

KUVIC 리서치 1팀

김영수 rladudtn0525@korea.ac.kr

백종혁 2016150437@korea.ac.kr

정연성 jysblue@korea.ac.kr

정은선 twelvesun@korea.ac.kr

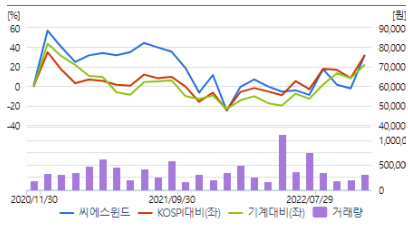
Overview

| | | |
|------------|-----------------|--------------|
| 투자 의견 | BUY | |
| 목표주가 | 113,000원 | 43.1% |
| 현재주가 | 79,100원 | |
| 시가총액 | 31,924억원 | |
| 발행주식수 | 41,429,481주 | |
| 유동비율 | 55.7% | |
| 외국인지분율 | 11.56% | |
| 52주 최저/최고 | 79,900/45,500 | |
| 60일-평균거래대금 | 245억원 | |

One-year Performance

| | 1M | 6M | 12M |
|-----------------|------|-------|-------|
| 씨에스윈드 (%) | +198 | +47.9 | +24.7 |
| vs KOSPI (%pts) | +8.4 | +9.5 | -18.2 |

Stock Price



씨에스윈드 (112610.KOSPI)

- 23E 연결기준 매출액 1,590억원(+17.6% YoY), OP 166억원(+10.47% YoY)
- 글로벌 풍력발전 성장과 더불어 안정적인 파이프라인 구축
- 풍력발전의 Game Changer, 해상풍력의 도약이 기대되는 시점
- 투자의견 **BUY**, 목표주가 **113,000원** 제시 (PER Valuation 방식 적용).

나의 꿈은 맑은 바람이 되어서

Key takeaways

글로벌 신재생 에너지 전환 흐름에 따른 풍력 섹터 내 최대 수혜주!

유럽의 'REPowerEU'와 미국의 'IRA' 등 에너지 안보 및 기후변화를 위한 신재생에너지 투자 확대는 구조적인 변화이다. 2030년까지 글로벌 신규 풍력발전은 매년 90GW 이상 설치될 전망으로, 글로벌 타워 1위 업체인 동사의 경쟁력 감안 시 증설에 따른 신규 수주 및 외형 성장은 지속될 것으로 전망된다.

해상풍력 시장의 구조적 성장에 따른 낙수효과~글로벌 풍력 타워 업체!

해상풍력 발전시장은 향후 3년 내외로 폭발적인 성장을 기록할 것으로 예상된다. 유럽의 경우 2025년부터 해상풍력 설치량이 급증할 것으로 보이기에 당사는 이에 발맞춰 최근 Siemens-Gamesa향 3.87조 규모의 공급계약을 체결하였다. 뿐만 아니라 동등부해안 해상풍력 생산기지가 자리잡게 된다면 풍력타워 M/S 1위 사업자인 당사의 실적은 고공행진 할 것으로 보인다.

풍력발전의 Game Changer! 해상풍력 도약이 기대되는 시점

IRA 법안 통과 후 美 풍력 설치량은 급증할 것으로 예상되며 보조금 수혜라는 직접적인 인센티브 또한 확보하게 된다. 뿐만 아니라 유럽지역 또한 에너지 자립도 확보 및 탄소중립정책 일환으로써 꾸준히 풍력 발전을 확대할 것으로 예측된다. 이에 더하여 글로벌 해상풍력단지 설치량 증가에 따른 당사의 증장기적 프리미엄의 개연성은 타당한 것으로 보인다.

Company financials

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 799 | 969 | 1,203 | 1,351 | 1,590 |
| YoY | -84% | 21.3% | 24.2% | 12.3% | 17.6% |
| 영업이익 | 61 | 97 | 99 | 116 | 166 |
| OPM | 7.6% | 10.0% | 8.3% | 8.6% | 10.5% |
| 지배주주순이익 | 36 | 32 | 65 | 68 | 104 |
| EPS(원) | 874 | 845 | 1,601 | 1,636 | 2,504 |
| YoY | 439% | -3% | 89% | 2.2% | 53% |
| PER(배) | 20.63 | 104.75 | 41.04 | 46.3 | 30.2 |

자료: KUVIC 리서치 1팀

REPORT

CONTENTS

I 산업분석 3p

1. 신재생에너지 산업
2. 국가별 풍력에너지 정책 및 동향

II 기업분석 8p

1. 기업 개요
2. 주요 사업
3. 경쟁사 분석
4. 재무 분석

III 투자포인트 및 투자고려사항 12p

1. 투자포인트
2. 투자고려사항

IV Valuation 14p

1. 씨에스윈드 매출 추정
2. 씨에스윈드 비용 추정
3. 씨에스윈드 목표 주가

Part I. 산업분석

1. 신재생에너지 산업

(1) 에너지 안보 및 자립도 강화로 에너지 전환 및 인프라 투자 확대

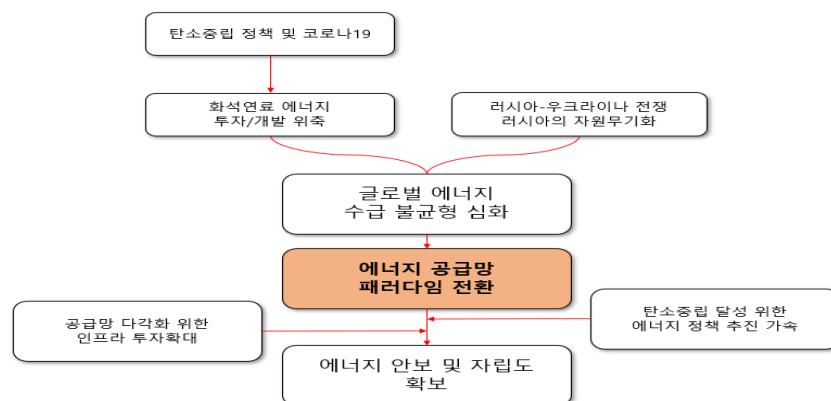
탄소중립 정책의 확산과 더불어 코로나 19 발생 등으로 화석연료 에너지에 대한 투자와 개발이 위축됨에 따라 에너지 공급여력은 크게 감소하였다. 이러한 글로벌 에너지 수급의 불균형이 심화되며 야기된 고유가와 에너지 공급망 교란은 러-우 사태를 거치며 극대화되었다. 그 결과 과거 냉전 종식과 함께 세계화가 진행되는 동안 글로벌 에너지 공급망 형성의 기준이 되었던 경제논리는 안보논리로 패러다임 전환되었다. 그 결과 유럽 등 주요 에너지소비대국들은 탄소중립 달성을 위한 에너지전환 정책 추진을 가속화해 궁극적으로 에너지 안보 및 자립도를 높이겠다는 계획을 수립하였다. 이에 따라 에너지 공급망을 다각화하기 위해 에너지 인프라 투자는 활발하게 진행될 것으로 전망된다.

에너지 전환은 에너지 수요 증가를 억제하고 에너지 효율성을 높일 뿐만 아니라, 석탄, 석유, 천연가스 등 화석연료 의존도를 낮추면서 신재생에너지 보급을 확대하는 것을 의미한다. 현재 글로벌 에너지시장의 주종을 이루는 화석연료는 지정학적 요인이 가격 변동에 큰 영향을 미치기 때문에 온실가스 배출 감축을 통한 탄소중립 구현 측면 뿐만 아니라 국가의 지속 가능 발전을 위한 에너지 안보 측면에서도 화석연료 사용을 적극적으로 줄일 필요가 있다.

게다가 코로나 19 발생과 탄소중립 정책의 확산으로 화석연료 에너지에 대한 투자와 개발이 위축됨에 따라 에너지 공급여력은 크게 감소하였던 반면, 2020년 말 북반구의 추운 겨울을 시작으로 세계 경제 활동이 차츰 재개되며 에너지 수요는 빠르게 증가하였다. 이러한 글로벌 에너지 수요와 공급의 불균형이 심화되며 촉발된 고유가와 에너지 공급망 교란은 올해 2월 러-우 사태로 극대화되었다. 이로 인해 국제 에너지시장의 불확실성을 심화시켰을 뿐만 아니라 글로벌 에너지 공급망의 패러다임 전환을 가져왔다. 또한, 유럽은 러시아의 에너지수출 무기화에 대응하고 역내 에너지 안보를 강화하기 위한 에너지수입의 탈 러시아를 선언하였다.

결과적으로, 향후 우호국들을 중심으로 에너지 협력체계가 강화됨에 따라 글로벌 에너지 공급망은 블록화 되고 비우호국에 대해서는 배타적인 형태로 재편될 전망이다. 유럽 등 주요 에너지소비대국들은 탄소중립을 위한 에너지전환 정책 추진을 가속화해 궁극적으로 에너지 안보를 강화하고, 전 세계적으로 신재생에너지 시스템으로의 이행을 위한 투자는 더욱 가속화될 것으로 전망된다.

