



씨에스윈드

| Bloomberg Code (112610 KS) | Reuters Code (112610.KS)

2023년 4월 3일

세상의 곳곳에서 타워를 외치다

[기계]

명지운 책임연구원

☎ 02-3772-2661

✉ jiumyoung@shinhan.com

이동현 부부장연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@sinhan.com



매수
(신규)



현재주가 (3월 31일)

72,900 원



목표주가

87,000 원 (신규)



상승여력

19.3%

- ◆ 주요 거점의 생산기지 활성화를 통해 해자를 구축
- ◆ 미국 AMPC 수혜 및 경쟁력 유지
- ◆ 23년 신규 공장 정상화, 24년 해상풍력 시장 성장세 주목



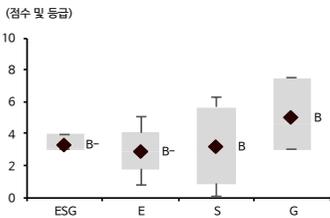
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	3,074.3십억원
발행주식수	42.2백만주
유동주식수	23.6백만주(55.9%)
52주 최고가/최저가	79,100 원/45,500 원
일평균 거래량 (60 일)	390,068 주
일평균 거래액 (60 일)	27,195 백만원
외국인 지분율	12.04%
주요주주	
김성권 외 19인	42.22%
국민연금공단	11.49%
절대수익률	
3개월	6.0%
6개월	20.1%
12개월	15.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-4.3%
6개월	4.5%
12개월	28.0%

주가



ESG 컨센서스



투자 의견 '매수', 목표주가 87,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 87,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 EPS 3,261원에 Target PER 26.6배를 적용해 산정했다. Target PER은 글로벌 터빈사의 2025년 평균 PER을 적용했다.

동사는 전세계(중국 제외) 시장점유율 15%의 풍력 타워 업체이다. 베스타스, GE, 지멘스가메사, 노르텍스 등 글로벌 터빈사에 타워를 공급한다. 2016년부터 여러 차례의 M&A로 터키, 미국, 포르투갈 및 베트남, 중국, 대만, 말레이시아 등 전세계에 생산기지를 확보했다.

씨에스윈드는 주요 거점의 생산기지 활성화를 통해 해자를 구축했다. 2021년 미국 공장, 포르투갈 공장을 인하여 미국, EU의 신재생에너지 정책 혜택까지 누리며 해자를 강화할 전망이다. 투자포인트는 동사의 해자를 견고하게 지켜줄 1) IRA AMPC의 수혜, 2) 수요지에 가까이 위치한 생산기지, 3) 생산관리 기술력이다.

정책 수혜 및 경쟁력 유지

미국 공장은 AMPC 수혜 극대화를 위해, 현 카파 약 4GW를 2배로 늘리는 증설을 단계적으로 진행할 것으로 보이며 내년 중반에는 생산 능력이 6GW에 도달할 계획이다. 증설에 따른 추가 AMPC와 증설 비용을 비교시, 3~4년이면 AMPC 증액이 증설 비용을 넘어선다.

동사의 전세계 생산기지는 수요지 가까이 위치해 터빈사의 운송비 부담을 줄여주고, 생산성과 품질을 동시에 잡아 해자를 강화한다.

23년 신규 공장 정상화, 24년 해상풍력 시장 성장세 주목

동사의 2023년 매출액은 1조 6천억원(YoY +20%), 영업이익은 1천억원(YoY +130%)을 예상한다. 올해 풍력 발전기 설치량은 작년 대비 10% 이상 성장할 것으로 전망한다. 동사의 미국, 포르투갈 공장 정상화는 시장 대비 더 큰 폭의 매출 증가로 이어질 것이다.

2024년 미국 공장 약 2GW 증설이 마무리되며, 지멘스 가메사 향 해상풍력 타워 매출이 시작된다. 2025년부터 해상 풍력 발전기 설치가 큰 폭으로 성장해 풍력 신규 설치의 20%를 차지할 것으로 보이며 시장 확장에 따른 동사의 실적 향상을 기대한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,195.0	101.1	66.2	1,601	21,204	41.0	21.4	3.1	10.1	17.6
2022	1,374.9	42.1	(1.0)	(23)	20,786	(2,956)	30.0	3.3	(0.1)	30.1
2023F	1,650.4	99.6	15.3	364	20,973	200.3	20.1	3.5	1.7	60.6
2024F	2,110.5	183.4	52.9	1,255	21,684	58.1	13.0	3.4	5.9	59.1
2025F	2,590.6	275.2	137.5	3,261	23,586	22.4	9.9	3.1	14.4	44.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

기업 개요 및 산업 전망

풍력 타워 생산 업체

기업 개요

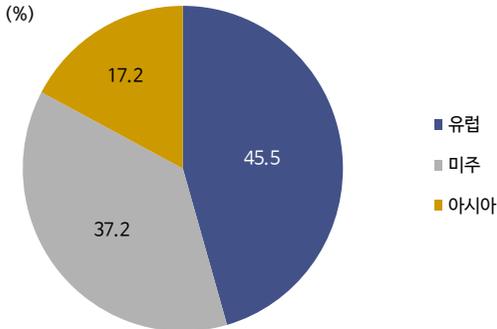
전세계 시장점유율 15%
풍력 타워 업체

동사는 전세계(중국 제외) 시장점유율 15%에 빛나는 풍력 타워 업체이다. 베스트 타스, GE, 지멘스가메사, 노르텍스 등 글로벌 터빈사에 타워를 공급한다.

2006년 중산풍력으로 설립되어 2007년 씨에스윈드로 사명을 변경했고, 2011년 GE로부터 풍력 타워 첫 수주를 받아 공급을 시작했다. 2014년 코스피에 상장했으며 2016년부터 여러 차례의 M&A로 터키, 미국, 포르투갈 및 베트남, 중국, 대만, 말레이시아 등 전세계에 생산기지를 구축했다.

