



BUY(Maintain)

목표주가: 77,000원
주가(8/9): 61,300원
시가총액: 25,851억원



철강금융/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

RA 김소정
sojung.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/9)	2,503.46pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	82,100원	45,500원
등락률	-25.3%	34.7%
수익률	절대	상대
1M	24.7%	17.1%
6M	23.0%	36.0%
1Y	-22.4%	1.1%

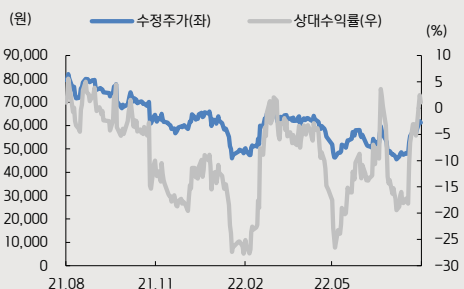
Company Data

발행주식수	42,171 천주
일평균 거래량(3M)	305천주
외국인 지분율	11.0%
배당수익률(2022E)	1.0%
BPS(2022E)	22,645원
주요 주주	김성권 외 22인 43.5%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	969.1	1,203.4	1,507.9	2,035.7
영업이익	97.6	101.0	78.5	148.3
EBITDA	126.9	139.1	195.6	202.1
세전이익	57.8	89.4	68.0	137.1
순이익	33.6	64.7	49.3	102.8
지배주주지분순이익	30.9	66.2	50.4	105.2
EPS(원)	845	1,601	1,195	2,493
증감률(%YoY)	-3.3	89.4	-25.4	108.7
PER(배)	104.8	41.0	51.3	24.6
PBR(배)	7.83	3.10	2.71	2.41
EV/EBITDA(배)	25.5	21.5	9.3	6.0
영업이익률(%)	10.1	8.4	5.2	7.3
ROE(%)	8.2	10.1	5.4	10.4
순부채비율(%)	31.7	17.5	-15.0	-2.7

Price Trend



실적 Review

씨에스윈드 (112610)

이제 꽃 길만 걷자



2분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 상회했습니다. 미국 법인이 Vestas향 물량 확대로 흑자로 전환되었고, 중국법인의 생산차질이 완화되며 가동률이 상승했으며, 포르투갈 법인이 인력 재배치 등으로 생산 비효율성이 개선되었습니다. 공급망 차질 등의 이유로 연간 가이던스를 하향 조정했지만, 최근 IRA 법안 통과로 미국 풍력 시장 확대가 기대됨에 따라 중장기 성장성은 오히려 강화되었다고 판단합니다.

>>> 2분기 실적, 시장 기대치 상회

동사의 2분기 실적은 매출액 3,270억원(QoQ 6%, YoY 17%), 영업이익 179억원(QoQ 111%, YoY -37%)으로, 영업이익은 키움증권 추정치(101억원) 및 시장 컨센서스(139억원)를 상회했다.

- 1) 플랜지 등 주요 원부자재 공급 차질 현상으로 1분기 적자였던 미국 법인(매출비중 28% 추정)이 고객사 Vestas향 물량 확대로 흑자로 전환되었고,
- 2) 1분기 코로나 및 전력 문제로 가동률이 하락했던 중국 법인(매출비중 14% 추정)의 생산차질이 완화되며 가동률이 상승했고,
- 3) 작년에 신규 인수한 포르투갈 법인이 인력 재배치 등으로 생산 비효율성이 개선되며 수익성이 회복된 것으로 판단된다.
- 4) 또한 환율 상승도 실적에 긍정적인 영향을 미쳤다.

>>> 연간 가이던스 하향, 그럼에도 중장기 전망은 긍정적

동사는 공급망 차질과 인플레이션 등의 이유로 올해 초 제시했던 가이던스를 하향 조정했다. 그러나 주주는 6월 30일 기준 5.75억 달러로, 연간 주주 목표인 13억 달러를 달성하는데 무리가 없을 것으로 판단한다. 또한 동사는 계절성으로 인해 주요 프로젝트의 매출 인식이 상반기보다 하반기에 집중되기에, 하반기부터 실적 개선이 본격화될 것으로 전망한다.

