



Buy(Maintain)

목표주가: 160,000원(상향)

주가(11/10): 131,000원

시가총액: 22,644억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023 leejh@kiwoom.com

RA 오현진

02) 3787-3750 ohj2956@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/10)		2,452.83pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	131,000원	19,700원
등락률	0.0%	565.0%
수익률	절대	상대
1M	8.3%	5.6%
6M	282.5%	203.4%
1Y	241.6%	195.8%

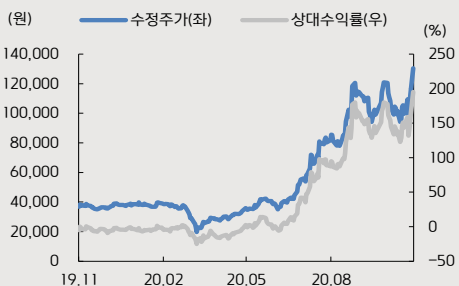
Company Data

발행주식수	17,286 천주
일평균 거래량(3M)	476천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(20E)	0.4%
BPS(20E)	23,549원
주요 주주	김성권 외 21인 52.4%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	502.2	799.4	975.1	1,180.4
영업이익	32.7	60.1	97.4	118.5
EBITDA	48.1	81.6	121.0	142.4
세전이익	6.8	39.9	88.1	109.5
순이익	7.1	34.7	68.7	89.8
지배주주지분순이익	5.9	31.9	63.2	82.6
EPS(원)	343	1,846	3,659	4,778
증감률(% YoY)	-84.8	438.6	98.2	30.6
PER(배)	80.5	20.6	35.7	27.3
PBR(배)	1.58	1.93	5.54	4.58
EV/EBITDA(배)	12.8	10.1	19.8	16.5
영업이익률(%)	6.5	7.5	10.0	10.0
ROE(%)	2.0	9.9	16.9	18.4
순차입금비율(%)	38.2	36.5	22.9	9.4

Price Trend



씨에스윈드 (112610)

풍력 타워 성장 모멘텀 지속



3분기 영업이익은 317억원으로 동사 추정치 296억원 및 컨센서스 287억원을 상회하였습니다. 매출 증가에 따른 규모의 경제 효과와 생산 효율성 상승이 이익 상승을 이끌었습니다. 풍력시장 호황으로 동사의 수주 증가세도 견조하게 유지 중이며, 바이든 당선으로 향후 미국을 중심으로 풍력 발전 시장 확대가 가속화될 것으로 기대됩니다. 글로벌 풍력 타워 1위 업체인 동사의 수혜도 지속될 것으로 판단됩니다.

>>> 3Q20 영업이익 예상치 상회, 높은 생산 효율성 기록

3분기 영업이익은 317억원(QoQ 31%, YoY 73%)으로 당사 추정치(296억원)와 컨센서스(287억원)를 모두 상회했다. 글로벌 풍력 발전 업황 호조에 따른 수주 증가와 증설 생산법인의 조기 안정화로 수익성 개선을 이끈 것이 주효했다. 후반 등 원자재 가격 하락도 이익률 상승에 기여했다.

생산법인별로는 주요 법인인 베트남과 말레이시아가 미국과 유럽 시장 호조 및 공장 숙련도 상승 영향으로 역대 최고 수준의 생산 효율성을 기록한 것으로 판단된다. 중국 법인은 중국 내 '2060 탄소배출 제로계획' 등 정책 영향으로 풍력 타워 설치가 증가함에 따라 중국 내수 수주가 꾸준히 늘어나고 있는 점이 주목된다.

3분기말 기준 수주현황은 수주총액 6.9억 달러를 기록하며 연간 목표치 7억 달러에 근접하였고, 10월 중순 기준 7.5억달러를 달성하며 견조한 성장세가 지속되고 있는 것으로 추정된다.

