

2022. 11. 10



▲ 유틸리티/건설  
Analyst **문경원, CFA**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **86,000 원**

현재주가 (11.9) **65,900 원**

상승여력 **30.5%**

KOSPI 2,424.41pt

시가총액 27,791억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 55.74%

외국인비중 10.34%

52주 최고/최저가 70,700원/45,500원

평균거래대금 208.5억원

주요주주(%)

김성권 외 22 인 42.36

국민연금공단 11.55

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.3 25.5 2.0

상대주가 -7.6 35.2 24.7

주가그래프



# 씨에스윈드 112610

## 3Q22 Review: 호재와 아쉬움이 교차

- ✓ 3Q22 연결 영업이익은 202억원(+57.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(212억원)에 부합
- ✓ 영업 마진은 소폭 개선되었으나 탑라인과 수주는 예상 대비 부진
- ✓ 2023년 풍력 시장 회복+2024년 미국 IRA 효과 본격화, 중간 선거 영향은 제한적
- ✓ 단기 밸류 부담있으나 미국 공장 증설 구체화 시 프리미엄 정당화 가능
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지

### 3Q22, 수익성 개선 대비 아쉬웠던 탑라인

3Q22 연결 영업이익은 202억원(+57.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(212억원)에 부합했다. 베어링 적자 축소, 환율 효과 등으로 영업 마진은 소폭 개선되었다(+0.4%p QoQ), 하지만 1)환손실(순손실 -210억원)으로 순이익은 기대를 하회했고, 2)매출액이 소폭(-1.3% QoQ) 하락했다는 점에서 다소 아쉬운 실적이다. 3Q22 수주는 1.87억 달러(-5.1% QoQ, +10.7% YoY), YTD 누적 7.67억달러를 기록했다(가이던스 대비 59%) 4Q22부터 본격적인 수주 회복 흐름이 나오고 있으나 3Q22 수주 부진으로 연간 수주 가이던스에는 소폭 미치지 못할 것으로 보인다.

### 미국 시장에 가장 공격적인 업체

동사는 중간 선거 결과에 관계없이 미국 풍력 시장 성장성을 높게 평가 중이다. 역사적으로 풍력 PTC(Production Tax Credit) 시행 시 설치량이 반등했다는 점을 감안하면 2023년에도 수주 확대가 기대되며, 2024년에 그 성장은 본격화 될 전망이다. 미국 중간 선거가 풍력 PTC에 미칠 영향은 미미할 것으로 본다. 1)공화당이 3분의 2 이상의 좌석을 차지할 가능성이 제한적이고, 2)인플레이션 대응은 초당적 과제이기 때문이다. 한편, MTC(Manufacturing Tax Credit)은 의견 수렴 과정을 거치고 있는 상황으로 1Q23 이전에 구체적인 혜택 정도를 계산해볼 수 있다.

### 증설 모멘텀 감안하면 중장기적으로 고객사 대비 프리미엄 부여 가능

2023년 기준 PER은 28.6배 수준으로 Vestas의 29배(2024년 기준)에 가까워졌다. 단기적으로는 밸류에이션 부담이 있을 수 있으나, 미국 공장 증설이 구체화됨에 따라 중장기적으로 밸류에이션 프리미엄도 가능하다는 판단이다. 투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지한다.

(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	1,478.5	85.0	16.2	385	-85.9	20,826	171.4	3.2	20.6	1.8	91.9
2023E	2,002.1	139.1	97.3	2,306	953.0	22,543	28.6	2.9	15.0	10.6	89.0
2024E	2,159.8	159.9	113.3	2,687	16.5	24,641	24.5	2.7	13.3	11.4	83.6

