



Buy(Maintain)

목표주가: 85,000원(하향)

주가(2/11): 49,100원

시가총액: 20,706억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023 leejh@kiwoom.com

RA 김소정

02) 3787-4855 sojung.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/11)	2,747.71pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	90,700원	46,000원
등락률	-45.9%	6.7%
수익률	절대	상대
1M	-19.2%	-14.0%
6M	-38.5%	-28.0%
1Y	-44.5%	-36.5%

Company Data

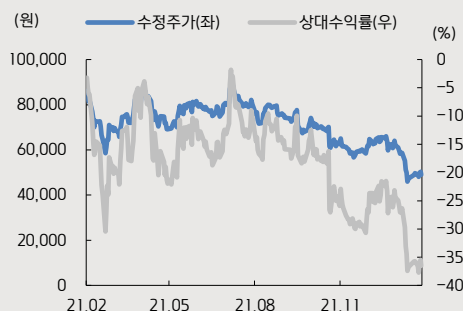
발행주식수	42,171	전주
일평균 거래량(3M)	236	전주
외국인 지분율	11.4%	
배당수익률(21E)	2.0%	
BPS(21E)	20,867원	
주요 주주	김성권 외 22 인	43.5%

투자지표

(십억원, IFRS)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	799.4	969.1	1,203.5	1,667.6
영업이익	60.1	97.6	100.7	121.2
EBITDA	81.6	126.9	138.4	152.3
세전이익	39.9	57.8	92.3	118.2
순이익	34.7	33.6	69.5	100.5
지배주주지분순이익	31.9	30.9	63.8	92.3
EPS(원)	874	845	1,514	2,189
증감률(%YoY)	438.6	-3.3	79.1	44.6
PER(배)	20.6	104.8	32.4	22.4
PBR(배)	1.93	7.83	2.35	2.29
EV/EBITDA(배)	10.1	25.5	18.1	12.3
영업이익률(%)	7.5	10.1	8.4	7.3
ROE(%)	9.9	8.2	9.9	10.3
순차입금비율(%)	36.5	31.7	-34.0	-25.7

자료: 키움증권

Price Trend



씨에스윈드 (112610)

4분기 생산차질 회복, 견고한 실적 증명



4분기 실적은 키움증권 예상치를 상회했습니다. 코로나로 인한 생산 차질로부터 회복하였고 수주물량을 이연 생산하였으며, 작년 하반기에 인수된 해외 법인이 4분기에 편입되었습니다. 22년에는 주요 해외 생산 법인 증설 및 합작법인 설립 등을 통한 실적 성장이 지속될 것입니다. 풍력시장은 꾸준한 성장이 예상되며 중형주 편입으로 인한 수급 효과가 기대되어, 동사의 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 판단합니다.

>>> 코로나 생산차질 회복으로 4분기 실적 예상치 상회

4분기 실적은 매출액 4,679억원(+118%QoQ, +71%YoY), 영업이익 281억원(+120%QoQ, +11%YoY)으로, 영업이익은 키움증권 추정치 236억원을 19% 상회했고, 시장 컨센서스 278억원에 부합했다.

1) 매출액은 3분기 코로나로 인한 생산 차질로부터의 회복 및 수주물량 이연 생산, 2) 작년 하반기에 인수된 미국, 포르투갈 생산법인의 4분기 편입으로 21년 분기 최고치를 달성하였고, 3) 영업이익은 3분기에서 이연된 생산물량 소화 및 신규 생산물량 확보에 따른 생산법인 가동 가속화를 위한 일시 비용 증가 영향이 예상보다는 제한적이었다. 한편 21년 누계 주주는 연간 수주목표 8.5억 달러의 90%에 해당하는 7.64억 달러로 4분기에 부진했는데, 원자재 가격과 운송료 상승으로 인한 고객사들의 실적 부진과 BBB(Build Back Better) 법안 통과 지연으로 인한 미국 시장의 축소 때문으로 판단된다.

>>> 해외 법인 증설 효과로 22년에도 실적 성장 지속될 것

2022년 연간 매출액은 1조 6,676억원(+39%YoY), 영업이익 1,212억원(+21%YoY)을 예상한다. 미국, 터키, 포르투갈을 포함한 주요 해외 생산 법인의 증설이 계획되어 있는데, 포르투갈 법인을 통해서는 향후 4년간 2억 6,000만 유로를 투자하는 방안을 검토하고 있으며 이를 통해 풍력발전타워와 하부구조물 생산능력이 기존 대비 3배 이상 늘어날 것으로 예상된다. 국내에서는 군산 국가산업단지 입주를 통해 Vestas와의 합작법인 설립과 관련된 사항을 검토하고 있다. BBB 법안이 통과할 경우 수주 확대 효과 또한 기대된다.

