NH투자증권

씨에스윈드 (112610.KS)

미국 수주, 해상풍력 정책 지원이 향후 핵심

1분기 이연 타워 매출, AMPC 보조금 증가, 하부구조물 단가 인상으로 호실적 기록. 주가는 역사적 저점 밸류에이션을 통과. 향후 고객사의 미국 육상풍력 수주 증가, 해상풍력 정책적 불확실성 해소 여부가 중요

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

정책 지원이 필요한 글로벌 해상풍력

투자의견 Buy, 목표주가 59,000원 유지. 1분기 호실적은 긍정적이나, 하반기로 가면서 하부구조물 매출 감소를 감안, '25년 영업이익 추정치는 4%만 상향

'25년 기준 PER 9.0배로 밸류에이션은 역사적 하단. 정책 불확실성을 반영한 결과. 다만 미국의 IRA, AMPC 등의 보조금 정책 논의가 진행 중이며, 그 사이 글로벌 해상풍력 프로젝트 일부가 취소되면서 장기 실적 추정에 불확실성 존재. 5월 7일 영국의 해상풍력 Hornsea4 프로젝트 취소. 하반기 유럽 중심 해상풍력 및 기자재 입찰은 계속 있어, 수주 기회는 있음. 다만 구조적 수요 증가를 위해서는 국가별로 정책 지원이 요구되며, 밸류에이션 반등까지는 시간 필요

1분기: 어닝서프라이즈 달성, 고객사의 미국 풍력 수주가 관전 포인트

'25년 1분기 매출액 9,019억원(+22.4% y-y), 영업이익 1,252억원(흑전 y-y, OPM +13.9%)를 기록하여, 시장컨센서스를 상회하는 호실적 기록. 전분기 이연된 타워 매출(1,200억원 이상 추정), 미국 법인에서 생산하는 타워의 대형화에 따른 AMPC 보조금(406억원) 증가, 하부구조물 단가 인상으로 인한 수익성 개선, 원달러 환율 상승이 맞물린 결과. '25년 실적은 상고하저 예상

1분기 기준, 2억달러 규모의 풍력 타워 수주. 주요 고객사인 Vestas의 1분기 수주는 3.1GW로 전년대비 36% 증가했으나, 그 중 미국 육상풍력 수주는 189MW로 전년대비 83% 감소. 미국 내 육상풍력 수주가 증가하면, 씨에스윈드 미국 법인 실적 개선 및 장기 실적 개선에 대한 불확실성 해소 가능함

씨에스윈드 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P					2Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	736.7	857.8	805.5	672.5	901.9	22.4	34.1	831.5	872.8	781.0
영업이익	-9.5	129.0	109.6	26.3	125.2	흑전	375.8	96.9	97.1	91.7
영업이익률	*-1.3*	*15.0*	*13.6*	*3.9*	*13.9*			*11.6*	*11.1*	*11.7*
세전이익	-34.9	110.4	100.4	-4.1	108.6	흑전	흑전	77.7	82.3	73.0
(지배)순이익	-38.8	106.6	72.7	1.8	94.9	흑전	5,136.9	62.3	61.4	59.7

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**59,000원 (유지)**
현재가 (25/05/08)	**42,850원**
업종	**기계**
KOSPI / KOSDAQ	2579.48 / 729.59
시가총액(보통주)	1,807.0십억원
발행주식수(보통주)	42.2백만주
52주 최고가('24/09/24)	72,300원
최저가('25/04/09)	30,450원
평균거래대금(60일)	10,718백만원
배당수익률(2025E)	1.17%
외국인지분율	13.6%
주요주주	
김성권 외 15 인	41.4%
국민연금공단	9.8%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	6.1	-8.3	-18.4
상대수익률 (%p)	3.7	-9.0	-13.1

