

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	86 억원
발행주식수	1,729 만주
자사주	137 만주
액면가	500 원
시가총액	4,209 억원
주요주주	
김성권(외18)	51.63%
GSCP VI Tanker Holdings B.V.(외1)	12.35%
외국인지분률	15.40%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/10/24)	25,600 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	1.54
52주 최고가	27,400 원
52주 최저가	17,300 원
60일 평균 거래대금	23 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	2.5%
6개월	29.9%	29.2%
12개월	5.9%	6.4%

씨에스윈드 (112610/KS | 매수(신규편입) | T.P 30,000 원(신규편입))

다시 부는 바람

금년이 실적 저점이 될 것이다. 캐나다 온타리오 프로젝트 개시, 베트남 법인 미국항 물량 증가, 영국법인 인수에 따른 매출반영으로 2017년부터는 실적개선이 뚜렷할 것으로 전망된다. 2017년 예상 매출증가율은 16%, 영업이익증가율은 118%에 달한다. 영국과 베트남법인 상황 변화에 따른 수익추정치 상향가능성도 충분하다. 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원을 제시하며 신규로 편입한다.

캐나다 법인, 성장엔진 재가동

수익성의 핵심인 캐나다 법인 성장이 재차 부각될 전망이다. 삼성물산 온타리오 프로젝트 3단계가 내년부터 시작되기 때문이다. 2단계 종료로 금년에는 693 억원까지 하락할 것으로 전망된다. 그러나 3단계 물량이 내년부터 매출 재개됨에 따라 2017년 매출액은 1,155 억원, 2018년에는 1,420 억원까지 회복될 전망이다. 캐나다 법인은 수익기여도가 가장 큰 법인이기에 연결기준 영업이익률도 금년 2.9%의 바닥을 확인한 후 내년 5.4%, 후년에는 7.9%까지 높아질 것으로 예상된다.

족쇄가 풀린 베트남 법인

족쇄가 풀렸다. 2013년 1월 미국 상무부로부터 부과 받았던 베트남 법인 타워에 대한 관세율(반덤핑 관세 예치율 51.5%, 중국법인은 57.7%)이 2015년 9월 0%로 최종 확정됨에 따라 미국 수출길이 재개되었다. 지난 2월 280 억원 규모의 수주를 시작으로 활발한 수주활동이 전개되고 있다. 지난해 291 억원에 그쳤던 매출액도 2016년에는 639 억원에 달할 것으로 전망된다.

차세대 성장동력 WTS(Wind Tower Scotland)

지난 3/30 일에 WTS(Wind Tower Scotland)를 불과 1 파운드에 인수하였다. 인수 후 생산시스템 향상과 수율 개선으로 분기 흑자전환에 성공했다. 생산능력 확충(주로 해상 풍력)을 위한 300 억원 이상의 투자도 계획되어 있다. 이에 따라 지연되었던 영국 및 유럽 해상풍력시장 진출이 활발해질 것으로 예상된다. 결과는 빠르게 나타나고 있다. 7/29 일 지멘스와 2021년까지 최대 4,300 억원에 이르는 PA(Purchase Agreement)를 체결하였다. 구체적인 구매계약과 매출발생은 2017년 하반기부터 본격화 될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,965	3,292	2,971	3,374	3,902	4,420
yoy	%	-6.7	11.0	-9.8	13.6	15.6	13.3
영업이익	억원	354	688	364	97	212	350
yoy	%	103.0	94.4	-47.1	-73.3	118.4	64.9
EBITDA	억원	484	814	498	244	363	528
세전이익	억원	301	617	258	294	221	355
순이익(지배주주)	억원	269	571	214	262	181	291
영업이익률%	%	11.9	20.9	12.3	2.9	5.4	7.9
EBITDA%	%	16.3	24.7	16.8	7.2	9.3	11.9
순이익률	%	9.1	17.4	7.2	7.8	4.6	6.6
EPS	원	1,880	3,917	1,236	1,513	1,046	1,684
PER	배	0.0	6.8	20.2	16.1	23.3	14.5
PBR	배	0.0	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	0.0	4.3	7.6	16.5	11.5	8.0
ROE	%	21.4	26.4	6.9	7.8	5.0	7.5
순차입금	억원	253	-1,126	-545	-230	-64	-7
부채비율	%	96.5	24.7	20.4	25.0	28.0	27.7

캐나다 법인, 성장 엔진 재가동

수익성의 핵심인 캐나다 법인 성장성 재차 부각 전망

수익성의 핵심인 캐나다 법인 성장이 재차 부각될 전망이다. 삼성물산 온타리오 프로젝트 3 단계가 내년부터 시작되기 때문이다. 2015 년말 2 단계 프로젝트가 종료되면서 캐나다 법인 실적은 큰 타격을 입었다. 2014 년 2,672 억원에 달했던 매출액이 금년에는 693 억원까지 하락할 것으로 전망된다. 그러나 3 단계 물량이 내년부터 매출 재개됨에 따라 2017 년 매출액은 1,155 억원, 2018 년에는 1,420 억원까지 회복될 전망이다. 캐나다 법인은 수익기여도가 가장 큰 법인이기에 연결기준 영업이익률도 금년 2.9%의 바닥을 확인한 후 내년 5.4%, 후년에는 7.9%까지 높아질 것으로 예상된다.

