

씨에스윈드 (112610.KS)

계약 단가 인상으로 보여준 높아진 입지

자회사 해상 변전소 관련 계약 단가 인상에 성공하면서, 대규모 일회성 이익 발생. 하반기 Monopile 계약 단가 인상, 25년에는 풍력 타워 단가 인상을 통해 수익성 개선 가능. 목표주가를 80,000원으로 상향

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com
RA곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

계약 단가 인상을 통해 수익성 개선 및 밸류체인 내 입지 확인

투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 기존 70,000원에서 80,000원으로 14% 상향. 목표주가는 25년 EPS 추정치를 7% 상향과 풍력 기업들의 밸류에이션 소폭 상승을 반영하여, 적용 PER 배수를 17.0배에서 18.2배로 상향한 것에 기인

자회사 CS Offshore의 해상변전소(OSS) 관련 계약 단가 인상에 성공하였으며, 3분기까지 Monopile 관련 계약 단가 인상도 진행될 예정. 본업인 풍력 타워에서도 25년 납품 물량에 대해 단가 인상을 진행 중. 계약 단가 인상은 해상풍력 밸류체인 내에서 CS Wind의 중요성을 보여준 것. 하부구조물 관련 공급 부족이 우려되는 상황에서 고객사인 풍력 디벨로퍼에서 해상 풍력 공급망 안정화를 위한 비용 부담을 결정. 해상풍력 구조물, 육상/해상 풍력 타워에서 동사의 입지 상향

2분기: 해상 변전소 계약 단가 인상으로 큰 폭의 이익 증가 성공

24년 2분기 매출액 8,578억원(+106.4% y-y), 영업이익 1,303억원(+211.5% y-y, OPM +15.2%)를 기록하면서 어닝서프라이즈를 기록. 타워부문에서 매출액 5,205억원, 영업이익 502억원으로 영업이익률 9.6%를 기록. 미국 법인 생산량 증가로 AMPC(첨단제조세액공제) 규모도 327억원으로 증가

2분기, CS Offshore의 해상 변전소 프로젝트에서 고객사와 계약 단가 인상에 성공. 이에 1분기 500억원 규모의 영업적자가 환입, OSS 프로젝트 자체적으로도 이익 창출이 가능. Change Order에 성공하면서, 자회사의 실적 변동성 리스크 축소. 3분기 Monopile 관련 계약 단가 인상 가능성도 높다고 판단

씨에스윈드 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	415.5	380.5	373.7	736.7	857.8	106.4	16.4	740.3	716.3	711.5
영업이익	41.8	41.5	-3.2	-9.5	130.3	211.5	흑전	36.1	40.1	89.6
영업이익률	10.1	10.9	-0.9	-1.3	15.2			4.9	5.6	12.6
세전이익	22.1	22.9	-33.5	-34.9	110.3	398.8	흑전	18.5	28.1	71.9
(지배)순이익	20.6	19.1	-27.6	-38.8	104.4	405.8	흑전	17.3	19.3	61.6

자료: Dart, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 80,000원 (상향)
현재가 (24/08/08) 62,500원

업종	기계
KOSPI / KOSDAQ	2556.73 / 745.28
시가총액(보통주)	2,635.7십억원
발행주식수(보통주)	42.2백만주
52주 최고가('23/08/09)	72,000원
최저가('24/06/25)	44,800원
평균거래대금(60일)	21,429백만원
배당수익률(2024E)	0.88%
외국인지분율	13.9%

주요주주	
김성권 외 15 인	41.0%
국민연금공단	10.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	19.0	7.2	-9.3
상대수익률 (%p)	27.8	9.9	-8.7

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,520	3,002	3,278	3,633
증감률	10.6	97.5	9.2	10.8
영업이익	105	268	282	353
증감률	148.5	155.7	5.4	25.1
영업이익률	6.9	8.9	8.6	9.7
(지배지분)순이익	20	144	187	242
EPS	471	3,414	4,423	5,734
증감률	942.0	624.5	29.5	29.6
PER	149.0	18.3	14.1	10.9
PBR	3.3	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	20.1	9.5	8.9	6.8
ROE	2.2	14.9	16.8	18.6
부채비율	199.9	204.7	171.1	138.9
순차입금	587	754	723	577

