951	483	670	7,737
기말 단기차입금	105,725	105,241	104,571	96,834
유효이자율(%)	*4.5%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.5%*
이자비용	4,847	4,715	4,694	4,664

장기차입금				
(단위 : 백만 원)	2026E	2027E	2028E	2029E
기초 장기차입금	98,628	397,363	397,156	396,869
장기차입금의 상환	1,265	207	287	3,316
장기차입금의 차입	300,000	-	-	-
기말 장기차입금	397,363	397,156	396,869	393,553
유효이자율(%)	*4.2%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.2%*
이자비용	4,172	16,808	16,800	16,788

Appx.11. 법인세 추정

법인세비용 추정							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
법인세비용(환입)	**6,782**	**5,550**	**777**	**8,424**	**21,862**	**23,953**	**33,498**
법인세비용차감전순이익(손실)	34,796	63,099	17,648	45,935	111,834	122,428	170,778
유효법인세율(%)	*19.5%*	*8.8%*	*4.4%*	*18.3%*	*19.5%*	*19.6%*	*19.6%*

Appx.12. Peer 상장사와 PBR 비교

Peer 상장사와 PBR 비교						
(단위: 백만 원)	기초자본	기말자본	당기순이익	시가총액	ROE	PBR
씨에스윈드	1,148,662	1,153,059	34,701	2,855,000	3.0%	2.5
LS마린솔루션	208,157	628,073	8,356	1,528,000	2.0%	3.7
동사	708,803	814,544	37,511	1,602,600	4.9%	2.1

Appx.13. PBR-ROE 매트릭스

PBR-ROE 매트릭스 (Gordon Growth Model)					
ROE(하) / 성장률(우)	3.0%	4.0%	5.4%	6.5%	7.5%
8%	1.1x	1.1x	**1.2x**	1.4x	5.0x
9%	1.3x	1.4x	**1.6x**	2.3x	15.0x
10%	**1.5x**	**1.7x**	**2.1x**	**3.2x**	**25.0x**
11%	1.7x	1.9x	**2.6x**	4.1x	35.0x
12%	2.0x	2.2x	**3.0x**	5.0x	45.0x
13%	2.2x	2.5x	**3.5x**	5.9x	55.0x

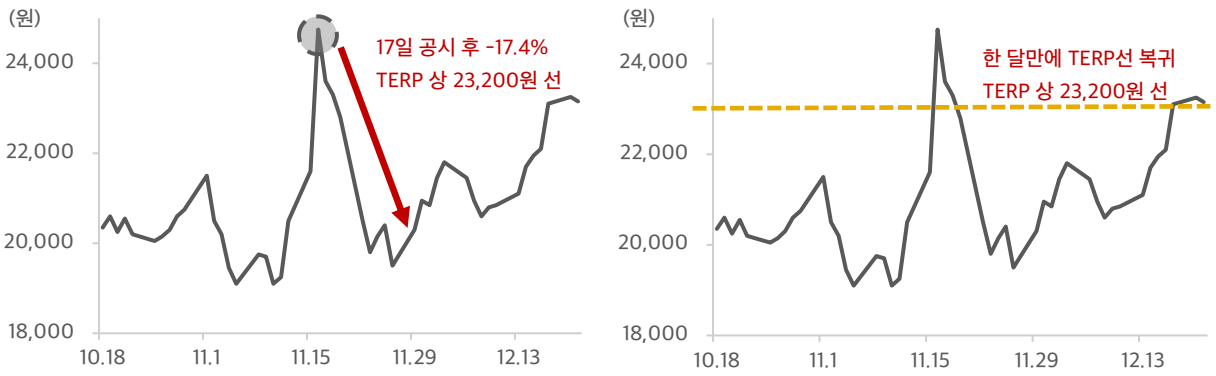
Appx.14. 듀퐁분석

듀퐁 분석															
(단위: 백만 원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026E	2027E	2028E
ROE	6.4%	8.3%	7.6%	8.3%	5.9%	3.2%	3.7%	2.3%	2.3%	3.1%	3.2%	4.7%	8.9%	7.9%	10.0%
TTM 매출액	740,546	828,926	881,171	925,836	833,218	748,633	710,819	662,616	792,670	859,938	953,911	965,388	1,065,405	1,313,188	1,706,680
TTM 당기순이익	33,786	45,829	47,348	57,475	41,112	22,556	25,937	16,390	16,668	22,416	24,503	37,796	89,972	98,475	137,280
총자산	1,337,027	1,400,577	1,442,387	1,431,907	1,506,257	1,447,980	1,376,906	1,421,942	1,392,172	1,316,193	1,158,732	1,148,242	1,502,932	1,913,504	2,048,400
지배주주자본	541,234	562,589	686,889	694,621	698,771	701,600	710,742	708,803	713,231	735,594	777,114	814,544	1,204,517	1,302,991	1,440,271
순이익률(%)	*4.6%*	*5.5%*	*5.4%*	*6.2%*	*4.9%*	*3.0%*	*3.6%*	*2.5%*	*2.1%*	*2.6%*	*2.6%*	*3.9%*	*8.4%*	*7.5%*	*8.0%*
자산회전율(%)	*57.9%*	*60.6%*	*62.0%*	*64.4%*	*56.7%*	*50.7%*	*50.3%*	*47.3%*	*56.3%*	*63.5%*	*77.1%*	*83.7%*	*70.9%*	*68.6%*	*83.3%*
재무레버리지(%)	*240.8%*	*248.0%*	*227.5%*	*208.1%*	*210.9%*	*211.0%*	*200.0%*	*197.2%*	*197.9%*	*186.9%*	*163.6%*	*144.9%*	*148.9%*	*152.6%*	*149.3%*

Appx.15. 추정 자본변동표

추정 자본변동표							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초자본	140,418	520,772	694,621	708,803	814,544	1,204,517	1,302,991
(+) 당기순이익	**28,014**	**57,549**	**16,871**	**37,511**	**89,972**	**98,475**	**137,280**
(-) 배당금	-	-	-	-	-	-	-
배당성향(%)	***0.0%***	***0.0%***	***0.0%***	***0.0%***	***0.0%***	***0.0%***	***0.0%***
(+) 그외 자본변동	352,340	116,299	(2,689)	68,231	300,000	-	-
기말자본	520,772	694,621	708,803	814,544	1,204,517	1,302,991	1,440,271
가중평균자본	**330,595**	**607,696**	**701,712**	**761,674**	**1,009,531**	**1,253,754**	**1,371,631**
ROE(%)	***8.5%***	***9.5%***	***2.4%***	***4.9%***	***8.9%***	***7.9%***	***10.0%***

Appx.16. 21년 유상증자 당시 주가의 변화



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.