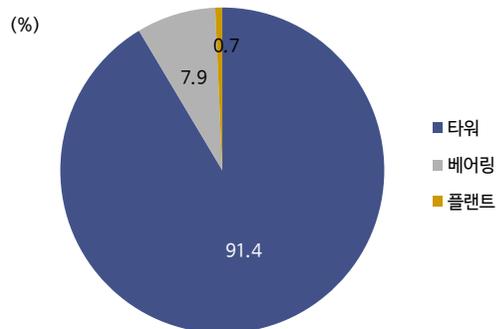
지역별 매출 비중은 미국 84.9%, 유럽 4.9%, 국내 2.2%로 해외 매출 비중이 대부분이다. 사업부문 별로는 풍력 타워 외에도, 자회사 씨에스베어링을 통한 베어링, 플랜트 매출이 발생한다.

2022년 지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2022년 사업부문별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

씨에스윈드 주가 추이와 주요 이벤트



자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

한국으로 금의환향하여 베스타스와 협력

베스타스와 JV 설립,
한국에 풍력 부품 공장
건설 계획

베스타스는 올해 1월 한국에 3억달러 투자를 신고했다. 국내에서 풍력발전기 부품을 생산하여 한국 및 아시아 태평양 풍력 프로젝트에 공급할 계획이다. 이를 위해 싱가포르에 있던 아시아 태평양 지역본부를 한국으로 이전했으며, 씨에스윈드와 3월 생산 합작법인 설립 계약을 체결하며 타워, 블레이드, 터빈 공장 건설을 위한 발걸음을 시작했다. 주요 고객사인 베스타스와의 협력을 통해 안전하게 물량을 확보하면서 한국, 아시아 풍력 시장 점유율을 높일 수 있다는 데에 의의가 있다.

해외 풍력사와의 협업으로
국내 풍력 밸류체인 형성

베스타스가 한국을 거점으로 아시아 풍력 시장에 대응하며 한국의 풍력 밸류체인이 형성될 것으로 전망한다. 베스타스 외에도 다수의 해외 풍력 업체들이 한국 풍력 시장에 진출하는 방안으로 국내 업체들과의 협업을 활발히 진행하고 있다. 국내 풍력 부품 생산 능력이 어떻게 발전할지 주목할 필요가 있다.

한국에 설립하는 공장을 통해 정부의 신재생에너지 정책에 대한 혜택을 받을 것으로 전망한다. 올해 1월에 발표된 10차 전력수급 계획에는 기존 태양광 중심에서, 태양광과 풍력의 균형있는 보급을 추진하는 내용이 포함되었다. 태양광:풍력 발전량 비중을 2021년 87:13에서 2030년 60:40으로 풍력 비중을 높인다. 풍력 발전량을 끌어올리겠다는 의지로 해석되며, 현실적인 사업 확대를 위한 정부의 적극 지원이 이어질 것으로 예상된다. 풍력발전 특별법에 따른 보조금, 원스톱 인허가 등 수혜가 기대된다.

해외 풍력 업체와의 협업

협력 시작 시기	국내사	해외사	주요 내용
22년 3월	세진중공업	베스타스	<ul style="list-style-type: none"> 울산시, 울산항만공사와 부유식 해상풍력 상생 업무협약 체결 울산 부유식 해상풍력 프로젝트 기반 조성 협력
22년 5월	유니슨	밍양스마트에너지	<ul style="list-style-type: none"> 국내 해상풍력 시장 대응을 위한 전략적 업무협약 체결
22년 6월	두산에너빌리티	지멘스가메사	<ul style="list-style-type: none"> 국내 해상풍력 시장 협력을 위한 MOU 초대형 해상풍력 시스템, 생산, 설치 등 다양한 분야 기술 협력
22년 12월	SK에코플랜트	코비	<ul style="list-style-type: none"> 국내 해상풍력 개발 및 신재생에너지 기술 협력 MOU 울산 동남해안, 전남 영광 해상풍력 사업에서 협력
22년 12월	현대일렉트릭	GE	<ul style="list-style-type: none"> 해상풍력 시장 진출을 위한 전략적 파트너십 GE Haliade-X 생산기지 구축 관련 협력
23년 3월	씨에스윈드	베스타스	<ul style="list-style-type: none"> 생산 합작법인 설립 계약 타워, 블레이드, 터빈 등 풍력 부품 생산 공장 국내에 신설
23년 상반기 예상	효성중공업	상하이전기 윈드파워	<ul style="list-style-type: none"> 21년 12월 등 록한 해상풍력터빈 KS인증이 통과되면, 합작법인 설립하여 국내 해상풍력터빈 공장 설립 계획

자료: 언론 보도, 신한투자증권

신바람이 부는 풍력 시장

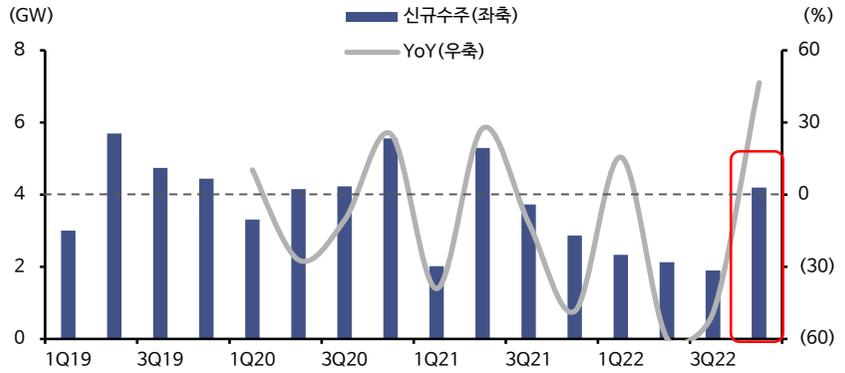
업사이클 시작

IRA 발효 이후
신규 프로젝트 활황세

작년 8월 IRA가 발효되며 4분기부터 풍력 프로젝트 신규 발주가 활기를 띠고있다. GE는 4Q22 신규수주 (YoY +7%, 이하 YoY)를 기록했고, 올해 미주 지역 신규 수주가 50% 증가할 것으로 전망하고 있다. 베스타스 4Q22 신규수주는 4.2GW(+46%)를 기록했다. 작년 4분기부터 증가한 터빈사의 신규 프로젝트는 2024년부터 씨에스윈드의 타워 매출로 시현될 것이다.

