

씨에스윈드 (112610. KS)

Orsted 주가 급락으로 확인된 해상풍력 기자재 공급난

투자의견	Strong BUY (유지)
목표주가	140,000 원(유지)
현재주가	63,500 원(08/31)
시가총액	2,678 (십억원)

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

- 글로벌 해상풍력 1위 개발업체인 Orsted가 미국 해상풍력 관련 총 23억달러 손상을 예고하면서 주가 25% 급락
- 이에 따라 국내 해상풍력 기자재 관련업체들도 주가 급락한 상황
- Orsted의 손상 예상 원인은 1) 하부구조물 등 해상풍력 기자재 조달 늦어져 단지 건설 지연(7억달러), 2) 미국 내 기자재 조달 관련 보너스 크레딧 협상 지연(9억달러), 3) 이자율 상승 관련 예상 손상(7억달러)
- 손상의 주원인은 기자재 공급망이 갖춰지지 않은 상태에서 동시다발적인 해상풍력 단지 건설을 하기 때문
- 하부구조물, 타워 등 기자재 적기 공급이 글로벌 해상풍력 확대에 키 포인트인 것이 확인
- GWEC, 매크로 상황 우호적이지 않지만, 중국 제외 해상풍력 향후 10년간 연평균 28% 고성장 예상
- 씨에스윈드, 포르투갈, 베트남에 해상 타워 공장 증설, 하부구조물 업체 인수는 긍정적인 결정이라 판단

주가(원,8/9)	63,500
시가총액(십억원)	2,678

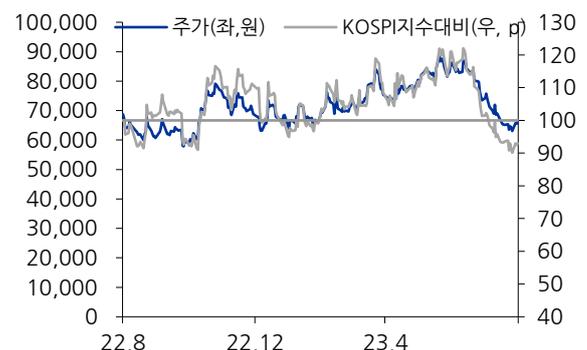
발행주식수	42,171천주
52주 최고가	89,400원
최저가	56,700원
52주 일간 Beta	1.13
60일 평균거래대금	323억원
외국인 지분율	12.3%
배당수익률(2022E,%)	0.8%
주주구성	
김성권 (외 20인)	41.2%
국민연금공단 (외 1인)	12.2%
자사주 (외 1인)	1.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-14.4	-5.1	-7.6
절대기준	-11.5	-11.0	-11.0

	현재	직전	변동
투자의견	Strong BUY	Strong BUY	-
목표주가	140,000	140,000	-
영업이익(23)	132.9	132.9	-
영업이익(24)	288.9	288.9	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,603.3	2,435.0
영업이익	101.1	42.1	132.9	288.9
세전손익	90.7	1.7	89.5	257.3
당기순이익	64.7	(9.8)	72.2	200.8
EPS(원)	1,570	(23)	1,711	4,761
증감률(%)	85.7	적전	흑전	178.3
PER(배)	41.9	n/a	37.1	13.3
ROE(%)	10.1	(0.1)	8.0	19.8
PBR(배)	3.1	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA(배)	21.1	29.6	14.7	8.3