최근 미국 신재생에너지 투자 확대 법안인 BBB 법안의 수정안 'Inflation Reduction Act of 2022 (IRA)'가 9월 내 최종 통과될 가능성이 높아짐에 따라 하반기부터 미국 풍력시장의 성장이 기대되고 있다. 이에 따라 BBB 법안 통과 연기로 미국향 수출물량이 감소하여 2분기까지 실적이 부진했던 말레이시아 법인의 실적이 4분기부터 회복될 것으로 전망되며, 고객사와의 장기공급 계약으로 생산능력을 확대한 미국 법인 또한 정책적인 지원 확대와 함께 실적 개선이 본격화될 것으로 예상된다.

수정된 연간 가이던스를 반영해 2022E 영업이익 전망치를 기존대비 -8% 하향하지만, 중장기 성장성 관점에서 목표주가 77,000원(Target P/E 31배)과 투자 의견 Buy를 유지한다.

씨에스윈드 2Q22 실적 Review

(단위: 십억원)	2Q22P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q22	%QoQ	2Q21	%YoY
매출액	327.0	336.7	-2.9%	360.0	-9.2%	309.8	5.6%	279.0	17.2%
영업이익	17.9	10.1	77.2%	16.4	9.1%	8.5	110.6%	28.2	-36.5%
영업이익률(%)	5.5%	3.0%		4.6%		2.7%		10.1%	
세전이익	6.4	10.2	-37.3%	13.9	-54.0%	-1.7	흑전	30.4	-78.9%
지배순이익	6.3	8.3	-24.1%	13.7	-54.0%	-5.3	흑전	23.2	-72.8%

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E
매출액	242.1	279	214.5	468.0	309.8	327.0	392.4	478.7
영업이익	31.6	28.2	12.8	28.1	8.5	17.9	21.8	30.6
영업이익률(%)	13.0%	10.1%	6.0%	6.0%	2.7%	5.5%	5.6%	6.4%
세전이익	33.7	30.4	12.1	16.1	-1.7	6.4	21.9	33.8
지배순이익	28.1	23.2	10.3	7.9	-5.3	6.3	10.1	11.1

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	312.2	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,507.9	2,035.7
영업이익	35.4	32.7	60.1	97.6	101.0	78.5	148.3
영업이익률(%)	11.3	6.5	7.5	10.1	8.4	5.2	7.3
세전이익	41.9	6.8	39.9	57.8	89.4	68.0	137.1
지배순이익	38.9	5.9	31.9	30.9	66.2	50.4	105.2
지배주주 EPS(원)	2,253	343	874	845	1,601	1,195	2,493
지배주주 BPS(원)	17,454	17,476	19,726	23,900	21,204	22,645	25,385
지배주주 ROE(원)	13.0	2.0	9.9	8.2	10.1	5.4	10.4

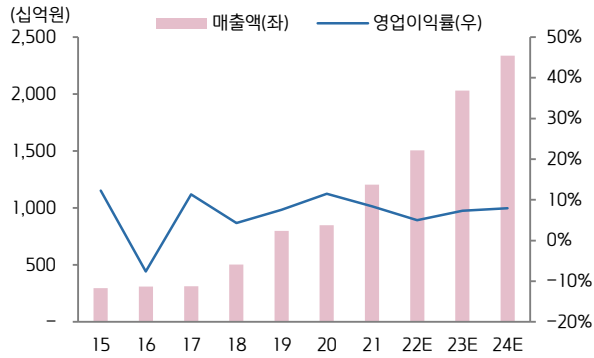
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% 차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,586.2	1,930.8	1,507.9	2,035.7	-4.9%	5.4%
영업이익	85.2	165.4	78.5	148.3	-7.9%	-10.3%
영업이익률(%)	5.4	8.6	5.2	7.3		
세전이익	74.7	154.4	68.0	137.1	-8.9%	-11.2%
지배순이익	55.3	118.4	50.4	105.2	-8.9%	-11.2%
지배주주 EPS(원)	1,312	2,808	1,195	2,493	-8.9%	-11.2%
지배주주 BPS(원)	22,762	25,817	22,645	25,385	-0.5%	-1.7%
지배주주 ROE(%)	6.0	11.6	5.4	10.4		

