



친환경에너지

성장하는 글로벌 풍력시장 주요업체

스몰캡. 박찬솔, 3773-9955

글로벌 풍력 투자가 본격적으로 시작된다

(1) 글로벌하게 친환경 투자를 경기 부양책으로 선택

친환경 투자는 사실상 세계 경제 회복을 위한 인프라 부양책이다. 기존에도 저성장 경제에서 벗어나지 못했던 유럽, 경제 성장성이 둔화되며 신성장동력을 찾던 중국, 제조업을 Offshoring 하면서 일자리와 고용률 개선이 중요했던 미국은 코로나19로 경기가 무너지자 경기 회복을 위한 방법으로 다양한 옵션 중 친환경 인프라 투자를 선택했다.

코로나19는 기존에도 있던 변화를 촉진시켰다는 평가를 받고 있고 있는데, 주요 미국 소프트웨어, 홈퍼니싱, 헬스케어, 온라인 리테일 등 코로나19 수혜 기업들로 분류된 기업 CEO들이 컨퍼런스 콜에서 코로나19로 한 분기 동안에 몇 개의 분기, 아니면 몇 년의 실적을 조기 달성했다고 코멘트 하는 것으로 자주 들을 수 있었다.

또 코로나19 이전에 성장하던 기업들이 코로나19 발생 이후 전반적으로 더 크게 성장하는 모습이었다. 이는 코로나19라는 위기 상황에서 기존에 잘 성장하고 있던 기업들이 상대적으로 재무 건전성과 사업 기초체력 등이 튼튼했기 때문에 위기에 더 유동적으로 대응하는 것이 가능했기 때문이다.

풍력 기업들도 이와 마찬가지로 코로나19 이전에도 꾸준히 성장하고 있었는데 코로나19가 그 추세를 가속화시켰다고 볼 수 있다. 글로벌 주식 시장이 반등하던 2020년 3월 말에는 글로벌 풍력과 태양광 업체들이 그린 부양책으로 고성장이 전망이 되면서 주가가 크게 상승하기 시작했다. 친환경 에너지 중 LCOE(균등화발전비용)이 지속적으로 낮아지고 있고 고용창출 효과가 뛰어난 풍력과 태양광 산업에 대한 대규모 투자 내용들이 추가 적으로 발표되면서부터이다.

유럽 그린딜에 대한 계획은 사실 코로나19 이전인 2019년 12월 11일 발표되었다. 다만 신재생에너지 패러다임 시프트가 코로나19로 실행이 가속화된 것이기 때문에 앞으로 생각보다 매우 빠른 산업 성장이 예고된다.

유럽 그린딜 발표 관련 내용

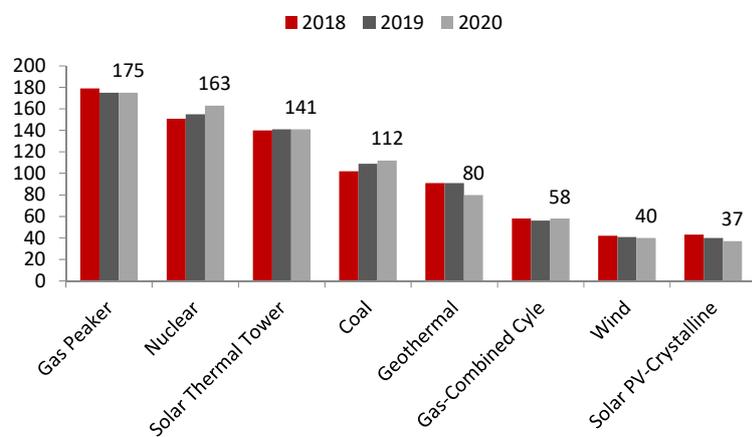
일자	발표 내용
2019년 12월 11일	European Green Deal
2020년 1월 14일	European Green Deal Investment Plan, Just Transition Mechanism
2020년 3월 4일	European Climate Law 제시, European Climate Pact
2020년 3월 10일	European Industrial Strategy
2020년 3월 11일	Circular Economy Action Plan
2020년 5월 20일	'Farm to fork strategy'
2020년 5월 20일	EU Biodiversity Strategy for 2030
2020년 7월 8일	EU strategies for energy system integration and hydrogen
2020년 9월 17일	2030 Climate Target Plan
2020년 11월 19일	Offshore Renewable Energy

자료 : European Commission, SK 증권

주요 투자 대상으로 풍력과 태양광 산업이 주목된 이유로는 재생에너지 중 LCOE 비용이 낮은 것이 주요 요인이라고 판단한다. 2020년 기준으로 평균 풍력 에너지 LCOE는 \$40/MWh(2010년 \$124/MWh, 2015년 \$55/MWh)으로 지속적인 하락 추세가 확인된다. 풍력은 설치 면적이 적고, 해상 설치도 효과적이며, 전력 생산력이 상대적으로 우수하다는 평가가 일반적이다.

발전원별 2018~2020 LCOE 비교

(\$/MWh)

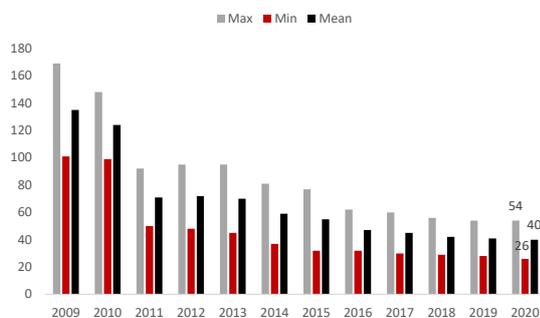


자료 : Lazard, SK 증권

그뿐만 아니라 LCOE 최소값은 2020년 \$26/MWh을 기록하면서 장기적으로도 지속 가능한 에너지원이라는 인식이 자리잡고 있으며, 산업 육성을 통한 규모의 경제 달성과 기술 발전으로 풍력 관련 설치 비용 및 제품 생산단가 하락으로 추가적인 LCOE 값 하락이 있을 것이다. 지난 5년간에도 육상 및 해상 풍력 제품 대형화 등으로 LCOE 비용은 지속적으로 하락해 왔다.

풍력 에너지 LCOE 하락 추세

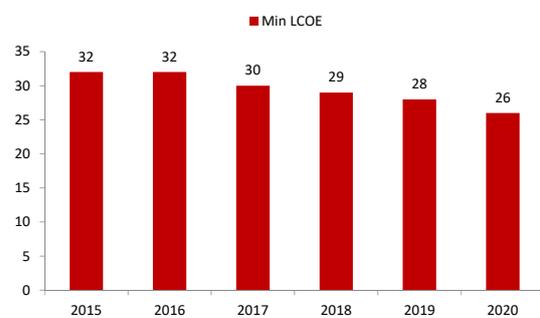
(\$/MWh)



자료 : GWEC, Lazard, SK 증권

보조금 제외한 풍력 에너지 LCOE(Min 값)

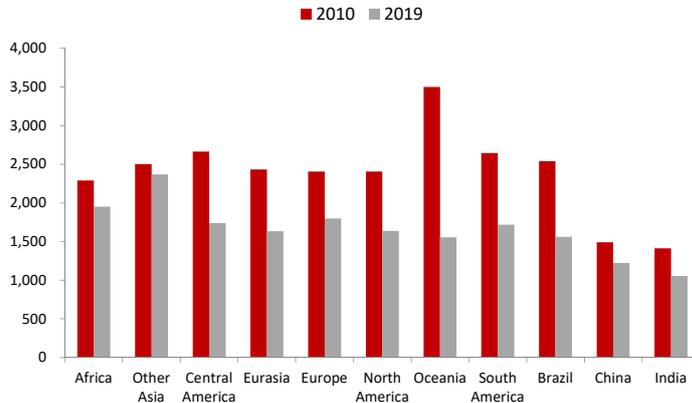
(\$/MWh)



자료 : GWEC, Lazard, SK 증권

지역별 육상용 풍력 설치 프로젝트 비용 감소 추이

(\$/KWh)



자료 : IRENA, SK 증권

(2) 코로나 19 이전과 이후의 상황

GWEC 는 2020 년 초 글로벌 풍력 신규 설치량을 약 76.0GW 으로 전망했다. 2021~2024 년에는 연평균 71GW 신규 설치를 할 것을 내다봤다. 이중 해상 풍력 설치량은 연간 약 12~15GW 수준이었고, 육상 기준으로는 미국과 중국 설치량이 전체 설치량 중 50%를 차지할 것으로 예상되어 앞으로도 양국의 시장이 크게 성장할 예정이다.

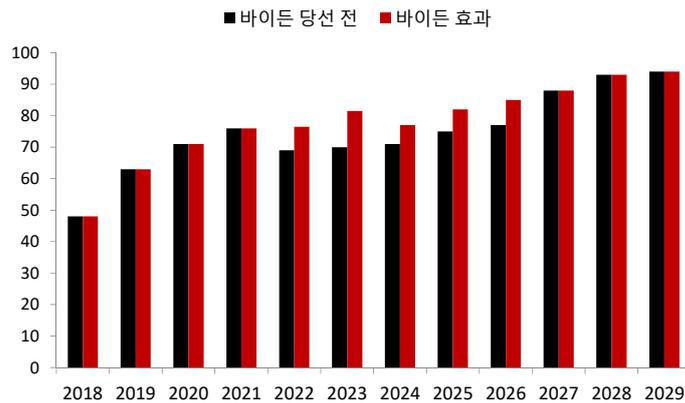
하지만 세계적으로 코로나 19 에 영향을 받으면서 2020 년에는 기존 전망에서 약 20% 감소한 60.8GW 를 달성할 수도 있다는 우려가 제기되었다. 하지만 2020 년 11 월 기준으로 보면 2020 년 글로벌 설치량은 71~75GW 로 예상되고 있다. 또 2021 년에는 2020 년에 지연된 프로젝트 등을 감안해 약 78.0GW 의 신규 설치가 전망된다. 코로나 19 상황에서도 생각보다 설치가 많이 줄지 않았고, 심지어 해상 풍력 설치 기준 2020 년 전망치가 5% 상향되어 6.5GW 가 설치될 것으로 보고 있다(중국 내 설치량 증가로 인한 상향 조정).

따라서 향후 글로벌 풍력 시장은 2018~2029 연평균 6.7% 성장할 것으로 예상되는 가운데, 해상 풍력 시장은 연평균 20%대의 성장률을 보일 것으로 전망된다. 해상 풍력은 이번 코로나 19 환경에서도 지속적으로 성장하는 모습을 보이면서 2019 년 기준 전체 풍력 설치 시장 중 10%를 차지했던 해상 풍력이 2025년까지는 20% 수준 이상을 달성할 것으로 보고 있다. 또, 2025년부터는 개발 프로젝트가 설치 단계에 돌입하면서 해상 풍력 시장은 더욱 크게 성장할 것으로 예상된다.