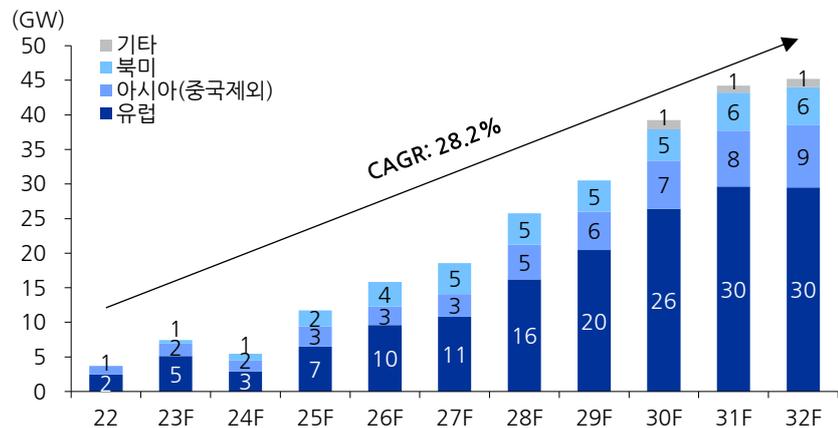
자료: 유진투자증권



Orsted, 미국 해상풍력 관련 손상 예고로 주가 급락

8월 30일 Orsted 주가가 25% 급락하면서 국내 풍력관련주들도 동반 급락했다. Orsted 주가 급락의 원인은 미국 해상풍력단지 관련 총 23 억달러의 손상 가능성을 예고했기 때문이다. 이유는 1) 하부구조물 등 해상풍력 기자재 수급난으로 인한 단지 건설 지연 손상(7억달러), 2) 미국 내 기자재 공급망 확보 부진으로 인한 IRA 추가 보조금 수령 지연 관련 손상(9 억달러), 3) 이자율 상승으로 인한 단지 수익성 하락 예상(7억달러)이다. 이자율 상승보다 기자재 공급 관련 손상액이 전체의 70%를 차지할 정도로 절대적이다. 중국을 제외한 해상풍력 시장은 이제 막 개화되기 시작했다. GWEC(글로벌 풍력협회)는 2022~2032 년 글로벌 해상풍력 시장 성장률을 28%로 추정한 보고서를 최근에 발간했다. 미국은 올해부터 설치가 시작되었고, 동시다발적으로 단지 건설이 이루어지고 있다. 유럽에서 기자재를 공급받고 있는데, 유럽업체들의 공급능력이 절대적으로 부족한 상황이다. 신규업체들이 진입하고 있으나, 대량생산 체제를 갖추는데 긴 시간이 필요하다. 글로벌 해상풍력이 확산기로 진입한 것은 사실이고, 이를 현실화시키는 키포인트가 기자재의 원활한 공급이라는 것이 확인된 것이다.

도표 1. 중국 제외 해상풍력 시장 연평균 성장률 28.2%(2022~2032)



자료: GWEC(Global Offshore Wind Report 2023), 유진투자증권

씨에스윈드, 해상풍력 기자재 확대 전략은 기업가치에 긍정적 요인

씨에스윈드는 포르투갈과 베트남에 해상풍력 타워 신공장을 건설하고 있다. 내년부터 지멘스와 체결한 연간 약 6천억원 수준의 해상타워 공급계약을 이행하기 위한 투자다. 글로벌 해상풍력 하부구조물 업체인 Bladt 인수도 발표했다. 당국의 최종 심사가 진행 중이고, 고객사들과의 하부구조물 단가 협상도 진행하고 있다. Bladt 인수 발표 이후 씨에스윈드의 주가가 하락하기 시작했다. 투자자들은 Bladt 가 현재 적자가 나고 있는 업체이기 때문에 실적부담이 된다고 판단하는 것으로 보인다. 하지만, Orsted 사례에서 보듯이 해상풍력 단지 건설은 기자재 공급이 적기에 이루어지지 않으면 대규모 손실이 발생한다. 가격협상력에서 기자재업체들이 유리한 상황이다. 손실을 기록하면서까지 Bladt 를 인수할 이유는 없다고 회사는 판단할 가능성이 높다. 이에 대한 후속 작업이 진행되고 있을 것이다. Bladt 인수 발표가 씨에스윈드에게 부정적으로 작용할 이유가 없다.

내년부터 본격화 될 실질 성장은 여전히 기대감 높아

올해 동사의 턴어라운드는 IRA 의 AMPC 때문이다. 회계상의 이슈라고 치부할 수있다. 따라서 내년부터 기대하는 고성장에 대한 가시성이 높은지가 중요하다. 당사는 긍정적이라고 판단한다. 그 이유는 1) 해상풍력 타워 중장기 공급계약 이행 시작, 2) 미국의 IRA 와 유럽의 REPowerEU 에 따른 육상풍력 설치량 확대 시작 때문이다. 지멘스 육상 터빈 불량에 이어 Orsted 의 해상풍력 손상 처리 등으로 글로벌 풍력업체들의 주가가 약세를 보이고 있다. 하지만 정책 지원 트렌드는 여전하기 때문에 지금은 주가 하방에 베팅할 시점은 아니라고 판단한다. 금리의 피크 아웃 시점까지 다가오고 있다. 씨에스윈드에 대해 투자의견 StrongBUY 와 목표주가 14 만원을 유지한다.