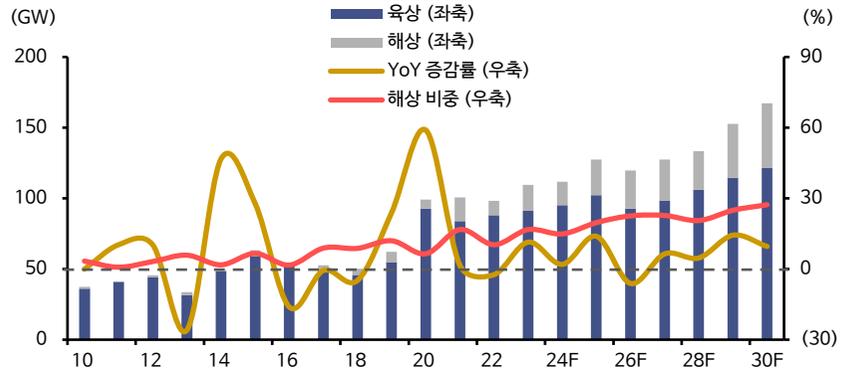
글로벌(중국 제외) 풍력 발전기 설치량 전망은 우상향하는 흐름을 보이며 2023년부터 시작되는 해상 풍력 발전기 설치 증가 추세에 따라 2025년에는 해상 풍력 비중이 신규 설치량의 20% 이상이 될 것으로 예상된다. 대형 해상 풍력 터빈이 본격적으로 도입되며 타워도 대형화되고 생산이 까다로워진다. 동사는 미주, 유럽의 해상풍력 시장 성장 대응을 위해 증설을 진행중이다. 해상 풍력 물량의 증가는 동사의 점유율을 더 견고히 하는 기회가 될 것이다.

Vestas 분기별 신규수주 추이



자료: Vestas, 신한투자증권

글로벌(중국 제외) 육상, 해상 풍력 발전기 설치량 추이 및 전망



자료: BNEF, 신한투자증권

투자 포인트

적재적소에 공장 위치

AMPC의 직접적인 수혜자

간접 수혜: 디벨로퍼의
신규 프로젝트 활성화

2022년 8월 미국 IRA(Inflation Reduction Act)이 최종 통과되며 자국 신재생에너지 생산 지원 내용이 확정됐다. 디벨로퍼들의 PTC(Production Tax Credit) 규모, 시기 확정으로 신규 프로젝트가 본격적으로 활성화되며 동사도 물량 증가 효과를 볼 것이다.

직접 수혜: APMC에 의한
세제 혜택

2021년 미국 공장 인수가 신의 한 수였다. AMPC(Advanced Manufacturing Production tax Credit)에 의해 올해부터 10년동안 매년 30,000달러/MW의 세제 혜택을 받는다. 1년 생산 물량을 4GW로 가정 시, 한 해 받는 세제 혜택만 약 1,500억원이다. 총 증설 비용을 감안해도 남는 장사이며 증설에 따라 지원받는 규모도 커지는 것을 생각하면 더더욱 남는다. 이에 미국 법인은 몇 단계에 걸쳐 현 카파 약 4GW를 2배로 늘리는 증설을 진행할 것으로 보이며 내년 중반에는 생산 능력이 6GW에 도달할 계획이다.

IRA 세제 혜택 규모

종류	대상	품목	규모	단위
PTC	디벨로퍼	-	2,600	달러/MWh
AMPC	부품업체	블레이드	20,000	달러/MW
		나셀	50,000	
		타워	30,000	
		고정식 해상 플랫폼	20,000	
		부유식 해상 플랫폼	40,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

씨에스윈드 해외생산법인 생산능력 및 증설 동향

법인	생산능력(억원)	내용
미국	5,000	단계적으로 카파 2배 증가 전망
베트남	4,500	SGRE 해상풍력 계약 관련 증설 중
말레이시아	2,500	-
중국	1,500	-
튀르키예	1,500	2022년 중반 제 2공장 증설 완료
대만	1,000	-
포르투갈	1,000	SGRE 해상풍력 계약 관련 증설 중

자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 공장 증설 비용은
증설에 따른 추가 AMPC
3~4년치로 커버 가능

과연 미국 공장 증설이 어느만큼 남는 장사일지, 매우 러프하지만 그래도 감을 잡기 위해 계산을 해보자. 연간 수령하는 세제 혜택과 증설에 따른 비용 흐름을 비교하려한다. 동사는 지난 3월 채무보증을 통해 한국수출입은행으로부터 미국 법인의 시설 투자 자금 약 2,000억원(1.5억달러)을 조달했다. 이 자금을 카파 2배 증설에 2027년까지 연간 균등하게 사용하고, 2030년에 차입금을 상환하는 상황을 가정했다.

그외 가정한 사항은 다음과 같다. 2023년 카파 4GW에서 2024년에 6GW, 2027년 8GW에 도달하고, 카파만큼 연간 생산한다. 이자율은 5.0%이고 계산의 편의를 위해 시간가치는 고려하지 않았다. 증설 비용으로는 이자비용과 증설 자체를 위한 비용을 고려했다. AMPC는 2가지로 분개했다. 현재 카파 4GW 기준 AMPC, 그리고 증설에 따라 추가로 받을 수 있는 AMPC이다.

증설 비용은 총 AMPC를 2년만 받으면 전부 커버하고 남는다. 증설에 따른 추가 AMPC와 증설 비용을 비교해도 3~4년이면 AMPC 증액이 총 증설 비용을 넘어선다.

증설에 따른 매출 증가, 규모의 경제 효과까지 고려하면 더욱 이득이다. 또한 증설 초기에 AMPC로 인한 현금 흐름 개선으로 미국 외 지역의 증설 자금 운영도 용이해질 것으로 예상된다. 세제 혜택의 구체적인 가이드가 나와야 알겠지만, 법인세 감면 외에도 보조금 형태로 현금을 수령하는 Direct pay의 방법이 기대된다.

