



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Overweight

풍력

공급망 이슈: 풍력 터빈사들의 생각은?

- ✓ Vestas, Siemens Gamesa는 2022년에도 공급망 이슈 지속될 것으로 전망
- ✓ 최근 원재료 가격 및 운송비의 변동성이 낮아졌으나, 여전히 높은 수준을 유지
- ✓ Vestas 2022 영업이익 가이드는 3.15억 유로(-31.7% YoY)를 제시
- ✓ 그러나 주주 ASP 증가, PPA 가격 상승을 감안하면 구조적 펀더멘털 훼손은 아님
- ✓ 미국 BBB는 잠정 후퇴, 3월 1일 친환경 세제 혜택안 발표 가능성에 주목

터빈 사들, 2022년에도 공급망 이슈 지속될 것으로 전망

2021년 풍력 밸류체인은 산업이 태동한 이래 최악의 인플레이션 리스크를 맞이했다. 글로벌 대표 풍력 터빈사들인 Vestas, Siemens Gamesa의 4Q21 실적 발표에서 이를 다시 확인할 수 있었다. Vestas의 2021년 수주는 -19.4% YoY 감소했으며, 영업이익률은 -3.1%p 감소했다. 각 사는 최근 원재료 가격 및 운송비의 변동성이 낮아졌으나, 2022년에도 여전히 높은 수준을 유지할 것이라고 전망했다. 2022년 영업이익 가이드는 3.15억 유로(-31.7% YoY, 중간값 기준)를 제시했다. 실적 컨퍼런스 콜 주요 QnA 사항을 2~4페이지에 정리했다. 마진 관련 질문에 대해서는 보수적으로 답변한 반면, 향후 시장의 성장성 및 주주에 대해서는 긍정적으로 답변했다.

이제는 풍력 산업도 인플레이션에 대응 시작

단기적인 실적 악화는 피할 수 없으나 풍력 시장의 펀더멘털이 구조적으로 훼손된 것은 아니며 개선 국면에 진입했다는 판단이다. 1)터빈사들이 고객사들에게 판가를 전이시키고 있다. Vestas의 주주 ASP는 4Q21 86만유로/MW(+21% YoY)를 기록했으며, Siemens Gamesa는 최근 계약부터는 ASP에 운송비를 반영시키기 시작했다. 2)2021년 하반기 들어 PPA(Power Purchase Agreement, 전력공급계약)가격도 상승하고 있다. 이는 고객사들의 수익성이 개선되고 있다는 신호이다.

조 맨신의 사망 선고, 그 이후의 Build Back Better는?

한편, 미국 조 맨신 상원의원은 인프라 투자 법안 'Build Back Better(BBB)'가 '죽었다(dead)'라고 표현했다. 본인 포함 일부 의원이 인플레이션을 이유로 BBB를 반대하며 전면 통과가 어려워졌기 때문이다. BBB는 풍력 발전에 대한 PTC(생산세액혜택)을 향후 10년 간 연장해줄 수 있는 법안을 포함하고 있기 때문에, 미국 풍력 수요의 불확실성이 커졌다고 볼 수 있다. 다만 민주당은 세제 혜택안을 따로 분리 통과하는 방안을 추진 중이며, 3월 1일(바이든의 연두교서)까지 해당 법안을 발표하기 위해 노력하고 있다. 늦어지더라도 바이든 정부의 11월 중간 선거 위기론이 불거지는 상황에서 그 이전까지는 법안 통과를 기대할 수 있다는 판단이다.

Vestas 4Q21 실적 컨퍼런스콜 주요 질의응답

Q. 현재 수주 상황이나 ASP가 증장기 마진 목표(2025년 영업이익률 10%) 달성에 충분하다고 생각하는지?

A. 수주 규모나 지역별 믹스에 대해서는 만족 중이다. 4Q21 ASP는 전년 동기 대비 20% 상승한 수준인데 이는 우리가 지속 발전하고 있다는 점을 보여준다. 다만 마진 목표 달성을 위해서는 ASP 상승 뿐만 아니라 추가적인 운송, 원재료 리스크 관리가 필요하다.

Q. 현재 ASP가 지난 18개월간 경험한 원재료 가격을 반영하기에 충분한 수준인지? 아니면 추가적인 인상이 필요한 지?

A. 업계에서는 선도 가격을 기준으로 계약을 체결한다. 원재료 가격이 급등하는 상황에서 불확실한 것을 선도 가격에 모두 반영하기는 어렵다. 다만 4Q21, 1Q22에는 원재료비, 운송비의 변동성이 낮아진 점을 관찰할 수 있다.