삼성물산 온타리오 프로젝트 3 단계 시작

삼성물산이 2010 년에 수주한 온타리오 프로젝트는 풍력 및 태양광 발전단지를 조성하는 총 사업비 50 억달러(발전용량 1,370MW, 풍력 1,070MW, 태양광 300MW)를 상회하는 대규모 사업이다. 1 단계는 풍력 420MW, 태양광 100MW, 2 단계는 풍력 450MW, 태양광 100MW 로 완료되었다. 이번에 시행되는 3 단계는 마지막 사업으로 벨리버와 노스켄트에 풍력 각 100MW, 사우스게이트와 원저에 태양광 각 50MW 가 설치된다.

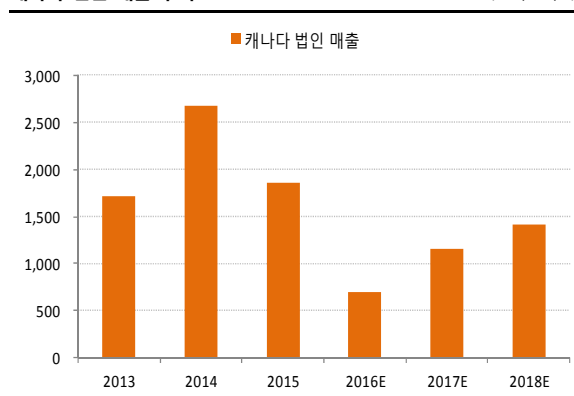
삼성물산 온타리오 프로젝트

단계	내용
1	사우스켄트(풍력 270MW), 그랜드신재생(풍력 150MW, 태양광 100MW)
2	K2(풍력 270MW), 아모우(풍력 180MW), 킹스톤(태양광 100MW)
3	벨리버,노스켄트(풍력 각 100MW), 사우스게이트 원저(태양광 각 50MW)

자료: 삼성물산 언론자료

캐나다 법인 매출 추이

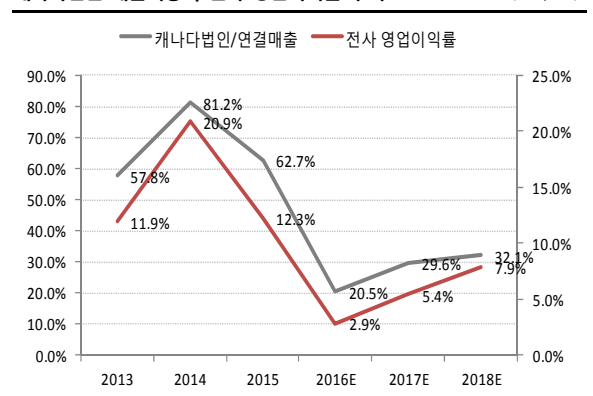
(단위: 억원)



자료: SK 증권 추정

캐나다법인 매출비중과 전사 영업이익률 추이

(단위: %)



자료: SK 증권 추정

족쇄가 풀린 베트남 법인

베트남 법인 관세율 0%로 확정됨에 따라 미국향 수출 증가 기대

족쇄가 풀렸다. 2013년 1월 미국 상무부로부터 부과 받았던 베트남 법인 타워에 대한 관세율(반덤핑 관세 예치율 51.5%, 중국법인은 57.7%)이 2015년 9월 0%로 최종 확정됨에 따라 미국 수출길이 재개되었다. 지난 2월 280억원 규모의 수주를 시작으로 활발한 수주활동이 전개되고 있다. 지난해 291억원에 그쳤던 매출액(임가공 매출 인식, 실제 매출은 임가공 매출의 3배 이상)도 2016년에는 639억원에 달할 것으로 전망된다. 사실 금년 매출 증가분은 유럽, 남미향이 주를 이룬 점을 감안할 때 미국 매출이 본격화되는 2017년에는 외형증가세가 한층 더 탄력을 받을 것으로 보인다. 또한 해상 풍력 구조물인 트랜지션 피스(풍력발전기를 해저에 고정시키는 모노파일과 풍력타워의 연결부분)가 신규로 생산되는 것도 성장을 촉진하는 요인이다.