[자료 1] 에너지 공급망 패러다임 전환



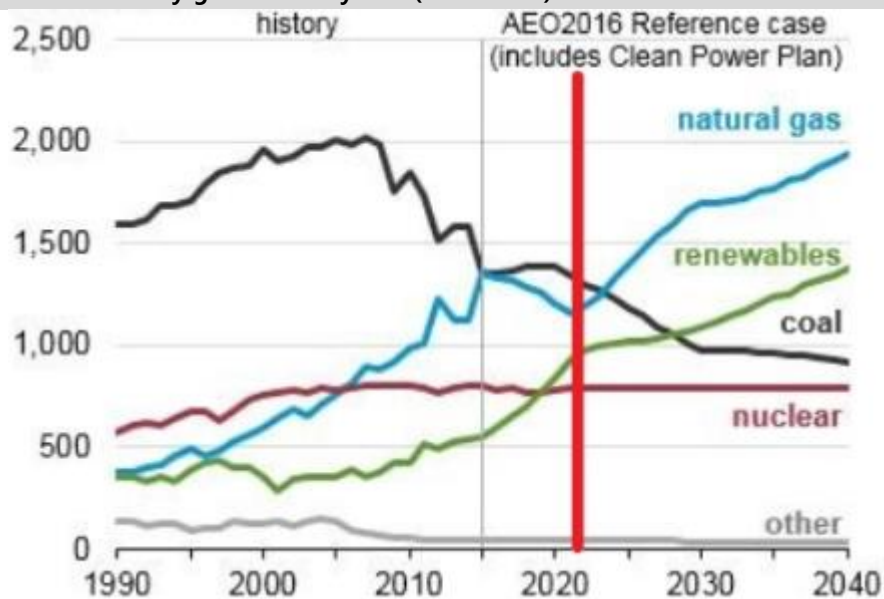
출처: KUVIC 리서치 1 팀

(2) 신재생에너지 경제성 확보

최근 신재생에너지를 도입하는 많은 국가들이 그리드 패리티(Grid Parity)에 다가가고 있다. 그리드 패리티란 최종소비자 관점에서 신재생에너지원(태양광, 풍력 등)을 이용한 전력생산비용이 전력망에서 전력을 구매하는 가격과 균형을 이루는 시점을 의미한다. 현재 그리드 패리티에 도달했다는 것은 신재생발전이 타 발전원 대비 경쟁력을 가지게 되어 관련 산업 활성화, 온실가스 감축 및 국가 경제성장의 기반 마련이 가능하다는 뜻을 의미한다.

‘수요증가(시장확대) ▶ 투자확대(공급확대) ▶ 설비가격하락(발전단가감소) ▶ 수요증가’의 선순환구조 구축을 통해 신재생보급이 빠르게 증가할 것으로 전망된다. 생산량 증가로 설비가격이 하락되는 관계는 생산규모가 증가할수록 제품의 단위당 비용은 하락한다는 규모의 경제를 통한 비용절감 이론으로 설명 가능하다.

[자료 2] U.S net electricity generation by fuel (1990-2040)



출처: EIA Annual Energy Outlook2016, KUVIC 리서치 1 팀

(3) 풍력에너지의 경쟁력

풍력 산업은 부품 공급이 탄력적이지 않고, 높은 기술력이 요구된다는 특징을 지닌다. 또한 레퍼런스가 중요한 산업으로, 진입장벽이 높은 산업에 해당한다. 당사가 영위하는 풍력발전 타워는 노동집약적 산업이기 때문에, 공급이 비탄력적이고 증설에 오랜 시간과 높은 비용이 소요된다. 따라서 태양광에 비해 상대적으로 풍력에너지의 이익 안정성은 지속될 것으로 기대되기에 주목해야 한다고 생각한다.

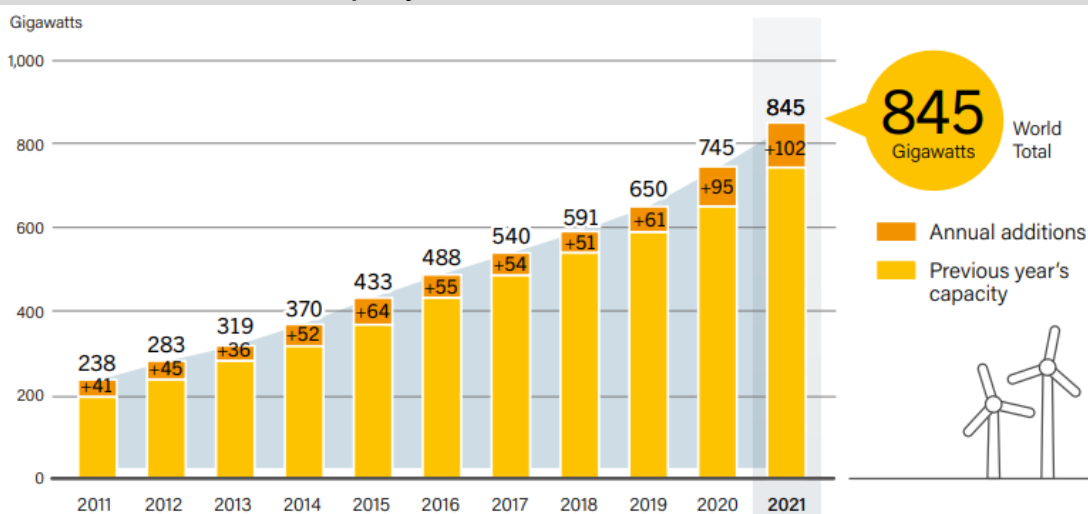
당사는 세계 최고 수준의 타워 품질경쟁력 기반으로 글로벌 Top4 고객사를 확보하였으며, 미국 현지 법인 및 레퍼런스를 확보하고 있다. 또한 구체적인 증설 계획을 가지고 있어 시장 점유율 확대 및 IRA 등 미국 풍력 설치량 고성장에 따른 직접적인 수혜를 받을 것으로 기대된다.

(4) 글로벌 풍력발전 현황

풍력발전은 공기의 유동을 가진 운동에너지의 공기역학적 특성을 이용하여 회전자를 회전시켜 기계적 에너지로 변환시키고, 이 기계적 에너지로 전기를 얻을 수 있는 재생 가능하고 무한정한 에너지 자원이자, 대기오염이나 온실효과가 없는 청정에너지 자원으로 신재생에너지원 중 발전단가 및 효율성 측면에서 가장 경쟁력 있는 에너지원으로 평가받아 전 세계 풍력발전시장은 지속적으로 성장하고 있다.

최근 5년간 신규 설치된 용량의 연평균성장률은 14%, 누적 설치용량의 연평균성장률은 9%로 꾸준한 성장세를 보이고 있으며, 현재 최소 102 개의 국가에서 풍력발전설비를 운영하고 있다.

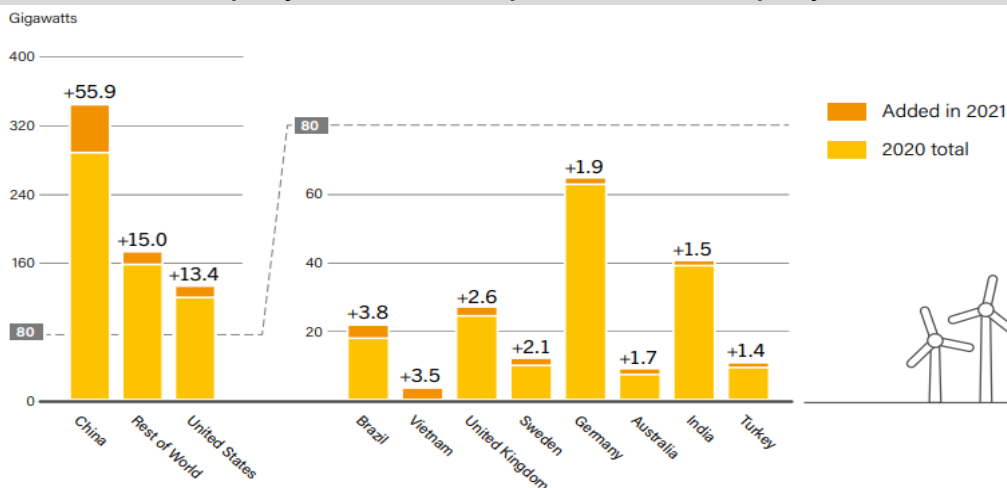
[자료 3] Wind Power Global Capacity and Annual Additions, 2011-2021



출처: GWEC, KUVIC 리서치 1팀

또한, 지역별로 비교하면, 13년 연속으로 아시아(대부분 중국)는 추가 설비용량의 61.4%를 차지하는 가장 큰 지역 시장이다. 나머지는 유럽(15.6%), 북미(13.8%), 중남미(5.7%) 등으로 구성된다. 중국은 브라질, 베트남, 영국보다 훨씬 앞서 있으며, 이 다섯 나라의 설비 총량이 연간 설치 대수의 77% 이상을 차지한다. 추가적으로 총 추가 설비용량에서 상위 10위 안에 든 국가는 스웨덴, 독일, 호주, 인도, 터키가 있으며, 상위 10위 안에 들기 위해서는 연간 최소 1.4GW의 설치가 필요하다.