Q. 최근 가파르게 상승한 수주 ASP가 손익에 반영이 되기 시작하는 시기는? 2022년 하반기에 기대할 수 있는지? 2022년말 이후 원재료 가격이 하락하면 ASP가 비례해서 감소할지?

A. 2022년 중에 공급망 관련 불확실성이 사라질 것으로 보지 않음. 또한 4Q21 상승한 ASP가 2022년 손익에 미치는 영향은 제한적. 2022년 하반기보다 나중 시점부터 영향을 미칠 것이다. 향후 원재료 가격이 하락하면 우리의 마진에 일부 긍정적인 영향을 줄 수 있다.

Q. 최근 수주가 둔화되고 있는 이유는?

A. 원가를 충분히 보장해주지 않는 프로젝트, 지역에 대해서는 차라리 수주를 계획보다 낮게 가져가는 전략이다. 적자 프로젝트보다는 낮은 점유율이 낫다

Q. 품질보증 충당금이 2021년 매출 대비 5% 발생했는데, 2022년에도 비슷한 수준을 예상하는지?

A. 품질보증 계약을 조정하고 있으나 충당금 설정 잔액이 감소하고 있는 속도가 빨라 2022년에도 비슷한 수준일 것이라고 생각한다.

Q. Maersk가 2022년 가이드언스를 주는 과정에서 2022년 하반기 해운 산업 정상화가 시작될 것이라 말했는데, 그들이 보수적인 것인지?

A. Maersk와 DSV 등 운송 파트너들과 면밀히 소통 중이다. 2022년 대부분 기간 동안 운송 관련 불안정성에 시달릴 전망이다. 항만 밖에 적체 중인 화물을 처리하는 데 수개월이 걸리기 때문에, 상황이 나아지더라도 화물 적체가 완전히 해소되기까지는 시간이 걸릴 것이다. 운송 상황에 대해서는 지난 한 분기간 큰 변화는 없었다.

Q. 경쟁사들이 비슷한 문제에 시달리고 있는 상황에서, 고객사들에게 왜 충분한 가격 전가가 안된 것인지?

A. 고객사들이 고정된 PPA(Power Purchase Aggrement, 전력구매계약)로 인해 어려움을 겪고 있는 상황이다. 우선 PPA 계약을 하고, 나중에 터빈 솔루션을 조달하기 때문에 우리는 파트너로서 일부 부담을 질 수밖에 없다.

Q. 수주 관점에서, ASP 등의 변수를 고려해 보았을 때, 1분기나 2분기 즈음에는 정상화를 기대할 수 있을지?

A. 수주에 대해서는 굉장히 긍정적이다. 에너지(전력) 가격 상승으로 인해 에너지 회사(발전사)들이 손익이 개선되고 있는 것을 관찰하고 있다. 불균형이 해소되는 유일한 길은 조금 더 많은 용량(발전소)가 설치되는 것이다. 다만 어떤 분기를 특정지을 수는 없다.

Q. 미국 PTC 법안을 보면 알 수 있듯이, 로컬 생산에 대한 조항이 강화되고 있는 것 같다. 북미 지역 영업 상황이 바뀔지?

A. 관세나 인센티브 등의 요소도 있겠지만, 기술이 발전할 수록 글로벌 운송은 어려워질 것이며 이것은 로컬화가 중요한 이유이다. 단기적으로는 약간의 변화가 있을 수 있겠지만 장기적으로는 우리는 (각지에)공장을 보유하고 있어 문제 없다고 생각한다. PTC 조항은 우리가 생각하고 있는 변화를 가속시킬 뿐이다.

Q. 2023년에 현 시장의 악재들 해소를 기대할 수 있을지?

A. 2023년 시장 전망을 현 시점에서 하기는 어렵다.

Siemens Gamesa 4Q21 실적 컨퍼런스콜 주요 질의응답

Q. ASP 상승 원인을 상세 설명해주실 수 있는지?

A. 분기 ASP는 지역별 매출 믹스에 따라 많이 달라진다. 예를 들어 인도를 제외하면 ASP가 높아진다. 분기별로 비교하기에 적절치 않다고 생각한다. 다만 우리는 인플레이션을 고객사에게 전가시키기 위해 노력하고 있고, 미래에 그것을 확인할 수 있을 것이다. 실제로 지난 몇 분기 동안 꾸준히 가격을 올려왔다. 최근 늦어지고 있는 몇몇 딜들이 구체화되면 ASP 상승에 추가적으로 영향을 주기 시작할 것이다.

