



# 씨에스윈드 (112610)

[Corp. Day 후기] 주가 반등의 열쇠 찾기

**Buy**(유지)

목표주가 113,000원, 현재 주가(3/10): 64,600원  
Analyst 이재연 jaeyon.lee@hanwha.com 3772-7678

## 씨에스윈드, 주가 회복의 실마리

- 강한 조정을 받던 씨에스윈드 주가가 최근 반등세를 보임. 1) 3월 5일에 무상증자에 따른 신주가 상장하면서 오버행 이슈가 해소됐고, 2) 최근 주가 하락으로 인해 밸류에이션 부담이 일부 줄어든 점이 회복세의 주요 원인이라고 판단. 당사는 3월 9일에 씨에스윈드 Corp. Day를 진행

## 2020년 Recap 및 2021년 수주 목표치

- 2020년에 씨에스윈드의 연간 수주액은 목표치였던 7억 달러를 상회하는 8.3억 달러를 기록. 2020년 중국을 제외한 글로벌 시장 점유율은 16% 내외로 파악됨
- 2021년 수주 목표는 8.5억 달러 제시. 글로벌 풍력 투자 확대를 감안할 때, 보수적으로 무리없이 달성 가능 예상

## 주요 투자/증설 관련 업데이트 사항

- 미국 생산법인 투자: 미국에서는 육상풍력 설치량이 많은 중부와 해상풍력 성장이 기대되는 동부 지역에서 생산 법인 투자 계획 중. 美 중부 지역 투자가 먼저 결정될 예정이며 중부에서는 M&A를 통한 시장 진입 가능성이 높음. M&A가 체결될 경우 대규모 증설을 하지 않고도 단기간 내 매출화가 가능할 것으로 판단. 미국 생산법인 투자 결정은 빠르면 4월 초에 결정될 예정
- 하부구조물 시장 진출: 향후 해상풍력의 수요가 커질 것으로 예상됨에 따라 하부구조물 수요도 동반 확대될 전망. 이에 따라 타워 생산을 담당하는 동사의 하부구조물 시장 진출 가능성도 커짐. 동사는 지난 11월에도 덴마크 CIP社와 국내용 부유식 하부구조물 설계에 대한 MoU를 체결한 바 있음. 주요 고객사들의 하부구조물 수요 확대 추이를 지켜보며 추후 아시아 내 신공장 투자도 검토할 예정
- 기존 생산법인 증설 및 장기적 방향성: 올해 터키 법인에서 생산 Capa 증설 진행 중. 터키 법인은 절대적인 생산 규모는 크지 않지만 유럽향 수요 대응이 가능하다는 점에서 긍정적. 장기적으로 다양한 생산법인 증설 및 신규 투자가 매출로 연결되며 2025년 매출 목표치였던 3조 원의 타임라인도 앞당겨질 것으로 전망

## 투자의견 Buy, 목표주가 113,000원 유지

- 현재 주가는 12 Fwd. PER 27.8배 수준으로 내려와 밸류에이션 부담은 줄어든 상황. 상반기 중 미국 투자 결정 등 다수의 이벤트가 예상되어 긍정적 시각 유지할 필요 있다고 판단. 정책적으로 4월 22일(지구의 날) 美 바이든 대통령이 주재하는 UN 기후변화 관련 정상회의, 6월 EU 탄소국경조정제도(CBAM) 제시 등 글로벌 정책 모멘텀도 존재

[표1] 씨에스윈드 해외 법인

해외 법인	Capa(십억 원)	동향
베트남 법인	450	- 육상용 타워/해상용 타워/타워 내장재/트랜지션 피스 등 생산 - 동사의 해외법인 내 최대 매출 - 지정학적인 장점으로 유럽, 남미 지역 등 다양한 지역에 납품 가능
말레이시아 법인	250	- 육상용 타워/해상용 타워 생산. 최근 3배 증설 완료 - 미국향 물량의 절대다수를 담당 생산
대만 법인	100	- 육상용 타워/해상용 타워 생산 - 대만 내 정부 주도 프로젝트 수주 기대(LCR 적용)
터키 법인	50	- 육상용 타워 중심 생산 - 터키 내 프로젝트 수주 기대(LCR 적용), 유럽 시장 납품 가능
중국 법인	150	- 육상용 타워/일부 해상용 타워 생산 가능 - 중국 내 수요 증가에 따른 내수 시장 참여 대비
영국 법인	-	- 현재는 사업 대폭 축소된 상황, 향후 Hornsea 3 발주 기대