[자료 4] Wind Power Capacity and Additions, Top 10 Countries for Capacity Added, 2021



출처: GWEC, KUVIC 리서치 1팀

2. 국가별 풍력 에너지 관련 정책 및 동향

(1) EU - RepowerEU

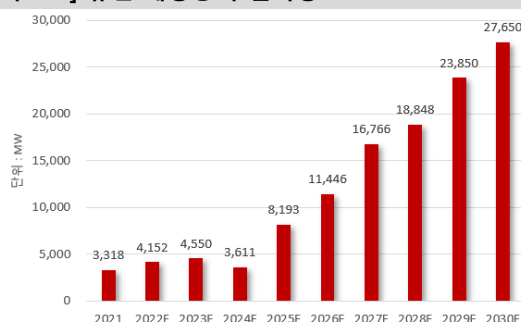
해상풍력산업의 선도시장인 유럽에서는 최근 러시아 에너지 의존 중단 및 친환경 전환 가속화를 위한 'REPowerEU' 계획을 발표했다. REPowerEU는 현재 약 45%에 달하는 러시아 천연가스 의존도를 2022년 말까지 3분의 1 수준으로 감축하고 2030년까지 제로 수준 달성을 목표로 한다. 이를 위해 신재생에너지 보급 확대, 에너지공급망 다각화 등이 적극적으로 추진되고 있다.

풍력 발전의 경우 2030년까지 510GW 설치를 목표로 하는데, 육상풍력에 비해 성장 속도가 3배 이상 빠른 해상풍력의 가파른 설치량 증가세가 두드러진다. 유럽 내 각 국가별 해상풍력 목표치 및 설치량은 아래와 같다.

[자료 5] 유럽 국가별 해상풍력 목표치

| 목표연도 | 2027 | 2030 | 2035 | 2040 | 2045 | 2050 |
|-------------|------|--------------|------|------|---------|------|
| UK | | 50 | | | | |
| Germany | | 30 | | | 70GW 이상 | |
| Netherlands | | 21.4 | | | | 70 |
| Denmark | | 12.9 | | | | |
| Belgium | | 8 | | | | |
| France | | | 18 | | | 40 |
| Poland | 10.9 | | | | | |
| Norway | | | | 30 | | |
| Ireland | | 7 | | | | 30 |
| Spain | | 3 | | | | |
| Portugal | | 10GW설치 위한 입찰 | | | | |

[자료 6] 유럽 해상풍력 설치량



출처: GWEC, 유진투자증권

(2) US - IRA(Inflation Reduction Act)

미국은 IRA(인플레이션 감축법)를 통해 중장기 미국 내 친환경 산업 관련 제조 역량을 제고하고 에너지 안보 및 기후변화를 대비하고자 한다. 즉, 미국 내에서 신재생에너지 생산설비 밸류체인 구축을 통해 공급망 안정화를 도모하고 자국 내 생산·판매를 장려하려는 것이다. 따라서 IRA로 신재생에너지 관련 투자는 크게 확대될 것으로 전망된다. 뿐만 아니라 IRA 관련 법안에 따른 신재생에너지 기업들의 직접적인 수혜가 예상된다.

[자료 7] IRA 수혜 세부내역 (ITC 제외)

| 구분 | 수혜자 | 타입 | 지원규모 | 기대효과 |
|------|--------|------------|-------------|--|
| PTC | 디벨로퍼 | Tax credit | \$30/MWh | 2032년까지 170GW의 풍력설치수요 전망 |
| AMTC | CSWIND | Tax credit | \$30,000/MW | 수익성 극대화(Tax credit의 1.이연 2.현금신청 3.양도 가능) |

출처: 당사 IR자료, KUVIC 리서치 1팀

IRA 법안 중 PTC(Production Tax Credit: 생산 세액 공제)는 발전소를 지을 사업자에게 제공되는 세액공제 혜택이다. 이 법안으로 풍력 발전소 착공이 본격적으로 크게 증가할 것으로 전망된다.

IRA 법안 중 씨에스윈드가 직접적으로 혜택을 얻을 수 있는 항목은 AMPTC(Advanced Manufacturing Production Credit: 첨단제조생산공제)로, 2023년 1월 1일부터 판매되는 적격 구성요소 생산에 활용되는 세액공제 혜택이다. AMPTC는 해상풍력과 관련된 모든 부품들에 대해 공제를 제공한다. 추가로 미국 해상 풍력 시장은 내년부터 설치가 본격화되는데, IRA에서는 2025년까지 자국 내 생산 비율을 20%만 요구하고 있다. 미국 로컬 업체의 존재는 미미한 수준이므로, 미국 현지 법인을 보유한 씨에스윈드가 미국 해상풍력 타워 시장을 선점할 가능성이 높다

(3) 대한민국 – 2030 신재생에너지 정책

'22년 11월 3일, 한국 정부의 2030년 신재생에너지 내 풍력 발전 비중은 기존 13%에서 40%로 상향되었다. Vestas社와 한국 및 동아시아 풍력시장 진출을 위한 JV를 설립하여 풍력타워, 터빈, 블레이드 공장을 설립할 계획이다. 이에 따라 해상풍력 사업을 통해 2030년 12GW, 2034년 20GW의 해상풍력 설치가 예상된다. 무엇보다 최근 정책 포트폴리오에서 태양광 87%, 풍력 13%였던 비중이 태양광 60%, 풍력 40%으로 변경되었는데, 이에 따라 실질적인 풍력 설치 전망치는 2배 이상 상승하였다.

주목할만한 점은 해상풍력이다. 러시아 전쟁 이후 유럽의 주요국들은 해상풍력 목표치를 지속적으로 상향하고 있다. 유럽 해상풍력 설치량은 2021 ~ 2024년 3~4GW에서 2025년 8GW, 2017년 17GW, 2030년 28GW로 증가할 예정이다. 뿐만 아니라 한국 정부는 10차 전력수급기본 계획(잡정치)에서 2030년 해상풍력 목표 설치량을 9차 12GW에서 14.3GW로 상향 조정했다. 정부 목표 달성을 위해서는 국내 해상풍력 설치량이 연평균 약 1.8GW씩 이루어져야 한다. 해상풍력 타워의 경우 육상풍력 타워에 비해 단가가 훨씬 높아 해상풍력 시장 고성장에 따른 고성장이 기대된다.

Part II. 기업분석

1. 기업 개요

당사는 2006년 8월 16일에 설립되었으며, 2014년 11월 27일에 유가증권시장에 상장되었다. 당사는 타워 등의 풍력발전 설비 및 제조, 관련 기술개발, 강구조물 제작 및 설치, 풍력발전 관련 컨설팅 및 지원서비스 사업을 영위하고 있다. 대만과 중국 등 아시아 국가, 유럽 전역, 미국을 주요 시장으로 삼고 있으며, 글로벌 시장에 효과적으로 대응하기 위해 베트남, 대만, 터키 등에 생산 시설을 두고 있다. 2021년 유럽 풍력업체인 'ASM'과 주요 풍력터빈 업체 중 한 곳인 'Vestas'의 미국 풍력타워공장을 인수하는 등 늘어나는 풍력발전 수요를 흡수하기 위해 대응하고 있다. 매출구성은 3Q22말 기준 풍력타워 제조 및 설치 99.1%, 풍력 발전 관련 컨설팅 서비스 및 A/S 0.9%로 이루어져 있다. 주요 연결 종속회사로는 베어링 전문 생산업체인 씨에스베어링과, 해외 공급계약 체결 및 생산 등을 담당하는 해외자회사 등을 두고 있다.

연결 자회사 씨에스베어링은 풍력용 베어링 제조로, 블레이드와 로터를 연결하고 지지하는 역할을 하는 피치 (Pitch) 베어링과 수평축 풍력 발전기의 요(Yaw) 시스템 중 중요한 요소 중 하나인 요 베어링을 주력 제품으로 생산한다. 이외에도, 굴착기나 타워 크레인 등 높은 하중을 지지하면서 몸체를 회전시키는 회전축을 담당하는 선회 베어링(Slewing ring Bearing)을 생산하여 건설장비 및 중장비 업체에 납품하고 있다.

[자료 8] 당사 및 자회사 주요 제품

Tower Specification

- 타워의 길이 : 80~160M
- 타워의 무게 : 200~600MT
- 타워의 두께 : 13~80mm
- 타워의 직경 : 4.5~7M
- 내장재의 종류 : 20,000~30,000units
- 재고 단위 : Section
※ 타워는 3개 이상의 Section으로 구성됨.

