

Mid/Small Cap

미국향 풍력 모멘텀 지속

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr
 스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자 의견	목표가	Top pick
스펙코	STRONG BUY	1.6만원	●
씨에스윈드	BUY	16만원	
한미글로벌	BUY	1.3만원	

▶ Issue

- 미국 풍력 산업 성장 지속 수혜주 점검

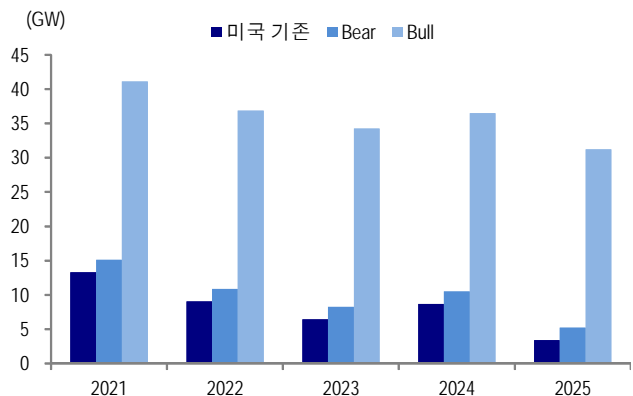
▶ Pitch

- 미국 풍력 산업에 대한 불확실성 해소되는 구간으로 판단. 글로벌 그린 뉴딜 흐름 지속되며, 이에 따른 수혜가 전망되는 기업으로 스펙코, 씨에스윈드, 한미글로벌 제시

▶ Rationale

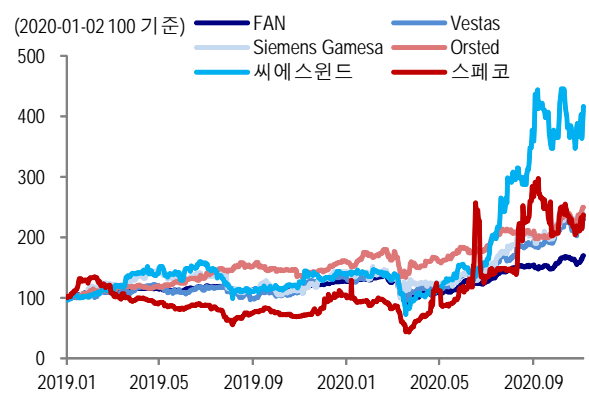
- 글로벌 그린 뉴딜, 바이든 당선인의 신재생 에너지 친화 정책으로 글로벌 피어그룹 주가는 2019년부터 2년동안 평균 121% 상승. 반면 국내 업체들은 227% 상승하며 글로벌 피어 대비 높은 상승폭 기록
- 이는 그동안 글로벌 업체 대비, 저평가되었던 국내 업체들의 Valuation 갭메우기로 판단. 따라서 최근 주가 상승을 과열로 판단하기보다, 향후 5년~10년의 중장기적 성장 모멘텀이 더욱 부각되는 시점으로 판단
- 미국은 글로벌 풍력 시장에서 20% 비중 차지. 미국의 해상 풍력 시장은 아직 성장하지 않았으나 육상 풍력은 매우 크게 유지 중이며, 연간 10GW 정도의 증설이 예정. 다만, 우려 되는 부분은 ITC/PTC 제도가 끝나는 시점과 이에 따른 신규 설치 감소
- 그러나 바이든 당선인은 ITC/PTC 제도의 지속 및 신규 풍력 타워 6만기의 설치를 공약으로 제시. 풍력 타워 6만기는 총 150~180GW(대당 2.5~3MW의 용량을 가정)로 연간 약 35GW 설치가 되어야 하는 규모. 2019년 기준 미국 풍력 발전 설치량은 100GW 수준으로 5년간 180GW의 풍력 발전기 설치는 사실상 쉽지 않음. 현재 미국 풍력 시장은 연간 10GW 규모로 신규 설치가 진행 중으로 해당 정책이 글로벌 풍력시장에 미칠 파급력은 매우 클 것
- 바이든의 파리기후협약 복귀 선언 공약도 글로벌 풍력 산업에 긍정적 모멘텀
- 따라서 미국 시장 노출도가 높고, 경쟁력 많은 기업이 매력적이라는 판단. 글로벌 타워 1위 업체 씨에스윈드와 멕시코에 풍력 타워 공장을 보유한 스펙코를 선호 기업으로 제시. 또한 풍력 뿐 아니라 미국 내 그린 뉴딜의 수혜를 종합적으로 받을 수 있는 CM사 한미글로벌도 선호기업으로 제시

▶ 미국 육상 풍력 신규 설치 시장 전망



Source: BNEF, KTB투자증권

▶ 글로벌 풍력 관련주 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

I. 미국의 신재생 에너지 확대 기초 유지

I-1. 바이든 당선으로 불확실성 해소

올해 주식 시장 최대 관심사였던 미국 대선 일정이 일단락되었다. 민주당 바이든 후보의 차기 대통령 당선이 확정되었다. 트럼프 현 대통령의 향후 행보에 따라 문제가 더 발생할 수도 있겠지만 방향성에는 문제가 없을 것으로 보인다. 2020년은 그런 뉴딜이 본격적으로 대두된 해였다. 우리나라, 유럽, 아시아 등 전세계에서 신재생 에너지 전환 기초가 확대되고 있는 가운데 미국 대선이 중요했던 이유는 바이든과 트럼프의 정책 공약 방향성 차이 때문이다.

바이든은 신재생 에너지 확산 기초에 찬성하는 정책을 제시했다. 임기 동안 2조 달러 규모의 청정 에너지 인프라 투자 계획을 발표했으며, 2050년까지 탄소중립을 달성하겠다고 제시하였다. 그 세부 안으로 신재생 에너지 분야에서는 6만개의 풍력 터빈 설치, 5억개의 태양광 패널 설치, 태양광 ITC(Investment tax credit) 제도 유지를 공약으로 세웠다. 트럼프 대통령이 중국 태양광 패널에 관세를 부과하고, ITC를 종료하겠다고 한 것과는 반대되는 양상이다.

이처럼 두 대통령 후보의 정책 방향성이 달랐기 때문에 불확실성이 존재했고, 이에 따라 2020년 9월까지 상승했던 글로벌 풍력 업체들의 주가는 대선까지 약 20% 하락하는 모습을 보였다. 그러나 이제 바이든이 당선됨에 따라 불확실성은 해소될 것으로 예상된다. 바이든은 최근 당선인 승리 연설에서 “America has called upon us to marshal the forces in the battle to save our planet by getting climate under control” 라며 기후 변화에 대응할 것임을 다시 한번 언급하였다. 글로벌 풍력 업체들의 재조명이 기대된다.

Fig. 01: 바이든의 환경 관련 주요 공약 사항

구분	주요 내용
목표	- 당선 후 첫번째 임기인 4년동안 2조달러 규모의 청정 에너지 인프라 투자 계획 발표 - 이를 통해 2050년까지 탄소중립 ⁽¹⁾ 목표 달성 수립
신재생 에너지	- 5년 내 5억개의 태양광 패널 설치 및 태양광 ITC 제도 영구 유지 - 5년 내 풍력발전기 60,000개 설치
공통	- 파리기후협약 재가입 등 트럼프 행정부의 반환경정책 철회 - 친환경 대중교통 보급을 통해 2030년까지 대중교통 부문에서 이산화탄소 배출 제로 달성 - 전기차 충전소 50만 개 보급
교통	- 자동차 업계에 친환경 자동차 생산 시 세제 혜택 제공 - 자동차 소유주에게 친환경 차로 변경 시 인센티브 제공 - 과감한(ambitious) 연비 기준 도입
전력	- 2035년까지 전력 분야의 이산화탄소 배출량을 제로로 만들겠다고 선언 - 기존 400만개의 빌딩 및 200만개 주거 시설의 친환경 업그레이드
주거·건물	- 에너지 고효율 주거단지 150만개 건설을 통한 이산화탄소 배출량 최소화 - 2035년까지 상업용 건물 탄소발자국 50% 감축
기타	- 친환경 에너지 R&D에 총 4,000억달러 투자 - 새로운 기후 연구기관 'ARPA-C' 창설

Source: 바이든 선거캠프, KTB투자증권

1-2. 향후 주목해야 할 요소: PTC, ITC, 풍력 터빈 6만개

향후 미국 풍력 발전 산업의 방향성을 확인하기 위해 주목해야 할 요인은 3가지로 압축할 수 있다. PTC(Production Tax Credit), ITC(Investment Tax Credit), 공약에서 언급한 6만개의 풍력 터빈 설치이다.

PTC 제도는 신재생 에너지 생산발전량 당 일정 금액의 법인세를 공제해주는 제도로 2019년 만료 예정이었으나 1년 연장됨에 따라 올해 만료될 예정이다. 올해 PTC 제도가 만료된다고 하여 내년부터 투자 규모가 줄어드는 것은 아니다. 만료일은 건설 개시 일자에 해당하는 것으로 4년 내에 완료되는 프로젝트까지 적용된다. ITC 제도는 신재생 에너지 설비 및 기술 투자비에 대한 부과세를 공제하는 제도로 대형발전기 기준으로는 2021년까지 총지출 대비 투자 세액 공제율 18%를 적용하고 있다. 이러한 현재 제도에 따라 미국 풍력 터빈 신규 설치 용량은 2025년에는 3.4GW로 2020년 13.4GW대비 75% 감소하는 것으로 전망된다.

바이든이 태양광 산업에 대해서는 ITC 제도 영구 유지를 공약으로 내세웠으나 풍력 산업에 대해서는 아직 언급한 바가 없다. 그러나 PTC, ITC 제도가 신재생 에너지 확대에 있어서 중요한 요소임을 감안하면 풍력 산업에서도 PTC와 ITC의 재조정, 기간 확대 논의가 진행될 것으로 예상하며 그 상황에 주목해야 할 것이다.

Fig. 02: PTC 제도 내용

PTC (Production Tax Credit)	
- 신재생 에너지 생산세액공제(PTC)는 미국 풍력보조금의 일환으로 신재생에너지를 이용하여 생산한 발전량 당 일정 금액의 법인세를 공제해주는 제도	
- 1992년 에너지 정책법(Energy Policy Act)에 의해 도입되었음	
- 기존 PTC는 1년단위로 연장 적용되어 왔는데, 2015년 미국 오바마 대통령과 미국 상하원은 2015~2019년까지 5년간 연장 적용하기로 합의	
- 그러나 2019년 12월, 미국 상하원은 PTC 1년 연장안에 합의하였으며, 이에 따라 2020년 만료 예정	
풍력 에너지 생산 시설 건설 개시 일자	생산세액공제액
2016년 12월 31일 이후	1.9cents/kWh
2017년 12월 31일 부터	1.8cents/kWh
2018년 12월 31일 부터	1.4cents/kWh
2019년 12월 31일 부터	1.0cents/kWh
2020년 12월 31일 부터	1.5cents/kWh

Source: US Office of Energy Efficiency & Renewable Energy, KTB투자증권

Fig. 03: ITC 제도 내용

ITC (Investment Tax Credit)		
- 신재생 에너지 투자세액공제(ITC)는 신재생 에너지 설비 및 기술 투자비에 대한 부과세 일부를 공제하는 미 연방정부의 장려제도		
풍력 에너지 생산 시설 건설 개시 일자	총지출 대비 투자세액공제율(대형 발전기 기준)	총지출 대비 투자세액공제율(소형 발전기 기준)
2018년 12월 31일 부터	18%	30%
2019년 12월 31일 부터	12%	30%
2020년 12월 31일 부터	18%	26%
2021년 12월 31일 부터	n/a	22%
2022년 12월 31일 부터	n/a	22%
향후	n/a	n/a

Source: US Office of Energy Efficiency & Renewable Energy, KTB투자증권

PTC, ITC의 세금 보조 정책 외에 미국 풍력 산업에서 중요하게 보아야 할 것은 향후 투자 규모이다. 바이든은 5년 내 6만개의 풍력 터빈을 설치하겠다고 공약을 제시했다. 현재 미국에 설치되어 있는 풍력 터빈 용량은 약 112GW이며, 터빈 수는 6만개이다. 공약으로 내세운 6만개의 풍력 터빈 설치 대수는 지금까지 건설된 대수와 동일하다. 게다가 과거보다 풍력 터빈의 평균 용량이 증가하여 현재 평균 터빈 크기가 2.5~3MW 수준임을 감안한다면 5년동안 150~180GW 규모로 건설되어야 한다. 용량 기준으로는 기존에 설치된 터빈 대비 2배 수준으로 설치가 되어야 하는 것이다.