Q. 육상풍력 시장에서 많은 돈을 잃었고, 현재로서는 개선의 기미가 보이지 않는다. 긍정적 전망을 계속 제시 중인데, 중장기적으로 육상 풍력에 계속 투자할 계획인지? 구조조정 계획은?

A. 육상과 해상 모두 중요하다. 육상을 유지하는 것도 매우 중요하다고 생각한다. 육상 풍력은 모든 사업의 기반이며 특히 서비스 부문은 고마진을 유지 중이다.

Q. 터빈 공급 가격은 어떻게 설정이 되는 것인지?

A. 누가 어떤 리스크를 감당하는 지는 계속해서 변화하고 있다. 예를 들어, 운송비 급등에 따라 우리는 운송비를 Cost-plus 방식으로 가격에 반영시키려고 노력 중이다. 이는 이전에 한번도 한적이 없던 것이다. 고객사들은 이를 이해하며, 고객사들 각각의 사정에 따라 이를 조금씩 다르게 받아들이고 있다.

다만 수주 잔고에는 이러한 조항들이 반영되지 않은 계약들이 상당수 남아있다. 이러한 새로운 계약은 지난 4월부터 개시했고, 시간이 지남에 따라 과거 (운송비가 반영되지 않은) 계약의 비중은 감소하기 시작할 것이다. 풍력 산업은 아직 초기 단계이며, 펀더멘털 변화가 많이 생길 수 있다고 생각한다. 그동안 우리 회사는 원가 리스크를 많이 감당해왔으며, 이러한 모델이 지속되기는 어렵다.

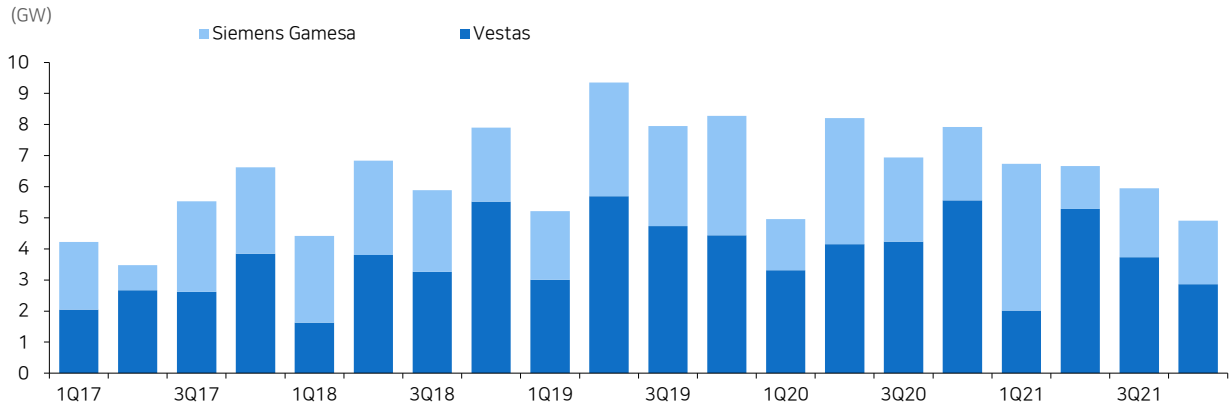
Q. 현재 수주 잔고에 반영이 되어 있는 계약들을 기준으로, 원재료 가격 상승/하락에 대한 민감도가 어떨지? 6~18개월 정도 계약 기간 동안은 리스크에 노출된 것인지?

A. 그렇다. 현 계약들은 2022년, 일부는 2023년까지 이어지기도 하며, 원재료 가격 변동에 따라 마진 변동이 클 수 있다

Q. 2021년 하반기와 향후 2022년 상반기 시장 상황(공급망 이슈)을 비교해본다면 더 나아진다고 할 수 있을지?

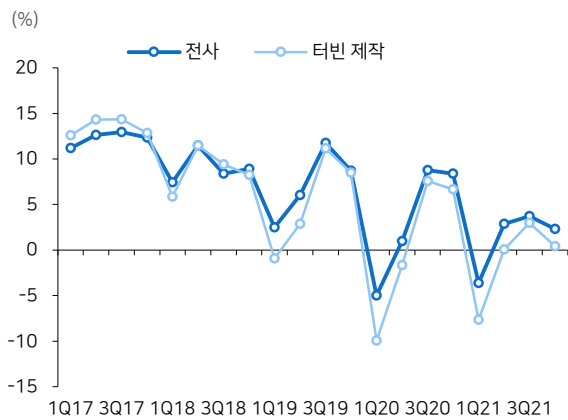
A. 현 상황에서는 큰 변화가 없다라는 사실만 확인해 줄 수 있다. 변하지 않았다는 것은, 부품에 대한 쇼티지가 지속이 되고 있다는 뜻이다. 그 정도가 심해지고 있지는 않지만 여전히 어려운 상황이다.

