

씨에스윈드 (112610. KS)

IRA 효과 시작, 투자의견 상향

투자의견
Strong BUY(상향)

목표주가
140,000 원(상향)

현재주가
74,000 원(05/10)

시가총액
3,121 (십억원)

Green Industry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

- 1분기 비수기에도 미국 IRA 보조금 반영으로 당사 영업이익 추정치 상회
- 2분기부터 미국 매출 확대 본격화로 영업이익 절대 성장폭 확대 예상
- IRA 보조금(AMPC) 계상 확정으로 23~25년 영업이익 추정치 기존 대비 44%, 40%, 36% 상향
- 2024년말까지 IRA 보너스 보조금 받기 위한 풍력 건설 수요 급증으로 3~4년치 풍력 건설 파이프라인 확보될 것
- EU의 Net-zero Industry Act도 내년부터 풍력업체들에게 직접 지원 가능성 높아 동사에 수혜
- 투자의견 'BUY'에서 'Strong BUY'로 목표가도 120,000원에서 140,000원으로 상향

주가(원,05/10)	77,300
시가총액(십억원)	3,121
발행주식수	74,000
52주 최고가	3,121
최저가	
52주 일간 Beta	42,171천주
60일 평균거래대금	88,100원
외국인 지분율	45,500원
배당수익률(2022E,%)	1.28
주주구성	412억원
김성권 (외 20인)	11.0%
국민연금공단 (외 1인)	0.7%
차사주 (외 1인)	74,000

주가상승	1M	6M	12M
주가상승률	1.4	10.3	42.6
상대수익률(지수대비)	2.0	6.4	46.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Strong BUY	BUY	▲
목표주가	140,000	120,000	▲
영업이익(22)	42.1	42.1	-
영업이익(23)	170.1	118.3	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,700.5	2,435.0
영업이익	101.1	42.1	170.1	288.9
세전손익	90.7	1.7	139.2	261.7
당기순이익	64.7	(9.8)	108.7	204.1
EPS(원)	1,570	(23)	2,577	4,840
증감률(%)	85.7	적전	흑전	87.9
PER(배)	41.9	-	28.7	15.3
ROE(%)	10.1	(0.1)	11.8	19.4
PBR(배)	3.1	3.3	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	21.1	29.6	14.2	9.4

자료: 유진투자증권



1 분기, IRA 효과로 영업이익 추정치 대폭 상회

1 분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 3,505 억원, 246 억원으로 전년대비 각각 13%, 167% 증가했다. 매출은 당사 추정치 대비 소폭 상회했고, 영업이익은 추정치 100 억원 대비 큰 폭으로 상회했다. 서프라이즈의 원인은 미국법인의 IRA 보조금인 AMPC 가 약 170 억원 수준으로 적용되었기 때문인 것으로 파악된다. 미국법인은 비수기로 인한 낮은 매출과 재산세와 일부 일회성 손실 때문에 올 1 분기 영업적자를 기록했으나, AMPC 가 계상되면서 120 억원 이상의 영업흑자로 전환된 것으로 추정된다. 2 분기에는 미국의 성수기 진입에 따른 물량 증가와 비례해서 늘어나는 AMPC, 포르투갈법인의 물량확대, 터키법인의 높은 이익률 때문에 영업이익이 전년동기 대비 106% 증가할 것으로 예상된다. 결론적으로 IRA 보조금 효과가 가세하면서 씨에스윈드의 본격적인 이익 성장이 시작되었다.

도표 1. 씨에스윈드 분기 실적 추정(수정 후)

	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022A	2023F
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	422.0	467.5	460.5	1,374.9	1,700.5
증가율	28.1%	17.4%	50.7%	-9.9%	13.0%	28.8%	44.7%	11.2%	15.1%	23.7%
베트남법인	110.1	73.0	71.0	84.0	69.8	31.0	46.0	66.2	338.0	213.0
중국법인	37.9	46.0	47.0	32.1	14.8	46.0	55.0	87.2	163.0	203.0
유럽법인	24.4	20.0	23.0	43.6	17.0	45.0	66.0	68.0	111.0	196.0
말레이시아법인	31.5	5.0	6.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	43.0	0.0
PT 대경 인다	2.0	4.3	14.1	8.9	8.9	4.0	6.5	4.1	29.3	23.5
터키법인/기타	21.8	47.0	43.0	31.2	98.0	85.0	55.0	46.0	49.9	102.0
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	8.7	16.0	22.0	31.0	33.0	143.0	284.0
대만법인	17.3	24.0	23.0	45.7	18.0	14.0	19.0	10.0	110.0	61.0
미국법인	50.3	90.0	88.0	159.4	108.0	175.0	189.0	146.0	387.7	618.0
매출원가	281.9	287.1	279.1	390.6	300.9	355.7	389.2	374.9	1,238.7	1,420.7
매출원가율	90.9%	87.7%	86.4%	94.3%	85.9%	84.3%	83.3%	81.4%	90.1%	83.5%
판매비	19.0	21.1	23.8	30.2	25.0	26.4	27.6	30.7	94.1	109.7
판매비율	6.1%	6.4%	7.4%	7.3%	7.1%	6.3%	5.9%	6.7%	6.8%	6.5%
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.6	39.9	50.7	55.0	42.1	170.1
증가율	-70.8%	-31.6%	57.6%	-123.3%	166.8%	106.3%	150.7%	흑전	-58.3%	303.8%
영업이익률	3.0%	5.9%	6.3%	-1.6%	7.0%	9.4%	10.8%	11.9%	3.1%	10.0%
영업외 손익	-10.9	-12.8	-20.2	3.5	-11.9	-7.3	-8.6	-3.0	-40.4	-30.8
세전이익	-1.7	6.5	0.1	-3.1	12.7	32.6	42.1	52.0	1.7	139.2
법인세	3.9	1.0	-1.0	6.4	4.4	5.9	8.9	11.4	10.3	30.6
법인세율	-222.9%	14.7%	-1362.7%	-206.4%	34.6%	18.0%	21.2%	22.0%	590.4%	22.0%
계속사업손익	-5.6	5.6	1.1	-9.5	8.3	26.7	33.2	40.5	-8.5	108.7