최근 주식시장 불안으로 주가 부진이 이어지고 있지만, 풍력발전 시장은 앞으로도 꾸준한 성장이 예상된다. 따라서, 연간 풍력타워 생산 능력 기준 세계 1위 업체이며 견조한 실적을 지닌 동사의 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 판단한다. 3월 11일 중형주 편입으로 인한 수급 효과 또한 기대해 볼 수 있다. 신규 법인의 비용 증가 효과로 2022E 영업이익 전망치를 기존대비 34% 하향하며, 최근 주가 하락을 반영해 목표주가를 85,000원으로 하향하지만 중장기 성장성 관점에서 투자의견은 Buy를 유지한다.

씨에스윈드 4Q21 실적 Review

(단위: 십억원)	4Q21P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q21	%QoQ	4Q20	%YoY
매출액	468.0	403.0	16.1%	411.9	13.6%	214.5	118.2%	274.1	70.7%
영업이익	28.1	23.6	19.1%	27.8	1.1%	12.8	119.5%	25.4	10.6%
영업이익률(%)	6.0	5.9		6.7		6.0		9.3	
세전이익	16.1	17.3	-6.9%	23.1	-30.3%	12.1	33.1%	-6.9	-333.3%
당기순이익	7.9	16.8	-53.0%	18.0	-56.1%	10.3	-23.3%	-15.7	-150.3%

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	242.1	279.0	214.5	468.0	360.5	411.4	428.6	467.0
영업이익	31.6	28.2	12.8	28.1	22.9	28.3	32.8	37.2
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	6.0	6.3	6.9	7.7	8.0
세전이익	33.7	30.4	12.1	16.1	22.2	27.5	32.1	36.4
당기순이익	28.1	23.2	10.3	7.9	9.2	13.8	18.5	20.3

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	312.2	502.2	799.4	969.1	1,203.5	1,667.6	2,015.3
영업이익	35.4	32.7	60.1	97.6	100.7	121.2	171.7
영업이익률(%)	11.3	6.5	7.5	10.1	8.4	7.3	8.5
세전이익	41.9	6.8	39.9	57.8	92.3	118.2	168.8
지배순이익	38.9	5.9	31.9	30.9	63.8	92.3	136.3
지배주주 EPS(원)	2,253	343	874	845	1,514	2,189	3,232
지배주주 BPS(원)	17,454	17,476	19,726	23,900	20,867	21,451	23,077
지배주주 ROE(원)	13.0	2.0	9.9	8.2	9.9	10.3	14.5

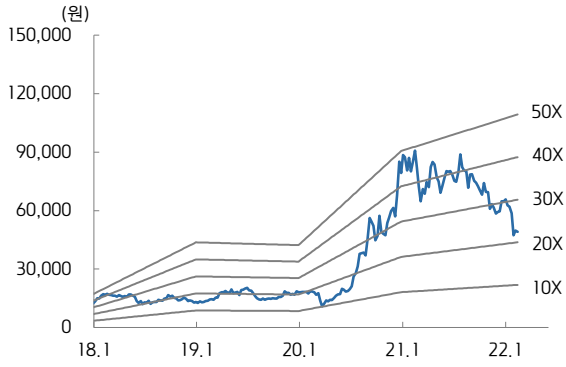
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% 차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,138.6	1,652.4	1,203.5	1,667.6	5.7%	0.9%
영업이익	96.2	183.0	100.7	121.2	4.7%	-33.8%
영업이익률(%)	8.5	11.1	8.4	7.3		
세전이익	93.6	171.0	92.3	118.2	-1.4%	-30.9%
지배순이익	73.1	133.5	63.8	92.3	-12.7%	-30.9%
지배주주 EPS(원)	1,634	2,908	1,514	2,189	-7.3%	-24.7%
지배주주 BPS(원)	19,327	20,680	20,867	21,451	8.0%	3.7%
지배주주 ROE(%)	11.2	14.5	9.9	10.3	-11.8%	-28.7%

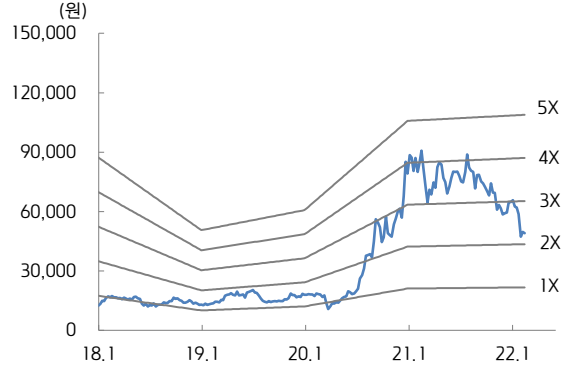
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 12mf PER 밴드