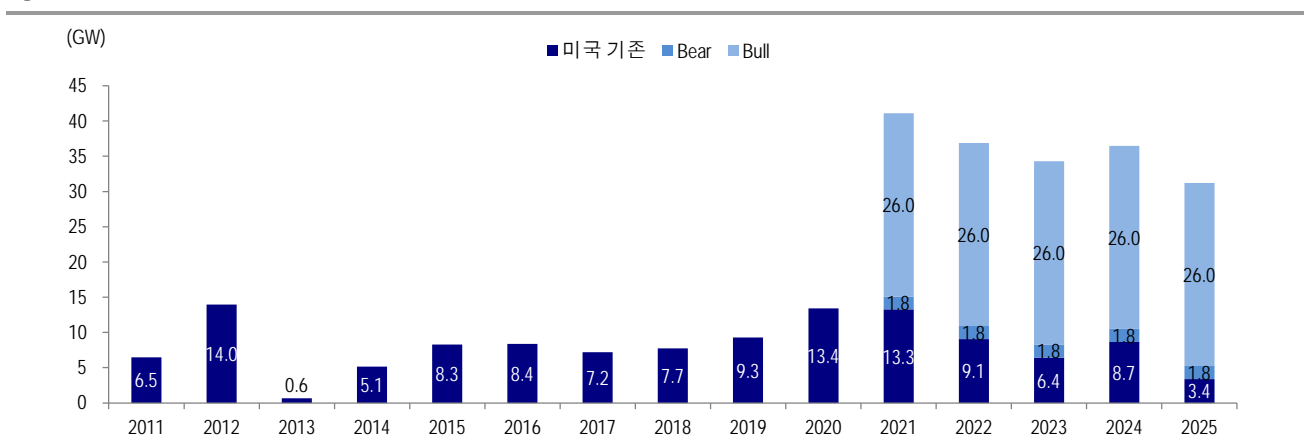
BNEF에 따르면 2021년~2025년 미국 육상 풍력 터빈 신규 설치량은 41GW로 전망되는데 이를 감안하면 투자 규모는 기존 대비 4배 이상 확대되어야 한다. 육상 풍력 터빈 1GW 당 설치 비용이 약 1.6조원임을 감안하면 250조원 이상 투자 비용이 발생할 것이다. 보수적으로 터빈 용량이 과거와 동일하고 목표한 설치량의 절반 달성을 가정해도 시장은 기존 대비 22% 성장한다. 미국 풍력 산업에 노출도가 높은 기업에 주목해야 한다.

Fig. 04: 미국 육상 풍력 시장 전망

(단위 GW)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
육상 신규 설치량	52.8	47.4	45.6	53.3	65.9	69.9	61.4	53.9	56.7	53.2
아시아	26.3	21.9	23.1	29.7	34.5	29.8	26.5	22.0	22.0	23.2
중남미	3.5	3.1	2.7	2.1	2.2	4.8	3.6	3.2	2.7	2.6
EU 유럽	11.0	11.7	7.3	6.8	8.6	13.1	13.2	12.8	12.6	11.9
기타 비유럽	1.5	1.2	1.1	2.1	3.6	2.0	2.0	1.6	1.6	2.2
북미&캐리비언	9.7	8.1	9.2	11.1	14.4	16.1	11.3	8.2	9.9	4.7
멕시코	0.5	0.5	0.9	1.0	0.7	1.2	1.1	1.1	0.7	0.6
미국	8.4	7.2	7.7	9.3	13.4	13.3	9.1	6.4	8.7	3.4
오세아니아	0.1	0.7	1.1	0.9	1.4	2.6	0.7	0.6	1.0	1.0
육상 누적 설치량	466.9	513.5	558.7	611.3	676.3	745.0	804.9	857.1	910.0	958.9
아시아	196.6	218.6	241.6	271.3	305.4	334.9	362.1	385.4	408.8	433.7
중남미	14.1	17.2	19.9	21.9	24.2	28.9	33.0	36.7	39.9	43.4
EU 유럽	140.1	151.2	158.2	164.7	172.8	184.9	196.9	208.2	218.0	226.1
기타 비유럽	7.5	8.7	9.9	12.0	15.6	17.6	19.6	21.2	22.8	25.0
북미&캐리비언	99.3	107.4	116.6	127.5	142.0	158.3	169.7	177.7	186.8	191.4
멕시코	3.5	4.0	4.9	5.9	6.6	7.7	8.8	9.9	10.6	11.2
미국	83.3	90.4	98.1	107.3	120.7	133.9	143.0	149.3	157.2	160.6
오세아니아	5.0	5.7	6.8	7.6	9.0	11.6	12.2	12.8	13.8	14.8

Source: BNEF, KTB투자증권

Fig. 05: 미국 육상 풍력 신규 설치 시장 전망



Source: BNEF, KTB투자증권

Note: Bear Case는 목표치의 절반인 3만개 터빈 설치, 용량은 기존과 유사한 2GW수준으로 가정. Bull 가정은 목표치 6만개 터빈 설치, 용량은 3GW 가정

II. 미국 풍력 산업 성장의 수혜 요건

II-1. 반덤핑 관세

미국 풍력 산업 성장의 수혜를 받기 위해서는 당연히 미국으로 수출을 해야 한다. 국내의 다양한 풍력 산업 관련 업체 중 미국으로 수출하는 기업으로는 씨에스윈드, 씨에스베어링, 스펜코, 동국S&C가 있다. 1H20 기준 미국향 매출 비중은 각각 38%, 78%, 44%, 35% 수준으로 씨에스베어링을 제외하고는 유사하다. 네 기업 모두 미국 풍력 산업 성장의 수혜 전망되나 한가지 요소를 더 고려해야 한다.

그 부분은 바로 관세이다. 미국 국제무역 위원회(ITC)는 8월 4일 한국에서 수입하는 풍력타워에 대해 산업피해 긍정 판정을 내렸다. 이에 따라 한국에는 반덤핑 관세율 5.41%를 부과하였다. 반덤핑 관세에 해당된 국가는 한국만이 아니다. 베트남 65.96%, 인도네시아 8.53%, 캐나다 4.94%를 부과하였다. 그리고 2020년 9월 30일부터 인도, 말레이시아, 스페인산 풍력 타워의 반덤핑 사항에 대해서도 조사하기 시작하였으며 12월 초 이에 대한 판결을 내릴 예정이다. 올해 10월 EU에서도 중국산 풍력 타워에 대한 반덤핑 조사가 진행되기 시작했다.

바이든의 신재생 에너지 정책 또한 그런 ‘뉴딜’ 의 일환이다. 따라서 자국의 이익을 고려할 수 밖에 없으며 내수 활성화를 위해 미국 기업을 우대할 수 있는 방향을 고려할 것이다. 이러한 점을 고려하여 관세 이슈에서 비교적 자유로울 수 있는 기업을 고려해야 한다. 수혜 기업으로 스펜코, 씨에스윈드를 선호한다.

Fig. 06: 미국의 풍력 타워 반덤핑 과세 부과 현황

국가명	기업명	반덤핑 관세율
한국	- Dongkuk S&C	5.41%
	- 기타 모든 한국 풍력 타워 제조 업체	
베트남	- CS Wind Vietnam	65.96%
인도네시아	- PT Kenertec Power System	8.53%
	- 기타 모든 인도네시아 풍력 타워 제조 업체	
캐나다	- Marmen	4.94%
	- Marmen Énergie	
	- 기타 모든 캐나다 풍력 타워 제조 업체	

Source: US ITC, KTB투자증권

II-2. 생산 기지 위치의 중요성

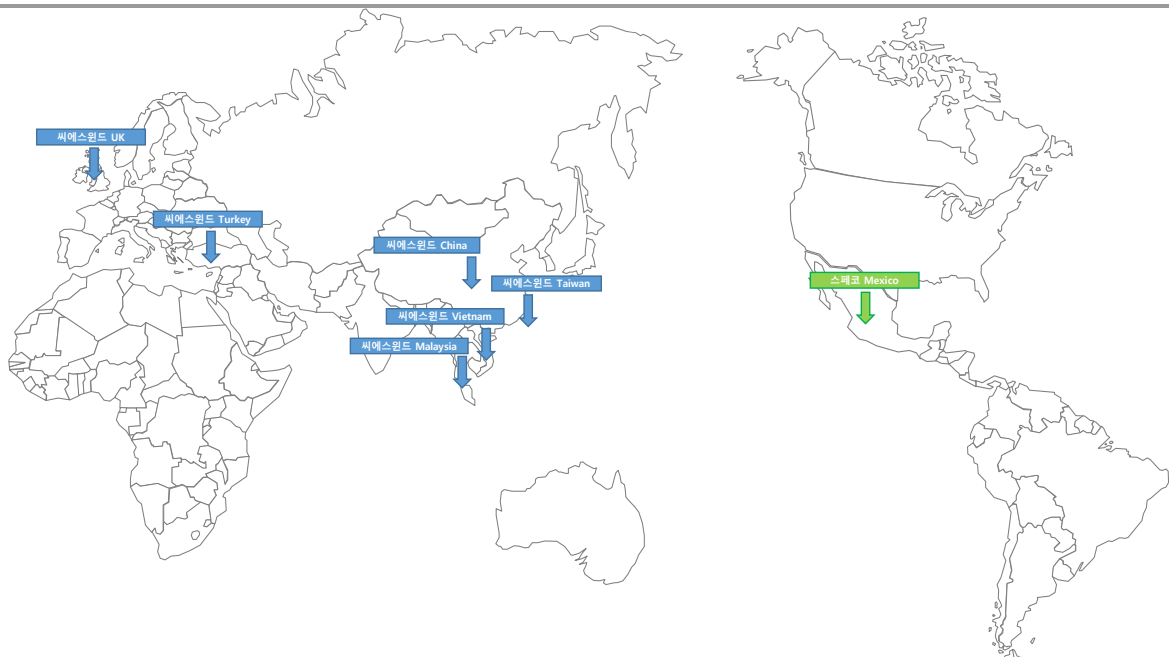
스페코의 공장은 멕시코에 위치하여 미국 텍사스 지역과 멕시코 내수용 풍력 타워를 제조 판매하고 있다. 현재까지는 반덤핑 지역으로 지정되지 않았고, 조사 대상 또한 아니다. 이러한 점을 감안했을 때 미국 시장 성장의 큰 수혜가 예상된다.

이보다 더 중요한 핵심은 현재 스페코가 납품하는 지역이 텍사스라는 점이다. AWEA의 3Q20 보고서에 따르면 3Q20 기준 미국 전역에는 6만개의 풍력 터빈이 112GW 용량으로 설치되어 있다. 그런데 이 중 텍사스에 31GW가 설치되어 있고, 건설 중인 44GW의 풍력 터빈 중 5.3GW가 텍사스 지역 신규 터빈이다. 미국 에너지부에 따르면 텍사스의 잠재 풍력 용량은 1,300GW로 미국 전체 잠재 풍력 용량 10,640GW 중 13%로 1위 지역이다. 즉 미국에서 가장 잠재력이 크고 개발이 많이 되고 있는 텍사스로 수출하는 기업 스페코의 수혜가 예상된다.

