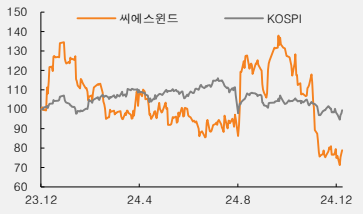
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.12.13

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**68,000원**
현재주가(24/12/12)	41,350원
상승여력	64.4%

영업이익(24F,십억원)	274
Consensus 영업이익(24F,십억원)	281
EPS 성장률(24F,%)	756.3
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.8
P/E(24F,x)	10.2
MKT P/E(24F,x)	10.1
KOSPI	2,482.12
시가총액(십억원)	1,744
발행주식수(백만주)	42
유동주식비율(%)	56.7
외국인 보유비중(%)	14.1
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	37,300
52주 최고가(원)	72,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.9	-15.8	-29.1
상대주가	-5.9	-7.4	-27.6



[에너지/정유화학]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

112610 · 그린에너지

씨에스윈드

씨에스윈드/베어링 베트남 공장 탐방기

씨에스윈드의 핵심 법인, 베트남

씨에스윈드 베트남 법인은 2003년 설립된 첫 풍력 타워 생산기지다. 생산 능력은 주당 섹션 125개이며, 글로벌 7개 법인들 중에서도 가장 높은 생산효율성과 숙련공들을 보유하고 있다. 특징은 1) 글로벌 타워 제조 인력 양성소이며, 2) 높은 근속연수를 바탕으로 한 다수의 숙련된 인력들, 3) 기술력을 바탕으로 한 테스트베드라는 점이다. 베트남 법인은 씨에스윈드의 뿌리라고 할 수 있으며, 오래된 숙련 인력들이 최근 인수한 법인인 포르투갈 및 대만에 파견되어 생산성을 높이는데 중요한 역할을 하고 있다.

확장 가능성을 갖춘 씨에스베어링 베트남 공장

씨에스베어링 공장은 씨에스윈드 공장에서 약 10분 정도 떨어진 곳에 위치해있다. 베트남 공장은 연간 8,500개의 베어링 생산 능력을 갖추고 있다. 기존에는 연간 8,000개 수준의 생산능력이 있었으며, 최근 함안 공장의 설비를 추가해 500개의 추가 캐파를 확장했다. 현재 기대중인 25년 베스타스의 신규 수주가 발표되면, 기존 공장으로는 생산능력이 부족해 베트남 2공장 증설(연간 4,500개)도 계획 중이다. 생산 가능 사이즈는 직경 6.5m까지 가능하며, 주로 피치베어링을 생산하고 있다.

투자의견 매수. 목표주가 6.8만원 유지

25년 동사 주가에 대한 긍정적인 관점을 유지한다. 트럼프 당선 이후, 주가는 약 30% 하락했으나, 이는 실적 우려가 과도하게 반영되었다고 판단한다. 투자포인트는 1) 주요 미국 고객사인 베스타스의 시장 점유율 확대, 2) AMPC를 제외한 25년 영업이익률 전망치 4~5%, 3) 자회사 오프쇼어(하부구조물)의 수익성 안정화다. 아직까지는 트럼프 정부 2.0의 출범 이전에 불확실성이 크게 반영되어 있는 상황이지만, 25년에는 불확실성이 사그라들고 견조한 수익성이 돋보일 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,375	1,520	3,096	3,344	3,774
영업이익 (십억원)	42	105	274	269	349
영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.9	8.0	9.2
순이익 (십억원)	2	20	170	176	248
EPS (원)	45	471	4,036	4,178	5,872
ROE (%)	0.2	2.2	17.1	15.1	18.2
P/E (배)	1,521.1	149.0	10.2	9.9	7.0
P/B (배)	3.1	3.2	1.5	1.4	1.2
배당수익률 (%)	0.7	0.7	1.2	1.2	1.2

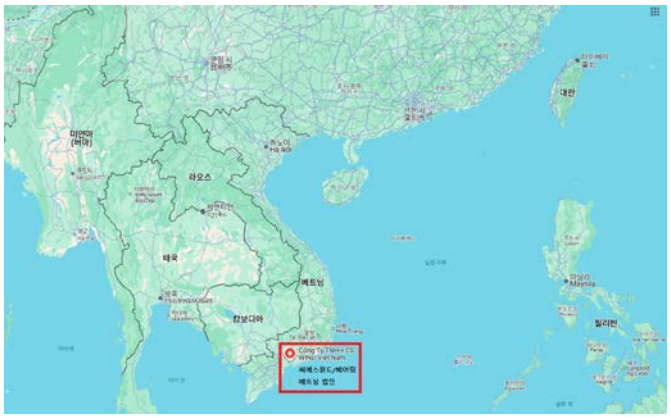
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스윈드 - 베트남

