

씨에스윈드 112610

어려운 환경에도 성과를 내는 중

2025년은 타워가 이끌고 하부구조물이 받쳐주는 실적

2025년 실적은 매출액 3,0조원(-2.7% YoY)과 영업이익 3,068억원(+11.4% YoY)으로 추정한다. 부문별로는 1) 타워: 2.2조원(+18.6% YoY, OPM 8.4%), 2) 해상풍력 하부구조물: 6,654억원(-41.5% YoY, OPM 18.0%)이다. 올해는 타워에서의 외형성장이 두드러진다. 증설을 끝내고 풀 가동 중인 베트남, 80%의 가동률을 보일 미국을 중심으로 중국, 대만 등 기타 생산시설들의 가동률도 올라갈 전망이다. 해상풍력 하부구조물 매출액은 축소되나 지난해 높아진 단가를 기반으로 양호한 수익성이 예상된다. 베어링도 올해 영업이익이 전년 대비 2배 이상 늘어나면서 전사 실적 확대에 기여할 전망이다.

대규모 CAPEX도 마무리, 미국은 연 CAPA 1.2조원으로 올라설 전망

2023년부터 이루어진 주요 생산시설들의 대규모 증설이 마무리되었다. 베트남과 포르투갈에 투입된 총 투자금액은 2,000억원이었으며 모두 끝났고 미국도 약 300억원 내외의 투자 집행만 남아있다. 이에 따라 투자가 일단락되면서 재무구조도 점차 개선될 것으로 예상하며 자금조달에 대한 우려도 완전히 사라질 것으로 판단한다. 미국은 남아 있는 증설이 끝나면 연간 기준 CAPA가 1.2조원으로 올라선다. 오로지 육상풍력에 대응하기 위한 공장이며 미국 육상풍력 설치규모도 올해부터 9GW대로 반등할 것으로 전망되는 만큼 시장 확대에 가장 원활하게 대응 가능할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000원 유지

씨에스윈드에 대해 투자의견 매수와 목표주가 56,000원을 유지한다. 2025년을 지나 2026년에는 해상풍력 하부구조물도 다시 성장 궤도에 오르면서 실적 레벨업이 예상된다. 미국 법인은 높아진 기초 체력으로 AMPC 보조금 없이도 좋은 수익성을 이어가고 있다. 주가는 지난해 미국 대선 이후 IRA에 대한 불확실성으로 급락한 이후 반등을 못하고 있다. 하지만 씨에스윈드는 지난해 타워 신규수주 15억 달러를 달성했고 올해는 전년보다 6% 늘어날 것으로 제시하고 있다. 따라서 견고한 수주와 실적이 주가에 반영되어야 할 시점이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	1,195	1,375	1,520	3,071	2,989
영업이익	101	42	105	275	307
영업이익률(%)	8.5	3.1	6.9	9.0	10.3
세전이익	91	5	24	200	229
지배주주지분순이익	66	2	20	161	184
EPS(원)	1,570	45	471	3,895	4,435
증감률(%)	85.7	-97.1	942.0	726.4	13.9
ROE(%)	10.1	0.2	2.2	16.7	16.6
PER(배)	41.9	1,521.1	149.0	11.1	9.7
PBR(배)	3.1	3.3	3.3	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	21.1	29.6	20.7	6.6	5.8

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

김진형 연구원

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

2025.02.24

매수(유지)

목표주가(유지)	56,000원
현재주가(02/21)	43,150원
상승여력	29.8%

Stock Data

KOSPI	2,654.6pt
시가총액(보통주)	1,820십억원
발행주식수	42,171천주
액면가	500원
자본금	21십억원
60일 평균거래량	357천주
60일 평균거래대금	14,803백만원
외국인 지분율	14.4%
52주 최고가	73,500원
52주 최저가	37,200원
주요주주	
김성원(외 16인)	41.4%
국민연금공단(외 1인)	9.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.0	-0.4
3M	9.5	2.5
6M	-33.3	-31.6

