



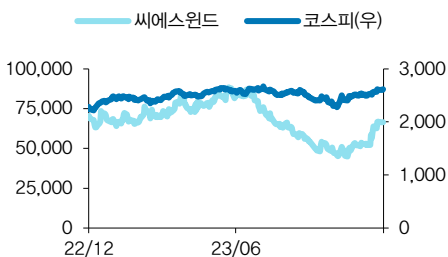
S.T.A.R Research
Company Report 23.12.28

Team 2's Opinion

Conviction Buy

| | |
|------|---------|
| 목표주가 | 100,500 |
| 현재주가 | 66,400 |
| 상승여력 | 51.4% |

Stock Price



Key Information

| | |
|--------------|-----------------|
| KOSPI 지수 | 2,613.50 |
| 52주 최고/최저(원) | 89,400 / 44,550 |
| 시가총액(억 원) | 28,002 |
| 발행주식수(주) | 42,171,403 |
| 22년 배당수익률(%) | 0.73 |
| 주요주주 지분율(%) | 41.03 |

ESG Grade

| | | | | | | |
|----------|----|---|----|---|---|---|
| ESG평가 등급 | A+ | A | B+ | B | C | D |
| 환경(E) | A+ | A | B+ | B | C | D |
| 사회(S) | A+ | A | B+ | B | C | D |
| 지배구조(G) | A+ | A | B+ | B | C | D |

Consensus

| | 2023F | 2024F |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(억 원) | 15,830 | 29,130 |
| 영업이익(억 원) | 1,480 | 2,550 |
| 영업이익률(%) | 9.35 | 8.75 |
| 순이익(억 원) | 640 | 1,280 |
| EPS(원) | 1,529 | 3,026 |
| PER(배) | 33.9 | 17.2 |

S.T.A.R Research

박재현
pjhyun9@naver.com
48th member

동다훈
ddh1618@naver.com
48th member

이영민
youngmini303@g.skku.edu
48th member

이동재
bryandl@g.skku.edu
48th member

씨에스윈드 (KS.112610)

See ACE Wind ~3

목표주가 100,500원으로 매수 제시

본 리서치 팀은 Historical P/E Valuation에 따라 목표주가 100,500원으로 강력 매수를 주장한다. 동사의 2024년도 매출액과 영업이익은 각각 29,191억 원(YoY +74.5%), 2,891억 원(YoY +73.3%)으로 전망한다.

투자포인트 1. 온 세상이 타워로 물드는 그날까지

24년 동사의 타워 부문 매출액은 19,229억 원(YoY +42.3%)으로 전망한다. 유럽, 미국, 아시아 세계 전역에서 정책을 기반으로 하는 풍력 시장의 성장이 두드러지는 가운데, 동사의 수혜가 기대된다. 이는 동사의 1) 기술력, 2) 다양한 고객사 레퍼런스, 3) 법인의 현지화, 4) 지속적인 설비 투자에 기인한다. 이를 통해 향후 대규모 프로젝트의 수주를 받아낼 수 있을 것이며, 동사가 풍력 타워 시장 점유율을 굳건히 지킬 것으로 전망된다.

투자포인트 2. Bladt 타고 해양으로 풍덩!

24년 동사의 Bladt 매출액은 7,846억 원(YoY +16%)으로 전망한다. Bladt를 통해 해상 풍력 하부구조물 시장으로의 진입이 본격화 될 것이다. 동사는 공급이 부족한 하부구조물 시장에서 Bladt의 생산력을 그대로 인수함으로써 신규 레퍼런스 형성과 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 기대한다.

리스크포인트. 다가오는 美 대선, 커지는 우려

미 대선이 1년 안으로 다가오면서 풍력을 비롯한 재생에너지 산업에 대한 우려가 제기되고 있다. 하지만 가능성과 영향력 두 가지 측면에서 동사에게 미치는 영향은 제한적일 것이라 전망한다.

| 투자지표 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (억 원) | 9,691 | 11,950 | 13,749 | 16,730 | 29,191 |
| 영업이익 (억 원) | 976 | 1,011 | 421 | 1,668 | 2,891 |
| 영업이익률 (%) | 10.07 | 8.46 | 3.06 | 9.97 | 9.9 |
| 순이익 (억 원) | 336 | 647 | (98) | 997 | 1,956 |
| 순이익률 (%) | 3.47 | 5.42 | (0.71) | 5.96 | 6.70 |
| EPS (원) | 845 | 1,601 | (23) | 2,364 | 4,638 |
| PER | 104.75 | 41.04 | N/A | 28.09 | 14.32 |

CONTENTS

| | |
|------------------------------------------------------|----|
| 산업분석 | 3 |
| 기업분석 | 7 |
| 주가분석 및 투자전략 | 9 |
| 투자포인트 | 10 |
| 투자포인트 1. 온 세상이 타워로 물드는 그날까지 | |
| 투자포인트 2. Bladt 타고 해양으로 풍덩! | |
| 리스크포인트, 다가오는 美 대선, 커지는 우려 | |
| 매출액가정 | 16 |
| 비용가정 | 19 |
| 밸류에이션 | 22 |
| Historical P/E Valuation, 목표주가 100,500원으로 강력 매수의견 제시 | |
| Appendix – 추정재무제표 | 23 |

산업분석

풍력발전 : 그래도 바람은 분다

2Q23, 풍력 사업 부진

풍력발전 사업은 전기공급업체로서 자금지원을 하는 디벨로퍼, 핵심기술을 바탕으로 부품을 발주하는 터빈 기업, 수주를 받는 부품(날개, 타워, 하부구조물) 기업으로 나뉘며, 공통적으로 전방 수요가 확고한 영향력을 갖는다. 그리고 2Q23의 풍력발전 사업은 전방 Orsted를 비롯한 디벨로퍼 기업들의 프로젝트 포기 이슈가 대두되며 실적 및 주가 하락의 퍼펙트 스톰을 겪었다.

3Q23, 회복 시작

그러나 현재의 풍력 사업 부진은 단기 위험으로 판단되며, 시장의 우려와 달리 각 글로벌 디벨로퍼 기업들의 매출액과 주가는 3Q23을 기점으로 회복세를 보이고 있다. [도표 1] 이러한 반등세는 1) 변하지 않은 풍력발전의 필요성, 2) 디벨로퍼들의 사업재개, 3) 향상된 기술적 효율성에 기인한다고 추측되며, 본 리서치팀은 풍력발전 사업이 23년부터 정상궤도에 올라설 것으로 전망한다.

여차피 에너지는 친환경으로

분할된 세계 정세 속 에너지 독립 중요

우크라이나-러시아 전쟁으로 인한 에너지 위기의식은 천연가스 및 전기 가격이 정상화된 현재에도 이어지고 있다. 실제로 일부 주요 국가들은 친환경 관련 사업을 지속적으로 확대해 나가고 있다. EU 연합은 '22년 5월 제정된 REPowerEU를 통해 2030년까지 재생에너지 목표치 45%를 추진 중이고, 미국 바이든 정부는 신규 IRA를 추진 중이며, 석탄 주 원산지인 중국조차도 풍력발전의 선두에서 프로젝트를 진행 중이다. 이는 전쟁이 단순히 단기 에너지 수급 문제를 넘어 안보와 관련된 에너지 의존도의 심각성을 일깨웠음을 의미하며, 국제 정세가 새로운 에너지 수요를 견인함을 보증한다.

친환경 전환 견조

이러한 에너지 수급 수요에 있어 친환경의 필요성 또한 견조하다. 1) 환경 파괴로 인한 경제적 손실 증가 추세와 2) 교체 주기를 맞이한 석탄&가스 발전소의 높은 비용은 여전히 남아있는 과제이다. 이에 따라 현재 풍력을 비롯한 친환경 에너지 사업의 부진은 어디까지나 속도 조절로 판단되며, 23년 10월 UN 국가들의 온실가스 감축목표(NDC) 제출과 영국 10월 26일 풍력 중심 Energy Act 2023을 고려했을 때 장기적인 목표치에 변동은 없을 것으로 판단된다.

여차피 친환경은 풍력발전으로

풍력의 높은 범용성, 낮은 LCOE

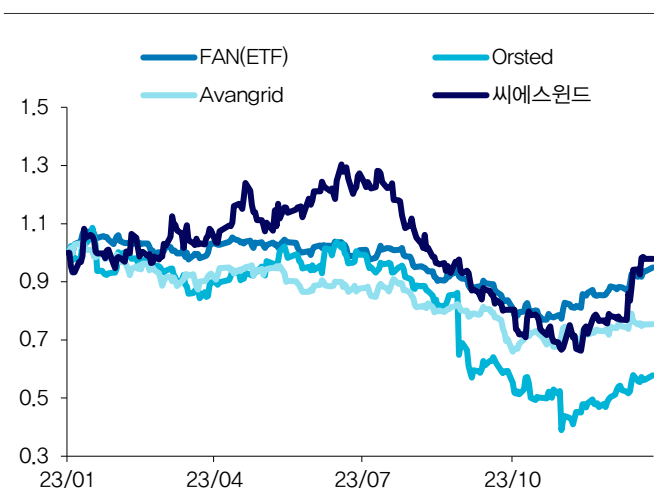
확장하는 친환경 사업 내 풍력발전의 입지 또한 여전히 견고하며, 이는 1) 토지 면적 대비 발전 효율이 높고, 2) 꾸준한 대기 순환으로 시간 및 계절적 변동이 적으며, 3) 공급량이 충분한 원재료를 가진 풍력발전의 특징에 기인한다. 이러한 종합적인 효율성은 발전 설비의 전 수명 주기에 걸친 생산 전력 대비 비용을 고려한 LCOE(균등화 발전비용)으로 판단될 수 있으며, 풍력발전은 이 LCOE 측면에서 이미 기존 탄소 배출 에너지군보다 낮아졌을 뿐만 아니라, 주 비교군인 태양광 발전보다도 낮은 kWh당 비용을 꾸준히 기록 중이다. [도표 2]

친환경 선두주자 독일, 그 안 선두주자 풍력

이러한 풍력발전의 실용성은 친환경 에너지의 선두주자인 독일의 사례에서 쉽게 찾아볼 수 있다. 지난 12일 독일 연방 에너지 산업 협회(BDEW)의 예비 조사에 따르면, 2023년 한해 사용된 전력의 약 52%가 친환경 에너지였으며, 비중은 큰 순서대로 지상 풍력 22%, 태양광 12%, 바이오매스 9%, 해상풍력 5% 등을 기록했다.

도표 1. 친환경 관련주 추이

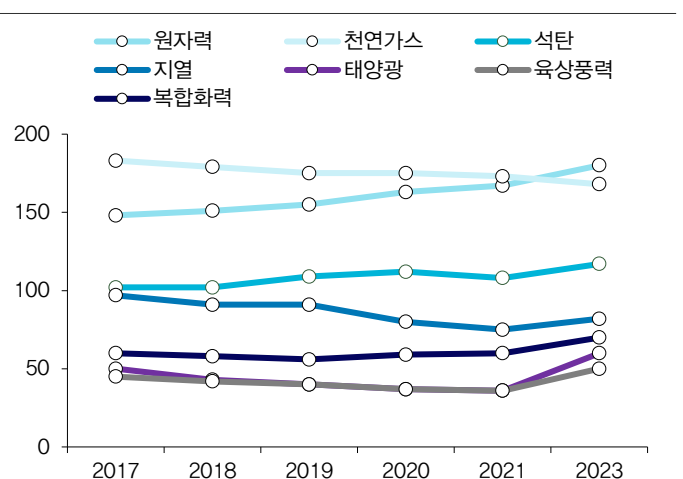
(단위: 23.1.2 기준 = 1배)



자료: Investing.com 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 2. 에너지원 별 LCOE 추이

(단위: \$/MWh)



자료: Lazard, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

퍼펙트 스톱, 고지를 넘어

퍼펙트 스톱 요인

1.정책 2.공급망 3.금리

2Q23 풍력발전 사업의 부진을 야기한 퍼펙트 스톱의 주 요인은 디벨로퍼 업체 Orsted의 일부 프로젝트 포기 발표에 언급된 바 있으며, 1) ITC를 비롯한 정부지원 부족, 2) 공급망 차질, 3) 고금리로 정리된다. 24년 풍력발전은 각 요소들의 해소를 통해 성장 궤도에 복귀할 것으로 전망하며, 이는 1) 각국 정부 투자의 확대, 2) 부품사들의 공급망 재편, 3) 금리 인하를 통한 비용 절감에 기인한다.

퍼펙트 스톱 解 1. 주요국 정부 투자 확대

북미, 재협상 진행 & IRA 新 가이드라인

Orsted를 비롯한 디벨로퍼들의 프로젝트 수주 포기 발표 이후, 취소된 프로젝트가 집중된 미국 및 유럽 지역을 중심으로 확장 및 추가 지원 움직임이 계속되고 있다. 취소된 프로젝트가 집약되었던 뉴저지와 뉴욕의 경우, Ocean Wind 프로젝트 좌초에도 불구하고 1) 11월 30일 뉴욕 주 정부 차원에서 상향된 단가의 신규 입찰을 진행 중에 있다. 이에 더해 12월 14일 미 정부는 2) IRA 관련 2030년까지 신규 가이드라인을 발표하며 이전 ITC 혜택 만료에 대한 불안감을 해소했다.