그림1 Vestas, Siemens Gamesa 수주 추이



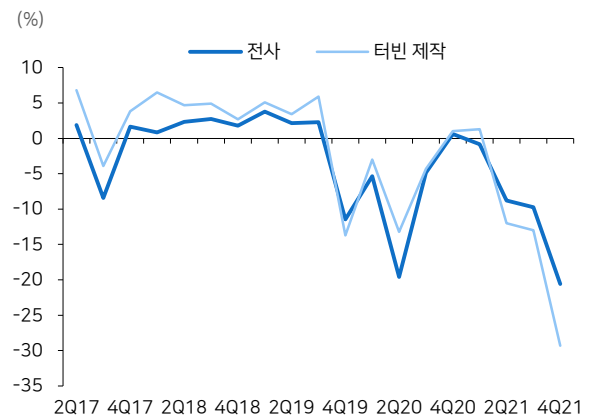
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Vestas 영업이익률 추이



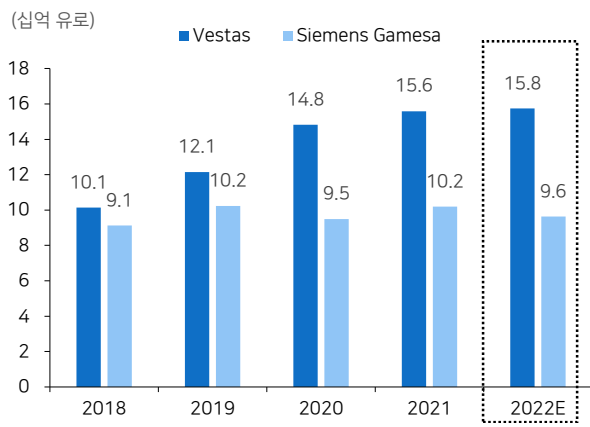
자료: Vestas, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Siemens Gamesa 영업이익률 추이



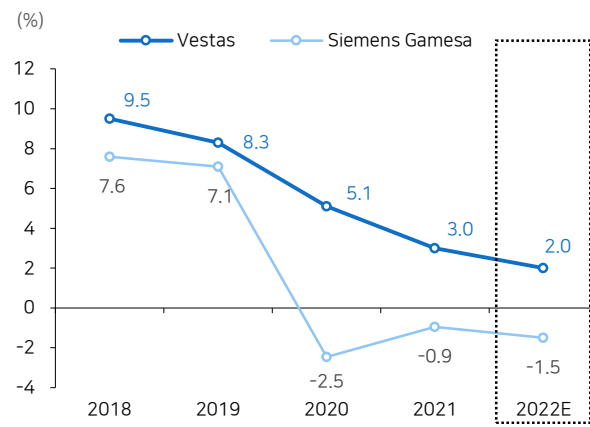
자료: Siemens Gamesa, 메리츠증권 리서치센터

그림4 풍력 터빈사들의 2022년 매출액 가이드런스



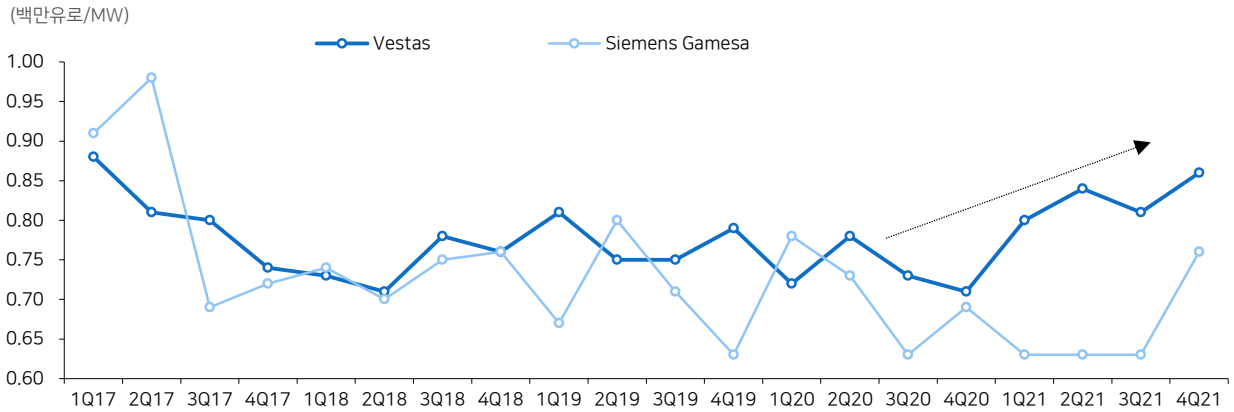
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 풍력 터빈사들의 2022년 영업이익률 가이드런스



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 풍력 터빈사들의 수주 기준 ASP 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.