

2022. 10. 6



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 86,000 원

현재주가 (10.5) 64,300 원

상승여력 33.7%

KOSPI 2,215.22pt

시가총액 27,116억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 55.74%

외국인비중 10.82%

52주 최고/최저가 74,200원/45,500원

평균거래대금 209.6억원

주요주주(%)

김성권 외 22 인 42.36

국민연금공단 10.09

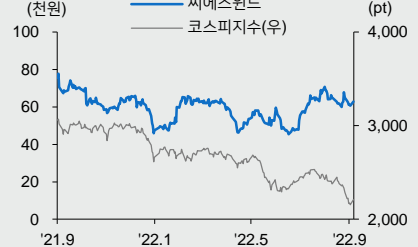
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.2 1.4 -5.4

상대주가 8.7 26.3 26.4

주가그래프



씨에스윈드 112610

3Q22 Preview:
아메리카 대륙을 향해 순항 중

- ✓ 3Q22 연결 영업이익은 192억원을 기록하며 시장 기대치(198억원)에 부합할 전망
- ✓ 환율 상승이 원인. 가동률, 수주 개선은 아직. 안정적 마진을 전분기 이어 지속
- ✓ 4Q22 매출액 성장 본격화. 연간 가이던스 추가 하향 가능성은 낮음
- ✓ 미국 공장 증설 계획에 주목. 기업 역사상 최대 증설이 될 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지

연간 가이던스를 향해 순항 중

3Q22 연결 영업이익은 192억원(+49.6% YoY)을 기록하며 시장 기대치(198억원)에 부합할 전망이다. 환율 상승으로 인해 전분기 대비 매출액 상승이 예상된다. 다만, 베트남, 말레이시아 법인의 구조적인 가동률 회복은 아직 관찰되고 있지 않다. 2Q22 수주는 전분기(1.93억 달러)와 비슷하거나 소폭 낮은 수준으로 추정한다. 계절적 성수기인 4Q22에는 5,000억원 이상의 매출액이 예상되며, 3Q22 실적 발표 이후 추가적인 가이던스 하향이 나타날 가능성은 낮다(현 매출 가이던스 1.5조원).

미국 증설, 예상보다 더 클 수 있다

지금부터는 미국 법인의 실적 성장과 증설 계획에 주목해야 한다. 동사는 미국 공장 증설을 추진하고 있다. IRA 법안 통과 이후, 특히 2024년 미국 풍력 설치가 급증할 것으로 예상되기 때문이다. 확정되지는 않았으나, 증설 이후 미국 공장의 생산 능력은 매출액 기준 현 5~6,000억원 수준에서 두 배 이상 증가할 전망이다(현 전망치에는 미반영). 기업 역사상 최대 증설이 될 가능성이 높다. 관련 인허가, 착공 소식에 주목해야 한다. 이 외에도 해상풍력 시장 확대에 대응하기 위해 국내(Vestas와의 JV), 유럽, 미국 등에 추가적인 투자를 검토 중이다.

실적 회복, 전방 시장 확대가 상승 트리거

투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지한다. 정책 및 증설 모멘텀에도 불구하고 실적 부진으로 인해 예상보다 주가 상승 폭이 작았으나, 4Q22 실적 개선 본격화 및 전방 산업의 수주 확대가 확인된다면 본격적인 재평가 구간에 접어들 것으로 기대된다. 현재 2023년 기준 PER은 약 24.7배인데, 2020년말 유상증자 전후 증설 기대감이 본격화되는 시기에는 40배 이상의 멀티플을 적용받은 바 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	969.1	97.6	30.9	845	-3.1	11,314	104.8	7.8	25.4	8.2	98.6
2021	1,203.4	101.0	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.5	10.1	87.4
2022E	1,511.2	86.5	25.7	609	-63.4	21,051	105.6	3.1	19.9	2.9	90.8
2023E	2,157.2	151.4	109.8	2,604	359.2	23,065	24.7	2.8	13.9	11.8	89.0
2024E	2,187.7	151.7	99.5	2,360	-9.4	24,836	27.2	2.6	13.4	9.9	83.0