영국 CfD 기준가 상승 & EIB 추가 투자

영국은 1) CfD(차액결제 지원제도) 기준가격 상승을 발표하였다. [도표 3] EU는 지난 10월 24일 Wind Power Action Plan으로 2) 신규 사업 허가 기간의 대폭 감축을 통한 성장세 지원 정책을 발표한 바 있으며, 12월 15일 유럽투자은행(EIB)은 REPowerEU 계획에 따라 3) 풍력 에너지 장비 제조 회사를 대상으로 약 54.6억 달러 규모의 추가 투자 계획을 공개했다.

다가오는 위협 중국, 정책 지원은 견조

위 단계 정책지원의 견고함은 각 국의 타임라인 단축 의지가 보장한다. 현재 중국 기업이 전체 시장의 약 80%를 점유한 태양력 발전의 사례에서 볼 수 있듯이, 친환경 사업에서 중국발 저가제품 영향력은 계속 늘어나고 있다. 이에 친환경 사업을 통한 일자리 창출 및 공급망 확대 등 사회적 이익을 노리는 주요국들은 단기간 내 친환경 사업을 완수하고자 하는 수요가 있으며, 이는 덤핑세와 자국 생산 보조금 등으로 드러났다. 사업 지연으로 인한 피해와 계약 파기로 인한 위약금을 앞둔 디벨로퍼에게 있어 개선된 정책적 배경은 사업 재개의 충분한 요인이 될 것으로 전망한다.

퍼펙트 스톱 解 2. 부품 공급망 재편

2Q23 프로젝트 포기, 주요원인은 부품 지연

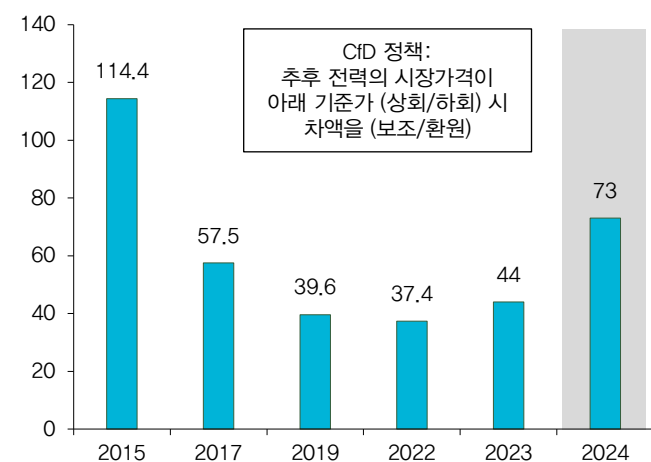
Orsted의 공급계약 중단 및 포기의 핵심 요인이던 부품 공급지연 현상 또한 공급망 개편을 통해 해소될 것으로 전망한다. 8월 31일 Orsted의 입장문에 따르면, 공급지연에 의한 전체 손상차손액은 약 169억 크로네로, 이는 전체 손상차손액의 59.5%를 기록하였다. [도표 4]

공급지연 방지 위한 Bladt M&A

그러나 해당 이슈가 수면 위로 떠오른 후, 심각한 공급부족은 사업을 축소시키긴 커녕 오히려 디벨로퍼가 주도하는 공급망 재편으로 이어지고 있다. 대표적으로 Orsted에 하부구조물 수주를 맡은 Bladt의 경우, 납기 지연 이슈의 바탕에는 대규모 모노파일에 필요한 용접기술이 부족했던 것이 주요인으로 꼽혔고, Orsted는 기존 대주주를 설득하여 해당 기술 및 준수한 납기 레퍼런스를 지닌 씨에스윈드를 대상으로 일정 지원금 및 확정 수주를 바탕으로 M&A를 추진한 것으로 공개되었다.

도표 3. 영국 CfD 기준가격 추이

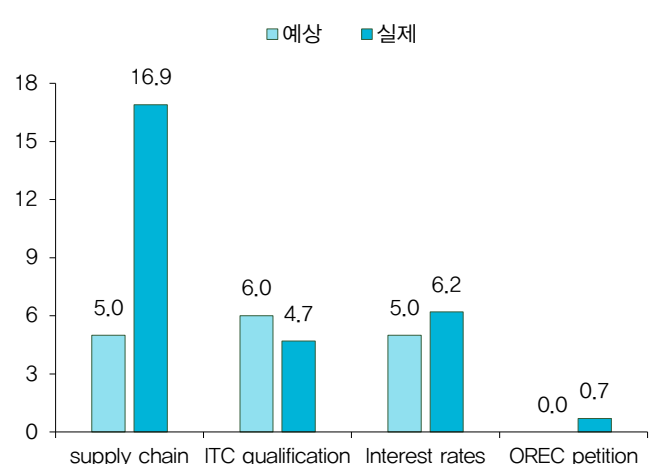
(단위: 파운드/MW)



자료: Financial Times, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 4. 23년 Orsted 해상풍력 손상차손 분석

(단위: 10억 DKK)



자료: Orsted, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

대두된 불량률 문제
오히려 신뢰가 수혜로

부품의 낮은 불량률에 대한 이슈 또한 유사한 흐름을 보인다. 지난 6월 23일, 독일 터빈 기업 Siemens Energy는 2023년 실적 가이드언스를 철회와 함께 약 35% 추가하락을 경험했다. 이는 과거 납품한 자사 육상 풍력터빈 내 베어링 부품의 균열 문제가 높은 불량률로 부각되었기 때문으로, 손해 배상과 사후 정비 과정에서 발생한 추가 지출이 발생하였다. 뿐만 아니라, 자금 경색으로 인해 Siemens Energy는 독일 정부 및 은행에게 최대 150억 유로의 보증을 요청하였고, 부족한 투자여력이 가이드언스에 부정적 영향을 끼친 것으로 추측된다. 그러나 이 과정이 씨에스베어링과 같이 높은 신뢰도를 지닌 기업에게는 오히려 가격결정력 상승과 M/S 확대의 기회임을 고려했을 때, 공급망 차질은 관련 기업들의 능동적 처리 하에 충분히 해결될 수 있는 요소로 관찰되며, 오히려 신뢰가 확고한 기업은 CAPA 증설 등 추가 투자를 통해 오히려 수혜를 받을 수 있을 것으로 전망한다.

퍼펙트 스톱 解 3. 완화된 고금리 압박

금리 인하 전망
매출&비용 부담 완화

지속된 고금리의 부담이 지난 12월 FOMC 회의에 따라 완화됨에 따라, 친환경 에너지는 LCOE(균등화 발전원가) 감소와 함께 대표적인 수혜 분야로 떠오를 것으로 기대된다. 이는 친환경 사업이 단기 중심의 80% 부채비율을 통한 단기간 내 설비 구축과 이를 바탕으로 높은 규모의 이자비용을 감당해야 함에 기인한다. 뿐만 아니라, 꾸준한 에너지 수요로 장기 매출을 끌어내는 친환경 사업은 인플레이션의 영향을 크게 받는 만큼 매출과 금리의 상관관계가 돋보인다.

금리와 주가의
높은 상관관계

추가 또한 금리에 민감하게 반응하며, 이는 23년 이래 기록된 친환경 ETF와 미국채 10년물 간의 상관관계로도 확인 가능하다. [도표 5] 그렇기에 고금리 압박에서 벗어나기 시작한 현 시점은 풍력사업의 높은 이자비용이라는 단점이 높은 레버리지 효율이라는 장점으로 전환되는 기점이다.

회복 & 성장하는 풍력발전, 앞으로의 방향성은?

LCOE 감소를 위한 맞춤형 기술 상용화

더 큰 발전기,
기술 발전 필요

풍력발전 시장이 확장됨에 따라 효율 증대를 위한 기술발전은 계속되고 있으며, 초대형 터빈 & 영구 자석 발전기 타입의 등장은 그 중심에 있다. 풍력발전기는 회전하는 날개 부분이 크면 클 수록 바람에 노출되는 면적이 넓어져 발전량 또한 높아진다. 이에 따라 발전량 증대를 위해 더 큰 운동에너지를 온전히 전력으로 환원할 수 있는 터빈 뿐만 아니라, 더 높은 높이와 무게를 견디기 위한 타워 구조물의 견고함, 하부구조물의 지지력 또한 요구되는 추세이다. [도표 6]

다각화될 수요,
시장 적응력이 필수

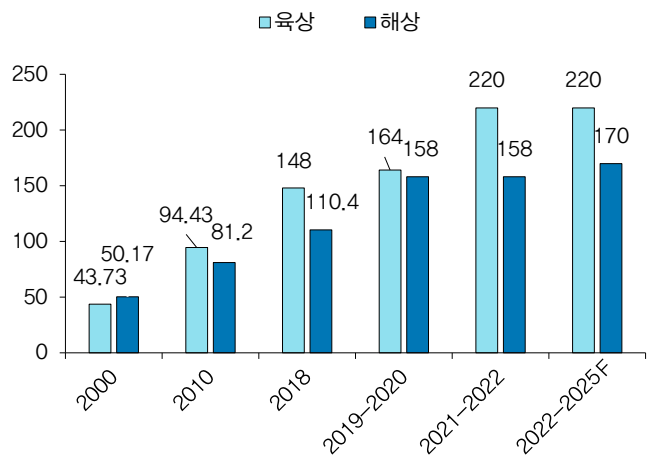
뿐만 아니라, 각 국가의 정책과 지정학적 요소에 따라 요구되는 사양이 천차만별이기에 고객사와의 유대관계 및 시장 변화에 대한 신속한 판단력 및 적응력이 요구된다. 이에 따라 글로벌 풍력발전 전방 기업(디벨로퍼, 터빈)은 품질이 이미 검증된 우수한 전문 공급업체를 선호할 것으로 추측되며, 고도화된 기술 진입장벽을 바탕으로 안정된 산업환경이 예상된다.

도표 5. 미국채 10년 수익률 & 친환경 ETF 추이 (단위: %, \$)



자료: livingsting.com, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 6. 신규 풍력발전기 날개 평균 반지름 추이 (단위: m)



자료: IRENA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

본격 개화를 앞둔 해상풍력

해상풍력 에너지
더 멀리, 더 많이

기존 육상풍력 성장성에 더해 해상풍력의 성장세가 기대된다. 해안에서 멀어질 수록 풍속이 높고 균일하기에 에너지 공급의 지속성과 풍력발전기의 수명 측면에서 장점이 있을 뿐만 아니라, 해수면 위 난류층이 비교적 낮기에 더 높은 풍속의 바람이 존재한다. 이는 위에서 언급한 대형 풍력발전기와 맞물려 시너지 효과가 기대된다. 뿐만 아니라, 부지 확보 및 운용 과정에서 주변 지역 주민들과의 협상비용 및 마찰이 적다는 점 또한 원활한 사업 추진에 있어 강점을 가질 것으로 보인다.

해상풍력의 난제
전력망(Grid)

그럼에도 아직 해상풍력이 본격적인 성장세를 보이지 못한 것은 늘어난 풍력발전기의 증가한 수요로 인해 에너지 운송을 위한 전력망 연결 비용이 높아 개발에 차질이 있었기 때문이다. 대표적으로 GE의 경우, 해상풍력 전력망 연결 문제로 인해 미국 내 프로젝트 지연과 3분기 영업이익 적자를 기록한 바 있다.

미 정부 주도의
전력망 수급 해결

그러나, 이는 미국 에너지부의 '전력망 복원 및 혁신 파트너십 프로그램'과 IRA 혜택 내 전력망 사업 지원 확대 등 국가 주도의 확대 사업으로 해결될 전망이다. BNEF가 조사한 미국의 전력망 연결 대기열에 따르면, 전력망으로 인한 대규모 사업 철회가 기록된 이후, 2019년 기준 20GW였던 대기열이 2022년에 들어 7GW로 줄어들며 수급 문제가 해결된 모습을 보였다.

Top Pick: 씨에스윈드

Top Pick: 씨에스윈드

본 리서치 팀은 풍력발전 산업 내 Top Pick으로 씨에스윈드를 제시한다. 이는 동사가 1) 부품 공급사 중 뛰어난 납기 이력과 기술적 우월성으로 레퍼런스를 확보한 점과, 2) 기존 타워 부문 신규 수주를 대비한 CAPA 증설을 이뤄온 점, 3) Bladt 인수로 해상풍력 수혜가 기대되는 점, 그리고 4) 미국 해외 법인을 통한 IRA AMPC 정책 수혜에 기인한다.

편집상 공백

기업분석

기업개요

풍력타워 및 부품
생산업체

동사는 2006년 8월 설립되어 2014년 11월 유가증권시장에 상장되었으며, 풍력발전기 타워 생산을 시작으로 자회사를 통한 타워내부 부품 및 베어링 생산까지 포괄하는 풍력타워 및 부품 생산사업을 영위하고 있다. 동사는 풍력발전기 타워 시장에서 글로벌 1위를 차지하고 있으며, 전세계 시장 점유율은 약 16%, 미국 시장 점유율은 약 40% 수준이다.