씨에스윈드는 대만, 베트남, 말레이시아 중국, 터키, 영국에 생산 공장을 보유하고 있다. 씨에스윈드가 2015년 매출액 2,971억원에서 2020년 매출액 약 1조원 수준까지 300% 이상 성장할 수 있었던 이유는 기술력과 글로벌 네트워크를 기반으로 다양한 국가의 공장을 통해 관세 혜택을 최대화 할 수 있었기 때문이다. 그 예로 기존에 베트남 공장에서 생산하여 미국에 납품하던 부분을 베트남 지역 반덤핑 이슈에 따라 말레이시아로 옮겨 미국 수출을 담당했다. 수백개의 업체가 존재하는 풍력 타워 시장에서 시장 점유율 16%를 차지할 수 있었던 이유에는 기술력을 바탕으로 지리적 이점을 통해 성장할 수 있는 여건을 갖추고 있었기 때문이다.

향후 추가 반덤핑 이슈가 있더라도 다른 지역 공장 및 신규 공장 증설을 통해 대응하며 글로벌 풍력 시장에서 우위를 가져갈 수 있을 것으로 예상된다. 여기에 덧붙여 유럽 또한 중국 타워 업체들을 대상으로 반덤핑 이슈가 진행되고 있는 점도 동사에 긍정적이다.

Fig. 07: 씨에스윈드, 스페코 풍력 타워 공장 위치



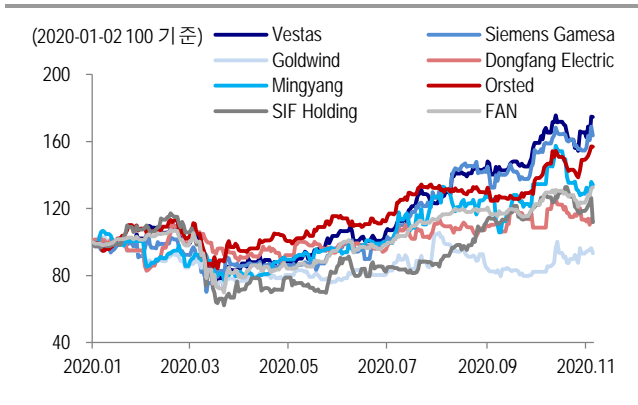
Source: 씨에스윈드, 스페코, KTB투자증권

III. 글로벌 업체들과 비교

2020년 11월 6일 기준 국내 풍력 관련 기업들은 ytd 평균 주가 상승률 244%, 글로벌 풍력 관련 기업들은 ytd 평균 주가 상승률 35%를 보이며 글로벌 업체들 대비 아웃퍼폼 하였다.

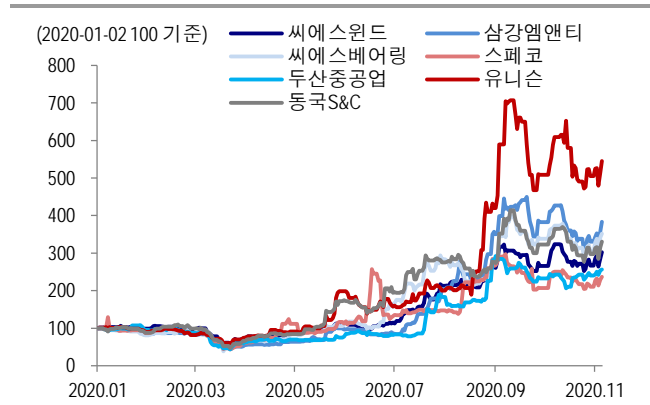
다양한 업체들이 많으나 내수가 핵심인 중국 업체들을 제외하고, 풍력 사업이 주요 산업이 아닌 기업과 실적 안정성이 낮은 기업을 제외하면 현재 유의미하게 비교할 수 있는 업체들은 Vestas, Siemens Gamesa, Orsted로 판단된다. Vestas와 Siemens Gamesa는 글로벌 육상 풍력 터빈 1, 3위 업체로 각각 시장 점유율 20%, 13%이며, Orsted는 글로벌 해상 풍력 디벨로퍼 1위 업체로 16%의 시장 점유율을 가지고 있다. 해당 업체들과 국내 풍력 업체들의 주가 흐름의 강도가 다르지만 그럴만한 이유가 있다.

Fig. 08: Global 풍력 관련 기업 2020년 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 09: 국내 풍력 관련 기업 2020년 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 010: Global 주요 상장 업체 요약

기업명	국가	주요 내용
Vestas	덴마크	- 글로벌 1위 풍력 터빈 제조 전문 기업 - 2019년 말 기준 매출액은 약 15.8조(121.5억 유로) 수준 - 사업 부문별 매출 비중은 풍력 터빈 제조 및 판매(85%), 풍력 터빈 유지관리 서비스(15%) - 지역별 매출 비중은 유럽·중동·아프리카(45%), 북미(43%), 아시아(12%) - 일본 미쓰비시중공업과의 합작회사 MHI Vestas를 통해 해상 풍력 터빈 사업 영위
Siemens Gamesa	스페인	- 글로벌 풍력 터빈 제조 전문 기업 - FY2019(9월 결산) 기준 매출액은 약 13.3조원(102.3억 유로(EUR)) 수준 - 사업 부문별 매출 비중은 풍력 터빈 제조 및 판매(85%), 풍력 터빈 유지관리 서비스(15%)
Orsted	덴마크	- 덴마크 국영 에너지 기업으로 해상 풍력 개발 사업 영위 - 2019년 말 기준 매출액은 약 11.9조원(678.3억 크로네) 수준 - 사업 부문별 매출 비중은 해상 풍력(50%), Markets & Bioenergy(49%), 육상 풍력(1%)
Goldwind	중국	- 중국 1위 풍력 터빈 제조 전문 기업 - 2019년 말 기준 매출액은 약 6.4조원(378.7억 위안) 수준 - 사업 부문별 매출 비중은 풍력 터빈 제조 및 판매(76%), 풍력 단지 투자(11%), 풍력 터빈 유지관리 서비스(10%), 기타(3%)
GE Renewable Energy	프랑스	- 미국 General Electric 社の 프랑스 소재 비상장 자회사로 풍력 터빈 제조 사업 영위
RWE	독일	- 독일 에너지 기업으로 풍력 단지 개발 사업 영위 - 2019년 말 기준 매출액은 약 17.1조원(131.3억 유로) 수준
SIF Holding	네덜란드	- 해상풍력 및 석유&가스 산업용 강관구조물 제조 전문 기업 - 2019년 말 기준 매출액은 약 4,248억원(3.3억 유로) 수준 - 사업 부문별 매출비중은 풍력(95.3%), 석유&가스(3.0%), 기타(1.7%)
Lamprell	아랍 에미리트	- 아랍 에미리트 해상 풍력 구조물 및 석유 시추 장비 제조 전문 기업 - 2019년 말 기준 매출액은 약 3,036억원(2.3억 유로) 수준 - 사업 부문별 매출비중은 EPC(64.2%), 유지관리 서비스(26.3%), Rigs(9.5%)

Source: 각 사, KTB투자증권

2015~2018년까지 Vestas, GSRE, Orsted의 평균 PER은 15x 수준이었으나 현재 2020E 평균 PER은 57x, 2021E 평균 PER은 38x이다. 2019년부터 글로벌 그린 뉴딜 흐름에 따라 주가 상승하며 밸류에이션이 상승했다.

국내 풍력 업체들, 특히 국내 풍력 산업의 대표 회사인 씨에스윈드의 경우 해당 업체들 대비 밸류에이션 할인될 요인 없다는 판단이다. 씨에스윈드의 경우 글로벌 풍력 타워 제조 1위 업체로 16%의 MS를 보유한 업체이다. 2020년 씨에스윈드의 경우 주가가 ytd 197% 상승하였으나 2021E PER은 20x 초반으로 여전히 글로벌 업체들 대비 할인되어 있다. 풍력 시장 성장과 더불어 밸류에이션 할인 요인 축소될 것으로 전망한다.

Fig. 011: Peer Group Valuation & Performance - 해외

구분	기업명	시가총액 (십억원)	주가 Performance				PER			PBR			EPS Growth(%)		OPM(%)		
			1M	3M	6M	YTD	19	20E	21E	19	20E	21E	20E	21E	19	20E	21E
육상 풍력 터빈	Vestas (덴마크)	40,394.0	5.6	34.5	94.0	71.0	25.2	48.7	30.9	5.4	8.4	7.1	-10.8	57.3	8.3	5.8	8.7
	Siemens Gamesa (스페인)	23,276.0	3.0	24.6	89.3	64.6	60.6	64.4	32.0	1.4	3.3	3.1	적전	흑전	2.5	3.9	7.1
	Goldwind (중국)	8,148.4	10.9	-4.0	13.9	-1.4	15.9	15.1	12.5	1.1	1.5	1.4	176.8	20.8	8.4	7.2	9.1
	Dongfang Electric (중국)	5,252.0	-5.3	3.6	13.0	15.2	10.2	20.6	17.9	0.4	1.1	1.1	13.0	15.6	3.4	5.6	6.3
	Mingyang (중국)	4,183.7	-7.2	2.9	46.0	37.7	23.2	17.1	12.3	2.5	2.8	2.3	161.6	39.9	6.8	7.6	8.6
	Nordex (독일)	1,844.0	-3.6	19.8	71.7	7.8	n/a	n/a	81.9	1.7	1.8	1.8	적지	흑전	-1.2	-1.3	1.5
	Zhejiang Windey (중국)	795.2	15.0	3.4	21.6	-9.8	44.3	34.8	11.7	3.4	2.9	2.6	19.5	197.8	1.7	1.5	3.9
디젤로퍼	Orsted (덴마크)	80,052.5	6.9	19.4	53.6	55.2	44.2	58.6	49.7	4.0	5.2	4.8	37.8	17.9	16.5	16.9	21.7
	RWE (독일)	30,110.1	0.2	1.1	23.4	22.6	n/a	21.0	17.2	1.0	1.3	1.2	34.2	22.1	-7.9	10.1	10.5
	SSE (영국)	20,385.5	2.5	0.0	7.6	-7.6	9.6	17.7	15.6	2.7	2.9	3.1	93.9	2.5	20.3	20.7	21.9
	Northland Power (캐나다)	7,697.2	5.8	19.7	44.3	64.4	19.0	24.1	23.8	6.1	16.4	13.6	29.7	1.2	49.0	43.8	44.8
	Lamprell (아랍 에미리트)	155.5	-5.2	10.4	169.9	-20.6	n/a	n/a	n/a	0.8	n/a	n/a	적지	적지	-64.4	-7.6	-2.3
해상 풍력 구조물	SIF Holding (네덜란드)	470.6	-11.7	21.9	48.0	11.2	56.8	76.0	13.9	3.7	3.9	3.1	-16.8	444.8	2.8	2.9	7.8

Source: Dataguide, Bloomberg, KTB투자증권 (2020.11.6 기준)

