

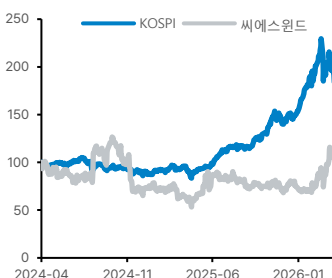
씨에스윈드 (112610)

2026. 04. 01

Rating

투자의견	BUY
목표주가	94,900원
현재주가	63,700원
상승여력	49.0%

Price Trend



B/S Data

자산 총계(2025)	3조 2,166억
부채 총계(2025)	2조 149억
자본 총계(2025)	1조 2,017억

Earning data

PER (2025)	50.55
EPS (2025)	823원
EPS (2027E)	6390원

하늘다람쥐

안수환

김주원

김호진

이유민

바람이 불면, 주가는 날아간다

투자포인트 1. 모든 타워는 푸에블로로 통한다.

OBBBA 시행으로 IRA 세제 혜택 유효 구간이 짧아지면서 '26년 7월 이전 착공을 목표로 한 프로젝트 집행이 본격적으로 앞당겨지고 있다. 이에 따라 미국 풍력 설치량은 '25년 7GW에서 '27년 12GW까지 확대될 전망이다. 터빈 수주 이후 12개월의 시차를 두고 타워 발주로 이어지는 풍력 프로젝트 구조 상 '26~'27년은 타워 생산이 집중될 수밖에 없는 구간이다.

이 물량을 가장 먼저, 가장 많이 흡수할 업체는 씨에스윈드다. 미국 푸에블로 단일 공장 기준 연 6GW, 약 8억 달러 규모의 생산능력은 미국 내 경쟁사를 압도한다. 3Q25 이후 Vestas 미국 법인과 약 1조 원의 공급 계약을 체결했고, 미국 현지 생산이므로 관세 리스크가 없다. AMPC(1MW당 \$30,000)를 전액 수령할 수 있으며, FEOC 규제로 중국계 타워사의 미국 시장 진입이 원천 차단되는 환경에서 동사는 가장 유리한 포지션에 서 있다.

투자포인트 2. 더 커지는 초대형 타워도 우리가 만든다.

터빈 대형화는 동사의 장기적인 매출 성장 동력이다. 1GW 기준 터빈 용량이 10MW에서 14MW로 확대되면 타워 공급 기수는 100기에서 72기로 줄지만, 1기당 무게가 600톤에서 1,000톤으로 66% 증가하면서 예상 매출액은 약 20% 상승한다. 동사가 공급하는 타워 무게 증가로 인한 매출 성장이 이를 상회하는 것이다. 대형화가 진행될수록 초대형 타워를 소화할 수 있는 CAPA 자체가 진입 장벽이 되며, 글로벌 1위 생산능력을 갖춘 동사의 과점 지위는 강화될 전망이다.

"MAKE WIND GREAT AGAIN"

현재 주가는 정책 수혜, 실적, 밸류에이션 매력에 동시에 강화되는 구간을 아직 충분히 반영하지 못하고 있다. OBBBA가 수요를 앞당기고 사상 최대 수주잔고가 실적 상승을 예고하는 가운데, 터빈 대형화가 구조적 외형 성장까지 견인하고 있다. '26~'27년 미국 풍력 타워 사이클 중심에 동사의 푸에블로 공장이 있고, 이 물량을 흡수할 CAPA와 수주는 이미 확보되어 있다. 글로벌 풍력 밸류체인 내 뚜렷한 실적 가시성과 저평가 매력을 동시에 갖춘 지금, 동사의 주가 리레이팅은 시간 문제다.

CONTENTS

I. 산업 분석

1. 재생에너지는 다시 필요한 에너지
2. 시장별 풍력
3. 풍력 업황 회복은 부품사가

II. 기업 분석

1. 기업개요
2. 실적분석

III. 주가 분석

IV. 투자포인트

- 투자포인트 1. 미국타워는 푸에블로로 통한다.
- 투자포인트 2. 더 커지는 초대형 타워도 우리가 만든다.

V. 정책 분석

1. 미국 : 이제는 더 이상 물러날 곳이 없다
2. 유럽 : 이제는 홀로서기
3. 한국 : 이제는 기대된다

VI. Valuation

VII. Appendix.

I. 산업 분석

1. 재생에너지는 다시 필요한 에너지

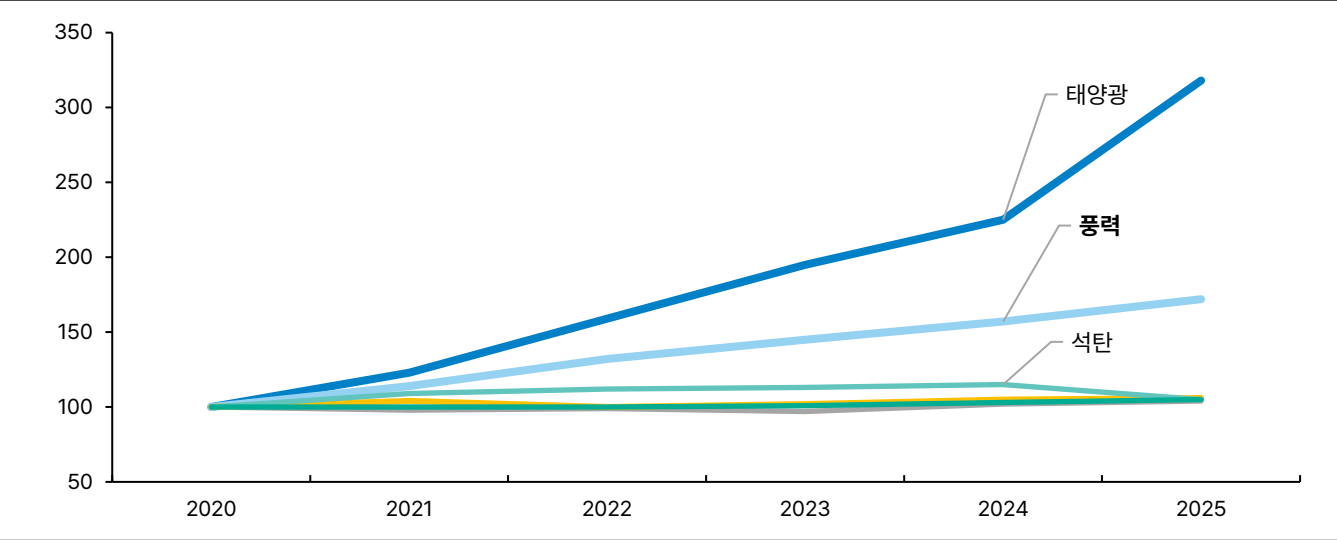
1.1. 재생에너지, 주력 전력원으로 격상

최대 전력원이 될 재생에너지

재생에너지는 더 이상 보조 전력원이 아니다. 전력 수요의 구조적 증가, 에너지 안보 강화, 기존 전력원의 공급제약이 동시에 부각되면서 누가 더 빨리, 더 큰 규모의 전력을 공급할 수 있는가가 핵심 경쟁력이 되었다.

재생에너지는 주력 전력원으로 지위가 격상되며, 재생에너지 발전량은 가파르게 증가하고 있다. '20년 이후 전력원별 발전량 증가분을 보면, 태양광, 풍력이 석탄을 크게 앞서고 있다. IEA는 '26년 재생에너지가 석탄을 제치고 최대 전력원(33% 이상)이 될 것으로 전망한다. 이는 단순히 친환경 담론이 확대된 결과가 아니라, 재생에너지가 글로벌 전력 시스템의 한 축으로 자리 잡았음을 의미한다.

[표 1] 글로벌 발전량 증가분 상대 추이 ('20년 대비) (Index, 2020=100)



자료 : Ember, VIOS

1.2. 폭증하는 전력 수요

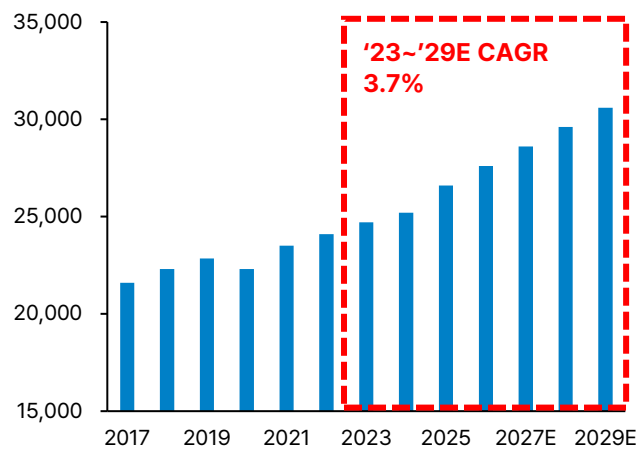
글로벌 전력 수요 증가 속도를 공급이 따라가지 못하는 상황이다. 글로벌 전력 수요 증가는 가속화되고 있다. 데이터센터, EV, 히트펌프 등 전력화가 이어지면서 발생한 결과다.

특히, 데이터센터 신규 건설은 전력 수요 증가를 더욱 가속화한다. JLL은 전 세계 데이터센터 용량이 '26년 103GW에서 '30년 200GW 수준(CAGR +14%)으로 증가한다고 전망한다. 이에 따른 전력 소비량은 '30년 945TWh로 현재보다 1.5배 증가할 것으로 보인다.

어떤 전력이 필요할까

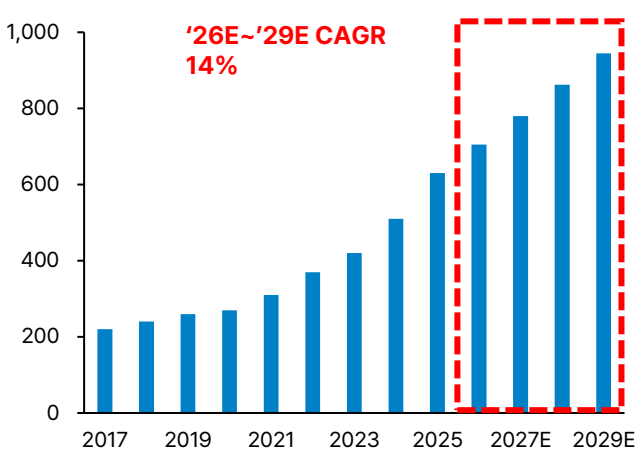
핵심은 전력 공급 부족을 어떻게 채울 지다. 기존 전력원은 물리적, 구조적 한계로 이 속도를 따라잡지 못한다. 퇴출 단계에 진입한 석탄은 '20년 이후 발전량 증가분이 태양광 증가분의 23% 수준에 불과할 정도로 급감했다. 가스 터빈은 공급 슬롯이 매진되어 지금 발주해도 5년 이상의 시간이 소요된다. 원전 역시 SMR의 상용화 시점('30년 이후)을 고려할 때, 전통 전력원 중심의 공급은 전력 수요 증가 속도를 따라가지 못하는 상황이다.

[표 2] 글로벌 전력 수요량 전망 (단위: TWh)



자료 : IEA, VIOS

[표 3] 글로벌 데이터센터 전력 소비 전망 (단위: TWh)



자료 : JLL, VIOS

[표 4] 전력원 별 건설기간, 수요처 및 현황

전력원	건설기간	수요처			현황
		유틸리티	IPP	빅테크	
태양광	18개월	O	O	O	즉시 가능
육상 풍력	건설 1년 미만 전력연계 포함 2~5년	O	O	O	위치 제약, 전력 연계 대기
해상 풍력	건설 2~4년 전체 개발 7~11년	O	O	O	자금 조달 여건 개선 대기, 유럽 CfD 중심
원전(재가동)	3~4년	O	-	O	미국 1.5GW 전량 계약 완료
원전(신규)	10년 이상	O	-	-	신규 계획 없음
SMR	상용화 X	-	-	-	'30년 초 목표, 상용화 전
가스(CCGT)	5~7년	O	O	-	터빈 슬롯 '30년까지 매진

자료 : IEA, VIOS

1.3. 정답은 재생에너지에 있었어

재생에너지는 폭증하는 전력 수요에 대응할 수 있는 실질적인 전력원이다. 짧은 리드타임의 태양광과 대용량 전력원인 풍력이 AI 전력 확보와 에너지 자립의 해결책이다.

핵심은 운영비 통제

자본비형 전력원은 재생에너지의 핵심 경쟁력이다. 연료비가 0이므로 건설 시점에 중장기 단가 확정이 가능하다. 데이터센터 운영비 중 30~40%가 전력 비용이기 때문에 전기료가 오르면 운영비 부담이 커진다. 최근 빅테크 기업들이 거액을 들여 재생에너지 PPA를 체결하는 것은 친환경 목표에 있기보다 운영비용 통제에 있다. 가스와 석탄 같은 기존 연료비형 전력원의 경우, 원가의 40~60%가 연료비이기 때문에 20년 뒤 전기 가격을 예상할 수 없다.

에너지 자립의 필요성

재생에너지의 에너지 안보 경쟁력도 주목할 필요가 있다. 지정학적 위기가 고조될 때마다 연료비형 전력원의 공급망이 타격을 입었다. 연료를 수입할 필요가 없는 재생에너지는 건설이 끝나는 순간 에너지 자립이 확보되고, 전력 비용 변동성도 제거할 수 있다. 위기가 반복될수록 에너지 자립에 대한 인식이 시장 전반으로 확산되면서, 에너지 패권의 축이 자원 보유국에서 재생에너지 인프라 보유국으로 움직이기 시작했다.