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

씨에스윈드는 2006년 8월 설립되어 2014년 11월 상장한 풍력 타워 생산기업. GE, Vestas, Siemens-Gamesa 등 글로벌 주요 풍력 터빈 기업에 풍력 타워를 공급. 중국, 베트남, 말레이시아, 영국 등에 생산 설비를 보유하고 있으며, 미국 공장 인수로 미국 시장 침투 확대. 해상풍력 하부 구조물인 생산 기업인 CS Offshore(구 Bladt)를 2023년 인수. 해상 풍력에서의 포트폴리오 확대

Share price drivers/Earnings Momentum

- 각국 정부의 재생에너지 정책 강화, 발전 보조금지급 등 재생에너지 보급 정책 확대
- 해상풍력 시장 확대로 고부가가치 중심으로 제품 Mix 변화 및 이에 따른 평균단가 상승
- 석탄 가격 및 국제유가 상승으로 인한 재생에너지의 상대적 가격 메리트 부각
- 해상풍력 하부 구조물 제작 기업인 Bladt의 외형 성장 및 수익성 개선

Downside Risk

- 고금리 장기화, 인플레이션 압력에 따른 비용 상승으로 풍력 프로젝트 개발 축소
- 미국 IRA 법안 폐지 또는 축소
- 각국의 반덤핑 제소 및 Local Contents 요구 등 무역장벽 강화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Vestas	39.4	18.6	6.4	5.0	16.4	28.1
Siemens Energy	30.2	28.8	2.0	1.9	7.9	7.0
Acciona	17.5	14.6	1.3	1.2	6.7	7.7
Nordex	253.0	18.2	3.1	2.7	1.4	15.1
Orsted	18.7	14.5	2.3	1.9	13.0	14.4

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	1,521.1	149.0	18.3	14.1	10.9
PBR	3.3	3.3	2.6	2.2	1.9
PSR	2.1	1.9	0.9	0.8	0.7
ROE	0.2	2.2	14.9	16.8	18.6
ROIC	-4.2	5.4	13.6	12.3	14.2

자료: NH투자증권 리서치본부

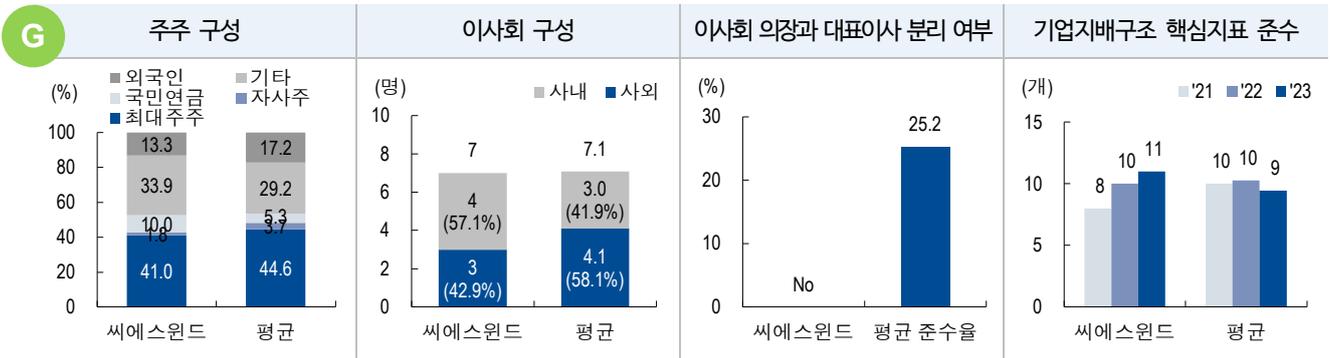
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