씨에스윈드 베트남 법인 소개

씨에스윈드 베트남 법인은 2003년에 설립된 씨에스윈드의 첫 풍력 타워 생산기지다. 베트남의 경제 중심지인 호치민에서 약 1시간 반 정도 떨어진 푸미(Phu My), 붕따우(Vungtau)에 위치해있다. 육상 및 해상풍력 타워를 만드는 공장이며, 생산능력은 주당 섹션 125개(컨버트 기준)를 만들 수 있다. 프로젝트마다 타워의 규모와 디자인이 제각각이기 때문에 동일 기준으로의 비교는 어렵지만, 대략 50~100개 수준의 섹션을 만들어내는 다른 법인들 대비 베트남 법인은 가장 많은 타워를 생산해내는 핵심 법인이라고 볼 수 있다. 베트남에서 생산되는 육상 풍력 타워의 직경은 ~7m, 무게는 ~250톤 정도이며, 해상 풍력 타워의 직경은 ~10m, 무게는 ~500톤 정도다.

그림 1. 씨에스윈드/베어링 베트남 공장 위치



자료: 구글맵, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 씨에스윈드 베트남 본사 건물



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

베트남(CS Wind) 법인의 특징

1) 글로벌 타워 제조인력 트레이닝 센터

베트남 공장의 가장 중요한 기능은 숙련공들을 양성하는 트레이닝 센터다. 공장 내 주요 인력인 용접공의 경우, 숙련공이 되기까지 5년 이상의 시간이 소요된다. 베트남 법인은 숙련공들을 길러냄과 동시에, 타법인의 인력을 길러낼 수 있도록 숙련공들을 파견해주는 역할까지 맡고 있다. 현재 베트남에서 타 법인으로 파견된 숙련공들 수는 포르투갈 77명, 대만 23명이다. 신규 법인을 인수할 때의 기준도 베트남 법인에서 인력을 파견할 수 있느냐를 고려할 정도다.

2) 높은 근속연수

베트남 법인의 두번째 특징은 높은 근속연수를 통한 숙련된 인력이다. 베트남 법인의 평균 근속연수는 8년으로 동종 업계 대비 높은 편이다. 교육에 필요한 기간이 업무별로 페인팅 4개월 이상, 용접공 5년 이상, 품질 테스트 인력 8년 이상이기에 숙련된 인력이 필수적이다. 현재 블랙타워를 생산해내는 숙련공(5년 이상)은 150명 이상이다.

높은 근속연수는 뛰어난 복지, 그리고 본사로부터의 인정과 혜택 덕분이다. 씨에스윈드 베트남 법인은 첫 풍력 타워 생산기지이며, 20년 이상 근속한 인력 역시 50명이 넘는다. 베트남 법인의 성장이 곧 씨에스윈드의 성장이라고 볼 수 있다. 해외 법인 중 유일하게 현지인 법인장이 베트남 법인을 책임지고 있으며, 해외 파견 시, 복지와 로테이션 시스템도 잘 갖춰져있다.

3) 기술력

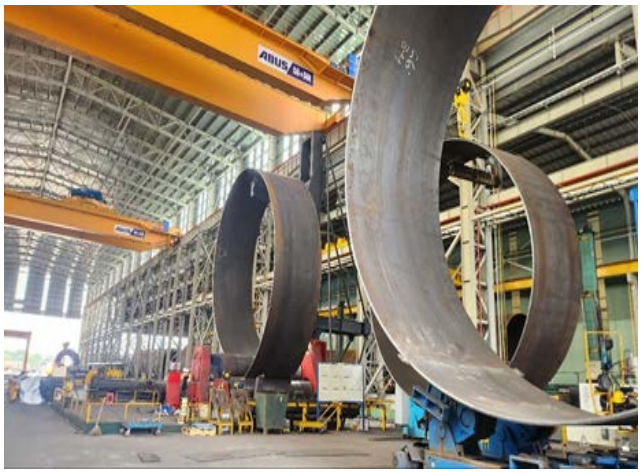
베트남 법인은 전사의 테스트 베드로서 기술력이 가장 뛰어난 법인이기도 하다. 첫째로는 모든 글로벌 법인들이 신규 프로젝트 런칭 시, 기술 리뷰가 베트남 법인에서 이뤄지고 있다. 둘째로는 난이도가 높은 프로젝트들이 들어오면, 이를 가장 먼저 도입하는 공장 또한 베트남 법인이다.

타워 제작 공정

타워 제작 공정은 크게 3가지, 블랙타워-화이트타워-내부공정으로 나눌 수 있다.