Fig. 012: Peer Group Valuation & Performance - 국내

기업명	시가총액 (십억원)	주가 Performance				PER			PBR			EPS Growth(%)		OPM(%)		
		1M	3M	6M	YTD	19	20E	21E	19	20E	21E	20E	21E	19	20E	21E
씨에스윈드	2,255.8	7.9	62.7	281.0	243.4	20.6	36.8	25.3	2.1	6.0	4.9	92.4	45.3	7.5	9.3	10.0
삼강엔터티	654.5	-4.6	80.2	511.5	314.0	n/a	24.8	22.3	0.9	3.3	2.9	흑전	11.4	-5.4	7.1	7.6
씨에스베어링	320.9	3.9	45.0	337.3	294.6	13.2	32.4	24.0	1.8	4.4	3.7	15.9	34.9	10.0	10.2	10.7
스펙코	151.0	5.9	86.6	202.5	152.8	6.5	17.2	11.9	1.6	3.8	2.9	-5.3	44.6	8.9	12.5	14.2
한미글로벌	107.3	11.4	8.7	18.7	2.0	4.7	8.1	7.4	1.1	1.0	0.9	-40.7	9.5	8.3	6.4	6.7
두산중공업	5,863.1	22.6	86.4	333.5	197.8	n/a	25.8	10.9	0.5	0.3	0.3	적전	흑전	6.9	8.0	8.3
SK디앤디	869.8	-3.9	33.5	83.2	57.4	12.3	11.1	14.0	1.5	2.0	1.8	80.6	-9.9	18.1	18.2	13.9
유니슨	696.0	-5.7	185.8	447.4	480.1	n/a	11.0	n/a	1.4	2.3	n/a	흑전	n/a	-18.2	10.8	n/a
동국S&C	511.4	-4.7	22.6	257.3	247.6	15.4	29.2	n/a	0.5	n/a	n/a	49.7	n/a	4.5	5.0	n/a
코오롱글로벌	499.2	-2.5	95.1	134.3	104.3	5.1	5.6	4.3	0.5	0.9	0.7	78.1	30.5	3.6	4.4	4.9
태웅	316.1	-5.7	19.7	163.8	77.7	n/a	7.8	n/a	0.3	0.4	n/a	흑전	n/a	-8.0	7.6	n/a

Source: Dataguide, Bloomberg, KTB투자증권 (2020.11.9 기준)

IV. 종목별 투자의견

스펙코 (013810) *_Top Pick*

씨에스윈드 (112610)

한미글로벌 (053690)



스페코

(013810)

STRONG BUY

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

미국 풍력산업 성장의 최대 수혜주

▶ Issue

- 스페코 신규 커버리지 개시

▶ Pitch

- 투자의견 STRONG BUY, 목표주가 1.6만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 풍력 부문, 건설기계/방산 부문 2021E EPS에 Target PER을 각각 22x, 11x를 적용하여 산출
 - 바이든 당선에 따라 미국 풍력 산업 고성장 시작 전망. 따라서 멕시코 공장을 바탕으로 미국 최대 풍력 산업 단지인 Texas로 풍력 타워를 납품하는 동사의 최대 수혜 기대

▶ Rationale

- 풍력 발전 타워, 건설 기계, 방위 산업 전문 업체. 2008년 멕시코 법인을 통해 풍력 발전 타워로 사업 영역 확장. 2019년부터 미국 텍사스 향 멕시코 법인 매출이 증가하며 고성장 진행 중
 - 바이든은 그린 뉴딜 공약으로 풍력 터빈 6만개 건설을 제시. 이에 따라 미국 풍력 산업의 신규설치 규모는 5년간 40GW 수준에서 50GW~180GW까지 큰 폭 성장이 전망됨. 이에 따라 동사 매출에서 풍력이 차지하는 비중은 2017년 40% → 2022년 이후 70% 이상 확대될 것으로 전망
 - 또한 동사의 공장은 멕시코에 위치하고 있으며 미국 텍사스 주와 멕시코에 풍력 타워를 판매 중. 멕시코는 반덤핑 이슈가 없으며, 미국 풍력 시장에서 가장 큰 텍사스 주와 가까워 향후 미국 시장 성장의 최대 수혜 기대
 - 2021E PER은 12x 수준으로 국내 풍력 업체 평균 24x 대비 50% 할인되어 있음. 미국 향 풍력 타워 매출 비중 증가가 지속되는 만큼, 타 업체대비 할인 요인은 없다는 판단
 - 2021년 실적은 매출액 1,152억원(YoY +27%), 영업이익 164억원(YoY +45%), 당기순이익 127억원(YoY +42%) 전망. 2020년 실적 개선에 이어 방산 부문의 안정적인 이익, 동남아 건설 기계 수요 증가, 멕시코 법인 풍력 타워 매출 증가에 따라 2021년에도 큰 폭의 실적 개선 이어갈 것

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	84	69	53	75	91	115	134
영업이익	5	1	(3)	7	11	16	21
EBITDA	8	4	(0)	9	13	18	23
순이익	5	(0)	(6)	10	9	13	17
자산총계	106	99	82	88	90	106	124
자본총계	45	43	30	42	43	56	72
순차입금	25	18	17	2	1	(2)	(11)
매출액증가율	22.6	(18.4)	(22.7)	40.5	21.5	26.9	16.8
영업이익률	6.4	2.0	(5.3)	8.9	12.5	14.2	15.7
순이익률	5.7	(0.5)	(11.7)	13.2	10.3	11.6	12.7
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	(5.3)	44.6	28.5
ROE	10.5	(0.9)	(18.4)	30.0	24.1	29.1	28.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY		신규
목표주가	16,000		신규

Earnings

Stock Information

현재가(11/9)	10,300원
예상 주가상승률	55.3%
시가총액	1,510억원
비중(KOSDAQ내)	0.05%
발행주식수	14,655천주
52주 최저가/최고가	1,700 - 11,550원
3개월 일평균거래대금	473억원
외국인 지분율	1.6%
주요주주지분율(%)	10,300원
김중섭 (외 1인)	33.6
자사주 (외 1인)	0.0

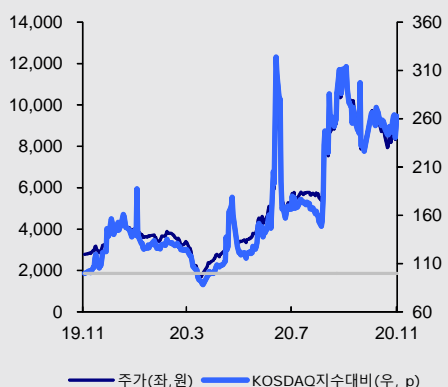
Valuation wide

	2019	2020E	2021E
PER(배)	6.5	17.2	11.9
PBR(배)	1.6	3.8	2.9
EV/EBITDA(배)	7.0	11.6	8.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	5.9	202.5	269.8	152.8
KOSDAQ대비 상대수익률(%)	8.2	177.7	241.8	125.7

Price Trend



스페코는

스페코는 1979년 설립된 아스팔트 플랜트 전문 기업으로, 현재 아스팔트 플랜트 사업 외 풍력 사업, 방산 설비 사업을 영위하고 있다.

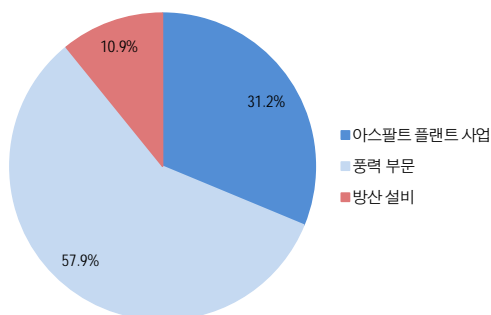
스페코는 2008년 2월 멕시코 현지 법인에 출자하여 풍력 발전 타워 공장을 설립했으며 2009년부터 가동을 시작했다. 현재 멕시코 법인 지분율은 86.4%이며 지멘스 가메사를 주요 고객으로 납품하고 있다. 현재 멕시코 공장의 Capa는 약 1,000억원 수준으로 향후 수년간은 Capa 우려가 없으며 미국과 멕시코 향으로 제품을 수출하고 있다.

멕시코 법인 외에 국내 본사는 건설장비(아스팔트 믹싱 플랜트, 배처 플랜트) 제조를 영위하고 있으며 시장 점유율 25%이다. 그 외에 방위산업 장비는 함정 함안정기 제조 및 조타기 사업을 하고 있다.

시가총액 1,510억원이며, KOSDAQ 제조에 속해있다

사업부문 Breakdown

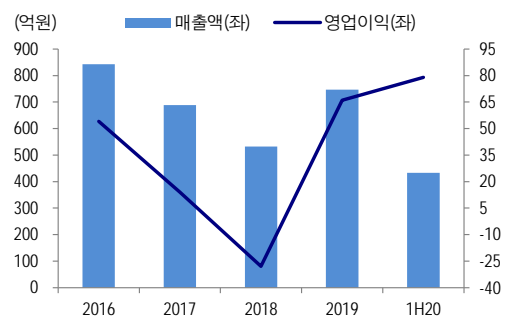
- 스페코의 1H20 연결 기준 사업 부문별 매출액 비중은 아스팔트 플랜트 사업 31.2%, 풍력 부문 57.9%, 방산 설비 10.9%
- 2019년에는 풍력 부문 매출액 중 멕시코 향 매출이 74%로 높은 비중을 차지했으나, 2020년 코로나19와 미국 PTC 영향으로 미국 매출 비중이 증가하고 있음
- 건설장비 부문 과거에는 러시아와 중동 향 매출이 많았으나 최근 아시아 향 물량이 늘어나고 있음



Source: 스펀캡, KTB투자증권

Financials

- 2019년 실적은 연결 기준 매출액 747억원(YoY +40.4%), 영업이익 66억원(YoY 흑전), 당기순이익 99억원(YoY 흑전) 기록. 2018년까지 멕시코 법인 부진, 건설장비 업황 둔화로 실적 감소했으나 2019년부터 풍력 산업 수혜 및 아시아 건설 장비 수요 증가로 실적 개선 진행 중
- 1H20 실적은 연결 기준 매출액 433억원(YoY +37.0%), 영업이익 79억원(YoY +132.4%), 당기순이익 68억원(YoY -5.6%) 기록. 2019년 이후 실적 개선 이어지며 전년 대비 호 실적 달성



Source: 스펀캡, KTB투자증권

주가 History

- 동사는 과거부터 방산주로 인식되며 북한과의 이슈에 주가가 급등락을 반복했음. 2018년까지 업황 부진으로 실적 하락하며 주가도 함께 하락
- 1Q20 실적과 함께 풍력 발전 사업 부문이 주목 받기 시작. 그린 뉴딜과 풍력 산업 성장 기대감에 최근까지 주가 상승 지속하고 있음



Source: Dataguide, KTB투자증권

실적 전망 및 Valuation

동사의 2021년 실적은 매출액 1,152억원(YoY +27%), 영업이익 164억원(YoY +45%), 당기순이익 127억원(YoY +42%)을 기록할 것으로 전망한다. 2018년 미중 무역 분쟁에 따른 풍력 사업 부문 매출 감소, 2019년 건설기계 사업 부문 업황 악화로 저조한 실적을 기록하였으나 2020년부터 실적 개선 계속해서 이어질 것으로 예상된다.

건설기계/방산 부문은 인력 구조조정 및 사업 효율화를 통해 비용 절감에 성공하였으며, 멕시코 풍력 법인 또한 매출액 증가에 따른 레버리지 효과가 본격적으로 발생하는 구간에 진입하였다. 2020년 코로나19 영향으로 멕시코 향 타워 수출이 311억원에서 129억원으로 감소하였으나 미국 향 타워 수출이 111억원에서 419억원으로 증가하며 이를 상쇄할 것이다. 2021년에는 미국 시장의 지속 성장과 멕시코 시장 정상화로 실적 증가 이어질 것으로 전망한다.

동사의 목표주가는 풍력 사업 부문과 건설기계/방산 부문으로 나누어서 계산하였다. 풍력 사업 부문 가치는 21E EPS에 Target PER 22x를 적용하여 계산하였다. Target PER은 글로벌 풍력 업체 Vestas, SGRE의 21E 평균 PER 31x를 30% 할인하였다. 건설기계 부문 가치는 21E EPS에 Target PER 11x를 적용하였다. Target PER은 2012~2015년 평균 PER을 적용하였다. 스페코의 목표주가 16,000원, 투자의견 Strong Buy를 제시한다.