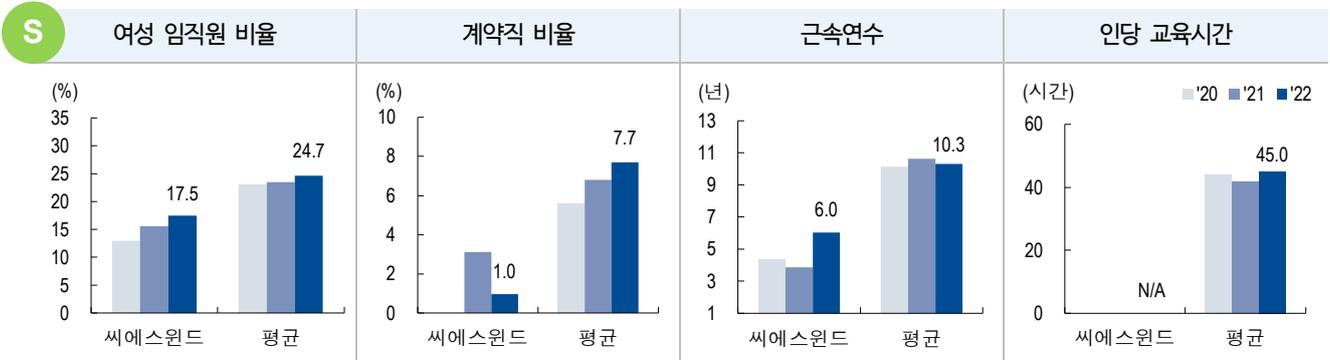
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	297	311	312	502	799	969	1,195	1,375	1,520
영업이익	36	-24	35	33	60	98	101	42	105
영업이익률(%)	12.3	-7.6	11.3	6.5	7.5	10.1	8.5	3.1	6.9
세전이익	26	-17	42	7	40	58	91	2	24
순이익	21	-17	39	7	35	34	65	-10	19
지배자분순이익	21	-17	39	6	32	31	66	-1	20
EBITDA	50	-9	50	48	82	127	139	108	179
CAPEX	17	16	37	26	88	110	92	98	192
Free Cash Flow	-37	33	-40	-47	-2	-86	-198	52	-81
EPS(원)	585	-473	1,067	162	874	845	1,601	-23	471
BPS(원)	8,915	8,173	8,263	8,273	9,338	11,314	21,204	20,786	21,266
DPS(원)	142	95	166	189	218	473	600	500	500
순차입금	-57	-71	-22	122	106	125	135	245	587
ROE(%)	6.9	-5.5	13.0	2.0	9.9	8.2	10.1	-0.1	2.2
ROIC(%)	12.8	-11.7	14.9	10.0	11.7	11.6	9.5	-18.6	5.4
배당성향(%)	22.9	-18.4	14.2	104.5	22.3	55.9	38.2	-2,110.4	104.2
배당수익률(%)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.2	0.5	0.9	0.7	0.7
순차입금 비율(%)	-17.6	-23.9	-7.2	38.2	28.6	28.2	14.3	26.4	62.2

자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

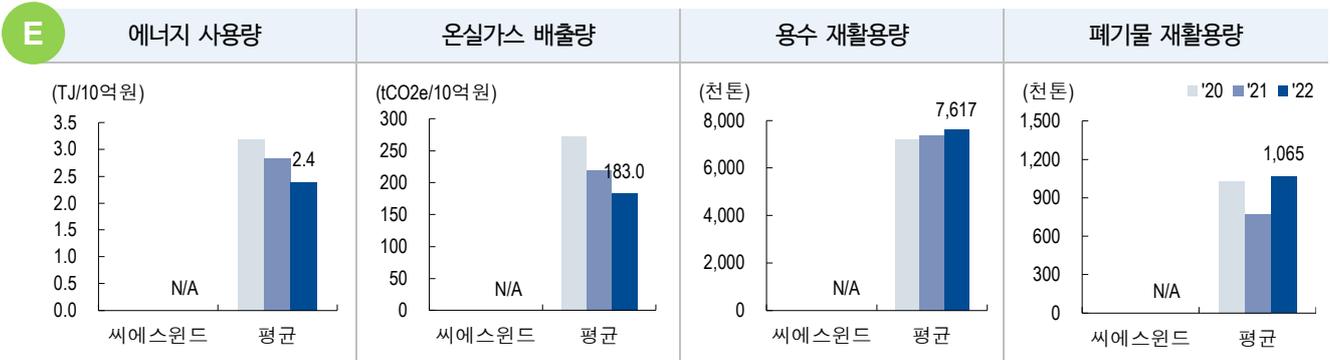
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 씨에스윈드, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2021.6	- 세계 최대 풍력발전 기업인 Vestas의 미국 풍력 타워 공장 인수
	2021.5	- 덴마크 Copenhagen Infrastructure Partners(CIP), Stiesdal Offshore Technology(SOT)와 부유식 해상풍력 발전 개발 관련 MOU 체결
S	2018.2	- 어린이 재단, 다문화가족지원센터, 노인복지센터, 등 6개 봉사기관과 사회공헌활동 기부금 전달식 개최
G	2018.2	- 씨에스베어링을 관계회사로 편입
	2019.11	- 자회사 씨에스베어링 코스닥 상장
	2023.7	- 유럽의 해상풍력 하부구조물 기업인 Bladt, 지분 100%를 인수