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	3,073	3,130	3,616	3,871
증감률	*102.1*	*1.9*	*15.5*	*7.0*
영업이익	255	329	335	343
증감률	*145.2*	*28.7*	*1.9*	*2.2*
영업이익률	*8.3*	*10.5*	*9.3*	*8.9*
(지배지분)순이익	142	201	224	224
EPS	3,374	4,758	5,310	5,322
증감률	*634.2*	*41.0*	*11.6*	*0.2*
PER	12.4	9.0	8.1	8.1
PBR	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.3	5.1	5.1	5.0
ROE	13.9	16.2	15.7	13.8
부채비율	200.7	163.2	140.9	119.5
순차입금	831	668	705	547

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. 해상풍력에서의 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 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	16.1	11.6	3.1	2.5	19.3	22.8
Siemens Energy	72.7	27.9	5.9	4.9	8.0	19.7
Acciona	15.5	14.6	1.3	1.3	8.2	9.4
Nordex	16.6	13.9	2.8	2.4	17.0	16.0
GE Vernova	59.5	37.1	10.2	8.6	18.4	25.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	152.8	12.4	9.0	8.1	8.1
PBR	3.3	1.5	1.4	1.2	1.0
PSR	1.9	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE	2.2	13.9	16.2	15.7	13.8
ROIC	5.3	11.0	13.4	11.9	11.3

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

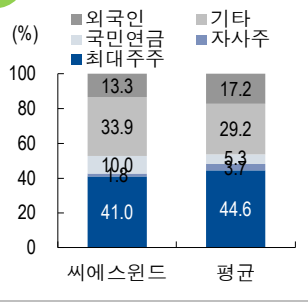
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**311**	**312**	**502**	**799**	**969**	**1,195**	**1,375**	**1,520**	**3,073**
영업이익	-24	35	33	60	98	101	42	105	255
영업이익률(%)	*-7.6*	*11.3*	*6.5*	*7.5*	*10.1*	*8.5*	*3.1*	*6.9*	*8.3*
세전이익	-17	42	7	40	58	91	2	24	172
순이익	**-17**	**39**	**7**	**35**	**34**	**65**	**-10**	**19**	**144**
지배지분순이익	**-17**	**39**	**6**	**32**	**31**	**66**	**-1**	**20**	**142**
EBITDA	-9	50	48	82	127	139	108	179	420
CAPEX	16	37	26	88	110	92	98	192	200
Free Cash Flow	33	-40	-47	-2	-86	-198	52	-81	-151
EPS(원)	-473	1,067	162	874	845	1,601	-23	471	3,374
BPS(원)	8,173	8,263	8,273	9,338	11,314	21,204	20,786	21,266	27,238
DPS(원)	95	166	189	218	473	600	500	500	1,000
순차입금	-71	-22	122	106	125	135	245	587	831
ROE(%)	-5.5	13.0	2.0	9.9	8.2	10.1	-0.1	2.2	13.9
ROIC(%)	-11.7	14.9	10.0	11.7	11.6	9.5	-18.6	5.4	11.0
배당성향(%)	-18.4	14.2	104.5	22.3	55.9	38.2	-2,110.4	104.2	29.1
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.4	1.2	0.5	0.9	0.7	0.7	2.4
순차입금 비율(%)	-23.9	-7.2	38.2	28.6	28.2	14.3	26.4	62.2	69.2

자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

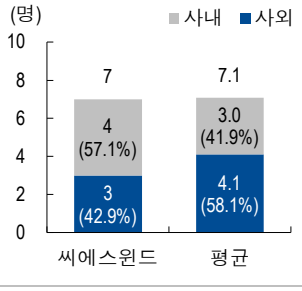
ESG Index & Event

G

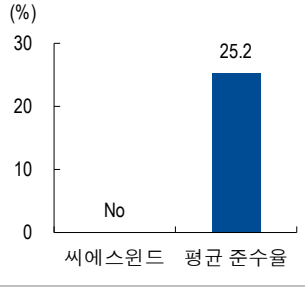
주주 구성



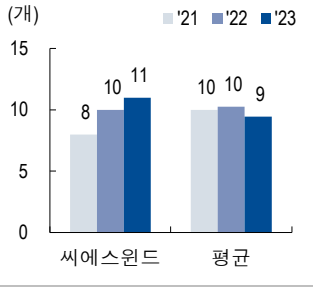
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