AMPC vs 증설 비용

년도	AMPC (현 카파 기준)	추가 AMPC (증설에 따른)	총 AMPC	증설 비용 (설비, 이자)	비고
2023	1,500	-	1,500	500	카파 4GW
2024	1,500	750	2,250	500	카파 6GW로 상승
2025	1,500	750	2,250	500	
2026	1,500	750	2,250	500	
2027	1,500	1,500	3,000	500	카파 8GW로 상승
2028	1,500	1,500	3,000	100	
2029	1,500	1,500	3,000	100	
2030	1,500	1,500	3,000	100	
총합	12,000	8,250	20,250	2,800	

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권 추정 / 주: 단위는 십억원

전세계 해외 공장 확보,
터빈사 운송비 부담 줄여

수요지에 가까이 위치한 생산기지

계약마다 다르겠지만 타워의 계약 구조는 선적지로의 인도 계약인 경우가 많고, 운송비가 올라도 보전받을 가능성이 높다. 따라서 운송비는 타워사 입장에서 부담없는 비용이다. 하지만 터빈사에게 운송비는 큰 부담이다.

터빈사의 타워 구매 총 예산 중 30%가 운송비일 정도로 터빈사의 비용에 큰 비중을 차지한다. 따라서 터빈사가 타워 업체를 선정하는 또다른 기준 중의 하나가 운송비 부담이 상대적으로 작은 업체 즉, 발전단지에 가까이 있는 업체이다. 대형 해상 풍력 터빈이 시장에 도입되며 풍력 부품 또한 크고 많아져 운송비 절감에 대한 터빈사의 관심이 더 커질 것이다.

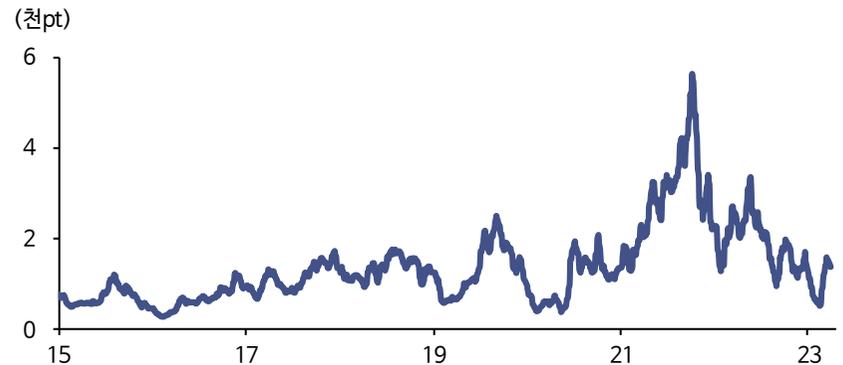
씨에스윈드는 이미 주요 풍력 발전 시장인 북미, 유럽, 중국, 아시아 각지에 생산기지를 구축했다. 풍력 시장의 성장성이 커지며 풍력 부품 공장의 몸값도 매우 뛰어나 있다. 동사가 확보한 생산기지는 신규 업체 혹은 기존 업체가 따라잡기 힘든 격차이다.

씨에스윈드 해외 생산 법인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

BDI 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

생산관리가 기술력

풍력 타워를 제작하는 공정을 간략하게 말하자면 후판을 벤더로 말아서 끝단을 용접하는 것이다. 물론 용접 전후 과정에 끝단 처리, 표면 처리, 검사, 내부 설치 등 또한 있다. 타 중공업사도 시도할 수 있을 만한 공정으로 보인다. 국내 조선소의 설비와 인력으로도 소형 풍력 타워를 생산하기에 어려움이 없다. 하지만 조선소 입장에서는 돈이 안된다. 생산 규모가 작아 고정비 레버리지를 누릴 수 없고, 상대적으로 한국에서의 인건비가 비싸다. 또한 다양한 지역으로 납품되는 제품의 조건을 관리하는 것도 추가 비용이다.

씨에스윈드의 경쟁력

1. 비용효율화
2. 생산 관리 (생산성, 품질)

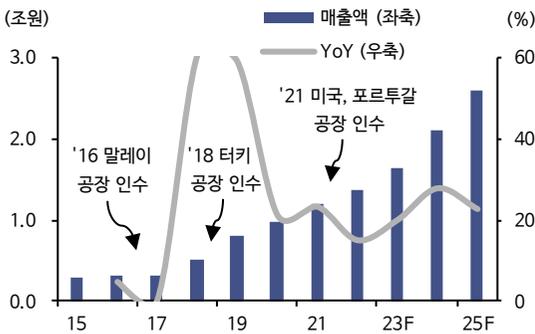
여기서 씨에스윈드의 경쟁력을 알 수 있다. 비용효율화로 ‘돈이 되게’ 생산할 수 있는 것, 각국 공장에서 모두 우수한 품질의 제품을 생산할 수 있는 것이 씨에스윈드의 경쟁력이다. 상대적으로 저렴한 인건비를 들일 수 있는 생산기지를 발굴하고 M&A를 통해 생산 설비 규모를 확장했다. 생산 개선 프로그램을 진행하여 품질을 유지하면서도 생산성을 높이는 노력을 계속한다. 또한 사후처리에 적극적이고 빠르게 대응하는 면도 고객사의 만족을 높인다. 베스트사의 신뢰를 받는 데에는 이유가 있다.

2021년에 인수한 미국, 포르투갈 공장은 생산 초기 단계여서 2022년 마진이 덜 나왔다. 미국 공장은 신규 고객사를 위해 세부 공정을 일부 변경하며 바틀넥이 생긴 부분도 있다. 하지만 20년간 쌓아온 생산 관리 능력으로 타 지역 공장 생산성 수준까지 끌어올릴 것이다. 베트남, 말레이시아의 숙달된 인력이 미국, 포르투갈에 파견되어 신규 인력을 교육하며 노하우를 전수하고 있다.