자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 2. 씨에스윈드 분기 실적 추정(수정 전)

	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022A	2023F
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	322.5	437.0	503.5	437.5	1,374.9	1,700.5
증가율	28.1%	17.4%	50.7%	-11.5%	4.0%	33.4%	55.8%	5.6%	14.2%	23.7%
베트남법인	110.1	73.0	71.0	84.0	55.0	61.0	66.0	61.0	338.0	243.0
중국법인	37.9	46.0	47.0	32.1	43.0	56.0	55.0	49.0	163.0	203.0
유럽법인	24.4	20.0	23.0	43.6	35.0	40.0	66.0	55.0	111.0	196.0
말레이시아법인	31.5	5.0	6.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	43.0	0.0
PT 대경 인다	2.0	4.3	14.1	8.9	3.5	4.0	6.5	9.5	29.3	23.5
터키법인/기타	21.8	47.0	43.0	31.2	35.0	55.0	71.0	93.0	49.9	102.0
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	8.7	16.0	22.0	31.0	33.0	143.0	254.0
대만법인	17.3	24.0	23.0	45.7	14.0	14.0	19.0	14.0	110.0	61.0
미국법인	50.3	90.0	88.0	159.4	121.0	185.0	189.0	123.0	387.7	618.0
매출원가	281.9	287.1	279.1	390.6	291.9	384.6	438.0	369.4	1,238.7	1,483.9
매출원가율	90.9%	87.7%	86.4%	94.3%	90.5%	88.0%	87.0%	84.4%	90.1%	87.3%
판매비	19.0	21.1	23.8	30.2	20.5	23.0	24.3	30.5	94.1	98.3
판매비율	6.1%	6.4%	7.4%	7.3%	6.4%	5.3%	4.8%	7.0%	6.8%	5.8%
영업이익	9.2	19.3	20.2	(6.6)	10.1	29.4	41.2	37.6	42.1	118.3
증가율	-70.8%	-31.6%	57.6%	-123.4%	10.1%	52.4%	103.5%	-667.0%	-58.3%	180.9%
영업이익률	3.0%	5.9%	6.3%	-1.6%	3.1%	6.7%	8.2%	8.6%	3.1%	7.0%
영업외 손익	-10.9	-12.8	-20.2	3.5	-5.0	-2.0	-1.6	-5.0	-40.4	-13.6
세전이익	(1.7)	6.5	0.1	(3.1)	5.1	27.4	39.5	32.6	1.7	104.7
법인세	3.9	1.0	-1.0	6.4	1.1	6.4	8.4	7.8	10.3	23.7
법인세율	-222.9%	14.7%	-1362.7%	-206.4%	21.0%	23.3%	21.2%	24.0%	590.4%	22.6%
계속사업손익	(5.6)	5.6	1.1	(9.5)	4.1	21.0	31.2	24.8	-8.5	81.0

자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 3. 씨에스윈드 연간 실적 추정(수정 후)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	502.2	799.4	969.1	1,195.0	1,374.9	1,700.5	2,435.0	3,221.4
증가율(YoY)	60.8%	59.2%	21.2%	23.3%	15.1%	23.7%	43.2%	32.3%
베트남법인	220.3	374.0	418.9	439.0	338.0	213.0	452.0	598.0
중국법인	85.9	127.0	133.1	143.7	163.0	203.0	213.0	215.0
유럽법인	60.4	61.4	-	17.8	111.0	196.0	319.0	426.0
말레이시아법인	62.4	86.0	187.9	204.1	43.0	0.0	0.0	0.0
PT 대경 인다	14.6	27.3	11.2	35.0	29.3	23.5	22.0	22.4
씨에스베어링	64.8	109.6	103.5	95.6	49.9	102.0	135.0	177.0
터키법인/기타	56.6	14.1	45.2	78.2	143.0	284.0	291.0	301.0
대만법인			69.3	87.0	110.0	61.0	91.0	87.0
미국법인				94.7	387.7	618.0	912.0	1,395.0
매출원가	420.8	685.8	821.1	1,023.6	1,238.7	1,420.7	2,026.2	2,685.7
매출원가율	83.8%	85.8%	84.7%	85.7%	90.1%	83.5%	83.2%	83.4%
판매비	48.7	53.5	50.4	70.3	94.1	109.7	119.9	125.5
판매비율	9.7%	6.7%	5.2%	5.9%	6.8%	6.5%	4.9%	3.9%
영업이익	32.7	60.1	97.6	101.1	42.1	170.1	288.9	410.2
증가율(YoY)	-7.5%	83.7%	62.3%	3.6%	-58.3%	303.8%	69.9%	42.0%
영업이익률	6.5%	7.5%	10.1%	8.5%	3.1%	10.0%	11.9%	12.7%
영업외손익	-26.0	-20.3	-39.8	-10.4	-40.4	-30.8	-27.3	-26.5
세전이익	6.8	39.9	57.8	90.7	1.7	139.2	261.7	383.7
법인세	-0.3	5.2	24.2	24.8	10.3	30.6	57.5	84.8
법인세율	-4.0%	13.0%	41.9%	27.4%	590.4%	22.0%	22.0%	22.1%
계속사업손익	7.1	34.7	33.6	65.9	-8.5	108.7	204.1	298.9

자료 : 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 4. 씨에스윈드 연간 실적 추정(수정 전)