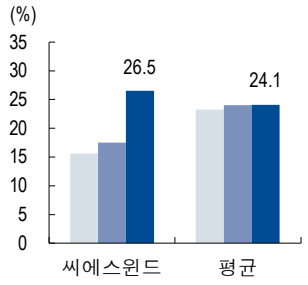
기업지배구조 핵심지표 준수



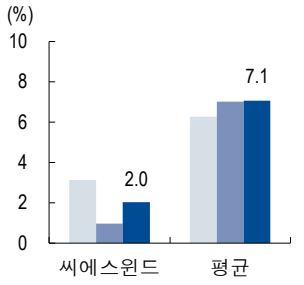
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 씨에스윈드, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

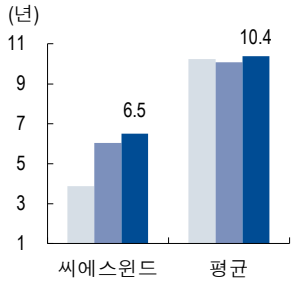
여성 임직원 비율



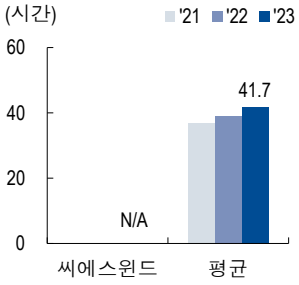
계약직 비율



근속연수



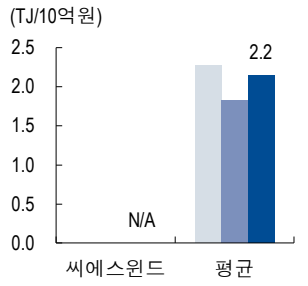
인당 교육시간



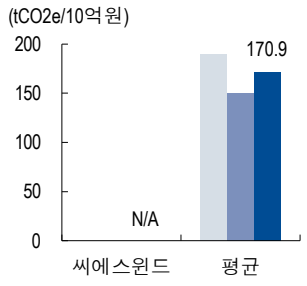
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

E

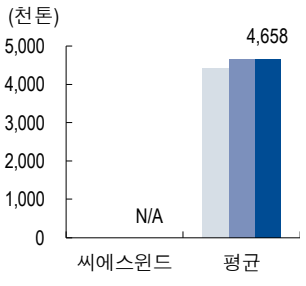
에너지 사용량



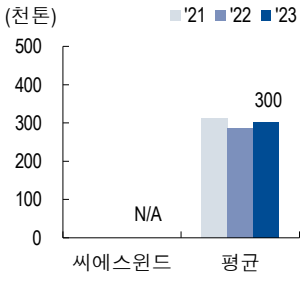
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



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, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	3,073	3,130	3,616	3,871
	- 수정 전	-	3,082	3,691	3,843
	- 변동률	-	*1.5*	*-2.0*	*0.7*
영업이익	- 수정 후	255	329	335	343
	- 수정 전	-	315	341	339
	- 변동률	-	*4.4*	*-1.7*	*1.2*
영업이익률(수정 후)		*8.3*	*10.5*	*9.3*	*8.9*
EBITDA		420	500	506	488
(지배지분)순이익		142	201	224	224
EPS	- 수정 후	3,374	4,758	5,310	5,322
	- 수정 전	-	4,895	5,287	5,356
	- 변동률	-	*-2.8*	*0.4*	*-0.6*
PER		12.4	9.0	8.1	8.1
PBR		1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA		6.3	5.1	5.1	5.0
ROE		13.9	16.2	15.7	13.8