>>> 글로벌 풍력 발전 수요 급증 전망에 성장 모멘텀 지속

동사의 4분기 실적은 매출액 2,802억원(QoQ 3%, YoY 41%), 영업이익 253억원(QoQ -20%, YoY 62%)을 기록할 전망이다. 계절적 요인으로 인해 3분기 대비 수익성은 하락하지만, 4분기로 인도된 매출 및 글로벌 풍력 발전 설치 증가에 따른 수혜로 전년대비 성장을 예상한다.

특히 바이든 당선에 따른 정책 효과로 미국 및 글로벌 풍력 시장의 확대가 주목되는데, 미국은 2035년 탄소배출 제로 계획에 따라 풍력 발전용 터빈 6만 개가 설치될 것이고, 대서양 연안의 해상풍력 추가 수요도 주목된다. 또한 중국 내 풍력 타워 대형화 및 중량화가 진행됨에 따라 중국 내 수주 규모 확대 및 수익성 제고도 이뤄질 전망이다.

높은 생산 효율성과 견조한 수주 증가세가 지속됨에 따라 2021년 실적 추정치를 매출액 1조1,804억원(YoY 21%), 영업이익 1,185억원(YoY 22%)으로 상향하였다.

최근 풍력 발전 업체들은 각국의 친환경정책 기대감에 주가 상승이 지속되고 있다. 이에 높아진 Peer 그룹의 Valuation(2021년 평균 PER 36배)을 반영하여 동사의 목표주가를 153,000원에서 160,000원으로 상향하며, 투자의견 Buy를 유지한다.

씨에스윈드 3Q20 실적 Review

(단위: 십억원)	3Q20P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q20	%QoQ	3Q19	%YoY
매출액	273.3	292.1	-6.4	302.9	-9.8	240.6	13.6	186.2	46.8
영업이익	31.7	29.6	7.1	28.7	10.6	24.2	31.0	18.3	73.2
영업이익률	11.6	10.1		9.5		10.1		9.8	
세전이익	28.1	24.4	15.2	24.9	12.9	19.4	44.8	14.1	99.3
순이익	20.7	23.1	-10.4	19.3	7.0	15.0	38.0	11.6	78.4
지배순이익	20.6	19.4	6.2	17.3	19.1	14.3	44.1	10.5	96.2

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E
매출액	175.1	239.6	186.2	198.5	181.0	240.6	273.3	280.2
영업이익	13.6	12.6	18.3	15.6	16.2	24.2	31.7	25.3
영업이익률	7.8	5.3	9.8	7.9	9.0	10.1	11.6	9.0
세전이익	13.1	8.1	14.1	4.6	17.1	19.4	28.1	23.5
순이익	11.6	6.1	11.6	5.4	13.5	15.0	20.7	19.5
지배순이익	11.2	5.0	10.5	5.2	12.3	14.3	20.6	16.2

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	312.2	502.2	799.4	975.1	1,180.4	1,398.9	1,509.2
영업이익	35.4	32.7	60.1	97.4	118.5	142.5	154.3
영업이익률	11.3	6.5	7.5	10.0	10.0	10.2	10.2
세전이익	41.9	6.8	39.9	88.1	109.5	133.9	146.3
순이익	39.0	7.1	34.7	68.7	89.8	109.8	119.9
지배순이익	38.9	5.9	31.9	63.2	82.6	101.0	110.3
지배주주 EPS(원)	2,253	343	1,846	3,659	4,778	5,843	6,384
지배주주 BPS(원)	17,454	17,476	19,726	23,549	28,490	34,497	41,044
지배주주 ROE(%)	13.0	2.0	9.9	16.9	18.4	18.6	16.9

