

2025.06.12

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

철강/유틸리티 Analyst 이종형 leejh@kiwoom.com

RA 손예빈 yebin.son@kiwoom.com



베스타스 (VWDRY.US)

유럽 풍력 수요 증가 대표 수혜주

- 24년 기준 M/S 30%를 차지하는 세계 1위 풍력 터빈 제조 업체
- 1분기 실적 터빈 가격과 주문량 증가로 3분기 연속 영업이익률 전년대비 성장 흐름
- 현재 주가는 AMPC 폐지 가능성을 상당부분 선반영한 상태로 추가 하락 제한적

25년 1분기 터빈 판매량 증가로 실적 호조

24년 글로벌 터빈 설치량은 37GW로 23년 40GW에서 소폭 감소했지만 베스타스는 터빈 가격과 주문량의 증가로 오히려 1분기 매출액 3,468백만 유로(+29% YoY), 영업이익 359백만 유로(+47% YoY)를 기록하며, 영업이익률 또한 3개 분기 연속 전년대비 성장하는 흐름을 이어갔다. 특히 터빈 (Power Solution) 부문에서 통상적으로 낮은 1분기 매출액과 미국 내 신규 육상, 해상풍력 공장 Ramp-up 비용에도 불구하고 미국과 아시아 시장의 주문 증가와 단가 인상으로 매출액 2,548백만 유로(+43% YoY)를 기록하며 3분기 연속 전년대비 두자리수 성장세를 보였다. 지역별로는 미국은 트럼프 정부의 풍력 관련 정책 불확실성으로 육상풍력 수주가 전년대비 -83% 급감했지만, 유럽에서는 재생에너지 확대정책과 해상풍력 프로젝트 재개로 인해 육상풍력 수주는 36% 증가했고, 해상풍력 수주는 전년동기 0GW에서 25년 1분기 1GW로 크게 확대되었다. 이 같은 유럽 중심의 회복세에 힘입어 전체 신규 수주량은 3.1GW (+36% YoY) 증가하며 점진적인 회복 흐름이 나타났다.

현재 주가는 AMPC 불확실성을 충분히 반영, 추가 하락은 제한적

5월 22일 미국 하원에서 30년부터 축소 예정이던 AMPC(첨단 제조 생산 세액공제) 규모를 27년부터 조기 폐지하는 법안을 발표했다. 그러나 현재 주가는 지난 9월 한 연설에서 트럼프 대통령이 IRA 폐지를 언급한 이후 약 30% 하락한 상태로, AMPC 폐지 가능성은 상당 부분 주가에 선반영된 것으로 판단한다. 따라서 7월초 상원 회의 후 AMPC 폐지가 확정되더라도 추가적인 추가 하락은 제한적일 것으로 전망한다. 한편 5월 19일 중단되었던 대규모 해상풍력 프로젝트 '엠파이어 윈드'가 재개를 결정하며 미국 시장 내 불확실성이 일부 해소되었고, 이는 동사 24년 매출의 39%를 차지하는 미국 시장에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 또한 WindEurope에 따르면 유럽 시장이 향후 6년에 걸쳐 66% 성장할 것으로 전망되는 바(24년 285GW → 30년 472GW), 동사 매출의 47%를 차지하는 유럽 시장에서의 수요 회복이 기대되고 있다. 따라서 동사의 실적에 주요한 유럽 시장에서의 성장기 성장성은 유효하다는 점과 미국 해상 풍력 관련 불확실성이 일부 해소된 점을 고려했을 때, 현재 추가 하락은 과도한 수준이라고 판단한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.06.11): \$5.63

목표주가 컨센서스: \$4.53

▶ 투자 의견 컨센서스

보유	매도
0%	100%

Stock Data

산업분류	전기 장비
S&P 500 (6/11)	6,022.24
현재주가/목표주가	5.63 / 4.53
52주 최고/최저 (\$)	9.04 / 3.96
시가총액 (백만\$)	17,155
유통주식 수 (백만)	3,018
일평균거래량 (3M)	388,678