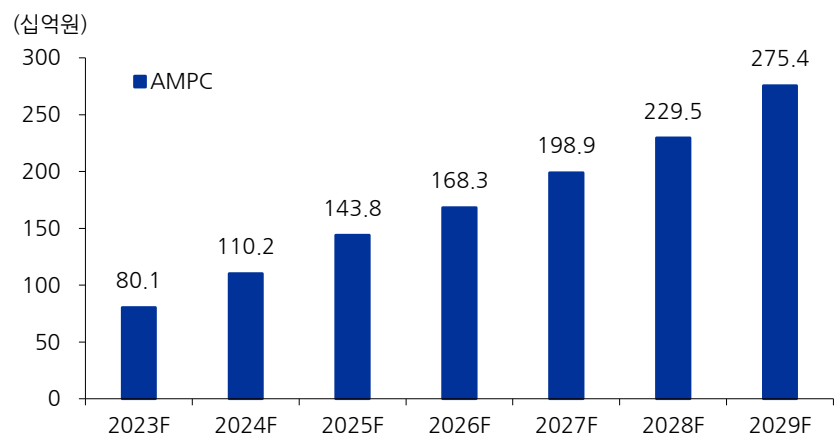
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	502.2	799.4	969.1	1,195.0	1,374.9	1,700.5	2,526.0	3,314.4
증가율(YoY)	60.8%	59.2%	21.2%	23.3%	14.2%	23.7%	48.5%	31.2%
베트남법인	220.3	374.0	418.9	439.0	338.0	243.0	552.0	698.0
중국법인	85.9	127.0	133.1	143.7	163.0	203.0	213.0	215.0
유럽법인	60.4	61.4	-	17.8	111.0	196.0	319.0	426.0
말레이시아법인	62.4	86.0	187.9	204.1	43.0	0.0	0.0	0.0
PT 대경 인다	14.6	27.3	11.2	35.0	29.3	23.5	22.0	22.4
씨에스베어링	64.8	109.6	103.5	95.6	49.9	102.0	135.0	177.0
터키법인/기타	56.6	14.1	45.2	78.2	143.0	254.0	251.0	278.0
대만법인			69.3	87.0	110.0	61.0	102.0	103.0
미국법인				94.7	387.7	618.0	932.0	1,395.0
매출원가	420.8	685.8	821.1	1,023.6	1,238.7	1,483.9	2,215.4	2,902.8
매출원가율	83.8%	85.8%	84.7%	85.7%	90.1%	87.3%	87.7%	87.6%
판매비	48.7	53.5	50.4	70.3	94.1	98.3	103.8	110
판매비율	9.7%	6.7%	5.2%	5.9%	6.8%	5.8%	4.1%	3.3%
영업이익	32.7	60.1	97.6	101.1	42.1	118.3	206.8	301.6
증가율(YoY)	-7.5%	83.7%	62.3%	3.6%	-58.3%	180.9%	74.8%	45.8%
영업이익률	6.5%	7.5%	10.1%	8.5%	3.1%	7.0%	8.2%	9.1%
영업외손익	(26.0)	(20.3)	(39.8)	-10.4	-40.4	-13.6	-11.3	-12.8
세전이익	6.8	39.9	57.8	90.7	1.7	104.7	195.6	288.8
법인세	(0.3)	5.2	24.2	24.8	10.3	23.7	44.3	65.3
법인세율	-4.0%	13.0%	41.9%	27.4%	590.4%	22.6%	22.6%	22.6%
계속사업손익	7.1	34.7	33.6	65.9	-8.5	81.0	151.3	223.5

자료 : 씨에스윈드, 유진투자증권

AMPC 올해 801 억원에서 2029 년 2,754 억원까지 커질 것

씨에스윈드는 미국 법인의 풍력 타워 생산으로 올해부터 IRA 의 보조금인 AMPC 를 수령한다. 추정금액(터빈업체들에게 일부 돌려주는 금액 제외한 수치)은 2023 년 801 억원, 2024 년 1,102 억원, 2025 년 1,438 억원에서 2029 년 2,754 억원까지 증가할 것으로 판단된다. 현재 4.5GW 의 생산능력을 2028 년까지 9~10GW 로 증설을 시작했기 때문에, 동사의 AMPC 는 지속적으로 증가한다. AMPC 는 2029 년까지 풍력타워 생산 W 당 3 센트가 지급되고 2030 년부터 단계적으로 축소된다. 미국 최대 풍력 터빈 메이커인 GE 는 미국의 풍력 시장이 IRA 효과로 평균적으로 2 배 이상 커질 것으로 판단하고 있다. 또한 발전사업자들도 단기간에 재생에너지 설비를 늘리는 목표들을 발표하고 있다. 따라서 미국 풍력 타워 생산능력의 약 50% 를 점유하고 있는 씨에스윈드의 증설 분도 완공 시 풀가동 될 확률이 높다.

도표 5. 씨에스윈드 2029 년 예상 수령 AMPC 2,754 억 전망



자료: 유진투자증권

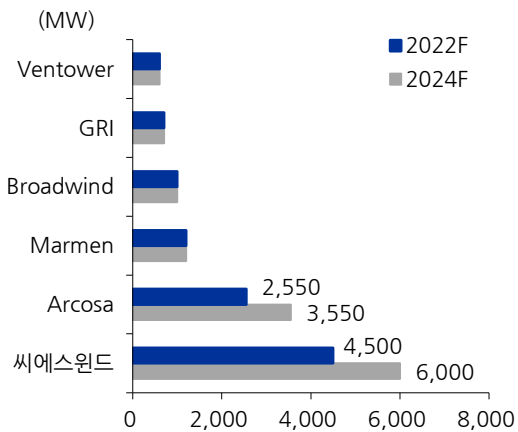
주: 터빈 메이커들 공유 감안 AMPC 2.6센트/W 로 계상, 적용환율 1,200 원/달러)

도표 6. 미국 IRA의 AMPC(Advance Manufacturing Production Credit)상세안

대상(기준)		크레딧	적용기간	기타 중요 사항
태양광	셀(W)	\$0.04	- 2023~2029년 Full Credit 적용	- 최대 5년까지 직접 지급 요청 가능 - 크레딧 이전 가능
	웨이퍼(m2)	\$12		
	폴리실리콘(kg)	\$3		
	백시트(m2)	\$0.40		
	모듈(W)	\$0.07		
풍력	블레이드(W)	\$0.02	- 2030년 75%	
	나셀(W)	\$0.05	- 2031년 50%	
	타워(W)	\$0.03	- 2032년 25%	
	고정식 하부구조물(W)	\$0.02		
	부유식 하부구조물(W)	\$0.04		
배터리	배터리 활물질(생산원가)	10%	- 2033년 0%	
	셀(KWh)	\$35		
	모듈(KWh)	\$10		
	모듈(셀 사용 없는, KWh)	\$45		
	핵심 원자재(생산 원가)	10%		