각 지역별 매출

동사는 국내 본사를 기반으로 베트남, 미국, 포르투갈, 말레이시아, 중국, 터키, 대만에 해외 풍력 타워 생산법인을 운영하고 있으며, 유럽, 미국, 아시아 등 전세계 시장에 타워를 공급, 납품한다. 3Q23 기준, 동사의 지역별 매출은 유럽 향 41.2%, 미주 향 39.5%, 아시아 향 19.3%의 비중으로 발생하였다.[도표 7]

자회사 분석

씨에스베어링

자회사 씨에스베어링

동사의 자회사 씨에스베어링은 풍력타워용 베어링 제조 사업을 영위하고 있다. 블레이드와 로터를 연결하고 지지하는 역할의 피치 베어링과 수평축 풍력 발전기의 요 시스템의 중요한 요소 중 하나인 요 베어링을 주력 제품으로 생산하고 있다. 해당 부품을 주로 GE에 공급하고 있으며, Vestas, Siemens 또한 주요 고객사이다.

씨에스베어링에 대한
지배력 보유

동사는 씨에스베어링의 지분 46.89%를 보유하고 있으며, 이는 지분의 과반은 아니다. 그러나 보유 의결권의 상대적 규모와 다른 의결권 보유자의 주식 분산 정도 등을 종합적으로 고려했을 때, 동사가 사실적으로 씨에스베어링에 대한 지배력을 보유하고 있는 것으로 판단된다.

재무 분석

수익성 지표: 매출원가율과 판관비율

매출원가율 개선 :
22년의 증가는 일시적
& Bladt 불량률 개선

동사의 매출원가율은 '22년도에 90% 내외로 급격하게 상승했다가 '23년도부터 80% 초중반으로 안정적으로 유지되고 있다. 이는 '22년의 경우 1) 터키 법인의 초인플레이션 상황에 따른 영업적자의 비용 전환, 2) 미국 법인의 고객사 GE향 매출 감소에 기인한다.[도표 8] 이에 '22년의 매출원가 상승은 일시적인 상황으로 판단된다. 매출원가율은 추후 후관의 인하 가격 안정화와 4Q23에 인수 예정인 Bladt의 불량률이 개선됨에 따라 감소세가 지속될 것이라 예상된다.

판관비율 유지

동사의 판관비율은 미국과 포르투갈 법인 인수에 따른 비용 증가로 인해 22년도부터 꾸준히 증가해 7% 내외로 유지해왔다.[도표 8] 인수 관련 비용이 아직 남아있다는 점에서 판관비율은 유지될 것으로 예상된다.

도표 7. 씨에스윈드 3Q23 매출 비중

(단위: %)

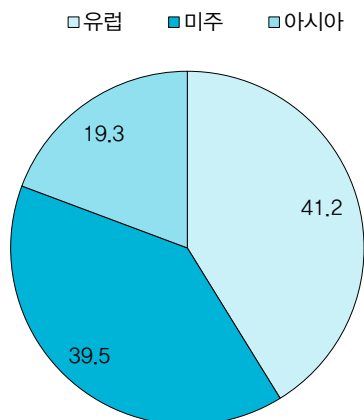
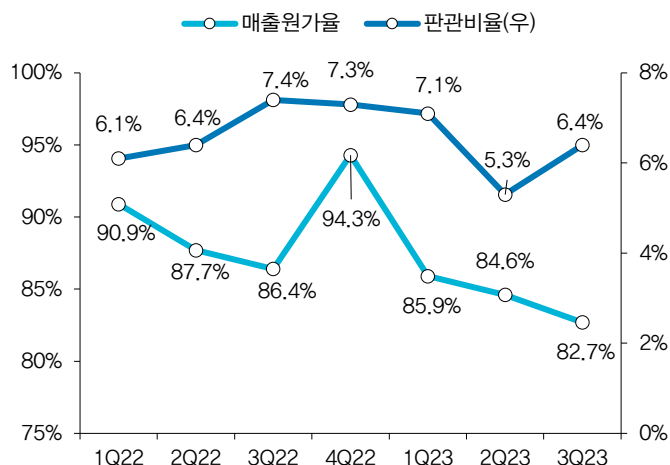


도표 8. 씨에스윈드 매출원가율과 판관비율

(단위: %)



기업분석

안정성 지표: 부채비율과 유동비율

안정적인 부채비율과
신공장을 통한 유동비율
회복 전망

동사의 부채비율은 '20년 98.6%, '21년 87.66%, '22년 92.45%로, CAPA를 증설하고 있음에도 안정적인 부채비율을 유지하고 있다. 유동비율은 '20년 164.71%, '21년 187.36%에서 '22년 162.16%로 감소하였다. [도표 9] 22-23년 유동비율의 하락은 연이은 신 공장 증설과 미국과 포르투갈 법인 인수로 인해 발생한 것으로 추정된다. 향후 동사는 신 공장을 통한 실적 향상을 통해 안정적인 유동비율을 회복할 수 있을 것으로 전망된다.

M&A 이슈: Bladt Holdings A/S

4Q23에 인수 예정인
해상풍력 하부구조물
업체 Bladt Holdings
A/S

동사는 23년 11월 30일 덴마크의 해상풍력 하부구조물 업체인 Bladt Holdings A/S의 지분 100%를 매입하는 주식매매 계약을 체결하였다. 이에 따라 동사는 Bladt에 대한 지배력을 획득하여 4Q23을 기점으로 해당 기업을 동사의 연결대상 자회사로 신규 편입할 예정이다. 글로벌 해상풍력 하부구조물 시장에 새롭게 진출하면서 해상풍력을 중심으로 시장경쟁력을 강화해 나갈 전망이다.

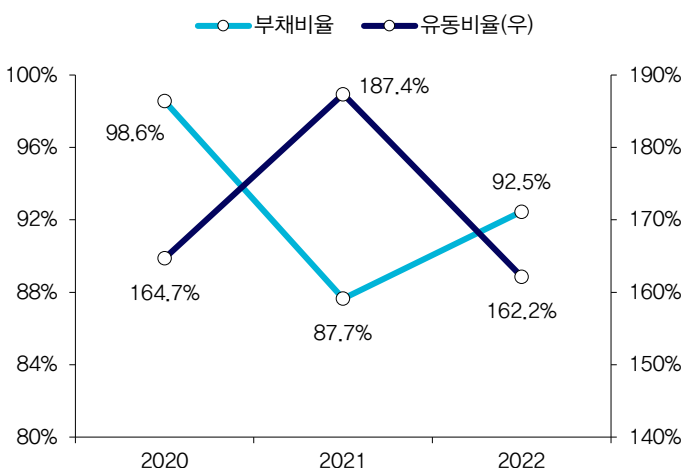
CAPA 분석

CAPA 현재 3Q23 2조
2Q23 2조 5,5천 억
2028 4조 5,5천 억으로
확대

동사는 미국, 유럽, 아시아를 중심으로 확대되고 있는 풍력발전기의 높은 수요에 대응하기 위해 생산 공장 증설을 진행하고 있다. 1Q24에 완공될 베트남과 포르투갈 법인의 신 공장 규모는 연 5,500억 원이며, 4Q27에 완공될 미국 법인의 신 공장은 연 2조 원이다. 이에 동사의 풍력타워 CAPA는 현재 2조 원 가량에서 2Q24에 2조 5,500억 원, '28년 4조 5,500억 원 규모로 확대될 전망이다. [도표 10]

도표 9. 씨에스윈드 부채비율과 유동비율

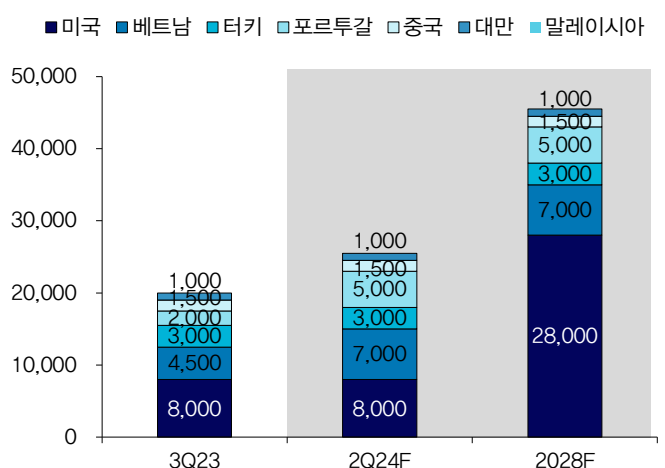
(단위: %)



자료: 씨에스윈드, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 10. 씨에스윈드 CAPA 전망

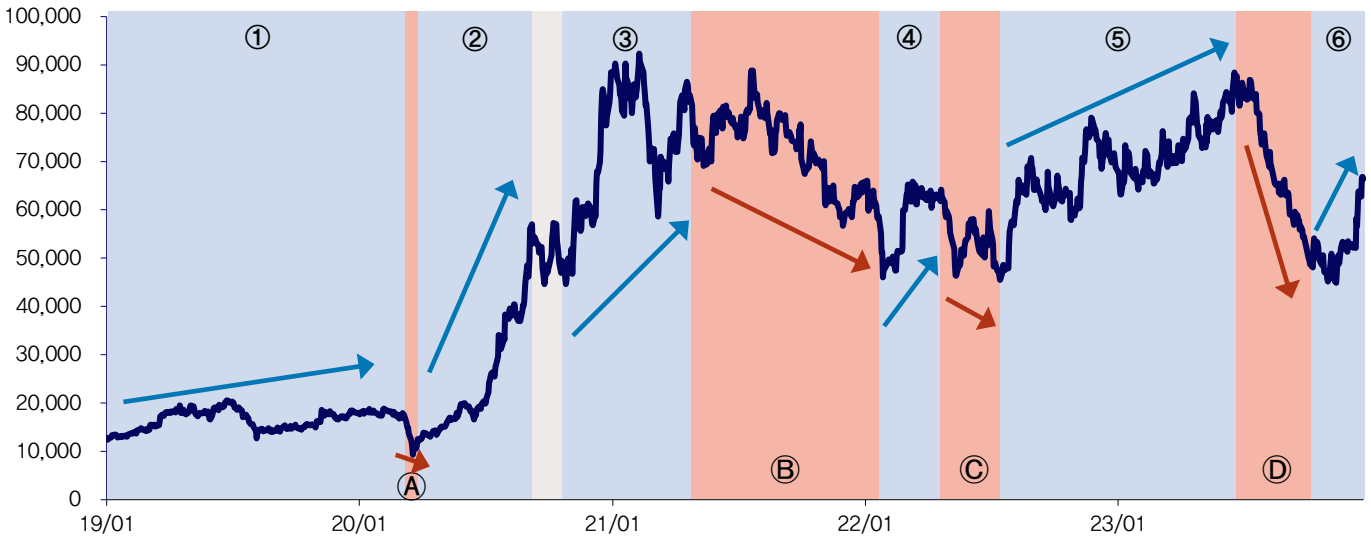
(단위: 억 원)



자료: 씨에스윈드, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

주가분석

도표 11. 씨에스윈드 주가분석



| 구분 | Multiple | 기간 | Factor |
|----|----------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| ① | Upturn | 2019.01 ~ 20.02 | 해외 시장을 중심으로 18년 수주 실적을 통한 가시적인 매출 성장 미국 및 유럽으로부터의 풍력 발전에 대한 수요 증가를 통한 수익성 향상 |
| ② | | 2020.03 ~ 20.09 | 세계 풍력발전 시장의 밝은 전망 경쟁사 대비 압도적인 생산능력을 통한 수혜 확대에 따른 기대감 |
| ③ | | 2020.11 ~ 21.03 | 3,504억 규모의 유무상증자 실시 조 바이든 미국 대통령 당선을 통한 신재생 에너지 확대에 따른 기대감 |
| ④ | | 2022.02 ~ 22.05 | 미국과 포르투갈 법인 인수를 통한 매출 성장 기대감 탄소배출권 가격 상승으로 인한 친환경 관련 종목에 대한 주목 |
| ⑤ | | 2022.07 ~ 23.07 | 미국 인플레이션 감축법(IRA) 보조금에 따른 기대감 |
| ⑥ | | 2023.11 ~ | 북미 시장의 해상풍력 수주계약으로 인한 3Q23의 최대 수주실적 기록 금리 저하 & 4Q23 Bladt Holdings A/S 매출 인식에 따른 기대감 |
| Ⓐ | Downturn | 2020.02 ~ 20.03 | 코로나 사태로 인한 폭락 |
| Ⓑ | | 2021.03 ~ 22.02 | 한국 정부의 신재생 에너지로의 전환에 대한 실질적인 지원책 미미에 따른 정책 리스크 미국 PTC 혜택 종료에 따른 글로벌 공급망 훼손 |
| Ⓒ | | 2022.05 ~ 22.07 | 고객사 Siemens Gamesa의 육상 풍력발전기 터빈 설계 오류 및 부품 불량률 급증 |
| Ⓓ | | 2023.07 ~ 23.11 | 덴마크 해상풍력업체 Orsted의 미국 프로젝트 지연 및 중단에 따른 우려 |

자료: Dataguide, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자전략

본 리서치팀은 4Q23 사업보고서가 나오기 전인 현시점에서 매수하는 것을 추천한다. 이는 예상보다 빨리 Bladt의 비용감소가 이루어질 것으로 예상된다는 점에 기인한다. Bladt는 용접 기술이 없었기 때문에 결함률이 20%를 상회했지만, 씨에스윈드의 인수를 통해 3%이내의 결함률 달성에 성공했다. 이에 따라 빠른 영업이익 확대를 전망하고, 현재 Bladt가 동사의 자회사로 편입되어 있지 않기 때문에 Bladt의 세부 정보를 아는 사람들이 적다.