‘21년 인수한 미국, 포르투갈 공장 생산성 향상 기대

2016년 말레이시아 공장 인수 후 3배 증설하여 매출 2,000억원, 영업이익률 두 자릿수 후반까지 기록했다. 2018년 터키 타워 공장도 인수 후 3배 규모로 증설하여 매출을 1,500억원까지 늘리고 영업이익률 두 자릿수 이상으로 개선했다. 미국, 포르투갈 법인도 기존 경험을 토대로 실적 확대를 전망한다.

신규 공장 인수 1~2년 후 매출액 성장



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권

타워 제작 공정 중 벤딩 공정



자료: 회사 자료, 신한투자증권

Valuation 및 실적 전망

투자 의견 '매수', 목표주가 87,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 87,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 EPS 3,261원에 Target PER 26.6배를 적용해 산정했다. Target PER은 글로벌 터빈사의 2025년 평균 PER을 적용했다.

해자를 구축한
풍력 타워 생산업체

씨에스윈드는 글로벌 풍력 타워 시장에서 해자를 구축했다. 2021년 미국 공장, 포르투갈 공장을 확보하여 미국, EU의 신재생에너지 정책 혜택까지 누리며 해자를 강화할 전망이다. 전세계 풍력 시장을 과점하고 있는 터빈사의 PER를 동일하게 적용할 수 있는 이유이다.

에너지 사업을 영위하는 풍력사의 특성 상, 주가는 정책에 따른 미래 실적 변동에 크게 영향을 받는다. 2020년 11월 신재생에너지 친화적인 바이든 대통령 당선에 따른 기대, 2022년 8월 미국 IRA 통과에 대한 기대가 주가를 이끌었다.

실적 레벨업 시기인
2025년 EPS 사용

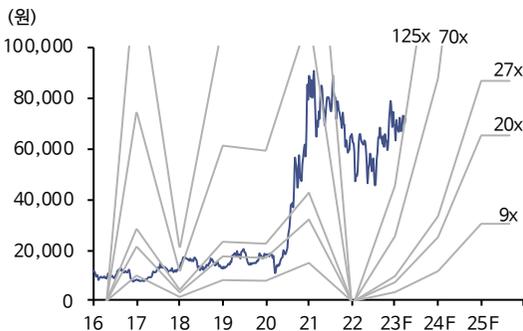
풍력 산업은 단지 선정-인허가-착공-완공의 타임라인이 5년 이상으로 길다. 풍력 업체들의 PER가 타 기계업 대비 높은 수준임에도, 정책에 주가가 반응하는 이유 중의 하나는 시장에서 긴 호흡으로 풍력 산업의 성장을 바라보고 있기 때문이다. 따라서 미국 IRA 효과, 고정비 레버리지 증가, 해상풍력 시장 확대가 함께 극대화되며 실적이 한 단계 상승하는 시기인 2025년의 EPS를 사용했다.

씨에스윈드 PER Valuation - 목표주가 87,000원

	Valuation	비고
목표주가 (원)	87,000	
Target PER (배)	26.6	글로벌 터빈사 GE, 베스타스, 노르덱스 2025 평균 PER 적용
현재주가 (원)	72,900	
상승여력 (%)	19.3	
EPS (원)	3,261	2025년 기준

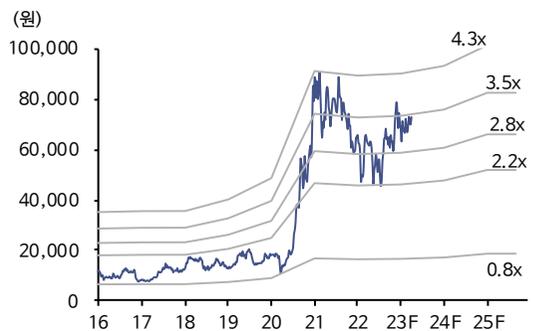
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



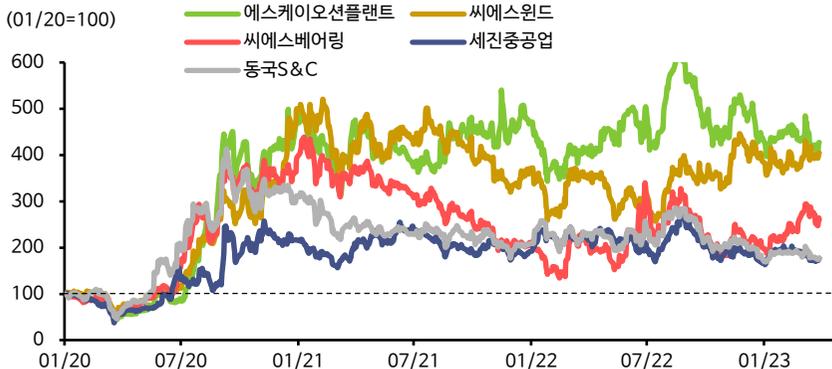
자료: QuantiWise, 신한투자증권

씨에스윈드 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

국내 풍력업체 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

풍력업체 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		PER(배)			PBR(배)			EPS 성장률(%)		
			1M	YTD	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F
한국	두산에너지빌리티	10.4	0.6	6.2	적자	22.5	18.0	1.4	1.4	1.1	흑전	0.9	24.8
	씨에스윈드	3.1	9.7	6.7	37.9	23.1	18.4	3.2	2.8	2.7	592.7	64.5	25.2
	에스케이오션플랜트	1.1	0.7	(0.6)	23.9	21.6	18.4	1.8	1.7	1.5	48.8	10.6	17.6
	세진중공업	0.3	(1.9)	11.8	11.9	17.8	-	1.8	1.7	-	118.8	(33.3)	-
	씨에스베어링	0.3	4.2	38.0	61.0	33.2	15.7	3.3	3.0	2.5	흑전	86.3	112.4
	동국S&C	0.3	(3.9)	1.8	23.0	11.9	-	0.9	0.9	-	흑전	88.0	-
	평균				31.5	21.7	17.6	2.1	1.9	2.0	253.4	36.2	45.0
해외	GE	133.3	11.0	43.9	48.5	25.6	19.4	2.8	2.6	2.5	(27.5)	89.7	31.7
	베스타스	37.9	(1.3)	(2.0)	485.8	35.4	21.3	8.5	6.9	5.6	흑전	1,286.4	65.0
	노르덱스	4.0	(6.4)	0.4	적자	48.5	39.0	3.2	3.0	-	적전	흑전	21.4
	TPI	0.7	4.5	19.1	적자	44.8	14.4	2.3	2.9	3.3	적지	흑전	187.3
	평균				267.1	38.6	23.5	4.2	3.9	3.8	(27.5)	688.1	76.4
전체평균					98.9	28.4	20.6	2.9	2.7	2.8	183.2	199.1	60.7