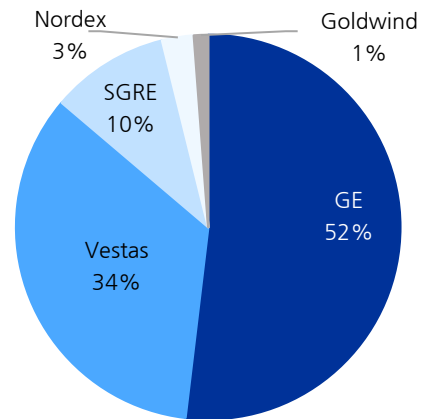
자료: IRA(2022), 유진투자증권

도표 7. 미국내 풍력타워업체별 생산능력



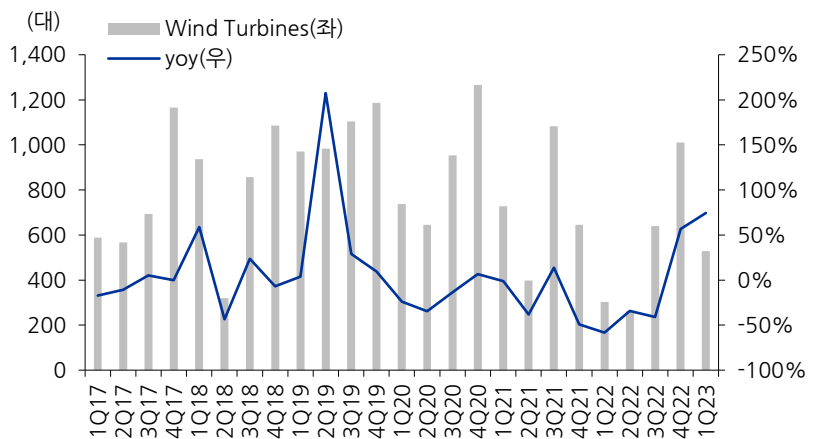
자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 8. 미국내 터빈업체들 점유율(2020년 기준)



자료: ACP, 유진투자증권

도표 9. GE의 풍력터빈 수주 추이



자료: GE, Bloomberg, 유진투자증권

실적 추정치, 목표주가 상향

AMPC 확보에 따라 씨에스윈드의 실적 추정치를 위 도표 1, 3 번과 같이 상향한다. AMPC 는 생산된 타워에 비례해서 지급되기 때문에 미국 최대의 생산능력을 보유한 동사의 실적에 미치는 영향이 매우 크다. AMPC 반영으로 인한 영업이익 추정치 상향이 기존 추정치 대비 2023년 44%, 2024년 40%, 2025년 36%다. 그만큼 씨에스윈드의 향후 실적에 미국법인의 AMPC 가 미치는 영향이 크다. 국내 배터리 셀업체들과 태양광업체들도 AMPC 를 수령하지만, 미국 비중이 높은 씨에스윈드의 실적 변화가 가장 크다.

실적 추정치 상향과 달성의 가시성이 높아진 것을 감안해 동사에 대한 목표주가를 기존의 12만원에서 14만원으로 상향한다. 목표주가는 동사의 1단계 미국 증설이 연간 반영되는 2025년 실적기준 PER 20 배 수준이다. 해외 풍력 비교업체들의 2025년 실적기준 PER 평균치는 22배이다(도표 10번 참조). 씨에스윈드는 미국 풍력 타워 매출 비중이 비교업체들 대비 월등히 커서 프리미엄을 받을 수 있는 구간에 진입한다. 최근 주가 하락으로 목표주가와의 괴리율이 높아진 것을 감안해서 목표주가 상향은 실적 추정치 상향 대비 보수적으로 적용했다. AMPC 에 이어 내년부터는 유럽의 Net-zero Industry Act 와 RepowerEU 정책으로 동사의 포르투갈과 베트남법인이 직간접적인 수혜를 본다. 실적 가시성이 더 높아지는 것이다. 투자 의견은 'BUY'에서 'Strong BUY'로 상향한다. 상장후 가장 화려한 이익 성장이 향후 10년간 전개되는데, 주가에 반영은 안된 상태이다.