[표 5] 연료비형, 자본비형 전력원 구조 비교

구분	연료비형	자본비형
특징	건설비 낮음, 운영비용 높음	건설비 높음, 운영비용 낮음
전력원	가스(LNG), 석탄, 석유	태양광, 풍력, 원전
연료비 비중	40~60%	0~15%(태양광, 풍력 0%)
CAPEX 비중	낮음	80~90%
한계비용	높음(연료비O)	거의 없음
장기 고정가 가능 여부	어려움(연료비 변동성)	가능
핵심 리스크	연료 가격	금리(CAPEX x 건설기간 x 이자율)

자료 : IEA, VIOS

1.4. 지금은 풍력에 주목할 시간

풍력은 대규모 발전원

풍력은 시간과 용량의 확장이 가능하다는 경쟁력이 있다. 주간에만 발전할 수 있는 태양광과 달리 야간에 발전량이 높아 24/7 전력 공급을 할 수 있다. 이는 전원을 끌 수 없는 데이터센터 전력 공급의 핵심 방법으로 작용한다. 또한, 해상풍력 단일 단지는 1~2GW로 원전 1~2기에 맞먹는 규모이며, 터빈의 대형화로 같은 지역에서 더 적은 기수로 더 많은 전력을 생산할 수 있다.

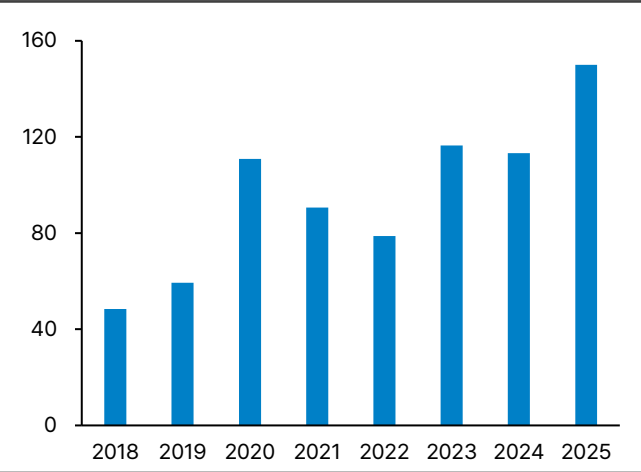
비용이 가장 저렴한 에너지원

풍력은 비용 측면에서도 경쟁력이 있다. 특히, 육상풍력은 '25년 기준 글로벌 가중평균 LCOE가 \$34/MWh로 주요 에너지원 중 가장 낮은 수준을 기록했다. 신규 전력원 기준에서도 육상풍력 LCOE는 \$29.58/MWh로 가스복합발전 대비 비용 우위를 보였다. 전력 공급이 친환경 정책에서 경제성 중심으로 재편될수록 풍력은 정책 수혜를 넘어 채택될 수밖에 없는 저비용 전력원으로 부각될 가능성이 높다.

바람을 맞이할 시간

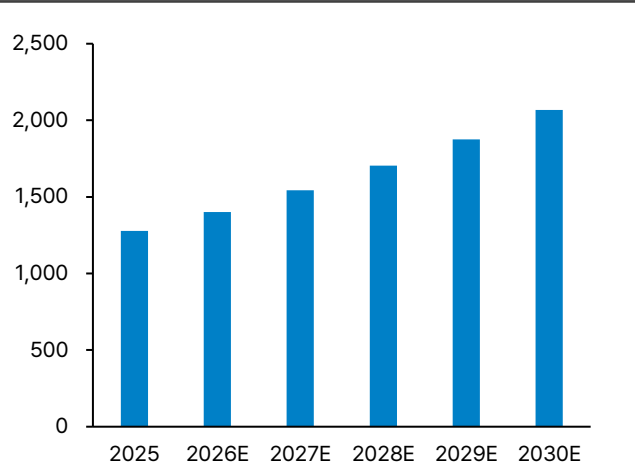
풍력 산업은 장기간 조정 국면을 지나, 업황 사이클이 재개되는 초기 구간에 진입하고 있다. 그간 누적됐던 병목이 점진적으로 완화되며, 지연됐던 수요가 실질적인 발주와 투자로 전환되기 시작했다. 이에 따라, '25년 글로벌 신규 풍력 설치는 150GW로 사상 최고치에 도달했으며, IEA는 '25~30년 육상풍력 누적 증설이 지난 5년 대비 45% 증가한 732GW, 해상풍력은 140GW로 직전 5년 대비 2배 이상 확대될 것으로 전망했다.

[표 6] 풍력 신규 설치용량 (단위 : GW)



자료: IEA, VIOS

[표 7] 글로벌 풍력 누적 설치량 전망 (단위 : GW)



자료: IEA, VIOS

글로벌 터빈 OEM사들의 실적 상승 글로벌 풍력 터빈사들의 실적은 풍력 업황을 판단하는 지표다. 풍력 밸류체인 내 가장 먼저 수익성 압박을 받아온 터빈사들의 실적과 수주잔고가 개선되고 있다는 점은 산업 정상화의 신뢰도를 높인다. *글로벌 1위 풍력 터빈사 Vestas는 '25년 매출액 약 188억 유로, 수주잔고 약 719억 유로를 기록했으며, Nordex 역시 '25년 매출액 약 75.54억 유로, 수주잔고 약 160억 유로로 사상 최고 매출과 수주 잔고를 기록했다. 이는 풍력 산업이 단순 기대감이 아니라 실적으로 증명하고 있음을 보여준다.

(*중국 제외 시장 기준)

업황 부진의 이유:
금리, 계통, 인허가

풍력 업황 부진의 본질은 수요 훼손이 아니라 실행 병목에 있었다. 높은 금리, 계통 연결 대기, 인허가라는 병목으로 부진을 겪었으나 최근 점진적으로 완화되는 신호가 확인된다.

풍력 프로젝트는 초기 투자비 비중이 높아 금리 민감도가 높은 전력원이다. '22~'24년 고금리는 프로젝트 수익성을 악화시켰다. 최근 '24년부터 ECB가 금리를 4.5%→2.5%로 인하했고, Fed 역시 5.5%→ 3.75%로 인하였다. 풍력 프로젝트의 금융비용 부담은 점진적으로 완화되는 국면이다.

또한, EU는 '24년 재생에너지 인허가 신속화 가이드스를 내놓은 데 이어 '25년 말에는 계통 확충과 연결 절차 개선에 나섰다. 미국 역시 발전원 접속 절차를 개편하며 적체 해소에 착수했다.

업황 회복의 시작

결국 현재의 풍력 업황은 지연됐던 수요가 다시 실행으로 전환되는 초기 구간이다. 병목 완화와 터빈사 실적 상승이 동시에 확인되고 있다는 점에서, 산업 전환은 기대가 아닌 실적 기반의 업황 반전 초입으로 판단한다.

2. 시장별 풍력

풍력 프로젝트의 타임라인

풍력 시장은 지역마다 타이밍이 다르다. 미국은 육상풍력 발주가 이미 가속화되고 있고, 유럽은 FID 확정 프로젝트와 대기 프로젝트가 공존한다. 주요 풍력 시장은 미국('26년) → 유럽 FID 확정 프로젝트('27년) → 유럽 신규 프로젝트('30년)일 것으로 판단된다.

2.1. 단기 풍력 수요는 미국에서

전력 부족이 가져올 수요

미국 풍력 설치 수요는 전력 부족에서 발생한다. EIA는 미국 전력생산이 '26년 1.2%에서 '27년 3.1%로 증가할 것을 전망했고, 전력 부하 역시 '26년 1.9%에서 '27년 2.5%로 증가할 것으로 예상했다. 결과적으로 전력 단가 경쟁력을 갖춘 재생에너지, 그중에서도 대용량 발전이 가능한 육상풍력의 역할이 커질 수밖에 없다.

정책이 가져올 수요

정책 변화는 미국 풍력 설치로 귀결된다. '22년 8월 통과된 IRA 체계하에서 풍력 프로젝트와 기자재 생산업체는 PTC, ITC, AMPC 등 다양한 세제 인센티브를 활용할 수 있었다. 최근 트럼프 행정부의 OBBBA에 따라 '26~'27년에 착공을 앞당길 유인이 커졌다. 이에 따라 미국 풍력 설치는 '25~'29년 46GW로 전망되며, 이 중 육상풍력이 35.5GW(76%)를 차지하고, '26~'27년에 5년 물량의 절반이 집중된다.

2.2. 중장기 풍력 수요는 유럽에서

에너지 안보의 필요성

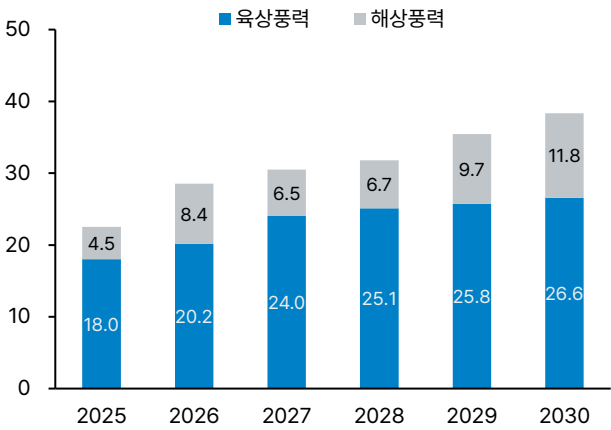
에너지 안보는 유럽 풍력 설치 확대를 강화하고 있다. 러시아 에너지 의존 축소 이후 유럽의 에너지 정책은 재생에너지 확대와 전력망 정비를 동시에 이루려는 방향으로 재편되고 있다. EU는 '25년 REPowerEU 로드맵을 통해, 자국 내 재생에너지 확대를 에너지 안보의 핵심 수단으로 제시하고 있다.

순항 중인 유럽 풍력 수요

이 흐름은 풍력 파이프라인에서도 확인된다. 영국, 독일, 폴란드를 중심으로 '25년 상반기 유럽의 신규 풍력 터빈 발주가 11.3GW, 신규 풍력 프로젝트 FID가 340억 유로에 달했다. WindEurope은 '25~'30년 유럽에서 187GW의 신규 풍력을 설치할 것으로 전망하며, 이 경우 유럽 누적 용량은 '30년 450GW까지 확대될 것으로 전망한다.

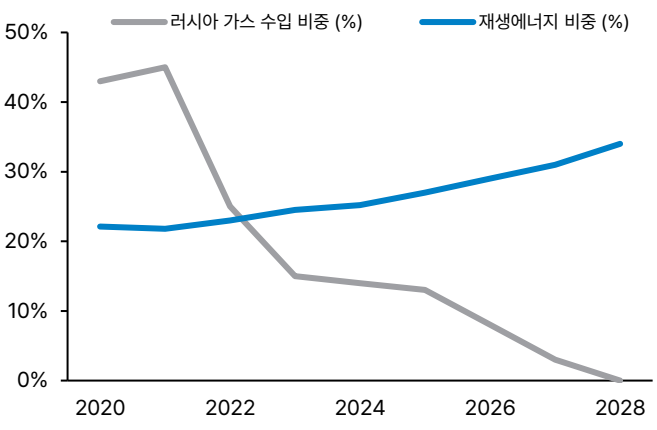
[표 8] 유럽 풍력 설치 전망

(단위 : GW)



자료: WindEurope, VIOS

[표 9] REPowerEU 목표치



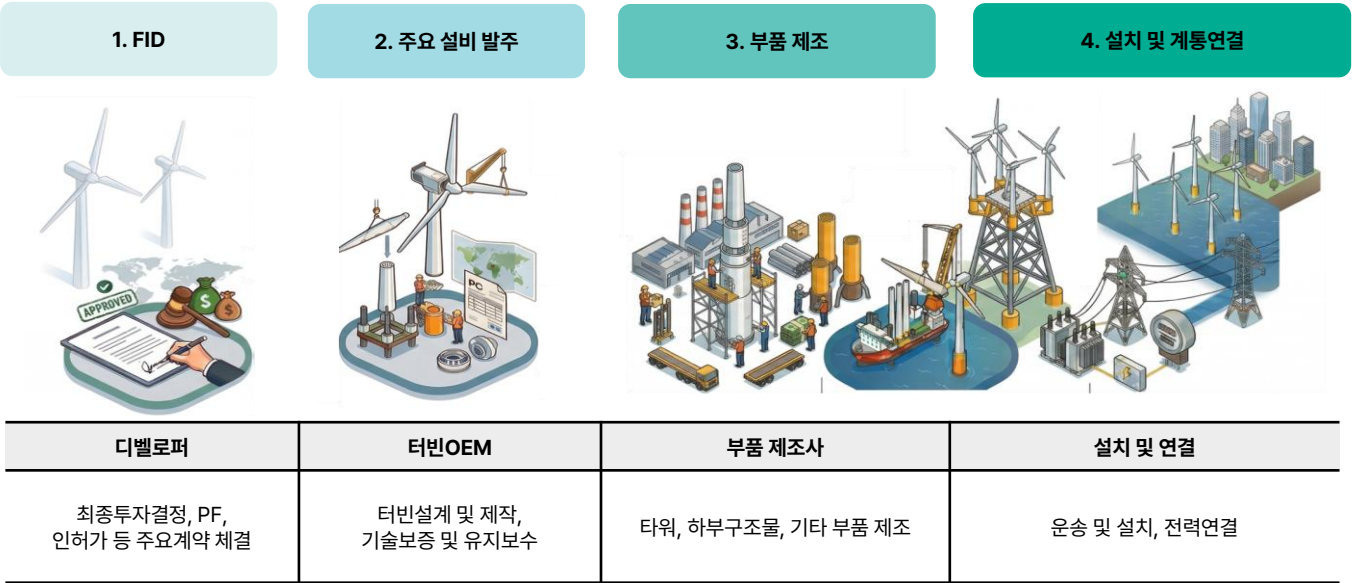
자료: WindEurope, VIOS

3. 풍력 업황 회복은 부품사가

3.1. 풍력 밸류체인

풍력 프로젝트는 디벨로퍼의 FID를 시작으로 발주 → 제조 → 설치 → 계통 연결이 순차적으로 진행되는 프로젝트 흐름을 따른다. 이에 따라, 풍력 밸류체인은 디벨로퍼, 터빈 OEM, 부품 제조, 설치 및 연결의 네 단계로 구성된다.