블랙 타워는 원재료(철판) 수급 - Cutting(플라즈마/가스) - Beveling(용접 위한 용접면을 깎는 작업) - Bending(특정 크기 및 각도로 구부리기) - Welding(용접 과정) - Fit-up - 비파괴 테스트(NDT; Non-Destructive Testing) 공정까지다. 원재료인 강철 플레이트를 구부려 원통형으로 만들고, 이를 용접해 타워 섹션 모양으로 만든다. 타워 높이는 160~230m에 달하기에 운반을 위해 여러 섹션으로 나눠서 제작하며, 타워 높이가 높을수록 더 많은 섹션으로 나눠서 운반해야한다.

그림 3. 타워 제작 공정 – 철판 밴딩 및 용접



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 타워 제작 공정 – 블랙 타워



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 타워 제작 공정 – 도색



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 타워 섹션 완성 제품



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

화이트 타워는 Blasting(녹 제거 작업) – Metalizing(녹 방지 작업) – Painting(색 입히기)까지의 공정이다. 페인팅은 자동화 노력을 하고 있으나, 타워가 디자인과 스펙이 각자 다 다르고, 로봇이 들어가기 위한 기초 작업들이 필요해 시간이 걸리는 상황이다.

내부공정(Internal Mounting)은 사다리(엘리베이터)와 플레이트 등을 넣어 타워의 내부를 완성시키는 작업이다. 약 700~1000개의 아이템이 들어가기에 충분한 시간이 필요하다. 해상풍력은 추가적으로 댐퍼(무게 중심을 잡아주는 부품) 용접도 필요하다.

그림 7. 타워 이동에 필요한 리치스태커, SPMT



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

마지막으로 이를 운반하기 위해서는 리치스태커, SPMT와 같은 운반 중장비들이 필요하다. 일반 도로에서는 리치스태커를 사용해 양쪽에서 섹션을 들어올려 이동시키고, SPMT(Self Propelled Modular Transporter)는 도로 무게 중량 제한이 있어 공장 내부에서만 사용하는 운반 수단이다.

씨에스베어링 - 베트남

씨에스베어링 베트남 공장 소개

씨에스베어링 공장은 씨에스윈드 공장에서 약 10분 정도 떨어진 곳에 위치해있다. 씨에스베어링 베트남 공장은 연간 8,500개의 베어링 생산 능력을 갖추고 있다. 기존에는 연간 8,000개 수준의 생산능력이 있었으며, 최근 함안 공장의 설비를 추가해 500개의 추가 캐파를 확장했다. 현재 기대중인 25년 베스타스의 신규 수주가 발표되면, 기존 공장으로는 생산능력이 부족해 베트남 2공장 증설(연간 4,500개)도 계획 중이다. 생산 가능 사이즈는 직경 6.5m까지 가능하며, 주로 피치베어링을 생산하고 있다.

그림 8. 피치베어링 – 기어커팅



자료: 씨에스버어링, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 피치베어링 – 이너 & 아우터 조립(볼베어링)



자료: 씨에스버어링, 미래에셋증권 리서치센터

베어링 제작 공정

풍력 베어링의 공정은 황삭(모양 잡기) – 열처리(절삭면 강화) – 기어커팅(조립 위한 이음새 부분) – 드릴링 – 정삭(정밀 커팅) – 조립 - 품질 테스트 – 도색 – 후처리 과정을 거친다.

베어링 공정에서 가장 중요한 과정은 열처리다. 이너/아우터 베어링이 맞닿는 레이스웨이는 마찰열이 지속적으로 생길 수밖에 없기에 높은 열에도 버틸 수 있는 힘이 필요하다. 따라서 필요 부분을 가열하고 물을 분사하며 원하는 경도를 만들어 낸다. 이 과정에서 미세 크랙이나 불량이 생길 가능성이 있어, 이 불량률을 최대한 줄이는 능력이 기술력이다.

풍력 베어링의 레이스웨이에는 약 200~300개의 스틸볼이 들어간다. 최근에는 점으로 닿는 볼 베어링보다는 이 무게를 견디는 부담을 줄여줄 수 있는 롤러베어링으로 넘어가려는 추세며, 내년부터는 롤러베어링이 상업화될 예정이다.