도표 2. 씨에스윈드 분기 실적 추정

	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23F	4Q23F
매출액	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	415.5	400.5	436.8
증가율	28.1%	17.4%	50.7%	-9.9%	13.0%	26.9%	23.9%	5.5%
베트남법인	110.1	73.0	71.0	84.0	69.8	35.0	40.0	41.2
중국법인	37.9	46.0	47.0	32.1	14.8	53.0	35.0	82.5
유럽법인	24.4	20.0	23.0	43.6	17.0	43.0	51.0	85.0
말레이시아법인	31.5	5.0	6.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
PT 대경 인다	2.0	4.3	14.1	8.9	8.9	8.5	6.5	1.1
터키법인/기타	21.8	47.0	43.0	31.2	98.0	71.0	75.0	50.0
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	8.7	16.0	22.0	31.0	33.0
대만법인	17.3	24.0	23.0	45.7	18.0	15.0	12.0	6.0
미국법인	50.3	90.0	88.0	159.4	108.0	168.0	150.0	138.0
매출원가	281.9	287.1	279.1	390.6	301.1	346.3	336.8	375.7
매출원가율	90.9%	87.7%	86.4%	94.3%	85.9%	83.3%	84.1%	86.0%
판관비	19.0	21.1	23.8	30.2	24.8	27.4	27.6	30.7
판관비율	6.1%	6.4%	7.4%	7.3%	7.1%	6.6%	6.9%	7.0%
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.5	41.8	36.1	30.5
증가율	-70.8%	-31.6%	57.6%	-123.3%	166.5%	116.6%	78.4%	흑전
영업이익률	3.0%	5.9%	6.3%	-1.6%	7.0%	10.1%	9.0%	7.0%
영업외손익	-10.9	-12.8	-20.2	3.5	-12.1	-19.7	-8.6	-3.0
세전이익	-1.7	6.5	0.1	-3.1	12.4	22.1	27.5	27.5
법인세	3.9	1.0	-1.0	6.4	4.3	1.1	5.8	6.0
법인세율	-222.9%	14.7%	-1362.7%	-206.4%	34.9%	5.0%	21.2%	22.0%
계속사업손익	-5.6	5.6	1.1	-9.5	8.1	21.0	21.6	21.4

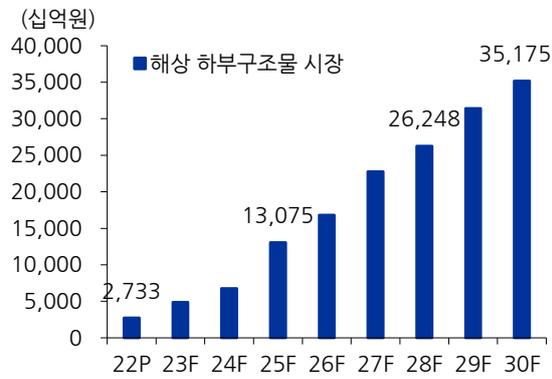
자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 3. 씨에스윈드 연간 실적 추정

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	502.2	799.4	969.1	1,195.0	1,374.9	1,603.3	2,435.0	3,221.4
증가율	60.8%	59.2%	21.2%	23.3%	14.2%	16.6%	51.9%	32.3%
베트남법인	220.3	374.0	418.9	439.0	338.0	186.0	452.0	598.0
중국법인	85.9	127.0	133.1	143.7	163.0	185.3	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	25.0	22.0	22.4
터키법인/기타	64.8	109.6	103.5	95.6	49.9	102.0	135.0	177.0
씨에스베어링	56.6	14.1	45.2	78.2	143.0	294.0	291.0	301.0
대만법인			69.3	87.0	110.0	51.0	91.0	87.0
미국법인				94.7	387.7	564.0	912.0	1,395.0
매출원가	420.8	685.8	821.1	1,023.6	1,238.7	1,359.9	2,026.2	2,685.7
매출원가율	83.8%	85.8%	84.7%	85.7%	90.1%	84.8%	83.2%	83.4%
판관비	48.7	53.5	50.4	70.3	94.1	110.5	119.9	125.5
판관비율	9.7%	6.7%	5.2%	5.9%	6.8%	6.9%	4.9%	3.9%
영업이익	32.7	60.1	97.6	101.1	42.1	132.9	288.9	410.2
증가율	-7.5%	83.7%	62.3%	3.6%	-58.3%	215.5%	117.4%	42.0%
영업이익률	6.5%	7.5%	10.1%	8.5%	3.1%	8.3%	11.9%	12.7%
영업외 손익	(26.0)	(20.3)	(39.8)	-10.4	-40.4	-43.4	-31.6	-33.0
세전이익	6.8	39.9	57.8	90.7	1.7	89.5	257.3	377.2
법인세	(0.3)	5.2	24.2	24.8	10.3	17.3	56.6	83.4
법인세율	-4.0%	13.0%	41.9%	27.4%	590.4%	19.3%	22.0%	22.1%
계속사업손익	7.1	34.7	33.6	65.9	-8.5	72.2	200.8	293.8