바이든 당선으로 향후에도 시장 전망치가 상향 되겠지만 현재로는 2022~2026 년 사이에 약 30~40GW 가 상향될 것으로 보고 있다. 1Q20 에 세부적인 미국 친환경 투자안이 발표되면 추가 업데이트가 가능할 것으로 보인다.

글로벌 풍력 신규 설치량 전망

(단위 : GW)

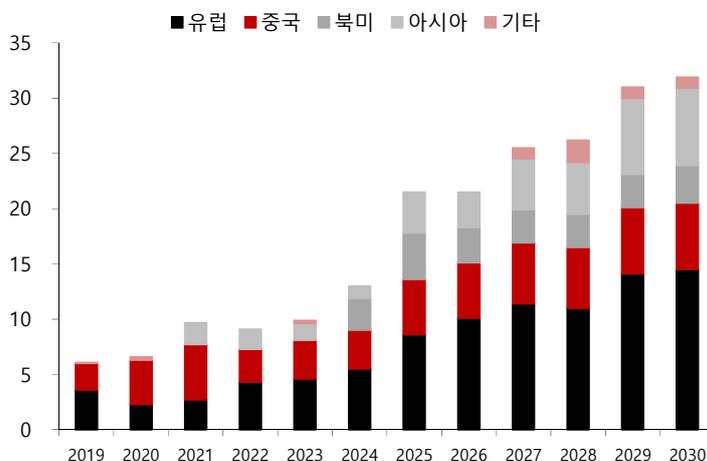


자료 : Wood Mackenzie(20.09), SK 증권

코로나 19 발생 후 여러 국가들이 탄소 중립 선언과 함께 친환경 부양책을 발표했다. 중국은 처음으로 2060년까지 탄소중립 목표를 선언했고, 유럽에서는 2030년까지 해상 풍력 60GW, 2060년까지 300GW를 설치하겠다는 논의가 진행 중이며, 미국은 기존 2050년 해상 풍력 목표치 계획을 앞당기는 모습을 보였다. 또 대만 시장에서 2035년까지 15.7GW의 해상 풍력 투자를 발표하며 미국과 함께 신흥 해상 풍력 시장으로 주목을 받고 있다.

글로벌 해상 풍력 신규 설치 전망

(단위 : GW)



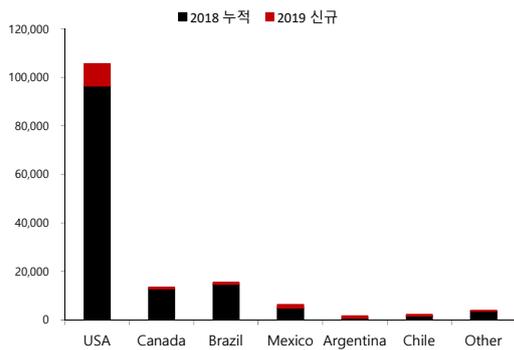
자료 : Wood Mackenzie, SK 증권
 주 : 그린딜 바이든 당선 미반영

해상 풍력 시장에서 향후 성장이 주목되는 시장을 구분하면 선진 시장(영국, 독일, 덴마크, 네덜란드, 벨기에, 중국), 신흥 시장(대만, 일본, 베트남, 대한민국, 미국 북동부 해안 지역), 개발 및 계획 단계 시장(브라질, 멕시코, 인도, 호주, 스리랑카) 등이 있다.

(3) 지역별 설치현황

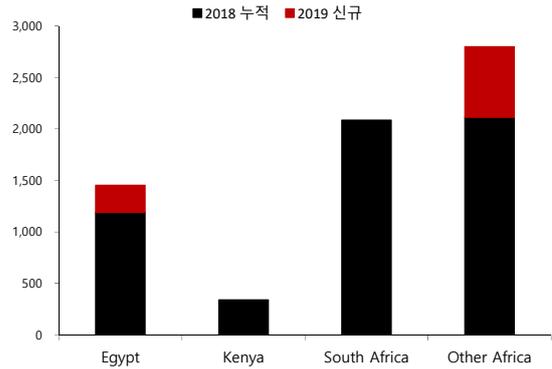
지역별로 시장을 구분하면 육상 풍력 시장에서는 중국이 설치 규모에서 압도적인 1위를 달리고 있다. 육상에서만 2019년까지 약 230GW 설치를 완료했다. 2위는 미국인데, 105GW 수준으로 중국의 반에 못 미치고 있는 수준이다. 기타 주요 국가는 독일, 프랑스 영국이 있으며 각각 54GW, 17GW, 14GW을 설치했다.

미주 지역 육상 풍력 설치량 (단위: MW)



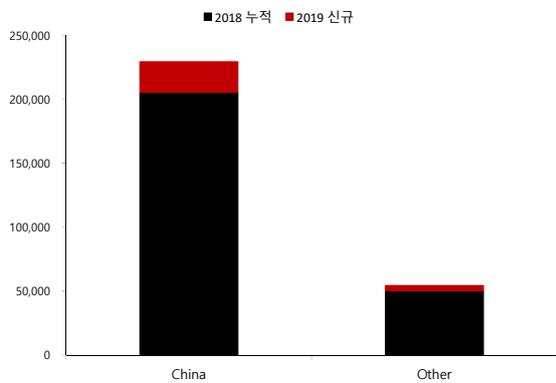
자료 : GWEC, SK 증권

중동 및 아프리카 지역 육상 풍력 설치량 (단위: MW)



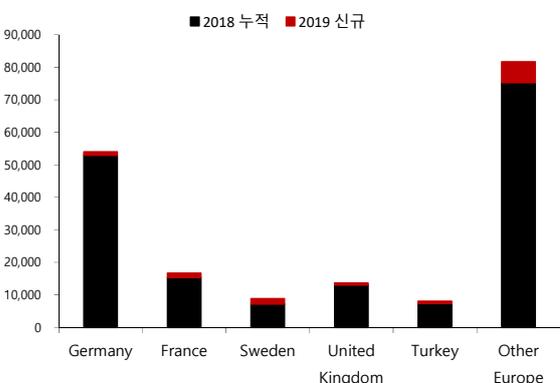
자료 : GWEC, SK 증권

아시아 지역 육상 풍력 설치량 (단위: MW)



자료 : GWEC, SK 증권

유럽 지역 육상 풍력 설치량 (단위: MW)

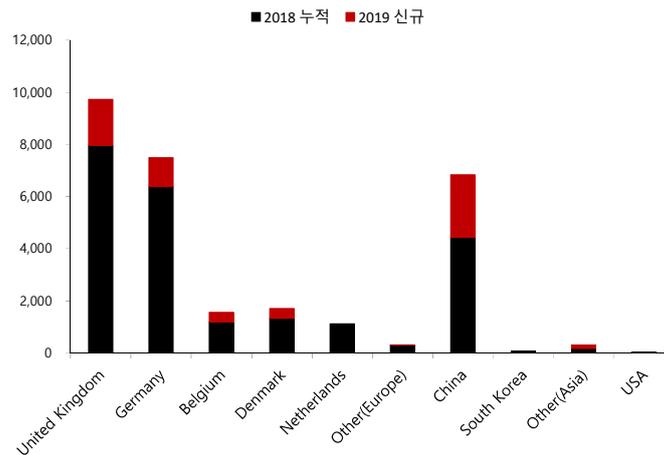


자료 : GWEC, SK 증권

해상 풍력 설치 기준으로는 2019년까지 영국이 앞서고 있으며 9.7GW 수준이다. 중국은 6.8GW, 독일은 7.5GW를 설치한 상황이다. 다만 중국의 해상 풍력 설치 규모를 볼 때 1~2년 이내로 영국을 앞지를 것으로 예상된다.

글로벌 지역 해상 풍력 설치량

(단위: MW)



자료: GWEC, SK 증권

(4) 주요 국가 및 지역별 투자 계획

유럽이 Green Recovery Plan, Green Deal 등을 발표하면서 2030년까지 최소 60GW, 2050년까지 300GW의 해상풍력 설치하는 목표를 논의 단계에 있다. 2050년까지 탄소 중립을 감안한 투자라면 2050년까지 450GW 설치 목표를 설정할 수도 있다는 의견도 있다. 이중 영국의 목표는 2030년까지 40GW 해상 풍력 설치를 달성하는 것이다. 독일은 2030년 해상 풍력 목표치를 기존 15GW에서 20GW로 향했으며, 2040년까지 40GW를 달성하는 목표를 제시했다.

아시아에서는 중국이 처음으로 2020년 9월 UN 총회연설에서 2060년까지 탄소 중립을 달성할 것이라는 목표를 제시했다. 특히 2022년 동계 올림픽을 계기로 2022년까지 더 공격적인 투자를 예상할 수 있다. 2060년까지 탄소중립을 달성하기 위해서는 2021~2025년까지 풍력 발전설비를 연평균 50GW, 2026부터는 60GW 이상 설치해야 달성이 가능한 목표로 볼 수 있다. 일본은 2030년까지 육상 및 해상 풍력 10GW, 대만은 2035년까지 해상 풍력 15.7GW 설치할 계획이다. 국내는 2030년까지 해상 풍력 12.0GW, 육상풍력 5.7GW를 설치할 예정이다. 베트남은 2025년까지 12GW 설치를 예상한다.

미국의 경우 바이든의 2035년까지의 탄소중립 공약이 중요하다. 기존 미국 해상 풍력 설치 계획은 2050년까지 해상 풍력 86GW 였는데, 설치 계획이 앞당겨질 것으로 예상된다. 현재 바이든 정부가 들어서면 재생에너지 투자에 2조달러 투자가 계획되고 있으며, 2021년 1월 20일까지 보다 세부적인 투자계획을 발표할 것으로 본다.

2050년 해상 풍력 발전 단지 계획

(단위 : GW,%)

지역	해상 풍력발전량(GW)	비율 (%)
북동부 대서양 연안(North Atlantic)	28	33
남동부 대서양 연안 (South Atlantic)	19	22
서부 태평양 연안 (Pacific Coast)	17	20
오대호 (Great Lakes)	13	15
멕시코만 연안 (Gulf Coast)	9	10
합계	86	100

자료 : 2020 US Offshore Wind Conference(2020.6), SK 증권

이미 북동부 대서양 연안 6개 주는 목표치를 2050년에서 2035년으로 앞당겼다. 현재 목표치는 2035년까지 28.1GW를 설치하는 계획이다. New York 9.0GW, New Jersey 7.5GW, Virginia 5.2GW, Massachusetts 3.2GW, Connecticut 2.0GW, Maryland 1.2GW 이다. 앞으로도 재생에너지 투자 시기가 앞당겨지는 현상이 계속 이어질 것으로 예상된다. 그런 관점에서 국내 및 글로벌 풍력 시장과 함께 장기 성장할 씨에스윈드, 씨에스베어링, 삼강엠엔티에 장기 실적 성장성에 대한 긍정적인 뷰를 유지한다.

