

씨에스윈드 (112610.KS)

리스크는 선반영, 기회 요인은 남았다

미국 해상풍력 하부구조물 관련 추가 리스크는 없음. 독일 재정 정책 확대에 따른 풍력 수요 증가 기대감은 주가에 미반영. 실적 눈높이를 하향 조정하여, 목표주가는 59,000원으로 하향하나, 밸류에이션 메리트 충분

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com

Jr. Analyst 곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

미국 해상 풍력 리스크 반영 완료. 독일발 수요 확대 기회는 미반영

투자 의견 Buy 유지하나, 목표주가를 59,000원으로 6% 하향 조정. 계약 취소를 고려하여, 목표주가 추정 시점인 26년 실적 추정치 3% 하향 조정. 목표주가는 하향 조정하였으나, 비교 기업 대비 밸류에이션 메리트는 충분

지난 3월초 해상풍력 하부구조물 계약 취소(계약금액 미공시)로 인해 주가 급락. 남아 있는 미국 해상풍력 수주잔고를 고려하면, 미국 해상풍력 리스크는 모두 반영. 미국 내 정책 불확실성은 있으나, 터빈 기업들의 육상 풍력 수주잔고가 역대 최고치로 타워 발주는 계속. 2025년 1분기 고객사의 수주 부진이 27년 이후의 실적에 영향을 줄 수 있으나, 타워 기업 입장에서 대응 시간 존재

독일 의회는 기후변화 대응, 경제 구조 친환경 전환을 위해 1,000억 유로 예산 배정하였으며, 과거 예산 대비 2배로 증액. 유럽 풍력 터빈 기업인 Vestas, Nordex의 주가는 1달 동안 10%, 32% 상승. 친환경 투자에 적극적인 독일에서 육, 해상 풍력 수요 증가 기대감이 높아지고 있으나, 동사 최근 주가에는 미반영

1분기: 이연된 타워 매출이 반영되면서 예상 수준의 실적 전망

25년 1분기 매출액 8,315억원(+12.9% y-y), 영업이익 969억원(흑전 y-y, OPM +11.6%)을 기록할 전망. 전분기 이연된 타워 매출(1,000억원 추정)이 반영되고, 계약 단가가 조정된 하부구조물의 높은 수익성과 계속되는 원달러 환율 강세가 반영된 결과. 24년말 기준, 타워 수주잔고가 9.5억달러이며, 충분한 수주잔고를 바탕으로 핵심 타워 생산 기지인 베트남과 미국에서 매출 증가 지속

씨에스윈드 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E					2Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
매출액	736.7	857.8	805.5	670.9	831.5	12.9	23.9	836.5	878.2	771.0
영업이익	-9.5	129.0	109.6	46.3	96.9	흑전	109.3	96.7	98.2	83.8
영업이익률	-1.3	15.0	13.6	6.9	11.6			11.6	11.2	10.9
세전이익	-34.9	110.4	100.4	24.2	77.7	흑전	221.7	77.5	84.1	69.7
(지배)순이익	-38.8	106.6	72.7	21.3	62.3	흑전	192.2	60.6	61.1	55.9

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 59,000원 (하향)
현재가 (25/03/24) 36,900원

업종	기계
KOSPI / KOSDAQ	2632.07 / 720.22
시가총액(보통주)	1,556.1십억원
발행주식수(보통주)	42.2백만주
52주 최고가('24/09/24)	72,300원
최저가('25/03/06)	35,400원
평균거래대금(60일)	13,585백만원
배당수익률(2025E)	1.49%
외국인지분율	13.8%
주요주주	
김성권 외 15 인	41.4%
국민연금공단	9.8%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-14.1 -49.0 -28.2
상대수익률 (%p)	-20.3 -49.0 -25.0

	2024P	2025E	2026F	2027F
매출액	3,071	3,082	3,691	3,843
증감률	102.0	0.4	19.8	4.1
영업이익	275	315	341	339
증감률	163.2	14.3	8.2	-0.7
영업이익률	9.0	10.2	9.2	8.8
(지배지분)순이익	162	206	223	226
EPS	3,837	4,895	5,287	5,356
증감률	714.1	27.6	8.0	1.3
PER	10.9	7.5	7.0	6.9
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.5	5.2	4.6	4.1
ROE	15.6	16.3	15.3	13.6
부채비율	198.0	162.6	140.0	118.2
순차입금	588	577	531	331