풍력베어링

1 Pitch bearing
블레이드와 로터를 연결해주는 부품으로 바람의 세기에 따라 날개의 경사각을 조절

2 Yaw bearing
타워와 나셀을 연결 및 지지하는 부품으로 풍력 로터축을 항상 바람이 불어오는 방향에 맞게 제어

출처 : 당사 및 자회사 IR자료, KUVIC 리서치 1팀

[자료 9] 주요 해외생산법인 현황

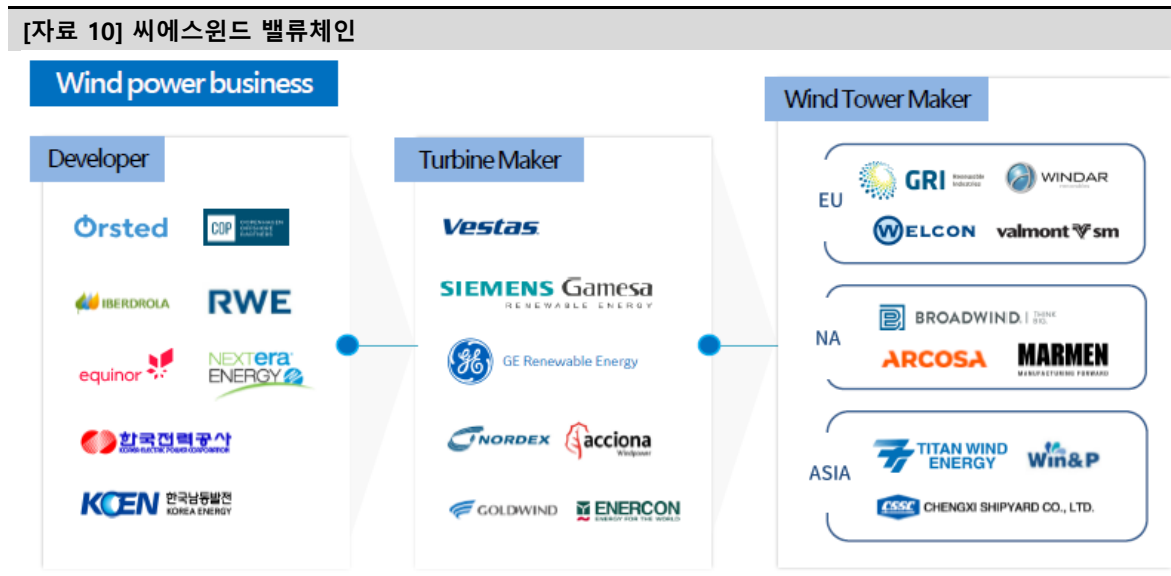
| 법인명 | Capacity (MW) | 동향 |
|--------------|---------------|--|
| CSW Vietnam | 4,500 | • 생산법인인력 신규법인으로 일부 파견 배치 (Mentoring거점) • 유럽시장 수요성장 대비한 계층공급 신설 검토 |
| CSW Malaysia | 2,500 | • Slowdown으로 생산법인인력 신규법인 파견배치 (Mentoring거점) |
| CSW China | 1,500 | • 전년에 비해 내수시장 풍력수요 지속 확대 기대되며, 곧 후 실력 상승 전망 (중국내수 비준 확대 진행) |
| CSW Taiwan | 1,000 | • LCR 기반 투융자 지원계획의 유지 • 정부, 고교시외의 확대공급과 시장경쟁력으로 지속적인 성장에 기대 |
| CSW Turkey | 1,500 | • 유럽시장 급성장 및 핵심공급비 상승으로 인한 직접적인 수혜 • 최근 환경부 계획공급 기반으로 생산량 확대 및 역대 최대실적 전망 |
| CSW America | 5,000 | • IRA(미국 인프라법) 16억 달러 투자지원 방안 전망 (IFC, AEMC 지원) • Storage year, Full 용 용어는 실비시점 기반으로 신규고도 확보 • GE형 풍력터빈 납품시작 (22.5월) |
| CSW Portugal | 1,000 | • 생산법인인력 파견 (Mentoring)을 통한 생산성, 수익성 향상 • 유럽시장 급성장 및 핵심공급비 상승으로 주요 확대 |

CS WIND

출처 : 당사 IR자료

2. 주요 사업

우선 사업 파트너 측면에서 당사가 포함된 풍력발전의 밸류체인을 살펴볼 필요가 있는데, **풍력발전 사업의 주체는 발전 사업체**다. 발전 기업이 풍력 발전기를 통해 전력을 생산할 목적으로 풍력 발전기 핵심 부품을 생산하는 **풍력 터빈 업체에 터키 방식의 풍력 발전기 주문**을 요청하고, 수주를 받은 풍력 터빈 업체가 타워, 블레이드, 나셀 컴포넌트 등 각 부품을 생산하는 업체에 다시 주문을 요청하는 시스템으로 사업이 연결되어 있다. 따라서, 풍력발전 밸류체인 중 부품 생산을 영위하는 **당사의 주요 전방 업체는 풍력 터빈 업체**이다. 세계적인 풍력발전 터빈 업체인 **Siemens, Vestas, Nordex, G.E** 향 매출이 22년 1~3 분기 기준 전체 풍력타워 제조 매출의 94%를 차지하고 있다. 이를 통해 당사가 풍력발전 산업의 선두 업체들과의 **전략적 제휴를 통해 타워 납품에 있어서 안정적인 파이프라인을 구축**했다는 것을 알 수 있다.

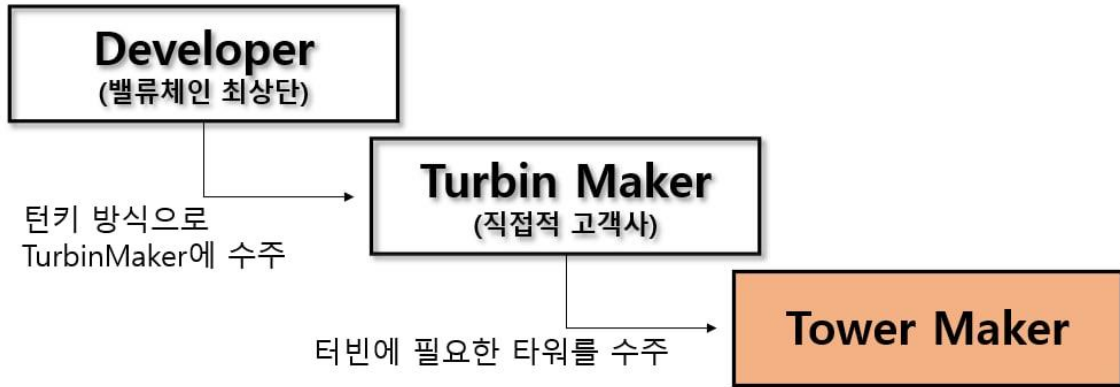


출처: 당사 IR자료

또한, 상위권 전방 업체의 영향력과 더불어 당사가 지닌 풍력타워 산업 내 우수성에 기반하여 풍력 타워 산업 내 확고한 위치를 점하고 있다. 내수 시장 비율이 압도적인 중국 기업을 제외할 경우, **당사의 풍력발전기 타워 점유율은 2021년 기준 17%로 1위를 차지하여 업계 2위의 GRI 사(8%)와의 점유율 격차를 크게 유지**하고 있다. 그러므로 당사가 풍력발전기 타워 업계에서 경쟁력을 보유한 선두권에 위치하고 있다는 점은 기업가치 평가 시 크게 고려되어야 할 것이다.

당사는 영위하는 사업의 특성 상 실제 납품 시기보다 훨씬 이전에 **고객사와 장기 납품 계약을 체결함으로써 선제적으로 수주 물량을 확보하는 방식**으로 수익원을 확보하고 있다. 당사는 미리 체결한 장기 납품 계약을 바탕으로 실제 **구매주문(PO:Purchase Order)**을 고객사로부터 받아, 해당 구매주문과 동시에 원자재를 공급하여 고객의 주문에 맞추어 타워를 제조하는 **고객 맞춤형 생산 방식을 채택**하고 있다. PO를 받은 이후부터 제품이 고객에 인도되는 데에는 5~6개월의 리드타임이 소요된다. 제품을 조기에 대량으로 생산하고 재고를 확보하여 주문과 동시에 납품하는 것이 아니라, 주문 접수와 동시에 해당 시점의 원자재 가격 등을 반영하여 판가를 설정하므로 고객사에 원자재 가격 변동을 전가하기에 용이하고, 동시에 재고 비용이 소요되지 않아 원가 및 기타 비용 증가의 측면에서 자유로운 점이 특징이다.