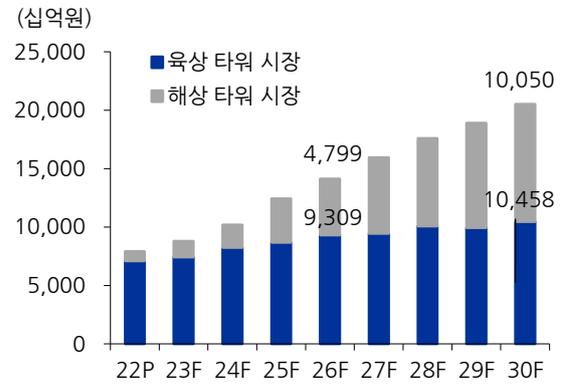
자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 4. 해상풍력 하부구조물 시장 전망(중국제외)



자료: 유진투자증권

도표 5. 풍력 타워(육상, 해상)시장 전망(중국제외)



자료: 유진투자증권

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,051.9	2,441.9	2,904.8
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,230.0	1,513.7	1,861.5
현금성자산	278.4	196.2	348.1	423.1	504.2
매출채권	398.4	366.3	371.6	501.0	655.0
재고자산	350.9	381.8	442.3	521.0	633.0
비유동자산	698.2	767.9	821.9	928.2	1,043.3
투자자산	63.6	114.8	119.5	124.4	129.4
유형자산	510.0	532.2	590.5	699.9	817.0
기타	124.6	120.9	111.9	103.9	96.9
부채총계	827.3	854.9	1,077.6	1,289.9	1,480.1
유동부채	572.7	623.8	695.6	807.0	946.3
매입채무	316.3	323.4	364.9	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	974.3	1,152.0	1,424.7
자배자본	894.2	876.6	926.2	1,103.9	1,376.6
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	290.6	470.3	743.0
기타	8.0	6.8	5.0	3.0	3.0
비자배자본	49.6	48.1	48.1	48.1	48.1
자본총계	943.8	924.7	974.3	1,152.0	1,424.7
총차입금	444.2	480.4	660.4	780.4	860.4
순차입금	165.8	284.1	312.3	357.3	356.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(105.4)	150.8	78.5	171.3	234.7
당기순이익	64.7	(9.8)	72.2	200.8	293.8
자산상각비	38.2	65.6	71.2	78.5	88.9
기타비현금성손익	30.2	63.7	(40.1)	9.3	9.4
운전자본증감	(193.0)	68.4	(24.7)	(117.4)	(157.4)
매출채권감소(증가)	(154.3)	34.7	(5.3)	(129.4)	(154.0)
재고자산감소(증가)	(106.9)	(9.7)	(60.5)	(78.7)	(112.0)
매입채무증가(감소)	20.7	52.4	41.5	91.1	109.0
기타	47.5	(9.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
투자현금	(300.6)	(105.3)	(133.7)	(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)	(114.7)	(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)	151.7	74.7	81.0
기초현금	91.8	261.8	191.6	343.3	418.1
기말현금	261.8	191.6	343.3	418.1	499.0
Gross Cash flow	133.1	119.4	103.2	288.6	392.1
Gross Investment	494.0	32.6	158.2	310.6	369.9
Free Cash Flow	(360.9)	86.9	(55.0)	(22.0)	22.3