자료: Bloomberg, 신한투자증권

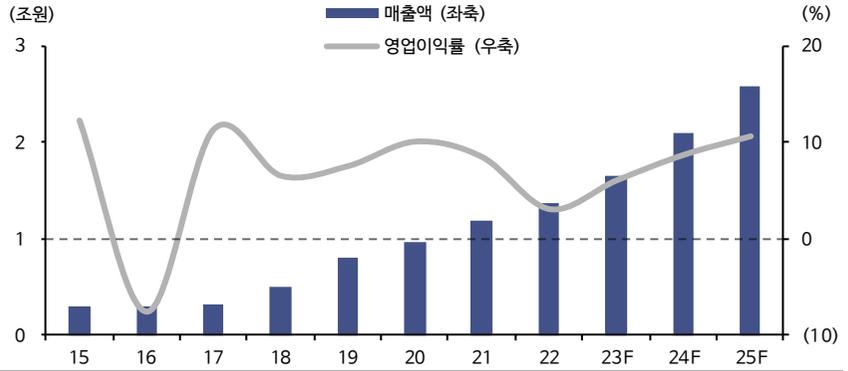
실적 전망; 2024년부터 해상 풍력 매출 본격 성장

2023년 시장 성장 및 미국, 포르투갈 공장 정상화로 매출 증가

2023년 매출 1조 6천억원(YoY +20%), 영업이익 1천억원(YoY +130%)을 예상한다. 올해 풍력 발전기 설치량은 작년 대비 10% 이상 성장할 것으로 전망한다. 미국, 포르투갈 공장 정상화는 시장 대비 큰 폭의 매출 증가로 이어질 것이다.

2024년 중반, 약 2GW 물량으로 예상되는 미국 공장 증설이 마무리될 것으로 보이며, 지멘스 가멘사 향 해상풍력 타워 매출이 시작된다. 2025년부터 해상 풍력 시장이 크게 성장하여 신규 설치의 20%를 차지할 것으로 보이며 특히 미국에서 해상 풍력 설치량이 큰 폭으로 성장하여 매년 약 4GW가 설치될 것으로 전망한다. 시장 확장에 따른 동사의 실적 향상을 기대한다.

씨에스원드 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

씨에스원드 영업실적 추이 및 전망

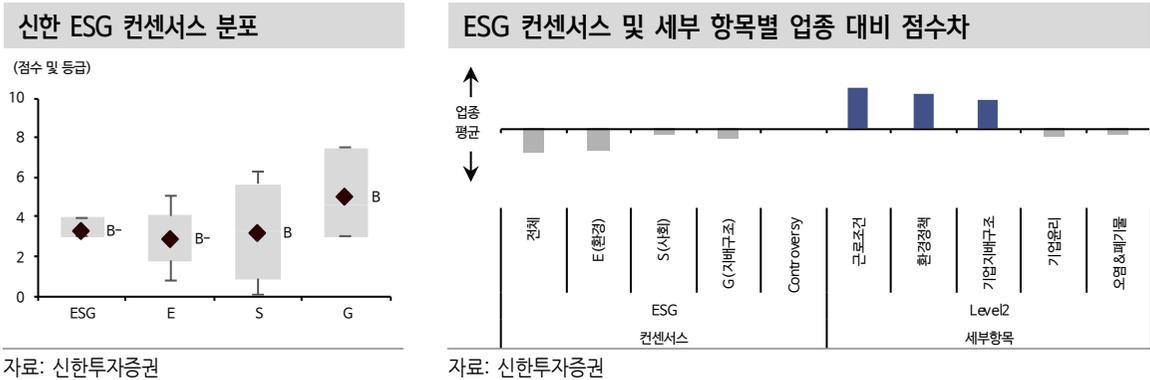
(백만달러, 십억원, %)	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
수주잔고 (백만달러)	-	-	-	-	-	-	-	-	414	565	-	-	-	
신규수주	-	-	-	-	-	-	-	-	764	932	-	-	-	
매출액(십억원)	합계	396.1	401.6	386.5	466.2	517.3	510.0	527.7	555.6	1,195	1,375	1,650	2,111	2,591
	타워	372.4	376.1	354.8	438.9	483.1	476.1	488.0	520.7	1,091	1,324	1,542	1,968	2,442
	베어링	0.3	0.4	3.2	(0.0)	0.3	0.5	3.2	(0.0)	8.4	3.8	3.9	4.0	4.1
매출원가(십억원)		353.3	355.7	333.0	417.4	453.3	445.2	446.5	477.1	1,023.6	1,237.2	1,459.5	1,822.1	2,196.4
원가율(%)		89.2	88.6	86.1	89.5	87.6	87.3	84.6	85.9	86.3	90.0	88.4	86.3	84.8
판매비		21.1	24.7	24.0	21.6	24.2	28.4	28.6	23.8	70.3	94.2	91.3	105.0	119.0
원가율		5.3	6.1	6.2	4.6	4.7	5.6	5.4	4.3	6.0	6.9	5.5	5.0	4.6
영업이익(십억원)		21.7	21.2	29.5	27.2	39.7	36.4	52.6	54.8	101.1	42.1	99.6	183.4	275.2
세전이익		3.5	0.9	1.2	17.7	7.0	2.7	19.2	42.7	90.7	1.7	23.3	71.6	179.0
순이익		2.1	(0.1)	0.1	13.3	4.5	1.1	14.2	33.0	66.2	(1.0)	15.3	52.9	137.5
매출액증감률 (YoY)		27.7	22.6	19.6	12.6	30.6	27.0	36.5	19.2	23.3	15.1	20.0	27.9	22.8
(%) (QoQ)		(4.4)	1.4	(3.8)	20.6	11.0	(1.4)	3.5	5.3	-	-	-	-	-
영업이익증감률 (YoY)		135.6	9.9	45.9	흑전	83.1	71.4	78.1	101.3	3.5	(58.3)	136.6	84.1	50.1
(%) (QoQ)		흑전	(2.1)	39.1	(7.9)	46.0	(8.4)	44.5	4.1	-	-	-	-	-
영업이익률		5.5	5.3	7.6	5.8	7.7	7.1	10.0	9.9	8.4	3.1	6.0	8.7	10.6
세전이익률		0.9	0.2	0.3	3.8	1.3	0.5	3.6	7.7	7.6	0.1	1.4	3.4	6.9
순이익률		0.5	(0.0)	0.0	2.8	0.9	0.2	2.7	5.9	5.5	(0.1)	0.9	2.5	5.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