매도의 경우, 1) 미국 경선 시기인 24년 11월, 혹은 2) 공화당 전당 대회인 24년 7월 이전에 매도할 것을 추천한다. 12월 27일, 미시간 대법원에서 트럼프의 대선 경선 참여를 허용하면서 트럼프의 경선 참여 가능성이 점차 커지고 있는 상황이다. 트럼프는 친환경 법안을 고수하며 신재생 에너지를 확대하고자 하는 현 정부를 비판하며 IRA 법안을 없애겠다고 발표했다.

가장 좋은 시나리오는, '24년 Bladt의 흑자전환과 함께 영업이익이 서프라이즈로 나올 시기에 매도하는 것을 추천한다. 또한 24년 7월 15일에 공화당 전당 대회를 통해 대통령 후보가 선출되기에, 해당 시기 이전의 매도가 최적이라고 판단한다. 이에 본 리서치 팀은 경선에서 트럼프가 대통령 후보로 선출될 경우, 향후 여론조사에서 공화당이 우위일 때마다 수급 측면에서 친환경 관련주가 흔들릴 가능성이 있다고 전망한다. 따라서, IRA 폐지 여부와는 별개로 트럼프의 선거 패배나 당선 후의 움직임을 보고 난 후 다시 매수하는 것을 권한다.

투자포인트 1. 온 세상이 타워로 물드는 그날까지

풍력은 이제 전 세계적 트렌드

유럽은 회복 중

해상 중심으로 가팔라질 유럽 풍력 시장

유럽의 풍력 발전, 특히 해상 풍력은 더욱 가파르게 성장할 것으로 예상된다. 유럽의 2027년 신규 풍력 예상 설치량은 34.1GW, 그 중 해상 풍력의 설치량은 10.8GW으로 해상 풍력이 전체 풍력 발전에서 차지하는 비중이 늘어나고 있다.

유럽 각국의 풍력 정책

영국의 경우 해상 풍력 발전차액생산제도의 기준 가격을 66% 인상하면서 지연된 해상 풍력 프로젝트 진행을 가속화하고 있다. 이를 통해 22년 1.2GW였던 신규 해상 풍력 설치량을 27년까지 연평균 7.6GW 수준으로 끌어올릴 것을 목표로 하고 있다. 또한 육상 풍력에서도 사실상 발전 단지 건설 금지했던 법안에 대해 완화 조치하면서 프로젝트 승인의 가속을 도모하고 있다. 독일 역시 재생에너지법 및 해상풍력에너지법을 개정함으로써 풍력 발전시설의 투자 및 확대 정책을 펼치고 있다.

돌아온 기획의 장

해상 타워의 높은 OPM

동사의 2024년 유럽 향 매출액은 8,549억 원(YoY +51.8%)으로 예상된다. 동사의 베트남, 터키, 포르투갈 법인은 현재 Vestas, SGRE, Nordex의 글로벌 터빈 업체와의 공급계약 통해 유럽에 납품하고 있다. [도표 12] 유럽의 해상 풍력의 성장세는 동사에게 더 큰 수혜를 가져다 줄 것으로 판단한다. 해상 풍력 타워가 고부가가치로써 육상 타워의 두 배가 넘는 단가와 고마진을 형성하고 있다. 이는 해상 풍력이 육상 풍력보다 3배 가량 큰 발전 용량을 가지고 있다는 점과 공간의 제약이 적어 더 빠르게 대형화가 진행되는 점에 기인한다. [도표 13]

훈시3 프로젝트 참여 가능성

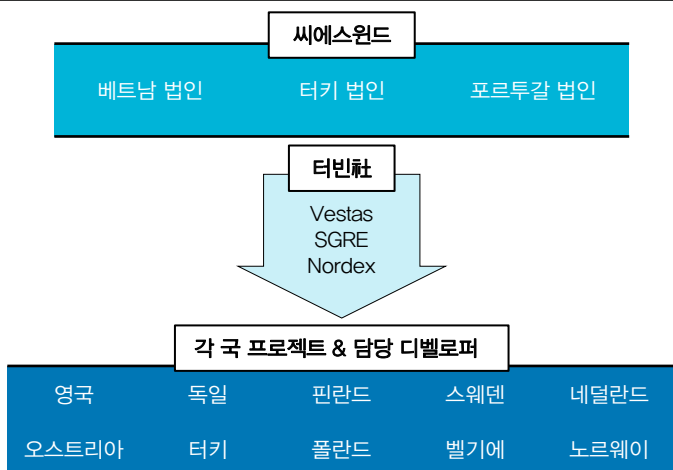
동사는 규모 2.9 GW의 세계 풍력발전단지인 영국 훈시3 프로젝트에 참여할 것이라 기대한다. 동사는 해당 프로젝트의 터빈을 담당하는 SGRE와 장기공급계약을 맺고 있기 때문이다. 또한 포르투갈 법인의 경우 해상 타워 및 하부구조물 기업인 ASMI 지분을 인수함으로써, 생산능력 확대와 운송에서의 경쟁력을 확보하고 있는 점은 동사에게 유리하게 작용할 요소라 판단한다. 이를 통해 동사의 유럽 향 매출 비중을 회복할 것이라 예측한다.

미국, 정책과 손에 손 잡고

미국 풍력 정책

미국의 24년 풍력 발전 신규 설치량은 9.8GW(YoY +37%)으로 27년까지 연평균 12.4 GW 규모의 성장을 예상한다. 미국은 현재 IRA 법안에 따른 AMPC(첨단생산세액공제)를 통해서 디벨로퍼가 아닌 부품사들에게도 풍력 발전에 따른 혜택을 부여하고 있다. 또한 FERC의 계통연계 간소화 규정을 승인함으로써 주춤했던 미국의 풍력 발전 성장의 가속화를 전망한다.

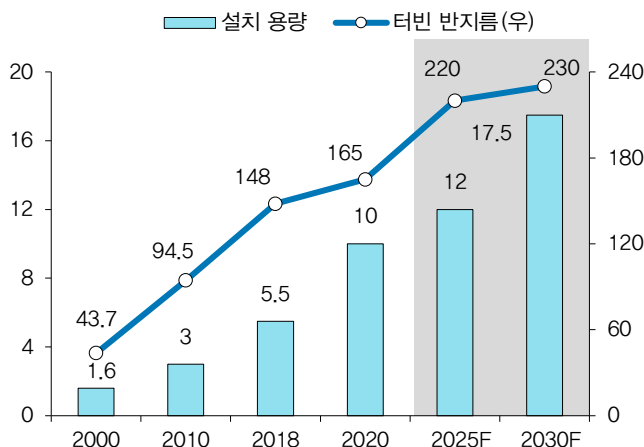
도표 12. 씨에스윈드 유럽 고객사 및 최종 공급처



자료: 씨에스윈드, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 13. 터빈 설치 용량에 따른 터빈 반지름 변화

(단위: MW, m)



자료: IEA 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트 1. 온 세상이 타워로 물드는 그날까지

미국 법인 인수는 탁월한 선택

동사의 미국 법인

동사의 2024년 미국 향 매출액은 8,214억 원(YoY +22.1%)으로 예상된다. 동사는 지난 21년 Vestas의 미국 공장을 인수한데 이어 Vestas, GE와의 공급계약을 맺으면서 미국의 풍력 발전 수요에 대응하고 있다. 고객사의 공장을 인수하고 운영하는 점은 고객사 들로부터 동사의 위상을 보증한다. 지난 10월, 뉴욕주가 재생에너지 산업 지원책을 통해 대규모 해상 풍력 지원안을 발표하면서 중단될 위기의 해상 풍력 프로젝트에 재시동을 걸었다. 동사는 이에 맞춰 미국 법인의 인원 증설을 발표하며 추가 수주를 기대하고 있다.

AMPC 보조금 수혜

동사의 미국 법인은 생산량에 비례한 AMPC 보조금 수령에 따라 수익성을 개선할 전망이다. 동사는 올해부터 10년 간 AMPC에 의한 세액공제 혜택을 받을 것으로 예상된다. [도표 14] AMPC 세부 가이드라인에 따라 Vestas와 GE에게 15%의 보조금을 세어한다고 가정한다면, 약 645억 원의 보조금을 수령할 것으로 추측된다. 해당 보조금은 미국 법인 생산 시설에 대한 투자로 이어져 증설에 따른 추가 보조금 혜택을 받는 선순환으로 이어질 것이라 기대된다.

아시아, 느렸던만큼 빠르게

아시아 태평양 국가의 풍력 정책

중국을 제외한 아시아 태평양 지역의 24년 풍력 발전 신규 설치량은 11GW으로 예상된다. 대만은 Round 3의 프로젝트를 통해 1단계인 26년부터 31년까지 3GW 규모의 해상풍력 단지를 건설할 계획이다. 지난 6월 베트남은 8차 국가전력개발계획을 최종 승인하면서 2030년까지 약 22GW의 육상 풍력과 6GW의 해상 풍력 설치를 목표로 하고 있다. 호주의 경우 연방정부로부터 6개 지역에 대한 해상 풍력 단지 승인을 받은 데 이어, 빅토리아 주를 호주 최초 해상 풍력 구역으로 선포하였다. 이를 통해 약 2.2GW로 해당 주의 20%에 달하는 전력을 공급할 것으로 예상된다. [도표 15]

전통강자 베트남 법인, 신흥강자 대만 법인

대만 국산화 규정과 동사 대만 법인

동사의 2024년 아시아 태평양 향 매출액은 4,009억 원(YoY +212.8%)으로 예상된다. 동사의 대만 법인은 대만의 해상 풍력 프로젝트에 있어서 정책적으로 유리한 위치에 있다. 대만은 26년부터 진행될 Round 3에 대해 조정된 풍력 국산화 규정에 기인한다. 풍력 부품의 최소 60%는 현지 생산되어야 하며, 초과분에 대해 가산점을 부여하기 때문이다. 따라서 대만 법인은 내수 시장을 기반으로 한 독점적 시장지배력을 확대할 것으로 기대된다.

베트남 發 아시아 태평양 向

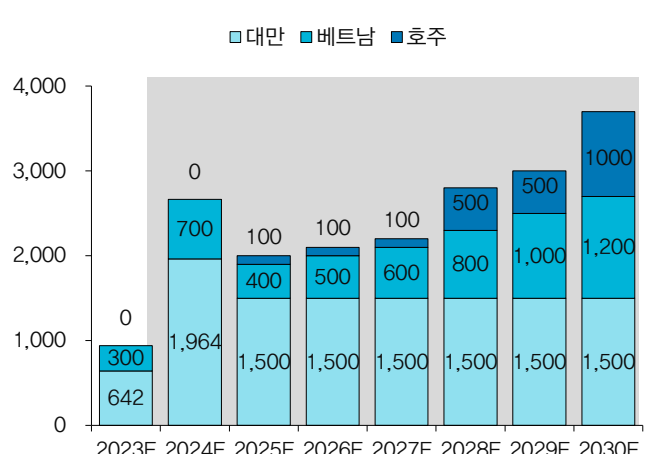
또한 동사는 베트남 법인을 통해 현지 및 호주 향으로 꾸준한 납품을 이어 나가고 있다. 지금까지 유럽 향 위주로 생산했던 베트남 법인은 동사의 유럽 법인 설치 및 확장에 따라 향후 아시아 태평양 지역에 대해 지리적 이점을 살려 집중할 수 있을 것으로 판단한다. 또한 동사는 다음 현지 법인 설치에 대해 호주를 계획하고 있음을 밝히며 본격적으로 개화한 호주의 풍력 시장에 대해 선제적으로 대응할 것으로 예상된다.

도표 14. 기간 별 AMPC 보조금 대상 및 규모 예상치 (단위: 달러/mw)

| | 2023 ~ 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 ~ |
|-----------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 타워 | 30,000 | 22,500 | 15,000 | 7,500 | 0 |
| 블레이드 | 20,000 | 15,000 | 10,000 | 5,000 | 0 |
| 나셀 | 50,000 | 37,500 | 25,000 | 12,500 | 0 |
| 고정식 하부구조물 | 20,000 | 15,000 | 10,000 | 5,000 | 0 |
| 부유식 하부구조물 | 40,000 | 30,000 | 20,000 | 10,000 | 0 |

자료: IRA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 15. 주요 아시아 국가 해상 풍력 신규 설치량 (단위: mw)



자료: GWEC, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트 1. 온 세상이 타워로 물드는 그날까지

M/S 1위에는 다 이유가 있다

본 리서치팀은 동사가 전 세계적인 풍력 시장의 성장에 따라 수혜를 그대로 받을 수 있을 것이라 판단한다. 이는 동사의 1) 기술력, 2) 다양한 고객사 레퍼런스, 3) 법인의 현지화, 4) 지속적인 설비 투자에 기인한다.