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: 미국 IRA 법안에 따른 AMPC 보조금이 반영된 수치

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 확대에 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 CS Offshore(구 Bladt)의 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	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Vestas	18.3	13.0	3.6	3.0	19.8	23.0
Siemens Energy	80.1	26.0	5.2	4.4	5.8	18.5
Acciona	14.7	13.7	1.2	1.2	8.3	9.2
Nordex	16.2	13.2	2.7	2.2	17.1	16.7
GE Vernova	50.4	30.6	8.2	6.8	17.6	24.7

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024P	2025E	2026F	2027F
PER	149.0	10.9	7.5	7.0	6.9
PBR	3.3	1.5	1.1	1.0	0.9
PSR	1.9	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE	2.2	15.6	16.3	15.3	13.6
ROIC	5.4	14.1	13.1	12.9	12.3

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

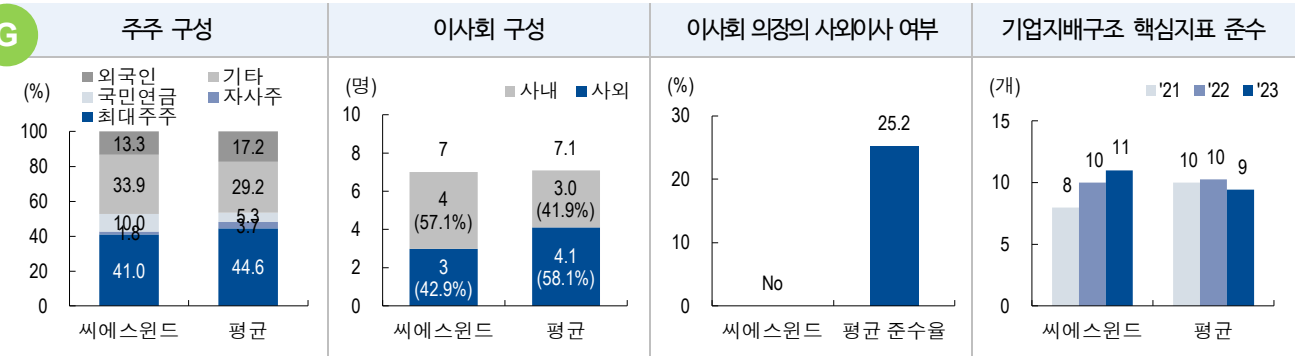
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	311	312	502	799	969	1,195	1,375	1,520	3,071
영업이익	-24	35	33	60	98	101	42	105	275
영업이익률(%)	-7.6	11.3	6.5	7.5	10.1	8.5	3.1	6.9	9.0
세전이익	-17	42	7	40	58	91	2	24	200
순이익	-17	39	7	35	34	65	-10	19	163
지배지분순이익	-17	39	6	32	31	66	-1	20	162
EBITDA	-9	50	48	82	127	139	108	179	370
CAPEX	16	37	26	88	110	92	98	192	250
Free Cash Flow	33	-40	-47	-2	-86	-198	52	-81	-130
EPS(원)	-473	1,067	162	874	845	1,601	-23	471	3,837
BPS(원)	8,173	8,263	8,273	9,338	11,314	21,204	20,786	21,266	27,817
DPS(원)	95	166	189	218	473	600	500	500	500
순차입금	-71	-22	122	106	125	135	245	587	588
ROE(%)	-5.5	13.0	2.0	9.9	8.2	10.1	-0.1	2.2	15.6
ROIC(%)	-11.7	14.9	10.0	11.7	11.6	9.5	-18.6	5.4	14.1
배당성향(%)	-18.4	14.2	104.5	22.3	55.9	38.2	-2,110.4	104.2	12.8
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.4	1.2	0.5	0.9	0.7	0.7	1.2
순차입금 비율(%)	-23.9	-7.2	38.2	28.6	28.2	14.3	26.4	62.2	48.1