도표 10. 씨에스윈드 Peer 밸류에이션

	씨에스윈드	평균	VESTAS	ORSTED	천순풍력	NORDEX	
국가	KOREA		DENMARK	DENMARK	CHINA	GERMANY	
2023-05-10	55.9		29.0	91.3	2.1	11.7	
통화	KRW		DKK	DKK	CNY	EUR	
시가총액(백만달러)	2,356.9		29,240.1	38,375.0	3,769.2	2,758.7	
PER(배)							
	FY22A	-	30.7	-	18.2	43.2	-
	FY23F	28.7	130.1	338.9	37.2	14.3	-
	FY24F	15.3	38.9	35.2	28.6	11.2	80.7
	FY25F	10.4	22.3	21.3	25.0	-	20.6
PBR(배)							
	FY22A	3.3	4.8	9.0	3.7	3.3	3.2
	FY23F	3.2	4.1	8.3	3.0	2.6	2.4
	FY24F	2.7	3.6	6.8	2.9	2.2	2.3
	FY25F	2.2	3.5	5.5	2.8	-	2.1
매출액(백만달러, 십억원)							
	FY22A	1,374.9		15,257.8	18,727.8	1,002.0	5,996.9
	FY23F	1,700.5		16,465.7	14,591.1	2,101.9	6,380.3
	FY24F	2,435.0		19,692.0	15,592.8	2,800.4	6,703.7
	FY25F	3,221.4		23,084.1	16,614.3	3,349.9	7,087.9
영업이익(백만달러, 십억원)							
	FY22A	42.1		-1,681.0	2,783.5	136.1	-293.1
	FY23F	170.1		174.0	1,837.1	313.2	-168.9
	FY24F	288.9		1,188.0	2,294.3	394.7	71.6
	FY25F	410.2		1,943.0	2,773.3	-	239.1
영업이익률(%)							
	FY22A	3.1		-11.0	14.9	13.6	-4.9
	FY23F	10.0		1.1	12.6	14.9	-2.6
	FY24F	11.9		6.0	14.7	14.1	1.1
	FY25F	12.7		8.4	16.7	-	3.4
순이익(백만달러, 십억원)							
	FY22A	-9.8		-1,655.8	2,141.5	93.4	-524.3
	FY23F	108.7		74.6	1,049.5	265.8	-199.5
	FY24F	204.1		863.5	1,014.7	265.9	-147.8
	FY25F	298.9		1,427.7	1,427.9	42.1	42.1
EV/EBITDA(배)							
	FY22A	29.6	20.7	-	16.9	24.5	-
	FY23F	14.2	37.0	25.4	14.0	12.0	96.8
	FY24F	9.4	10.9	13.1	12.0	9.0	9.7
	FY25F	6.9	8.6	9.7	10.2	-	5.9
ROE(%)							
	FY22A	-0.1	-15.7	-40.7	21.4	7.8	-51.3
	FY23F	11.8	4.8	1.8	9.2	19.0	-10.8
	FY24F	19.4	12.9	20.4	10.0	-	8.2
	FY25F	23.3	18.6	26.5	10.6	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 씨에스윈드는 당사 추정치

IRA 보너스 보조금 효과로 내년 말까지 풍력 파이프라인 급증 예상

미국 IRA는 2025년부터 그린산업 업종별 보조금이 하나로 통합된다. 현재와 같이 PTC(생산 세액공제), ITC(투자세액공제)로 분류되지 않고, 클린에너지 크레딧으로 통합된다. 또한, 제도 변경 전 정책효과를 높이기 위해 2024년 말까지 착공하는 풍력 개발업체들에게 기존 대비 높은 보너스 보조금을 지급하도록 한다. 미국 내에서 생산된 제품을 사용하고, 일정수준의 인원을 고용하면 기존의 PTC 대비 40% 이상의 추가 보조금을 받게 된다. 수령 요건으로 개발업체들은 2024년 말까지 터빈공급계약을 하고 이를 착공요건으로 IRS에 문서로 제시하면 된다. 과거의 사례를 기준으로 판단하면, 2024년 말까지 사업자들이 신규로 신청할 풍력 파이프라인은 약 30~40GW 수준으로 추정된다. 바이든 정부의 연속성이 없다고 하더라도 차기 정부에서도 미국의 풍력시장은 고성장이 지속되는 조건이다. 이는 오바마 정부 말기에 연장된 5년간의 PTC 연장안으로 트럼프 행정부에서 풍력 업황이 가장 좋았던 것과 같은 상황이다.

도표 11. 미국 IRA 보조금, 2024년 말까지 착공하면 PTC 기준 40% 보너스 수령

PTC(생산세액공제, 육상풍력, 상업용 태양광, 지열)				
Year construction start	Base credit	Wage and Labor criteria	Additional credit (domestic content share)	
2022	\$5.2/MWh in 2022 terms	\$26/MWh(apprentices perform 10% labor)	+2.6/MWh(40%)	
2023	\$5.2/MWh	\$26/MWh(apprentices perform 12.5% labor)	+2.6/MWh(40%)	
2024	\$5.2/MWh	\$26/MWh(apprentices perform 15% labor)	+2.6/MWh(40%)	
ITC(투자세액공제, 태양광, 해상풍력, 에너지저장장치, 지열)				
Year construction start	Base credit	Wage and Labor criteria	Additional credit (domestic content share)	
2022	6%	30% (apprentices perform 10% labor)	+10%/MWh(PV: 40%, BESS: 40%, OFW: 20%)	
2023	6%	30%/MWh (apprentices perform 12.5% labor)	+10%/MWh(PV: 40%, BESS: 40%, OFW: 20%)	
2024	6%	30%/MWh (apprentices perform 15% labor)	+10%/MWh(PV: 40%, BESS: 40%, OFW: 20%)	
세액공제(전기차/수소차, 구매시점에서 즉시, 2023년부터 시행)				
승용차/픽업 트럭	대당 7,500 달러	승용차 5.5만달러/ 픽업트럭 8만달러 이하 차량에만 적용	개인 소득 15만달러, 부부합산 30만달러 이하만 적용	
중고차	대당 최대 4,000 달러	중고차가 2.5만달러 이하에만 적용	개인 공제 7.5만달러, 부부합산 공제 15만달러 이하에만 적용	
상용차	대당 최대 4만달러	차량 중량 1.4만 파운드 이상에 적용		
생산 세액공제(수소생산, 10년간 보조)				
수전해 설비	최대 3달러/kg	그린수소는 보조금 최대로	수소 1kg 생산에 이산화탄소 배출 4kg 이하 설비만 보조금	