Fig. 013: 스페코 실적 추정 요약

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	532	747	907	1,152	1,345
풍력	111	433	547	760	919
건설기계	315	198	256	282	310
방산	124	117	104	110	116
영업이익	-28	66	113	164	211
OPM	-5.3%	8.9%	12.5%	14.2%	15.7%
YoY	적전	흑전	70.5%	45.0%	28.6%
당기순이익	-57	93	88	127	163
YoY	적지	흑전	-4.9%	42.3%	28.5%

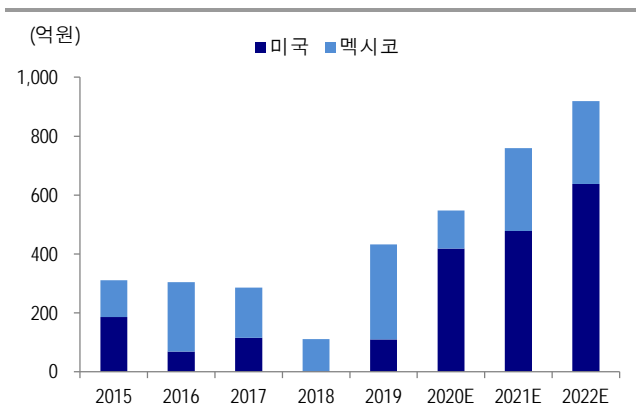
Source: 스페코, KTB투자증권

Fig. 014: Valuation

(원)	풍력 사업	건설기계/방산
2021E EPS	633	232
Target PER	22	11
EPS*PER	13,926	2,552
합계	16,478	

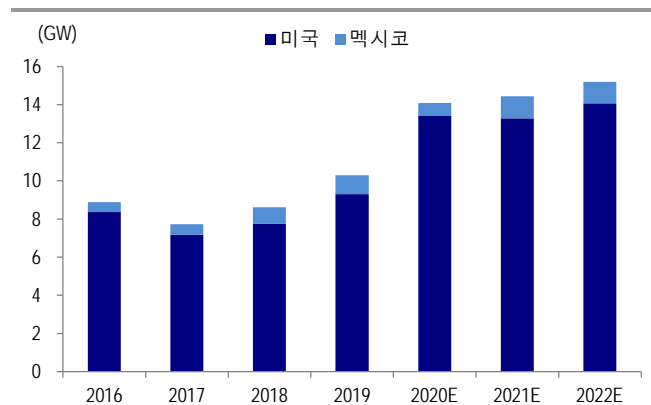
Source: 스페코, KTB투자증권

Fig. 015: 스페코 풍력 법인 지역별 매출 추이 및 전망



Source: 스페코, KTB투자증권

Fig. 016: 미국, 멕시코 풍력 발전기 신규 설치 규모 추이 및 전망



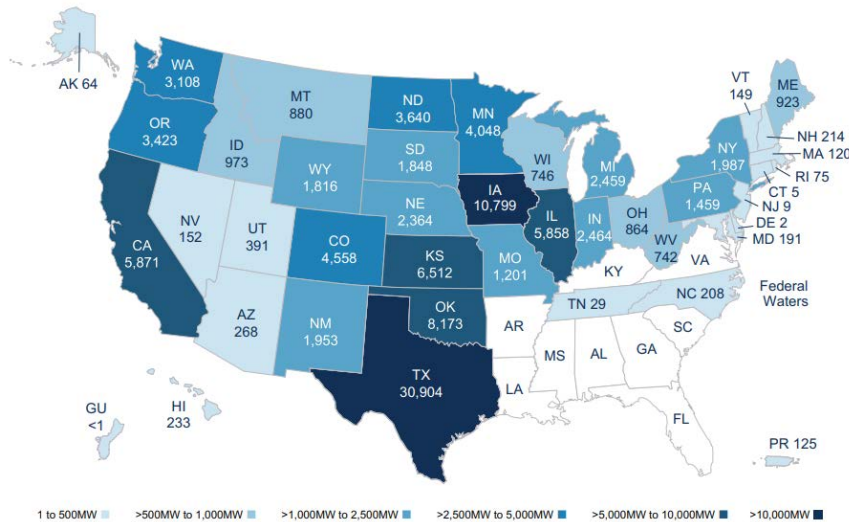
Source: BNEF, KTB투자증권

투자포인트

스페코의 공장은 멕시코에 위치하여 미국 텍사스 지역과 멕시코 내수용 풍력 타워를 제조 판매하고 있다. 현재까지는 반덤핑 지역으로 지정되지 않았고, 조사 대상 또한 아니다. 이러한 점을 감안했을 때 미국 시장 성장의 큰 수혜가 예상된다.

이보다 더 중요한 핵심은 현재 스페코가 납품하는 지역이 텍사스라는 점이다. AWEA의 3Q20 보고서에 따르면 3Q20 기준 미국 전역에는 6만개의 풍력 터빈이 112GW 용량으로 설치되어 있다. 그런데 이 중 텍사스에 31GW가 설치되어 있고, 건설 중인 44GW의 풍력 터빈 중 5.3GW가 텍사스 지역 신규 터빈이다. 미국 에너지청에 따르면 텍사스의 잠재 풍력 용량은 1,300GW로 미국 전체 잠재 풍력 용량 10,640GW 중 13%로 1위 지역이다. 즉 미국에서 가장 잠재력이 크고 개발이 많이 되고 있는 텍사스로 수출하는 기업 스페코의 수혜가 예상된다.

Fig. 017: 미국 지역별 풍력 타워 설치 용량(MW)



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	45.8	53.0	60.1	74.6	91.6
현금성자산	10.8	16.9	18.5	21.5	31.0
매출채권	11.1	15.4	15.1	20.3	23.8
재고자산	21.2	11.8	17.5	23.7	27.6
비유동자산	35.8	34.8	29.9	30.9	32.2
투자자산	23.6	24.3	20.6	21.4	22.3
유형자산	11.4	10.4	9.2	9.3	9.8
무형자산	0.9	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	81.6	87.8	90.0	105.5	123.7
유동부채	45.5	39.5	45.1	47.9	49.7
매입채무	5.9	7.3	7.4	10.0	11.7
유동성이자부채	23.1	14.2	19.5	19.5	19.5
비유동부채	6.2	6.5	2.0	2.1	2.1
비유동이자부채	5.0	5.1	0.2	0.2	0.2
부채총계	51.7	46.1	47.1	49.9	51.9
자본금	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
자본잉여금	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	8.1	17.2	25.7	38.4	54.7
자본조정	(3.3)	(1.5)	(8.7)	(8.7)	(8.7)
자기주식	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자본총계	30.0	41.7	42.9	55.6	71.9
투하자본	25.7	22.1	26.8	35.7	41.8
순차입금	17.3	2.3	1.1	(1.9)	(11.4)
ROA	(6.9)	11.6	10.5	13.6	15.0
ROE	(18.4)	30.0	24.1	29.1	28.4
ROIC	(7.0)	25.2	39.9	42.0	43.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	1.0	7.4	3.7	6.0	12.8
당기순이익	(6.2)	9.9	9.4	13.3	17.1
자산상각비	2.4	2.2	1.8	2.0	2.0
운전자본증감	2.2	(0.4)	(8.5)	(8.7)	(5.6)
매출채권감소(증가)	8.6	(3.3)	(0.9)	(5.3)	(3.4)
재고자산감소(증가)	6.4	9.7	(6.6)	(6.1)	(4.0)
매입채무증가(감소)	(1.6)	(0.6)	0.6	2.6	1.7
투자현금	2.0	8.9	(6.4)	(3.3)	(3.7)
단기투자자산감소	0.7	0.6	(2.5)	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.3)	(0.7)	(0.7)
설비투자	(0.4)	(1.4)	(1.5)	(2.1)	(2.5)
유무형자산감소	0.0	9.3	0.0	0.0	0.0
재무현금	(9.2)	(9.8)	(0.2)	0.0	0.0
차입금증가	(9.2)	(9.8)	(0.2)	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(5.4)	6.8	(2.9)	2.7	9.0
총현금흐름(Gross CF)	(1.1)	8.1	12.4	14.7	18.4
(-) 운전자본증가(감소)	(7.3)	(2.0)	5.3	8.7	5.6
(-) 설비투자	0.4	1.4	1.5	2.1	2.5
(+) 자산매각	0.0	9.3	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	3.0	16.7	(2.5)	2.7	9.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.3	0.7	0.7
잉여현금	3.0	16.7	(2.8)	2.0	8.3

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	53.2	74.7	90.7	115.2	134.5
증가율 (Y-Y,%)	(22.7)	40.5	21.5	26.9	16.8
영업이익	(2.8)	6.6	11.3	16.4	21.1
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	70.5	45.0	28.6
EBITDA	(0.4)	8.9	13.1	18.4	23.1
영업외손익	(0.9)	0.4	(0.4)	0.3	0.3
순이자수익	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	0.3
외화관련손익	0.3	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(3.8)	7.0	10.9	16.7	21.4
당기순이익	(6.2)	9.9	9.4	13.3	17.1
지배기업당기순이익	(5.7)	9.3	8.8	12.7	16.3
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	(4.9)	42.3	28.5
NOPLAT	(2.1)	6.0	9.7	13.1	16.9
(+) Dep	2.4	2.2	1.8	2.0	2.0
(-) 운전자본투자	(7.3)	(2.0)	5.3	8.7	5.6
(-) Capex	0.4	1.4	1.5	2.1	2.5
OpFCF	7.3	8.9	4.8	4.3	10.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(19.3)	(3.9)	9.7	29.4	21.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	7.4	102.5	n/a	47.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	4.7	51.9	n/a	37.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	27.4	n/a	n/a	20.2
영업이익률(%)	(5.3)	8.9	12.5	14.2	15.7
EBITDA마진(%)	(0.8)	11.9	14.5	16.0	17.2
순이익률(%)	(11.7)	13.2	10.3	11.6	12.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	(390)	632	598	865	1,111
BPS	1,808	2,606	2,692	3,557	4,667
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	6.5	17.2	11.9	9.3
PBR	2.2	1.6	3.8	2.9	2.2
EV/ EBITDA	n/a	7.0	11.6	8.1	6.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	7.4	12.1	10.3	8.2
PSR	1.1	0.8	1.7	1.3	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	172.2	110.5	109.7	89.8	72.2
Net debt/Equity	57.8	5.6	2.6	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	26.5	8.5	n/a	n/a
유동비율	100.7	133.9	133.3	155.9	184.1
이자보상배율	n/a	123.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.9	1.2	0.8	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	42.8	34.9	40.7	45.4	44.0
현금+투자자산(%)	57.2	65.1	59.3	54.6	56.0
자본구조					
차입금(%)	48.4	31.6	31.4	26.1	21.4
자기자본(%)	51.6	68.4	68.6	73.9	78.6

씨에스윈드

(112610)

BUY

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

글로벌 1 Tier 풍력 업체

▶ Issue

- 씨에스윈드 신규 커버리지 개시

▶ Pitch

- 투자의견 BUY, 목표주가 16만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2021E EPS에 Target PER 31x를 적용하여 산출
- 차기 미국 대통령으로 바이든이 당선됨에 따라 미국 풍력 산업 성장을 기반으로 글로벌 풍력 산업 성장 역시 지속될 것. 글로벌 풍력 타워 MS 1위인 동사에 수혜 전망

▶ Rationale

- 씨에스윈드는 풍력발전기 타워 전문 업체. 글로벌 발전기 업체를 고객으로 베트남, 말레이시아, 대만, 중국, 터키 법인에서 타워를 제작하여 납품
- 동사의 2021년 실적은 매출액 1조 2,578억원(YoY +28%), 영업이익 1,258억원(YoY +38%, OPM 10%), 당기순이익 943억원(YoY +45%) 기록 전망. 수주 증가에 따라 말레이시아, 베트남 등 증설한 해외 공장의 가동률이 상승하고 있으며 영업이익률은 2020년 1.8%p, 2021년에도 0.5%p 상승하며 레버리지 효과 발생 예상
- 동사의 가장 큰 경쟁력은 다양한 고객사와 여러 국가에 나누어져 있는 생산 기지. 베트남, 말레이시아, 대만, 중국, 터키에 이르는 생산 공장은 국가별 정책, 관세 등에 유연하게 대처할 수 있게 하는 동사의 경쟁 우위. 동사가 수백개의 업체가 난립하는 타워 시장에서 16%의 점유율을 차지할 수 있는 이유. 미국의 반덤핑 관세 등에 유연하게 대응하며 시장 성장 수혜 누릴 수 있을 것으로 전망
- 동사의 2021E PER은 25x 수준으로 글로벌 업체(Vestas, Siemens Gamesa) 31x 대비 20% 할인되어 있음. 시장 점유율, 실적 안정성, 성장성을 감안할 때 할인 요인 없다는 판단
- 동사의 현재 Capa는 1.1조원 수준. 실적 계속 증가하기 위해서는 Capa 증설 지속되어야 하며 이에 따라 추가 자본 조달 이슈 有