[그림 1] 풍력 밸류체인 구조



자료 : VIOS

3.2. 부품 제조사에 집중

부품사의 수혜 흡수

풍력 업황 회복 국면에서는 밸류체인 전반이 수혜를 받을 전망이나, 그 중에서도 과점 구조를 형성한 부품 제조사의 수혜가 기대된다.

부품 제조사는 프로젝트 확정 이후 실제 물량 발주에 기반해 매출이 인식되며, 일부 계약에서는 원자재 가격 변동분을 판가에 연동할 수 있어 수익 가시성이 상대적으로 높다. 업황 회복기에 발주 증가가 가동률 상승으로 이어질 경우, 실적 개선 폭이 밸류체인 내 다른 영역 대비 두드러질 가능성이 높다고 판단한다.

II. 기업 분석

1. 기업개요

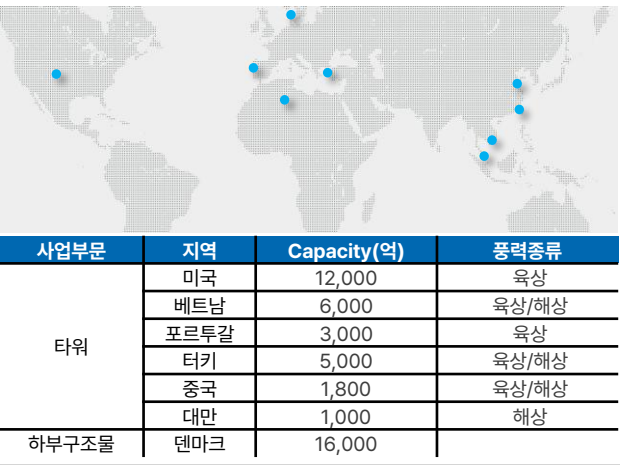
씨에스윈드는 타워부문과 하부구조물 사업을 영위하고 있다.

육풍과 해풍 전부 가질 거야

동사의 핵심 사업부문인 타워 부문은 육상과 해상에서 모두 유리한 위치에 있다. 육상의 경우 설치량이 중요하며, 해상의 경우 더 크고 높은 타워가 중요하다는 특징을 가진다. 동사는 미국 내 생산기지 규모 1위로 시장에 안착하였고, 터키와 포르투갈 법인을 통해 유럽 지배력을 확장하였다. 즉, 타워의 양과 크기를 모두 충족할 준비를 마쳤다. 타워 매출은 터빈사향이 90%를 차지하며, 지속적인 장기 공급계약이 이어지고 있다. 이들과 맺은 견고한 협력관계가 신규 수주 물량을 선제적으로 확보할 경쟁력이 되어 줄 것이다.

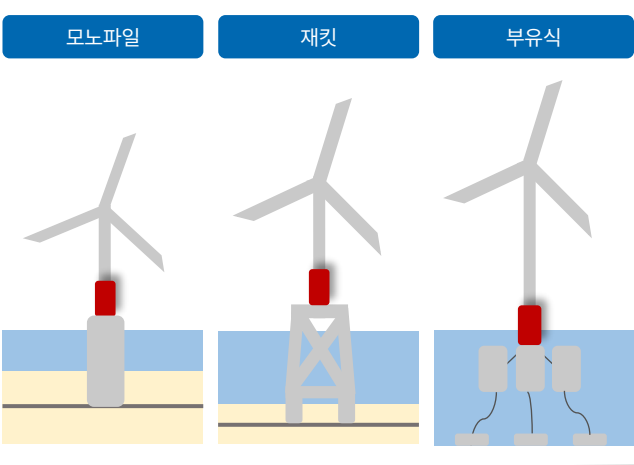
하부구조물 부문은 '23년 Bladt를 인수하며 포트폴리오를 확장하였다. 현재 동사는 Aalborg 공장을 중심으로 TP 공급에 역량을 집중하고 있다. TP는 결합기자재로 수심의 변화나 하부 기초 구조물의 종류와 무관하게 반드시 탑재되어야 한다. 기초 구조물과 타워를 연결해 고정하는 기술은 모든 타워에 필요하기 때문이다. Bladt를 고마진 TP 체제로 전환하면서 수익성 강화가 기대된다.

[그림 2] 동사 해외법인



자료 : 동사IR, VIOS

[그림 3] TP의 역할



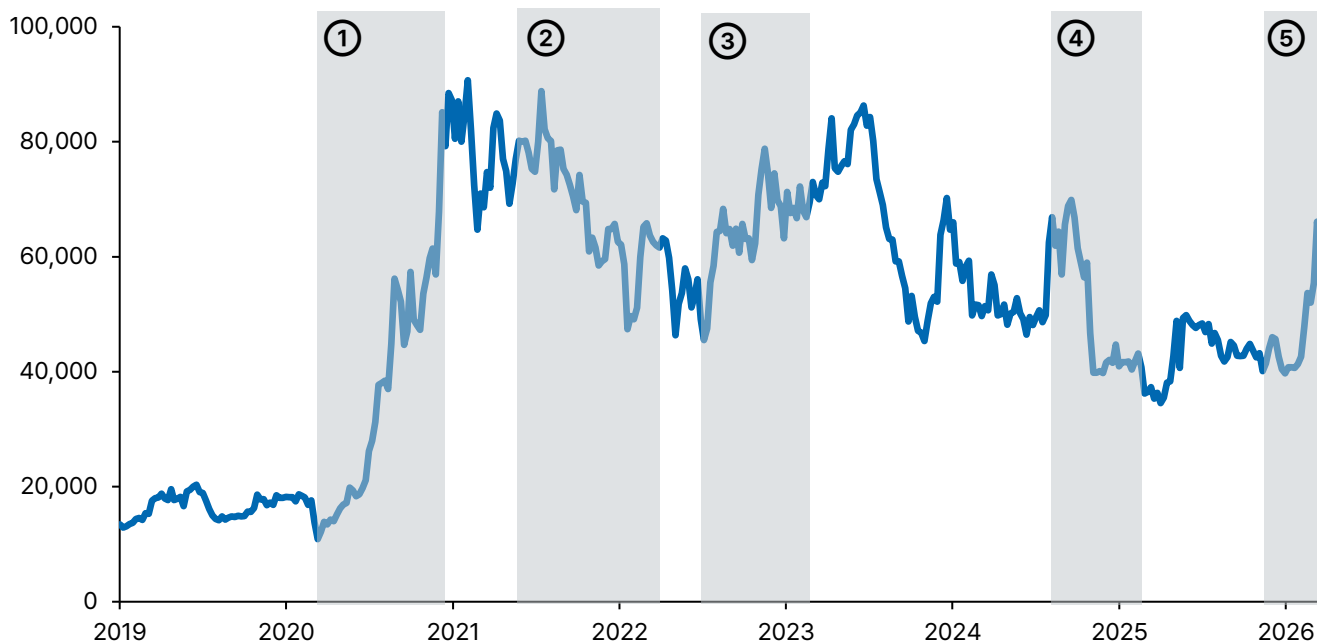
자료 : VIOS

2. 실적 분석

'25년 연결기준 매출액은 풍력 부문 73.4% 하부구조물 부문 26.6%를 차지하고 있다. 타워 부문 매출은 근 5년간 꾸준히 증가하며 견조한 흐름을 이어가고 있다.

동사는 '25년 덴마크의 Lindo공장 가동 중단을 결정하며 2,200억원 규모의 손상차손을 인식했다. 앞서 말했듯 이는 Bladt를 Aalborg TP의 고마진 체제로 전환하기 위한 전략적 결단일 뿐이다. 4Q25에는 해당 영향으로 당기순손실을 기록했으나, 영업이익은 전년 대비 175.5% 급증하며 본업의 저력을 증명했다. 일회성 손실을 덜어낸 만큼 '26년은 왜곡이 없을 해로서 실적 정상화가 기대된다.

Ⅲ. 주가 분석



동사의 주가 흐름은 정책 기대와 산업 변수가 먼저 밸류에이션을 움직이고 실적이 이를 확인하는 방식으로 움직였다.

① '20년 하반기~'21년 초까지 나타난 급등 구간은 바이든 행정부 출범 이후 친환경 투자 확대에 의한 정책 랠리 구간이었다.

여기에 '21년 6월 Vestas로부터 미국 타워 공장 인수가 더해지면서 미국 현지 생산 거점을 확보한 업체로 재평가되었다. 즉, 당시 주가 상승은 단기 실적보다도 미국 풍력 시장에 대한 선제적 투자가 반영된 결과로 판단된다.

반면, ② '21년 하반기~'22년 초 조정은 원자재 가격 급등 및 금리 인상 압력으로 풍력 프로젝트의 경제성을 훼손했고, 이는 밸류체인 전반의 발주 지연으로 연결됐다. ③ '22년 8월 IRA 법안이 통과되면서 미국 청정에너지 투자에 대한 장기 방향성은 뚜렷해졌지만, 당시 시장은 원가 부담과 금융비용 상승에 더 민감하게 반응했다. 결국 정책이 방향을 정해도 매크로 변수로 주가는 얼마든지 하락할 수 있다는 점을 확인한 시기였다.

④ '24년 11월~'25년 3월 구간은 트럼프 행정부 정책 충격으로 정리할 수 있다. 시장은 트럼프 행정부의 친화석연료 기조를 반영하며 재생에너지 업종 전반에 디스카운트를 적용했다. 하지만, 시장은 시간이 지나며 정책보다 현지 생산능력, 공급계약, 실적 가시성을 다시 주목하기 시작했다. 최근 동사의 주가가 반등한 것도 정책 불확실성 속에서 기업 경쟁력이 훼손되지 않았음을 시사한다.

⑤ '26년 3월 이후 주가 급등은 지정학적 위기가 풍력 산업에 단순히 부정적이지만은 않다는 점을 시사한다. 최근 미국 이란 전쟁으로 유가가 급등하고 호르무즈 해협 봉쇄 우려가 부각되면서 시장 변동성이 확대됐지만, 동시에 에너지 안보와 공급망 재편 필요성이 다시 부각되고 있다. 따라서 현 주가 구간은 에너지 자립이라는 재평가 요인이 반영된 구간으로 해석된다. 결론적으로 현 시점에서 실적과 수주 가시성을 갖춘 동시에 정책, 매크로 변화의 수혜 가능성이 높은 동사에 집중해야 할 필요가 있다.

IV. 투자포인트

투자포인트 1. 모든 타워는 푸에블로로 통한다.

미국 타워가 견인하는 전사 실적

풍력 타워 산업은 수주와 실적 인식 간 시차가 존재하는 전형적인 수주산업으로, 실적이 숫자로 확인되는 시점에는 이미 업황 회복이 주가에 상당 부분 선반영됐을 가능성이 높다. 동사는 '25년 역대 최고 수준의 수주잔고를 확보한 가운데, '26년부터는 정책 변화에 따른 수요 풀림과 '26~'27년 미국 타워 생산 확대가 맞물리며 미국 법인 매출이 전사 실적의 핵심 동력으로 부상할 전망이다.

1.1. 정책이 수요를 앞당긴다

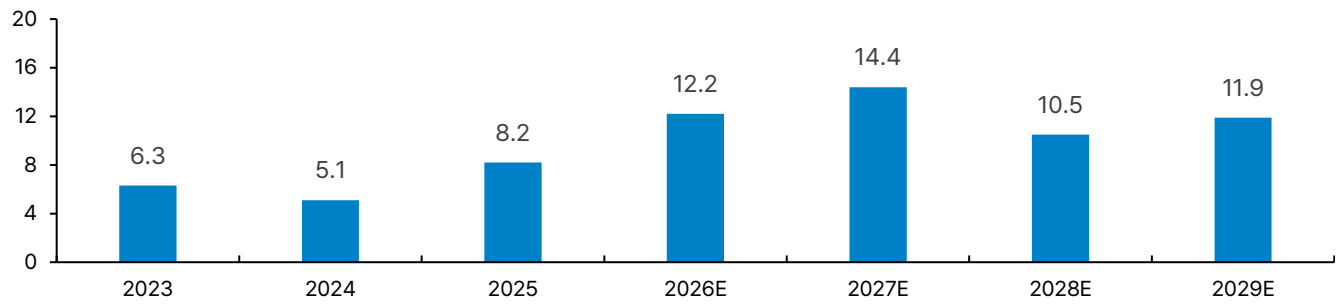
OBBBA가 가져온 일몰효과

미국 풍력 프로젝트는 세제 혜택 적용 기간 단축으로 착공과 부품 조달이 앞당겨지고 있다. IRA 세제 구조가 OBBBA를 통해 축소된 영향이다. '26년 7월 이후 착공 프로젝트는 '27년 이후 가동분에 대한 세액공제 적용이 제한되는 구조로 전환됐고, 풍력 부품에 대한 제조 세액공제 역시 '27년 이후 종료되는 방향으로 조정됐다. 이에 따라 세제 혜택을 확보하기 위한 조기 집행 압력이 확대되고 있다.