표1 씨에스윈드 3Q22 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	350.1	214.5	63.3	327.5	6.9	370.2	-5.4
영업이익	19.2	12.8	49.6	19.3	-0.6	19.8	-2.8
세전이익	6.9	12.1	-42.8	6.5	6.1	13.8	-49.9
지배순이익	5.0	10.2	-51.3	6.6	-24.4	10.6	-52.9

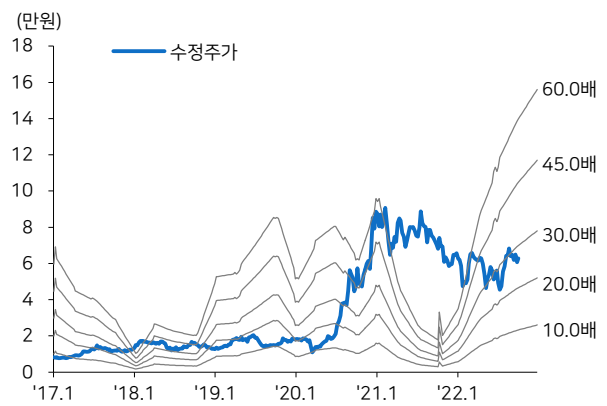
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,517.6	2,128.5	1,511.2	2,157.2	-0.4%	1.3%
영업이익	86.5	152.5	86.5	151.4	0.0%	-0.7%
영업이익률	5.7%	7.2%	5.7%	7.0%	0.0%p	-0.1%p
당기순이익	36.0	103.5	24.2	110.9	-32.9%	7.2%

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출	242.1	279.0	214.5	467.9	310.1	327.5	350.1	523.5	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,511.2	2,157.2
매출 성장률(% YoY)	33.7	15.9	-21.5	70.7	28.1	17.4	63.3	11.9	60.8	59.2	21.2	24.2	25.6	42.7
영업이익	31.6	28.2	12.8	28.3	9.2	19.3	19.2	38.8	32.7	60.1	97.6	101.0	86.5	151.4
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	6.1	3.0	5.9	5.5	7.4	6.5	7.5	10.1	8.4	5.7	7.0
영업이익 성장률(%YoY)	94.2	16.7	-59.5	11.4	-70.8	-31.6	49.6	36.7	-7.5	83.7	62.3	3.5	-14.3	75.0
금융손익	2.6	0.6	-3.3	-14.1	-10.8	-10.8	-12.7	-12.3	-3.1	-9.9	-11.0	-14.3	-46.6	-1.3
기타손익	-0.6	-0.2	2.7	-0.5	0.2	-2.0	0.1	0.1	-22.4	-10.2	-27.6	1.5	-1.7	-0.2
종속, 지배, 관계기업 손익	0.2	1.8	-0.1	-0.7	-0.3	0.0	0.3	0.5	-0.5	-0.2	-1.2	1.2	0.5	3.1
세전이익	33.7	30.4	12.1	13.1	-1.7	6.5	6.9	27.0	6.8	39.9	57.8	89.4	38.7	153.0
법인세비용	5.6	7.2	1.8	10.0	3.9	1.0	1.9	7.4	-0.3	5.2	24.2	24.6	14.2	42.1
당기순이익	28.1	23.2	10.3	3.1	-5.9	5.4	5.0	19.6	7.1	34.7	33.6	64.7	24.2	110.9
순이익률(%)	11.6	8.3	4.8	0.7	-1.9	1.6	1.4	3.7	1.4	4.3	3.5	5.4	1.6	5.1
순이익 성장률(% YoY)	108.7	54.5	-50.5	흑전	적전	-76.8	-51.2	533.1	-81.9	391.5	-3.1	92.7	-62.7	359.2
지배순이익	27.7	22.4	10.2	5.9	-5.3	6.6	5.0	19.4	5.9	31.9	30.9	66.2	25.7	109.8
PER									80.5	20.6	99.1	41.8	103.0	24.1