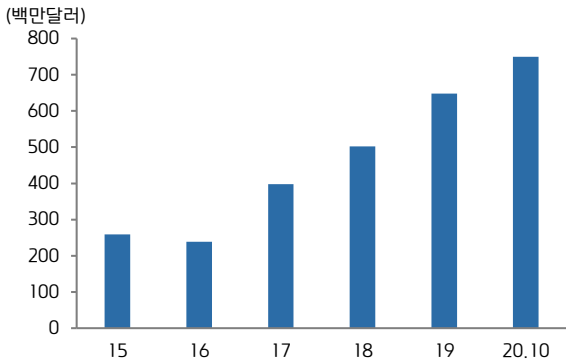
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	949.4	1,087.6	975.1	1,180.4	2.7	8.5
영업이익	94.1	111.2	97.4	118.5	3.5	6.5
영업이익률	9.9	10.2	10.0	10.0		
세전이익	81.6	99.0	88.1	109.5	8.1	10.5
순이익	71.0	86.2	68.7	89.8	-3.1	4.2
지배순이익	65.3	79.3	63.2	82.6	-3.1	4.2
지배주주 EPS(원)	3,777	4,586	3,659	4,778	-3.1	4.2
지배주주 BPS(원)	23,666	28,416	23,549	28,490	-0.5	0.3
지배주주 ROE(%)	17.4	17.6	16.9	18.4		

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 수주현황



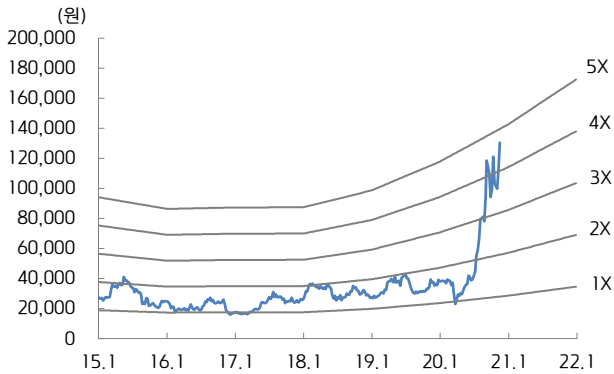
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 주요 생산법인 현황

지역	Capa(억원)	현황
베트남	4,500	역대 최고 생산성 갱신 중
말레이시아	2,500	조기안정화, 미국向 전담→유럽 등 시장 다변화 모색
대만	1,000	대만시장 독점공급, Outsourcing 비용 발생
중국	1,500	中 내수 수주확대, 대형화&중량화에 따른 증설 검토

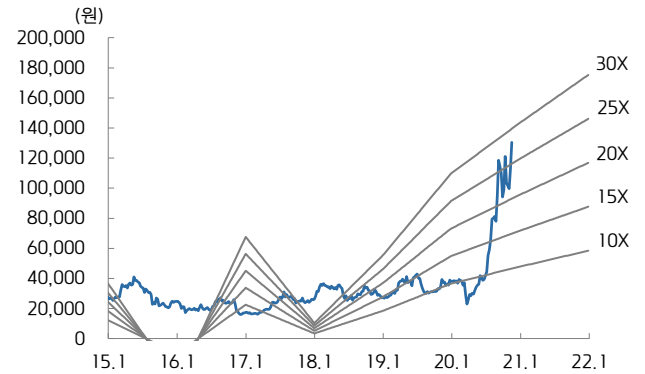
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 12mf PBR 밴드