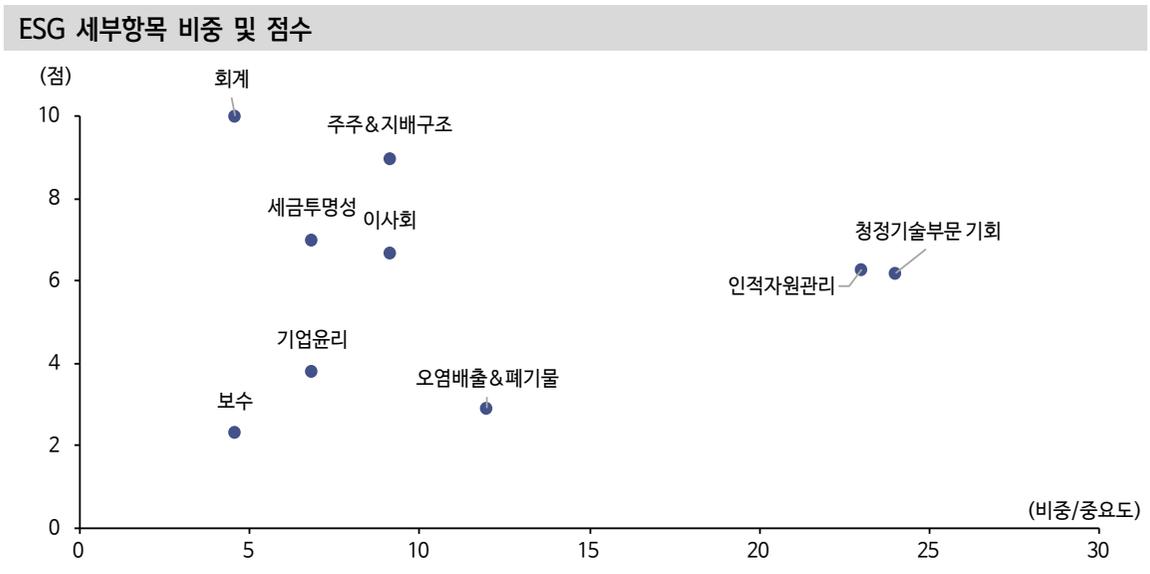
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 2030 RE100, 에너지 저감 및 에너지 효율화 추진
- ◆ 사회: 안전한 작업환경 조성, 인권 존중 가치 강화, 품질 혁신 기반 고객 가치 창출
- ◆ 지배구조: 기업지배구조 투명성 제고



Key Chart



재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,771.1	1,779.5	1,985.8	2,088.2	2,111.5
유동자산	1,072.9	1,011.6	946.6	1,051.7	1,158.4
현금및현금성자산	261.8	191.6	72.7	96.6	41.8
매출채권	388.7	362.2	386.2	422.3	468.0
재고자산	350.9	381.8	407.1	445.2	543.2
비유동자산	698.2	767.9	1,039.3	1,036.5	953.1
유형자산	510.0	532.2	809.5	811.5	730.5
무형자산	124.6	120.9	114.2	108.4	103.2
투자자산	6.9	15.3	16.0	17.1	19.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	827.3	854.9	1,050.0	1,117.9	1,055.4
유동부채	572.7	623.8	697.4	733.1	664.5
단기차입금	180.7	232.7	282.7	282.7	122.7
매입채무	193.9	272.2	290.2	317.4	387.2
유동성장기부채	7.2	26.9	26.9	26.9	26.9
비유동부채	254.7	231.0	352.6	384.9	390.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	234.2	207.9	327.9	357.9	357.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	943.8	924.7	935.9	970.2	1,056.2
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	609.5	609.5	609.5
기타자본	(0.0)	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	267.8	239.2	247.1	277.1	357.3
지배주주지분	894.2	876.6	884.5	914.4	994.7
비지배주주지분	49.6	48.1	51.4	55.8	61.5
*총차입금	444.2	480.4	650.7	681.3	522.6
*순차입금(순현금)	165.8	278.0	566.9	573.2	468.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(105.4)	150.8	67.5	80.3	114.7
당기순이익	64.7	(9.8)	18.6	57.3	143.2
유형자산상각비	31.6	50.6	77.7	96.0	85.0
무형자산상각비	6.5	15.0	6.7	5.9	5.2
외환환산손실(이익)	(1.0)	20.6	(20.0)	(20.0)	(20.0)
자산처분손실(이익)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(6.0)	2.7	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(193.0)	68.4	(15.5)	(58.9)	(98.7)
법인세납부	(40.1)	(30.5)	145.3	185.7	214.2
기타	31.6	33.2	(145.3)	(185.7)	(214.2)
투자활동으로인한현금흐름	(300.6)	(105.3)	(336.0)	(79.5)	12.0
유형자산의증가(CAPEX)	(92.3)	(98.4)	(355.0)	(98.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.5	4.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(2.3)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(216.8)	(16.5)	(0.7)	(1.1)	(2.8)
기타	10.3	7.5	19.7	19.6	18.8
FCF	(152.2)	(265.2)	(221.2)	104.8	236.1
재무활동으로인한현금흐름	567.8	(94.9)	149.6	23.1	(181.5)
차입금의 증가(감소)	124.3	13.8	170.4	30.5	(158.6)
자기주식의처분(취득)	0.0	42.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(17.3)	(25.3)	(20.7)	(7.5)	(22.9)
기타	460.8	(126.1)	(0.1)	0.1	(0.0)
기타현금흐름	0.0	4.8	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	8.1	(25.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	170.0	(70.2)	(118.9)	23.8	(54.8)
기초현금	91.8	261.8	191.6	72.7	96.6
기말현금	261.8	191.6	72.7	96.6	41.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