주가차트

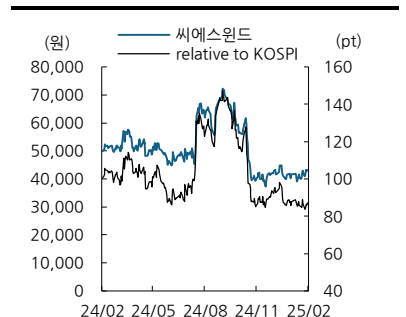
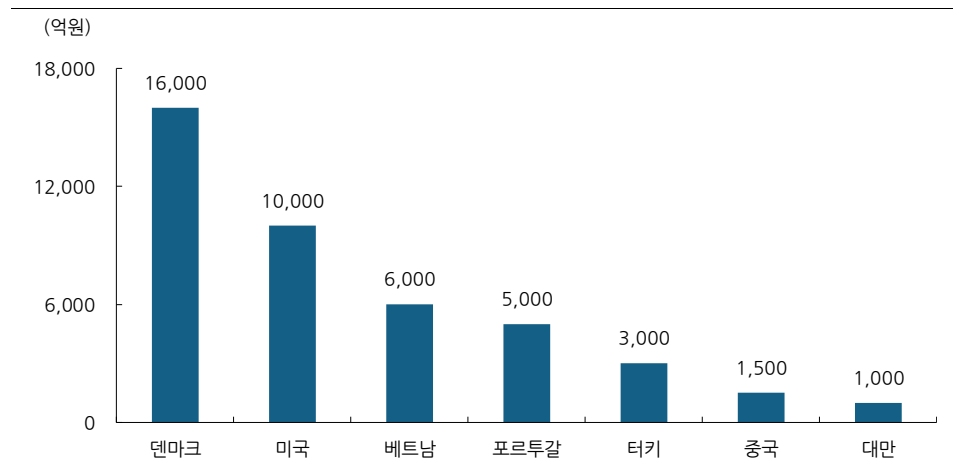


표1 씨에스윈드 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	736.7	857.8	805.5	670.9	833.9	762.2	780.1	612.7	1,520.2	3,070.9	2,988.9
증가율	110.2%	106.4%	111.7%	79.5%	13.2%	-11.2%	-3.1%	-8.7%	10.6%	102.0%	-2.7%
영업이익	-9.5	129.0	109.6	46.3	81.2	79.4	85.9	60.2	104.7	275.4	306.8
AMPC	24.0	32.7	27.9	10.2	31.5	30.0	30.1	29.6	81.7	94.8	121.2
AMPC제외 영업이익	-33.5	96.3	81.7	36.1	49.7	49.4	55.8	30.6	23.0	180.6	185.6
영업이익률	-1.3%	15.0%	13.6%	6.9%	9.7%	10.4%	11.0%	9.8%	6.9%	9.0%	10.3%
AMPC제외 OPM	-4.5%	11.2%	10.1%	5.4%	6.0%	6.5%	7.1%	5.0%	1.5%	5.9%	6.2%
지배주주 순이익	-38.9	106.6	72.7	20.9	52.1	51.9	55.4	24.3	19.9	161.4	183.7
순이익률	-5.3%	12.4%	9.0%	3.1%	6.2%	6.8%	7.1%	4.0%	1.3%	5.3%	6.1%

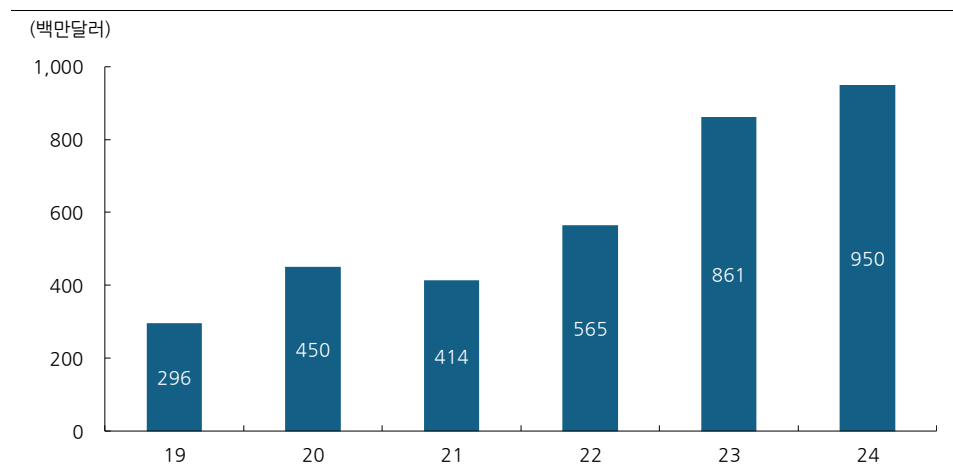
자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