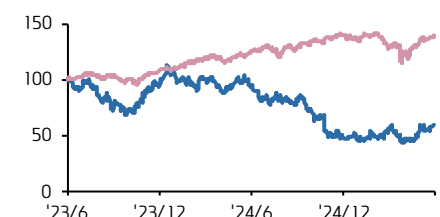
Earnings & Valuation

(백만 EURO)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	15,382	17,295	19,180	20,871
영업이익	102	705	1,131	1,531
OPM(%)	0.7	4.1	5.9	7.3
순이익	77	499	769	1,084
EPS	0.1	0.5	0.8	1.1
증가율(%)	흑전	512.5	53.9	41.7
PER(배)	359.4	26.3	17.8	12.8
PBR(배)	9.6	3.7	3.4	2.8
ROE(%)	2.5	15.2	19.3	22.7
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.2	1.8

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	24.3	14.9	22.4	-36.1
S&P Index	2.4	6.4	-1.0	12.0

('23.6.12=100) — 베스타스 — S&P500



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

풍력 산업

풍력발전은 바람을 이용하여 전기를 생산하는 발전방식으로 설치된 위치에 따라 육상풍력, 해상풍력으로 나뉜다. 해상풍력 발전은 설치형식에 따라 고정식과 부유식으로 나뉜다.

풍력발전 프로세스



자료: 한국에너지공단 신재생에너지센터, 키움증권 리서치

풍력발전 구분



자료: 한국에너지공단 신재생에너지센터, 키움증권 리서치

육상풍력은 해상풍력에 비해 발전단가가 저렴하고 설치 및 유지보수가 용이하지만, 입지의 제한으로 대규모 발전단지를 만드는 것이 어렵다. 반면 해상풍력은 풍속이 안정적이고 육상풍 대비 빠르며, 넓은 부지를 활용할 수 있어 대규모 발전단지를 만들기 용이하다. 또한 풍력발전기가 대형화 되면서 육상 풍력의 경우 운반이 쉽지 않는데, 해상풍력은 선박을 통해 이송할 수 있기 때문에 운반이 쉽다. 하지만 *LCOE(Levelized Cost of Energy)가 \$42/MWh 인 육상 풍력에 비해 고정식 해상풍력은 \$117/MWh, 부유식 해상풍력은 \$181/MWh 로 각각 2.8 배, 4.3 배 비싼 것이 단점이다.

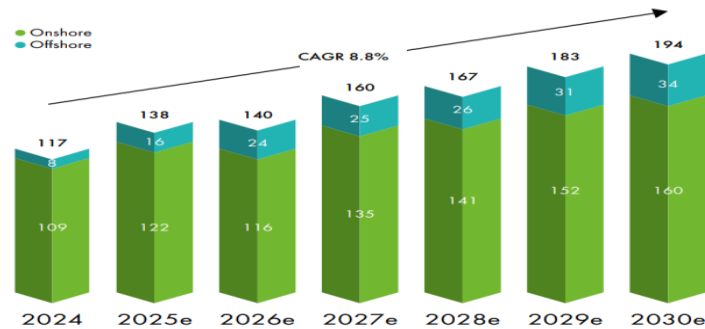
* LCOE란 발전원별 전력생산 비용을 말하며 산식은 다음과 같다.

$$LCOE = \frac{\left(\frac{\text{자본지출 } CapEx * \text{고정 비용 } FCR}{\text{연간 에너지 총 생산량 } AEP_{net}} \right) + \text{운영 비용 } OpEx}{1,000}$$

①빠르고 균일한 풍속으로 인한 높은 발전 효율 ②대규모 발전단지 건설을 통한 LCOE 비용 감소등의 이유로 향후 해상풍력의 성장이 기대되고 있다. GWEC에 따르면 글로벌 해상 풍력 시장은 2028년까지 연평균 25%, 그후 2033년까지 연평균 15% 성장할 전망이다.