자료: IRA(2022), 유진투자증권

도표 12. 건설 확정된 미국 해상풍력 프로젝트

프로젝트	규모(MW)	지역	개발업체	시기	터빈
Skipjack	120	Delaware	Orsted	23년 완공	GE 12MW
South Fork	130	Rhode Island	Orsted/Eversource	23년 완공	Siemens 8MW
Marwin	248	Maryland	US Wind	23년 완공	
Revolution Wind	700	Rhode Island	Orsted/Eversource	24년 완공	Siemens 8MW
Vineyard Wind	800	Massachusetts	Avangrid/CIP	23년 예상	GE 12MW
Empire Wind	816	N.Y	Equinor/BP	24년 완공	
Sunrise Wind	880	N.Y	Orsted/Eversource	24년 완공	Siemens 8MW
Ocean Wind 1	1,100	NJ	Orsted/PSEG	25년 완공	GE 12MW
Park City Wind	804	Connecticut	Avangrid/CIP	25년 완공	
Coastal Virginia Offshore Wind	2,640	Virginia	Dominion	26년 완공	
Ice Breaker wind	20.7	Lake Erie	LEEDCo/ Fred Olsen	26년 완공	Vestas 3.45MW
Kitty Hawk Wind	2,500	NC	Avangrid	26년 완공(1 단계)	
Ocean Wind 2	1,148	NJ	Orsted	27년 완공	
Atlantic Shore	1,510	NJ	Shell/EDF	28년 완공	
Commonwealth Wind	1,232	Massachusetts	Avangrid	28년 완공	
Mayflower Wind	2,400	Massachusetts	Shell		
합계	17,048.7				

자료: 업계자료, 유권투자증권

도표 13. 글로벌 풍력 설치량 추이 및 전망

(MW)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
캐나다	677	3,000	3,000	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
미국	12,747	8,508	10,000	13,000	17,000	21,000	23,000	26,000	27,000	30,000
브라질	3,830	2,000	1,200	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
멕시코	473	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
기타 아메리카	1,516	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
아메리카 합계	19,243	16,508	17,700	20,500	25,000	30,000	32,000	35,000	36,000	39,000
독일	1,925	2,745	3,500	5,500	9,000	9,000	10,000	13,000	15,000	19,000
스페인	759	1,659	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
프랑스	1,192	2,070	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
영국	2,645	1,681	1,800	3,700	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
이탈리아	201	526	1,700	1,700	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
스웨덴	2,104	2,441	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
폴란드	660	1,517	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
루마니아		100	100	100	100	100	100	100	100	100
터키	1,400	867	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
덴마크	754	200	500	500	500	500	500	500	500	500
포르투갈	126	50	50	100	150	150	150	1,150	1,150	1,150
노르웨이	676	432	300	300	700	700	1,200	1,200	1,200	1,200
네덜란드	1,344	1,302	1,500	1,000	800	2,300	3,200	3,200	3,200	3,200
러시아	1,139	300	300	300	300	300	300	300	300	300
기타 유럽	2,487	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,500	4,500	5,000
유럽 합계	17,412	18,390	22,250	25,700	30,250	32,250	35,150	39,650	42,650	47,150
오스트레일리아	1,746	500	700	1,000	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
중국	47,570	37,000	35,000	35,000	40,000	45,000	47,000	48,000	49,000	50,000
인도	1,459	4,000	4,000	4,000	4,000	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000
일본	221	600	800	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
뉴질랜드	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
대만	67	52	200	350	400	500	700	1,000	1,000	1,000
필리핀	800	1,200	800	800	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
베트남		500	500	200	200	200	200	200	200	200
(MW)	2,717	900	1,200	900	900	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
기타 아시아태평양	460	700	700	700	700	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
아시아 합계	55,140	45,552	44,000	44,050	50,800	57,800	61,500	62,800	63,800	64,800
남아프리카	1,809	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
기타/중동	0	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
아프리카/중동 합계	1,809	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
기타	1	0	0	0	0	1	2	3	4	5
전세계	93,605	83,950	87,950	94,250	110,050	124,050	132,650	141,450	146,450	154,950
전세계성장률 (%YoY)	-1.8%	-10.3%	4.8%	7.2%	16.8%	12.7%	6.9%	6.6%	3.5%	5.8%

자료 : GWEC, 유진투자증권

도표 14. 국가별 해상풍력 설치량 추이 및 전망

(MW)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
캐나다	0	0	0	0	0	500	500	500	500	500
미국			300	2,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600
기타 아메리카	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000
아메리카 합계	0	0	300	2,600	3,600	4,100	5,100	5,100	5,100	5,100
영국	2,317	1,179	1,500	1,661	2,143	4,596	5,000	5,000	5,000	5,000
독일		342	300	300	2,000	700	980	2,000	6,000	9,000
네덜란드	392	369	1,000	800	500	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
스웨덴								1,000	1,000	1,000
벨기에				500	500	500	700	500	1,000	1,000
프랑스		480	900	300	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
스페인							500	500	500	500
핀란드									500	1,500
노르웨이	4	60			500	500	1,000	1,000	1,000	1,000
아일랜드	0	0	0	0			1,200	1,200	1,200	1,000
덴마크	605	0	800	0	500	1,100	2,368	1,498	1,500	1,500
폴란드					900	900	2,368	1,500	1,500	1,500
기타 유럽	0	30		0	0	0	0	1,000	1,000	1,000
유럽 합계	3,318	2,460	4,500	3,561	8,143	11,396	17,216	19,298	24,300	28,100
중국	16,900	6,800	5,000	8,000	10,000	10,000	11,000	12,000	12,000	12,000
대한민국			200	350	400	400	400	1,000	1,000	1,000
대만	109	1,373	1,092	642	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
일본		139	100	170	300	300	300	800	1,000	1,000
인도						500	500	500	1,000	1,000
베트남	779	400	400	400	500	500	500	800	1,000	1,000
기타 아시아/태평양	0	0	0					500	500	1,000
아시아 합계	17,788	8,712	6,792	9,562	13,200	13,700	14,700	17,600	18,500	19,000
전세계	21,106	11,172	11,592	15,723	24,943	29,196	37,016	41,998	47,900	52,200
성장률(YoY)	208.8%	-47.1%	3.8%	35.6%	58.6%	17.1%	26.8%	13.5%	14.1%	9.0%