북동부 대서양 연안에 위치한 6개주의 해상 풍력 발전량 목표

(단위 : GW, 년)

해상 설치 목표 제시한 주	해상 풍력발전량(GW)	목표년도
Maryland	1.2	2030
Connecticut	2.0	2030
Virginia	5.2	2034
Massachusetts	3.2	2035
New Jersey	7.5	2035
New York	9.0	2035
합계	28.1	

자료 : 씨에스윈드, 언론사, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
박찬술

rightsearch@sk.co.kr
02-3773-9955

Company Data

자본금	86 억원
발행주식수	1,729 만주
자사주	93 만주
액면가	500 원
시가총액	20,829 억원
주요주주	
김성관(외21)	52.38%
국민연금공단	9.74%
외국인지분률	8.00%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(20/12/04)	120,000 원
KOSPI	2731.45 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	131,000 원
52주 최저가	19,700 원
60일 평균 거래대금	500 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.1%	-4.4%
6개월	191.1%	131.8%
12개월	238.5%	161.6%

씨에스윈드 (112610/KS | Not Rated)

풍력 타워의 실적 성장은 멈추지 않는다

- 미국 현지 생산기지 구축을 통해 미국 풍력 타워 수요 증가에 대응할 것
- 2025년 기준 14억달러(약 1.5조원) 규모 매출액 달성이 가능한 설비에 투자할 예정
- 설비투자 지역과 형태는 공개되지 않았지만, 빠른 투자 집행을 예상
- 미국에서 생산을 하게 되면서 반덤핑과세 우려는 해소되고, ASP 증가에도 기여
- 풍력 시장은 코로나19 상황에도 매우 회복력이 강한 모습을 보여
- 2020년 글로벌 풍력 설치량은 코로나19 발생 이전 전망에 6% 못 미치는 71GW로 전망 되는데, 강한 시장 회복력에 힘입어 씨에스윈드도 글로벌 고객사와 장기 성장할 것으로 판단

글로벌 1위 풍력 타워 업체

씨에스베어링은 풍력 타워 제조 업체이며, 글로벌 시장(ex 중국시장) 점유율은 16% 수준이다. 지멘스 가메사, 베스타스, GE 등 글로벌 3대 터빈사를 고객으로 두고 있으며 고객사 내에서도 매우 높은 점유율을 유지 중이다. 과거 풍력 신규 설치가 부진한 모습을 보인 가운데서도 씨에스베어링 인수, 고객사 내 점유율 확대 등으로 실적이 성장하는 모습을 보이며 풍력 타워 시장에서 강자임을 입증했다. 현재 베트남, 말레이시아, 중국, 영국, 터키, 대만 등에 주요 생산기지를 보유하고 있으며 최근 미국 현지 공장 설립을 위한 유상증자 결정 공시를 한 바 있다. 유상증자를 통해 조달한 금액 중 약 3,000억원을 미국 내 생산기지 구축에 사용할 예정이며, 현지 생산 기지 구축 방법과 기지 위치에 대한 논의 단계에 있다. 미국 6개주에서 해상 풍력 목표치를 발표 후 목표치 상향 조정 등을 해왔는데, 관련된 투자에 대응하기 위한 최적의 장소를 모색 중인 것으로 파악된다.

미국 현지에서도 빠르게 생산을 확대를 할 것

미국 현지 생산은 시장 상황에 맞춰 최대한 빠르게 진행될 것으로 생각되며, 현재 계획은 2022년 공장 완공이다. 과거 베트남산 풍력 타워에 대한 높은 미국의 반덤핑 관세가 결정되고, 말레이시아산도 제소 대상으로 올라오면서 미국 현지 생산에 대한 기대가 있었던 것이 사실이다. 최근까지 미국 투자에 망설였던 이유는 연간 7~9GW 설치 규모의 육상 풍력 위주 시장이었기 때문에 수요에 대한 의문이 있었던 것으로 보인다. 그러나 바이든 당선 이후 육상뿐만 아니라 해상 투자도 공격적으로 진행될 것으로 예상되며 이번 투자를 통한 성장으로 실적이 한단계 레벨업되는 계기가 될 것으로 판단한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	3,292	2,971	3,112	3,122	5,022	7,994
yoy	%	11.0	-9.8	4.7	0.3	60.9	59.2
영업이익	억원	688	364	-237	354	327	601
yoy	%	94.4	-47.1	적전	흑전	-7.5	83.7
EBITDA	억원	814	498	-87	498	481	816
세전이익	억원	617	258	-168	419	68	399
순이익(지배주주)	억원	571	214	-173	389	59	319
영업이익률%	%	20.9	12.3	-7.6	11.3	6.5	7.5
EBITDA%	%	24.7	16.8	-2.8	16.0	9.6	10.2
순이익률	%	17.4	7.2	-5.5	12.5	1.4	4.3
EPS	원	3,917	1,236	-999	2,253	343	1,846
PER	배	6.8	20.2	N/A	11.6	80.5	20.6
PBR	배	1.4	1.2	0.9	1.3	1.4	1.7
EV/EBITDA	배	4.2	7.6	N/A	8.7	13.0	10.1
ROE	%	26.4	6.9	-5.5	13.0	2.0	9.9
순차입금	억원	-1,126	-545	-603	-194	1,332	1,402
부채비율	%	24.7	20.4	29.2	28.5	90.4	98.9

다시 한번 더 크게 성장할 준비를 하는 중

씨에스윈드 생산 국가별 최대 매출액 기준 CAPA 는 베트남(씨에스윈드 4,500 억원, 씨에스베어링 1,250 억원), 말레이시아(2500 억원), 중국(1,500 억원), 대만(1,000 억원), 터키(500 억원) 수준이다. 그리고 기타법인 및 기타 제품 매출을 합산하면 1.3 조원까지도 매출액 달성이 가능하다. 미국 투자는 3~4 년 안에 5,000 억원에서 1 조원 CAPA 가 추가되는 것으로 2030~2035 년까지 설치를 완료하겠다고 목표를 설정한 North Atlantic(동북부 대서양 연안)에 포함된 6 개주(New York, New Jersey, Virginia, Massachusetts, Connecticut, Maryland)는 28.1GW 라는 목표를 제시했다.

현재로는 사업이 가장 활발하게 되는 북동부 연안 중심으로 추진되고 있지만, 해당 주들의 설치 목표 시기가 계속 앞당겨지고 있기 때문에 북동부 연안 외 지역의 투자에도 주목해야 된다는 생각이다.

2050 년까지 미국 전 연안에서 86GW 규모의 해상 풍력발전을 계획

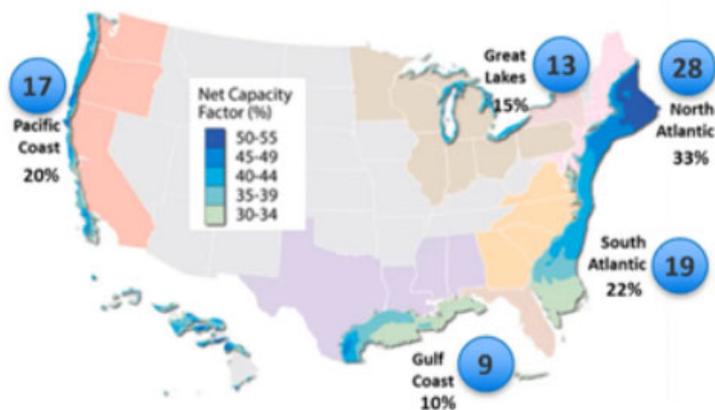
(단위 : GW, %)

지역	해상 풍력발전량(GW)	비율 (%)
North Atlantic	28	33
South Atlantic	19	22
Pacific Coast	17	20
Great Lakes	13	15
Gulf Coast	9	10
합계	86	100

자료 : 2020 US Offshore Wind Conference(2020.6), SK 증권

미국 해안 지역별 해상 풍력 발전량 목표

(단위 : GW)



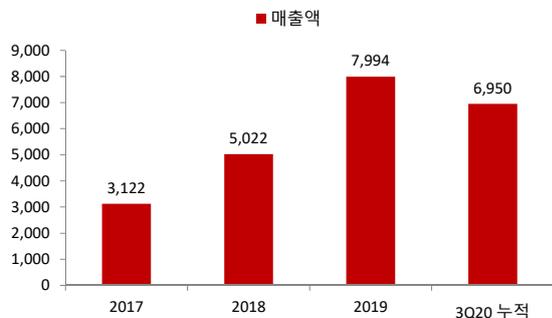
자료 : 2020 US Offshore Wind Conference(2020.6), SK 증권

미국뿐만 아니라 아시아권 풍력 타워 시장에도 주목할 필요가 있다. 대만의 경우 풍력 타워 업체 중 씨에스윈드만이 유일하게 현지 공장을 보유하고 있으며 씨에스윈드가 2025년까지 설치가 예정된 15.7GW를 전량 수주할 가능성이 있다. 그 외에도 베트남은 2025년까지 12.0GW를 설치할 것으로 예상되며, 2030년까지 일본 10.0GW, 국내 17.7GW 풍력 설치 목표를 제시하고 있다. 중국의 경우에는 2022년 동계 올림픽을 준비하는 단계에서 올해부터 중국 내 타워 공급 부족 현상이 있는 것으로 파악되며, 씨에스윈드는 중국 현지 설치를 위해 2020년 Envision에도 납품을 시작했다. Envision 향 매출이 2020년 연간 매출 비중의 12%를 기록할 것으로 보는데, 2021년에는 올림픽을 준비하면서 비중이 더 증가할 가능성이 높다는 판단이다.

씨에스윈드는 글로벌하게 생산기지를 보유하고 있고, 높은 글로벌 점유율과 글로벌 터빈 3사(베스타스, 지멘스 가메사, GE) 내 점유율은 향후 시장과 함께 성장할 것이라고 판단하는데 무리가 없다. 현재 씨에스윈드의 해상 풍력이 매출 비중의 15% 수준인데, 해상 풍력 시장이 본격 개화되면서 수익성 관점에서도 매우 긍정적인 수 있다는 판단이다. 2019년 누적 기준으로 글로벌 해상 풍력은 29.1GW가 설치되었고, 지역별로는 대부분은 영국(9.7GW), 독일(7.5GW), 중국(6.8GW)에 설치되었다. 새롭게 개화하는 미국, 대만 해상 풍력 시장에서 씨에스윈드의 잠재적인 실적 업사이드는 매우 크며, 성장은 이제 막 시작된 단계라는 판단이다.