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	311	312	502	799	983	1,258	1,446
영업이익	(24)	35	33	60	91	126	152
EBITDA	(9)	50	48	82	121	157	185
순이익	(17)	39	7	35	65	94	115
자산총계	386	388	606	736	820	932	1,057
자본총계	299	302	319	370	424	505	603
순차입금	(60)	(19)	133	140	188	225	205
매출액증가율	(0.3)	0.3	60.8	59.2	23.0	27.9	15.0
영업이익률	(7.6)	11.3	6.5	7.5	9.3	10.0	10.5
순이익률	(5.5)	12.5	1.4	4.3	6.6	7.5	7.9
EPS증가율	적전	흑전	(84.8)	438.6	92.4	45.3	21.4
ROE	(5.5)	13.0	2.3	10.8	17.6	21.7	21.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	160,000		신규

Stock Information

현재가(11/9)	130,500원
예상 주가상승률	22.6%
시가총액	22,558억원
비중(KOSPI내)	0.14%
발행주식수	17,286천주
52주 최저가/최고가	19,700 - 130,500원
3개월 일평균거래대금	495억원
외국인 지분율	8.8%
주요주주지분율(%)	130,500원
김성권 (외 22인)	52.4
국민연금공단 (외 1인)	9.7
자사주 (외 1인)	5.4

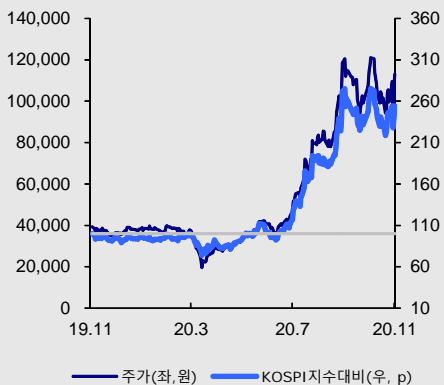
Valuation wide

	2019	2020E	2021E
PER(배)	20.6	36.8	25.3
PBR(배)	2.1	6.0	4.9
EV/EBITDA(배)	9.8	20.2	15.8
배당수익률(%)	1.2	0.4	0.4

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	7.9	281.0	232.1	243.4
KOSPI대비 상대수익률(%)	5.5	255.3	217.6	232.1

Price Trend



씨에스윈드는

씨에스윈드는 2006년 설립된 글로벌 1위 풍력 발전 타워 제조 전문 기업이며, 2014년 11월 코스피 시장에 상장하였다.

풍력 발전 타워는 발전기 제조 업체로 납품 된다. 동사의 주요 고객사로는 글로벌 풍력 발전기 업체인 베스타스, 지멘스 가메사, GE 등이 있으며 베트남, 말레이시아, 대만, 중국, 터키, 영국, 캐나다 등 각국에 보유한 풍력 타워 생산 시설들을 통해 타워를 공급하고 있다.

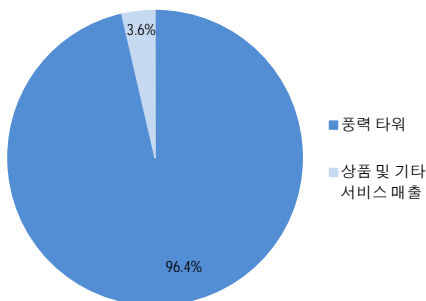
풍력 발전 타워 시장은 수백개의 업체가 침투해 있으나, 동사는 시장 점유율 약 16%인 1위 업체이다.

2018년, 동사는 국내 풍력 발전기용 베어링 제조 기업인 씨에스베어링을 자회사로 편입하였으며, 씨에스베어링은 요 베어링과 피치 베어링을 풍력 발전기 업체(GE)에게 납품하고 있다.

시가총액 2조 2,558억원이며, KOSPI 기체에 속해있다

사업부문 Breakdown

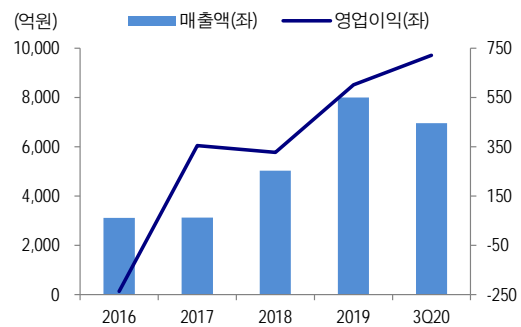
- ▶ 씨에스윈드의 1H20 연결 기준 사업 부문별 매출액 비중은 풍력 타워 96.4%, 상품 및 기타 매출 3.6%
- ▶ 기존 주요 고객사인 Vestas, SGRE, GE 등 Big 3 고객사 외 Nordex, Goldwind 등 신규 고객사 확보를 통해 매출처 다변화 진행 중. 현재 전세계적으로 풍력 발전 신규 설치량이 증가하고 있어 향후 매출처가 지속적으로 확대될 전망



Source: 씨에스윈드, KTB투자증권

Financials

- ▶ 2019년 실적은 연결 기준 매출액 7,994억원(YoY +59.2%), 영업이익 601억원(YoY +83.8%), 당기순이익 347억원(YoY +388.7%) 기록. 베트남 법인과 말레이시아 법인 증설, 대만 법인 신규 가동으로 생산능력 증가하며 실적 큰 폭으로 증가
- ▶ 3Q20 실적은 연결 기준 누적 매출액 6,950억원(YoY +15.7%), 영업이익 721억원(YoY +62.0%), 당기순이익 471억원(YoY +60.8%) 기록. 2019년 Capa 증설에 이어 글로벌 풍력 산업 호황으로 수주 증가하며 매출액과 영업이익을 개선세 이어 가고 있음



Source: Dataguide, KTB투자증권

주가

- ▶ 상장 이후 2016년 베트남 법인의 해상구조물 프로젝트 손실과 캐나다 법인의 프로젝트 지연에 따른 실적 부진으로 주가 하락
- ▶ 이후 실적 증가에 따라 주가는 우상향 하였음. 코로나19로 주가 하락했었으나 1Q20 호실적 기록 및 그린 뉴딜 정책 수혜 기대감에 주가 상승



Source: Dataguide, KTB투자증권

Valuation

동사의 2021년 실적은 매출액 1조 2,578억원(YoY +28%), 영업이익 1,258억원(YoY +38%, 10%), 당기순이익 943억원(YoY +45%)을 기록할 것으로 전망한다. 풍력 산업 성장에 따라 수주와 매출액 증가하고 있으며, 이에 따라 말레이시아, 베트남 등 해외 공장의 가동률 상승에 따라 영업이익률은 2020년(9.3%) 대비 0.7%p 상승할 것으로 예상된다.

동사의 목표주가는 2021E EPS에 Target PER 31x를 적용하여 계산하였다. Target PER 31x는 Vestas와 Siemens Gamesa의 21E 평균 PER이다. 씨에스윈드가 글로벌 선도기업과 함께 풍력 산업에서 MS를 15% 이상 보유하고 있다는 점, 안정적인 흑자 시현, 고객사 대비 높은 영업이익률과 성장성을 보유한다는 점에서 글로벌 업체 대비 할인요인은 없다는 판단이다.

Fig. 019: Peer Group Valuation & Performance - 해외

구분	기업명	시가총액 (십억원)	추가 Performance				PER			PBR			EPS Growth(%)		OPM(%)		
			1M	3M	6M	YTD	19	20E	21E	19	20E	21E	20E	21E	19	20E	21E
육상 풍력 터빈	Vestas (덴마크)	40,394.0	5.6	34.5	94.0	71.0	25.2	48.7	30.9	5.4	8.4	7.1	-10.8	57.3	8.3	5.8	8.7
	Siemens Gamesa (스페인)	23,276.0	3.0	24.6	89.3	64.6	60.6	64.4	32.0	1.4	3.3	3.1	적전	흑전	2.5	3.9	7.1
	Goldwind (중국)	8,148.4	10.9	-4.0	13.9	-1.4	15.9	15.1	12.5	1.1	1.5	1.4	176.8	20.8	8.4	7.2	9.1
	Dongfang Electric (중국)	5,252.0	-5.3	3.6	13.0	15.2	10.2	20.6	17.9	0.4	1.1	1.1	13.0	15.6	3.4	5.6	6.3
	Mingyang (중국)	4,183.7	-7.2	2.9	46.0	37.7	23.2	17.1	12.3	2.5	2.8	2.3	161.6	39.9	6.8	7.6	8.6
	Nordex (독일)	1,844.0	-3.6	19.8	71.7	7.8	n/a	n/a	81.9	1.7	1.8	1.8	적지	흑전	-1.2	-1.3	1.5
	Zhejiang Windey (중국)	795.2	15.0	3.4	21.6	-9.8	44.3	34.8	11.7	3.4	2.9	2.6	19.5	197.8	1.7	1.5	3.9
디젤로퍼	Orsted (덴마크)	80,052.5	6.9	19.4	53.6	55.2	44.2	58.6	49.7	4.0	5.2	4.8	37.8	17.9	16.5	16.9	21.7
	RWE (독일)	30,110.1	0.2	1.1	23.4	22.6	n/a	21.0	17.2	1.0	1.3	1.2	34.2	22.1	-7.9	10.1	10.5
	SSE (영국)	20,385.5	2.5	0.0	7.6	-7.6	9.6	17.7	15.6	2.7	2.9	3.1	93.9	2.5	20.3	20.7	21.9
	Northland Power (캐나다)	7,697.2	5.8	19.7	44.3	64.4	19.0	24.1	23.8	6.1	16.4	13.6	29.7	1.2	49.0	43.8	44.8
	Lamprell (아랍 에미리트)	155.5	-5.2	10.4	169.9	-20.6	n/a	n/a	n/a	0.8	n/a	n/a	적지	적지	-64.4	-7.6	-2.3
해상 풍력 구조물	SIF Holding (네덜란드)	470.6	-11.7	21.9	48.0	11.2	56.8	76.0	13.9	3.7	3.9	3.1	-16.8	444.8	2.8	2.9	7.8

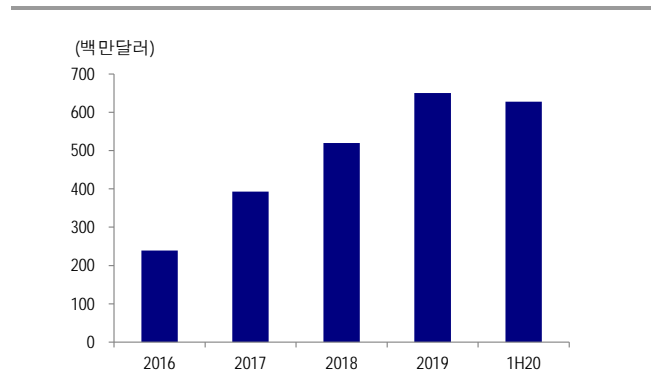
Source: Dataguide, Bloomberg, KTB투자증권(2020.11.6 기준)

Fig. 020: 씨에스윈드 생산 법인 Capa

법인	Capa(억원)	2019 Capex(억원)
VN	4,500	300
MY	2,500	400
TW	1,000	300
CSB&VN	1,250	
CN	1,500	
TR	500	