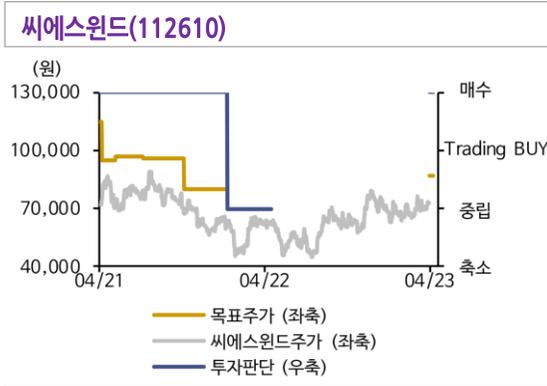
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,195.0	1,374.9	1,650.4	2,110.5	2,590.6
증감률 (%)	23.3	15.1	20.0	27.9	22.8
매출원가	1,023.6	1,238.7	1,459.5	1,822.1	2,196.4
매출총이익	171.4	136.2	190.9	288.4	394.3
매출총이익률 (%)	14.3	9.9	11.6	13.7	15.2
판매관리비	70.3	94.1	91.3	105.0	119.0
영업이익	101.1	42.1	99.6	183.4	275.2
증감률 (%)	3.6	(58.3)	136.5	84.1	50.1
영업이익률 (%)	8.5	3.1	6.0	8.7	10.6
영업외손익	(10.4)	(40.4)	(76.3)	(111.8)	(96.2)
금융손익	(14.1)	(40.9)	(76.3)	(111.8)	(96.2)
기타영업외손익	2.5	2.8	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	1.2	(2.4)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	90.7	1.7	23.3	71.6	179.0
법인세비용	24.8	10.3	4.7	14.3	35.8
계속사업이익	65.9	(8.5)	18.6	57.3	143.2
중단사업이익	(1.2)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	64.7	(9.8)	18.6	57.3	143.2
증감률 (%)	92.7	적전	후전	207.3	150.0
순이익률 (%)	5.4	(0.7)	1.1	2.7	5.5
(지배주주)당기순이익	66.2	(1.0)	15.3	52.9	137.5
(비지배주주)당기순이익	(1.5)	(8.8)	3.3	4.4	5.7
총포괄이익	100.0	30.9	18.6	57.3	143.2
(지배주주)총포괄이익	99.0	39.3	17.2	53.0	132.4
(비지배주주)총포괄이익	1.0	(8.4)	1.4	4.3	10.8
EBITDA	139.3	107.7	184.0	285.3	365.4
증감률 (%)	9.8	(22.7)	70.8	55.1	28.1
EBITDA 이익률 (%)	11.7	7.8	11.1	13.5	14.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,565	(233)	442	1,358	3,396
EPS (지배순이익, 원)	1,601	(23)	364	1,255	3,261
BPS (자본총계, 원)	22,380	21,926	22,192	23,007	25,045
BPS (지배지분, 원)	21,204	20,786	20,973	21,684	23,586
DPS (원)	600	500	180	553	1,383
PER (당기순이익, 배)	42.0	(295.2)	164.9	53.7	21.5
PER (지배순이익, 배)	41.0	(2,955.9)	200.3	58.1	22.4
PBR (자본총계, 배)	2.9	3.1	3.3	3.2	2.9
PBR (지배지분, 배)	3.1	3.3	3.5	3.4	3.1
EV/EBITDA (배)	21.4	30.0	20.1	13.0	9.9
배당성향 (%)	38.2	(2,110.4)	48.6	43.3	41.7
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.2	0.8	1.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.7	7.8	11.1	13.5	14.1
영업이익률 (%)	8.5	3.1	6.0	8.7	10.6
순이익률 (%)	5.4	(0.7)	1.1	2.7	5.5
ROA (%)	4.9	(0.6)	1.0	2.8	6.8
ROE (지배순이익, %)	10.1	(0.1)	1.7	5.9	14.4
ROIC (%)	9.5	(18.7)	6.4	10.3	15.5
안정성					
부채비율 (%)	87.7	92.5	112.2	115.2	99.9
순차입금비율 (%)	17.6	30.1	60.6	59.1	44.3
현금비율 (%)	45.7	30.7	10.4	13.2	6.3
이자보상배율 (배)	11.6	2.9	1.0	1.4	2.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.4	3.1	3.5	4.1	4.6
재고자산회수기간 (일)	84.8	97.3	87.2	73.7	69.6
매출채권회수기간 (일)	90.2	99.7	82.8	69.9	62.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 15일	매수	115,000	(37.7)	(25.1)
2021년 04월 07일	매수	95,000	(16.0)	(8.9)
2021년 05월 07일	매수	97,000	(21.0)	(15.9)
2021년 07월 07일	매수	96,000	(18.3)	(7.5)
2021년 10월 06일	매수	80,000	(19.7)	(7.3)
2022년 01월 10일	중립	-	-	-
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2023년 04월 03일	매수	87,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 명지운, 이동현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대어, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 03월 31일 기준)

매수 (매수)	94.50%	Trading BUY (중립)	3.44%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------