씨에스윈드 매출액 추이

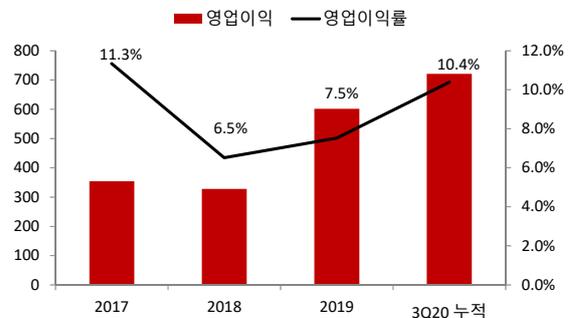
(단위: 억원)



자료 : 씨에스윈드, SK 증권

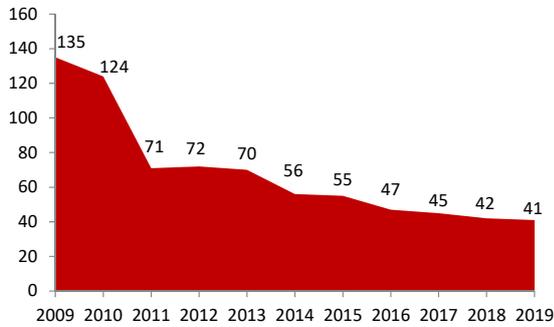
씨에스윈드 영업이익 및 영업이익률 추이

(단위: 억원 %)



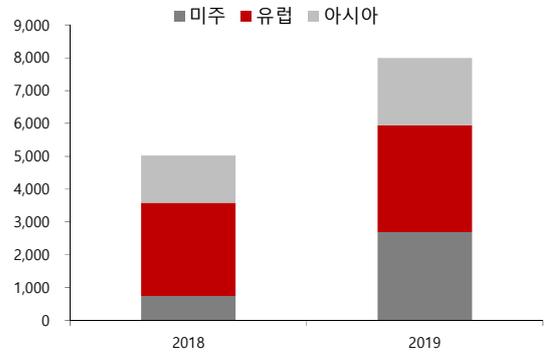
자료 : 씨에스윈드, SK 증권

풍력 Levelized Cost of Energy(LCOE) 추이 (단위: \$/MWh)



자료: 씨에스윈드, SK 증권

지역별 매출 추이 (단위: 억원)



자료: 씨에스윈드, SK 증권

씨에스윈드 풍력 타워 (단위: \$/MWh)



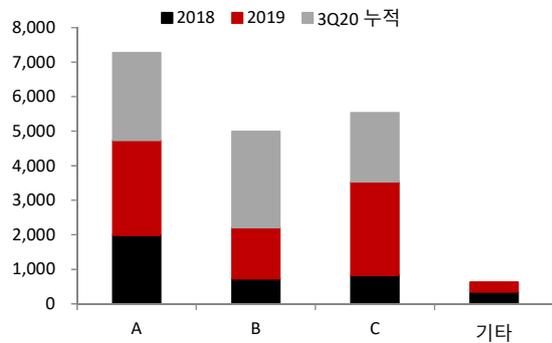
자료: 씨에스윈드, SK 증권

말레이시아 사업장 전경



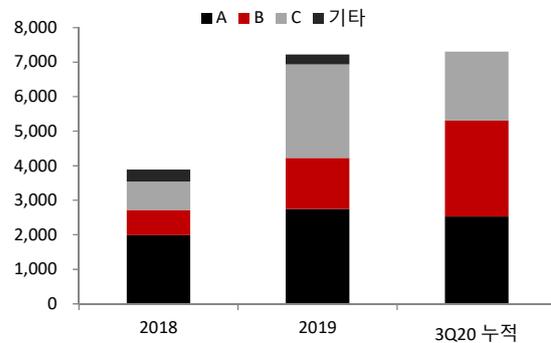
자료: 씨에스윈드, SK 증권

고객사별 풍력 타워 매출액 추이 (단위: 억원)



자료: 씨에스윈드, SK 증권

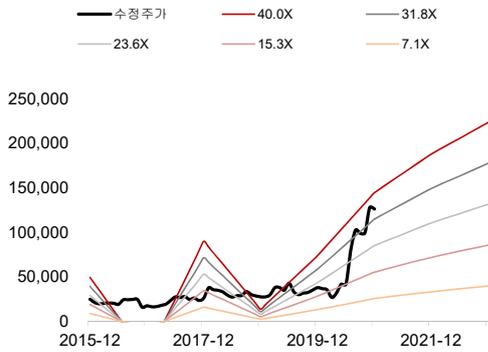
연도별 풍력 타워 매출액 추이 (단위: 억원)



자료: 씨에스윈드, SK 증권

씨에스윈드 P/E Band Chart

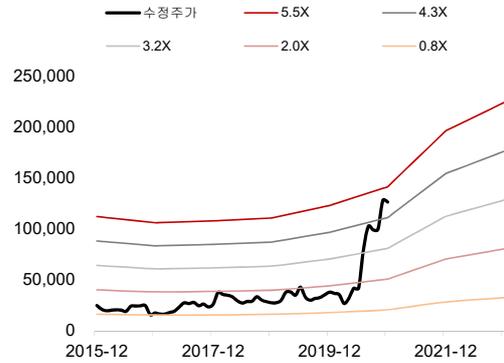
(단위 : 원, 배)



자료 : 씨에스윈드, SK 증권

씨에스윈드 P/B Band Chart

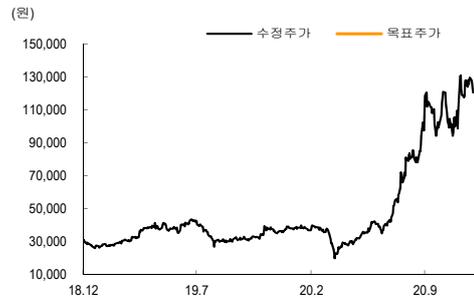
(단위 : 원, 배)



자료 : 씨에스윈드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2020.12.07	Not Rated				
2020.11.05	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 12월 7일 기준)

매수	86.82%	중립	13.18%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	2,504	2,296	2,159	3,867	4,267
현금및현금성자산	530	561	449	401	839
매출채권및기타채권	729	807	904	1,551	1,645
재고자산	780	542	651	1,481	1,189
비유동자산	1,416	1,561	1,721	2,197	3,089
장기금융자산	13	142	15	24	23
유형자산	1,177	1,188	1,492	1,760	2,278
무형자산	44	24	25	224	222
자산총계	3,920	3,857	3,879	6,064	7,356
유동부채	547	811	809	2,258	2,763
단기금융부채	89	154	321	1,212	1,461
매입채무 및 기타채무	278	283	192	696	1,062
단기충당부채	13	13	2	2	4
비유동부채	116	60	51	621	895
장기금융부채	64	16	1	567	826
장기매입채무 및 기타채무					1
장기충당부채					14
부채총계	663	871	861	2,879	3,658
지배주주지분	3,255	2,984	3,017	3,021	3,410
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	1,742	1,742	1,742	1,821	1,841
기타자본구성요소	-277	-358	-383	-468	-464
자기주식	-271	-352	-376	-461	-457
이익잉여금	1,572	1,349	1,704	1,706	1,958
비지배주주지분	2	2	2	164	289
자본총계	3,257	2,986	3,019	3,185	3,698
부채외자본총계	3,920	3,857	3,879	6,064	7,356

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	-154	481	-13	-185	849
당기순이익(손실)	214	-172	390	71	347
비현금성항목등	335	138	147	445	499
유형자산감가상각비	124	142	137	143	200
무형자산감가상각비	9	8	7	11	15
기타	202	-12	3	291	284
운전자본감소(증가)	-399	351	-538	-643	94
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-102	35	-341	-525	-209
재고자산감소(증가)	-122	351	-164	-718	336
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	32	-50	21	673	303
기타	-412	85	-736	-1,123	-754
법인세납부	-309		-10	-42	-24
투자활동현금흐름	631	-353	-139	-617	-655
금융자산감소(증가)	908	-248	245	-119	82
유형자산감소(증가)	-160	-149	-354	-219	-724
무형자산감소(증가)	-6	-4	-11	-11	-7
기타	112	49		248	
재무활동현금흐름	-241	-95	77	773	233
단기금융부채증가(감소)	-138	37	-17	-20	
장기금융부채증가(감소)	-5		151	749	176
자본의증가(감소)		0			
배당금의 지급	82	49	32	55	62
기타	0		1	185	123
현금의 증가(감소)	256	31	-112	-48	438
기초현금	274	530	561	449	401
기말현금	530	561	449	401	839
FCF	-542	248	-247	-1,348	-59

자료 : 씨에스윈드, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	2,971	3,112	3,122	5,022	7,994
매출원가	2,312	2,913	2,383	4,208	6,858
매출총이익	659	200	739	814	1,136
매출총이익률 (%)	22.2	6.4	23.7	16.2	14.2
판매비와관리비	295	436	385	487	535
영업이익	364	-237	354	327	601
영업이익률 (%)	12.3	-7.6	11.3	6.5	7.5
비영업손익	-106	69	65	-260	-203
순금융비용	-5	4	7	43	101
외환관련손익	-210	17	75	-11	1
관계기업투자등 관련손익	-1	-2	0	-11	-3
세전계속사업이익	258	-168	419	68	399
세전계속사업이익률 (%)	8.7	-5.4	13.4	1.4	5.0
계속사업법인세	44	4	29	-3	52
계속사업이익	214	-172	390	71	347
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	214	-172	390	71	347
순이익률 (%)	7.2	-5.5	12.5	1.4	4.3
지배주주	214	-173	389	59	319
지배주주귀속 순이익률(%)	7.19	-5.55	12.47	1.18	3.99
비지배주주	0	0	0	11	28
총포괄이익	375	-140	89	75	450
지배주주	374	-140	89	65	427
비지배주주	0	0	0	10	24
EBITDA	498	-87	498	481	816

