



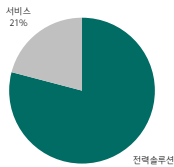
## 덴마크

TP(컨센서스) 217.39 EUR  
CP(5.16) 209.95 EUR

### Key Data

국가	DENMARK
상장거래소	Copenhagen
산업 분류	산업재
주요 영업	전기 장비
홈페이지	www.vestas.com
시가총액(십억EUR)	212.0
시가총액(조원)	41.5
52주최고/최저(EUR)	217.45/131.3
주요주주 지분율(%)	
블랙록	5.36
VANGUARD GROUP	3.72
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.9 20.7 37.5
상대	5.9 7.1 23.7

### 매출구성



### Financial Data

(백만 EUR)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출	15,587	14,486	15,084	17,930
영업이익	289	(1,596)	188	1,129
순이익	134	(1,572)	76	809
EPS(EUR)	0.3	(1.6)	0.1	0.8
EPS(YOY, %)	(73.4)	(614.8)	(104.8)	942.7
ROE(%)	2.9	(40.7)	2.4	20.3
PER(배)	206.9		371.0	36.1
PBR(배)	5.8	9.0	8.8	7.2
배당률(%)	0.2	0.0	0.1	0.7

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 5월 18일 | Global Equity

# 베스타스(VWS.DK)

## 일회성에 기인한 흑자전환

### 시장 컨센서스 상회했지만 수익성 정상화까지는 시간이 필요

1분기 실적은 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 상회했다. 제품 보증 관련 충당금 역기저 효과와 컨버터 사업 매각 등 일회성 손익이 유효했다. 컨퍼런스콜과 국가별 인도량을 미루어봤을 때 아직까지는 IRA 및 탄소중립산업법에 따른 수요 증가 영향이 가시화되지 않은 것으로 보이는 상황이다. 또한 2022년 영업적자의 원인이었던 인플레이션과 공급망 불확실성의 부정적 효과는 완화되고 있지만 전력솔루션 BEP 달성 시점은 여전히 미지수로 간주된다. 다만 2021년부터 진행되어온 평가인상 효과가 유의미하게 반영되기 시작했으며 분기마다 변동성은 있겠지만 시차를 두고 수익성 개선으로 이어질 가능성이 높은 상황이다. 현재 주가에서 2023년, 2024년 블룸버그 컨센서스 기준 PER은 각각 371.0배, 36.1배이다.

### 1분기 매출액 28.3억유로(YoY +13.8%), 영업이익 0.7억유로(흑자전환) 기록

1분기 매출액은 28.3억유로를 기록하며 전년대비 13.8% 증가했다. 전력솔루션 부문은 인도 물량이 소폭 증가하는 가운데 평가인상 효과가 반영되며 3개 분기만에 전년대비 성장세로 전환했다. 서비스 매출은 1년치 이상의 수주잔고를 기반으로 29.4% 성장했다. 영업이익은 0.7억유로로 2021년 4분기 이후로 4개 분기만에 흑자전환, 영업이익률은 2.3%를 기록했다. 인플레이션에 의한 비용 증가 영향이 지속되는 가운데 전년동기 대규모 일회성 비용이 제거되며 전력솔루션 부문의 영업이익이 손익분계점을 소폭 하회하는 수준까지 적자폭을 축소했다. 서비스 부문은 매출 고성장이 마진을 개선으로 이어졌다. 풍력터빈 신규수주는 전년 동기대비 12.0% 성장했다. 신규수주 평균판매단가가 11.9% 하락했는데 환율 효과 및 믹스 변화에 기인한 것으로 보인다.

### 중장기 성장동력인 해상풍력 PSA 지속 증가 중

이전 분기 제시했던 연간 가이던스 매출 140~155억유로와 EBIT 마진 -2~3%를 유지했다. 실적 발표 후 5거래일간 베스타스의 주가는 8.0% 상승했는데 이는 2022년 연간 적자전환 이후 커졌던 수익성 우려가 가이던스 유지로 인해 잦아드는 모습인 것으로 해석된다. 한편 해상풍력 터빈과 관련한 PSA(Preferred Supplier Agreements)는 2021년, 2022년 말 누적 기준 각각 3.5GW, 8.6GW에서 추가적으로 증가하여 10GW를 상회했다. 참고로 1분기 말 풍력터빈 수주잔고는 20.6GW이며 금액 기준으로 해상풍력 수주잔고의 비중은 약 17%다. PSA가 최종 수주계약으로 이어질 가능성과 시점을 예상하기는 어렵지만 해상풍력 시장이 아직 초입인 점과 성장 잠재력 그리고 상대적으로 높은 수익성을 감안하면 중장기 펀더멘탈에 긍정적인 요소임은 분명하다.