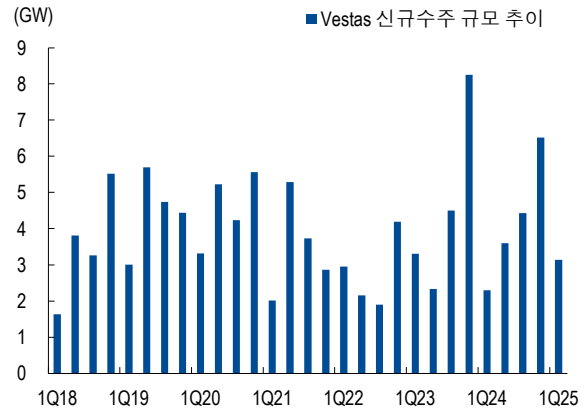
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 주요 풍력 Peer Valuation Table (단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

회사명		씨에스윈드	Vestas	Siemens Energy	Acciona	Nordex	GE Vernova	Orsted
주가(5/8, 원, 달러)		42,850	92.2	71.0	125.1	16.6	406.8	259.2
시가총액 (십억원, 백만달러)		1,807.0	14,106.3	64,161.6	7,760.9	4,441.5	111,032.6	16,515.3
PER	2024	12.4	26.3	24.1	9.8	24.3	54.2	N/A
	2025E	9.0	16.1	72.7	15.5	16.6	59.5	10.9
	2026F	8.1	11.6	27.9	14.6	13.9	37.1	9.2
PBR	2024	1.5	3.7	2.9	1.3	3.4	9.5	2.2
	2025E	1.4	3.1	5.9	1.3	2.8	10.2	1.3
	2026F	1.2	2.5	4.9	1.3	2.4	8.6	1.1
ROE	2024	13.9	15.2	13.5	11.1	14.0	18.3	-1.6
	2025E	16.2	19.3	8.0	8.2	17.0	18.4	13.7
	2026F	15.7	22.8	19.7	9.4	16.0	25.2	13.5

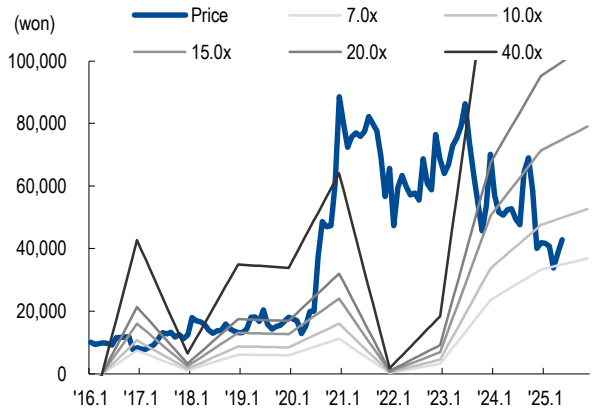
주1: 주가와 시가총액의 경우 국내 기업은 원화, 해외기업은 달러 기준으로 작성, 주2: 해외기업은 5월 7일 종가 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. Vestas 분기별 수주 추이



자료: Vestas, NH투자증권 리서치본부

그림2.Forward PER Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**3,073**	**3,130**	**3,616**	**3,871**
증감률 (%)	102.1	1.9	15.5	7.0
매출원가	**2,668**	**2,642**	**3,094**	**3,316**
매출총이익	**404**	**487**	**522**	**555**
Gross 마진 (%)	13.2	15.6	14.4	14.3
판매비와 일반관리비	149	159	187	212
영업이익	**255**	**329**	**335**	**343**
증감률 (%)	145.2	28.7	1.9	2.2
OP 마진 (%)	8.3	10.5	9.3	8.9
EBITDA	**420**	**500**	**506**	**488**
영업외손익	**-84**	**-81**	**-50**	**-53**
금융수익(비용)	-91	-75	-56	-53
기타영업외손익	11	-5	6	0
종속, 관계기업관련손익	-3	0	0	0
세전계속사업이익	**172**	**248**	**285**	**289**
법인세비용	**28**	**46**	**54**	**58**
계속사업이익	144	202	231	231
당기순이익	**144**	**202**	**231**	**231**
증감률 (%)	679.0	40.9	14.1	0.2
Net 마진 (%)	4.7	6.5	6.4	6.0
지배주주지분 순이익	142	201	224	224
비지배주주지분 순이익	1	2	7	7
기타포괄이익	89	0	0	0
총포괄이익	233	202	231	231