자료 : GWEC, 유진투자증권

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,108.1	2,481.6	2,949.7
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,279.6	1,547.4	1,900.9
현금성자산	278.4	196.2	353.5	456.8	543.6
매출채권	398.4	366.3	391.8	501.0	655.0
재고자산	350.9	381.8	466.3	521.0	633.0
비유동자산	698.2	767.9	828.6	934.2	1,048.8
투자자산	63.6	114.8	119.5	124.4	129.4
유형자산	510.0	532.2	597.2	706.0	822.5
기타	124.6	120.9	111.9	103.9	96.9
부채총계	827.3	854.9	1,097.4	1,289.9	1,480.1
유동부채	572.7	623.8	715.5	807.0	946.3
매입채무	316.3	323.4	384.7	456.0	565.0
유동성이자부채	210.0	272.5	302.5	322.5	352.5
기타	46.4	28.0	28.2	28.5	28.8
비유동부채	254.7	231.0	381.9	482.8	533.8
비유동이자부채	234.2	207.9	357.9	457.9	507.9
기타	20.5	23.2	24.1	25.0	25.9
자본총계	943.8	924.7	1,010.8	1,191.9	1,469.6
자본지분	894.2	876.6	962.7	1,143.8	1,421.5
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	609.5	609.5	609.5
이익잉여금	267.8	239.2	327.1	510.2	787.9
기타	8.0	6.8	5.0	3.0	3.0
비자본지분	49.6	48.1	48.1	48.1	48.1
자본총계	943.8	924.7	1,010.8	1,191.9	1,469.6
총차입금	444.2	480.4	660.4	780.4	860.4
순차입금	165.8	284.1	306.9	323.6	316.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(105.4)	150.8	90.8	199.6	240.4
당기순이익	64.7	(9.8)	108.7	204.1	298.9
자산상각비	38.2	65.6	71.5	79.2	89.5
기타비현금성손익	30.2	63.7	(40.2)	9.3	9.4
운전자본증감	(193.0)	68.4	(49.0)	(93.0)	(157.4)
매출채권감소(증가)	(154.3)	34.7	(25.5)	(109.2)	(154.0)
재고자산감소(증가)	(106.9)	(9.7)	(84.5)	(54.7)	(112.0)
매입채무증가(감소)	20.7	52.4	61.3	71.3	109.0
기타	47.5	(9.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
투자현금	(300.6)	(105.3)	(140.7)	(193.4)	(212.7)
단기투자자산감소	0.4	(4.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(217.6)	(7.5)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
설비투자	(92.3)	(98.4)	(121.7)	(174.2)	(193.3)
유형자산처분	0.5	4.2	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(2.3)	(2.1)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
재무현금	567.8	(94.9)	206.9	96.9	58.9
차입금증가	122.7	12.2	180.0	120.0	80.0
자본증가	(17.3)	(68.0)	26.9	(23.1)	(21.1)
배당금지급	17.3	25.3	20.7	21.1	21.1
현금 증감	170.0	(70.2)	157.1	103.1	86.6
기초현금	91.8	261.8	191.6	348.7	451.8
기말현금	261.8	191.6	348.7	451.8	538.5
Gross Cash flow	133.1	119.4	139.9	292.6	397.8
Gross Investment	494.0	32.6	189.6	286.2	369.9
Free Cash Flow	(360.9)	86.9	(49.7)	6.4	27.9

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,195.0	1,374.9	1,700.5	2,435.0	3,221.4
증가율(%)	23.3	15.1	23.7	43.2	32.3
매출원가	1,023.6	1,238.7	1,420.7	2,026.2	2,685.7
매출총이익	171.4	136.2	279.8	408.8	535.7
판매 및 일반관리비	70.3	94.1	109.7	119.9	125.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	101.1	42.1	170.1	288.9	410.2
증가율(%)	3.6	(58.3)	303.8	69.9	42.0
EBITDA	139.3	107.7	241.5	368.1	499.7
증가율(%)	9.8	(22.7)	124.3	52.4	35.8
영업외손익	(10.4)	(40.4)	(30.8)	(27.3)	(26.5)
이자수익	1.6	2.2	1.9	3.0	4.0
이자비용	8.7	14.7	23.6	28.0	31.6
지분법손익	6.0	(2.7)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
기타영업손익	(9.3)	(25.1)	(0.7)	6.2	9.5
세전순이익	90.7	1.7	139.2	261.7	383.7
증가율(%)	57.0	(98.1)	7,913.0	87.9	46.6
법인세비용	24.8	10.3	30.6	57.5	84.8
당기순이익	64.7	(9.8)	108.7	204.1	298.9
증가율(%)	92.7	적전	흑전	87.9	46.4
지배주주지분	66.2	(1.0)	108.7	204.1	298.9
증가율(%)	114.5	적전	흑전	87.9	46.4
비지배지분	(1.5)	(8.8)	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	1,570	(23)	2,577	4,840	7,087
증가율(%)	85.7	적전	흑전	87.9	46.4
수정EPS(원)	1,570	(23)	2,577	4,840	7,087
증가율(%)	85.7	적전	흑전	87.9	46.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,570	(23)	2,577	4,840	7,087
BPS	21,204	20,786	22,829	27,122	33,709
DPS	600	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	41.9	-	28.7	15.3	10.4
PBR	3.1	3.3	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	21.1	29.6	14.2	9.4	6.9
배당수익률	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
PCR	20.8	24.3	22.3	10.7	7.8
수익성(%)					
영업이익률	8.5	3.1	10.0	11.9	12.7
EBITDA이익률	11.7	7.8	14.2	15.1	15.5
순이익률	5.4	(0.7)	6.4	8.4	9.3
ROE	10.1	(0.1)	11.8	19.4	23.3
ROIC	8.7	(17.9)	10.6	16.1	19.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	17.6	30.7	30.4	27.1	21.6
유동비율	187.4	162.2	178.8	191.7	200.9
이자보상배율	11.6	2.9	7.2	10.3	13.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2
매출채권회전율	4.0	3.6	4.5	5.5	5.6
재고자산회전율	4.3	3.8	4.0	4.9	5.6
매입채무회전율	5.0	4.3	4.8	5.8	6.3