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액	-9.8	4.7	0.3	60.9	59.2
영업이익	-47.1	적전	흑전	-7.5	83.7
세전계속사업이익	-58.2	적전	흑전	-83.8	487.7
EBITDA	-38.8	적전	흑전	-3.4	69.6
EPS(계속사업)	-68.4	적전	흑전	-84.8	438.6
수익성 (%)					
ROE	6.9	-5.5	13.0	2.0	9.9
ROA	5.6	-4.4	10.1	1.4	5.2
EBITDA마진	16.8	-2.8	16.0	9.6	10.2
안정성 (%)					
유동비율	457.7	283.3	266.7	171.3	154.4
부채비율	20.4	29.2	28.5	90.4	98.9
순차입금/자기자본	-16.7	-20.2	-6.4	41.8	37.9
EBITDA/이자비용(배)	70.3	-9.5	44.4	9.9	7.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,236	-999	2,253	343	1,846
BPS	20,398	19,302	19,628	20,142	22,371
CFPS	2,008	-132	3,087	1,232	3,089
주당 현금배당금	300	200	350	400	460
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	33.1	N/A	14.0	114.7	23.5
PER(최저)	15.6	N/A	7.1	72.4	14.2
PBR(최고)	2.0	1.4	1.6	2.0	1.9
PBR(최저)	1.0	0.8	0.8	1.2	1.2
PCR	12.4	-133.1	8.5	22.4	12.3
EV/EBITDA(최고)	13.2	-47.9	10.6	17.3	11.3
EV/EBITDA(최저)	5.7	-24.0	5.2	12.1	7.7

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
박찬술

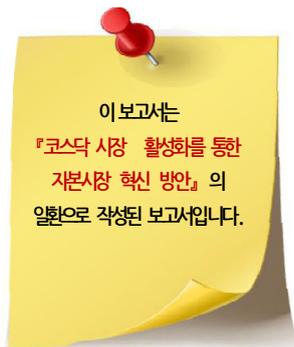
rightsearch@sk.co.kr
02-3773-9955

Company Data

자본금	48 억원
발행주식수	958 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,778 억원
주요주주	
씨에스윈드(외1)	49.56%
EastBridge Asian Mid-market Opportunity Fund, LP.	8.12%
외국인지분률	8.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/12/04)	29,000 원
KOSDAQ	912.76 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	34,400 원
52주 최저가	3,345 원
60일 평균 거래대금	167 억원



씨에스베어링 (297090/KQ | Not Rated)

2021 년에 베어링 성장성을 보여줄 것

- 국내 대표 풍력 베어링 업체로 GE 사 납품 물량 지속적으로 확대될 것
- 고객사 비중은 2020 년 기준 GE 95%, 지멘스 가메사 3%, 두산중공업 2% 수준
- 지멘스 가메사는 초도 물량 납품 진행되어 왔으며, 2021 년 유의미한 납품 실적 달성 예상
- 베어링 CAPA 는 2021 년 국내 7,500 개 베트남 4,500 개로 확대될 것
- 2021 년에도 GE 와 지멘스 가메사 납품 물량 확대로 실적 증가할 것으로 예상
- 중장기적으로는 해상 풍력 베어링 비중이 높아지는 것에 주목할 필요 있어

글로벌 풍력 베어링 업체로 도약할 것

씨에스베어링은 요 베어링, 피치 베어링 전문업체이다. 1 개의 풍력 터빈당 1 개 요 베어링, 3 개의 피치베어링을 납품하고 있다(피치 베어링은 블레이드와 로터를 연결, 요 베어링은 풍력 타워와 나셀을 연결하는 풍력 부품). 현재 글로벌 터빈업체인 미국 GE 와 스페인 지멘스 가메사를 주력으로 납품하고 있다.

2021 년에 GE 와 지멘스 가메사향 베어링 매출 확대 될 것

GE 내 점유율은 올해 40% 수준에서 2021 년 약 45%까지 확대될 가능성이 높다. 미국 내 풍력 시장이 그린 부양책에 힘입어 장기 성장할 것으로 전망되면서 GE 또한 오랜 레퍼런스가 쌓여있는 씨에스베어링으로 부터 공급받는 비중을 올린 것으로 파악된다. 2019 년 씨에스베어링의 GE 내 M/S 는 약 37%였지만, 2020 년 40% 수준으로 올라왔으며, 2021 년에는 45% 수준으로 증가가 예상된다. 향후 장기 성장할 미국 풍력 시장에서, 동반 성장할 파트너를 지정했다고 생각해도 무방한 GE 내 M/S 라고 판단한다. GE 는 또 본격적으로 초대형 해상 풍력 터빈인 할리아드 X 설치에 돌입할 것으로 보이며, 이는 씨에스베어링의 2021 년 실적 성장을 견인하는 역할을 할 것으로 예상된다. 기본적으로 씨에스베어링은 3MW 급 육상용 베어링이 주력 품목이었지만 전체적인 시장 방향성이 명확해지고, 주요 고객사인 GE 의 초대형 터빈 설치가 본격화되면서 2021 년 하반기부터 해상 풍력 베어링 매출이 증가할 것으로 판단한다.

지멘스 가메사의 납품 물량도 2021 년부터 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 2011 년 GE 요 및 피치 베어링 초도 수주 후 실적이 증가해온 패턴이 반복될 것으로 보인다. 2019 년 지멘스 가메사 물량 초도 수주를 했지만, 2020 년에는 코로나 19 로 유럽에서도 영업활동이 정체되면서 2021 년부터 지멘스 가메사 물량이 증가할 것이라는 예상이

영업실적 및 투자지표

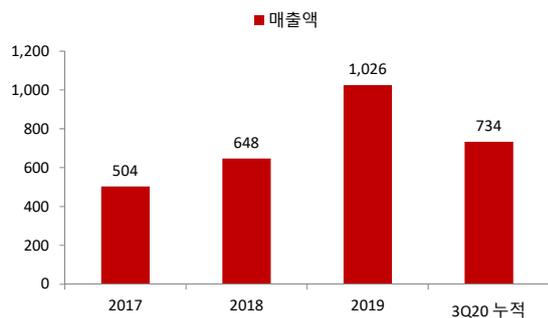
구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	264	456	453	504	648	1,026
yoy	%	-12.0	72.8	N/A(IFRS)	11.2	28.6	58.4
영업이익	억원	-14	46	66	54	34	103
yoy	%	적지	흑전	N/A(IFRS)	-17.8	-37.5	204.1
EBITDA	억원	7	68	83	72	52	126
세전이익	억원	-77	35	59	43	28	82
순이익(지배주주)	억원	-77	35	96	32	23	61
영업이익률%	%	-5.5	10.1	14.5	10.7	5.2	10.0
EBITDA%	%	2.6	14.8	18.4	14.2	8.1	12.3
순이익률	%	-29.3	7.7	21.2	6.4	3.6	5.9
EPS	원	-1,132	516	1,406	473	300	748
PER	배						11.4
PBR	배						1.8
EV/EBITDA	배	43.8	3.5	3.2	2.5	2.8	8.2
ROE	%	-84.3	49.9	N/A(IFRS)	17.8	9.5	16.7
순차입금	억원	295	234	265	179	145	228
부채비율	%	723.0	437.8	271.1	131.4	120.6	138.7

2021 년 CAPA 와 향후 전망

씨에스베어링은 2021 년 예상되는 베어링 CAPA 는 기존 국내 7,500 개, 베트남 4,000 였으나, 최근 베트남 CAPA 를 4,500 개로 상향 조정했다. 상향의 원인으로는 GE 향 물량 확대와 해상용 베어링 납품 물량 증가로 추정하고 있다. 시장 상황에 따라 2021 년에 베트남 CAPA 가 다시 상향 조정될 가능성도 배제할 수 없다. 2019 년 씨에스베어링은 매출액 1,026 억원(YoY, +58.3%), 영업이익 103 억원(YoY, +202.9%)를 기록했는데, 당시 국내 합안 공장 CAPA 인 7,500 개로만 대응한 실적이다. 2020 년에는 연초부터 베트남 공장 가동이 시작되었지만, 코로나 19 영향으로 미국 및 유럽 내 영업활동이 어려워지면서 2019 년보다 소폭 개선된 매출액을 달성할 것으로 전망한다. 그러나 2021 년에는 베트남 공장 가동률이 높아지고, GE 물량 확대 및 지멘스 가메사향 매출이 약 200 억원 가량이 추가된다면 올해보다 더 높은 매출 성장률 달성이 가능할 것으로 판단한다.

씨에스베어링 매출액 추이

(단위 : 억원)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 영업이익 및 영업이익률 추이

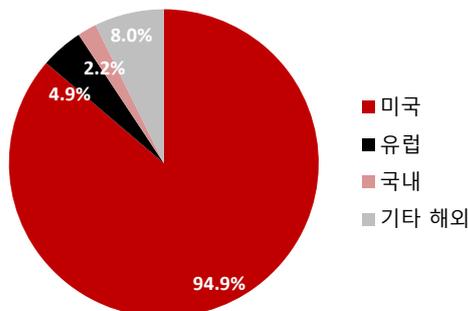
(단위 : 억원, %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 2019 년 지역별 매출비중

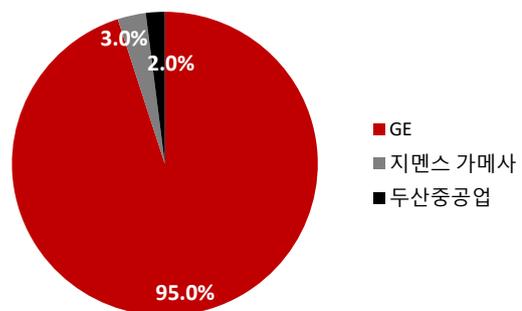
(단위 : %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 2020 년 고객사 비중 추정

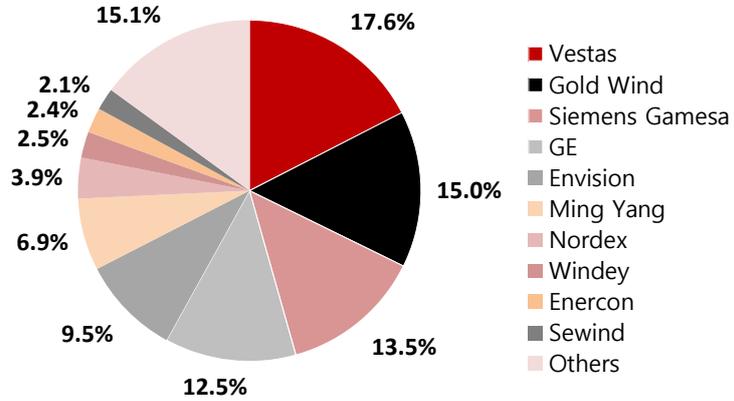
(단위 : %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