그림1 해외생산법인 CAPA



자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

그림2 연간 타워 수주잔고 추이



자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

NDR 주요 질문 정리

1. 2024년 4분기 실적 주요 내용

타워 미국법인 주요 고객사항 매출 인식 시점이 2025년 1월로 이연되면서 약 1,000억원의 매출 공백 있었으며 이에 따라 AMPC도 동반 감소함. 해상풍력 하부구조물은 인수 후 유무형자산 공정가치평가 다시 하면서 감가상각비 일시적으로 200억원 반영함

2. 2025년 실적 가이던스

2025년 매출액 3.1조원과 영업이익률 10% 제시. 부문별로는 타워 매출액은 전년 대비 20% 이상 성장 전망하며 해상풍력 하부구조물은 전년 대비 50% 감소할 것으로 예상함. 타워 신규수주 목표액은 전년 대비 6% 늘어난 16억 달러 제시하며 AMPC는 1,000억원

3. 미국과 유럽에서의 타워 시장 점유율

타워 미국 시장 점유율은 60%이며 유럽은 15%임. 유럽은 상대적으로 풍력 밸류체인이 많은 영향임. 최근 미국 경쟁사는 단일 고객사 비중이 높아 영업 상황 녹록치 않으며 유럽 경쟁사들도 시장에 매물로 나와 있는 등 경쟁력 낮음

4. CAPEX 계획

올해 투자 거의 없음. 지난 2년간 투자가 많이 들어갔던 법인이 베트남, 포르투갈이며 총 2,000억원 소요됨. 미국은 투자 3년차인데 이제 남은 투자금액은 2천만 달러임. 향후 추가 증설이 필요한 경우에는 인력들의 숙련도를 올려서 생산량을 늘릴 수 있기 때문에 꼭 신규 투자가 필요한 것은 아님

5. 중국산 풍력 타워 동향

베트남, 터키는 중국산 타워에 대해 반덤핑 관세를 부과하고 있으며 미국은 중국 업체들이 아예 못 들어가고 유럽도 리쇼어링 강화하면서 중국 업체들의 진출 제한하고 있음. 따라서 전 세계적으로 중국산 타워에 대한 장벽이 강화되고 있음

6. 미국 육상풍력 시장 동향

2024년 6.8GW, 2025년 8~9GW, 2026년 11GW로 예상되고 있으며 설치규모 10GW부터는 공급부족이 발생하고 육상도 터빈 대형화 되고 있어 경험이 많은 우리한테 유리한 환경 조성될 것임