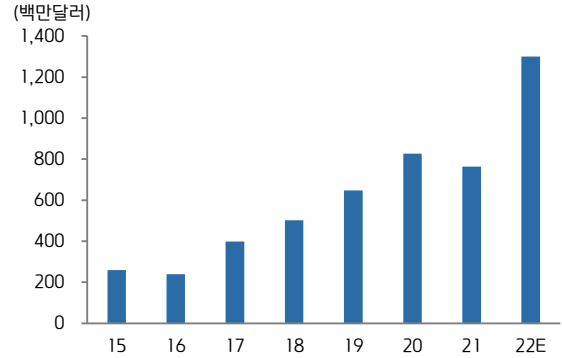
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 실적 추이 및 전망



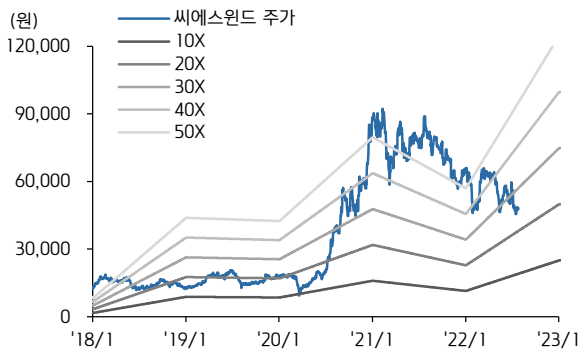
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 주주 추이 및 전망



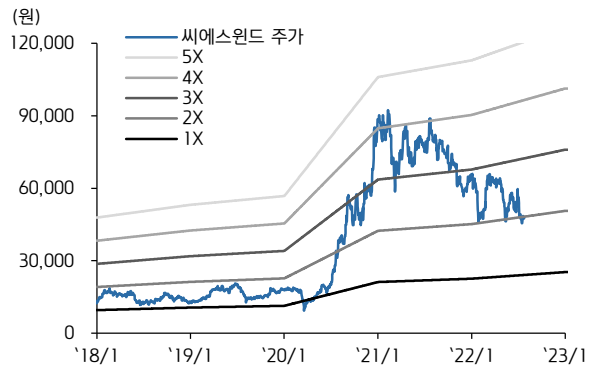
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 12mf PER 밴드