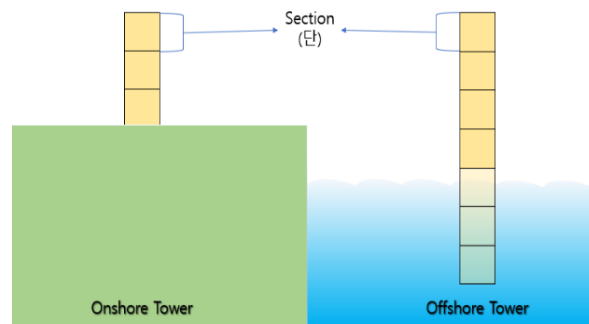
[자료 11] 씨에스윈드 수주방식



출처: KUVIC 리서치 1팀

당사의 풍력발전기 타워로 인한 매출 비중은 99.1%로써, 타워 생산에 있어서 전문성을 확보한 기업이다. 타워는 일반적으로 하나의 기둥이 아닌, 분리된 section을 접합하여 하나의 지지대로 작용한다. 즉, 하나의 타워를 생산하는 데 사용되는 section의 개수에 따라 타워의 길이가 결정되고, 타워의 길이는 ASP를 결정하는 가장 중요한 기준이 된다. 일반적으로 육상보다 낮은 위치에 설치되면서 육상과는 동일한 높이에서 바람에너지를 수용하는 해상풍력타워의 길이가 육상풍력타워보다 길고, 더 많은 section이 필요하기 때문에 수익성 향상을 위한 핵심 요소로 간주되고 있다. 또한, 내부에는 빈 공간이 아닌, 20,000~30,000개의 내장재가 투입되기 때문에, 바람을 견디는 내구성을 가진 타워 외장재와 수많은 내장재를 동시에 생산할 수 있는 당사의 전문성이 주목받고 있다. 이러한 기술적 요인으로 타워시장의 진입장벽은 높은 것으로 평가되며, 단기간 내로 경쟁 심화가 발생하기 어려운 측면이 존재한다.

[자료 12] On/Offshore Tower Comparison



출처: 당사 IR 컨퍼런스콜, KUVIC 리서치 1팀

4. 경쟁사 분석

국내의 풍력발전기 타워 관련 주요 경쟁사는 **중국 S&C**가 있다. 중국 S&C는 풍력 금속 구조재, 철강업 및 건설업을 영위하는 기업으로 2009년 8월 31일에 유가증권시장에 상장하였다. 매출 구성은 풍력발전기 타워 등을 생산하는 **신재생에너지사업부가 32%**, **철골 구조물을 건설하는 건설 부문이 21%**, **컬러강판을 주로 생산하는 철강부문이 47%**를 차지하고 있다. 경쟁 부문인 풍력타워 제조 매출액을 비교하면 **3Q22 기준 씨에스윈드가 9,535억원, 중국 S&C가 1,245억원**으로 큰 차이를 보이고 있으며, 글로벌 수요 흡수가 핵심은 해당 산업에서 **해외 CAPA의 규모 차이가 크게 난다는 점**에서 씨에스윈드가 산업 내 우위를 점하고 있다.

해외 시장의 주요 경쟁사로는 씨에스윈드에 이어 중국 기업을 제외한 풍력발전기 타워 세계 2위의 점유율을 차지하고 있는 **스페인의 GRI**사와 풍력발전기 타워와 더불어 자원 채취 기구, 철강 제품 사업을 영위하는 **미국의 Broadwind** 등이 거론된다.

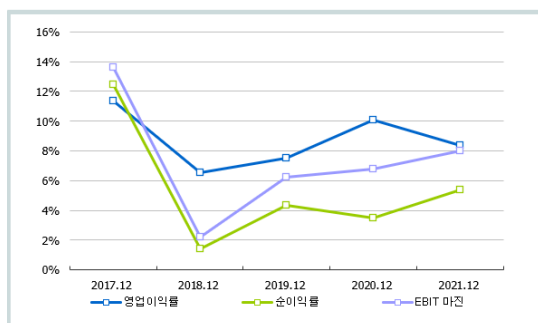
스페인 풍력타워 업체 GRI의 경우 당사의 메인 Peer라고 할 수 있는데, 비슷한 영업패턴을 갖고 있으며 미국 텍사스에 풍력타워 공장을 보유하고 있다. 다만 풍력타워 이외에도 플랜지 및 주조 사업 부문을 영위하고 있기 때문에 선택과 집중 측면에서 불리하다.

5. 재무 분석

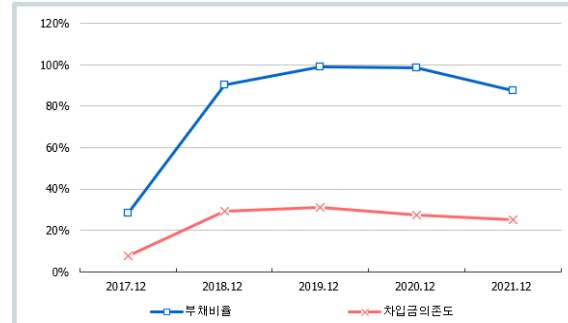
당사는 2017년부터 2021년까지 미국의 PTC 정책의 연장 및 해상풍력의 개화, 중국산 풍력 타워에 대한 유럽의 반덤핑관세 부과 등에 기반하여 꾸준한 외형성장 및 영업이익 성장을 이루었다. 작년 말부터 올해 중순까지 연결 자회사 씨에스베어링의 적자가 실적 측면에서 부정적인 요인으로서 작용했으나 올해 3분기부터 자회사 적자 축소됨과 동시에 환율 효과로 당사 영업 마진이 소폭 개선되었다. 다만 **작년 미국 법인 인수 계약에 따라 올해 1분기부터 무형자산 상각비가 분기당 30억씩 발생하여 전체 영업이익률에 약 1% 정도의 영향을 미치고 있다.**

당사의 부채비율은 2018년부터 90% 대로 크게 상승했으나 **2021년까지 80~90% 수준의 양호한 부채비율을 유지하고 있다.** 차입금의존도 또한 **2018년부터 30% 내외의 수준을 보이고 있으나** 늘어나는 풍력 수요에 대응하기 위함이라는 점은 긍정적이다.

[자료 13] 영업이익률, 순이익률, EBIT 마진



[자료 14] 부채비율, 차입금의존도



출처: Quantwise

Part III. 투자포인트 및 투자고려사항

1. 투자포인트

(1) 美 IRA(Inflation Reduction Act) 최대 수혜주

바이든 정부의 핵심 정책의 일환인 IRA 법안은 3,690 억 달러를 재생에너지, 전기차, 수소 등 그린산업 확대에 10년간 투자하는 것을 핵심으로 한다. IRA 법안으로 풍력 설치량은 최대 2배까지 확대될 것으로 전망된다. 주목할 만한 점은, 2024년까지 착공하는 업체들에게 추가 보조금이 지급되므로 내년부터 단기적으로 업황이 크게 개선된다는 점이다. IRA 법안에 따른 보조금 수혜를 위해서는 미국 내 제조설비를 보유한 업체가 특히 유리한데, 타워 생산에 대해 와트당 3센트의 생산세액 공제를 집하기 때문에 미국 내 글로벌 최대 풍력 타워 제조공장을 보유한 동사가 IRA의 최대 수혜주로 기대된다.

(2) 바닷바람이 더 세다

당사는 과거 대만에서 해상풍력 타워를 전문으로 납품하고, 베트남 공장에서 유럽향 수요를 비정기적으로 공급해왔다. 현재 전체 매출액에서 해상풍력 타워가 차지하는 비중이 10%를 넘지 않았다. 하지만, 해상풍력 시장이 유럽과 미국에서 본격적으로 시작되고 있어 당사의 해상풍력 타워 매출 비중도 가파른 성장세를 보여줄 것으로 전망된다.

지난 11월 16일, Siemens-Gamesa와 당사는 포르투갈, 베트남 법인을 통해 '24년 5월부터 5년간 3.87조 규모 해상풍력용 타워 장기 공급 계약을 체결하였다. 이는 향후 수요에 따라 시장가격을 반영하여 가격과 물량이 확정될 예정이다. 이번 계약은 향후 해상풍력 시장이 확대됨을 감안하였을 때 당사가 글로벌 핵심 해상풍력 타워 공급사로써 입지가 견고히 되어가고 있음을 보여준다.

(3) 중장기적 실적 성장성 확보

당사의 실적은 꾸준히 성장하는 모습을 보이고 있다. 지난 5년간 매출액과 영업이익 연평균 성장률은 각각 +31%, 23%를 기록하였으며 평균 영업이익률은 8.76%로 준수한 실적을 기록하였다. 이는 각국의 신재생에너지 정책 확대에 따른 풍력시장의 성장이 당사의 지속적인 수주 증가로 이어지는 낙수효과에 따른 것으로 해석된다.