Source: 씨에스윈드, KTB투자증권

Fig. 021: 씨에스윈드 수주 추이



Source: 씨에스윈드, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	386.7	426.7	476.1	549.8	643.7
현금성자산	44.7	88.5	60.6	33.5	58.2
매출채권	155.1	164.5	196.5	251.4	289.1
재고자산	148.1	118.9	164.2	210.1	241.6
비유동자산	219.7	308.9	343.4	382.3	413.0
투자자산	21.2	58.9	72.5	92.7	106.6
유형자산	176.0	227.8	250.1	270.1	288.1
무형자산	22.4	22.2	20.9	19.6	18.3
자산총계	606.4	735.6	819.5	932.1	1,056.6
유동부채	225.8	276.3	285.9	307.9	328.6
매입채무	69.6	106.2	115.8	137.8	158.5
유동성이자부채	121.2	146.1	146.1	146.1	146.1
비유동부채	62.1	89.5	109.5	119.6	124.7
비유동이자부채	56.7	82.6	102.6	112.6	117.6
부채총계	287.9	365.8	395.5	427.5	453.3
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	182.1	184.1	184.1	184.1	184.1
이익잉여금	170.6	195.8	250.0	330.5	429.3
자본조정	(59.3)	(47.6)	(47.6)	(47.6)	(47.6)
자기주식	(46.1)	(45.7)	(45.7)	(45.7)	(45.7)
자본총계	318.5	369.8	424.1	504.6	603.3
투자자본	450.2	507.8	609.4	726.2	804.8
순차입금	133.2	140.2	188.0	225.1	205.5
ROA	1.4	5.2	8.4	10.8	11.5
ROE	2.3	10.8	17.6	21.7	21.8
ROIC	6.5	10.9	13.6	15.6	16.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	502.2	799.4	983.2	1,257.8	1,446.5
증가율 (Y-Y,%)	60.8	59.2	23.0	27.9	15.0
영업이익	32.7	60.1	91.4	125.8	151.9
증가율 (Y-Y,%)	(7.5)	83.7	52.1	37.6	20.8
EBITDA	48.1	81.6	120.7	157.2	185.2
영업외손익	(26.0)	(20.3)	(13.2)	(12.1)	(12.2)
순이자수익	(4.3)	(10.1)	(9.4)	(9.6)	(9.7)
외화관련손익	(1.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	6.8	39.9	78.3	113.7	139.7
당기순이익	7.1	34.7	64.9	94.3	114.5
지배기업당기순이익	5.9	31.9	61.4	89.2	108.2
증가율 (Y-Y,%)	(81.9)	391.5	87.3	45.3	21.4
NOPLAT	23.7	52.3	75.9	104.4	124.5
(+) Dep	15.4	21.5	29.3	31.4	33.3
(-) 운전자본투자	122.0	(29.5)	67.7	78.7	48.5
(-) Capex	26.4	87.7	50.0	50.0	50.0
OpFCF	(109.3)	15.6	(12.5)	7.0	59.3
3Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	19.1	37.0	46.6	35.8	21.9
영업이익증가율(3Yr)	(3.5)	n/a	37.2	56.6	36.2
EBITDA증가율(3Yr)	(1.1)	n/a	34.3	48.4	31.4
순이익증가율(3Yr)	(30.9)	n/a	18.6	137.3	48.9
영업이익률(%)	6.5	7.5	9.3	10.0	10.5
EBITDA마진(%)	9.6	10.2	12.3	12.5	12.8
순이익률(%)	1.4	4.3	6.6	7.5	7.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	(20.5)	85.7	29.5	31.6	84.2
당기순이익	7.1	34.7	64.9	94.3	114.5
자산상각비	15.4	21.5	29.3	31.4	33.3
운전자본증감	(66.3)	10.2	(67.7)	(78.7)	(48.5)
매출채권감소(증가)	(52.5)	(20.9)	(32.0)	(54.9)	(37.7)
재고자산감소(증가)	(71.8)	33.6	(45.3)	(45.9)	(31.5)
매입채무증가(감소)	67.3	30.3	9.6	22.0	20.7
투자현금	(61.7)	(66.4)	(50.2)	(50.0)	(50.0)
단기투자자산감소	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(26.4)	(87.7)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
유무형자산감소	3.5	14.6	(0.2)	(0.0)	(0.0)
재무현금	79.3	23.3	(7.1)	(8.6)	(9.5)
차입금증가	72.9	17.6	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.5)	(6.2)	(7.1)	(8.6)	(9.5)
배당금지급	5.5	6.2	7.1	8.6	9.5
현금 증감	(4.8)	43.8	(27.9)	(27.1)	24.6
총현금흐름(Gross CF)	51.6	84.6	97.1	110.4	132.7
(-) 운전자본증가(감소)	122.0	(29.5)	67.7	78.7	48.5
(-) 설비투자	26.4	87.7	50.0	50.0	50.0
(+) 자산매각	3.5	14.6	(0.2)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(76.4)	28.5	(20.7)	(18.4)	34.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(76.4)	28.5	(20.7)	(18.4)	34.1

자료: KTB투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	343	1,846	3,551	5,158	6,262
BPS	16,179	18,444	21,656	26,390	32,176
DPS	400	460	500	550	600
Multiples(x, %)					
PER	80.5	20.6	36.8	25.3	20.8
PBR	1.7	2.1	6.0	4.9	4.1
EV/ EBITDA	12.7	9.8	20.2	15.8	13.3
배당수익률	1.4	1.2	0.4	0.4	0.5
PCR	9.3	7.8	23.2	20.4	17.0
PSR	0.9	0.8	2.3	1.8	1.6
재무건전성 (%)					
부채비율	90.4	98.9	93.2	84.7	75.1
Net debt/Equity	41.8	37.9	44.3	44.6	34.1
Net debt/EBITDA	276.8	171.8	155.8	143.2	111.0
유동비율	171.3	154.4	166.5	178.5	195.9
이자보상배율	7.5	6.0	9.7	13.1	15.7
이자비용/매출액	1.0	1.3	1.0	0.8	0.7
자산구조					
투자자본(%)	87.2	77.5	82.1	85.2	83.0
현금+투자자산(%)	12.8	22.5	17.9	14.8	17.0
자본구조					
차입금(%)	35.8	38.2	37.0	33.9	30.4
자기자본(%)	64.2	61.8	63.0	66.1	69.6

한국형 뉴딜과 미 그린뉴딜의 수혜가 시작된다

▶ Issue

- 한미글로벌 신규 커버리지 개시

▶ Pitch

- 국내 1위 CM사로 한국형 뉴딜(디지털+그린)의 수혜 전망. 또한 미 대선이 마무리 국면에 접어들면서 미 경기 부양 투자에 따른 미국 자회사 OTAK의 수주 증가 기대

▶ Rationale

- 한미글로벌에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 13,000원 제시

- 한미글로벌은 국내 최초 CM/PM을 도입하며 96' 설립된 건설사업관리 전문 기업. 동사의 CM 사업은 기존의 시공단계에 국한된 감리와 다르게 프로젝트의 기획, 설계부터 발주, 시공, 유지관리까지 책임지고 발주사에 제공

- 한미글로벌은 국내 최대 CM사로서 디지털 뉴딜과 그린 뉴딜이 핵심이 되는 한국형 뉴딜사업의 최대 수혜 전망. 디지털 뉴딜과 그린 뉴딜에서 동사의 데이터 센터, 풍력발전, 태양광발전 수주가 급증할 것으로 기대

- 하반기 총 규모 2.6GW의 새만금 해상 풍력 단지 100MW를 수주하였으며, 2019년 제주 한림 해상 풍력 수주에 이어 새만금 해상 풍력 단지 수주에 성공하며 해상 풍력 시장의 메인 CM사로 자리잡았다는 판단

- 코로나19에 따른 스마트 물류센터 수주도 급증하는 중. 용인 공동집배송센터, 시흥 판매유통물류센터를 수주하며 100여 건이 넘는 스마트 물류 수주에 성공

- 또한 미국 내 자회사 OTAK은 미 대선이 마무리되며 경기 부양 정책의 수혜가 전망됨. 바이든의 그린뉴딜은 인프라 전문 CM사인 OTAK에 수혜로 작용할 것

- 2020년 실적은 매출액 2,215억원(YoY -24.8%), 영업이익 143억원(YoY -41.6%) 전망. 20F 예상치 기준 PER 8.1배, PBR 1.0배로 한국형 뉴딜, 미국 그린뉴딜의 수혜가 예상되는 만큼, 현 주가는 저평가 구간이라는 판단

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
매출액	169	201	208	295	222	253	292	
영업이익	9	11	11	24	14	17	20	
EBITDA	11	13	14	31	20	23	28	
순이익	9	10	7	23	14	15	17	
자산총계	149	168	210	204	215	228	257	
자본총계	99	104	103	124	135	148	161	
순차입금	(20)	(25)	(15)	(15)	(22)	(14)	(11)	
매출액증가율		(15.8)	18.8	3.4	41.9	(24.8)	14.2	15.3
영업이익률	5.6	5.4	5.3	8.3	6.4	6.7	6.9	
순이익률	5.3	4.8	3.4	7.9	6.2	5.9	5.8	
EPS증가율	4.2	(4.1)	(22.7)	219.7	(40.7)	9.5	12.6	
ROE	10.0	9.8	7.2	21.6	11.0	11.0	11.3	

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
목표주가	13,000		신규

Stock Information

현재가(11/9)	9,790원
예상 주가상승률	32.8%
시가총액	1,073억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	10,958천주
52주 최저가/최고가	4,750 - 10,700원
3개월 일평균거래대금	20억원
외국인 지분율	1.8%
주요주주지분율(%)	9.790원
김중훈 (외 14인)	26.6
자사주 (외 1인)	7.8
국민연금공단 (외 1인)	5.1

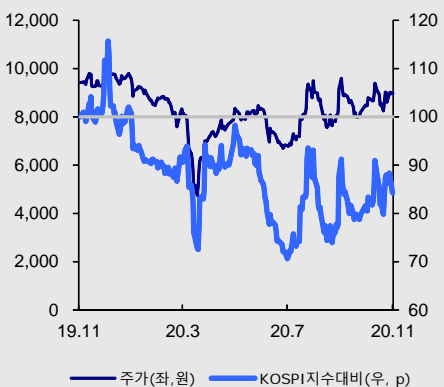
Valuation wide

	2019	2020E	2021E
PER(배)	4.7	8.1	7.4
PBR(배)	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	2.9	4.3	4.0
배당수익률(%)	2.1	2.0	2.6

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	11.4	18.7	3.9	2.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	9.1	(7.1)	(10.6)	(9.4)

Price Trend



한미글로벌은

한미글로벌은 국내 최초로 CM/PM을 도입하며 1996년 설립된 건설사업관리 전문 기업이다.

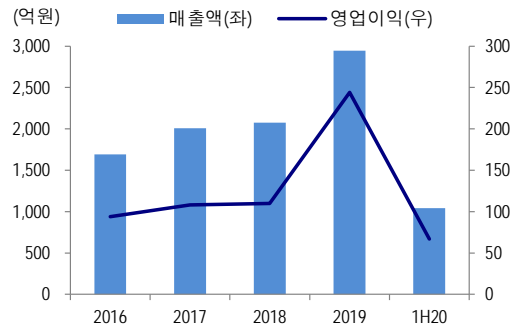
동사는 설립 이후, 58개국의 2,200건 이상의 프로젝트를 수행하며 2019년 기준 CM 국내 1위, 글로벌 9위의 글로벌 CM사로 성장하였다.

기존 일반 건설뿐 아니라, 풍력, 태양광 등 신재생 에너지와 플랜트, 인프라 CM까지 사업영역을 확대하여 주택경기와는 무관한 실적 성장을 기록하였다.

시가총액은 1,073억원이며 KOSPI 서비스업 업종에 속해있다.