풍력 프로젝트의 조기 집행

Wood Mackenzie는 미국 풍력 설치량이 '25년 7GW에서 '27년 12GW로 가속될 것으로 전망하고 있으며, '25~'27년 육상풍력 터빈 발주는 모든 프로젝트에서 이미 확보된 상태라고 평가한다. 실제로 3Q25 육상풍력 터빈 수주는 2GW(QoQ+79%)를 기록했다.

[표 10] 미국 풍력 타워 신규 설치 추이 (단위 : MW)



자료 : Woodmac, VIOS

[표 11] IRA 기본 구조 → OBBBA 변경 내용

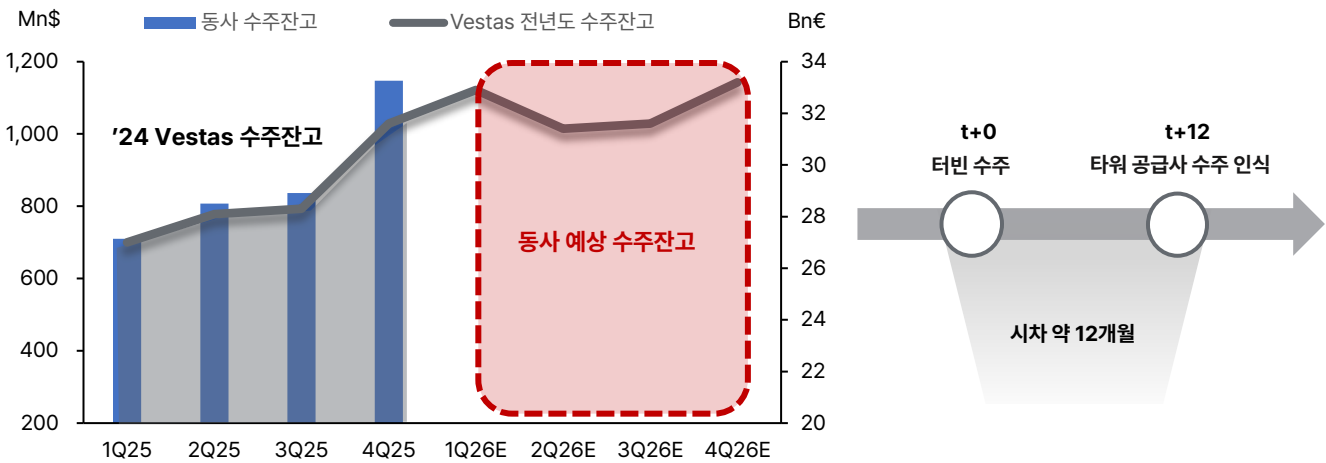
별류체인 단계	구분	IRA 기본 구조	OBBBA 변경 내용
부품 공급사	45X (AMPC) : 부품 세액 공제	'29 까지 세액공제 '30~'32 지원 축소 '33 종료	'27.12.31 이후 종료
디벨로퍼	45Y(PTC) / 48E(ITC) : 생산 / 투자 세액공제	'32 까지 세제혜택 보장	'28.1.1 부터 종료
전 단계	해의 공급망 규제	FEOC(해외 우려집단) : 배터리 중심 적용	PFE (금지된 외국 법인) : 태양광 풍력 자재 등 모든 설비로 확대

자료 : VIOS

1.2. '26~'27년은 타워 생산 폭증 구간

터빈 수주+ 12개월 = 타워 발주	'26~'27년은 타워 생산이 집중될 수밖에 없는 구간이다. 풍력 프로젝트는 터빈 수주 이후 약 12개월의 시차를 두고 타워 발주와 생산이 이루어지는 구조이기에 '25년을 기점으로 누적된 터빈 수주는 '26~'27년 타워 물량으로 전환된다.
전방사향 수주잔고 확보	동사의 최대 고객사 Vestas는 '25년 말 기준 719억 유로로 사상 최대 수주잔고를 기록했으며, 이 중 터빈 수주잔고만 31GW(약 332억 유로)에 달한다. 해당 수주 잔고는 향후 12개월간 순차적으로 타워 발주로 전환될 물량으로, '26~'27년 타워 물량은 높은 수준으로 확보될 것으로 예상된다.
전방사를 따라가는 동사	동사의 수주잔고와 공급계약 역시 이 흐름을 뒷받침한다. 4Q25 기준 동사의 수주잔고는 약 11억 4,700만 달러로 사상 최대를 기록했으며, 3Q25 이후 Vestas 미국 법인과 약 1조 원의 공급계약을 체결했다.
미국에서 최상위 지위 차지	이러한 수주 성과가 실제 대형 프로젝트 납품으로 직결된 대표적인 사례로 SunZia 프로젝트가 있다. 해당 프로젝트는 약 3.5GW 규모의 초대형 육상풍력 단지로, Vestas와 GE Vernova가 주요 터빈 공급사로 참여하고 있다. 동사는 Vestas 물량을 전량 수주했으며, GE Vernova 공급망에도 참여하며 글로벌 최상위 터빈사의 대형 프로젝트 물량을 확보했다.

[표 12] 터빈사(Vestas)와 동사 수주잔고 시차 추이



자료 : Vestas IR, 동사 IR, VIOS

1.3. 미국 공장은 준비되어 있다

CAPA는 충분할까	수주잔고가 실적으로 전환되기 위해서는 이를 소화할 CAPA가 전제되어야 한다. 동사의 미국 푸에블로 공장은 연간 생산능력은 약 6GW에 달한다. '26~'27년 타워 생산이 집중되는 구간에 즉시 가동 가능한 구조를 갖고 있다.
미국 내 CAPA 1위	동사는 미국 내 경쟁사 대비 우월한 생산능력을 갖추고 있다. 미국 풍력 타워 시장의 주요 플레이어는 동사 외에 GRI Renewable Industries와 Arcosa로 사실상 3사 과점 구조다. GRI는 약 1억 달러 규모의 생산능력을 보유하고 있으나, 이후 추가 증설이나 CAPA 확대 계획이 확인된 바 없다. Arcosa는 '23년 뉴멕시코 Belen에 약 6천만 달러를 투자해 신규 공장을 건설했으며, 기존 3개 공장과 유사한 생산능력을 보유한 것으로 공시하고 있다. 총 약 3.2억 달러 규모로 파악된다. Arcosa 역시 Belen 공장 이후 추가 확장 계획은 제한적인 상황이다.
생산 확대에도 문제 없다	타워 산업과 같은 과점 시장에선 CAPA 규모 자체가 핵심 경쟁력으로 작용한다. 반면, 동사는 약 8억 달러 규모의 생산능력을 갖춘 글로벌 1위 타워 공급사로, '26~'27년 미국 타워 물량 확대 국면에서 수요를 가장 적극적으로 흡수할 것으로 판단된다.

[표 13] 미국 내 경쟁사 CAPA 비교

회사	비교 범위	공식 공개 CAPA
CS Wind America Inc.	Pueblo 단일 공장	8억 달러
Arcosa	미국 4개 공장 합산 (Newton, Clinton, Tulsa, Belen)	3.2억 달러
GRI Renewables Industries	Amarillo 단일 공장	1억 달러

자료 : 각 사 IR, VIOS

미국 내 생산의 장점	생산능력 외에도 구조적 강점이 존재한다. [1] 미국 현지 생산이므로 관세 리스크가 없다. 트럼프 행정부 하에서 수입 풍력 부품에 대한 관세 불확실성이 높아지고 있으나, 동사는 현지 생산이므로 영향을 받지 않는다. [2] AMPC 보조금(1MW당 \$30,000)을 수령할 수 있다. OBBBA하에서 AMPC는 '28년부터 축소가 예정되어 있으나, '26~'27년 타워 생산 집중 구간에서는 전액 수령이 가능하다. [3] OBBBA의 FEOC(외국적대국가) 규제가 '26년부터 본격 적용되면서 중국산 부품을 사용한 프로젝트는 세액공제 수령이 불가능해진다. 이는 중국계 타워 제조사의 미국 시장 진입을 차단하는 효과를 가진다. 동사는 미국 내 비중국계 대규모 타워 생산자로서 이 규제의 직접 수혜자 위치에 있다.
주가는 이제 시작	결국 미국 풍력 시장의 핵심은 수요의 조기 집행이다. 세제 혜택 축소 이전에 프로젝트와 부품 조달이 앞당겨지는 상황에서, 동사는 이미 확보한 수주잔고를 바탕으로 '26~'27년 타워 물량 확대를 가장 빠르게 실적화할 수 있는 업체이다. 따라서 현재 주가는 미국 타워 매출이 아직 본격적으로 실적에 반영되기 전, 성장 모멘텀이 주가에 반영되지 않은 구간으로 판단되며, 향후 실적과 함께 주가 상승 여력이 부각될 가능성이 높다고 판단한다.

투자포인트 2. 더 커지는 초대형 타워도 우리가 만든다.

계속되는 외형 성장

앞서 언급한 OBBBA 시행 후, 일몰효과가 발생해도 동사에게 큰 타격을 입히지 못할 것이다. 급증하는 전력수요를 석탄, 원자력 에너지가 충족하지 못하는 상황에서 신재생에너지는 핵심적인 전력공급 방법으로서 중요성이 커지고 있다. 그 중에서도 풍력발전은 LCOE가 가장 낮아 가격경쟁력이 높다. 더 효율적인 전력생산을 위해 디벨로퍼들은 더 크고 넓은 풍력단지 개발을 추진하고 있다.

2.1. 커질수록 좋은 풍력

풍력 에너지 발전량 ∝
로터 반지름 제곱, 풍속 세제곱

풍력발전 규모가 지속적으로 커지면서 풍력발전기의 터빈 크기 또한 대형화되는 추세이다. 풍력 에너지 발전량은 로터 반지름의 제곱, 풍속의 세제곱에 비례한다. 즉 로터의 직경이 2배로 커지면, 발전량은 4배가 증가한다.

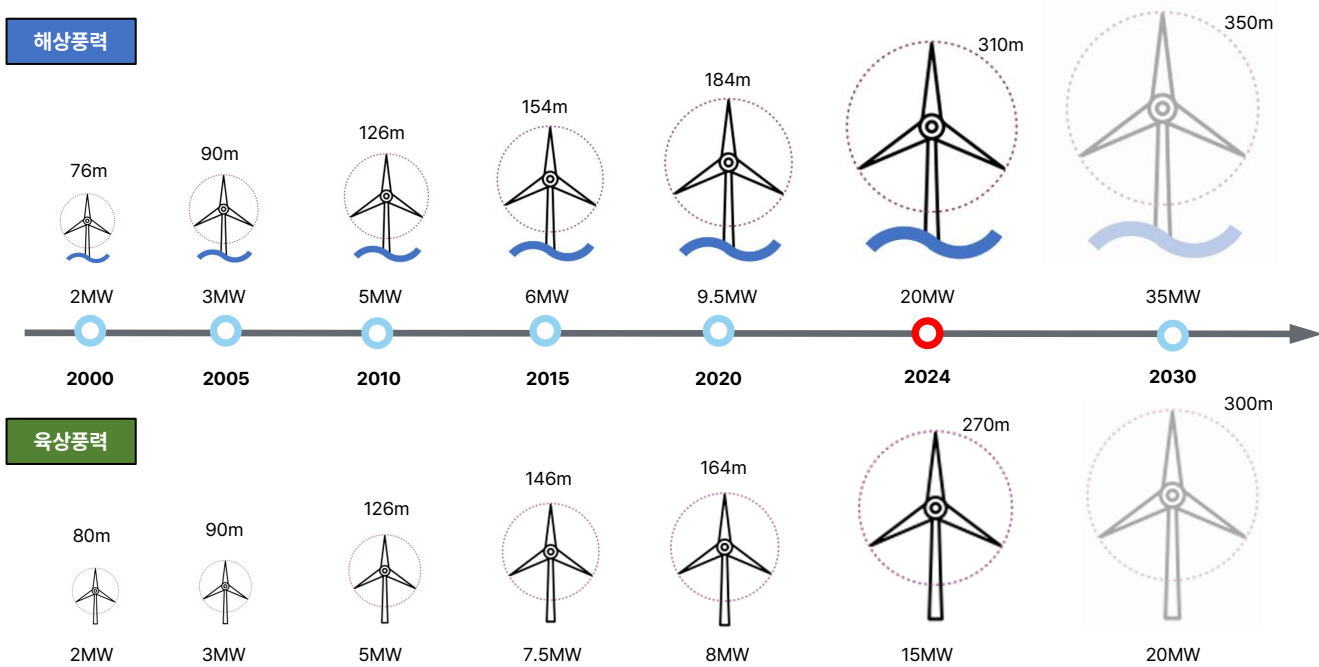
풍력 타워의 대형화

터빈의 대형화는 타워의 대형화 및 고도화로 이어진다. 거대한 터빈의 하중을 안정적으로 지지해야 할 뿐만 아니라, 더 높은 곳의 강한 바람을 확보해 발전 효율을 높여야 하기 때문이다. 타워 고도가 80m에서 110m로 30m 높아지면 풍속은 0.5m/s~1.0m/s 가량 증가한다. 발전량은 풍속의 세제곱의 비례하므로, 풍속이 10% 상승하면 발전량은 33% 증가하게 된다.