자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

표1. 씨에스윈드 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	1,520	3,002	3,278	3,633
	- 수정 전	-	2,742	3,191	3,541
	- 변동률	-	9.5	2.7	2.6
영업이익	- 수정 후	105	268	282	353
	- 수정 전	-	110	267	351
	- 변동률	-	142.7	5.4	0.6
영업이익률(수정 후)		6.9	8.9	8.6	9.7
EBITDA		179	363	384	484
(지배지분)순이익		20	144	187	242
EPS	- 수정 후	471	3,414	4,423	5,734
	- 수정 전	-	399	4,125	5,676
	- 변동률	-	755.6	7.2	1.0
PER		149.0	18.3	14.1	10.9
PBR		3.3	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA		20.1	9.5	8.9	6.8
ROE		2.2	14.9	16.8	18.6

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 주요 풍력 Peer Valuation Table

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

회사명		씨에스윈드	Vestas	Siemens Energy	Acciona	Nordex	GE Vernova	Orsted
주가(08/08 원, 달러)		62,500	166.0	23.1	116.4	13.4	166.1	407.4
시가총액 (십억원, 백만달러)		2,636	24,576	20,205	6,987	3,470	45,636	25,115
PER	2023	149.0	359.4	N/A	13.5	N/A	N/A	N/A
	2024E	18.3	39.4	30.2	17.5	253.0	45.2	18.7
	2025F	14.1	18.6	28.8	14.6	18.2	28.6	14.5
PBR	2023	3.3	9.6	1.1	1.5	2.5	N/A	2.8
	2024E	2.6	6.4	2.0	1.3	3.1	4.4	2.3
	2025F	2.2	5.0	1.9	1.2	2.7	3.9	1.9
ROE	2023	2.2	2.5	-35.4	10.9	-32.7	-4.8	-32.8
	2024E	14.9	16.4	7.9	6.7	1.4	12.2	13.0
	2025F	16.8	28.1	7.0	7.7	15.1	13.4	14.4

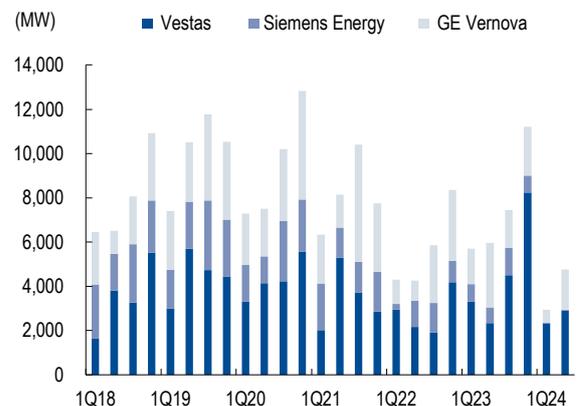
주: 주가와 시가총액의 경우 국내 기업은 원화, 해외기업은 달러 기준으로 작성, 해외기업 주가는 8월 7일 기준
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 글로벌 풍력 설치량 전망치



자료: BNEF, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주요 터빈사 풍력사업부 분기별 수주 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
매출액	1,520	3,002	3,278	3,633
증감률 (%)	10.6	97.5	9.2	10.8
매출원가	1,314	2,591	2,827	3,100
매출총이익	206	411	451	532
Gross 마진 (%)	13.5	13.7	13.8	14.6
판매비와 일반관리비	101	143	169	179
영업이익	105	268	282	353
증감률 (%)	148.5	155.7	5.4	25.1
OP 마진 (%)	6.9	8.9	8.6	9.7
EBITDA	179	363	384	484
영업외손익	-81	-89	-50	-45
금융수익(비용)	-54	-71	-56	-51
기타영업외손익	-23	-18	6	6
종속, 관계기업관련손익	-4	0	0	0
세전계속사업이익	24	179	232	308
법인세비용	5	36	39	58
계속사업이익	19	143	192	249
당기순이익	19	143	192	249
증감률 (%)	흑전	655.1	34.5	29.6
Net 마진 (%)	1.2	4.8	5.9	6.9
지배주주지분 순이익	20	144	187	242
비지배주주지분 순이익	-1	-1	6	7
기타포괄이익	16	9	0	0
총포괄이익	35	152	192	249