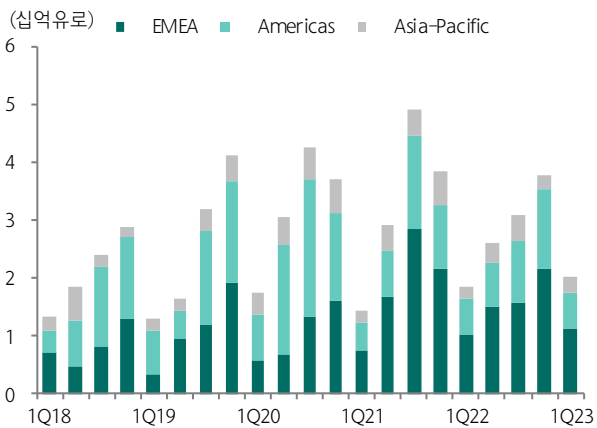
도표 1. Vestas 분기별 실적 추이

(단위: 억유로)

	2021				2022				2023F	1Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	YoY	QoQ
매출액	19.6	35.4	55.4	45.5	24.9	33.1	39.1	47.8	28.3	13.8	(40.9)
전력솔루션	14.4	29.1	49.2	38.3	18.6	26.1	31.0	37.7	20.2	8.6	(46.3)
육상풍력	13.5	22.0	37.3	35.0	17.1	25.3	27.2	34.4	17.9	4.7	(48.2)
해상풍력	0.9	7.2	11.9	3.4	1.6	0.8	3.7	3.3	2.4	51.6	(26.8)
서비스	5.2	6.2	6.2	7.2	6.2	7.0	8.2	10.2	8.1	29.4	(20.6)
영업이익	(0.8)	0.9	2.0	0.8	(8.9)	(1.5)	(1.1)	(4.4)	0.7	흑전	흑전
순이익	(0.6)	0.8	1.2	0.1	(7.7)	(1.2)	(1.5)	(5.4)	0.2	흑전	흑전
영업이익률(%)	(4.0)	2.7	3.6	1.6	(36.0)	(4.4)	(2.9)	(9.2)	2.3	-	-
순이익률(%)	(3.3)	2.3	2.1	0.2	(30.8)	(3.6)	(3.8)	(11.3)	0.6	-	-