Compliance Notice

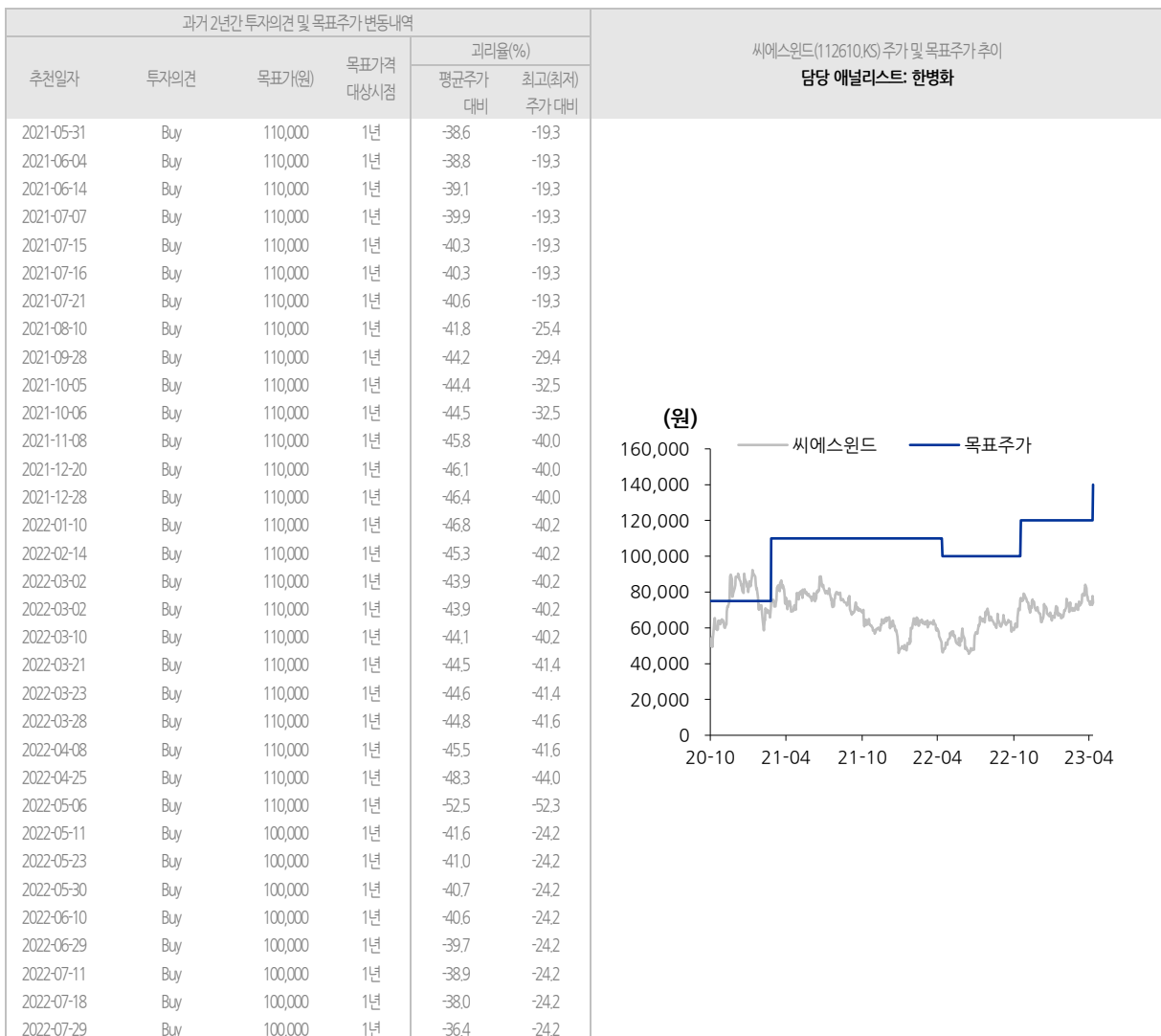
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 조사분석담당자는 지난 4/2 에서 4/7 까지 해당사 경비제공으로 미국 공장 착공식에 참석했습니다.
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.03.31 기준)



2022-08-05	Buy	100,000	1년	-36.0	-242
2022-08-08	Buy	100,000	1년	-36.0	-242
2022-08-16	Buy	100,000	1년	-36.0	-242
2022-08-24	Buy	100,000	1년	-36.1	-242
2022-09-05	Buy	100,000	1년	-36.7	-242
2022-09-16	Buy	100,000	1년	-36.7	-242
2022-09-20	Buy	100,000	1년	-36.6	-242
2022-09-26	Buy	100,000	1년	-36.7	-242
2022-10-05	Buy	100,000	1년	-36.5	-242
2022-10-14	Buy	100,000	1년	-36.5	-242
2022-10-18	Buy	100,000	1년	-36.5	-242
2022-10-25	Buy	100,000	1년	-36.1	-242
2022-10-26	Buy	100,000	1년	-35.7	-242
2022-11-07	Buy	100,000	1년	-31.0	-242
2022-11-10	Buy	100,000	1년	-27.8	-242
2022-11-17	Buy	120,000	1년	-40.3	-299
2022-11-28	Buy	120,000	1년	-40.6	-299
2022-12-12	Buy	120,000	1년	-40.7	-299
2022-12-20	Buy	120,000	1년	-40.8	-299
2022-12-22	Buy	120,000	1년	-40.8	-299
2023-01-03	Buy	120,000	1년	-40.7	-299
2023-01-09	Buy	120,000	1년	-40.4	-299
2023-01-12	Buy	120,000	1년	-40.4	-299
2023-01-19	Buy	120,000	1년	-40.3	-299
2023-02-15	Buy	120,000	1년	-39.3	-299
2023-02-27	Buy	120,000	1년	-38.5	-299
2023-03-20	Buy	120,000	1년	-37.8	-299
2023-03-27	Buy	120,000	1년	-37.1	-299
2023-04-03	Buy	120,000	1년	-36.5	-299
2023-04-10	Buy	120,000	1년	-35.7	-299
2023-04-17	Buy	120,000	1년	-35.4	-299
2023-04-27	Buy	120,000	1년	-37.8	-35.3
2023-05-11	StrongBuy	140000	1년		