자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

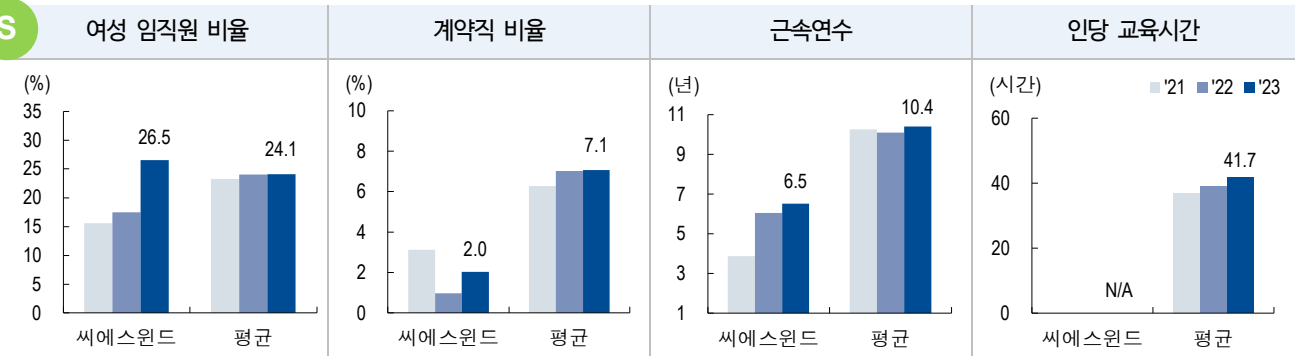


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 씨에스윈드, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

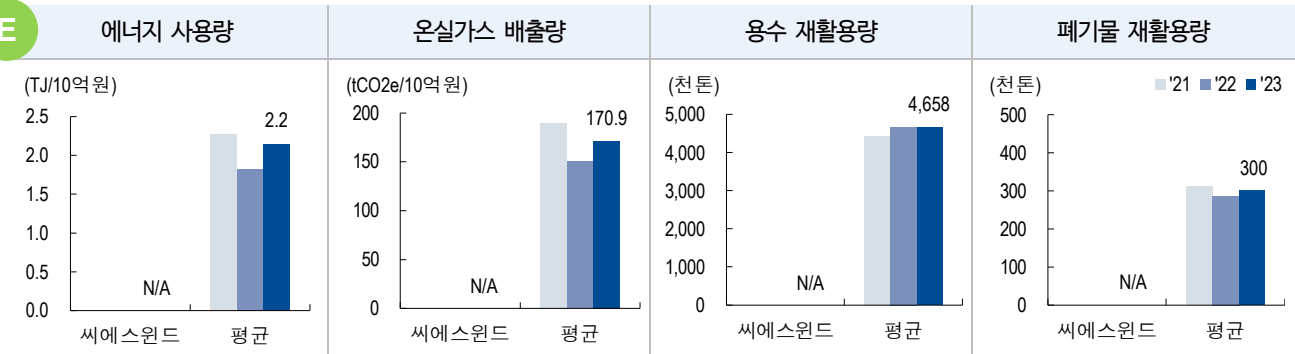
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 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
	2024.7	- 자회사 운영자금 지원을 위한 445억원 규모 교환사채 발행

자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

표1. 씨에스윈드 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024P	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	3,071	3,082	3,691	3,843
	- 수정 전	-	3,101	3,667	3,863
	- 변동률	-	-0.6	0.7	-0.5
영업이익	- 수정 후	275	315	341	339
	- 수정 전	-	316	339	340
	- 변동률	-	-0.4	0.7	-0.5
영업이익률(수정 후)		9.0	10.2	9.2	8.8
EBITDA		370	417	472	472
(지배지분)순이익		162	206	223	226
EPS	- 수정 후	3,837	4,895	5,287	5,356
	- 수정 전	-	4,919	5,424	5,498
	- 변동률	-	-0.5	-2.5	-2.6
PER		10.9	7.5	7.0	6.9
PBR		1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA		6.5	5.2	4.6	4.1
ROE		15.6	16.3	15.3	13.6