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	969.1	1,203.4	1,511.2	2,157.2	2,187.7
매출액증가율 (%)	21.2	24.2	25.6	42.7	1.4
매출원가	821.1	1,031.2	1,339.8	1,924.6	1,949.6
매출총이익	148.0	172.3	171.4	232.6	238.1
판매관리비	50.4	71.3	84.9	81.2	86.4
영업이익	97.6	101.0	86.5	151.4	151.7
영업이익률	10.1	8.4	5.7	7.0	6.9
금융손익	-11.0	-14.3	-46.6	-1.3	-15.7
중속/관계기업손익	-1.2	1.2	0.5	3.1	3.8
기타영업외손익	-27.6	1.5	-1.7	-0.2	-1.1
세전계속사업이익	57.8	89.4	38.7	153.0	138.7
법인세비용	24.2	24.6	14.2	42.1	38.1
당기순이익	33.6	64.7	24.2	110.9	100.5
지배주주지분 순이익	30.9	66.2	25.7	109.8	99.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	24.0	-105.4	153.3	50.8	169.0
당기순이익(손실)	33.6	64.7	24.2	110.9	100.5
유형자산상각비	27.8	31.6	53.8	64.6	70.4
무형자산상각비	1.5	6.5	10.7	6.5	5.8
운전자본의 증감	-79.6	-193.4	63.7	-131.2	-7.7
투자활동 현금흐름	-110.3	-300.6	-120.6	-97.8	-114.6
유형자산의증가(CAPEX)	-110.2	-92.3	-103.6	-108.7	-114.2
투자자산의감소(증가)	0.5	6.0	-4.0	-1.6	0.1
재무활동 현금흐름	109.4	567.8	-120.8	-44.8	-24.9
차입금의 증감	13.1	202.4	-2.8	-19.9	-0.0
자본의 증가	26.3	399.3	-5.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.9	170.0	-78.2	-91.8	29.6
기초현금	83.9	91.8	261.8	183.6	91.8
기말현금	91.8	261.8	183.6	91.8	121.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	547.2	1,072.9	1,041.0	1,147.2	1,185.6
현금및현금성자산	91.8	261.8	183.6	91.8	121.4
매출채권	201.9	388.8	400.5	493.7	497.2
재고자산	204.5	350.9	361.5	445.6	448.8
비유동자산	333.5	701.0	765.0	804.2	842.1
유형자산	272.5	510.0	553.4	597.5	641.3
무형자산	21.0	127.4	121.8	115.3	109.5
투자자산	12.9	6.9	10.9	12.4	12.4
자산총계	880.7	1,773.9	1,806.0	1,951.4	2,027.7
유동부채	332.2	572.7	635.2	700.0	700.8
매입채무	146.3	193.9	213.4	263.0	264.9
단기차입금	138.2	180.7	207.0	196.6	196.6
유동성장기부채	8.0	7.2	8.5	8.5	8.5
비유동부채	104.9	254.4	224.3	219.0	218.8
사채	17.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	63.1	206.2	174.8	164.8	164.8
부채총계	437.1	827.1	859.5	918.9	919.6
자본금	8.6	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	210.4	597.3	591.8	591.8	591.8
기타포괄이익누계액	-24.5	8.0	49.2	49.2	49.2
이익잉여금	218.6	267.9	268.3	353.3	427.9
비지배주주지분	30.4	52.6	58.7	59.8	60.8
자본총계	443.5	946.8	946.4	1,032.5	1,108.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	26,540	29,098	35,835	51,152	51,876
EPS(지배주주)	845	1,601	609	2,604	2,360
CFPS	3,490	3,229	3,057	5,690	5,467
EBITDAPS	3,476	3,364	3,580	5,275	5,404
BPS	11,314	21,204	21,051	23,065	24,836
DPS	473	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	104.8	41.0	105.6	24.7	27.2
PCR	25.4	20.4	21.0	11.3	11.8
PSR	3.3	2.3	1.8	1.3	1.2
PBR	7.8	3.1	3.1	2.8	2.6
EBITDA	126.9	139.1	151.0	222.5	227.9
EV/EBITDA	25.4	21.5	19.9	13.9	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	10.1	2.9	11.8	9.9
EBITDA 이익률	13.1	11.6	10.0	10.3	10.4
부채비율	98.6	87.4	90.8	89.0	83.0
금융비용부담률	0.9	0.7	0.5	0.8	0.8
이자보상배율(x)	11.4	11.4	10.4	8.8	9.0
매출채권회전율(x)	5.4	4.1	3.8	4.8	4.4
재고자산회전율(x)	6.0	4.3	4.2	5.3	4.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