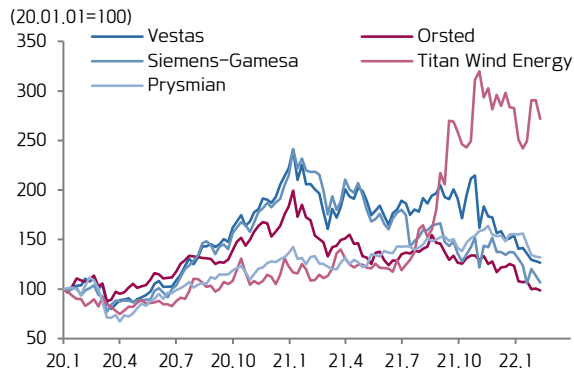
자료: FN가이드, 키움증권

씨에스윈드 12mf PBR 밴드



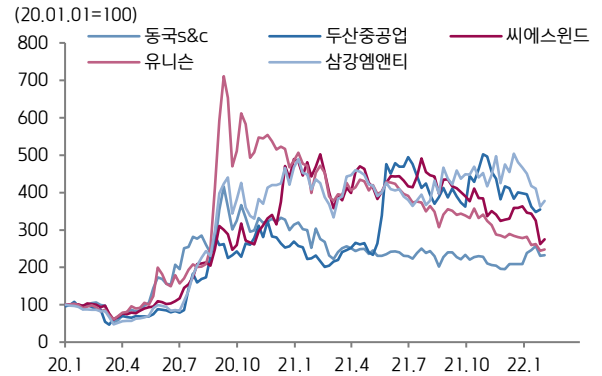
자료: FN가이드, 키움증권

해외 풍력 관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

국내 풍력 관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	799.4	969.1	1,203.5	1,667.6	2,015.3
매출원가	685.8	821.1	1,040.4	1,413.0	1,682.3
매출총이익	113.6	148.0	163.1	254.6	333.0
판매비	53.5	50.4	62.7	133.5	161.3
영업이익	60.1	97.6	100.7	121.2	171.7
EBITDA	81.6	126.9	138.4	152.3	197.4
영업외손익	-20.3	-39.8	-2.8	-3.0	-3.0
이자수익	0.5	0.4	2.3	2.0	2.0
이자비용	10.6	8.6	8.6	8.6	8.6
외환관련이익	15.3	47.9	29.0	29.0	29.0
외환관련손실	15.3	48.3	28.8	28.8	28.8
종속 및 관계기업손익	-0.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
기타	-10.0	-30.0	4.5	4.6	4.6
법인세차감전이익	39.9	57.8	92.3	118.1	168.7
법인세비용	5.2	24.2	13.8	17.7	25.3
계속사업손익	34.7	33.6	78.5	100.4	143.4
당기순이익	34.7	33.6	69.5	100.4	143.4
지배주주순이익	31.9	30.9	63.8	92.3	136.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	59.2	21.2	24.2	38.6	20.9
영업이익 증감율	83.5	62.4	3.2	20.4	41.7
EBITDA 증감율	69.6	55.5	9.1	10.0	29.6
지배주주순이익 증감율	438.5	-3.1	106.5	44.7	47.6
EPS 증감율	438.6	-3.3	79.1	44.5	47.7
매출총이익율(%)	14.2	15.3	13.6	15.3	16.5
영업이익률(%)	7.5	10.1	8.4	7.3	8.5
EBITDA Margin(%)	10.2	13.1	11.5	9.1	9.8
지배주주순이익률(%)	4.0	3.2	5.3	5.5	6.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	426.7	547.2	1,087.9	1,219.4	1,372.0
현금 및 현금성자산	83.9	91.8	529.4	460.6	461.5
단기금융자산	9.5	10.2	10.9	11.7	12.6
매출채권 및 기타채권	164.5	203.4	252.6	350.1	423.1
재고자산	118.9	204.5	253.9	351.8	425.2
기타유동자산	49.9	37.3	41.1	45.2	49.6
비유동자산	308.9	333.5	295.2	263.6	237.4
투자자산	13.4	12.9	12.3	11.8	11.2
유형자산	227.8	272.5	236.1	206.0	181.3
무형자산	22.2	21.0	19.7	18.6	17.7
기타비유동자산	45.5	27.1	27.1	27.2	27.2
자산총계	735.6	880.7	1,383.1	1,483.0	1,609.5
유동부채	313.8	332.2	362.1	429.2	480.0
매입채무 및 기타채무	113.6	158.5	188.5	255.5	306.3
단기금융부채	183.1	148.4	148.4	148.4	148.4
기타유동부채	17.1	25.3	25.2	25.3	25.3
비유동부채	52.0	104.9	104.9	104.9	104.9
장기금융부채	45.1	94.0	94.0	94.0	94.0
기타비유동부채	6.9	10.9	10.9	10.9	10.9
부채총계	365.8	437.1	467.1	534.1	584.9
지배지분	341.0	413.1	880.0	904.6	973.1
자본금	8.6	8.6	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	184.1	210.4	668.7	668.7	668.7
기타자본	-46.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-1.1	-24.5	-50.0	-75.5	-101.0
이익잉여금	195.8	218.6	240.2	290.3	384.4
비지배지분	28.9	30.4	36.1	44.2	51.4
자본총계	369.8	443.5	916.1	948.8	1,024.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	85.7	24.0	39.4	28.6	98.5
당기순이익	34.7	33.6	69.5	100.4	143.4
비현금항목의 가감	49.9	93.8	87.4	84.9	87.0
유형자산감가상각비	20.0	27.8	36.4	30.0	24.7
무형자산감가상각비	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9
지분법평가손익	-0.3	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타	28.7	65.7	49.7	53.8	61.4
영업활동자산부채증감	10.2	-79.6	-97.4	-132.4	-100.1
매출채권및기타채권의감소	-20.9	-57.3	-49.2	-97.4	-73.0
재고자산의감소	33.6	-96.6	-49.5	-97.9	-73.4
매입채무및기타채무의증가	30.3	64.4	29.9	67.0	50.8
기타	-32.8	9.9	-28.6	-4.1	-4.5
기타현금흐름	-9.1	-23.8	-20.1	-24.3	-31.8
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-0.4	-0.4	-0.5
유형자산의 취득	-87.7	-110.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	15.2	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	0.5	0.5	0.5
단기금융자산의감소(증가)	6.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9
기타	1.8	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	23.3	109.4	446.8	-48.8	-48.8
차입금의 증가(감소)	20.7	78.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	470.7	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	44.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-7.1	-17.3	-42.2	-42.2
기타	8.8	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
기타현금흐름	1.1	-15.2	-48.2	-48.2	-48.2
현금 및 현금성자산의 순증가	43.8	7.9	437.6	-68.8	1.0
기초현금 및 현금성자산	40.1	83.9	91.8	529.4	460.5
기말현금 및 현금성자산	83.9	91.8	529.4	460.5	461.5