실적 성장기에 돌입한 국면에서 당사의 중장기 성장 모멘텀 또한 상존하고 있다는 점은 매우 긍정적이다. 위에서 언급한 바와 같이 IRA 법안 통과 후 美 풍력 설치량은 급증할 것으로 예상되며 보조금 수혜라는 직접적인 인센티브 또한 확보하게 된다. 뿐만 아니라 유럽지역 또한 에너지 자립도 확보 및 탄소 중립정책 일환으로써 꾸준히 풍력 설치량을 확대할 것으로 전망되기에 당사의 중장기적 프리미엄의 개연성은 타당하다고 보인다.

2. 투자고려사항

(1) 불안정한 채권 시장으로 자금 조달 불확실성

레고랜드 건설과 관련된 PF(Project Financing) 부도사태로 인해 채권 시장 불확실성 및 높은 금리 환경이 지속되고 있다. 물론 사태 직후에 나타났던 급격한 자금 경직 현상은 지금도 조금씩 완화되고 있으나, 기업들의 자금 조달이 원활한 지 여부를 확인할 수 있는 지표인 크레딧 스프레드가 본격적인 축소나 안정세를 보이기 위해서는 아직 시간이 필요할 것으로 보인다.

당사 IR에 따르면 증설 자금 조달의 일환으로 유상증자가 아닌 장기 차입을 실시할 예정인데 불확실한 채권 시장 상황에 따른 높은 이자부담이 당사에 비우호적으로 작용될 것으로 예상된다. 다만, 당사는 1~3 차에 걸쳐 분할차입을 할 계획이므로 현재 채권 시장 환경에서의 차입에 대한 부담을 일부 회피 가능할 것으로 보인다.

(2) 정책 변동성에 따른 리스크

신재생에너지 사업의 경우 대다수가 B2G(Business-to-Government) 사업에 영향을 받고 있다. 풍력사업 또한 마찬가지로 장기적 관점에서 대규모 투자와 안정적 운영이 요구되기 때문에 각국의 지원과 육성정책으로 성장해왔다. 이러한 사업구조는 유연한 혁신과 비즈니스 모델을 성공시킬 수 있으나 행위 주체 간 신뢰, 동일 목표로의 수렴, 조정할 수 있도록 하는 규범적 프레임워크가 부족할 수 있다는 단점을 가지고 있다.

당사는 미국의 IRA 법안 영향권 중심에 위치하고 있으며 향후 정책방향에 따라 당사 수익성에 크고 작은 변화가 있을 수 있다. IRA 법안에 따르면 2024년까지 착공하는 재생에너지 업체들에게 인센티브를 부여할 예정이므로 향후 2년간 풍력 설치수요 파이프라인의 급격한 증가가 예상되나 법안 방향성이 전환될 시 법안에 따른 당사 수혜 기대감이 훼손될 가능성이 있다. 그러나 단기적으로 바이든의 반대 입법 거부권 행사 및 美 중간선거 민주당 상원 장악으로 IRA 법안 방향성이 틀어질 가능성은 적다고 판단된다.

Part IV. Valuation

1. 씨에스윈드 매출 추정

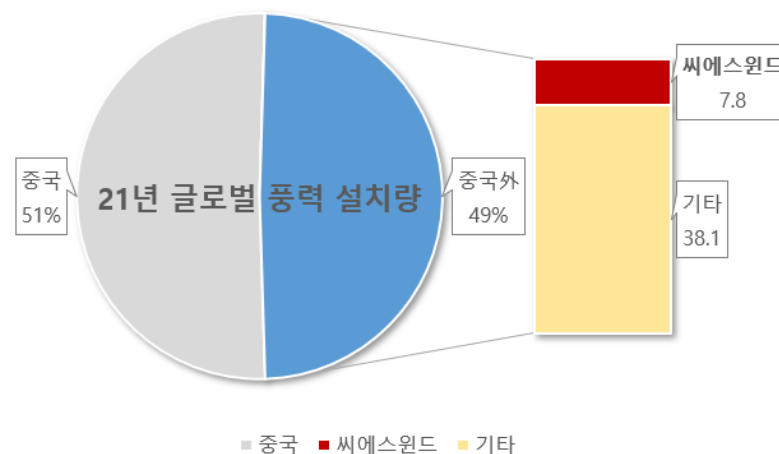
P(제품 가격)*Q(공급량) 논리를 기반으로 추정하였다. 2021년도 당사의 별도기준 주요 시장(유럽, 미주, 아시아) 매출액에 각 시장에 공급하는 법인 별 CAPA의 비중을 반영하여 각 법인의 담당 시장으로 구분된 매출액을 산정했다. 다음, 각 시장의 당해 연도 해상/육상타워 실제 설치 비율을 곱하여 제품별 매출액을 산정했다. 이후, 해당 액수를 해상과 육상타워 개별 ASP(평균공급단가)로 나누어서 각 지역 및 법인에서 발생한 해상 및 육상타워의 Q를 계산하였다. 다음, 육상타워와 해상타워 각각의 Q 증가율과 지역별 P 변동 요인을 각각 반영하여 2022~2024년 추정 매출액을 산정하였다. 타워 사업 이외의 기타 매출은 자회사인 씨에스베어링 및 기타 해외 법인에서 발생한 매출의 연결 합산액으로, 사업분야가 모두 풍력타워 생산과 밀접하게 연관되어 있는 점을 고려해 타워부문 매출의 YoY 성장률을 추종한다고 가정하였다.

(1) 제품 가격(P) 추정

먼저, 2021년 주요 지역별 ASP를 동일하게 설정하였다. 계약 체결 시, 타워 납품 가격이 계약별로 상이한 점을 고려하여, 향후 추정의 용이성을 위해 계약별 공급가격의 평균 수치와 유사한 기준 ASP를 설정하여 지역별 매출산정에 동일하게 반영하였다.

당사의 2021년 공급량은 2021년도 전세계 풍력발전 설치량(93.6Gwh)에서 중국의 풍력발전 설치비율(51%)을 제외한 2021년 기타 글로벌 시장에서의 당사의 점유율(17%)을 반영하여 공급량을 산출하였다.

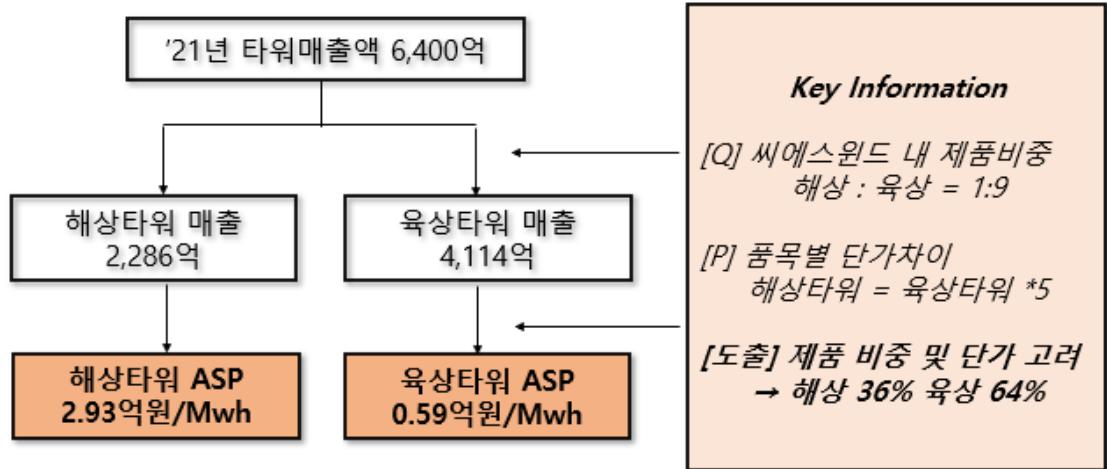
[자료 15] '21년 당사 풍력발전 타워 설치량



출처: KUVIC 리서치 1팀

이렇게 계산된 공급량에 해상과 육상 풍력발전 타워의 제품 비중을 곱하여 각 제품별 공급량을 계산(제품별 공급 Q)하였다. 이후 2021년 별도기준 풍력타워 매출액에서 제품 비중과 제품별 단가 차이를 고려한 매출 비중을 곱하여 해상과 육상타워 각각의 매출을 계산(P*Q)하였다. 이렇게 계산된 제품별 매출을 제품별 타워 공급량으로 나누어 2021년도 당사의 제품별 ASP를 추정하였다.

[자료 16] '21년 타워별 ASP 추정논리



출처: KUVIC 리서치 1팀

(i) IRA에 따른 예상 Credit 추정 및 미국 법인 ASP 상황

동사가 생산하는 풍력 타워의 경우, AMTC에 입각하여 Mwh당 30,000 달러의 Credit을 지급받을 수 있으며 2023년 1월 1일부터 판매되는 적격 구성요소 생산에 적용된다. 이는 미국 내 생산시설에서 생산된 제품에 대해서만 적용되는데, 동사의 미국 법인은 100% 미국에만 납품하므로 미국 법인 생산량은 전량 IRA 혜택을 적용 받게 된다.