자료: 씨에스윈드, 한화투자증권 리서치센터

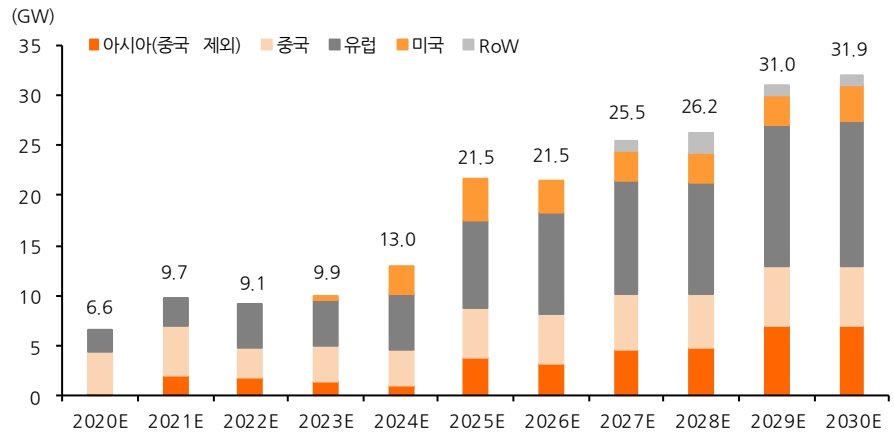
[표2] 씨에스윈드의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E
매출액(연결)	181.0	240.6	273.3	277.7	245.3	294.0	344.4	336.8	799.4	972.7	1220.5	1408.3
YoY (%)	3.4	0.4	46.8	39.9	35.5	22.2	26.0	21.3	59.2	21.7	25.5	15.4
매출총이익	27.3	39.1	46.6	41.5	41.5	50.3	59.7	55.3	115.6	154.5	206.9	269.6
매출총이익률(%)	15.1	16.3	17.1	14.9	16.9	17.1	17.3	16.4	14.5	15.9	17.0	19.1
판매비와관리비	11.0	14.9	14.9	15.7	16.2	17.3	20.2	20.4	55.5	56.6	74.2	103.6
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.7	25.3	33.1	39.5	34.9	60.1	97.9	132.8	166.0
YoY (%)	19.7	91.4	73.5	64.6	55.8	36.6	24.5	35.6	83.7	62.8	35.6	25.0
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	10.3	11.2	11.5	10.4	7.5	10.1	10.9	11.8
영업외손익	0.9	-4.8	-3.6	-28.0	-4.5	-2.0	-2.9	-2.6	-20.3	-35.5	-11.9	-9.2
세전이익	17.1	19.4	28.1	-2.3	20.8	31.1	36.6	32.3	39.9	62.4	120.8	156.7
순이익	13.5	15.0	20.8	-10.4	16.6	24.8	29.3	25.9	34.7	38.9	96.6	122.0
YoY (%)	16.2	146.5	78.6	적전	22.9	65.3	41.1	흑전	391.5	12.0	148.5	26.3
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-3.8	6.8	8.5	8.5	7.7	4.3	4.0	7.9	8.7
지배주주 순이익	12.3	14.3	20.6	-10.1	16.1	24.1	28.4	25.1	31.9	37.0	93.7	118.3

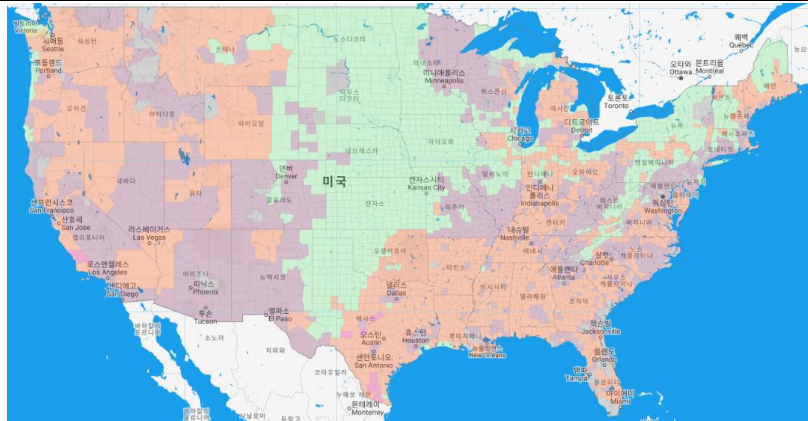
자료: 씨에스윈드, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] GWEC - 해상풍력 설치량 전망치



자료: GWEC, 한화투자증권 리서치센터

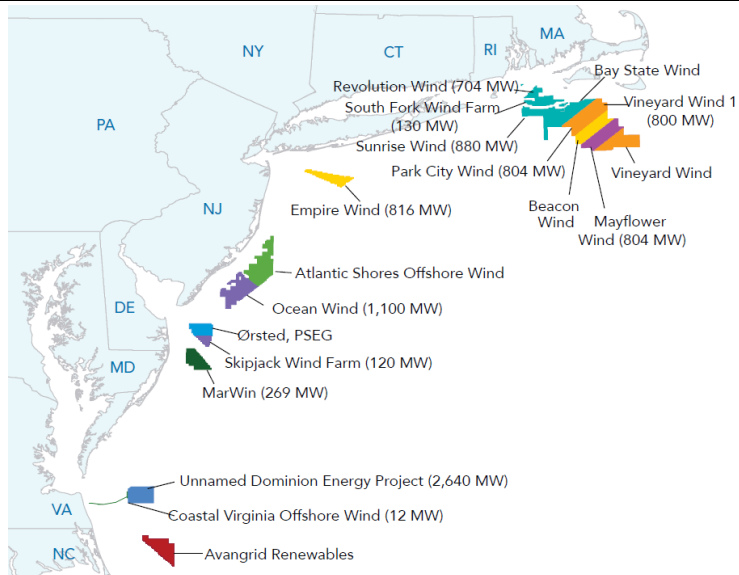
[그림2] 미국 지역별 가장 낮은 LCOE의 발전원 추이: 중부 지역은 풍력발전이 가장 저렴



주: 녹색 - 풍력 / 보라색 - 태양광 / 주황색 - 주황색 - 천연가스

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국 동부 지역 해상풍력 발전 프로젝트 파이프라인



자료: AWEA, 한화투자증권 리서치센터

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 3월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 씨에스윈드 추가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2021.02.16	2021.02.17	2021.03.11		
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy		
목표 가격	이재연	113,000	113,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.02.17	Buy	113,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%