1) 기술력

타워 기술력의 중요성

동사의 기술력과 안정성은 현재의 시장 점유율을 달성하게 해준 원동력이다. 5MW 풍력 발전기의 블레이드와 이를 잡아주는 허브의 무게는 약 100톤 정도이며, GE에서 개발하는 가장 큰 발전기의 경우 225톤에 달한다. 특히 블레이드가 회전할 때 하중에 가해지는 무게는 가중됨에 따라 타워의 기술력과 안정성이 더욱 중요해지고 있다. 풍력 발전은 바람이 규칙적으로 많이 부는 지역에 건설되기에 품질이 저하되면 타워가 쓰러지는 사고가 발생할 수 있다.

쓰러짐 사고 0회에 빛나는 기술력

동사의 경우 창립 이래 단 한 번의 쓰러짐 사고도 발생하지 않았다. 이는 고객사에게 신뢰를 제고하는 주요 요소로 작용하여 세계 풍력 타워 점유율 1위로 이어졌다. 용접 공정은 풍력 타워 제조에 있어서 생산력과 품질을 결정하는 핵심 공정이다. 용접 시간의 증가에 따른 열은 타워에 대한 내구성을 저하하는 주요 요인이다. [도표 16] 따라서 타워 제조 업체들은 더욱 빠르고 섬세한 용접 기술을 갖추기 위해 심혈을 기울이고 있다. 점점 대형화되고 원해에 건설하는 풍력 발전 트렌드에 맞춰 동사는 '음파 용접'과 같은 신규 기술을 개발하여 보다 효율적이고 안정적인 타워 제조에 기여 하고 있다. 또한 동사는 뛰어난 기술 인력에 대해 타 지역 법인으로 정기적인 파견을 통해 법인 간 균일한 품질의 납품하기 위해 노력하고 있다.

2) 고객사 레퍼런스

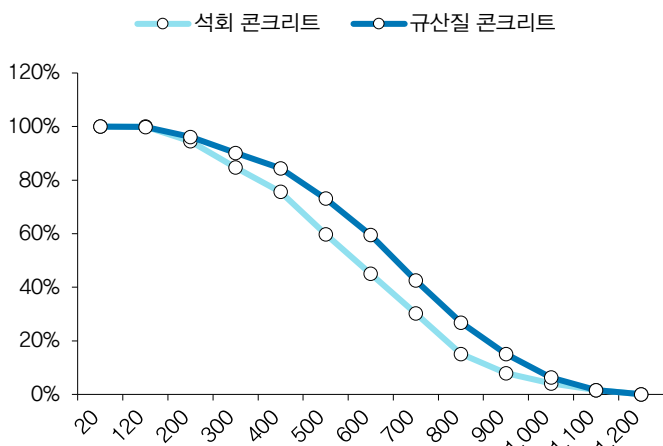
다수의 글로벌 공급사

동사는 글로벌 풍력 터빈 기업과 꾸준히 레퍼런스를 쌓아가며 협력 관계를 유지하고 있다. 풍력 터빈 시장은 상위 5개 기업이 시장 전체의 약 60%를 차지하고 있으며, 동사는 이 중 4개의 기업에게 납품을 하고 있다. [도표 17]

레퍼런스 기반의 장기공급계약

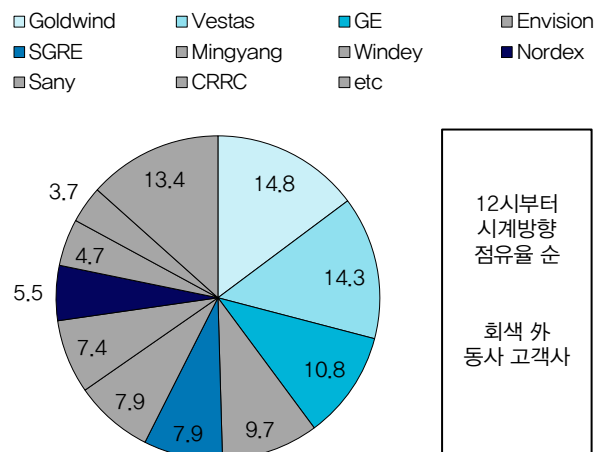
동사는 특히 오랜 협력 관계인 Vestas와 Siemens와 장기공급계약을 통해 안정적인 수주량을 확보하고 있다. 이는 약 20년 동안 제품을 공급하면서 사고율 0%의 레퍼런스를 가지고 있음에 기인한다. 풍력 타워에 결함과 같은 문제가 발생한다면 막대한 수리비 및 손실이 발생하며 해상 풍력은 그 규모가 더 증가한다. 따라서 장기간의 사고율 0%는 동사의 기술력을 입증하며 향후에도 고객사의 안정적인 수급을 보장할 수 있는 부분이다. 이를 바탕으로 동사는 22년 말, Siemens와 사상 최대 규모인 4조 원 규모의 해상 풍력 타워 장기 공급 계약을 체결했으며, Vestas와는 합작 법인을 설립하며 향후 성장 할 아시아 및 국내 시장으로 사업 영역을 확장할 것으로 전망한다.

도표 16. 용접열에 의한 풍력타워 구성 인자 변화량 (단위 : %, °C)



자료: 한국해양기술연구원, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 17. 씨에스윈드 고객사 터빈 시장 점유율 (단위: %)



자료: BloombergNEF, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트 1. 온 세상이 타워로 물드는 그날까지

3) 법인의 현지화

가까워질수록 이득

동사는 베트남 법인을 시작으로, 중국, 터키, 미국, 대만 등 적재적소에 생산 시설을 확보하여 글로벌 수요에 대응하고 있다. 대부분 풍력 타워의 계약은 선적지 인도 계약으로 이루어진다. 해당 계약 구조와 타워 구매 비용의 약 30%가 운송비 인 점은 터빈 업체에게 부담이 될 수밖에 없다. 따라서 동사의 공급망 다변화는 운송비 절감이라는 이점을 가져다 준다. 이는 풍력의 대형화에 따라 터빈의 크기가 커지고 무거워짐에 따라 동사의 현지화 전략은 운송비 절감 차원에서 더욱 큰 강점이 될 것이라 전망한다.

긍정적 정책은 누리고,
부정적 정책은 피하고

현지 생산 법인을 갖춤으로써 해당 국가의 정책적 수혜를 받을 수 있다. 상술했듯이, 동사는 Vestas의 미국 공장을 인수하여 AMPC의 수혜를 받고 있다. 또한 대만의 풍력 국산화 정책은 대만 법인의 제품의 수요를 증가시킬 것으로 예상된다. 동사는 반덤핑과 같은 보호무역 규제에도 유연하게 대응할 수 있다. 미국은 타국 풍력 타워 대해 2.58% ~ 73%의 반덤핑 관세를 부과하고 있으며 EU는 21년부터 중국산 풍력 타워에 대해 반덤핑 과세를 부과하기 시작했다. [도표 18] 동사는 자국에만 생산 법인을 두고 있는 대부분의 글로벌 타워 기업들과 달리 7개국에 생산 법인을 둠으로써 공급 국가의 정책에 대해 보다 유연한 대응을 할 수 있을 것으로 기대된다.

4) 지속적인 설비 투자

성장세에 준비된
생산 능력

동사는 지속적인 설비 투자 및 생산 시설 확대를 통해 향후 증가하는 풍력 타워 수요에 대해 대비하고 있다. 동사는 현재 베트남, 포르투갈, 미국 법인에 대한 생산 시설 및 인력을 확대 중이다. 이는 아시아, 유럽, 북미 모든 지역에 대한 수요 증가에 따른 동사의 수혜를 예상한 투자로 보인다. 베트남과 포르투갈의 설비 투자가 완료될 시 각각 7천 억, 5천 억 원의 생산이 가능하며, 해상 풍력을 주요 타깃으로 한다. 미국 법인은 단계 별로 증설이 이루어져 최종 2조 원 규모의 생산을 통해 미국 육상 및 해상 풍력 프로젝트에 참여할 것으로 예상된다. [도표 19] 또한 지난 11월 터키 법인의 제 3공장 신설을 발표하면서 추가적인 유럽 향 수요에 대응할 것으로 예상된다.

투자포인트 2. Bladt 타고 해양으로 풍덩!

자랑스러워질 여덟 번째 식구

Bladt의 2024년 매출액은 7,846억 원(YoY +16%)으로 동사의 성공적인 하부구조물 시장의 진입을 예상한다. 이는 1) 급성장 중인 하부구조물 시장, 2) 신규 레퍼런스 확보 가능, 3) 동사와의 시너지 효과에 기인한다.

도표 18. 풍력 타워에 대한 반덤핑 관세율

(단위: %)

| 국가 | 부과 대상 국가 | 반덤핑 관세율 |
|-----|----------|------------|
| 미국 | 스페인 | 73 |
| | 베트남 | 63.8 |
| | 인도 | 54.03 |
| | 인도네시아 | 8.53 |
| | 말레이시아 | 6.32 |
| | 대한민국 | 2.58 |
| 캐나다 | 중국 | 159.3 |
| 베트남 | | 97 |
| EU | | 7.2 ~ 19.2 |
| 호주 | | 15.6 |

자료: 산업 자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 19. 씨에스윈드 생산 공장 증설 현황

| | 베트남 법인 | 포르투갈 법인 | 미국 법인 |
|------------|--------|---------|-------|
| 형태 | 해상 | 해상 | 육상 |
| 투자금 (\$) | 0.8 억 | 1.21 억 | 6 억 |
| 총 CAPA (W) | 0.7 조 | 0.5 조 | 2 조 |
| 예상 완공 시기 | 1Q24 | 1Q24 | 2025 |

자료: 씨에스윈드, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트 2. Bladt 타고 해양으로 풍덩!

하부구조물 수요 그대로 흡수

하부구조물 공급 부족

Bladt가 타깃하는 하부구조물 시장은 해상풍력의 성장에 따라 28년까지 연평균 22% 성장할 것이며, 타워 시장보다 3배 규모로 커질 것이라 전망한다. 또한 하부구조물의 공급이 수요에 비해 부족해질 것이라 예상한다. [도표 20]

Bladt의 다양한 하부구조물 생산 능력

Bladt는 현재 글로벌 하부구조물의 약 8.1%를 점유 중이며, 모노파일을 비롯한 자켓, 부유식 하부구조물의 생산력을 갖추고 있다. 유럽은 해안선이 타 대륙보다 단조롭고, 모래로 이루어진 해저로 인해 모노파일 위주로 발전해왔으며, 터빈의 대형화 및 수심의 증가에 따라 XXL급 이상의 모노파일 생산력이 중요해졌다. [도표 21] Bladt는 XXL과 Mega급의 모노파일 뿐만 아니라, 변전 시스템을 통해 현재 약 2조 원에 육박한 수주잔고를 가지고 있으며, 최근 미국 동부의 Revolution Wind 프로젝트가 최종 확정되면서 미국 향으로도 공급하게 되었다. 또한 현재 기자재 공급난에 따라 고객사와 유리한 단가 재협상을 완료하였기 때문에 빠른 시일 내의 흑자 전환을 맞이할 것으로 판단한다.

인수에서부터 시작하는 인맥

인수로 얻게 된 디벨로퍼와의 관계 형성

동사는 Bladt 인수를 통해 디벨로퍼와의 레퍼런스 확보가 가능해졌다. Bladt는 최근 잦은 납기 지연으로 인해 손실이 누적되었고, 이들의 고객사인 디벨로퍼들 또한 시공에 있어서 패널티를 받게 되었다. 이러한 Bladt의 인수가 디벨로퍼들이 동사에게 제안하면서 시작되었음에 주목할 필요가 있다. 이는 디벨로퍼들에 대한 동사의 뛰어난 기술력과 생산관리 능력을 평가 받고 있음을 방증한다. 또한 동사가 인수를 통해 납기 지연 문제를 해결하게 됨으로써 오스테드를 포함한 디벨로퍼들과의 새로운 관계 및 레퍼런스를 형성할 수 있을 것이라 기대된다.

공통점으로 극대화하는 장점, 최소화하는 단점

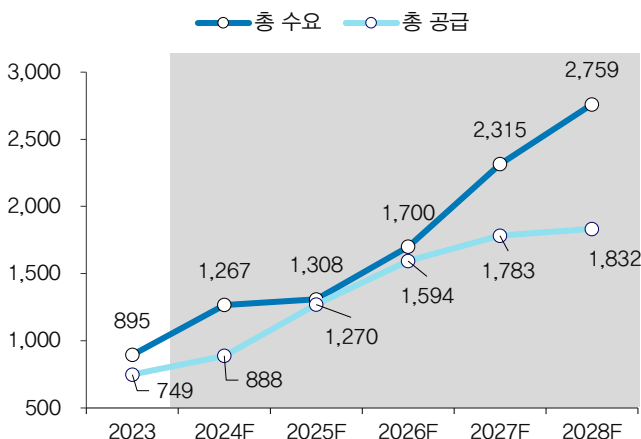
동사와 Bladt의 시너지 효과

동사는 인수를 통해 보다 선제적으로 시장 진입을 하였으며, 시너지 효과가 기대된다. 이는 풍력 타워와 모노파일의 공정 유사성에 기인한다. 모노파일은 타워와 마찬가지로 후판을 말아 용접을 통해 제조되는 구조로 용접 기술이 핵심이다. 현재 동사의 기술력을 바탕으로 협업을 통해 Bladt의 불량률을 3% 미만으로 줄였으며, 0에 수렴하는 불량률을 목표로 하고 있다. 또한 두 제품 모두 같은 원 재료를 공유하며 그 비중이 크기 때문에 원가 절감 효과를 가능하다.