비용 절감 → 프로젝트 투자 확대

이러한 대형화는 풍력 프로젝트의 LCOE를 구조적으로 하락시키고 있다. 동일 용량 대비 요구되는 비용이 줄어든다는 것은 디벨로퍼 입장에서 Capex를 절감할 수 있다는 것이다. 이는 곧 풍력단지 프로젝트의 수익성 향상으로 신규 단지 개발을 이끄는 유인으로 작용하게 된다.

[그림 4] 연도별 풍력 터빈 크기 추이



자료 : GWEC, VIOS

2.2. Q 감소를 뛰어넘는 매출 성장

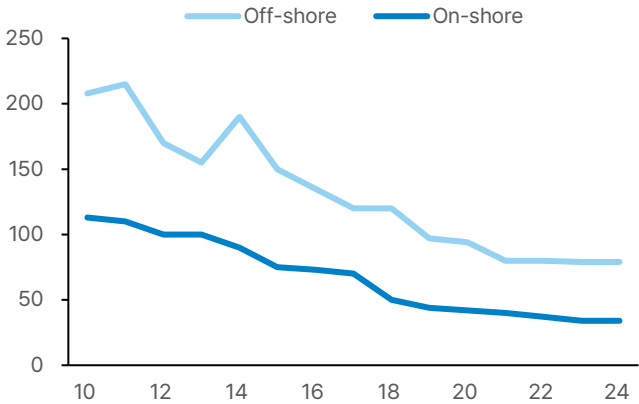
당팀은 가상의 1GW 풍력단지를 가정하여, 터빈 대형화가 매출액에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

10MW → 14MW
: 개수 28↓, 무게 66%↑

터빈의 대형화로 인한 타워 공급 감소는 걱정하지 않아도 된다. 타워 가격 상승분이 이를 상회하기 때문이다. 통상 풍력타워, 블레이드, 하부구조물 등 부품 제조 업체들은 제품의 질량, 무게에 비례하여 매출이 발생한다. 총 발전량 1GW 기준, 10MW 터빈이 14MW로 늘어나면 동사가 공급하는 타워 개수는 28기가 감소하고, 1기당 무게는 약 66% 증가한다.

1톤 당 매출액을 X 로 두었을 때, 예상 매출액은 20% 상승한다. 동사가 공급하는 타워 Q는 감소하지만 무게증가로 인한 매출 성장이 이를 상회하는 것이다.

[표 14] 풍력 LCOE 감소, 2010-2024 (단위 : \$/MWh)



자료 : IRENA, VIOS

[표 15] 발전량 1GW 기준 터빈 용량별 매출 비교

총 발전량	1GW	
	10MW	14MW
타워 1기당 발전량	10MW	14MW
타워 개수	100개	72개
타워 1기당 무게	600T	1000T
1기당 예상 매출액	600X	1000X
타워 설치 예상 매출액	60,000X	72,000X

자료 : Rystad Energy, VIOS

대형화에 필수적인 CAPA 확보

앞으로 타워산업은 기술적 난이도를 넘어 Capex 자본력이 진입장벽으로 작용한다. 터빈의 용량이 커질수록 타워의 중량이 증가하기 때문에, 이를 물리적으로 소화할 수 있는 대규모 CAPA 확보가 필수 요건이 된다. 동사는 선제적인 투자를 통해 초대형 타워 제작 인프라를 확보한 상태로 글로벌 터빈 제조사들의 러브콜이 이어질 것이다.

V. 정책 분석

Intro.

풍력 산업에서 정책은 밸류체인 전반의 수요를 결정하는 변수다. 재생에너지 발전량 목표
상향만으로는 동사의 풍력 타워 발주가 보장되지 않으며 정부의 보조금 여부, 인허가 완화,
그리고 인프라 확충 등이 맞물릴 때 비로소 동사의 실적으로 이어질 수 있다.

이에 본 보고서는 리스크 점검을 대신하여, 핵심 국가별 재생에너지 정책 상황을 점검한다.
이는 각국의 정책이 현재 풍력산업 수요를 어떻게 변화시키고 있는지 살펴보기 위함이다.

1. 미국: 이제는 더 이상 물러날 곳이 없다

미국의 중간선거를 알아보자

'26년 11월, 앞두고 있는 중간선거는 트럼프 대통령의 임기 중반에 대한 평가로, 에너지
안보가 중요해진 현 시점에서 투표 결과가 트럼프 행정부의 에너지 정책에 영향을 미칠
전망이다. 본 선거는 상원의원 100석 중 35석, 하원의원 435석 전체, 그리고 주지사 50석
중 36석 등이 선출 대상이다. 공화당은 상·하원 모두에서 근소한 차이로 다수당을 유지하며
트럼프 대통령의 여러 입법내용을 지지해왔다.

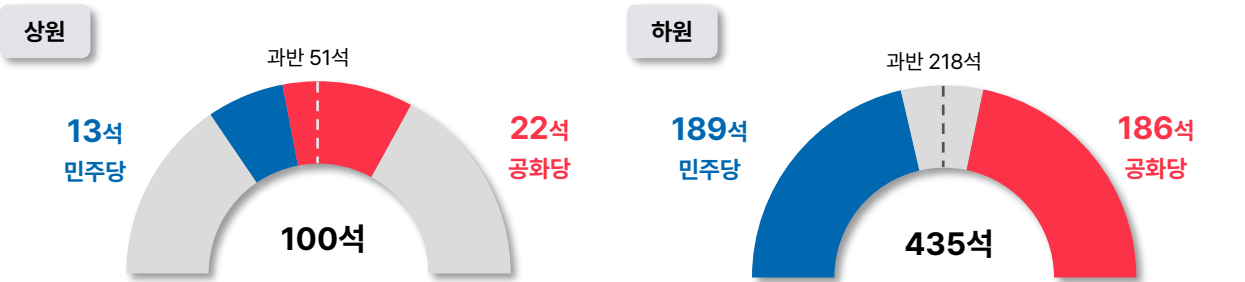
상원의원 선거의 경우 공화당에 유리한 구도이다. 선거를 치르는 35석 중 현재 공화당 22석,
민주당 13석이지만 박빙지역은 4곳에 불과해 공화당이 다수당을 지켜낼 가능성이 매우 높다.

그러나 역사적으로 집권여당에 불리하게 적용해 온 중간선거의 특성과 복잡해진 국제정세를
고려하면, 하원의원 정권 교체 가능성이 높아졌다. 지난 3월 진행된 여론조사 결과, 민주당은
공화당에 비해 평균 5.1%p 앞서고 있었다. 특히 무당층 사이에서 민주당 지지율이 공화당을
2배 이상 압도하는 양상이 관측된다. 이는 트럼프 정부에 대한 피로감이 반영된 결과로
풀이된다.

OBBBA 수정은 없는 시나리오

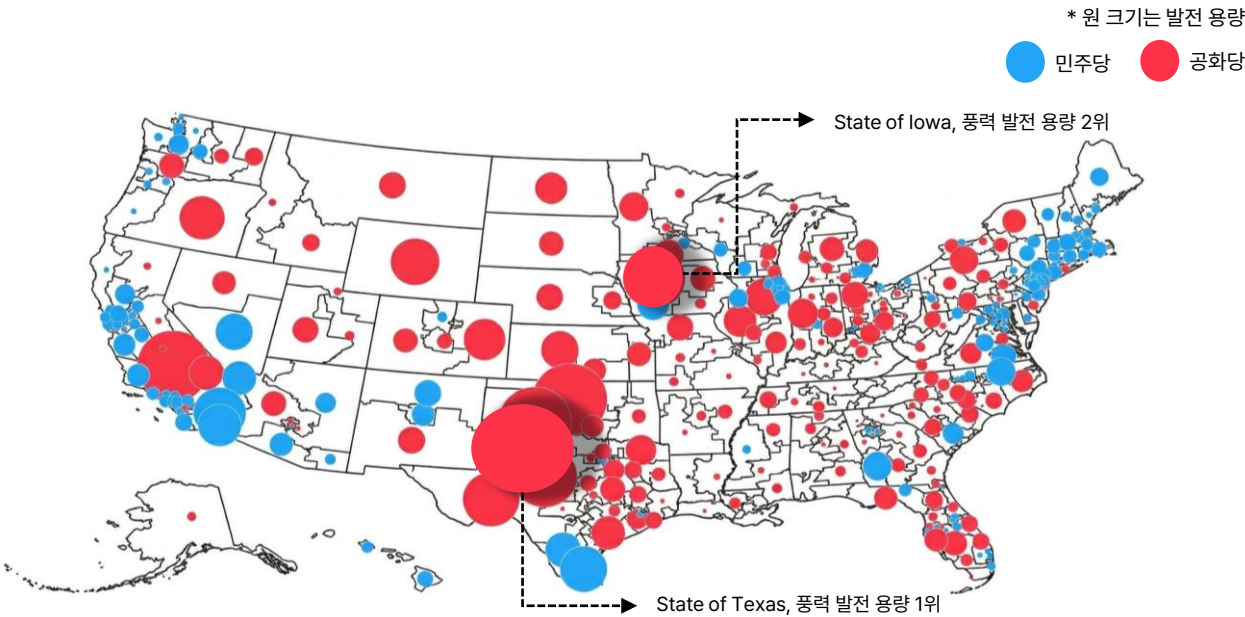
하원 선거에서 민주당이 다수당을 차지하더라도, OBBBA가 폐지되거나 수정되는 것은
아니다. 해당 법안은 이미 연방법으로 자리 잡아 상원의원들의 동의를 거쳐야 하기 때문이다.
다만, 하원 위원회 소집권 등을 활용해 인허가 지연 등 행정명령에 대해 국정 조사를 실시할
수 있는 권한이 생기면서 트럼프 정부를 압박할 수 있는 장치가 생기게 된다.

[그림 5] 미국 의회 중간선거 현황



자료: 언론종합, VIOS

[그림 6] 각 주별 친환경 에너지 프로젝트 분포 현황



자료: Bloomberg, VIOS

(* 공화당 지지 주 :
텍사스, 조지아, 아이오와 주 등)

IRA 혜택과 신재생에너지 투자의 대부분이 *공화당 지지 주에 집중되어 있다는 점도 주목해야 한다. 해당 지역 소속 의원들은 재생에너지에 세액공제의 과도한 축소에 대해 반대하며 트럼프 행정부를 견제한다. 실제로 공화당 소속 한 상원의원은 OBBBA에 포함될 풍력 세액공제 자격요건을 가동 개시일이 아닌 착공일로 정하는 수정안을 제출하기도 했다.

전체 전력 목표는 그대로

OBBBA 이후에도, 해당 주 의회가 정한 장기 전력 생산 목표는 수정되지 않았다. RPS는 전력 생산업체의 전력 생산량 중 일정비율을 신재생에너지로 공급, 판매하도록 하는 제도이다. 2003년 도입 후 50개 주 중 38개 주에서 시행 중으로 각 주별 자원 보유량, 정치적 사향, 재생에너지 생산 현황을 고려해 설정되었다. OBBBA에도 불구하고, 주 단위의 RPS 목표를 충족하는 구조로 신재생에너지 확대의 기반을 견고히 지키고 있다.

[표 16] 주 별 RPS 현황

구분	RPS 목표	특징
텍사스	신재생 에너지 발전량 10GW	'25년 목표를 '10년에 조기달성, '24년 기준 풍력이 주 전력의 22% 공급
콜로라도	'50년 까지 100% 청정 에너지	'24년 기준 풍력이 주 전력의 30% 공급
캘리포니아	'45년 까지 탄소배출 ZERO	'45년까지 25GW 해상풍력발전 목표
뉴욕	'40년 까지 탄소배출 ZERO	현재 924MW 규모의 해상풍력 프로젝트 공사 진행중

자료: IEA, VIOS

2. 유럽 : 이제는 홀로서기

에너지 안보가 중요한 유럽	유럽의 재생에너지 전환은 에너지 안보와 자립을 위한 생존전략이다. '22년 러-우 전쟁을 계기로 단일 국가에 에너지를 의존하는 구조의 위험성이 드러났고, 유럽은 러시아산 화석연료를 줄이는 대신 중동을 통한 LNG 수입 확대에 나섰다. 그러나 '26년 호르무즈 해협을 둘러싼 긴장이 고조되면서 대체 공급망 역시 불안정하다는 점이 확인됐다. 결국 화석연료 중심의 에너지 체계 자체가 지정학적 리스크에서 자유롭지 않은 것이다. 이런 흐름 속에서 외부 변수에 덜 흔들리는 에너지 구조를 만들기 위해 재생에너지로 방향을 분명히 잡고 있다.
REPowerEU로 시작	이러한 에너지 자립의 출발점은 REPowerEU다. 유럽은 이 계획을 바탕으로 목표를 계속 높여 왔고, 그 결과 '30년 재생에너지 비중 목표를 42.5%까지 끌어올렸다. 그 영향으로 '25년에는 풍력과 태양광 발전 비중이 처음으로 화석연료를 넘어섰다.
전쟁으로 인한 가속화	최근 지정학적 불확실성은 이런 흐름에 속도를 더하고 있다. 에너지 안보에 대한 부담이 커지면서 유럽 전역에서 풍력 입찰이 빠르게 늘고 있고, 독일은 4년 동안 약 80억 유로를 투입해 육상풍력 12GW를 추가 발주하기로 했다.
저가 부품의 위협	한편, 발전 시장의 파이가 커지자, 배출 규제가 느슨한 국가들로부터 유입된 저가 부품이 유럽 내 제조 기반을 위협하기 시작했다. 에너지 안보를 위해 외부에 의존했던 구조가 산업 측면에서 리스크로 돌아온 셈이다.
대응책 [1] : CBAM	이에 유럽은 첫 번째 대응으로 Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM)을 도입했다. 풍력 타워와 하부구조물의 핵심 소재인 철강을 외부에서 수입할 때 유럽과 동일한 수준의 탄소 비용을 부과 함으로써, 오직 가격 경쟁력을 기반으로 하던 해외 저가 부품사들의 경쟁우위를 약화시켰다.
대응책 [2] : NZIA	여기에 더해 Net-Zero Industry Act (NZIA)을 통해 산업 보호를 강화했다. 공급망이 얼마나 안정적인지를 평가하는 비가격 지표가 법적으로 의무화 되었고 유럽 외 특정 제3국의 부품 비중이 50%를 넘으면 경매 참여 자체가 제한되기 때문에, 저가 부품의 시장 진입이 원천적으로 차단된다. 재생에너지는 유럽에게 에너지 안보를 위한 핵심 수단이다. 외부 에너지 의존에서 벗어나기 위한 필요성이 커지면서, 정책 역시 친환경 전환을 넘어 수요 확대와 산업 보호를 동시에 고려하는 방향으로 설계되고 있다.