**표1 씨에스윈드 3Q22 실적 Review**

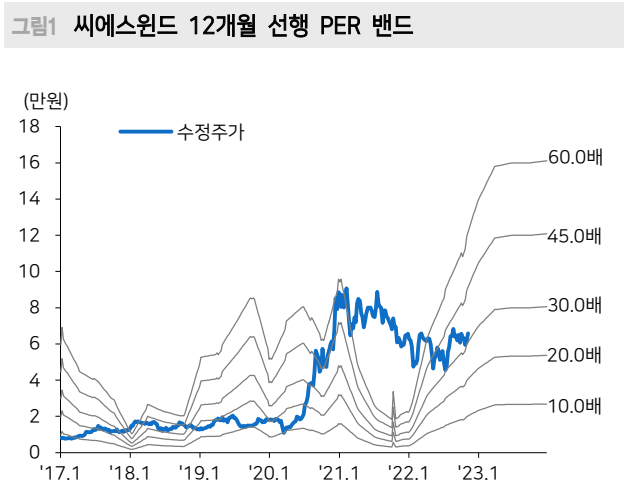
(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	323.1	214.5	50.7	327.5	-1.3	370.5	-12.8	350.1	-7.7
영업이익	20.2	12.8	57.6	19.3	4.7	21.2	-4.5	19.2	5.4
세전이익	0.1	12.1	-99.4	6.5	-98.9	15.2	-99.5	6.9	-98.9
순이익	5.4	10.2	-47.3	6.6	-18.2	8.7	-38.3	5.0	7.4

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

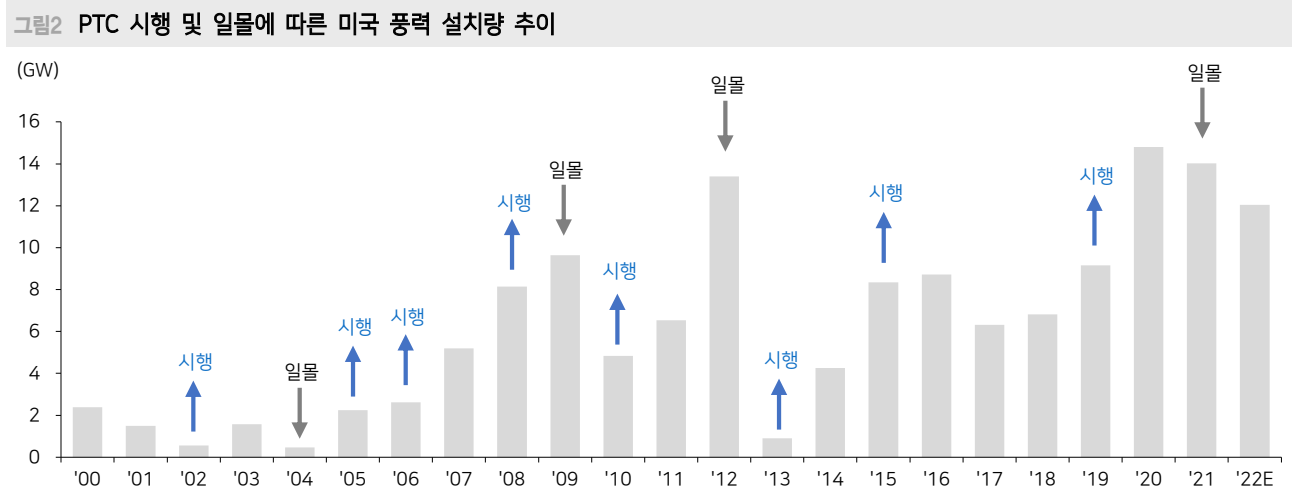
**표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역**

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,511.2	2,157.2	1,478.5	2,002.1	-2.2%	-7.2%
영업이익	86.5	151.4	85.0	139.1	-1.7%	-8.1%
영업이익률	5.7%	7.0%	5.8%	6.9%	0.0%p	-0.1%p
당기순이익	24.2	110.9	9.3	98.2	-61.4%	-11.4%