하부구조물 시장 진입 속전속결

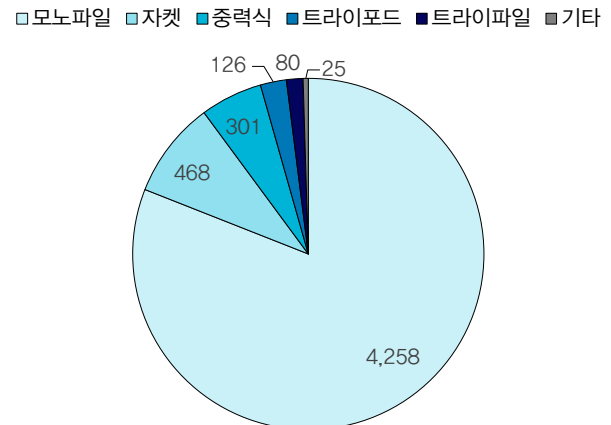
타 하부구조물 업체가 유럽 하부구조물 시장으로 진출한 현지 공장 착공에 4~5년을 소비한 바가 있다. 이를 미루어 볼 때, 덴마크에 생산 시설을 갖추어 향후 유럽의 하부구조물 수요를 효율적으로 대응가능한 Bladt의 인수는 긍정적으로 비추어진다. 또한 타워부터 하부구조물, 변전 시스템까지 동사에 조달할 수 있어 성공적으로 해상풍력 시장에 진입할 수 있을 것이라 기대된다.

도표 20. 해상 풍력 하부구조물 수요 및 공급 예상 (단위: 개)



자료: Woodmac, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 21. 유럽 해상 풍력 하부구조물 설치 현황 (단위: 개)



자료: WindEurope, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

리스크포인트. 다가오는 美 대선, 커지는 우려

어떤 결과든지 영향은 제한적

제한적인 미 대선 결과

미 대선이 1년 안으로 다가오면서 풍력을 비롯한 재생에너지 산업에 대한 우려가 제기되고 있다. 트럼프 전 대통령의 지지율이 상승하는 가운데, 아젠다 47을 통해 재생에너지에 대한 부정적 입장을 밝혔기 때문이다. 하지만 본 리서치 팀은 동사에 대한 영향이 제한적일 것이라 전망한다.

IRA 폐지... 그 가능성은?

과거 트럼프 행정부의 정책 폐지 실패

트럼프 행정부의 과거 정책 및 업적을 고려했을 때, 정권 교체가 발생하더라도 재생에너지 산업에 대한 큰 변화를 주기는 어려울 것으로 전망한다. 트럼프 정부에서, 오바마 정부에서 발효한 오바마 케어 및 금융개혁법인 도드-프랭크법에 대한 폐지를 시도한 바 있다. 그러나, 거듭해서 상원의원 회의에서 양 당의 저항을 겪었다. 결국 도드-프랭크법의 방향성만 존재하던 일부 조항에 한해 일부 규제 완화를 하는 데 그쳤으며, 오바마 케어의 일부를 폐지하는 법안은 부결되었다.

공화당과 풍력

또한, 반 친환경 지원을 주장하던 트럼프의 과거 집권 당시 미국의 풍력 발전은 오히려 성장세를 보였다. 17년부터 20년의 미국의 풍력 발전 신규 설치량은 16.6%의 연평균 성장률을 기록했는데, 이는 13년에서 16년의 설치량보다 약 38% 증가한 수치이다. 특히 20년도의 설치량은 17GW로 급증하였다. [도표 22] 이는 오바마 행정부 때의 PTC(생산세액공제)의 영향을 지속적으로 받은 것으로 추측된다. 또한 현재 미국 풍력 생산량 상위 10개 주의 집권 정당을 분석했을 때, 공화당 집권 지역에서 4배 가량 많은 풍력을 생산하는 것으로 파악했다. [도표 23] 이를 통해 향후 IRA 정책 폐기는 많은 시간 소요와 정치적 리스크로 작용해 쉽지 않을 것으로 판단한다.

보조금은 어디까지나 Nice-to-have

보조금의 낮은 매출 비중

IRA 법안 폐지가 된다고 하더라도, 동사에 미치는 직접적인 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 동사의 3Q23 IRA 법안에 따른 수혜는 약 699억 원이며 전체 매출의 6.1% 가량을 차지하고 있는데, 이는 추후 동사의 미국 외 유럽 및 아시아 매출액 비중이 계속해서 증가할 것이며, 유럽에 생산 거점을 두고 있는 Bladt의 매출 본격화가 직접적인 손해 이상의 매출 증가세가 추측되기 때문이다.

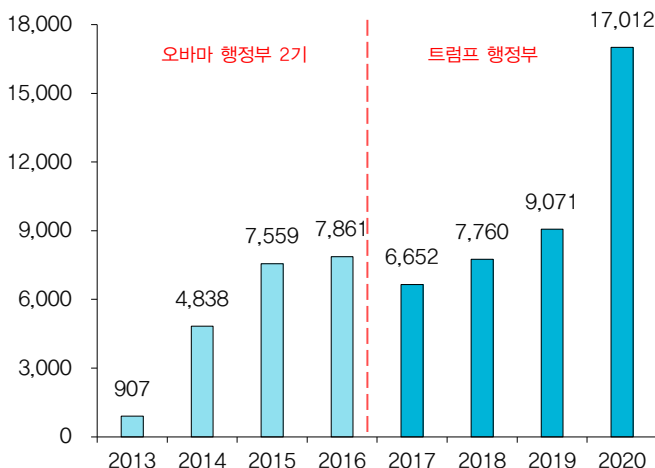
보이는 거시 리스크는 피할 수 있는 리스크

다만, 디벨로퍼들의 보조금에 의한 프로젝트 포기 가능성이 리스크로 대두되는데, 이는 1) 최근 프로젝트 손상차손의 과반수였던 공급망 차질의 해소, 2) 손상차손을 겪은 디벨로퍼들의 신중해진 선택, 3) 고금리 기조 완화로 인한 보조금의 중요성 저하로 인해 어느정도 해소될 것으로 전망된다. 무엇보다, 공개된 거시적 위험이기에 추후 매매전략에 따라 그 위험도가 낮다고 판단한다.

결론적으로, 향후 미 정권교체에 따른 보조금 폐지 가능성과 동사에 대한 영향은 제한적일 것이라 예상된다. 하지만 향후 경선 또는 전당대회에 결과에 따라 큰 변동성을 보일 가능성 역시 존재한다. 따라서 [투자 전략]에서 언급한 바와 같이 유동적인 대응이 필요할 것으로 판단한다.

도표 22. 미국 신규 풍력 설치량

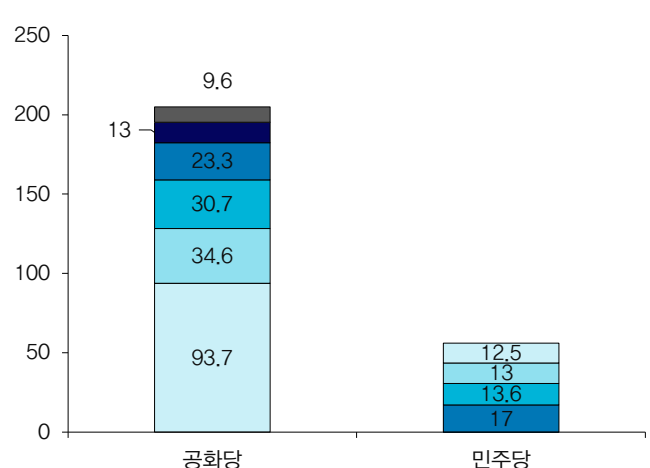
(단위: MW)



자료: IEC, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 23. 미국 풍력 발전량 상위 10개 주 분포

(단위: MW)



자료: Center for Politics, EIA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

매출액가정

본 리서치 팀은 동사의 매출액을 신규 수주액을 통해 미래 실적을 예측하여 추정하였다. 동사의 실적은, 1년 전의 신규 수주액에 비례하여 매출액이 나오는 경향을 보인다. 지역별 매출액의 경우, 향후 실적을 추정하기 위해 각 나라마다의 풍력 산업을 별도로 고려하지 않았으며, 이는 각각의 풍력 사업들로 동사의 매출을 추정하기에는 개별 나라마다 운영하는 규모가 작은 풍력 사업의 수가 너무 많아 정확한 매출을 파악하기 어렵다는 점에 기인한다.

매출액 가정

4Q23 매출액 가정

동사의 매출액 부문은 당해의 신규 수주량을 바탕으로 추정하였다. 모든 매출액 부문에서, 정확한 추정을 위해 **AMPC로 인한 매출액을 제거하여 추정**하였다. 20년 코로나 여파로 인해 크게 불안정했던 21년의 수주 변화율을 제외하면, 19년부터 23년까지 동사의 매출액은 전년도 수주량 변화율과 비슷한 매출액 변화율을 보여주고 있다는 것을 알 수 있다. 또한, 21년의 불안정했던 수주 변화율을 보더라도, 22년도 수주 변화율이 정상궤도에 올랐음에도 22년도 매출액 변화율이 큰 폭으로 하락한 것을 알 수 있다.

전년도 수주총량 변화율/당해 년도 매출액 변화율을 A 식이라고 가정하자. A 식을 계산할 시, 수주총량 변화율이 매출액 변화율보다 평균적으로 6% 높았다.(오차범위 +-3%) 이를 통해, 22~23년의 수주총액 변화량에 106%를 나누어 22~23년 매출액 변화율을 추정하였다. 매출액 변화율을 22년 매출액에 반영하여 23년 매출액을 추정하였다. 마지막으로, 23년 매출액 - 1Q23 - 2Q23 - 3Q23을 통해 4Q23을 최종적으로 추정하였다.

도표 24. 전년 대비 수주량 및 매출액 변화

(단위: %)

| 구분 | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------|------------|------|------|------|------|-------|--------|
| 전년 대비 변화율 | 수주 변화율 | 129% | 127% | 92% | 122% | N/A | N/A |
| | 매출액 변화율 | 159% | 121% | 124% | 114% | 115% | 145.8% |

24년 매출액 가정

23년 수주총량 변화율은 $(1Q23+2Q23+3Q23)/(1Q22+2Q22+3Q22)$ 로 추정하였다. 22년과 23년 4분기의 신규 수주를 제외한 23년 수주총량 변화율은 155%로, 이 값에 106%를 곱해 23~24년 매출 변화율인 145%를 추정하였다. 이를 통해 24년 매출액/23년 매출액 = 145% 식을 구성하였고, 이를 통해 24년 매출액인 23,018억을 추정하였다. 동사의 업종 특성상 항상 4분기 매출이 급격하게 상승했다. 코로나 시기인 20년은 풍력 협합이 단기적으로 악화 되었다는 점을 고려하여 제외했을 때, **19년부터 평균적으로 4분기 매출액이 전체 매출액의 31.2%**를 차지한다. 이에, 24년 매출액*31.2%를 통해 4Q24 매출을 추정하였다.

21년부터 1~3분기의 경우에 평균적으로 매출폭이 유의미하게 달라지지 않았다. 하지만, **1분기는 평균적인 1~3분기 매출보다 4% 매출이 높고, 2분기의 경우 7%정도 낮아 이를 반영하여 추정하였다.**

지역별 매출액 가정

매출액 추정을 신규 수주액을 기반으로 하였으므로, 지역별 매출액을 각 국가마다 개별적으로 따로 추정하지 않았다. 지역별로 매출액을 추정하기에는, mw단위 작은 규모의 풍력 산업들이 많아, 총 수주량에서 판매 비율을 계산해 추정하였다. 1Q21~3Q23까지 3개년 가량의 지역별 매출 비중을 평균 내어 총 매출액에서 지역별 매출 비중을 고려하여 추정하였다.

이를 통해 유럽 매출액 비율 41.2%, 미주 매출액 비율 39.5%, 아시아 매출액 비율 19.3%로 추정하였다.

도표 25. 지역별 매출액 가정

(단위: 억 원)

| 구분 | | 3Q23 | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|-----|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 유럽 | 1,149 | 1,431 | 2,042 | 1,818 | 2,025 | 2,670 |
| | 미주 | 2,217 | 1,372 | 1,958 | 1,754 | 1,941 | 2,560 |
| | 아시아 | 438 | 670 | 956 | 852 | 948 | 1,250 |
| | 총계 | 3,805 | 3,475 | 4,957 | 4,419 | 4,915 | 6,481 |

매출액가정

씨에스베어링

씨에스베어링은 22년 기준 동사 매출의 3.6%밖에 되지 않기 때문에, 본 리서치 팀이 별도로 추정하지 않았다. 이에, 자회사인 씨에스베어링 매출은 분기별 컨센서스에 의거하여 추정하였다. 3Q24와 4Q24의 분기별 컨센서스는 존재하지 않기 때문에, 24년 예상 컨센서스에서 1Q24와 2Q24 예상 매출을 제거하여 2로 나누어 반영하였다. 3Q23 기준 Dart 공시를 확인하였을 때, 씨에스베어링의 매출액은 68,424,677원이고 그 중 북미 향 매출액은 61,487,927원으로 씨에스베어링 매출의 90%를 차지한다.