글로벌 풍력발전 신규 설치 전망

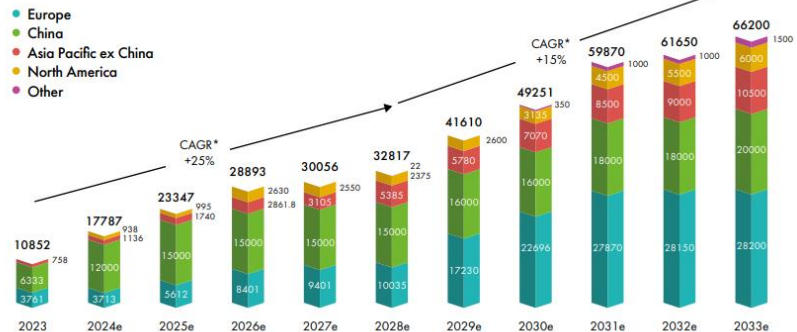
New installations outlook 2025–2030 (GW)



자료: GWEC(2025), 키움증권

글로벌 해상풍력 설치 전망

New offshore wind installations, global (MW)



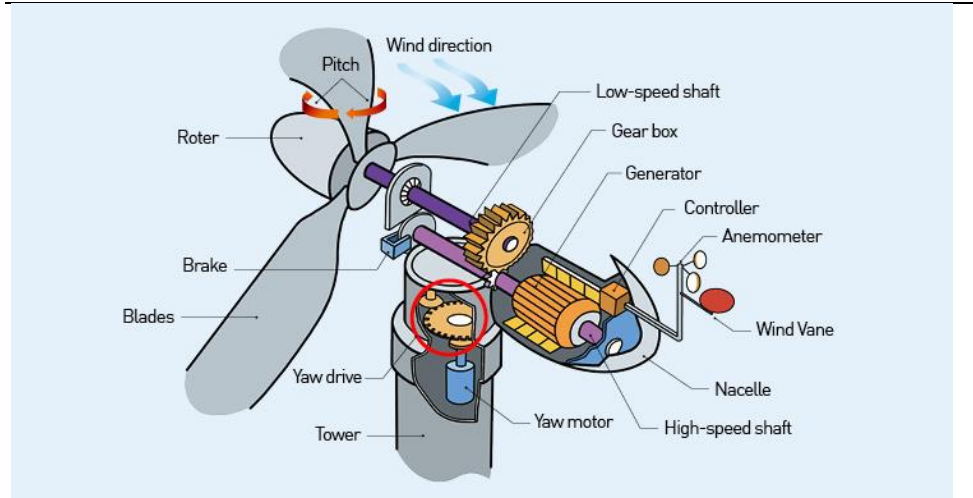
자료: GWEC(2024), 키움증권

풍력 발전 밸류체인

풍력발전의 밸류체인은 크게 1) 풍력발전의 개발,건설,운영을 총괄하는 역할을 하는 디벨로퍼, 2) 디벨로퍼에게 수주를 받아 풍력발전기를 제조하는 터빈 제조사 3) 풍력발전에 필요한 부품을 제조하는 부품 업체들로 나뉜다.

베스타스는 바람을 전기로 바꿔주는 터빈을 만드는 터빈제조사로서 디벨로퍼의 수주에 영향을 받는다. 디벨로퍼의 수주는 주로 보조금, 세제 혜택등의 정책의 영향을 받기 때문에, 7 월에 있을 미국 IRA 개정안 최종 결정에 따라 동사의 신규 수주에 영향이 있을 전망이다. 터빈이 LCOE 비용에서 차지하는 비중은 육상풍력의 경우 42%, 고정식 해상풍력 24%, 부유식 해상풍력 20% 로 높기 때문에, 풍력 발전이 본격화 될 경우 동사의 수익성 개선이 기대된다.