글로벌 풍력터빈 제조사 M/S

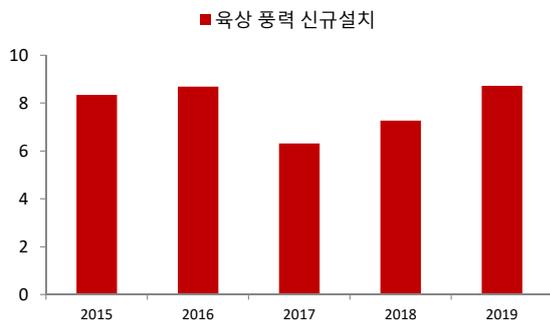
(단위 : %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권
주 : M/S 는 2019 년 연간 기준

미국 육상 풍력 연간 신규 설치

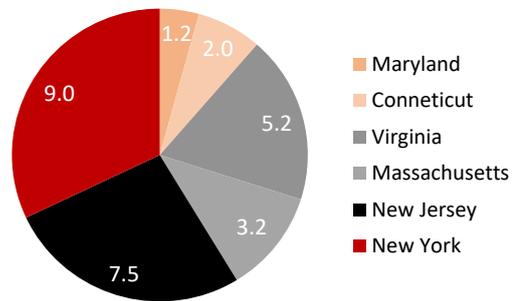
(단위 : GW)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

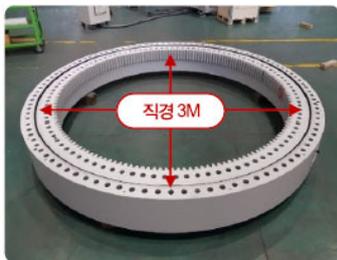
미국 6개주 해상 풍력 설치 목표

(단위 : GW)



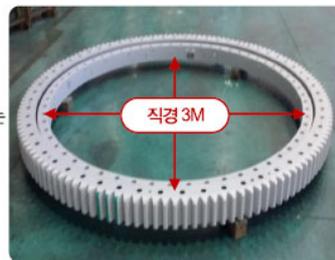
자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 주요 제품(피치, 요 베어링)



피치 베어링

블레이드와 로터를 연결해주는 부품으로 바람의 세기에 따라 날개의 경사각을 조절



요 베어링

타워와 나셀을 연결 및 지지하는 부품으로 풍력 로터축을 항상 바람이 불어오는 방향에 맞게 제어

자료 : 씨에스베어링, SK 증권

GE '할리아스 X' 모델

12 MW capacity
220-meter rotor
107-meter long blades
260 meters high
67 GWh gross AEP
63% capacity factor
38,000 m² swept area
Wind Class IEC: IB

Generates **double the energy** as previous GE Haliade model

Generates almost **45% more energy** than most powerful wind turbine available on the market today

Will generate enough clean power for up to **16,000** European households per turbine, and up to **1 million** European households in a 750 MW configuration windfarm

HALIADÉ-X 12 MW

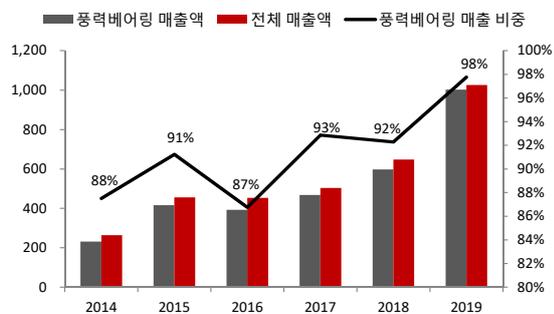
GE Renewable Energy is developing **Haliade-X 12 MW**, the biggest offshore wind turbine in the world, with **220-meter rotor**, **107-meter blade**, leading capacity factor (**63%**), and **digital capabilities**, that will help our customers find success in an increasingly competitive environment.

1063 ft / 324 m (Eiffel Tower)
 853 ft / 260 m (Haliade-X 12 MW)
 1046 ft / 319 m (Chrysler Building)

자료 : GE, SK 증권

풍력 베어링 매출 추이

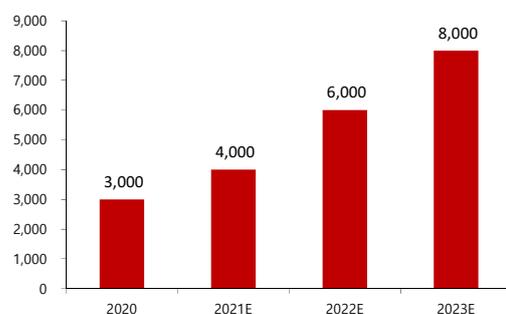
(단위 : 억원, %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

베트남 베어링 공장 예상 실적 CAPA

(단위 : 개)



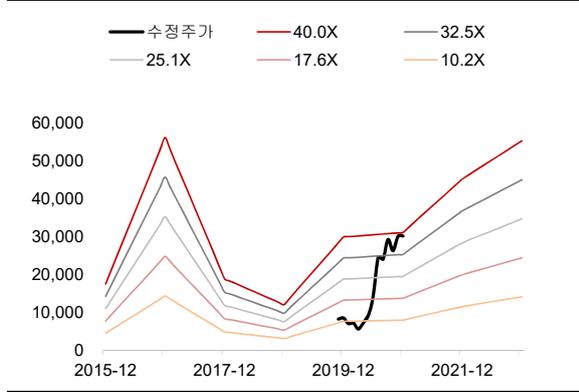
자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 베트남 공장 투자 계획

연도	2019	2020E	2021E	2022E
진행 계획	1) 1차 투자			
	생산라인 구축	시제품 양산	본격 양산	
		2) 해상풍력 베어링 투자		
		생산라인 구축	신제품 양산	본격 양산
			3) 2차 투자	
			생산라인 증설	

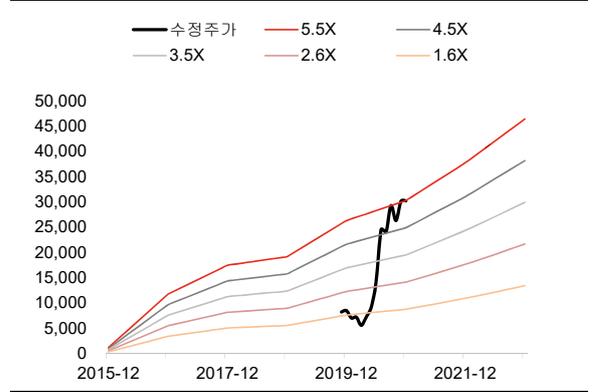
자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 P/E BAND Chart (단위: 배)



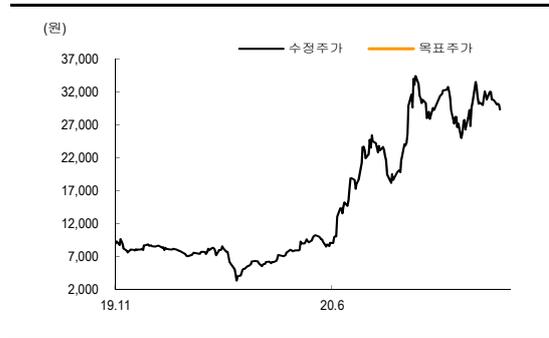
자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 P/B BAND Chart (단위: 배)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2020.12.07	Not Rated					
2020.11.02	Not Rated					
2020.10.08	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 12월 7일 기준)

매수	86.82%	중립	13.18%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	153	194	164	265	495
현금및현금성자산	40	10	28	43	125
매출채권및기타채권	46	72	31	78	208
재고자산	57	90	86	114	129
비유동자산	323	348	339	346	585
장기금융자산	0	1	4	7	
유형자산	321	308	305	311	573
무형자산	1	0	2	3	2
자산총계	475	542	503	611	1,080
유동부채	370	362	253	303	535
단기금융부채	265	263	196	178	280
매입채무 및 기타채무	99	91	48	113	202
단기충당부채		1	0	0	0
비유동부채	17	34	32	32	93
장기금융부채	9	21	23	19	73
장기매입채무 및 기타채무				0	1
장기충당부채					0
부채총계	387	396	285	334	628
지배주주지분	88	146	217	277	452
자본금	34	30	34	40	47
자본잉여금	294	273	307	341	455
기타자본구성요소	-60	-60	-60	-60	-60
자기주식					
이익잉여금	-179	-95	-63	-40	21
비지배주주지분					
자본총계	88	146	217	277	452
부채외자본총계	475	542	503	611	1,080

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	73	9	65	23	85
당기순이익(손실)	35	96	32	23	61
비현금성항목등	26	-7	38	38	72
유형자산감가상각비	21	17	17	18	23
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	4	-25	21	19	49
운전자본감소(증가)	13	-70	2	-32	-40
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-13	-26	41	-49	-136
재고자산감소(증가)	-9	-33	4	-28	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	39	-7	-41	64	131
기타	-31	-55	80	-116	-291
법인세납부					
투자활동현금흐름	-11	-13	-18	-25	-235
금융자산감소(증가)	4	-10	-4	-3	18
유형자산감소(증가)	-15	-4	-14	-22	-250
무형자산감소(증가)	0		-1	-2	1
기타	3	5	2	7	7
재무활동현금흐름	-40	-27	-28	18	236
단기금융부채증가(감소)	-43	-44	-34	-22	96
장기금융부채증가(감소)	3	18	5		52
자본의증가(감소)				39	122
배당금의 지급					
기타	0				33
현금의 증가(감소)	22	-30	18	15	82
기초현금	18	40	10	28	43
기말현금	40	10	28	43	125
FCF	69	N/A(IFRS)	52	-3	-211

자료 : 씨에스베어링, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	456	453	504	648	1,026
매출원가	378	347	407	564	843
매출총이익	78	105	96	84	183
매출총이익률 (%)	17.1	23.3	19.1	12.9	17.8
판매비와관리비	32	40	42	50	80
영업이익	46	66	54	34	103
영업이익률 (%)	10.1	14.5	10.7	5.2	10.0
비영업손익	-11	-7	-11	-5	-21
순금융비용	12	10	8	7	9
외환관련손익	1	1	-6	2	-3
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	35	59	43	28	82
세전계속사업이익률 (%)	7.7	13.0	8.5	4.4	8.0
계속사업법인세		-37	10	5	21
계속사업이익	35	96	32	23	61
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	35	96	32	23	61
순이익률 (%)	7.7	21.2	6.4	3.6	5.9
지배주주	35	96	32	23	61
지배주주귀속 순이익률(%)	7.74	21.24	6.42	3.61	5.94
비지배주주					
총포괄이익	35	96	33	21	53
지배주주	35	96	33	21	53
비지배주주					
EBITDA	68	83	72	52	126