[표 17] 유럽 풍력 관련 정책

정책	규제 방식	수요 및 발주 영향	기업 영향
CBAM	탄소 배출 기반 비용 부과	EU 내 조달 비중 확대	현지 생산 기업 수혜
NZIA	공급망 요건 및 참여 제한	특정 국가 의존 프로젝트 제한	로컬 공급망 기업 점유율 확대

자료: Wind Europe, VIOS

3. 한국 : 이제는 기대된다

해상풍력특별법 도입	‘26년 3월 한국의 해상풍력특별법이 본격적으로 시행되었다. 기존의 국내 해상풍력 사업은 민간 사업자가 개별적으로 입지 발굴부터 인허가 취득까지 전 과정을 도맡아야 했다. 초기 기획부터 실제 착공까지 평균 10년 이상이 소요되는 등 프로젝트 지연 리스크와 불확실성이 매우 높았다. 결과적으로 국내 해상풍력시장 전반의 투자가 위축되었고, 산업 발전은 장기간 정체되어 있었다.
국내 해상풍력의 본격 출발	해상풍력특별법의 시행은 이러한 고질적인 지연 리스크를 해소한다. 해당 법안의 핵심 내용은 정부 주도 계획 입지와 인허가 일괄 처리이다. 정부가 직접 주민 수용성과 환경성이 검증된 지역만을 발전지구로 지정하고, 민간 사업자에게 복잡한 인허가를 일괄 처리 해주며 사업 준비기간이 절반 이상 단축된다. 정부는 이번 특별법 통과를 동력으로 삼아, ‘35년 25GW 설치 목표를 향할 예정이다. 가장 큰 리스크였던 인허가 불확실성이 제거되면서 그간 정체되었던 국내 해상풍력 시장의 본격적인 성장이 기대된다.



VI. Valuation

1. 매출액 추정

상기 투자포인트를 종합하면, '26~'27년 동사 실적 성장의 핵심은 미국 중심의 타워 매출 확대에 있다. 이에 따라 본 추정은 미국 법인 공장 생산 확대를 핵심으로 반영하였다. 세부 추정은 [1] 타워, [2] AMPC, [3] 베어링, [4] 하부구조물로 구분하여 추정하였다.

1.1. 타워 부문 매출액 추정

타워 부문은 동사 실적의 핵심 사업부로, 매출액은 신규 수주량을 기반으로 P*Q 추정하였다. 출하량은 지역별 풍력 설치 수요, 동사 수주잔고 및 생산능력을 반영해 산정하였으며, ASP는 지역별 판매 가격을 고려해 추정하였다.

P 추정

*P: 지역별 1MW 당 ASP = 1MW 당 ASP * 지역별 후판 가격 프리미엄*

타워 ASP는 과거 순수 타워 매출액을 매출인식 MW로 나누어 산출한 1MW 당 타워 ASP를 기준으로 추정하였다. 지역별 ASP는 후판 가격이 타워 원가 및 판매 가격에 미치는 영향이 크다는 점을 감안해, 기준 ASP에 지역별 후판 가격 프리미엄을 반영하는 방식으로 산정하였다.

지역별 후판 가격 프리미엄은 공시된 국가별 톤당 후판 매입 평균단가를 기준으로 산출하였다. 동사 생산법인이 위치한 국가의 후판 단가를 비교해 평균 단가 대비 상대 프리미엄을 도출한 뒤, 이를 기준 ASP에 반영해 지역별 ASP를 차등 적용하였다. 이는 후판이 타워 원가에서 차지하는 비중이 높아 지역별 후판 가격 차이가 ASP에도 유의미한 영향을 미친다고 판단했기 때문이다.

[표 18] 1MW 당 타워 ASP (단위 : 백만원)

	2021	2022	2023	2024
동사 타워 설치량(MW)	8,361	7,015	6,963	9,703
타워 매출액	1,164,151	1,311,188	1,224,372	1,793,488
1MW 당 타워 ASP	139	187	176	185

[표 19] 1MW 당 지역별 타워 ASP (단위 : 백만원)

	2024	2025	2026E	2027E
아시아 타워 ASP	142	142	142	142
미국 타워 ASP	264	264	264	264
유럽 타워 ASP	272	272	272	272
기준 ASP	185	185	185	185

Q 추정

① 신규 수주량 추정

$동사 수주량(MW) = 전방 4개사 설치량(MW) * 동사 점유율(\%)$

$전방 4개사 설치량(MW) = 글로벌 풍력 설치량(MW) * 전방 4개사 점유율(\%)$

타워 Q는 신규 수주량을 기반으로 추정하였다. 동사는 고객사와 장기공급계약을 체결한 뒤 개별 주문 계약으로 타워를 생산한다, 이에 따라 향후 신규 수주는 장기공급계약을 맺은 전방 4개사(Vestas, GE Vernova, SGRE, Nordex)에서만 발생한다고 보수적으로 가정하였다.

중국을 제외한 글로벌 풍력 설치량에 전방 4개사의 시장점유율을 적용하여 터빈사의 설치량을 산출하고, 여기에 동사의 점유율을 곱하여 동사의 신규 수주량을 추정하였다.

[표 20] 동사 타워 수주량 (단위 : MW)

	2025	2026E	2027E	2028E
미국 풍력 설치량	8,200	12,200	14,400	10,500
유럽 풍력 설치량	23,400	29,600	32,900	33,100
아시아 풍력 설치량	6,400	6,100	7,600	8,100
전방 4개사 설치량	33,220	42,441	48,591	45,219
씨에스윈드 점유율(%)	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
씨에스윈드 수주량	-	10,822	12,391	11,531

② 타워 출하량 추정

동사의 수주 후 납품까지의 리드타임은 통상 반기 수준으로, 신규 수주 물량은 수주 시점으로부터 약 6개월 후 매출로 전환된다. 이를 반영하여, 앞서 추정한 연간 수주량에 반기 래깅을 적용하여 반기별 출하량을 산정하였다. 한편, 동사의 과거 수주잔고 및 신규 수주 추이에서 뚜렷한 계절성 또는 분기별 편중이 나타나지 않음에 따라, 연간 수주량이 반기 내에서 균등하게 발생한다고 가정하였다.

지역별 타워 출하량 비중은 과거 지역별 타워 매출액을 지역별 ASP로 나누어 역산한 뒤, 이를 전체 출하량 대비 비중으로 환산해 추정치에 적용하였다. 동사의 지역별 매출 구조와 생산법인 위치를 감안할 때, 해당 방식은 지역별 출하 믹스를 추정하는 데 무리가 없다고 판단한다.

[표 21] 동사 타워 출하량 (단위 : MW)

	1H25	2H25	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E	1H28E
전방 4개사 설치량	4,190	4,190	5,411	5,411	6,195	6,195	5,765
씨에스윈드 타워 출하량		4,190	4,190	5,411	5,411	6,195	6,195
미국 타워 출하량		2,121	2,121	2,738	2,738	3,135	3,135
유럽 타워 출하량		1,095	1,095	1,414	1,414	1,619	1,619
아시아 타워 출하량		974	974	1,258	1,258	1,441	1,441

타워 부문 최종 매출액

[표 22] 동사 타워 부문 매출액 (단위 : 백만원, MW)

	2H25	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E	2026E	2027E
타워 부문 매출액	996,770	996,770	1,287,228	1,287,228	1,473,761	2,283,997	2,760,989
전방 4개사 설치량	4,190	5,411	5,411	6,195	6,195	42,441	48,591
씨에스윈드 타워 출하량	4,190	4,190	5,411	5,411	6,195	10,822	12,391
미국 타워 출하량	2,121	2,121	2,738	2,738	3,135	5,477	6,271
유럽 타워 출하량	1,095	1,095	1,414	1,414	1,619	2,829	3,239
아시아 타워 출하량	974	974	1,258	1,258	1,441	2,517	2,882
미국 타워 ASP	264	264	264	264	264	264	264
유럽 타워 ASP	272	272	272	272	272	272	272
아시아 타워 ASP	142	142	142	142	142	142	142

1.2. AMPC 부문

동사는 AMPC 세액공제에 따라 미국 법인 생산량 1MW 당 30,000달러의 보조금을 매출로 인식한다. 따라서, 타워 출하량 추정시 추정했던 미국 타워 출하량 중 미국 법인 생산 비중을 고려하여 미국 법인 타워 Q를 계산한 후 AMPC 보조금을 추정하였다. 향후 환율과 생산비중은 보수적으로 '25년 값을 고정하였다.

[표 23] 동사 AMPC 보조금 (단위 : 백만원, MW)

	2025	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E
AMPC 보조금	112,896	58,464	75,500	75,500	86,441
미국 법인 타워 설치량	2,688	1,344	1,736	1,736	1,987
미국 공장 생산비중	63.4%	63.4%	63.4%	63.4%	63.4%
MW 당 보조금	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
환율	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450

1.3. 베어링 부문

베어링 부문 매출액은 자회사 씨에스베어링의 실적을 기준으로 추정하였다. 씨에스베어링은 풍력터빈용 대형 베어링을 생산하는 업체로, 글로벌 풍력 설치 확대에 따른 수요 증가의 수혜가 기대된다. 추정치는 과거 매출액의 평균 성장률을 적용해 산정하였으며, 일회성 요인으로 실적 변동성이 확대된 연도는 정상적인 성장 흐름을 반영하기 어렵다고 판단해 제외하였다.

[표 24] 베어링 매출액 추정 (단위 : 백만원)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
베어링 매출	49,007	76,608	105,410	126,148	146,996	171,289
YoY(%)	-	56.3%	37.6%	19.7%	17%	17%

1.4. 하부구조물 부문

$$\text{동사 TP 매출액} = \text{프로젝트 총 용량 (MW)} \times \text{1MW 당 표준 CAPEX} \times \text{TP원가 비중}$$

하부구조물 매출 추정은 Aalborg공장의 기수주 물량을 통해 추정하였다. 매출 추정 대상 품목은 현재 확보된 물량인 TP 로 한정하였다. 해당 공장이 '26년~'27년을 거쳐 풀CAPA로 납품 스케줄을 소화할 것임을 고려해, 미공시된 수주 데이터와 추가적인 신규 수주 가능성은 배제했다.

기수주 프로젝트의 정확한 수주 금액을 산정할 수 없음에 따라, 매출액은 글로벌 고정식 해상풍력 단지의 표준 원가 데이터를 활용해 역산하였다. 먼저, 1MW 당 평균 Capex를 통해 전체 사업비를 산출하였다. 이후, 총 Capex대비 하부구조물(TP)이 차지하는 원가 비중을 적용하여 단일 프로젝트에서 TP부문의 매출액을 추정하였다. 산출된 매출액은 해당 프로젝트가 동일 스펙의 TP를 연속 생산하며, 안정적인 공장 가동률을 유지할 것으로 보아 균등하게 배분하여 인식하였다.

[표 25] 하부구조물 매출액 추정 (단위 : 백만원)

	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Aalborg공장 TP	74,658	74,658	74,658	74,658	74,658	74,658	74,658	74,658
납기 인센티브	14,502	14,502	14,502	14,502	-	-	-	-
매출액	89,160	89,160	89,160	89,160	74,658	74,658	74,658	74,658

최종 매출액 추정

상기 부문별 추정을 종합한 결과, 동사의 연결 매출액은 '26년 2조 9,215억 원, '27년 3조 3,928억 원으로 전망된다. 부문별로 보면, 타워 매출이 전사 외형 성장의 핵심이다. OBBBA에 따른 미국 풍력 착공 조기 집행과 Vestas 수주잔고의 타워 전환이 맞물리며, 미국 법인 타워 출하량이 '26~'27년 집중적으로 증가할 것으로 추정된다.