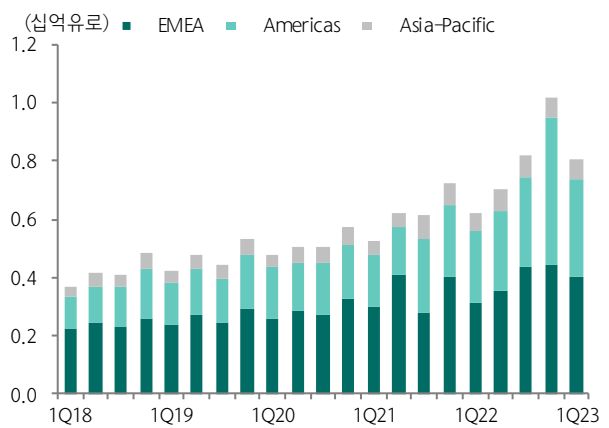
자료: Vestas, 하나증권

도표 2. 분기별 전력솔루션 지역별 매출액 추이



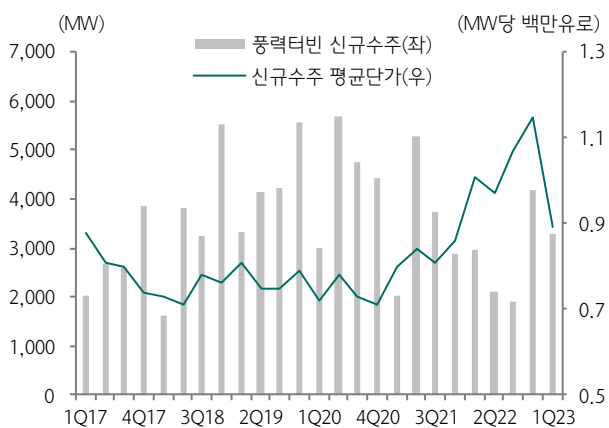
자료: Vestas, 하나증권

도표 3. 분기별 서비스 지역별 매출액 추이



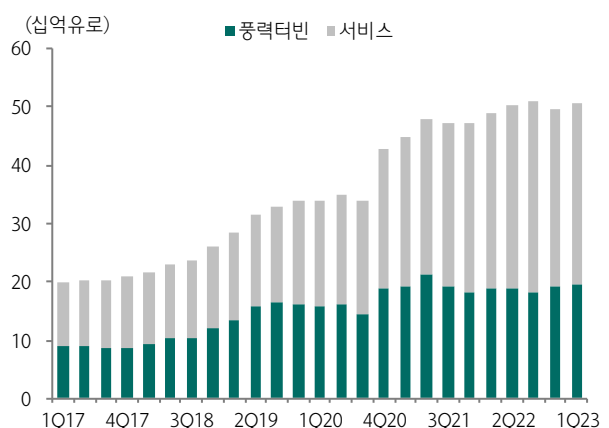
자료: Vestas, 하나증권

도표 4. 분기별 풍력터빈 신규수주 및 평균단가



자료: Vestas, 하나증권

도표 5. 분기별 누적 수주잔고 추이



자료: Vestas, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만EUR)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출	14,819	15,587	14,486	15,084	17,930
매출총이익	1,538	1,556	118	1,459	2,429
판매비	840	1,267	1,714		
영업이익	698	289	(1,596)	188	1,129
이자 비용	40	52	63		
기타영업손익	(315)	(32)	(33)		
세전이익	934	224	(1,696)		
법인세	163	81	(124)		
소수주주이익	6	9	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	765	134	(1,572)	76	809
성장율(YoY)					
매출	22.0	5.2	(7.1)	4.1	18.9
영업이익	(30.5)	(58.6)	(652.2)	(111.8)	501.0
순이익	8.7	(82.5)	(1,273.1)	(104.8)	961.8
수익성(%)					
매출총이익률	10.4	10.0	0.8	9.7	13.5
영업이익률	4.7	1.9	(11.0)	1.2	6.3
순이익률	5.2	0.9	(10.9)	0.5	4.5

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스  
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만EUR)				
	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	8,555	10,442	12,247	12,864	13,628
현금성자산	2,918	2,888	3,063	2,420	2,378
매출채권	967	1,460	1,538	1,531	1,280
비유동자산	3,344	3,889	5,913	6,784	6,462
투자자산	239	276	169	181	183
유형자산	1,318	1,671	2,022	2,091	1,752
자산총계	11,899	14,331	18,160	19,648	20,090
유동부채	7,405	9,347	11,232	13,513	13,513
비유동부채	1,390	1,639	2,225	2,251	3,517
부채총계	8,795	10,986	13,457	14,951	17,030
자본금	28	27	27	27	27
이익잉여금	3,064	3,266	4,627	4,657	3,017
자본총계	3,104	3,345	4,703	4,697	3,060

투자지표	(단위: 백만EUR)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
주당지표(EUR)					
EPS	1.1	0.3	(1.6)	0.1	0.8
BPS	4.6	4.7	3.0	3.2	3.7
SPS	15.1	15.5	14.4	14.8	17.3
DPS	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2
	49.6	206.9		376.2	36.1
주가지표(배)	8.4	5.8	9.0	8.8	7.6
PER	26.8	20.3		27.6	14.3
PBR	2.6	1.7	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA	0.6	0.2	0.0	0.1	0.7
PSR					
배당수익률(%)	19.3	2.9	(40.7)	2.4	20.3
재무비율(%)	4.7	0.7	(7.9)	0.5	3.4
ROE	13.8	4.8	(28.0)		
ROA	28.8	30.6	79.3		
ROIC	1.1	1.0	1.0		
부채비율	17.5	5.6	(25.3)		
유동비율					
이자보상배율(배)	1.1	0.3	(1.6)	0.1	0.8

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스  
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표	(단위: 백만EUR)				
	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	1,021	823	743	956	(195)
감가/무형상각비	458	546	684	982	1,088
비현금자본증감	(169)	(437)	(588)	9	(192)
투자활동	(1,090)	(491)	(267)	(899)	(679)
유형자산처분	8	4	1	3	48
유형자산취득	(312)	(451)	(379)	(476)	(371)
투자자산증감	(422)	241	173	(13)	116
재무활동	(666)	(362)	(301)	(700)	832
배당금	(250)	(197)	(209)	(228)	(50)
장기부채증감					
자본금증감	0	31	(25)	(453)	896
잉여현금흐름	709	372	364	480	(566)

#### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2023년 5월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.