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액	72.8	N/A(IFRS)	11.2	28.6	58.4
영업이익	흑전	N/A(IFRS)	-17.8	-37.5	204.1
세전계속사업이익	흑전	N/A(IFRS)	-27.2	-34.0	189.2
EBITDA	903.1	N/A(IFRS)	-14.0	-26.9	140.6
EPS(계속사업)	흑전	N/A(IFRS)	-66.4	-36.5	149.0
수익성 (%)					
ROE	49.9	N/A(IFRS)	17.8	9.5	16.7
ROA	7.7	N/A(IFRS)	6.2	4.2	7.2
EBITDA마진	14.8	18.4	14.2	8.1	12.3
안정성 (%)					
유동비율	41.3	53.5	64.5	87.7	92.4
부채비율	437.8	271.1	131.4	120.6	138.7
순차입금/자기자본	264.8	181.2	82.3	52.2	50.4
EBITDA/이자비용(배)	5.3	8.0	9.4	7.7	14.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	516	1,406	473	300	748
BPS	1,292	2,135	3,175	3,481	4,781
CFPS	828	1,662	729	539	1,032
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					12.9
PER(최저)					10.2
PBR(최고)					2.0
PBR(최저)					1.6
PCR					8.2
EV/EBITDA(최고)	3.6	3.3	2.6	3.0	9.2
EV/EBITDA(최저)	3.6	3.3	2.6	3.0	7.7

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
박찬술

rightsearch@sk.com
02-3773-9955

Company Data

자본금	170 억원
발행주식수	3,509 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	6,755 억원
주요주주	
송무석(외4)	37.43%

외국인지분률	2.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/12/04)	19,250 원
KOSDAQ	913.76 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	20,600 원
52주 최저가	1,995 원
60일 평균 거래대금	340 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

삼강엠앤티 (100090/KQ | Not Rated)

실적이 크게 증가할 것으로 예상되는 풍력 하부 구조물 업체

- 아시아권 대표 풍력 하부 구조물 업체, 2019년 기준 아시아 시장 약 50% M/S 보유 추정
- 아시아권에서 가격 경쟁력, 관련 설비와 납품 이력을 보유한 핵심 업체
- 2021년부터 대만, 일본 등 투자로 해상 풍력 하부 구조물 수주가 크게 증가할 것으로 예상
- 해상 풍력 하부 구조물뿐만 아니라 조선 업황 개선도 조선 블록 제작 부문에 긍정적
- 앞으로 수주 물량 증가는 필연적이며, 설비 증설에 대한 논의로 이어질 것으로 예상

아시아의 핵심 하부구조물 업체

삼강엠앤티는 풍력 터빈 하부구조물, 선박건조 및 수리개조 전문업체이다. 사업부는 플랜트, 신조선, 선박 수리개조, 특수선 건조, 후유기관 제조 등이 있다. 현재로서 플랜트(하부 구조물)와 조선부문이 내년 성장할 것으로 예상되고 있다. 그 이유는 2021년에 경기가 본격 반등한다는 기대와 환경규제가 강화되면서 풍력 하부구조물에 더불어 조선 부문의 실적도 증가할 것으로 예상되기 때문이다. LNG 선박 블록 제작 관련 수주가 증가할 것으로 예상되고 자회사 삼강에스앤씨를 통한 선박 수리 개조 사업도 성장을 보일 것으로 예상된다. 국내 유일 VLCC 급 및 초대형 컨테이너선 선박 수리가 가능한 업체로서 업황 턴어라운드에 대한 기대는 타당하다는 판단이다. 초대형 컨테이너선 등이 수용 가능한 Floating Dock(전장 430M 급 도킹 가능)을 보유한 점도 글로벌 경쟁력으로 볼 수 있다. 해양 플랜트 부문은 3Q20 누적 매출액 1,647 억원을 기록했는데, 이중 약 1,480 억원이 풍력 하부구조물 매출이다. 앞으로도 풍력 하부 구조물 관련 수주는 크게 증가할 것으로 예상된다. 일단 아시아권에서 기술과 가격경쟁력을 갖춘 하부 구조물 업체를 찾기 힘들다. 특히 삼강엠앤티는 Jacket 기준으로 대형크레인, 대규모 실외 작업장 등 설비를 보유하고 있는 오랜 업력을 갖춘 업체이다. 다만 국내, 중국, 대만, 베트남 등 아시아 해상 풍력 시장 급성장에 대응하기 위해서는 삼강엠앤티의 생산설비 증설 결정이 필요한 상황이다.

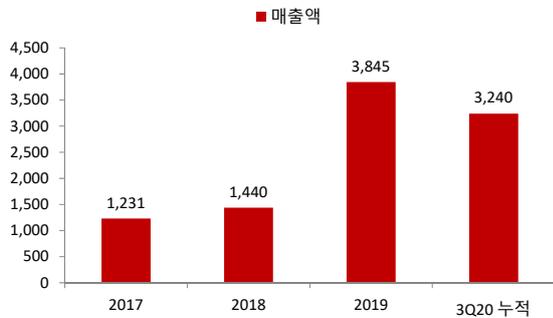
수주 금액이 계속 늘어날 것으로 예상

2020년 12월 3일 삼성중공업과의 1,213 억원 규모의 플랜트 건설 수주를 공시했다. 그 외에도 일본 해상풍력 단지 건설 입찰이 시작되면서 수주 기대가 높아졌고, 대만 내 설치 계획을 볼 때, 2021년부터 삼강엠앤티 수주 금액을 크게 늘어날 것으로 보고 있다. 아시아권 해상 풍력 시장 개화로 삼강엠앤티의 실적 성장에 대한 긍정적인 관점을 유지하며,

영업실적 및 투자자료 규모에서 하부 구조물 비중이 높다는 점에도 주목할 필요가 있다

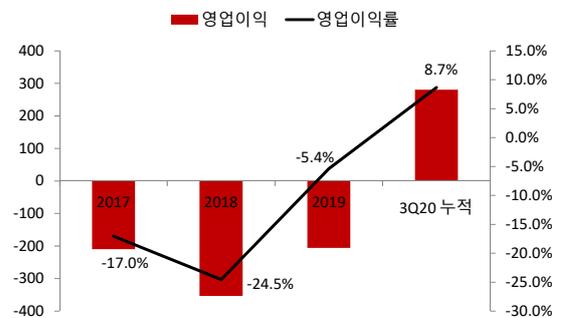
구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	1,717	1,924	1,731	1,231	1,440	3,845
yoy	%	17.4	12.1	-10.0	-28.9	17.0	167.1
영업이익	억원	104	150	105	-210	-353	-206
yoy	%	흑전	44.1	-30.3	적전	적지	적지
EBITDA	억원	195	239	188	-95	-135	4
세전이익	억원	30	78	45	813	-606	-368
순이익(지배주주)	억원	37	78	32	972	-453	-218
영업이익률%	%	6.1	7.8	6.1	-17.0	-24.5	-5.4
EBITDA%	%	11.4	12.4	10.9	-7.7	-9.4	0.1
순이익률	%	2.1	4.1	1.8	78.2	-41.8	-9.7
EPS	원	287	592	215	5,478	-1,969	-784
PER	배	12.4	6.7	23.7	0.9	N/A	N/A
PBR	배	1.0	1.0	1.2	0.6	0.8	0.9
EV/EBITDA	배	9.6	8.0	10.8	N/A	N/A	957.4
ROE	%	8.5	15.4	4.9	82.9	-29.2	-15.4
순차입금	억원	1,372	1,313	1,091	2,001	2,318	2,343
부채비율	%	445.6	367.7	226.4	112.7	138.4	220.7

삼강엔티 매출액 추이 (단위: 억원)



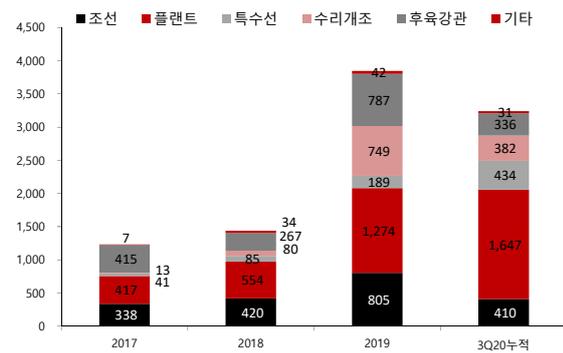
자료 : 삼강엔티, SK 증권

삼강엔티 영업이익 및 영업이익률 추이 (단위: 억원 %)



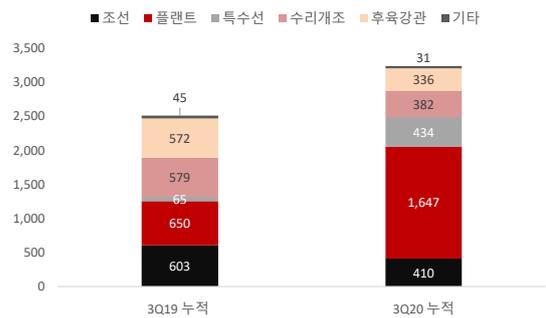
자료 : 삼강엔티, SK 증권

삼강엔티 부문별 매출액 추이 (단위: 억원)



자료 : 삼강엔티, SK 증권

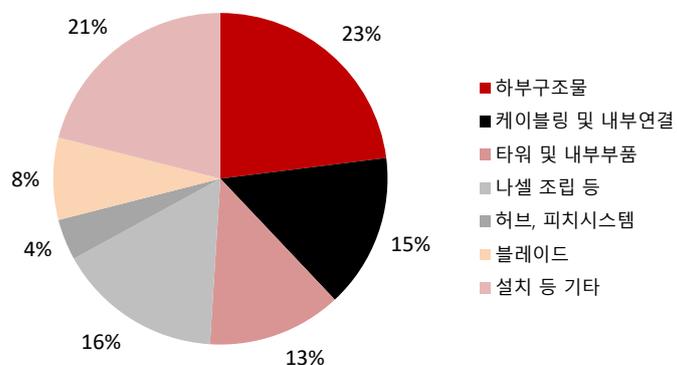
삼강엔티 부문별 3Q 누적 매출액 추이 (단위: 억원)



자료 : 삼강엔티, SK 증권

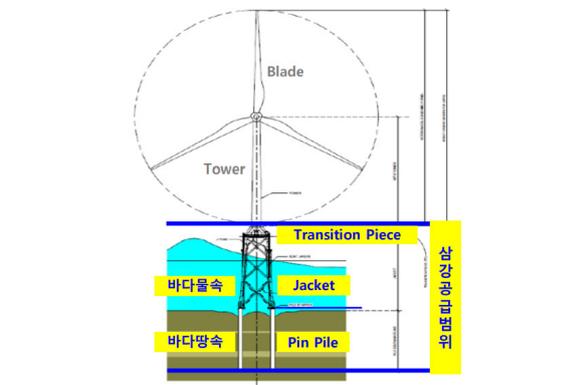
해상풍력발전 비용 구조(10MW 기준)