도표 26. 씨에스베어링 매출액 가정

(단위: 억 원)

| 구분 | | 3Q23 | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 씨에스베어링 매출액 | 북미 향 | 138 | 190 | 207 | 272 | 454 | 454 |
| | 총계 | 153 | 211 | 230 | 303 | 505 | 505 |

AMPC 가정

AMPC 지원 금액은, 3Q23에 받은 금액을 기반으로 비중을 통해 추정하였다. 3Q23의 미주 매출액에서 3Q23 AMPC 지원금을 나눠 구하였다. 3Q23을 통해 추정한 AMPC는 미주 매출액의 11.2%에 해당한다.

앞서 지역별 매출액 가정을 통해, 미주 매출액을 추정하였다. 기존 4Q23과 '24 매출액 추정에서 AMPC 수혜액을 제외하였으므로, 이는 씨에스베어링을 포함한 동사의 순수 미주 매출액이다. 하지만 AMPC의 경우, 씨에스베어링의 북미향 매출도 제외해야 순수 AMPC를 위한 미주 매출액이 나오기 때문에 4Q23, 24 매출액에서 [도표27]의 씨에스베어링의 북미향 매출을 제외하였다. 이 값에 AMPC 비율을 곱하여 2023 2024의 AMPC를 계산하였다.

AMPC 값에서, 협력 중인 터빈 사의 몫까지 계산해서 할증하였다. 동사는 동사와 협력 중인 터빈제조사인 GE와 Vestas와 보조금을 나누는 것을 논의하고 있어, 4Q23부터 각각 15%씩 AMPC 총액의 30%를 터빈사에 주는 것으로 할증하였다.

도표 27. AMPC 가정

(단위: 억 원)

| 구분 | | 3Q23 | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|--------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| AMPC가정 | 씨에스베어링 외 미주 매출 | 1,807 | 1,997 | 1,968 | 1,666 | 1,702 | 2,389 |
| | AMPC 추정 | 248 | 98 | 146 | 123 | 124 | 175 |

Bladt Holdings A/S

동사는 4Q23부터 Bladt의 실적이 동사의 실적에 반영되기 시작한다. 이에 따라 Bladt의 분기별 매출액을 추정하고자 하였으나, Bladt의 경우 유럽의 비상장 기업으로 분기별 실적표나 컨센서스가 존재하지 않고 22년도 사업보고서만 존재해, 매출액을 분기마다 별도로 나누지 않았다. 4Q23부터 동사의 재무제표에 Bladt가 편입되기에, 4Q23부터 가정하였다.

23년 24년 매출액

Bladt의 경우 비상장 해외기업이기 때문에 별다른 컨센서스나 내부 사업 자료가 존재하지 않아, 22년의 매출액에서 해상풍력의 성장세를 반영하여 CAGR하였다. 해상풍력은 육상풍력과 달리 하부구조물이 필수적인 부품으로 들어가므로, Bladt의 실질적 매출과 깊은 연관이 있을 것으로 판단한다. 세계풍력에너지위원회의 22년도 보고서에 따른, 22년부터 24년까지의 해상풍력 시장의 CAGR 값인 16%를 반영하였다. 이에 따라 Bladt의 22년 매출액에 CAGR 값인 16%를 곱했다. Bladt의 경우 하부구조물 시장에서 M/S 약 8.1%로 기존 레퍼런스를 지니고 있기 때문에, 성장하는 시장만큼 파이를 먹을 수 있을 것으로 판단했다. 24년 매출액의 경우에도 23년과 같이 해상풍력 시장의 CAGR 값 16%를 계산해서 도출하였다. Bladt는 유럽의 비상장기업이기 때문에 본 리서치팀이 분기별 자료를 얻을 수 없는 바, 해당 Bladt 매출을 분기 개수인 4로 나누어 모든 분기에 동일하게 적용하였다.

매출액가정

Bladt AMPC

AMPC는 미국내에 첨단 제조 기술을 활용한 제품을 생산해 판매하는 경우 세액을 공제해주는 제도이다. 하지만, Bladt는 4곳의 생산 공장이 덴마크에, 나머지 1곳의 생산 공장은 폴란드에 있기 때문에 AMPC의 영향을 받지 않을 것으로 판단된다. 따라서 별도로 추정하지 않았다.

도표 28. Bladt 매출액 가정

(단위: 억 원)

| 구분 | | 3Q23 | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|----------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bladt 매출 | Bladt | 0 | 1,691 | 1,961 | 1,961 | 1,961 | 1,961 |
| | AMPC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

현재 Bladt의 매출액이 아직 동사의 자산에 편입되지 않은 점을 고려했을 때,
1) Bladt가 4Q23부터 신규로 동사의 자산에 편입되었을 때를 매수 적기로 판단

도표 29. 씨에스윈드 매출액 가정

(단위: 억 원)

| | | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23 | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023F | 2024F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 타워& 베어링 | 미주 | 1,241 | 2,143 | 1,969 | 1,372 | 1,958 | 1,754 | 1,941 | 2,560 | 6,726 | 8,214 |
| | 유럽 | 1,749 | 1,300 | 1,149 | 1,431 | 2,042 | 1,811 | 2,025 | 2,670 | 5,630 | 8,549 |
| | 아시아 | 343 | 432 | 439 | 670 | 956 | 852 | 948 | 1,250 | 1,884 | 4,009 |
| | AMPC | 170 | 280 | 248 | 98 | 146 | 123 | 124 | 175 | 796 | 570 |
| 하부구조물 | Bladt | 0 | 0 | 0 | 1,691 | 1,961 | 1,961 | 1,961 | 1,961 | 1,691 | 7,846 |
| 합계 | | 3,504 | 4,155 | 3,805 | 5,265 | 7,065 | 6,504 | 7,001 | 8,619 | 16,730 | 29,190 |

비용가정

23년을 기점으로 동사의 매출에 일부 포함되는 기타 항목인 'AMPC 지원금'은 비용이 발생하지 않는 매출이기에, 모든 비용가정은 해당 항목을 매출에서 제외하여 추정하였다. 또한 Bladt의 경우, 해당 연도의 연말 환율을 적용하였다.

매출원가

동사의 매출원가는 변동비성 비용과 고정비성 비용으로 구분하여 추정하였다. 매출원가에서 유의미한 비중을 차지하는 변동비성 항목은 '원재료의 사용', '재고자산의 변동'이며, 고정비성 항목은 '인건비', '유무형자산 및 사용권자산 감가상각비'가 있다. 이외 항목들의 매출액 대비 비중은 1% 내외이거나 특별한 변동 추이를 보이지 않아, 최근 3개년 평균을 적용하였다.

변동비성 매출원가

[원재료의 사용-씨에스윈드] 최근 원재료 매입액과 매출액 대비 비중이 낮아지고 있는 추세이다. [도표 30] 이는 풍력발전기 타워 생산의 주요 원재료인 후판 가격이 감소하는 것에 기인한다. 동사의 매출 인식 방법인 PO방식의 특성상, 최종 매출액에 원재료 가격의 증감분은 반영되나, 원재료 비용의 70%를 고객사에서, 동사에서 나머지 30%를 부담하기에 2Q23을 기점으로 하락분이 반영되어 감소하고 있는 것으로 보인다. 국내 주요 철강업계에서 후판의 가격을 109만 원/ton에서 90만 원 중반/ton까지 인하하는 것으로 가격 협상이 완료됨에 따라, 원재료 비용이 감소할 것으로 판단된다. 이에 24년의 공장 증설에 따른 원재료 매입 또한 고려하여 직전 3개 분기 매출액 대비 평균 비중인 68.47%로 적용하여 추정하였다.

도표 30. 씨에스윈드 매출액 대비 원재료의 사용액 비중

(단위: 백만 원)

| | 2021 | 2022 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| 매출액(AMPC 제외) | 1,203,418 | 1,378,274 | 333,378 | 387,457 | 355,680 |
| 원재료 비용 | 851,592 | 1,017,695 | 250,810 | 263,595 | 221,031 |
| 매출액 대비 비중 | 70.76% | 73.81% | 75.23% | 68.03% | 62.14% |

[원재료의 사용액, 외주가공비 및 기타 비용-Bladt] 해당 비용은 매출원가 총합에서 Bladt에서 제시한 비용 항목을 제외한 모든 항목의 비용을 포함하며, 이 중 대부분은 원재료 매입액으로 판단된다. 최근 3개년 매출액 대비 비중은 76.94%, 87.10%, 96.56%이다. '22년 해당 비용은 전년 대비 10.9% 증가하였는데, 이는 확대되는 수요에 기인한다. Bladt의 '22년 재고자산 내 원재료가 전년 대비 약 2배 이상 증가하였기에 추후 원재료 매입액이 감소할 것으로 판단된다. 이에 최근 3개년 매출액 대비 평균 비중인 86.87%를 적용하여 추정하였다.

[재고자산의 변동] 씨에스윈드의 최근 3개년 매출액 대비 비중은 -2.69%, -1.77%, -2.24%이며, Bladt의 경우 0.06%, -0.04%, -0.17%이다. 해당 비용은 일정한 변동 추이를 보이지 않기에 최근 3개년 매출액 대비 평균 비중을 적용하여 추정하였다.

고정비성 매출원가

[인건비-씨에스윈드] 인건비에는 종업원 급여, 복리후생비, 여비교통비를 포함하여 산출하였다. 베트남과 포르투갈의 증설 공장이 본격적으로 가동되기 전인 1Q24까지는 3Q23의 비용과 동일한 수준으로 유지될 것으로 판단된다. 이는 미국 법인의 직원 수가 약 2배 늘어 3Q23의 종업원 급여 비용이 직전 분기 대비 30% 증가한 비용이 일정하게 유지된다는 점에 기인한다. 2Q24를 기점으로 증설 공장의 가동 시작으로 인해 추가 고용 필요성에 따라 인건비가 증가할 것으로 판단하였다. 이에 베트남과 포르투갈 공장의 증설을 통해 27.5% 확대된 생산능력을 고려하여 해당 비용을 추정하였다.

[인건비-Bladt] Bladt의 직원 1인당 평균 급여액은 최근 5년 동안 연평균 2.04%씩 증가했고, 직원 수는 6.53%씩 증가하였다. 이를 바탕으로 계산한 직원의 총 급여 증가율인 8.7%를 22년 매출원가에 반영된 급여에 복리를 적용하여 추정하였다.

비용가정

[유무형자산 및 사용권자산 감가상각비-씨에스윈드] 동사의 감가상각비는 미국과 포르투갈 법인 인수 시점 이후인 22년도부터 일정한 추이를 보이고 있다. 이에 1Q24까지는 '1Q22~3Q23 7개 분기 평균액'을 적용하고, 2Q24를 기점으로 '베트남과 포르투갈 공장의 투자금액'을 50년 내용연수를 고려해 분기별로 반영하여 적용하였다. 4Q23에 인수될 Bladt의 경우, 공정가치 대비 적은 금액으로 취득했기에 감가상각비는 발생하지 않을 것으로 판단된다.

[유무형자산 및 사용권자산 감가상각비-Bladt] 유무형자산 감가상각의 경우, 일정한 추이를 보이지 않기에 최근 3개년 평균액을 적용하여 추정하였다. 사용권자산 감가상각의 경우, 동일하게 6백만 DKK(크로네)로 상각되며, 환율의 변동폭이 커 미래 환율 추정의 불확실하기에 최근 3개년 평균액을 적용하여 추정하였다.

판매비와 관리비

동사의 판매비와 관리비도 변동비성 비용과 고정비성 비용으로 구분하여 추정하였다. 판매비와 관리비에서 유의미한 비중을 차지하는 변동비성 항목은 '운반비'와 '지급수수료'가 있으며, 고정비성 항목은 '인건비', '감가상각비', '무형자산상각비'가 있다. 이외 항목들의 매출액 대비 비중은 1% 내외이거나 특별한 변동 추이를 보이지 않아, 최근 3개년 평균 비중을 적용하였다.

변동비성 판매비와 관리비

[운반비, 지급수수료] 동사의 운반비와 지급수수료는 매출액과 비례하는 흐름을 보이기에, 각각 최근 3개년 매출액 대비 평균 비중인 0.29%와 1.15%를 적용하여 추정하였다.

고정비성 판매비와 관리비

[인건비-씨에스윈드] 동사의 판매비와 관리비에 반영되는 인건비에는 급여, 퇴직급여, 복리후생비, 여비교통비가 포함되어 있으며, 공장 증설과 연관없이 본사 직원들의 인건비에 해당된다. 급여의 경우, 최근 3년간 꾸준히 증가하는 추세를 보이기에, 3개년 CAGR +19.46%를 적용하였다. 퇴직급여와 복리후생비의 경우, 일정한 추이를 보이고 있기에 최근 3개년 평균액을 적용하였다. 여비교통비의 경우, 최근 3개년 매출액 대비 비중이 0.09%, 0.12%, 0.43%로 특정한 추이를 보이지 않기에 변동비성 성격을 띠고 있음에 따라, 최근 3개년 매출액 대비 평균 비중인 0.21%를 적용하여 추정하였다.