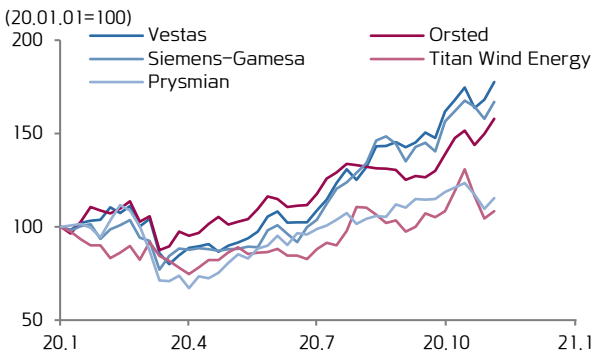
자료: Fn가이드, 키움증권

씨에스윈드 12mf PER 밴드



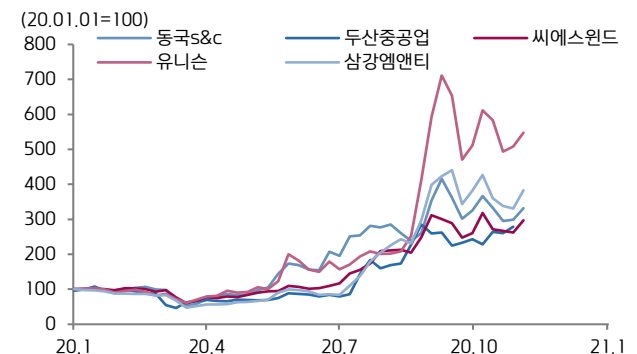
자료: Fn가이드, 키움증권

해외 풍력관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

국내 풍력관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	502.2	799.4	975.1	1,180.4	1,398.9
매출원가	420.8	685.8	817.4	988.6	1,169.5
매출총이익	81.4	113.6	157.8	191.8	229.4
판관비	48.7	53.5	60.3	73.3	86.9
영업이익	32.7	60.1	97.4	118.5	142.5
EBITDA	48.1	81.6	121.0	142.4	166.6
영업외손익	-26.0	-20.3	-9.3	-9.0	-8.6
이자수익	0.5	0.5	0.7	1.0	1.4
이자비용	4.8	10.6	7.3	7.3	7.3
외환관련이익	12.6	15.3	9.9	9.9	9.9
외환관련손실	13.7	15.3	11.2	11.2	11.2
종속 및 관계기업손익	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-20.1	-10.0	-1.2	-1.2	-1.2
법인세차감전이익	6.8	39.9	88.1	109.5	133.9
법인세비용	-0.3	5.2	19.4	19.7	24.1
계속사업손익	7.1	34.7	68.7	89.8	109.8
당기순이익	7.1	34.7	68.7	89.8	109.8
지배주주순이익	5.9	31.9	63.2	82.6	101.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	60.8	59.2	22.0	21.1	18.5
영업이익 증감율	-7.6	83.8	62.1	21.7	20.3
EBITDA 증감율	-3.4	69.6	48.3	17.7	17.0
지배주주순이익 증감율	-84.9	440.7	98.1	30.7	22.3
EPS 증감율	-84.8	438.6	98.2	30.6	22.3
매출총이익율(%)	16.2	14.2	16.2	16.2	16.4
영업이익률(%)	6.5	7.5	10.0	10.0	10.2
EBITDA Margin(%)	9.6	10.2	12.4	12.1	11.9
지배주주순이익률(%)	1.2	4.0	6.5	7.0	7.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	386.7	426.7	523.0	646.5	795.2
현금 및 현금성자산	40.1	83.9	121.8	174.8	247.4
단기금융자산	16.0	9.5	5.6	3.3	2.0
매출채권 및 기타채권	155.2	164.5	200.6	242.8	287.8
재고자산	148.1	118.9	145.1	175.6	208.1
기타유동자산	27.3	49.9	49.9	50.0	49.9
비유동자산	219.7	308.9	311.7	314.2	316.5
투자자산	11.8	13.4	13.8	14.1	14.5
유형자산	176.0	227.8	231.7	235.0	237.9
무형자산	22.4	22.2	20.7	19.6	18.6
기타비유동자산	9.5	45.5	45.5	45.5	45.5
자산총계	606.4	735.6	834.7	960.8	1,111.7
유동부채	225.8	276.3	303.9	337.3	375.6
매입채무 및 기타채무	75.5	113.6	141.1	174.5	212.8
단기금융부채	121.1	145.7	145.7	145.7	145.7
기타유동부채	29.2	17.0	17.1	17.1	17.1
비유동부채	62.1	89.5	89.5	89.5	89.5
장기금융부채	56.7	82.6	82.6	82.6	82.6
기타비유동부채	5.4	6.9	6.9	6.9	6.9
부채총계	287.9	365.8	393.3	426.8	465.1
지배지분	302.1	341.0	407.1	492.5	596.3
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	182.1	184.1	184.1	184.1	184.1
기타자본	-46.8	-46.4	-46.4	-46.4	-46.4
기타포괄손익누계액	-12.5	-1.1	9.2	19.6	29.9
이익잉여금	170.6	195.8	251.5	326.6	420.0
비지배지분	16.4	28.9	34.4	41.5	50.3
자본총계	318.5	369.8	441.4	534.0	646.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-20.5	85.7	70.5	87.6	108.0
당기순이익	7.1	34.7	68.7	89.8	109.8
비현금항목의 가감	44.5	49.9	62.9	63.2	67.5
유형자산감가상각비	14.3	20.0	22.2	22.7	23.2
무형자산감가상각비	1.1	1.5	1.4	1.2	1.0
지분법평가손익	-1.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	30.2	28.7	39.3	39.3	43.3
영업활동자산부채증감	-66.3	10.2	-35.2	-39.3	-39.2
매출채권및기타채권의감소	-52.5	-20.9	-36.2	-42.2	-45.0
재고자산의감소	-71.8	33.6	-26.1	-30.5	-32.5
매입채무및기타채무의증가	67.3	30.3	27.6	33.4	38.3
기타	-9.3	-32.8	-0.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-5.8	-9.1	-25.9	-26.1	-30.1
투자활동 현금흐름	-61.7	-66.4	-20.7	-22.3	-23.2
유형자산의 취득	-26.4	-87.7	-26.0	-26.0	-26.0
유형자산의 처분	4.5	15.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.1	-0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	-1.6	-0.4	-0.4	-0.4
단기금융자산의감소(증가)	-9.3	6.6	3.9	2.3	1.4
기타	-26.9	1.8	1.8	1.8	1.8
재무활동 현금흐름	79.3	23.3	1.7	1.3	1.3
차입금의 증가(감소)	74.9	20.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.5	-6.2	-7.1	-7.5	-7.5
기타	18.4	8.8	8.8	8.8	8.8
기타현금흐름	-1.9	1.1	-13.5	-13.5	-13.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-4.8	43.8	37.9	53.1	72.6
기초현금 및 현금성자산	44.9	40.1	83.9	121.8	174.8
기말현금 및 현금성자산	40.1	83.9	121.8	174.8	247.4