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	874	845	1,514	2,188	3,231
BPS	9,338	11,314	20,867	21,450	23,075
CFPS	2,317	3,490	3,719	4,394	5,463
DPS	460	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	20.6	104.8	32.4	22.4	15.2
PER(최고)	24.3	108.0	71.3		
PER(최저)	13.9	9.1	36.5		
PBR	1.93	7.83	2.35	2.29	2.13
PBR(최고)	2.27	8.07	5.18		
PBR(최저)	1.30	0.68	2.65		
PSR	0.82	3.34	1.72	1.24	1.03
PCFR	7.8	25.4	13.2	11.2	9.0
EV/EBITDA	10.1	25.5	18.2	12.4	9.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	20.5	51.4	60.7	42.0	29.4
배당수익률(% ,보통주, 현금)	1.2	0.6	2.0	2.0	2.0
ROA	5.2	4.2	6.1	7.0	9.3
ROE	9.9	8.2	9.9	10.3	14.5
ROIC	11.0	11.0	14.5	15.7	19.6
매출채권회전율	5.0	5.3	5.3	5.5	5.2
재고자산회전율	6.0	6.0	5.3	5.5	5.2
부채비율	98.9	98.6	51.0	56.3	57.1
순차입금비율	36.5	31.7	-32.5	-24.2	-22.6
이자보상배율	5.7	11.4	11.7	14.1	20.0
총차입금	228.2	242.4	242.4	242.4	242.4
순차입금	134.9	140.4	-297.9	-229.9	-231.7
NOPLAT	81.6	126.9	138.4	152.3	197.4
FCF	9.2	-101.6	26.0	1.7	71.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 14일 현재 '씨에스윈드(112610)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

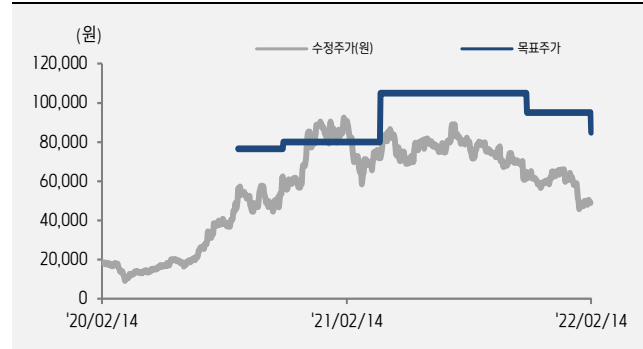
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	76,500원	6개월	-33.06	-18.75
	2020-11-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-6.48	15.38
	2021-04-05	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-25.78	-15.43
	2021-09-28	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-25.95	-15.43
	2021-11-10	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-37.77	-30.53
	2022-02-14	Buy(Maintain)	85,000원	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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%