그림 10. 롤러베어링 vs. 볼베어링



자료: 두산백과, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 피치 베어링 vs. 요 베어링



자료: 씨에스베어링, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,520**	**3,096**	**3,344**	**3,774**
매출원가	**1,314**	**2,712**	**2,965**	**3,314**
매출총이익	**206**	**384**	**379**	**460**
판매비와관리비	**101**	**111**	**111**	**111**
조정영업이익	**105**	**274**	**269**	**349**
영업이익	**105**	**274**	**269**	**349**
비영업손익	**-81**	**-71**	**-70**	**-70**
금융손익	-29	-35	-70	-70
관계기업등 투자손익	-4	13	0	0
세전계속사업손익	24	203	199	279
계속사업법인세비용	5	31	20	28
계속사업이익	19	172	179	251
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**19**	**172**	**179**	**251**
지배주주	20	170	176	248
비지배주주	-1	2	3	4
총포괄이익	**35**	**217**	**179**	**251**
지배주주	36	214	176	248
비지배주주	-1	3	2	3
EBITDA	179	372	363	440
FCF	-81	472	136	315
EBITDA 마진율 (%)	11.8	12.0	10.9	11.7
영업이익률 (%)	6.9	8.9	8.0	9.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	5.5	5.3	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**1,368**	**2,486**	**3,044**	**3,559**
현금 및 현금성자산	207	885	989	1,277
매출채권 및 기타채권	322	451	568	630
재고자산	582	783	1,026	1,138
기타유동자산	257	367	461	514
비유동자산	**1,464**	**1,675**	**1,731**	**1,691**
관계기업투자등	15	28	36	40
유형자산	916	1,065	1,119	1,080
무형자산	261	261	251	243
자산총계	**2,833**	**4,161**	**4,776**	**5,250**
유동부채	**1,417**	**2,155**	**2,592**	**2,825**
매입채무 및 기타채무	631	1,176	1,480	1,643
단기금융부채	529	501	510	515
기타유동부채	257	478	602	667
비유동부채	**471**	**866**	**885**	**895**
장기금융부채	432	793	793	793
기타비유동부채	39	73	92	102
부채총계	**1,888**	**3,021**	**3,477**	**3,721**
지배주주지분	**896**	**1,090**	**1,245**	**1,472**
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	611	611	611	611
이익잉여금	241	390	546	773
비지배주주지분	**48**	**50**	**53**	**57**
자본총계	**944**	**1,140**	**1,298**	**1,529**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**111**	**645**	**274**	**359**
당기순이익	19	172	179	251
비현금수익비용가감	171	217	184	189
유형자산감가상각비	59	84	84	83
무형자산상각비	15	15	11	7
기타	97	118	89	99
영업활동으로인한자산및부채의변동	-57	339	1	18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	212	-106	-112	-60
재고자산 감소(증가)	-200	-174	-243	-113
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-52	268	228	122
법인세납부	-8	-29	-20	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	**-236**	**-200**	**-151**	**-51**
유형자산처분(취득)	-188	-170	-138	-44
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-24	-14	-7
기타투자활동	-26	-5	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**141**	**239**	**-11**	**-16**
장단기금융부채의 증가(감소)	480	333	10	5
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-21	-21	-21	-21
기타재무활동	-320	-73	0	0
현금의 증가	**16**	**678**	**104**	**289**
기초현금	192	207	885	989
기말현금	207	885	989	1,277

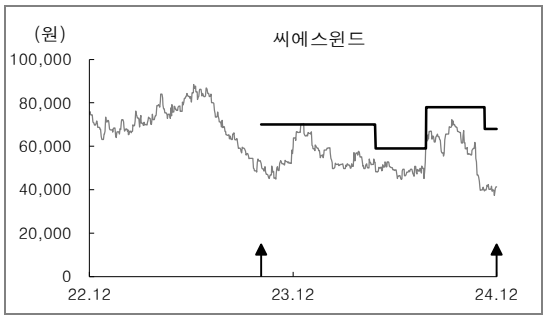
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	149.0	10.2	9.9	7.0
P/CF (x)	15.6	4.5	4.8	4.0
P/B (x)	3.2	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	21.0	5.8	5.7	4.1
EPS (원)	471	4,036	4,178	5,872
CFPS (원)	4,493	9,226	8,605	10,432
BPS (원)	22,277	26,857	30,543	35,924
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	109.4	12.0	11.6	8.2
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	10.6	103.7	8.0	12.8
EBITDA증가율 (%)	65.8	108.1	-2.3	21.2
조정영업이익증가율 (%)	148.5	161.3	-1.8	30.1
EPS증가율 (%)	942.0	756.3	3.5	40.5
매출채권 회전율 (회)	4.5	8.3	6.8	6.6
재고자산 회전율 (회)	3.2	4.5	3.7	3.5
매입채무 회전율 (회)	3.5	4.0	3.0	2.8
ROA (%)	0.8	4.9	4.0	5.0
ROE (%)	2.2	17.1	15.1	18.2
ROIC (%)	5.8	15.4	15.9	20.2
부채비율 (%)	199.9	265.0	267.8	243.4
유동비율 (%)	96.6	115.4	117.5	125.9
순차입금/자기자본 (%)	77.9	32.9	21.0	-1.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	7.8	3.8	5.0

자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨에스윈드 (112610)				
2024.11.22	매수	68,000	-	-
2024.08.09	매수	78,000	-23.52	-7.31
2024.05.10	매수	59,000	-16.99	5.93
2023.10.18	매수	70,000	-21.80	0.71



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사의 애널리스트는 자료 작성일 기준으로 1개월 이내에 씨에스윈드,씨에스베어링 의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.