풍력발전 터빈의 구성



자료: 한국에너지공단 신재생에너지센터, 키움증권 리서치

풍력발전 터빈 용어 정리

Blade (블레이드)	바람의 운동에너지를 회전운동에너지로 변환하는 설비
Shaft (축)	블레이드의 회전력을 증속기와 발전기에 전달하는 설비
Gear Box(증속기)	주축의 저속회전을 발전용 고속회전으로 전환하는 설비
Generator(발전기)	증속기로부터 전달받은 회전력을 전기에너지로 변환하는 설비
Nacelle(나셀)	터빈 내부 구성품을 수용하기 위한 설비
Yaw Drive, Motor(요잉 시스템)	블레이드를 바람의 방향에 맞추기 위해 나셀을 회전시키는 설비
Pitch(피치 시스템)	풍속에 따라 블레이드 각도를 조절하는 설비
Brake(브레이크)	터빈의 제동을 위한 설비
Controller(컨트롤러)	무인 운전을 설정하고, 운영하기 위한 설비
Tower(타워)	풍력발전기 터빈을 지지해주는 구조물

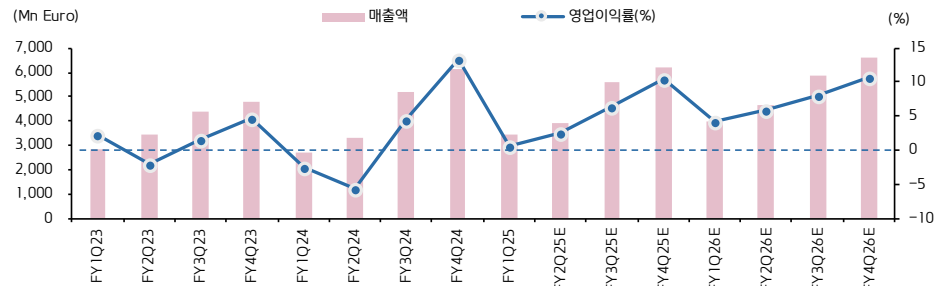
자료: 한국에너지공단 신재생에너지센터, 키움증권 리서치

베스타스 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(Mn Euro)	FY25Q2	YoY 성장률	FY25Q3	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액	3,932	19.3%	5,571	7.6%	19,122	10.6%	20,928	9.4%
영업이익	103	흑자전환	356	54.8%	1,118	40.8%	1,505	34.6%
영업이익률(%)	2.6	8.2	6.4	1.9	5.8	1.3	7.2	1.3
순이익	63	흑자전환	265	108.3%	780	56.3%	1,091	39.8%
EPS(Euro)	0.07	흑자전환	0.26	103.1%	0.77	53.8%	1.07	38.9%

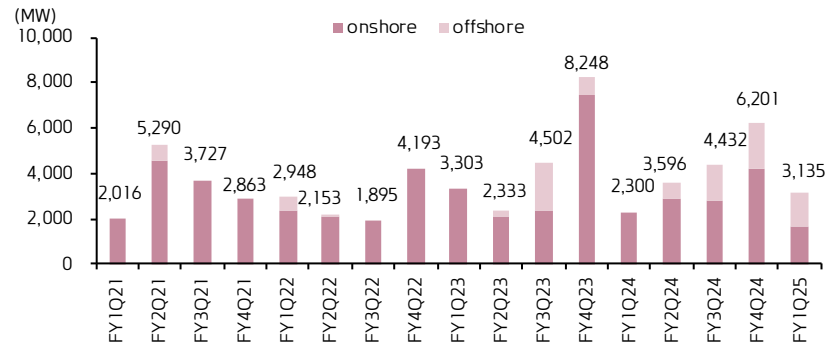
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 기준

베스타스 분기 실적 추이 및 전망



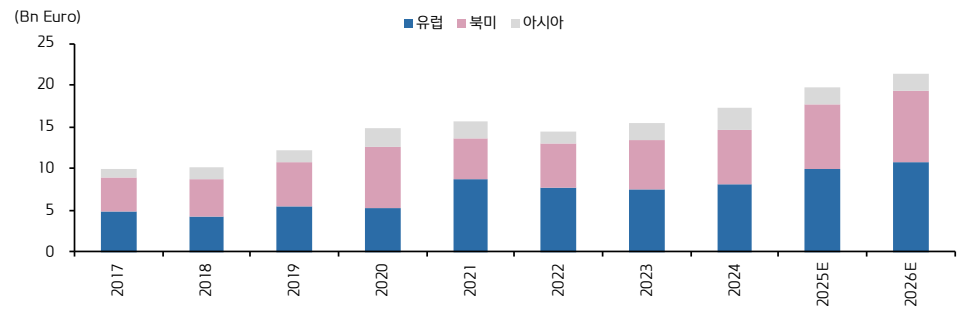
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 기준