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출</b>	<b>242.1</b>	<b>279.0</b>	<b>214.5</b>	<b>467.9</b>	<b>310.1</b>	<b>327.5</b>	<b>323.1</b>	<b>517.8</b>	<b>502.2</b>	<b>799.4</b>	<b>969.1</b>	<b>1,203.4</b>	<b>1,478.5</b>	<b>2,002.1</b>
매출 성장률(% YoY)	33.7	15.9	-21.5	70.7	28.1	17.4	50.7	10.7	60.8	59.2	21.2	24.2	22.9	35.4
<b>영업이익</b>	<b>31.6</b>	<b>28.2</b>	<b>12.8</b>	<b>28.3</b>	<b>9.2</b>	<b>19.3</b>	<b>20.2</b>	<b>36.3</b>	<b>32.7</b>	<b>60.1</b>	<b>97.6</b>	<b>101.0</b>	<b>85.0</b>	<b>139.1</b>
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	6.1	3.0	5.9	6.3	7.0	6.5	7.5	10.1	8.4	5.8	6.9
영업이익 성장률(%YoY)	94.2	16.7	-59.5	11.4	-70.8	-31.6	57.6	28.0	-7.5	83.7	62.3	3.5	-15.8	63.6
금융손익	2.6	0.6	-3.3	-14.1	-10.8	-10.8	-12.7	-22.7	-3.1	-9.9	-11.0	-14.3	-57.0	-2.0
기타손익	-0.6	-0.2	2.7	-0.5	0.2	-2.0	-7.8	-0.8	-22.4	-10.2	-27.6	1.5	-10.4	-4.7
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
<b>세전이익</b>	<b>33.7</b>	<b>30.4</b>	<b>12.1</b>	<b>13.1</b>	<b>-1.7</b>	<b>6.5</b>	<b>0.1</b>	<b>13.3</b>	<b>6.8</b>	<b>39.9</b>	<b>57.8</b>	<b>89.4</b>	<b>18.1</b>	<b>135.5</b>
법인세비용	5.6	7.2	1.8	10.0	3.9	1.0	-0.1	3.7	-0.3	5.2	24.2	24.6	8.4	37.3
<b>당기순이익</b>	<b>28.1</b>	<b>23.2</b>	<b>10.3</b>	<b>3.1</b>	<b>-5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>0.2</b>	<b>9.6</b>	<b>7.1</b>	<b>34.7</b>	<b>33.6</b>	<b>64.7</b>	<b>9.3</b>	<b>98.2</b>
순이익률(%)	11.6	8.3	4.8	0.7	-1.9	1.6	0.1	1.9	1.4	4.3	3.5	5.4	0.6	4.9
순이익 성장률(% YoY)	108.7	54.5	-50.5	흑전	적전	-76.8	-98.4	210.9	-81.9	391.5	-3.1	92.7	-85.6	952.8
지배순이익	27.7	22.4	10.2	5.9	-5.3	6.6	5.4	9.5	5.9	31.9	30.9	66.2	16.2	97.3
<b>PER</b>									<b>80.5</b>	<b>20.6</b>	<b>99.1</b>	<b>41.8</b>	<b>171.5</b>	<b>28.6</b>

주: 주요 생산법인 항목은 베트남, 말레이시아, 터키, 중국, 대만 및 기타 사업부와 연결 조정 포함

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

## 씨에스윈드 (112610)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>969.1</b>	<b>1,203.4</b>	<b>1,478.5</b>	<b>2,002.1</b>	<b>2,159.8</b>
매출액증가율 (%)	21.2	24.2	22.9	35.4	7.9
매출원가	821.1	1,031.2	1,308.6	1,781.8	1,913.5
매출총이익	148.0	172.3	170.0	220.3	246.3
판매관리비	50.4	71.3	84.9	81.2	86.4
<b>영업이익</b>	<b>97.6</b>	<b>101.0</b>	<b>85.0</b>	<b>139.1</b>	<b>159.9</b>
영업이익률	10.1	8.4	5.8	6.9	7.4
금융손익	-11.0	-14.3	-57.0	-2.0	2.3
중속/관계기업손익	-1.2	1.2	0.5	3.1	3.8
기타영업외손익	-27.6	1.5	-10.4	-4.7	-8.1
세전계속사업이익	57.8	89.4	18.1	135.5	157.9
법인세비용	24.2	24.6	8.4	37.3	43.4
<b>당기순이익</b>	<b>33.6</b>	<b>64.7</b>	<b>9.3</b>	<b>98.2</b>	<b>114.5</b>
지배주주지분 손이익	30.9	66.2	16.2	97.3	113.3