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 주요 풍력 Peer Valuation Table

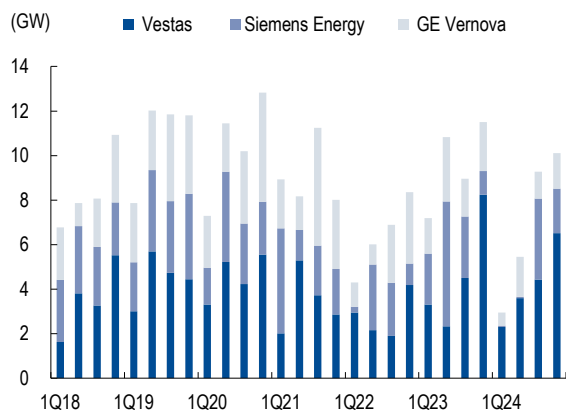
(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

회사명		씨에스윈드	Vestas	Siemens Energy	Acciona	Nordex	GE Vernova	Orsted
주가(3/24, 원, 달러)		36,900	108.8	61.8	124.8	15.9	333.9	327.9
시가총액 (십억원, 백만달러)		1,556.1	15,961.2	53,549.2	7,419.1	4,074.2	92,115.0	20,024.3
PER	2024	10.9	26.3	24.1	11.4	23.9	54.2	-
	2025E	7.5	18.3	80.1	14.7	16.2	50.4	13.6
	2026F	7.0	13.0	26.0	13.7	13.2	30.6	11.6
PBR	2024	1.5	3.7	2.9	1.3	3.2	9.5	2.2
	2025E	1.1	3.6	5.2	1.2	2.7	8.2	1.6
	2026F	1.0	3.0	4.4	1.2	2.2	6.8	1.4
ROE	2024	15.6	15.2	13.5	11.8	13.4	18.3	-1.6
	2025E	16.3	19.8	5.8	8.3	17.1	17.6	13.3
	2026F	15.3	23.0	18.5	9.2	16.7	24.7	13.8

주1: 주가와 시가총액의 경우 국내 기업은 원화, 해외기업은 달러 기준으로 작성, 주2: 해외기업은 3월 21일 종가 기준

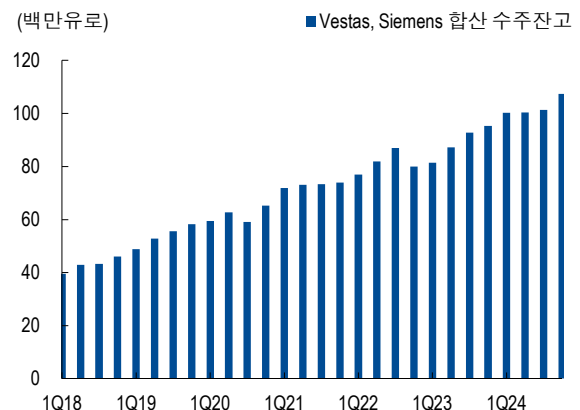
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 글로벌 풍력 터빈 기업들의 분기별 수주 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

그림2. Vestas, SGRE 풍력 부문 합산 수주잔고 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12P	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	3,071	3,082	3,691	3,843
증감률 (%)	102.0	0.4	19.8	4.1
매출원가	2,664	2,630	3,178	3,309
매출총이익	406	452	513	534
Gross 마진 (%)	13.2	14.7	13.9	13.9
판매비와 일반관리비	131	137	172	196
영업이익	275	315	341	339
증감률 (%)	163.2	14.3	8.2	-0.7
OP 마진 (%)	9.0	10.2	9.2	8.8
EBITDA	370	417	472	472
영업외손익	-75	-52	-54	-44
금융수익(비용)	-65	-58	-54	-44
기타영업외손익	-10	6	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	200	263	287	294
법인세비용	37	50	57	59
계속사업이익	163	213	230	235
당기순이익	163	213	230	235
증감률 (%)	761.7	30.4	8.0	2.4
Net 마진 (%)	5.3	6.9	6.2	6.1
지배주주지분 순이익	162	206	223	226
비지배주주지분 순이익	1	6	7	9
기타포괄이익	135	0	0	0
총포괄이익	298	213	230	235