(단위: %)



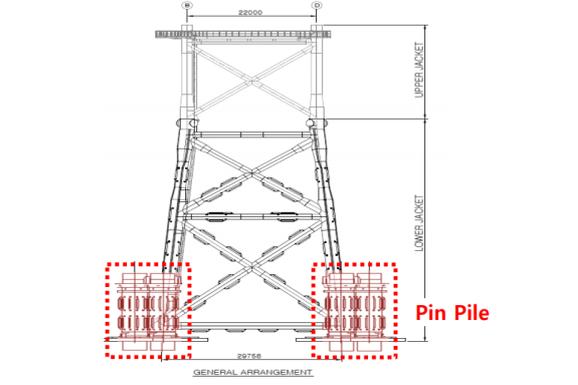
자료 : 삼강엔티, SK 증권

삼강엔앤티 해상풍력 공급범위



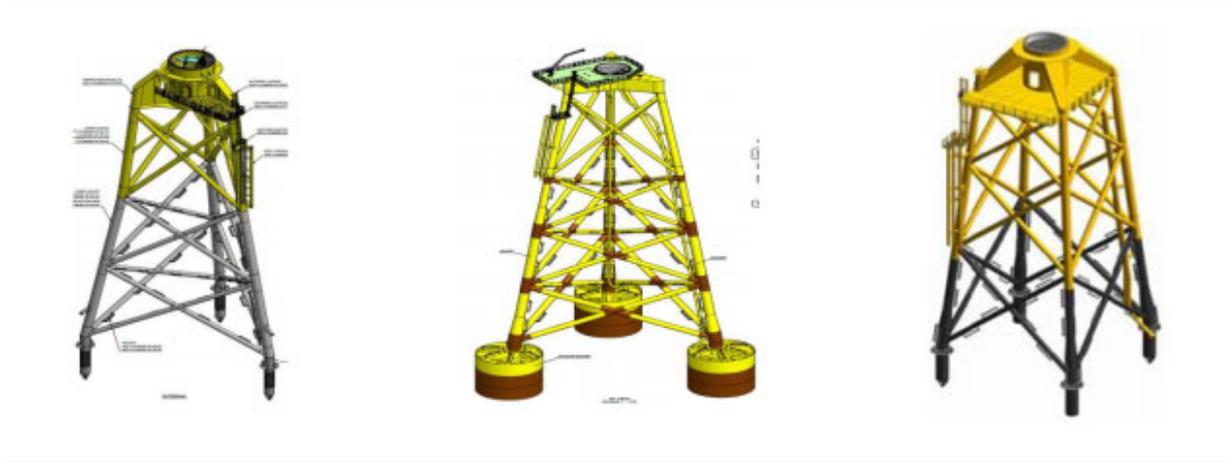
자료 : 삼강엔앤티, SK 증권

삼강엔앤티 해상풍력 하부구조물 구조도



자료 : 삼강엔앤티, SK 증권

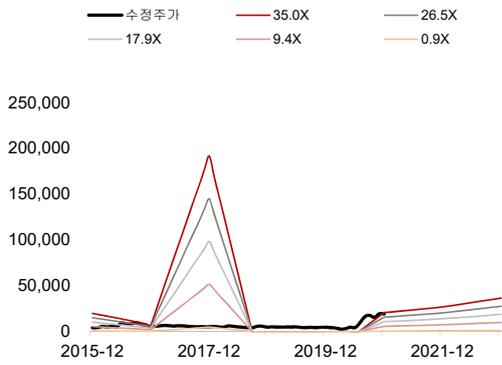
삼강엔앤티 다양한 하부구조물 모습



자료 : 삼강엔앤티, SK 증권

삼강엠엔티 P/E Band Chart

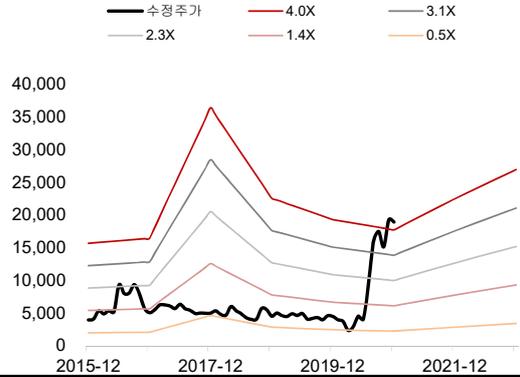
(단위 : 원 배)



자료 : 삼강엠엔티, SK 증권

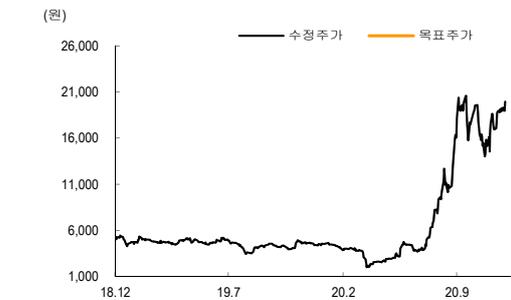
삼강엠엔티 P/B Band Chart

(단위 : 원 배)



자료 : 삼강엠엔티, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2020.12.07	Not Rated					
2020.11.19	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(박찬술)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 12월 7일 기준)

매수	86.82%	중립	13.18%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	550	361	598	552	1,420
현금및현금성자산	13	57	229	35	124
매출채권및기타채권	464	248	309	173	384
재고자산	26	17	8	84	180
비유동자산	2,089	2,022	4,707	4,829	4,859
장기금융자산	13	15	36	32	10
유형자산	2,053	1,989	4,650	4,780	4,832
무형자산	16	13	11	11	12
자산총계	2,639	2,383	5,305	5,381	6,279
유동부채	1,928	1,518	1,574	1,579	3,043
단기금융부채	1,238	1,077	1,049	883	1,462
매입채무 및 기타채무	578	344	296	396	964
단기충당부채			2	6	80
비유동부채	146	135	1,237	1,544	1,278
장기금융부채	95	75	1,185	1,489	1,225
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	2,075	1,653	2,811	3,124	4,322
지배주주지분	564	730	1,615	1,492	1,345
자본금	68	84	84	132	139
자본잉여금	126	241	259	583	664
기타자본구성요소	20	22	-89	-91	-93
자기주식					
이익잉여금	147	180	1,158	665	432
비지배주주지분			879	765	612
자본총계	564	730	2,494	2,257	1,958
부채외자본총계	2,639	2,383	5,305	5,381	6,279

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	65	116	-164	-134	191
당기순이익(손실)	78	32	963	-602	-371
비현금성항목등	183	164	-1,039	479	459
유형자산감가상각비	86	80	112	215	207
무형자산상각비	2	3	3	3	4
기타	95	81	-1,154	261	249
운전자본감소(증가)	-134	-32	-25	49	178
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-259	217	-60	33	-207
재고자산감소(증가)	25	9	8	-76	-95
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	111	-231	-52	94	531
기타	-529	407	-42	64	-465
법인세납부		-5	-5	-1	-1
투자활동현금흐름	-39	-22	-93	-556	-221
금융자산감소(증가)	-19	-7	-22	-14	-181
유형자산감소(증가)	-19	-20	-9	-541	-34
무형자산감소(증가)	-8	0	-1	0	-1
기타	13	13	17	6	14
재무활동현금흐름	-34	-50	429	496	119
단기금융부채증가(감소)					
장기금융부채증가(감소)	-46	-163	429	270	175
자본의증가(감소)	12	114		234	
배당금의 지급				4	13
기타			0	3	43
현금의 증가(감소)	-8	45	171	-194	90
기초현금	20	13	57	229	35
기말현금	13	57	229	35	124
FCF	105	124	-2,895	-419	15

자료 : 삼강엠엔티, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	1,924	1,731	1,231	1,440	3,845
매출원가	1,652	1,535	1,298	1,656	3,890
매출총이익	272	195	-67	-216	-45
매출총이익률 (%)	14.1	11.3	-5.5	-15.0	-1.2
판매비와관리비	121	90	143	137	161
영업이익	150	105	-210	-353	-206
영업이익률 (%)	7.8	6.1	-17.0	-24.5	-5.4
비영업손익	-72	-60	1,022	-253	-162
순금융비용	66	59	67	99	142
외환관련손익	1	7	-2	1	6
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	78	45	813	-606	-368
세전계속사업이익률 (%)	4.1	2.6	66.0	-42.1	-9.6
계속사업법인세	0	13	-150	-4	3
계속사업이익	78	32	963	-602	-371
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	78	32	963	-602	-371
순이익률 (%)	4.1	1.8	78.2	-41.8	-9.7
지배주주	78	32	972	-453	-218
지배주주귀속 순이익률(%)	4.08	1.83	78.96	-31.49	-5.68
비지배주주			-9	-149	-153
총포괄이익	75	33	968	-603	-372
지배주주	75	33	977	-455	-219
비지배주주			-9	-149	-153
EBITDA	239	188	-95	-135	4

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액	12.1	-10.0	-28.9	17.0	167.1
영업이익	44.1	-30.3	적전	적지	적지
세전계속사업이익	158.9	-42.7	1,712.4	적전	적지
EBITDA	22.6	-21.2	적전	적지	흑전
EPS(계속사업)	106.5	-63.7	2,584.0	적전	적지
수익성 (%)					
ROE	15.4	4.9	82.9	-29.2	-15.4
ROA	3.1	1.3	25.0	-11.3	-6.4
EBITDA마진	12.4	10.9	-7.7	-9.4	0.1
안정성 (%)					
유동비율	28.5	23.8	38.0	34.9	46.7
부채비율	367.7	226.4	112.7	138.4	220.7
순차입금/자기자본	232.6	149.4	80.2	102.7	119.7
EBITDA/이자비용(배)	3.6	3.2	-1.4	-1.4	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	592	215	5,478	-1,969	-784
BPS	4,130	4,331	9,102	5,645	4,829
CFPS	1,262	783	6,127	-1,019	-29
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.9	48.8	1.4	N/A	N/A
PER(최저)	5.6	16.5	0.9	N/A	N/A
PBR(최고)	1.6	2.4	0.9	1.4	1.1
PBR(최저)	0.8	0.8	0.5	0.7	0.7
PCR	3.2	6.5	0.8	-4.5	-155.6
EV/EBITDA(최고)	9.5	15.0	-45.8	-35.7	1,003.4
EV/EBITDA(최저)	7.5	8.7	-39.8	-29.5	893.2

memo