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>547.2</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,022.3</b>	<b>1,096.1</b>	<b>1,167.3</b>
현금및현금성자산	91.8	261.8	169.4	80.6	108.2
매출채권	201.9	388.8	399.1	476.9	495.6
재고자산	204.5	350.9	360.3	430.5	447.4
<b>비유동자산</b>	<b>333.5</b>	<b>701.0</b>	<b>764.9</b>	<b>803.5</b>	<b>842.0</b>
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	10.8	11.7	12.3
<b>자산총계</b>	<b>880.7</b>	<b>1,773.9</b>	<b>1,787.3</b>	<b>1,899.6</b>	<b>2,009.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>332.2</b>	<b>572.7</b>	<b>631.6</b>	<b>677.8</b>	<b>696.3</b>
매입채무	146.3	193.9	211.1	252.3	262.2
단기차입금	138.2	180.7	207.0	196.6	196.6
유동성장기부채	8.0	7.2	8.5	8.5	8.5
<b>비유동부채</b>	<b>104.9</b>	<b>254.4</b>	<b>224.1</b>	<b>216.9</b>	<b>218.5</b>
사채	17.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	63.1	206.2	174.8	164.8	164.8
<b>부채총계</b>	<b>437.1</b>	<b>827.1</b>	<b>855.7</b>	<b>894.7</b>	<b>914.8</b>
<b>자본금</b>	<b>8.6</b>	<b>21.1</b>	<b>21.1</b>	<b>21.1</b>	<b>21.1</b>
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	258.9	331.3	419.7
비지배주주지분	30.4	52.6	53.3	54.3	55.4
<b>자본총계</b>	<b>443.5</b>	<b>946.8</b>	<b>931.6</b>	<b>1,005.0</b>	<b>1,094.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>24.0</b>	<b>-105.4</b>	<b>139.1</b>	<b>53.3</b>	<b>167.5</b>
당기순이익(손실)	33.6	64.7	9.3	98.2	114.5
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	64.3	-116.0	-23.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-110.3</b>	<b>-300.6</b>	<b>-120.5</b>	<b>-97.2</b>	<b>-115.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-110.2	-92.3	-103.6	-108.7	-114.2
투자자산의감소(증가)	0.5	6.0	-3.9	-0.9	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>109.4</b>	<b>567.8</b>	<b>-120.8</b>	<b>-44.9</b>	<b>-24.7</b>
차입금의 증감	13.1	202.4	-2.8	-20.1	0.2
자본의 증가	26.3	399.3	-5.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.9	170.0	-92.4	-88.8	27.6
기초현금	83.9	91.8	261.8	169.4	80.6
기말현금	91.8	261.8	169.4	80.6	108.2

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	26,540	29,098	35,060	47,476	51,215
EPS(지배주주)	845	1,601	385	2,306	2,687
CFPS	3,490	3,229	2,569	5,277	5,923
EBITDAPS	3,476	3,364	3,545	4,985	5,598
BPS	11,314	21,204	20,826	22,543	24,641
DPS	473	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	104.8	41.0	171.4	28.6	24.5
PCR	25.4	20.4	25.7	12.5	11.1
PSR	3.3	2.3	1.9	1.4	1.3
PBR	7.8	3.1	3.2	2.9	2.7
EBITDA	126.9	139.1	149.5	210.2	236.1
EV/EBITDA	25.4	21.5	20.6	15.0	13.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.2	10.1	1.8	10.6	11.4
EBITDA 이익률	13.1	11.6	10.1	10.5	10.9
부채비율	98.6	87.4	91.9	89.0	83.6
금융비용부담률	0.9	0.7	0.6	0.9	0.8
이자보상배율(x)	11.4	11.4	10.3	8.1	9.5
매출채권회전율(x)	5.4	4.1	3.8	4.6	4.4
재고자산회전율(x)	6.0	4.3	4.2	5.1	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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	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