베스타스 신규 수주 추이



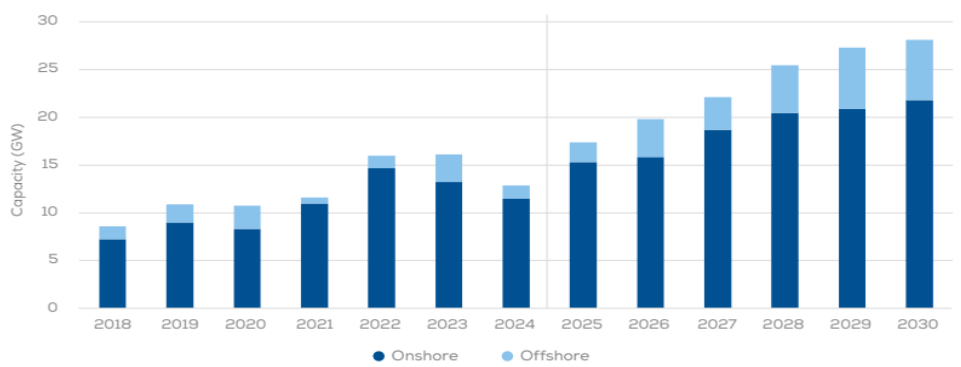
자료: 베스타스, 키움증권 리서치

베스타스 지역별 매출액 추이 및 전망



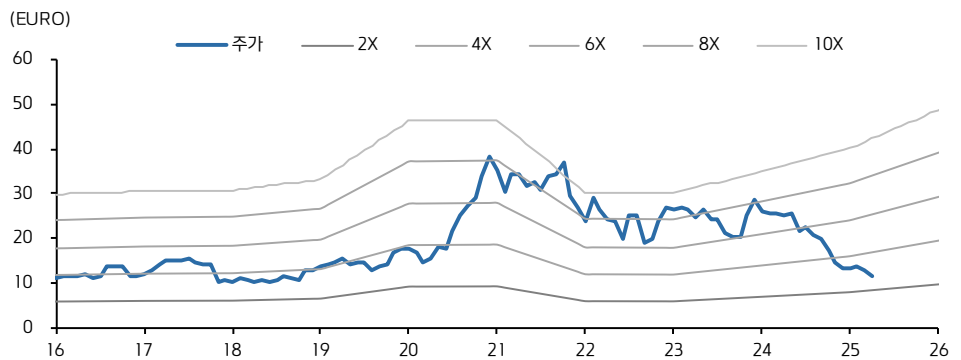
자료: 베스타스, 키움증권 리서치

유럽 풍력 신규 설치 추이 및 전망



자료: WindEurope(2024), 키움증권 리서치

베스타스 12mf PBR 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 덴마크 코펜하겐 증권거래소 상장 기준

글로벌 풍력 Peer Valuation

공급망	회사명	국가	시총	PER		PBR		ROE		영업이익률	
			Mn USD	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
디벨로퍼	NextEra	미국	149,889	19.9	18.5	2.6	2.5	13.1	13.4	36.9	38.0
	Iberdrola	스페인	118,733	17.0	16.4	2.0	2.0	12.3	12.0	22.1	22.7
	Orsted	덴마크	17,883	13.6	10.5	1.4	1.2	10.8	12.8	21.9	23.9
터빈 제작	GE	미국	258,066	43.5	37.2	14.0	14.5	30.9	37.7	20.7	21.1
	Vestas	덴마크	17,053	19.9	13.7	3.7	3.0	19.9	22.6	5.6	7.1
	두산에너빌리티	한국	23,784	91.0	60.0	4.1	3.7	4.7	6.6	6.8	8.0
	Goldwind	중국	5,241	14.1	11.3	1.0	0.9	7.1	8.5	5.1	6.2
	Nordex	독일	4,664	25.6	17.4	3.5	2.9	13.7	17.2	3.8	4.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 기준

피어그룹 주가 차트 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.