2021년 미국향 매출 1,665억 원 중 미국법인에서 발생한 매출은 1,289억 원에 해당하며, 100% 육상 타워에 해당한다. 육상 타워 ASP를 활용하여 도출한 2021년 미국법인 생산량은 2.2Gwh이다. 지역별 매출 추정과 동일한 논리로 2024년까지의 미국 법인 생산량(Q)을 추정한 뒤, 지원금 \$30,000/Mwh를 적용하여 예상 Credit 금액을 도출하였다. 위 논리에 입각하여 도출한 IRA에 따른 예상 Credit 금액은 아래와 같다.

[자료 17] IRA 예상 수혜 Credit 추정 Table

| 미국 법인 육·해상설치량 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------|-------|-------|--------|--------|
| 총 설치량 (GW) | 2,200 | 2,330 | 2,455 | 2,590 |
| 미국 법인 육상설치량 (GW) | 2,200 | 2,311 | 2,427 | 2,549 |
| 미국 법인 해상설치량 (MW) | 0 | 18.9 | 28.0 | 41.4 |
| IRA 혜택 (\$/MW) | - | - | 30,000 | 30,000 |
| 예상 IRA Credit | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 예상 Credit (단위: 백만달러) | - | - | 73.6 | 77.7 |
| 적용 환율 (원) | - | - | 1,300 | 1,250 |
| 예상 Credit (단위: 십억원) | - | - | 95.7 | 97.1 |

출처: KUVIC 리서치 1팀

당사는 법안 중 AMTC의 인센티브로 2023년 957억 원, 2024년 971억 원을 받을 것으로 예상된다. 당사 IR에 따르면, 총 크레딧 중 20%를 고객사에게 양도하는 대신 미국 법인에서 생산된 타워의 ASP의 상승을 이끌어 낼 계획이다. 이를 고려하면 2023년의 미국 법인 매출액은 기존 고정 ASP를 적용한 1,509억 원 대비 302억 원 증가한 1,811억 원으로 추정된다. 마찬가지로 2024년 미국 법인 매출액의 경우 기존 미국 법인 매출액인 1,621억 원 대비 324억 원 증가한 1,945억 원으로 추정되며 ASP 상승에 따른 매출액 상승 효과가 매년 점차

확대될 것으로 예상된다. 추가로, 원재료 가격 변동분을 판매가격에 모두 전가할 수 있는 점을 반영하여 최근 5개년의 후판의 가격 변동률 평균(0.3% *비용추정 참고)을 연도별 가격 산정 시 반영하였다.

(2) 풍력타워 지역별 공급량 (Q) 추정

생산법인별 예상되는 Q의 증감률이 다르게 형성될 것을 고려하여, 2021년도에 발생한 생산법인별 Q를 해상 및 육상타워로 나누어 추정하였다. 공통적으로 1) 두 지역 이상에 제품을 공급하는 법인(포르투갈, 말레이시아, 베트남)의 제품별 생산비중은 사측의 정확한 자료가 없는 경우 각 생산법인의 CAPA에 비례하여 납품한다고 가정하였으며, 2) 법인별 해상 및 육상타워의 납품 비중 역시 공급 지역의 당해 실제 해상 및 육상풍력발전의 설치량 비율을 추종한다고 가정하여 2021년도 각 법인 및 법인 내 제품별 매출액을 추종하였다. 또한, 미국시장 매출의 경우, 1) 2021년도는 해상타워 공급은 없었으며(육상타워 100%), 2) IRA 발표 시, 미국법인의 미국시장 공급 매출액에 대해서만 P 변동이 발생할 것을 고려하여 미국법인과 미국시장 공급이 발생하는 기타법인(포르투갈, 말레이시아)의 2021년도 공급량을 분리하여 추정하였다.

각 지역의 매출액을 해당 지역에 납품하는 법인들의 CAPA 비중을 활용하여 각 법인의 지역별 타워 공급에 따른 매출액을 계산하였다. 해당 매출액에서 지역별 해상과 육상 풍력타워 설치 비중을 추가로 고려하여 각 QJQ인의 공급지역과 제품을 모두 고려한 매출액을 산출했다. 해당 매출을 제품별 ASP로 나누어 2021년 개별 공급량을 계산하였다.

[자료 18] 씨에스윈드 주요 해외 법인



출처: 당사 IR자료 및 컨퍼런스콜, KUVIC 리서치 1팀

[자료 19] 주요지역 및 법인별 매출 추정 논리

| Appendix 2-1. 미국향 매출 Q 추정 | | | |
|------------------------------------|-------|-----|--|
| 2021년 미국 풍력발전 설치량 | 12.8 | Gwh | |
| 2021년 유럽 풍력발전 설치량 | 17.4 | Gwh | |
| 2021년 미국:유럽의 풍력발전 설치 비율 | 1:1.4 | | |
| 포르투갈 법인 매출액 기준 CAPA | 1,000 | 억원 | 말레이시아 법인 매출액 기준 CAPA |
| 포르투갈 법인 미국향 CAPA | 417 | 억원 | 말레이시아 법인 미국향 CAPA |
| 포르투갈 법인 유럽향 CAPA | 583 | 억원 | 말레이시아 법인 유럽향 CAPA |
| 미국법인 매출액 기준 CAPA(전부 미국향) | 5,000 | 억원 | |
| 2021년 씨에스윈드 미국향 매출 | 1,665 | 억원 | |
| 2021년 미국향 매출 중 미국법인 납품 매출 | 1289 | 억원 | 2021년 미국향 매출 중 기타법인(말레이시아, 포르투갈 납품 매출) |
| 2021년 미국법인의 미국향 매출 / ASP (100% 육상) | 2.2 | Gwh | 2021년 기타법인(말레이시아, 포르투갈) 미국향 매출 / ASP |
| | | | 376 |
| | | | 641 |
| | | | Mwh |

출처: 당사IR자료, KUVIC 리서치 1팀

각 시장 및 법인별 2021년 공급량을 기준으로 연도별 Q 변동률을 곱하여 각 연도 당사가 각 지역에 공급할 Q를 추정하였다. Q 변동을 고려함에 있어 적용되는 가정은 1) 당사의 시장별 공급량은 각 시장의 풍력발전기 설치량의 증감률을 추종하여 변화하며, 2) 전세계적 신재생에너지 전환 패러다임 확산 및 에너지 자립 중요성으로 인해 풍력발전 설치량은 꾸준히 상승할 것이라는 것이다. 따라서, 세계풍력에너지위원회(Global Wind

Energy Council-GWEC)가 추정된 지역별 풍력발전 설치량 전망치에 기반하여 계산된 해상 및 육상풍력발전기의 연평균성장률을 활용했다. 이렇게 계산된 지역별 설치량은 아래와 같다

[자료 20] 지역별 On/Offshore 타워 예상설치량

| 설치량 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 해상타워(Mwh) | | 536 | 719.2 | 969.9 |
| 유럽 | 256.0 | 349.7 | 477.6 | 652.3 |
| 미주 | 0.0 | 24.4 | 36.1 | 53.5 |
| 아시아(베트남법인 발) | 29.0 | 32.4 | 36.2 | 40.5 |
| 아시아(중국법인 발) | 35.0 | 39.1 | 43.7 | 48.9 |
| 아시아(대만법인 발) | 65.0 | 90.4 | 125.6 | 174.7 |
| 육상타워(Gwh) | 8.9 | 9.6 | 10.0 | 10.7 |
| 유럽 | 5.2 | 5.5 | 5.8 | 6.2 |
| 미주 | 2.8 | 3 | 3.1 | 3.3 |
| 아시아(베트남법인 발) | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 아시아(중국법인 발) | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |

출처: KUVIC 리서치 1팀

(3) 매출액 추정(P*Q)

위에서 각각 추정한 P, Q 를 활용하여 매출을 추정한 결과는 아래와 같다. 아래 결과를 통해 위 결과를 통해 전 지역에서 고르게 풍력발전 설치량이 증가하는 가운데, 해상풍력 타워와 미국 풍력 시장의 고성장을 확인할 수 있다. 미국 해상 풍력은 올해부터 본격적으로 설치가 시작되며 유럽의 경우 육상타워에 비해 해상타워 설치량 및 매출이 크게 증가한다. 뿐만 아니라, 아시아 및 기타 지역에서도 육상타워에 비해 해상타워 설치 증가율이 더욱 두드러진다. 통상적으로 해상타워의 ASP 가 육상타워 ASP 보다 수익성이 좋고, 성장 속도 또한 3 배 이상 빠르기 때문에 해상풍력 설치 증가에 따라 동사의 매출도 가파르게 성장할 전망이다.