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,195.0	1,374.9	1,603.3	2,435.0	3,221.4
증가율(%)	23.3	15.1	16.6	51.9	32.3
매출원가	1,023.6	1,238.7	1,359.9	2,026.2	2,685.7
매출총이익	171.4	136.2	243.4	408.8	535.7
판매 및 일반관리비	70.3	94.1	110.5	119.9	125.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	101.1	42.1	132.9	288.9	410.2
증가율(%)	3.6	(58.3)	215.5	117.4	42.0
EBITDA	139.3	107.7	204.1	367.5	499.1
증가율(%)	9.8	(22.7)	89.5	80.1	35.8
영업외손익	(10.4)	(40.4)	(43.4)	(31.6)	(33.0)
이자수익	1.6	2.2	1.8	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)	(13.2)	1.9	3.0
세전순이익	90.7	1.7	89.5	257.3	377.2
증가율(%)	57.0	(98.1)	5,047.6	187.7	46.6
법인세비용	24.8	10.3	17.3	56.6	83.4
당기순이익	64.7	(9.8)	72.2	200.8	293.8
증가율(%)	92.7	적전	흑전	178.3	46.4
지배주주지분	66.2	(1.0)	72.2	200.8	293.8
증가율(%)	114.5	적전	흑전	178.3	46.4
비지배지분	(1.5)	(8.8)	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	1,570	(23)	1,711	4,761	6,967
증가율(%)	85.7	적전	흑전	178.3	46.4
수정EPS(원)	1,570	(23)	1,711	4,761	6,967
증가율(%)	85.7	적전	흑전	178.3	46.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,570	(23)	1,711	4,761	6,967
BPS	21,204	20,786	21,963	26,176	32,644
DPS	600	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	41.9	n/a	37.1	13.3	9.1
PBR	3.1	3.3	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	21.1	29.6	14.7	8.3	6.1
배당수익률	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	20.8	24.3	26.0	9.3	6.8
수익성(%)					
영업이익률	8.5	3.1	8.3	11.9	12.7
EBITDA이익률	11.7	7.8	12.7	15.1	15.5
순이익률	5.4	(0.7)	4.5	8.2	9.1
ROE	10.1	(0.1)	8.0	19.8	23.7
ROIC	8.7	(17.9)	8.7	16.3	19.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	17.6	30.7	32.0	31.0	25.0
유동비율	187.4	162.2	176.8	187.6	196.7
이자보상배율	11.6	2.9	5.6	10.3	13.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	1.1	1.2
매출채권회전율	4.0	3.6	4.3	5.6	5.6
재고자산회전율	4.3	3.8	3.9	5.1	5.6
매입채무회전율	5.0	4.3	4.7	5.9	6.3