AMPC는 미국 법인 생산량에 연동되어 타워 매출 확대와 동행하며, '27년 이후 축소가 예정된 만큼 '26~'27년이 수혜의 정점 구간이다. 하부구조물은 Aalborg 공장의 기수주 TP 물량을 보수적으로 반영하였으며, 베어링은 과거 성장률 기반의 안정적 확대를 가정하였다. 결과적으로, '26~'27년 실적은 미국 타워 매출과 AMPC가 동시에 확대되는 구간이다.

[표 26] 전체 매출액 (단위 : 백만원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,520,163	3,072,529	2,931,649	2,921,595	3,392,849
AMPC	81,955	110,161	112,896	133,964	161,942
타워	1,224,372	1,793,488	1,993,539	2,283,997	2,760,989
베어링	76,608	105,410	126,148	146,996	171,289
하부구조물	162,398	1,137,411	780,765	356,638	298,630

2. 매출원가 & 판관비 추정

동사의 사업 특성상 매출원가가 매출액에서 차지하는 비중이 높다. 매출원가 및 판관비 내 주요 항목인 원재료비, 감가상각비, 인건비는 별도로 추정하였고, 이외 계정은 고정, 변동비 성격 및 과거 추세를 반영해 추정하였다.

2.1. 원재료비 추정

동사의 원재료는 후판, 인터널 자재, 플랜지, 철강 2차 자재, 기타로 구성된다. 이 중 후판은 전체 매입액의 절반 이상을 차지하는 핵심 원재료로 별도 추정하였다. 인터널 자재와 플랜지는 타워 생산에 함께 투입된다는 점에서 후판 매입액과 연동해 추정하였다. 한편 철강 2차 자재는 하부구조물 사업부의 원재료에 해당해 하부구조물 매출액과 연동해 산정하였다.

① 후판 매입액 추정

후판 매입액은 P*Q 방식으로 추정하였다.

P: 톤당 후판 가중평균단가

= 미국 평균단가(원)*미국 매출 비중(%) + 유럽 평균단가*유럽 매출 비중(%) + 아시아 평균단가*아시아 매출 비중(%)

공시된 국가별 톤당 후판 매입 평균단가를 바탕으로, 동사의 지역별 출하량 비중을 고려하여 톤당 후판 가중평균단가를 추정하였다. 글로벌 철강 시장이 공급 과잉에 있어 후판 가격의 하락 압력이 존재하나, 보수적 관점에서 이전 가격 추이를 적용하여 '26~'27년 가격을 산정하였다.

Q: 후판 소비량(톤)

= 당해년도 동사 타워 출하량(MW) * MW 당 후판 투입량(59톤)

동사 타워 출하량과 MW당 후판 투입량을 바탕으로 추정하였다. 우선 과거 후판 매입액을 톤당 후판 가중평균단가로 나누어 후판 매입량을 역산하고, 이를 당해 연도 타워 설치량(MW)으로 나눠 MW당 후판 투입량을 산출하였다. 역산 결과, MW당 후판 투입량은 약 59톤으로 추정되었다. 이후 신규 수주 추정 과정에서 도출한 연도별 동사 타워 출하량(MW)에 이를 적용해 후판 소비량을 추정하였다.

[표 27] 후판 매입액 추정 (단위 : 백만원)

	2025	2026E	2027E
후판 매입액	824,973	1,076,023	1,244,271
타워 설치량(MW)	8,380	10,822	12,391
MW 당 후판(톤)	59	59	59
후판 총 소비(톤)	495,963	640,486	733,300
후판 가중평균단가(원)	1,663,376	1,680,010	1,696,810

2.2. 상각비 추정

동사의 영업자산은 유형자산, 무형자산, 사용권자산으로 이루어져 있다. 감가상각비는 유형자산 증가 및 CAPEX 흐름을 반영해 산정하였으며, 상각비를 구하는 과정은 아래 공식을 거쳐 산정했다.

$$\text{상각비} = (\text{기초장부가액} + \text{당기취득가액} + \text{당기대체분} + \text{상각제외변동분}) \times \text{상각률}$$

[표 28] 상각비 추정 (단위 : 백만원)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
상각비 합계	37,914	64,991	73,221	163,860	167,050	133,631	135,146
유형자산상각비	29,249	47,374	51,201	104,640	115,997	105,817	111,052
무형자산상각비	6,527	14,997	14,910	36,969	25,130	7,604	5,438
사용권자산상각비	2,137	2,620	7,109	22,251	25,923	20,210	18,656

2.3. 인건비 추정

인건비는 종업원급여와 복리후생비를 기준으로 산정하였다. 동사 인건비는 '23년 미국 생산법인 증설과 인력 확충의 영향으로 증가세를 보이고 있으며, 이에 따라 '26~'27년 추정치는 최근 2개년 실적 흐름을 반영해 산정하였다.

[표 29] 인건비 추정 (단위 : 백만원)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
인건비 합계	81,844	140,939	187,701	291,983	306,919	291,018	337,959
종업원 급여	70,300	115,484	163,820	256,561	272,333	256,948	298,394
복리후생비	11,545	25,455	23,881	35,422	34,586	34,070	39,565

최종 매출원가 추정

동사의 비용은 매출원가와 판관비가 통합된 형태로 공시된다. 이에 본 추정에서는 총비용을 합산 기준으로 먼저 산정한 뒤, 과거 비용 구조와 계정별 비중을 반영해 매출원가와 판관비로 배분하였다.

[표 30] 매출원가 & 판관비 추정 (단위 : 백만원)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출원가&판관비 합계	1,093,912	1,332,771	1,415,966	2,817,047	2,611,325	2,596,393	2,978,401
매출원가	1,023,649	1,238,717	1,313,193	2,668,088	2,463,406	2,424,968	2,779,325
매출원가율(%)	85.7%	90.1%	86.4%	86.8%	84.0%	83.0%	81.9%
GPM(%)	14.3%	9.9%	13.6%	13.2%	16.0%	17.0%	18.1%
판관비	70,263	94,055	102,772	148,959	147,920	171,425	199,076

3. 금융손익 및 기타손익 추정

금융손익은 계정별 성격에 따라 구분하여 추정하였다. 이자수익과 이자비용은 각각 현금성자산 및 차입금 잔액을 기준으로 산정하였고, 매출채권처분손실은 매출채권 규모와 유동화 수준을 반영하였다.

기타손익은 예측 가능성이 낮은 항목이 다수 포함된다는 점을 감안해 보수적으로 접근하였다. 경상성이 확인되는 계정은 최근 추이와 매출 연동성을 반영했으며, 일회성 요인이 포함된 항목은 이를 제외한 과거 평균 수준을 적용하였다.

4. 법인세 비용 추정

법인세 비용은 '23년 이후 반영된 AMPC 보조금 효과를 고려하되, 비경상 요인으로 왜곡된 연도는 제외한 유효세율을 적용해 추정하였다. 이에 따라 '26~'27년 법인세비용은 '23~'24년 평균 유효세율을 기준으로 산정하였다.

[표 31] 금융손익, 기타손익, 법인세 비용 추정 (단위 : 백만원)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
금융수익	50,366	45,596	59,028	39,627	44,208	86,174	59,328	59,328
금융원가	61,321	59,882	99,879	93,578	135,637	137,310	129,031	122,006
기타수익	3,485	8,724	11,880	1,910	19,413	9,873	5,916	6,859
기타비용	31,105	7,254	21,281	25,766	8,395	226,615	6,063	7,005
법인세비용	24,847	10,261	4,984	28,099	13,739	48,048	66,163	24,847

Historical P/E Method

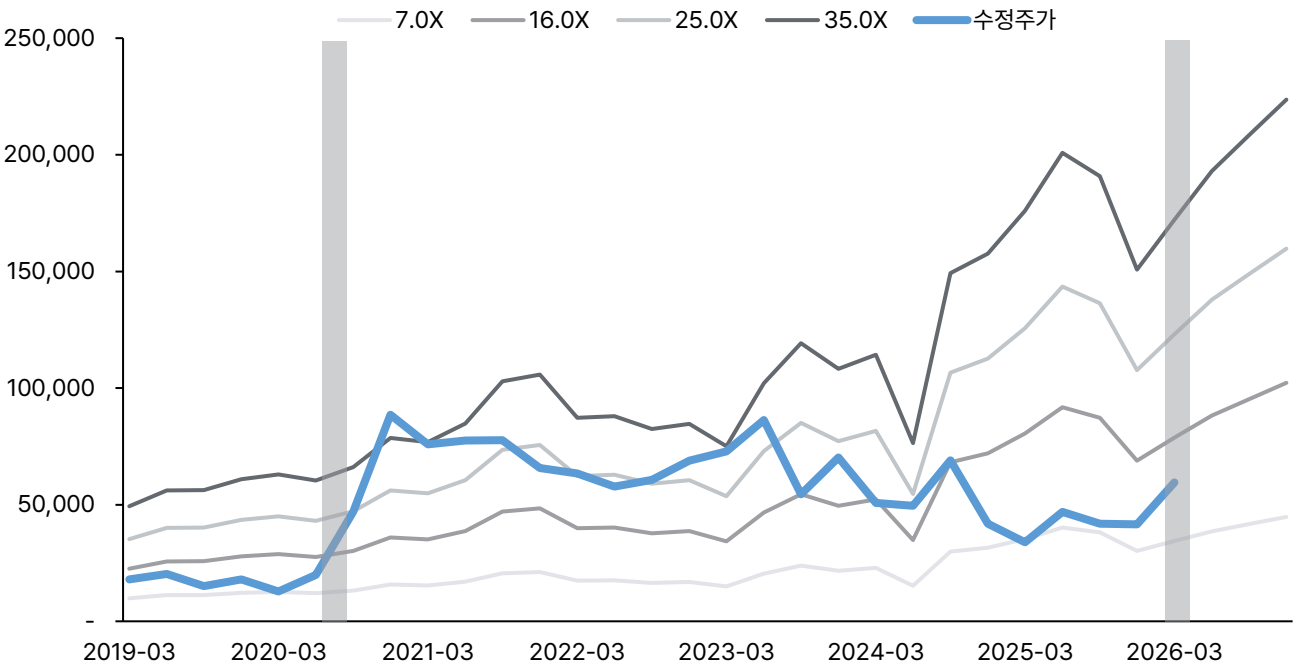
당 팀은 동사의 적정 기업가치를 파악하기 위해 Historical P/E Valuation 방식을 채택했다. 당 팀은 20년 5~7월의 12m Forward Per의 평균인 14.85배를 Target Multiple로 설정했다. 현재 주가는 63,700원으로 상승여력 49%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

선정 이유

‘20년 6월은 PTC 세액공제 폐지가 1년 늦춰져 ‘21년까지 풍력발전량이 증가하고 바이든 대통령 당선 예측 가능성이 높아짐에 따라 친환경 정책 기조 강화가 기대된 시기이다. 이로 인해 동사에도 수혜가 예상됐다. ‘26년 4월 현재는 미국 OBBBA 일몰효과와 유럽 REPowerEU 계획으로 풍력타워 설치량이 증가될 것으로 판단된다. ‘27년까지 매출액이 증가함을 고려해, ‘27년 EPS 6390원 * Target Multiple 14.85배를 통해 적정주가 94,900원을 산출했다.

동사가 독보적인 타워생산 업체임을 고려하면, 적절한 경쟁기업을 찾기 어려워 Peer P/E 방식은 적절하지 않다고 판단했다. 국내 경쟁사인 SK플랜트는 국내, 대만지역 해상풍력 위주의 기업이며 동국S&C는 연간 매출액이 동사의 3%수준이며 아시아 시장 비중이 커 직접적인 비교가 어렵다. 해외기업인 Arcosa의 경우 풍력타워가 포함된 사업부문 매출액 비중이 40% 정도며 생산능력 또한 동사의 1/3 수준이다. GRI Renewables Industries의 경우 동사와 가장 유사한 사업모델을 가진 경쟁사이나 비상장사라는 한계가 존재한다. 전방 터빈사의 경우 유지보수를 제공하는 서비스 매출 비중이 높아 PER가 타워제조사에 비해 높다. 또한 판매한 제품의 제조결함이나 대규모 보증을 고려해야 한다는 점에서, FOB방식인 동사와 차이가 있어 Peer로 선정하지 않았다.