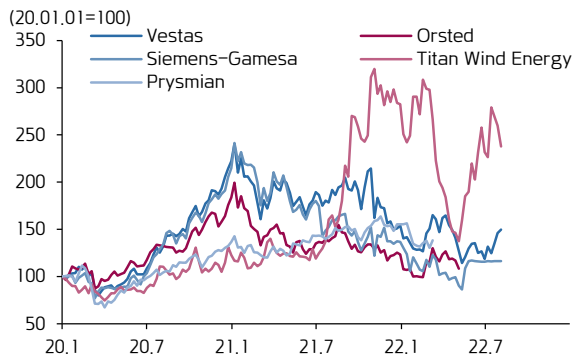
자료: Fn Guide, 키움증권

씨에스윈드 12mf PBR 밴드



자료: Fn Guide, 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	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	969.1	1,203.4	1,507.9	2,035.7	2,341.1
매출원가	821.1	1,031.2	1,353.7	1,668.5	1,943.1
매출총이익	148.0	172.3	154.2	367.2	398.0
판매비	50.4	71.3	75.7	96.9	187.6
영업이익	97.6	101.0	78.5	148.3	184.9
EBITDA	126.9	139.1	195.6	202.1	227.0
영업외손익	-39.8	-11.6	-10.5	-11.2	-11.7
이자수익	0.4	1.7	3.5	2.8	2.4
이자비용	8.6	8.9	8.9	8.9	8.9
외환관련이익	47.9	39.4	28.6	28.6	28.6
외환관련손실	48.3	46.5	36.7	36.7	36.7
종속 및 관계기업손익	-1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
기타	-30.0	1.5	1.8	1.8	1.7
법인세차감전이익	57.8	89.4	68.0	137.1	173.3
법인세비용	24.2	24.6	18.7	34.3	43.3
계속사업순손익	33.6	64.7	49.3	102.8	130.0
당기순이익	33.6	64.7	49.3	102.8	130.0
지배주주순이익	30.9	66.2	50.4	105.2	132.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.2	24.2	25.3	35.0	15.0
영업이익 증감율	62.3	3.5	-22.3	88.9	24.7
EBITDA 증감율	55.5	9.6	40.6	3.3	12.3
지배주주순이익 증감율	-3.2	114.2	-23.9	108.7	26.3
EPS 증감율	-3.3	89.4	-25.4	108.7	26.4
매출총이익율(%)	15.3	14.3	10.2	18.0	17.0
영업이익률(%)	10.1	8.4	5.2	7.3	7.9
EBITDA Margin(%)	13.1	11.6	13.0	9.9	9.7
지배주주순이익률(%)	3.2	5.5	3.3	5.2	5.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	547.2	1,072.9	1,079.8	1,113.0	1,125.8
현금 및 현금성자산	91.8	261.8	578.3	457.6	381.3
단기금융자산	10.2	16.6	16.6	16.6	16.6
매출채권 및 기타채권	203.4	398.4	0.0	0.0	0.0
재고자산	204.5	350.9	439.7	593.6	682.6
기타유동자산	37.3	45.2	45.2	45.2	45.3
비유동자산	333.5	701.0	802.8	967.9	1,144.7
투자자산	12.9	6.9	225.8	444.7	663.5
유형자산	272.5	510.0	451.9	402.7	361.0
무형자산	21.0	127.4	68.4	63.8	63.5
기타비유동자산	27.1	56.7	56.7	56.7	56.7
자산총계	880.7	1,773.9	1,882.6	2,080.9	2,270.5
유동부채	332.2	572.7	621.7	706.7	755.9
매입채무 및 기타채무	158.5	316.3	365.3	450.3	499.5
단기금융부채	148.4	209.6	209.6	209.6	209.6
기타유동부채	25.3	46.8	46.8	46.8	46.8
비유동부채	104.9	254.4	254.4	254.4	254.4
장기금융부채	94.0	234.2	234.2	234.2	234.2
기타비유동부채	10.9	20.2	20.2	20.2	20.2
부채총계	437.1	827.1	876.1	961.2	1,010.4
지배지분	413.1	894.2	955.0	1,070.5	1,213.9
자본금	8.6	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	210.4	597.3	597.3	597.3	597.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-24.5	8.0	43.2	78.5	113.8
이익잉여금	218.6	267.9	293.4	373.7	481.7
비지배지분	30.4	52.6	51.5	49.2	46.2
자본총계	443.5	946.8	1,006.5	1,119.7	1,260.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	24.0	-105.4	528.3	90.7	135.0
당기순이익	33.6	64.7	49.3	102.8	130.0
비현금항목의 가감	93.8	68.8	143.6	96.6	94.3
유형자산감가상각비	27.8	31.6	58.1	49.2	41.7
무형자산감가상각비	1.5	6.5	59.0	4.6	0.4
지분법평가손익	-1.2	-6.2	0.0	0.0	0.0
기타	65.7	36.9	26.5	42.8	52.2
영업활동자산부채증감	-79.6	-193.4	359.1	-68.9	-39.8
매출채권및기타채권의감소	-57.3	-158.4	398.4	0.0	0.0
재고자산의감소	-96.6	-106.9	-88.8	-153.9	-89.0
매입채무및기타채무의증가	64.4	49.5	49.1	85.0	49.2
기타	9.9	22.4	0.4	0.0	0.0
기타현금흐름	-23.8	-45.5	-23.7	-39.8	-49.5
투자활동 현금흐름	-110.3	-300.6	-424.9	-424.9	-424.9
유형자산의 취득	-110.2	-92.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	6.0	-218.9	-218.9	-218.9
단기금융자산의감소(증가)	-0.7	-6.4	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-206.1	-206.0	-206.0	-206.0
재무활동 현금흐름	109.4	567.8	-26.9	-26.5	-26.5
차입금의 증가(감소)	78.3	124.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	462.4	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	44.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.1	-17.3	-25.3	-24.9	-24.9
기타	-6.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타현금흐름	-15.2	8.1	240.0	240.0	240.0
현금 및 현금성자산의 순증가	7.9	170.0	316.5	-120.7	-76.3
기초현금 및 현금성자산	83.9	91.8	261.8	578.3	457.6
기말현금 및 현금성자산	91.8	261.8	578.3	457.6	381.3