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	343	1,846	3,659	4,778	5,843
BPS	17,476	19,726	23,549	28,490	34,497
CFPS	2,982	4,895	7,613	8,849	10,253
DPS	400	460	460	460	460
주가배수(배)					
PER	80.5	20.6	35.7	27.3	22.3
PER(최고)	117.7	24.2	39.1		
PER(최저)	70.6	13.9	4.4		
PBR	1.58	1.93	5.54	4.58	3.78
PBR(최고)	2.31	2.27	6.07		
PBR(최저)	1.38	1.30	0.69		
PSR	0.95	0.82	2.31	1.91	1.61
PCFR	9.3	7.8	17.1	14.7	12.7
EV/EBITDA	12.8	10.1	19.8	16.5	13.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	87.7	20.5	10.9	8.4	6.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	1.4	1.2	0.4	0.4	0.4
ROA	1.4	5.2	8.8	10.0	10.6
ROE	2.0	9.9	16.9	18.4	18.6
ROIC	9.4	11.0	14.9	17.7	19.8
매출채권회전율	4.1	5.0	5.3	5.3	5.3
재고자산회전율	4.7	6.0	7.4	7.4	7.3
부채비율	90.4	98.9	89.1	79.9	71.9
순차입금비율	38.2	36.5	22.9	9.4	-3.3
이자보상배율	6.8	5.7	13.3	16.2	19.5
총차입금	177.8	228.2	228.2	228.2	228.2
순차입금	121.7	134.9	100.9	50.1	-21.1
NOPLAT	48.1	81.6	121.0	142.4	166.6
FCF	-40.9	9.2	38.4	55.7	75.8

Compliance Notice

- 당사는 11월 10일 현재 '씨에스윈드(112610)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
씨에스윈드 (112610)	2020-09-04	Buy(Initiate)	153,000원	6개월	-29.46	-14.38
	2020-11-11	Buy(Maintain)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%