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
PER(X)	149.0	18.3	14.1	10.9
PBR(X)	3.3	2.6	2.2	1.9
PCR(X)	15.6	8.1	6.8	5.5
PSR(X)	1.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(X)	20.1	9.5	8.9	6.8
EV/EBIT(X)	34.3	12.8	12.1	9.3
EPS(W)	471	3,414	4,423	5,734
BPS(W)	21,266	24,412	28,294	33,487
SPS(W)	36,047	71,187	77,734	86,138
자기자본이익률(ROE, %)	2.2	14.9	16.8	18.6
총자산이익률(ROA, %)	0.8	4.7	5.8	7.2
투자자본이익률(ROIC, %)	5.4	13.6	12.3	14.2
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.9	0.9
배당성장률(%)	104.2	14.4	12.2	9.4
총현금배당금(십억원)	21	21	23	23
보통주 주당배당금(W)	500	500	550	550
순부채(현금)/자기자본(%)	62.2	70.1	58.1	39.2
총부채/자기자본(%)	199.9	204.7	171.1	138.9
이자발생부채	961	1,186	1,092	963
유동비율(%)	96.6	111.1	115.6	127.8
총발행주식수(mn)	42	42	42	42
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	70,200	62,500	62,500	62,500
시가총액(십억원)	2,960	2,636	2,636	2,636

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	207	275	214	232
매출채권	309	429	468	519
유동자산	1,368	1,726	1,757	1,877
유형자산	916	1,026	1,099	1,122
투자자산	30	16	16	16
비유동자산	1,464	1,553	1,620	1,639
자산총계	2,833	3,279	3,377	3,516
단기성부채	529	578	524	434
매입채무	474	600	656	727
유동부채	1,417	1,553	1,519	1,469
장기성부채	432	608	568	528
장기충당부채	7	7	8	9
비유동부채	471	650	612	575
부채총계	1,888	2,203	2,131	2,044
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	611	611	611	611
이익잉여금	241	365	528	747
비지배주주지분	48	47	52	60
자본총계	944	1,076	1,246	1,472

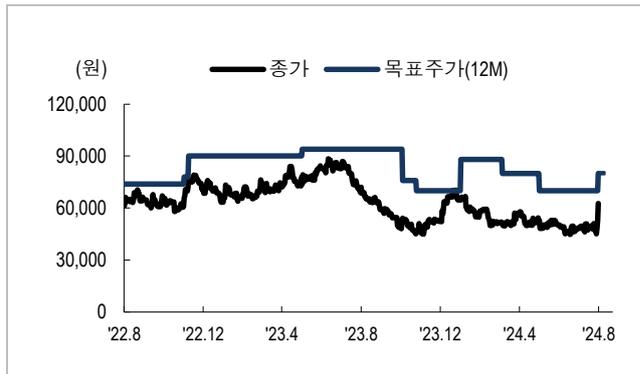
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
영업활동 현금흐름	111	37	222	319
당기순이익	19	143	192	249
+ 유/무형자산상각비	74	95	102	131
+ 종속, 관계기업관련손익	4	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	16	0	0	0
Gross Cash Flow	189	327	386	481
- 운전자본의증가(감소)	-57	-202	-73	-61
투자활동 현금흐름	-236	-174	-168	-148
+ 유형자산 감소	4	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-192	-200	-170	-150
+ 투자자산의매각(취득)	-16	14	0	0
Free Cash Flow	-81	-163	52	169
Net Cash Flow	-125	-137	53	171
재무활동 현금흐름	141	205	-115	-152
자기자본 증가	2	0	0	0
부채증감	139	205	-115	-152
현금의증가	16	68	-61	18
기말현금 및 현금성자산	207	275	214	232
기말 순부채(순현금)	587	754	723	577

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.09	Buy	80,000원(12개월)	-	-
2024.05.10	Buy	70,000원(12개월)	-30.4%	-24.6%
2024.01.11	Buy	80,000원(12개월)	-34.2%	-27.9%
2024.01.11	Buy	88,000원(12개월)	-35.4%	-24.2%
2023.11.06	Buy	70,000원(12개월)	-19.8%	0.7%
2023.10.13	Buy	76,000원(12개월)	-34.8%	-29.7%
2023.05.11	Buy	94,000원(12개월)	-22.6%	-6.0%
2022.11.16	Buy	90,000원(12개월)	-20.3%	-6.6%
2022.11.09	Buy	78,000원(12개월)	-10.2%	-7.1%
2022.05.23	Buy	74,000원(12개월)	-21.1%	-4.5%

씨에스윈드 (112610.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '씨에스윈드'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.