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	12.4	9.0	8.1	8.1
PBR(X)	1.5	1.4	1.2	1.0
PCR(X)	4.0	3.7	3.5	3.8
PSR(X)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	6.3	5.1	5.1	5.0
EV/EBIT(X)	10.4	7.7	7.7	7.1
EPS(W)	3,374	4,758	5,310	5,322
BPS(W)	27,238	31,505	36,274	41,056
SPS(W)	72,858	74,216	85,749	91,792
자기자본이익률(ROE, %)	13.9	16.2	15.7	13.8
총자산이익률(ROA, %)	4.4	5.6	6.2	5.9
투하자본이익률 (ROIC, %)	11.0	13.4	11.9	11.3
배당수익률(%)	2.39	1.17	1.28	1.28
배당성향(%)	29.1	10.3	10.2	10.2
총현금배당금(십억원)	41	21	23	23
보통주 주당배당금(W)	1,000	500	550	550
순부채(현금)/자기자본(%)	69.2	48.4	44.3	30.4
총부채/자기자본(%)	200.7	163.2	140.9	119.5
이자발생부채	1,440	1,265	1,175	1,052
유동비율(%)	123.5	126.5	137.7	150.9
총발행주식수(mn)	42	42	42	42
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	41,900	42,850	42,850	42,850
시가총액(십억원)	1,767	1,807	1,807	1,807

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	359	421	295	332
매출채권	489	522	603	645
유동자산	**1,828**	**1,879**	**2,073**	**2,186**
유형자산	1,133	1,218	1,222	1,231
투자자산	40	14	14	14
비유동자산	**1,781**	**1,759**	**1,758**	**1,762**
자산총계	**3,609**	**3,638**	**3,831**	**3,949**
단기성부채	569	555	505	422
매입채무	578	626	723	774
유동부채	**1,481**	**1,485**	**1,505**	**1,449**
장기성부채	871	710	670	630
장기충당부채	22	24	26	29
비유동부채	**929**	**771**	**736**	**701**
부채총계	**2,409**	**2,256**	**2,241**	**2,150**
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	655	655	655	655
이익잉여금	361	541	742	944
비지배주주지분	52	53	60	67
자본총계	**1,200**	**1,382**	**1,590**	**1,799**

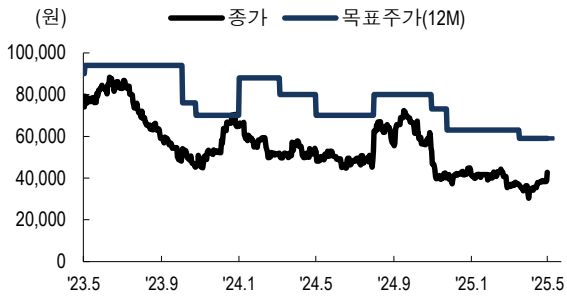
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**49**	**427**	**153**	**331**
당기순이익	144	202	231	231
+ 유/무형자산상각비	165	171	171	146
+ 종속, 관계기업관련손익	-3	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	16	0	0	0
Gross Cash Flow	442	484	510	479
- 운전자본의증가(감소)	-304	53	-248	-46
투자활동 현금흐름	**-212**	**-149**	**-168**	**-149**
+ 유형자산 감소	4	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-200	-250	-170	-150
+ 투자자산의매각(취득)	-14	25	0	0
Free Cash Flow	-151	177	-17	181
Net Cash Flow	-163	278	-15	182
재무활동현금흐름	**291**	**-216**	**-111**	**-146**
자기자본 증가	44	0	0	0
부채증감	248	-216	-111	-146
현금의증가	152	61	-126	37
기말현금 및 현금성자산	359	421	295	332
기말 순부채(순현금)	831	668	705	547

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			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. (2025년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	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.