[표 32] 씨에스윈드 12m Fwd Per Band (단위: 원)



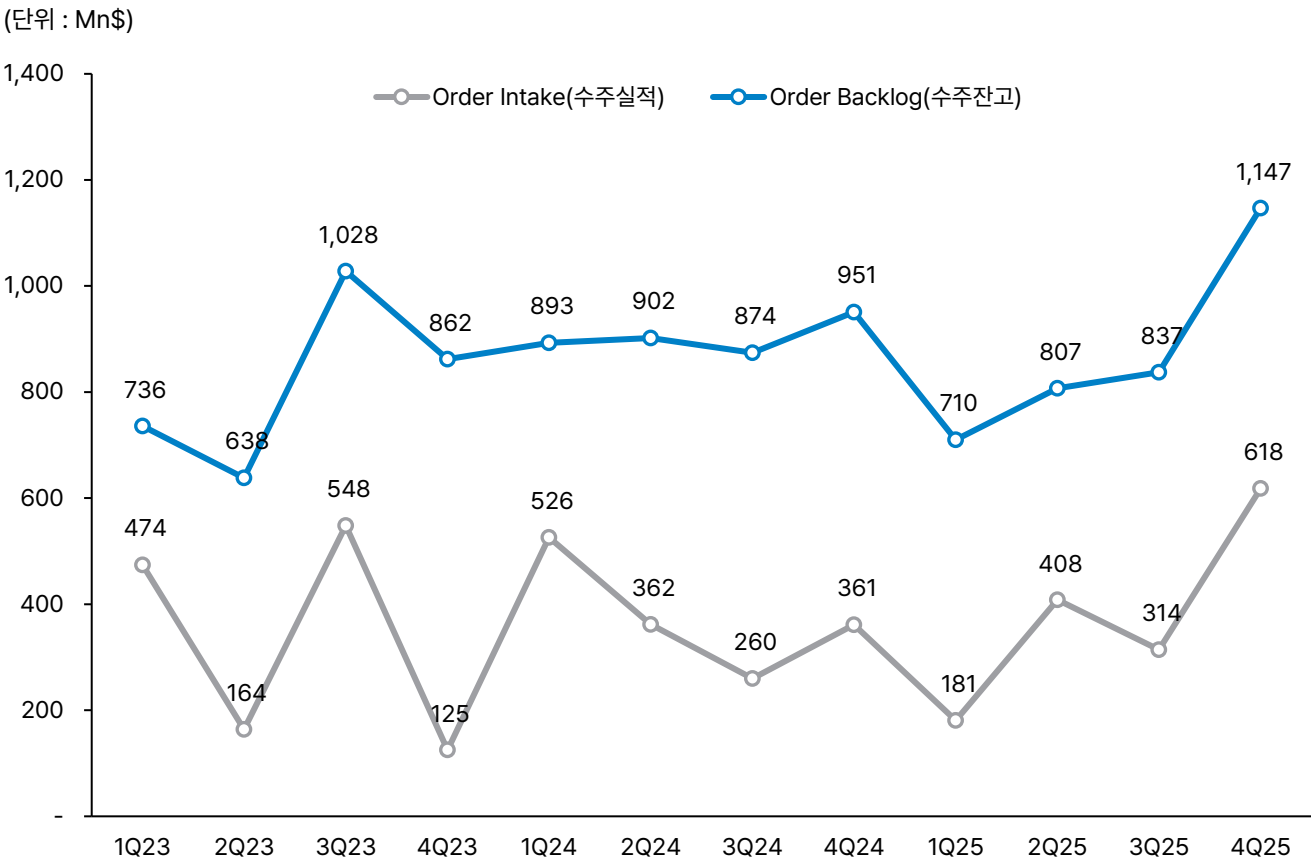
자료 : Fnguide, VIOS

VII. Appendix

App 1. Peer PER Table

타워제조사	PER	터빈사	PER
SK오션플랜트	42.96	Vestas	21.87
동국S&C	N/A	GE Vernova	58.28
Arcosa	25.82	Nordex	29.03
		SGRE	34.25

App 2. 수주 실적 추이



App 3. 유럽 풍력 프로젝트 현황

국가	구분	단계	규모
유럽 전체	신규 풍력 FID	투자 확정	14.1GW
유럽 전체	신규 풍력 FID	투자 확정	20.9GW
영국	AR7 육상풍력 CfD 낙찰	경매	8.4GW
영국	AR7a 해상풍력 CfD 낙찰	경매	1.3GW
독일	25년 해상풍력 CfD	경매	14.4GW
독일	26년 1차 해상풍력 CfD	경매	7.9GW 입찰
폴란드	Baltica 2 FID	투자 확정	1.5GW
폴란드	첫 오프쇼어 CfD	경매	3.4GW

App 4. 진행 중인 P/O

진행 중인 PO					
공시일	고객사	계약금액(원)	계약시작	계약종료	공급지역
26.02.12	Vestas 미국	135,327,564,072	26.02.11	26.12.11	미국
25.12.22	Vestas 미국	45,253,099,252	25.12.30	26.10.30	미국
25.12.19	SGRE	80,769,574,575	25.12.18	27.04.16	폴란드
25.12.05	SGRE	179,597,279,396	25.12.04	26.12.11	영국
25.11.25	Vestas 미국	75,738,349,594	25.11.25	26.05.15	미국
25.11.14	SGRE	67,236,931,648	25.11.13	27.03.26	폴란드
25.11.13	Vestas 미국	290,196,047,887	25.11.12	26.12.18	미국
25.11.10	Vestas 기타	77,287,733,427	25.11.07	27.01.29	대만
25.11.05	Vestas 미국	113,961,117,889	25.11.05	26.09.11	미국
25.10.15	Vestas 미국	37,419,154,448	25.10.14	26.05.15	미국
25.09.18	Vestas 미국	56,353,133,189	25.09.17	26.04.03	미국
25.08.25	Anma Off	36,005,873,050	25.08.25	27.03.08	대한민국
25.08.06	Vestas 미국	136,663,525,529	25.08.05	26.03.27	미국
25.07.21	Vestas 미국	82,358,484,428	25.07.18	26.01.02	미국
25.06.19	SGRE	53,164,099,609	25.06.19	26.04.03	미국
25.01.16	Vestas 미국	71,562,883,392	25.01.16	26.07.10	미국
24.12.26	Vattenfall	-	24.12.24	27.09.11	독일
24.11.28	Vestas 미국	98,158,073,911	24.11.27	26.01.30	미국
24.10.29	SGRE	232,983,717,040	24.10.29	26.01.25	미국

App 5. 매출원가 & 판관비

매출원가&판관비							
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
재고자산의 변동	-21,241	-30,939	-200,596	-74,899	155,453	-	-
재고자산의 매입 등	851,592	1,017,695	1,184,134	2,227,673	1,685,407	1,877,082	2,166,623
종업원급여비용	70,300	115,484	163,820	256,561	272,333	256,948	298,394
감가상각비와 상각비	37,840	65,505	75,762	164,737	167,945	133,631	135,146
복리후생비	11,545	25,455	23,881	35,422	34,586	34,070	39,565
여비교통비	1,749	7,011	7,566	5,835	6,534	6,511	7,562
수도광열비	8,836	12,713	14,279	21,065	21,604	21,530	25,003
임차료	6,848	7,727	9,873	9,707	12,954	12,954	12,954
소모품비	20,899	27,302	24,737	36,192	41,104	40,963	47,571
지급수수료	28,573	15,438	23,805	25,201	39,248	39,113	45,422
교육훈련비	148	789	570	1,037	2,139	2,139	2,139
운송료	10,838	9,062	6,880	5,322	8,407	8,378	9,730
보험료	1,401	2,605	3,133	6,237	6,718	6,718	6,718
외주용역비	19,783	23,308	30,659	8,250	28,449	28,352	32,925
기타 비용	44,803	33,617	47,462	88,707	128,444	128,004	148,651
매출원가 및 판매비와관리비 합계	1,093,912	1,332,771	1,415,966	2,817,047	2,611,325	2,596,393	2,978,401

App 6. 손익계산서

추정 I/S							
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,195,036	1,374,893	1,520,162	3,072,529	2,931,649	2,921,595	3,392,849
매출원가	1,023,649	1,238,717	1,313,193	2,668,088	2,463,406	2,424,968	2,779,325
매출총이익	171,387	136,177	206,969	404,441	468,243	496,627	613,524
판매비와관리비	70,263	94,055	102,772	148,959	147,920	171,425	199,076
영업이익	101,124	42,122	104,196	255,482	320,323	325,202	414,448
금융수익	45,280	59,029	39,628	44,208	86,175	59,328	59,328
금융원가	59,361	99,880	93,603	135,637	137,310	129,031	122,006
지분법손익	1,232	-2,367	-3,927	-3,303	1,426	0	0
기타이익	8,714	11,880	1,911	19,413	9,874	5,917	6,859
기타손실	6,254	21,282	25,766	8,396	226,616	6,063	7,006
순회계성자산에 대한 이익	0	15,124	987	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	90,736	4,627	23,426	171,767	53,872	255,352	351,623
법인세비용	24,847	10,261	4,984	28,099	13,739	48,048	66,163
계속영업이익(손실)	65,890	-5,634	18,442	143,668	40,133	207,304	285,461
중단영업이익(손실)	-1,161	-1,307	0	0	0	0	0
당기순이익(손실)	64,729	-6,941	18,442	143,668	40,133	207,304	285,461

App 7. 재무상태표

추정 B/S								
(단위: 백만원)								
자산								
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	
유동자산	1,072,916	1,005,500	1,352,426	1,828,066	1,641,319	1,725,075	1,939,740	
현금및현금성자산	261,809	191,619	207,121	359,180	478,879	412,375	464,516	
단기금융상품	4,362	327	14,603	11,054	15,608	15,608	15,608	
당기손익-공정가치측정금융자산	6	6,328	0	633	722	0	0	
매출채권 및 기타유동채권	398,374	366,154	403,430	598,494	414,518	504,769	586,188	
미청구공사	0	0	84,166	128,048	13,974	11,179	8,943	
재고자산	350,897	381,594	582,190	657,089	501,636	570,323	653,663	
기타유동금융자산	12,236	4,090	3,207	3,661	12,250	7,089	7,089	
기타유동자산	44,762	47,509	56,667	68,442	202,982	202,982	202,982	
당기법인세자산	470	7,879	1,042	1,465	751	751	751	
매각예정비유동자산	0	5,717	15,232	0	0	0	0	
비유동자산	698,185	772,890	1,501,703	1,781,417	1,575,276	1,485,221	1,494,383	
장기금융상품	1,616	158	146	156	164	164	164	
장기매출채권 및 기타비유동채권	0	0	0	0	1,818	0	0	
관계기업및공동기업투자	2,959	8,743	15,211	13,560	14,324	14,324	14,324	
유형자산	509,955	529,131	928,654	1,132,738	1,020,575	982,928	1,024,833	
투자부동산	0	37,105	21,768	34,052	32,597	31,380	31,380	
사용권자산	38,600	59,351	171,913	249,851	218,856	202,544	187,787	
무형자산	124,612	117,269	274,434	261,984	178,486	171,892	167,474	
기타비유동금융자산	2,144	1,920	10,411	17,880	17,022	9,876	9,876	
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	170	150	150	150	133	0	0	
당기손익-공정가치측정금융자산	0	4,360	4,400	8,116	12,336	12,336	12,336	
기타비유동자산	742	1,136	52,836	34,673	12,138	12,336	12,336	
순확정급여자산	0	351	1,277	1,122	2,214	2,214	2,214	
이연법인세자산	17,386	13,217	20,504	27,134	64,612	45,228	31,660	
자산총계	1,771,101	1,784,107	2,869,361	3,609,483	3,216,595	3,210,297	3,434,123	
부채								
유동부채	572,666	623,838	1,430,900	1,480,640	1,127,762	1,037,184	1,057,646	
당기손익-공정가치측정금융부채	383	2,839	2,866	0	5,166	5,166	5,166	
기타포괄손익-공정가치측정금융부채	0	0	2,431	2,444	0	0	0	
매입채무 및 기타유동채무	315,027	321,369	653,618	650,320	489,049	471,225	540,084	
초과청구공사	0	0	176,535	122,645	28,713	22,971	18,377	
단기차입금	180,728	232,686	384,087	425,485	242,475	267,542	240,788	
유동성장기차입금	7,182	26,917	119,411	123,909	187,983	131,078	117,970	
유동성사채	19,033	7,525	5,354	0	0	0	0	
당기법인세부채	14,128	8,749	8,494	7,329	36,325	15,005	15,005	
기타유동금융부채	1,059	815	239	295	140	140	140	
유동 리스부채	2,109	2,544	14,772	16,922	19,404	10,127	9,389	
기타 유동부채	32,513	20,191	26,614	98,700	103,252	103,252	103,252	
유동충당부채	504	204	36,478	32,591	15,254	10,678	7,474	
비유동부채	254,659	232,662	494,538	928,578	887,161	764,136	682,040	
당기손익-공정가치측정금융부채	0	0	0	166	166	0	0	
장기매입채무 및 기타비유동채무	3	1,300	3	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	0	0	
장기차입금	206,244	173,607	303,250	655,709	567,088	499,172	449,255	
비유동법인세부채	0	0	0	16,603	4,239	0	0	
순확정급여부채	2,671	1,812	788	2,318	2,721	2,721	2,721	
기타비유동금융부채	0	101	229	286	324	324	324	
비유동 리스부채	27,955	34,249	128,391	215,607	215,581	192,416	178,397	
기타 비유동 부채	1,339	1,719	18,864	8,117	9,505	7,909	7,909	
비유동충당부채	125	2,648	29,249	19,447	86,475	60,532	42,373	
이연법인세부채	16,322	17,225	13,764	10,489	1,062	1,062	1,062	
부채총계	827,325	856,500	1,925,438	2,409,218	2,014,922	1,801,320	1,739,686	
자본								
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	894,185	879,507	896,314	1,148,662	1,153,059	1,345,344	1,610,122	
자본금	21,086	21,086	21,086	21,086	21,086	21,086	21,086	
기타불입자본	597,282	566,865	568,611	612,994	407,482	407,482	407,482	
이익잉여금(결손금)	267,842	242,065	240,805	361,280	554,597	746,881	1,011,660	
기타자본구성요소	7,976	49,492	65,813	153,302	169,895	169,895	169,895	
비지배자본	49,591	48,100	47,609	51,603	48,613	63,633	84,316	
자본총계	943,776	927,607	943,923	1,200,265	1,201,673	1,408,977	1,694,438	
자본과부채총계	1,771,101	1,784,107	2,869,361	3,609,483	3,216,595	3,210,297	3,434,123	

Compliance Note

본 자료는 서울시립대학교 가치투자동아리 VIOS의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 압력 및 간섭 없이 작성되었습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 본 학회는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.