Financials

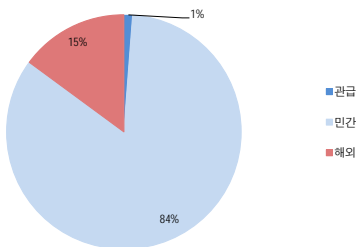
- 2020년 상반기 Covid-19 에도 불구하고, 매출액 1,043억원, 영업이익 67억원을 기록, 2019년 일시적 분양수익을 제외할 경우 분기별 YoY 실적 성장 달성
- 2019년 연결 기준 실적은 매출액 2,947억원(YoY +41.9%), 영업이익 244억원(YoY +122.0%), 당기순이익 234억원(YoY +227.6%) 기록



Source: Dataguide, KTB투자증권

사업부문 Breakdown

- 한미글로벌의 2020년 상반기 매출처별 매출 비중은 국내 관급 1%, 국내 민간 84%, 해외 15%로 구성
- 2021년은 미국 그린뉴딜 정책과 인프라 투자 수혜에 따라 미국 자회사 OTAK의 수혜가 기대. 따라서 해외 비중 증가 전망



Source: 한미글로벌, KTB투자증권

주가

- 국내 상장사 중 동종업종이 없는 관계로 국내 건설 업종과 동일한 수준의 Valuation을 적용
- 2020년 하반기, 한국형 뉴딜, 미국 그린뉴딜 정책에 따라 일반 건설 CM에서 신재생 에너지 및 데이터센터, 스마트물류 등의 영역확대가 지속되고 있어 동사 주가의 Valuation Re-rating 진행 중



Source: Dataguide, KTB투자증권

I. Valuation 및 실적전망

건설업이 아닌 CM사업으로 부각 전망

투자의견 BUY
 목표주가 13,000원 제시
 그린뉴딜 및 한국형 뉴딜
 수혜가 실적으로 이어질 것

한미글로벌에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원을 제시한다. 목표주가 13,000원은 동사 2020년 예상 EPS 1,209원에 Target PER 10.6배를 적용하여 산출하였다 (Target PER은 글로벌 Peer 평균 14.1배에 25% 할인)

그 동안 국내 상장사 중 동종업종이 없는 관계로 국내 건설 업종과 동일한 수준의 Valuation을 적용 받아왔다. 그러나 한국형 뉴딜, 미국 그린뉴딜 정책에 따라 일반 건설 CM에서 신재생 에너지 및 데이터센터, 스마트물류 등의 영역확대가 지속되고 있어 동사 주가의 Valuation Re-rating을 기대한다.

동사의 2020년 실적은 매출액 2,215억원(YoY -24.8%), 영업이익 143억원(YoY -41.6%)을 전망한다. 2019년 회계기준 변경에 따라 일시적으로 반영된 방배 마에스트로 분양사업을 제외할 경우, 코로나에도 불구하고 동사 실적은 상반기 YoY 성장을 지속했다. 현 수주 상황을 고려할 경우 하반기 또한 YoY 성장이 지속될 것으로 기대한다.

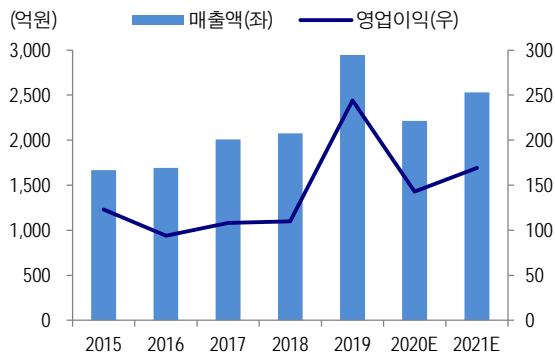
또한 2021년은 본격적인 한국형 뉴딜과 미국 그린뉴딜의 수혜가 실적으로 이어지며, 매출액 2,530억원(YoY +14.2%), 영업이익 169억원(YoY +18.5%)의 고성장을 지속할 것으로 전망한다.

Fig. 022: Valuation Table

구분	내용
2020E 예상 EPS	1,209
Target PER	10.6
: Peer Group 평균 (글로벌 주요 CM사)	14.1
목표주가(원)	13,000
현재주가(원)	9,790
upside(%)	32.8

Source: KTB투자증권

Fig. 023: 부문별 매출액 / 영업이익률



Source: KTB투자증권

Fig. 024: 한미글로벌 새만금 해상 풍력 수주



Source: 한미글로벌, KTB투자증권

Fig. 025: 한미글로벌 CM 사업 현황

구분	세부 내용
지속적인 용역형 CM 수요 발생	- Complex 사업 수요 증대 (산업단지, 주거단지, 복합단지, 레저단지) - 내진 설계 및 시공 컨설팅 분야 관심 증대에 따른 수요 증대 (지진 등) - 초고층 프로젝트 사업 - 4차 산업형 건설 프로젝트 전문 건설 관리 (스마트오피스 등) - 코로나 이후 산업 분야 관련 건설 수요 증대 (데이터 센터, 반도체 FAB, 유통 물류 센터 등)
신재생에너지 사업 진출	- 태양광, 태양열, 풍력, 해양에너지 등 국내외 신재생에너지 사업 진출 확대 중
플랜트 / 인프라 CM 시장 진입	
개발 사업	- 도시형 생활 주택, 비즈니스 호텔, 주상 복합 개발 사업 완료 후 개발 지속
재건축, 재개발, 리모델링 시장 수요 확대	- 신탁사 등과의 MOU를 통한 재건축 시장 진출

Source: 한미글로벌, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	153.9	133.2	150.0	155.8	176.8
현금성자산	34.4	51.1	60.9	53.3	59.3
매출채권	42.9	43.5	42.5	48.5	55.9
재고자산	72.5	26.5	37.2	42.5	49.0
비유동자산	55.8	70.4	64.9	72.2	80.3
투자자산	25.3	38.6	29.0	33.1	38.2
유형자산	11.8	10.0	14.2	17.8	20.8
무형자산	18.7	21.9	21.7	21.3	21.3
자산총계	209.7	203.6	214.9	227.9	257.1
유동부채	100.0	48.2	50.2	55.9	61.9
매입채무	16.0	17.1	12.5	14.2	16.4
유동성이자부채	16.6	11.6	16.6	22.1	22.1
비유동부채	6.4	31.3	29.3	24.4	33.9
비유동이자부채	2.4	24.1	22.1	17.1	26.6
부채총계	106.4	79.5	79.5	80.2	95.8
자본금	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9
이익잉여금	63.7	83.3	94.6	106.9	120.5
자본조정	(17.9)	(17.7)	(17.7)	(17.7)	(17.7)
자기주식	(11.1)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
자본총계	103.3	124.1	135.4	147.7	161.3
투하자본	84.7	99.2	106.0	125.5	141.2
순차입금	(15.3)	(15.4)	(22.2)	(14.0)	(10.6)
ROA	3.8	11.3	6.5	6.8	6.9
ROE	7.2	21.6	11.0	11.0	11.3
ROIC	8.2	23.2	11.5	11.8	11.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	6.5	22.3	11.8	(1.7)	19.6
당기순이익	12.0	26.8	13.7	15.0	16.8
자산상각비	2.7	6.3	5.4	6.6	7.6
운전자본증감	(7.2)	(9.9)	(10.0)	(13.2)	(8.9)
매출채권감소(증가)	0.0	(0.9)	1.0	(6.0)	(7.4)
재고자산감소(증가)	(24.4)	46.0	(10.7)	(5.3)	(6.5)
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	(4.7)	1.8	2.2
투자현금	(0.8)	(15.4)	(5.5)	(7.8)	(15.0)
단기투자자산감소	3.8	(8.5)	(0.4)	1.5	(4.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	4.5	0.5	(0.1)
설비투자	(4.4)	(2.1)	(9.0)	(9.5)	(10.0)
유무형자산감소	0.1	(0.9)	(0.5)	(0.3)	(0.7)
재무현금	(8.9)	1.3	3.0	3.3	(2.7)
차입금증가	(4.9)	4.9	5.0	5.5	0.0
자본증가	(1.8)	(2.0)	(2.0)	(2.2)	(2.7)
배당금지급	2.5	2.0	2.0	2.2	2.7
현금 증감	(3.1)	8.2	9.4	(6.2)	1.9
총현금흐름(Gross CF)	16.9	36.2	21.8	11.6	28.5
(-) 운전자본증가(감소)	(6.4)	9.4	10.0	13.2	8.9
(-) 설비투자	4.4	2.1	9.0	9.5	10.0
(+) 자산매각	0.1	(0.9)	(0.5)	(0.3)	(0.7)
Free Cash Flow	8.9	10.9	6.4	(9.5)	4.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	(4.5)	(0.5)	0.1
잉여현금	8.9	10.9	10.9	(9.0)	4.6

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	207.7	294.7	221.5	253.0	291.7
증가율 (Y-Y,%)	3.4	41.9	(24.8)	14.2	15.3
영업이익	11.0	24.4	14.3	16.9	20.0
증가율 (Y-Y,%)	1.6	122.0	(41.6)	18.5	18.7
EBITDA	13.7	30.7	19.7	23.5	27.7
영업외손익	1.0	2.4	2.2	1.6	1.6
순이자수익	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4
외화관련손익	0.5	0.1	0.2	0.1	0.3
지분법손익	0.6	1.9	2.1	1.5	1.2
세전계속사업손익	12.0	26.8	16.5	18.5	21.6
당기순이익	7.1	23.4	13.7	15.0	16.8
지배기업당기순이익	7.0	22.3	13.3	14.5	16.3
증가율 (Y-Y,%)	(26.4)	227.6	(41.6)	9.5	12.6
NOPLAT	6.6	21.3	11.8	13.7	15.6
(+) Dep	2.7	6.3	5.4	6.6	7.6
(-) 운전자본투자	(6.4)	9.4	10.0	13.2	8.9
(-) Capex	4.4	2.1	9.0	9.5	10.0
OpFCF	11.2	16.1	(1.7)	(2.5)	4.3
3Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	7.6	20.3	3.3	6.8	(0.3)
영업이익증가율(3Yr)	(3.8)	37.3	9.6	15.4	(6.4)
EBITDA증가율(3Yr)	0.2	41.6	14.0	19.6	(3.4)
순이익증가율(3Yr)	2.2	37.7	12.1	27.9	(10.4)
영업이익률(%)	5.3	8.3	6.4	6.7	6.9
EBITDA마진(%)	6.6	10.4	8.9	9.3	9.5
순이익률(%)	3.4	7.9	6.2	5.9	5.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	638	2,038	1,209	1,324	1,491
BPS	7,265	8,782	9,827	10,986	12,226
DPS	200	200	200	250	300
Multiples(x, %)					
PER	14.9	4.7	8.1	7.4	6.6
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	6.5	2.9	4.3	4.0	3.5
배당수익률	2.1	2.1	2.0	2.6	3.1
PCR	6.2	2.9	4.9	9.3	3.8
PSR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	102.9	64.0	58.7	54.3	59.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	153.9	276.3	298.8	278.8	285.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	58.7	52.5	54.1	59.2	59.2
현금+투자자산(%)	41.3	47.5	45.9	40.8	40.8
자본구조					
차입금(%)	15.6	22.4	22.3	21.0	23.2
자기자본(%)	84.4	77.6	77.7	79.0	76.8

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.2% HOLD : 11.8% SELL : 0.0%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

스페코 (013810)



일자	커버리지 개시	2020.11.10
투자의견		STRONG BUY
목표주가		16,000원
일자		
투자의견		
목표주가		

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2020.11.10	16,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2020년 11월 9일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

씨에스윈드 (112610)



일자	커버리지	2020.11.10
투자의견	개시	BUY
목표주가		160,000원
일자		
투자의견		
목표주가		

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2020.11.10	160,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2020년 11월 9일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

한미글로벌 (053690)



일자	커버리지	2020.11.10
투자의견	개시	BUY
목표주가		13,000원
일자		
투자의견		
목표주가		

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2020.11.10	13,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2020년 11월 9일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩

www.ktb.co.kr

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.