Compliance Notice

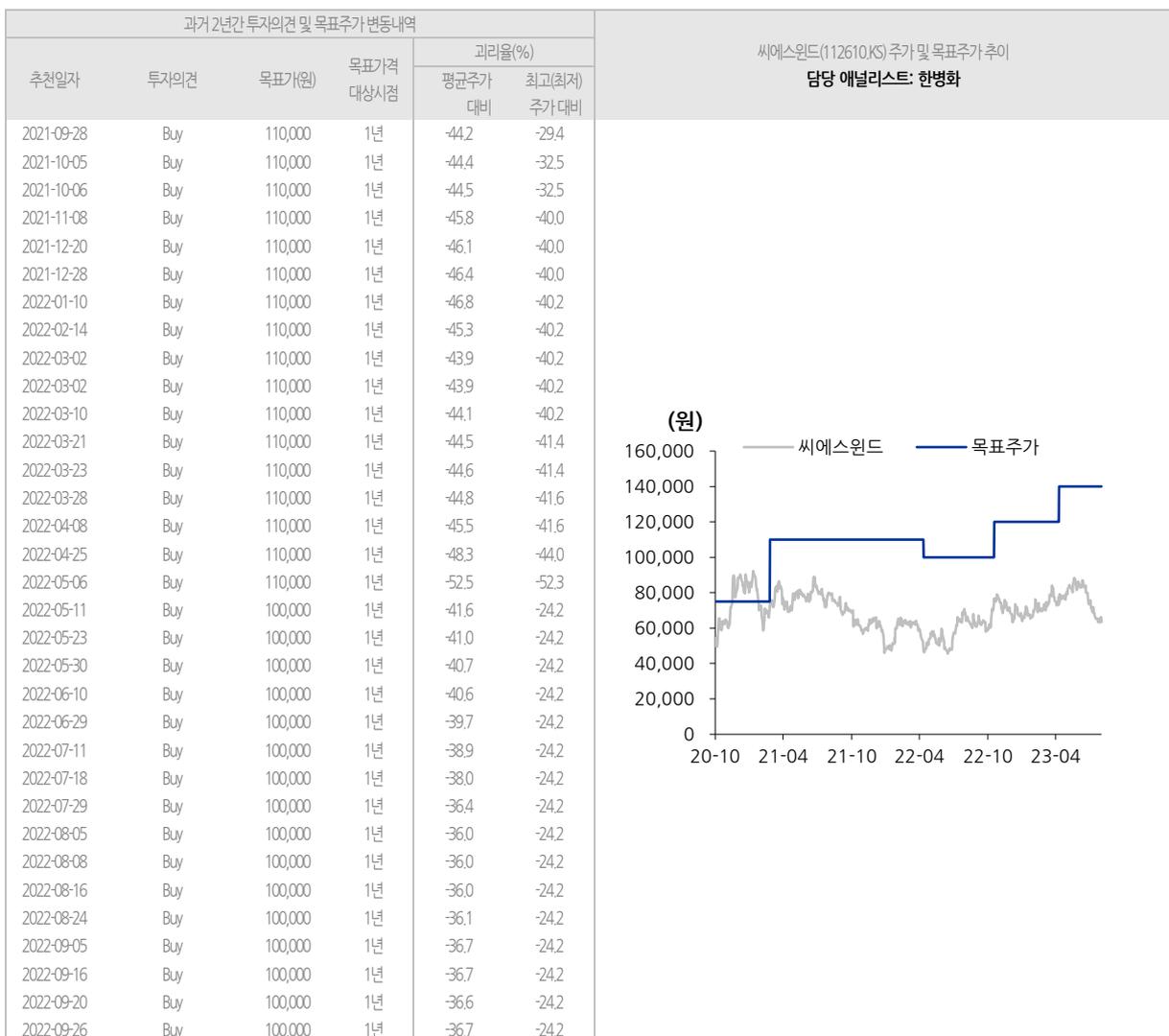
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 조사분석담당자는 지난 4/2 에서 4/7 까지 해당사 경비제공으로 미국 공장 착공식에 참석했습니다.
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 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/투자 의견 비율

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

(2023.06.30 기준)



2022-10-05	Buy	100,000	1년	-36.5	-24.2
2022-10-14	Buy	100,000	1년	-36.5	-24.2
2022-10-18	Buy	100,000	1년	-36.5	-24.2
2022-10-25	Buy	100,000	1년	-36.1	-24.2
2022-10-26	Buy	100,000	1년	-35.7	-24.2
2022-11-07	Buy	100,000	1년	-31.0	-24.2
2022-11-10	Buy	100,000	1년	-27.8	-24.2
2022-11-17	Buy	120,000	1년	-40.3	-29.9
2022-11-28	Buy	120,000	1년	-40.5	-29.9
2022-12-12	Buy	120,000	1년	-40.7	-29.9
2022-12-20	Buy	120,000	1년	-40.8	-29.9
2022-12-22	Buy	120,000	1년	-40.8	-29.9
2023-01-03	Buy	120,000	1년	-40.7	-29.9
2023-01-09	Buy	120,000	1년	-40.4	-29.9
2023-01-12	Buy	120,000	1년	-40.3	-29.9
2023-01-19	Buy	120,000	1년	-40.3	-29.9
2023-02-15	Buy	120,000	1년	-39.3	-29.9
2023-02-27	Buy	120,000	1년	-38.5	-29.9
2023-03-20	Buy	120,000	1년	-37.8	-29.9
2023-03-27	Buy	120,000	1년	-37.2	-29.9
2023-04-03	Buy	120,000	1년	-36.6	-29.9
2023-04-10	Buy	120,000	1년	-35.8	-29.9
2023-04-17	Buy	120,000	1년	-35.6	-29.9
2023-04-27	Buy	120,000	1년	-37.9	-35.3
2023-05-11	Strong Buy	140,000	1년	-44.4	-36.9
2023-05-15	Strong Buy	140,000	1년	-44.4	-36.9
2023-05-30	Strong Buy	140,000	1년	-44.4	-36.9
2023-06-19	Strong Buy	140,000	1년	-45.3	-37.4
2023-06-26	Strong Buy	140,000	1년	-46.0	-37.9
2023-07-11	Strong Buy	140,000	1년	-47.9	-38.0
2023-08-10	Strong Buy	140,000	1년	-53.3	-50.7
2023-09-01	Strong Buy	140,000	1년		