[인건비-Bladt] 매출원가에 반영되는 인건비와 같은 논리로 추정하였다.

[감가상각비] 씨에스윈드의 경우, 판매비와 관리비에 반영되는 감가상각비는 주로 본사 건물 등 영업에 필요한 유형자산의 감가상각비로, 이에 따른 금액 변동이 없기에 최근 3개년 평균액을 적용해 추정하였다. Bladt의 경우에도, 동일하게 최근 3개년 평균액을 적용하여 추정하였다.

[무형자산상각비-씨에스윈드] 동사의 무형자산상각액은 1Q22부터 3Q23까지의 무형자산 상각비 평균액*4'로 추정하였다. 해당 비용은 미국과 포르투갈 법인 인수 시기인 22년을 기점으로 기타의 무형자산 취득이 크게 늘어 상각액도 함께 증가했으며 이후 일정한 추이를 보이고 있다. 이와 달리 4Q23에 편입될 Bladt의 경우, 신규 수주가 발생하지 않았기에 추가적인 기타의 무형자산이 발생하지 않을 것으로 판단된다.

금융손익, 기타손익 및 법인세 비용

금융손익

[씨에스윈드] 금융손익 비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 항목은 '외환차손'과 '외화환산손익'이다. 외환거래가 많은 동사의 사업 특성상, 환율에 따른 금융손익의 변동폭이 크다고 판단하였다. 다만, 미래 환율 추정의 불확실성이 존재하며 동사의 금융손익은 매출액 대비 낮은 비중을 차지함에 따라, 최근 3개년 평균액으로 추정하였다.

[Bladt] 금융손익의 주요 항목을 파악할 수 없으며 매출액 대비 비중이 매우 낮기에, 일회성 손익을 제외한 금융손익의 최근 3개년 평균액을 적용하여 추정하였다.

비용가정

기타손익

기타손익은 매출액 대비 비중이 매우 낮고 특정한 추이를 보이지 않아, 일회성 손익을 제외한 최근 3개년 평균치를 향후에도 유지할 것으로 가정하였다.

법인세비용

[씨에스윈드] 과거 연도별 법인세율을 관찰하였을 때, 영업이익이 음수이거나 특정한 추이를 보이지 않는 연도를 제외하였고, 결과적으로 19-21 3개년 평균 유효법인세율 27.42%를 적용하여 법인세 비용을 추정하였다.

[Bladt] 최근 3개년 법인세율은 각각 -15.46%, -19.47%, 6.83%이다. 과거 법인세율은 특정한 추이를 보이지 않으며 22년을 기점으로 법인세율이 양수를 띠고 있기에, 22년의 법인세율인 6.83%를 적용하여 법인세 비용을 추정하였다.

도표 31. 씨에스윈드 비용 가정

(단위: 억 원)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,691 | 11,950 | 13,749 | 16,730 | 29,191 |
| 매출원가 | 8,211 | 10,236 | 12,387 | 14,072 | 25,028 |
| 매출총이익 | 1,480 | 1,714 | 1,362 | 2,658 | 4,163 |
| 판매비와 관리비 | 504 | 703 | 941 | 989 | 1,272 |
| 영업이익 | 976 | 1,011 | 421 | 1,668 | 2,891 |
| 금융손익 | (74) | (141) | (322) | (252) | (252) |
| 기타손익 | (312) | 25 | (58) | (148) | (148) |
| 지분법 손익 | (12) | 12 | (24) | (8) | (8) |
| 법인세 차감 전 순이익 | 399 | 907 | 17 | 1,260 | 2,473 |
| 법인세비용 | 52 | 248 | 103 | 263 | 517 |
| 중단사업 순손익 | - | (12) | (13) | - | - |
| 당기순이익 | 347 | 647 | (98) | 997 | 1,956 |

밸류에이션

Historical P/E Valuation

본 리서치 팀은 씨에스윈드의 적정 주가를 산출하기 위해 Historical P/E Valuation을 사용하였다. 24년 예상 EPS 4,638원에 Target PER 21.63을 적용하여 목표주가 100,500원을 산출하였다. 이에 현재 주가 대비 상승여력 51.4%를 제시하며 강력 매수를 주장한다.

Why NOT Peer P/E valuation?

동사의 산업 내 독자적 위치를 고려했을 때, 밸류에이션에 있어서 Peer P/E Valuation은 적합하지 않다고 판단하였다. 이는 풍력 산업 내에서 동사는 글로벌 M/S 1위 타워 공급자를 뛰어넘어 1) 터빈 기업 Vestas의 타워 부문을 인수하고, 2) Orsted와의 확고한 레퍼런스를 바탕으로 하부구조물 M/S 1위 Bladt를 인수 연혁을 고려했을 때, 단순 부품주 이상의 시장 기대감은 분명하나, Peer 대상을 전방사업자인 디벨로퍼 또는 터빈사로 선정하기에는 가격결정력의 부재가 결정적인 차이를 보인다.

국내 동사와 유사한 사업을 영위하는 기업으로는 동국S&C, 유니슨, SK오션플랜트 등이 있으나, 전자의 두 기업의 경우 시가총액 및 영업이익률, 사업 확장력 측면에서 동사와 극적인 차이를 보인다. SK오션플랜트의 경우, 주 매출처가 대만이기에 동사의 현 상황과는 괴리를 보인다고 판단하였다. 다만 풍력발전의 경우, 두 가지 거시적 이슈인 1) 디벨로퍼의 프로젝트 포기 및 2) IRA 폐지 관련 리스크의 영향력이 제한적이기 때문이다.

이 외에도 해외 시장에서 경쟁하는 Arcosa, Broadwind, Ventower 및 밀접한 관계의 Vestas를 살펴 보았으나, CAPA 증설 부재 및 영위사업의 차이로 인해 Peer로는 적합하지 않다고 판단하였다.

Why Historical P/E Valuation?

본 리서치팀은 2022년 2~3월 평균 12M Fwd PER인 24.03을 활용하여 Target PER을 추정하였다. 이는 당시 상황이 현 시점 동사가 받는 1) CAPA 증설을 통한 사업 확장 기대감, 2) 전방수요 악화 후 반등 및 금리 인하와 유사한 양상을 띄기 때문이다.

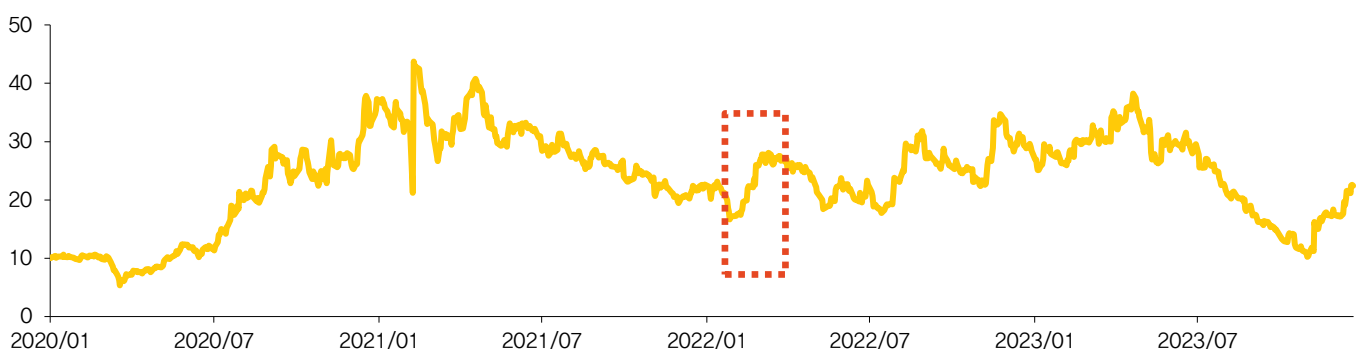
2022년 2월, 산업 배경을 보았을 때, 미국 PTC 혜택 종료에 따른 글로벌 공급망 훼손 양상은 현재 시점 디벨로퍼들의 비용 부담에 의한 프로젝트 포기 양상과 매우 유사하다. 그러나, 저금리 유지가 지속되며 장기적 관점은 현재와 유사하게 견조했으며, 탄소배출권의 가격 인상은 친환경에 대한 단기적 수급을 가져왔다. 그리고 공급망 훼손 후 본격적으로 대두되기 시작한 바이든 정부의 IRA 기대감은 곧 글로벌 공급망 훼손에 대한 피해를 단기적 이슈로 제한하는 모습을 보였다. 이는 **[산업분석]**에서 언급한 단기적 공급망 이슈 및 회복 전환세와 매우 유사한 형태를 띤다. 다만 당시 부재한 트럼프 이슈로 인해 10% 할인하였다.

당시 씨에스윈드의 이슈와 관련해서는, 2월 Vestas의 타워 부문 미국 법인 인수와 ASMI 포르투갈 인수가 100% 지분 확보로 완료되며 본격적인 매출 증가세와 해외 유통망 확보가 기대되던 시점이었다. 이는 현재 씨에스 윈드가 Bladt를 100% 인수하고 4분기부터 생길 매출 기대감이 고조되는 현재와 유사하다고 판단하였다.

도표 32. 씨에스윈드 Historical P/E Valuation

| | | | |
|----------------------------------|---------|--------|------------|
| 2024F 당기순이익(원) | 1,956 억 | 발행주식 수 | 42,171,403 |
| 2024F EPS(원) | | | 4,638 |
| 2022 2~3월 평균 12M Fwd P/E | | | 24.03 |
| Target P/E (트럼프 관련 10% Discount) | | | 21.63 |
| 목표주가(원) | | | 100,500 |
| 상승여력 | | | 67.9% |

도표 33. 씨에스윈드 12M Fwd P/E



Appendix – 추정재무제표

도표 34. 씨에스윈드 추정재무제표

(단위: 억 원)

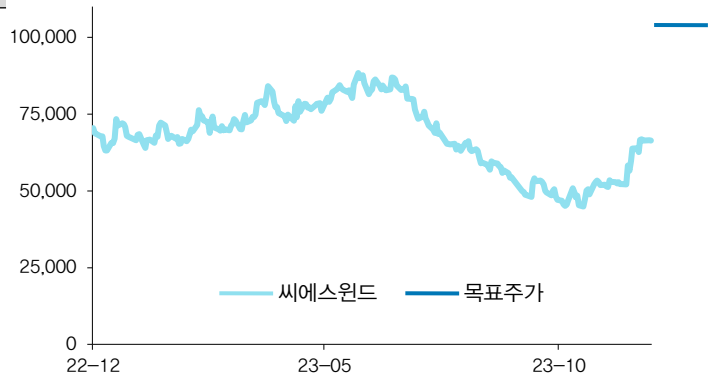
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------|---------|--------|-----------|--------|--------|
| 매출액 | 9,691 | 11,950 | 13,749 | 16,730 | 29,191 |
| 매출원가 | 8,211 | 10,236 | 12,387 | 14,072 | 25,028 |
| 매출총이익 | 1,480 | 1,714 | 1,362 | 2,658 | 4,163 |
| 판매비와 관리비 | 504 | 703 | 941 | 989 | 1,272 |
| 영업이익 | 976 | 1,011 | 421 | 1,668 | 2,891 |
| 금융손익 | (74) | (141) | (322) | (252) | (252) |
| 영업외손익 | (312) | 25 | (58) | (148) | (148) |
| 지분법 손익 | (12) | 12 | (24) | (8) | (8) |
| 법인세 차감 전 순이익 | 399 | 907 | 17 | 1,260 | 2,473 |
| 법인세비용 | 52 | 248 | 103 | 263 | 517 |
| 당기순이익 | 347 | 647 | (98) | 997 | 1,956 |
| 매출액 증가율 (%) | 21.23% | 23.32% | 15.05% | 21.68% | 74.48% |
| 영업이익 증가율 (%) | 62.26% | 3.64% | (58.35%) | 396.2% | 74.48% |
| 순이익 증가율 (%) | (3.12%) | 92.65% | (115.19%) | 흑자 전환 | 96.19% |

투자 참고사항

투자의견 및 목표주가 변동내역

| 일자 | 투자의견 | 목표가(KRW) |
|------------|----------------|----------|
| 2017.08.17 | HOLD | 29,600 |
| 2019.04.04 | BUY | 38,000 |
| 2020.08.12 | BUY | 128,000 |
| 2021.08.10 | BUY | 110,800 |
| 2022.07.21 | BUY | 66,210 |
| 2023.12.28 | CONVICTION BUY | 100,500 |

씨에스윈드 (KS. 112610) 주가 및 목표주가 추이



투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 12개월

| | |
|----------------------|----------------------------|
| CONVICTION BUY(강력매수) | 추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율 |
| BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 |
| HOLD(중립) | 추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만 |
| SELL(매도) | 추천기준일 증가대비 0%미만 |

* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.