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	845	1,601	1,195	2,493	3,152
BPS	11,314	21,204	22,645	25,385	28,784
CFPS	3,490	3,228	4,573	4,730	5,319
DPS	1,000	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	104.8	41.0	51.3	24.6	19.5
PER(최고)	108.0	67.5	56.5		
PER(최저)	9.1	34.5	38.1		
PBR	7.83	3.10	2.71	2.41	2.13
PBR(최고)	8.07	5.09	2.98		
PBR(최저)	0.68	2.60	2.01		
PSR	3.34	2.26	1.71	1.27	1.10
PCFR	25.4	20.4	13.4	13.0	11.5
EV/EBITDA	25.5	21.5	9.3	6.0	8.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	51.4	39.1	50.5	24.2	19.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
ROA	4.2	4.9	2.7	5.2	6.0
ROE	8.2	10.1	5.4	10.4	11.6
ROIC	11.0	9.1	6.5	17.4	21.5
매출채권회전율	5.3	4.0	7.6		
재고자산회전율	6.0	4.3	3.8	3.9	3.7
부채비율	98.6	87.4	87.0	85.8	80.2
순차입금비율	31.7	17.5	-15.0	-2.7	3.6
이자보상배율	11.4	11.4	8.8	16.7	20.8
총차입금	242.4	443.8	443.8	443.8	443.8
순차입금	140.4	165.4	-151.1	-30.4	45.9
NOPLAT	126.9	139.1	195.6	202.1	227.0
FCF	-101.6	-173.0	533.0	96.2	140.9

Compliance Notice

- 당사는 8월 9일 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

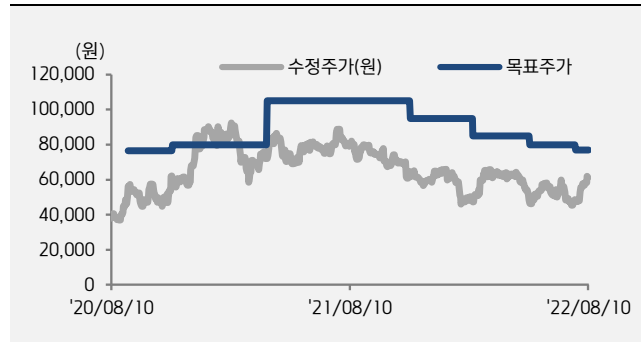
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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	목표가 거래 대상 사점	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	-37.99	-30.53
	2022-02-14	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-30.31	-22.59
	2022-03-22	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-29.32	-22.59
	2022-05-12	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-35.00	-25.38
	2022-07-21	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-29.77	-19.61
	2022-08-10	Buy(Maintain)	77,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

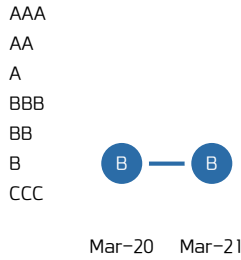
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/07/01~2022/06/30)

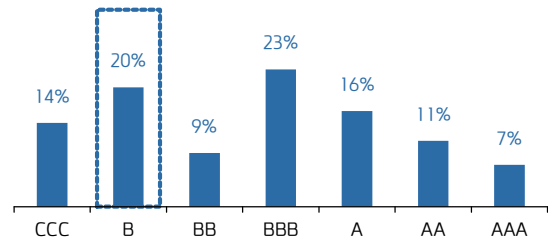
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1) MSCI Index 내 전기장비 기업 44개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.9	4.9		
환경	6.1	6.1	36.0%	
친환경 기술 관련 기회	6.7	6.5	24.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	4.8	5.3	12.0%	
사회	6.2	4.9	23.0%	
노무관리	6.2	4.9	23.0%	
지배구조	3.2	4.2	41.0%	▲1.6
기업 지배구조	5.4	5.4		▲2.1
기업 활동	1.8	4.4		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 Peer 주요 5개사 (전기 장비)	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	노무관리	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
SCHNEIDER ELECTRIC SE	●●●	●●●●●	●●	●●●●●	●●●●	N/A	◀▶
Shanghai Electric Group Company Limited	●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●	N/A	▲
Jiangsu Zhongtian Technology Co., Ltd.	●	●●	●●●●●	●●	●●●●●	N/A	◀▶
Ginlong Technologies Co.,Ltd.	●●●●●	●●	●●●●	●	●	N/A	
HAVELLS INDIA LIMITED	●	●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	N/A	▲
씨에스윈드	●●●	●●	●●●●●	●●	●	B	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치