Valuations/profitability/stability

	2024/12P	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	10.9	7.5	7.0	6.9
PBR(X)	1.5	1.1	1.0	0.9
PCR(X)	5.1	3.7	3.4	3.4
PSR(X)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	6.5	5.2	4.6	4.1
EV/EBIT(X)	8.7	6.9	6.3	5.8
EPS(W)	3,837	4,895	5,287	5,356
BPS(W)	27,817	32,172	36,919	41,736
SPS(W)	72,820	73,092	87,529	91,136
자기자본이익률(ROE, %)	15.6	16.3	15.3	13.6
총자산이익률(ROA, %)	5.0	5.8	6.1	6.0
투자자본이익률(ROIC, %)	14.1	13.1	12.9	12.3
배당수익률(%)	1.19	1.49	1.49	1.49
배당성장률(%)	12.8	11.0	10.2	10.1
총현금배당금(십억원)	21	23	23	23
보통주 주당배당금(W)	500	550	550	550
순부채(현금)/자기자본(%)	48.1	40.8	32.8	18.1
총부채/자기자본(%)	198.0	162.6	140.0	118.2
이자발생부채	1,281	1,195	1,079	977
유동비용(%)	125.8	133.0	142.9	155.9
총발행주식수(mn)	42	42	42	42
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	41,900	36,900	36,900	36,900
시가총액(십억원)	1,767	1,556	1,556	1,556

Statement of financial position

(십억원)	2024/12P	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	515	441	373	470
매출채권	558	560	659	641
유동자산	2,025	2,024	2,183	2,277
유형자산	1,076	1,149	1,172	1,192
투자자산	16	16	16	16
비유동자산	1,616	1,684	1,703	1,719
자산총계	3,642	3,708	3,886	3,996
단기성부채	531	485	409	347
매입채무	614	616	738	769
유동부채	1,610	1,522	1,528	1,460
장기성부채	750	710	670	630
장기충당부채	7	8	9	10
비유동부채	809	774	739	704
부채총계	2,419	2,296	2,267	2,164
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	611	611	611	611
이익잉여금	382	566	766	969
비지배주주지분	49	55	62	72
자본총계	1,222	1,412	1,619	1,832

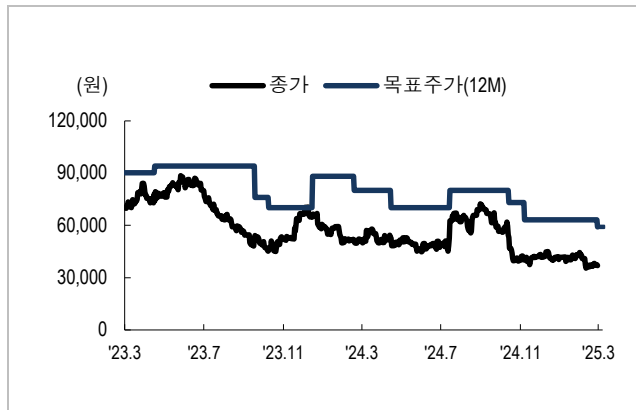
Cash flow statement

(십억원)	2024/12P	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	120	202	218	374
당기순이익	163	213	230	235
+ 유/무형자산상각비	95	102	131	134
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	1
Gross Cash Flow	349	419	463	463
- 운전자본의증가(감소)	-139	-114	-143	4
투자활동 현금흐름	-112	-168	-148	-151
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-250	-170	-150	-150
+ 투자자산의매각(취득)	14	0	0	0
Free Cash Flow	-130	32	68	224
Net Cash Flow	8	33	70	223
재무활동현금흐름	300	-107	-138	-125
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	300	-107	-138	-125
현금의증가	308	-74	-69	98
기말현금 및 현금성자산	515	441	373	470
기말 순부채(순현금)	588	577	531	331

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.03.25	Buy	59,000원(12개월)	-	-
2024.12.02	Buy	63,000원(12개월)	-35.5%	-28.8%
2024.11.08	Buy	73,000원(12개월)	-14.4%	-1.0%
2024.08.09	Buy	80,000원(12개월)	-21.3%	-9.6%
2024.05.10	Buy	70,000원(12개월)	-30.4%	-24.6%
2024.03.14	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%

씨에스윈드 (112610.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 12월 31일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.5%	14.5%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 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 기관투자가 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.