[자료 21] 씨에스윈드 추정손익계산서

| (단위: 십억원) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (기타매출 제외) | 641.0 | 720.1 | 846.7 | 961.4 |
| 유럽 | 383.0 | 429.0 | 486.1 | 558.3 |
| 해상타워 | 75.0 | 102.8 | 140.3 | 191.7 |
| 육상타워 | 308 | 326.2 | 345.8 | 366.6 |
| 미주 | 167.0 | 183.6 | 233.0 | 250.1 |
| 해상타워 | 0.0 | 7.0 | 12.0 | 18.0 |
| 육상타워 | 167 | 176.6 | 221 | 232.1 |
| 아시아 및 기타 | 91.0 | 107.5 | 127.6 | 153.0 |
| 베트남 | 43.0 | 48.5 | 54.4 | 61.0 |
| 해상타워 | 8.6 | 9.5 | 10.6 | 11.9 |
| 육상타워 | 34.4 | 38.9 | 43.7 | 49.1 |
| 중국 | 29.0 | 32.4 | 36.3 | 40.7 |
| 해상타워 | 10.2 | 11.5 | 12.8 | 14.4 |
| 육상타워 | 18.4 | 20.9 | 23.4 | 26.3 |
| 대만 | 19.0 | 26.6 | 36.9 | 51.3 |
| 해상타워 | 19.0 | 26.6 | 36.9 | 51.3 |

출처: KUVIC 리서치 1팀

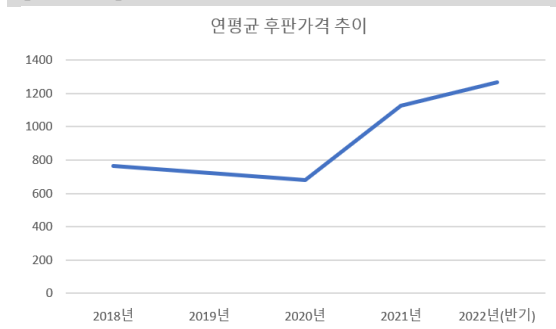
2. 씨에스윈드 비용추정

풍력발전타워의 원재료 중 후판의 비중이 가장 높기 때문에, 후판의 가격 변동이 원재료비와 직접적으로 연관된다. 따라서, 지난 3년간 매출 대비 원재료비 평균 비중과 더불어 2018년부터 2022년 하반기까지 후판 연평균 가격의 증감률의 평균값을 계산하여, 해당 값을 추종하여 향후 원재료비의 변동의 발생할 것으로 가정했다. 다만, 2020년에서 2021년으로의 후판 가격은 급격한 상승률(+65.98%)을 보여주어, 이상치로 보아 제외하고 나머지의 후판 가격 증감률의 평균을 고려했다.

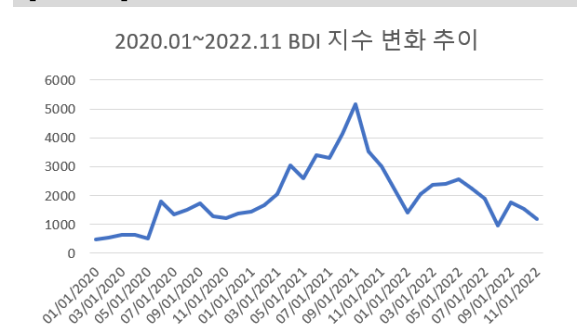
당사의 경우, 2021년 미국법인 인수에 따라, 인수 이전의 수주계약분이 무형자산으로 계상되어, 향후 5년간 연 120억의 무형자산 상각비가 추가 발생한다. 따라서, 무형자산 상각비가 추세적으로 상승하는 점을 고려하여 3개년 이동평균을 적용하고 연 120억을 증분하여 비용으로 처리했다. 감가상각비의 경우에도, 2021년 해외법인 인수에 따른 생산설비의 흡수로 감가상각비의 증가를 반영했다. 인수에 따른 감가상각비가 2021년 하반기부터 발생하였고, 해당 감가상각비를 매출원가로 가정했을 경우, 반기 기준 감가상각비 증분이 90억원만큼 발생했고, 1년으로 환산했을 경우 180억원으로 추가로 발생하여 해당 증분액을 차후 감가상각비에 반영했다.

급여의 경우, 당사의 사업이 노동집약적 사업인 점에 근거하여 매출 상승 시 제작 물량의 증가에 따라 노동자 비율의 증가로 급여 역시 늘어날 것이라고 가정하였다. 따라서, 3개년 간 매출 1%p 상승 대비, 급여 상승률의 추세를 산출하여, 추정 매출의 증가율에 따른 급여 상승분을 반영했다. 운반비는 BDI 지수의 변동성을 추종하였다. 2021년 9월에 고점을 기록한 이후, 거시경제적 이슈로 현재까지 지속적 하락 추세를 감안하였다. 다만, 물가상승률과 유가 등이 2022년 초중반보다 정체된 점을 고려하여 2023년까지의 BDI 지수는 2021년 9월부터 2022년 11월까지의 지수 월평균하락률의 50%를 할인하여 산출했고, 2024년은 2023년과 지수가 유사할 것으로 가정했다.

[자료 22] 후판 가격 5 개년 평균치 변동 추이



[자료 23] BDI 지수 추이



3. 목표주가 제시

씨에스윈드에 대해 목표주가 113,000원, 투자 의견 Buy를 제시한다. 목표주가는 2023F PER 64.6을 30% 할인한 45.2배에 해당하며, 현재 주가(11/24, 79,100원) 기준 상승여력은 43.1%이다.

목표주가는 PER 밸류에이션으로 산정했다. 당사의 Peer 그룹 선정 과정에서 국내에는 동국S&C를 제외하고 당사와 비슷한 사업을 영위하는 상장 기업이 없었으며 범위를 넓혀 동일하게 풍력 섹터 밸류체인 내 포함된 두산에너지, 유니슨, 삼강엔터테인먼트도 함께 고려하였으나 당사에 적용하기에는 멀티플 수준이 낮아 고려 대상에서 제외하였다. 그에 따라 최종적으로 선정된 기업은 **주요 글로벌 터빈 제작사인 VESTAS WIND SYSTEMS A/S, ORSTED A/S, SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENE, NORDEX SE**이다. 이때, Peer 그룹 내 적자로 인해 PER을 산출할 수 없는 SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENE와 NORDEX SE를 제외한 **VESTAS WIND SYSTEMS A/S, ORSTED A/S의 평균 23년 PER 밸류에이션 64.6배를 30% 할인한 45.2배를 적용**하였다. 내년 부터 당사 실적의 본격적인 성장을 하며 이는 현재 주가에 선반영될 것이라고 가정하여 2023년 PER와 당기순이익을 사용하였다. 당사 풍력타워 부문 **2023년 예상 당기순이익이 1037억 원으로 추정**되며 조정된 PER 밸류에이션 수치를 적용한 결과를 기반으로 **당사의 Target price를 113,000원으로 제시**한다.

[자료 24] Peer Group Valuation Table

| | CS Wind | 평균 | Vestas Wind System A/S | Orsted AS | Simens Gamensa Renewable Ene | Nordex SE |
|-----------------|---------|---------|------------------------|-----------|------------------------------|-----------|
| 국가 | KOREA | | DENMARK | DENMARK | SPAIN | GERMANY |
| 2022-11-22 | 76,000 | | | | | |
| 통화 | KRW | | DDK | DDK | EU | EU |
| 시가총액 (단위 : 십억원) | 3,205 | 446,518 | 32,562 | 49,862 | 1,700,195 | 3,453 |
| PER(배) | | | | | | |
| FY20A | 104.75 | 42.05 | 49.6 | 34.5 - | - | - |
| FY21A | 41.04 | 96.3 | 158.2 | 34.4 - | - | - |
| FY22F | 48.9 | 17.9 - | | 17.9 - | - | - |
| FY23E | 32 | 64.6 | 100.3 | 28.9 - | - | - |
| 매출액(십억원) | | | | | | |
| FY20A | 969 | | 16,919 | 10,623 | 7,682 | 5,310 |
| FY21A | 1,203 | | 18,436 | 12,190 | 12,353 | 6,439 |
| FY22F | 1,351 | | 15,354 | 10,637 | 13,689 | 5,600 |
| FY23E | 1,590 | | 15,804 | 10,476 | 12,119 | 5,833 |

출처: 유진투자증권, KUVIC 리서치 1 팀

[자료 25] PER Valuation

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---------------------|-----------------|--------------------------|
| 23E 당기순이익 (A) | 103,738,121,400 | |
| 유통보통주식수 (B) | 41,429,481 | 3Q22 분기보고서 기준 |
| 23E EPS (C=A/B) | 2,504 | |
| 목표 PER (D) | 45 | Peer group 평균 PER의 30%할인 |
| 목표주가 (E=C*D) | 113,229 | |
| 현재주가(2022/11/23) | 79,100 | |
| 상승여력 | 43.1% | |

출처: KUVIC 리서치 1 팀