[씨에스윈드 112610]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024	2025F		2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	1,073	1,011	1,368	1,580	1,655	매출액	1,195	1,375	1,520	3,071	2,989
현금 및 현금성자산	262	192	207	394	463	매출원가	1,024	1,239	1,314	2,685	2,554
매출채권 및 기타채권	398	366	488	496	500	매출총이익	171	136	206	386	435
재고자산	351	382	582	600	602	판매비 및 관리비	70	94	101	111	128
기타	62	72	91	91	91	영업이익	101	42	105	275	307
비유동자산	698	773	1,464	1,504	1,554	(EBITDA)	139	108	179	372	408
관계기업투자등	3	13	20	20	20	금융손익	-14	-32	-38	-47	-41
유형자산	510	529	916	952	999	이자비용	9	15	34	34	30
무형자산	125	117	261	265	268	관계기업등 투자손익	6	-3	-4	-4	-4
자산총계	1,771	1,784	2,833	3,084	3,210	기타영업외손익	-2	-2	-38	-24	-34
유동부채	573	624	1,417	1,527	1,510	세전계속사업이익	91	5	24	200	229
매입채무 및 기타채무	316	323	832	842	855	계속사업법인세비용	25	10	5	37	39
단기금융부채	210	273	529	629	599	계속사업이익	66	-6	19	163	189
기타유동부채	46	28	56	56	56	중단사업이익	-1	-1	0	0	0
비유동부채	255	233	471	472	472	당기순이익	65	-7	19	163	189
장기금융부채	234	208	432	432	432	지배주주	66	2	20	161	184
기타비유동부채	20	25	40	40	40	총포괄이익	97	35	35	163	189
부채총계	827	857	1,888	1,999	1,982	매출총이익률 (%)	14.3	9.9	13.5	12.6	14.5
지배주주지분	894	880	897	1,037	1,180	영업이익률 (%)	8.5	3.1	6.9	9.0	10.3
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	11.7	7.8	11.7	12.1	13.6
자본잉여금	597	610	611	611	611	당기순이익률 (%)	5.4	-0.5	1.2	5.3	6.3
이익잉여금	268	242	241	382	524	ROA (%)	5.0	0.1	0.9	5.5	5.8
비지배주주지분(연결)	50	48	48	48	48	ROE (%)	10.1	0.2	2.2	16.7	16.6
자본총계	944	928	944	1,085	1,227	ROIC (%)	8.7	-4.5	5.8	13.3	14.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024	2025F		2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동 현금흐름	-105	151	111	248	295	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	65	-7	19	163	189	P/E	41.9	1,521.1	149.0	11.1	9.7
비현금수익비용가감	68	126	171	99	99	P/B	3.1	3.3	3.3	1.8	1.5
유형자산감가상각비	32	51	59	85	89	P/S	2.3	2.1	1.9	0.6	0.6
무형자산상각비	7	15	15	12	12	EV/EBITDA	21.1	29.6	20.7	6.6	5.8
기타현금수익비용	30	61	97	-75	-84	P/CF	20.8	24.3	15.6	6.9	6.3
영업활동 자산부채변동	-193	68	-57	-15	6	배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.7	2.3	2.3
매출채권 감소(증가)	-154	35	212	-7	-5	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-107	-10	-200	-18	-2	매출액	23.3	15.1	10.6	102.0	-2.7
매입채무 증가(감소)	21	52	-52	10	13	영업이익	3.6	-58.3	148.5	163.1	11.4
기타자산 부채변동	47	-9	-17	0	0	세전이익	57.0	-94.9	417.0	736.3	14.3
투자활동 현금	-301	-105	-236	-140	-155	당기순이익	92.7	적전	흑전	761.6	16.1
유형자산처분(취득)	-92	-94	-188	-121	-136	EPS	85.7	-97.1	942.0	726.4	13.9
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	-16	-16	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-217	-12	-3	-4	-4	부채비율	87.7	92.3	199.9	184.2	161.5
기타투자활동	11	3	-45	0	0	유동비율	187.4	162.1	96.6	103.4	109.6
재무활동 현금	568	-95	141	79	-71	순차입금/자기자본(x)	17.6	30.6	77.9	59.8	44.8
차입금의 증가(감소)	123	12	161	100	-30	영업이익/금융비용(x)	11.6	2.9	3.0	8.0	10.2
자본의 증가(감소)	-17	-68	-21	-21	-41	총차입금 (십억원)	444	480	961	1,061	1,031
배당금의 지급	17	25	21	21	41	순차입금 (십억원)	166	284	736	649	550
기타재무활동	462	-39	1	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	170	-70	16	187	69	EPS	1,570	45	471	3,895	4,435
기초현금	92	262	192	207	394	BPS	21,204	20,856	21,266	24,601	27,975
기말현금	262	192	207	394	463	SPS	28,338	32,603	36,047	72,820	70,876
NOPLAT	73	-51	83	225	254	CFPS	3,156	2,832	4,493	6,221	6,850
FCF	-360	83	-104	107	140	DPS	600	500	500	1,000	1,000

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

씨에스윈드 (112610) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-04-04	매수	115,000	-39.0	-23.1	
2023-05-11	매수	115,000	-40.0	-23.1	
2023-08-10	매수	115,000	-51.0	-40.0	
2023-08-16	매수	115,000	-51.5	-42.4	
2023-11-09	매수	74,000	-22.6	-4.7	
2023-11-13	매수	74,000	-21.9	-4.7	
2024-01-11	매수	80,000	-34.8	-16.6	
2024-02-20	매수	80,000	-36.8	-21.9	
2024-04-02	매수	80,000	-37.2	-21.9	
2024-04-03	매수	80,000	-37.3	-21.9	
2024-04-16	매수	80,000	-38.1	-21.9	
2024-05-17	매수	80,000	-38.8	-21.9	
2024-08-09	매수	97,000	-45.1	-25.5	
2024-10-16	매수	97,000	-52.8	-36.3	
2024-11-07	매수	97,000	-57.0	-45.5	
2025-01-17	매수	56,000	-26.2	-23.0	
2025-02-24	매수	56,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자 의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.