해외법인별 특징

	CS Wind Vietnam	CS Wind China	CS Wind Canada
주요 시장	아시아, 유럽, 중동, 아프리카, 미국 중서부	중남미, 캐나다 서부 및 중국	캐나다 온타리오 및 미국 북동부
주요 고객	Simens Wind Power, Vestas, GE Energy Enercon, Nordex 등	Simens Wind Power, Vestas, GE Energy Gamesa 등	Simens Wind Power, Vestas, GE Energy Servion, Enercon 등
비고	낮은 인건비, 다수 숙련공 바탕 생산성 높음 유럽향 해상풍력타워 공급 예정 풍력타워 외에 호주에 Oil&Gas용 강관	주요 원자재 확보 용이 중남미 등 지역 공략 향후 중국 해상풍력타워 진출 준비 중	온타리오 지역은 풍력타워 초과 수요 상황 베트남 숙련공 지원 등 생산성 향상 가능

자료: 씨에스윈드

차세대 성장동력, 영국 법인

WTS 인수로 영국 및 유럽지역 해상풍력 효과적 대응 가능

지난 3/30 일에 WTS(Wind Tower Scotland)를 불과 1 파운드에 인수하였다. 경영정상화를 희망하는 영국정부의 바람이 컸기 때문이다. WTS는 최근 3년 연속 적자가 이어졌고 투자정체로 인해 시장확대가 예상되는 해상풍력에 대응할 능력이 없었다. 인수 후 생산시스템 향상과 수율 개선으로 분기 흑자전환에 성공했다. 생산능력 확충(주로 해상풍력)을 위한 300 억원 이상의 투자도 계획되어 있다. 이에 따라 지연되었던 영국 및 유럽 해상풍력시장 진출이 활발해질 것으로 예상된다. 결과는 빠르게 나타나고 있다. 7/29 일 지멘스와 2021년까지 최대 4,300 억원에 이르는 PA(Purchase Agreement)를 체결하였다. 구체적인 구매계약과 매출발생은 2017년 하반기부터 본격화 될 전망이다.

유럽지역의 해상풍력 성장성은 매우 높은 상황

해상풍력은 성장성이 높아 기대가 큰 분야이다. 초기 투자 비용이 높지만 효율성이 높고 환경파괴가 적어 인허가가 유리한 장점을 지니고 있다. 영국 등 유럽을 중심으로 해상풍력의 설치가 활발하게 이루어지고 있다. 2023년까지 연평균 19.6%의 성장이 예상된다. 1기당 6~8MW 급으로 육상풍력인 1기당 2~3MW 급에 비해 대형이 주를 이루고 있다. 동사와 좋은 관계를 유지하고 있는 지멘스 윈드 파워가 70%가 넘는 시장점유율을 지니고 있다.

해상풍력과 육상풍력 비교

구분	해상풍력	육상풍력
평균속도	8~12m/s	4~8m/s
평균단지규모	300MW	15MW
발전효율	40%	25%
초기투자비용	\$2,500~3,500/kw	\$850~1,350/kw
발전단가	\$150~300/MWh	\$50~120/MWh

자료: GWEC

투자의견 매수, 목표주가 30,000 원으로 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 30,000 원을 제시하며 신규편입

금년이 실적 저점이 될 것이다. 캐나다 온타리오 프로젝트 개시, 베트남 법인 미국향 물량 증가, 영국법인 인수에 따른 매출반영으로 2017년부터는 실적개선이 뚜렷할 것으로 전망된다. 2017년 예상 매출증가율은 16%, 영업이익증가율은 118%에 달한다. 영국과 베트남법인 상황 변화에 따른 수익추정치 상향가능성도 충분하다. 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 국내 풍력기자재업체의 평균 PBR 1.4 배를 적용하여 산출하였다. 참고로 글로벌 풍력업체의 평균 PER은 16.0 배, PBR은 3.0 배이다.

실적 추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
별도	1,862	1,838	1,588	2,177	2,705	2,896
캐나다	1,714	2,672	1,864	693	1,155	1,420
베트남	169	166	291	639	789	880
중국	492	229	179	283	290	295
PNC			101	579	620	644
DAH			185	315	333	340
영국				410	630	1,100
연결매출	2,965	3,292	2,971	3,374	3,902	4,420
영업이익	354	688	364	97	212	350
영업이익률	11.9%	20.9%	12.3%	2.9%	5.4%	7.9%

자료: 씨에스윈드, SK 증권 추정

글로벌 풍력업체 실적 요약

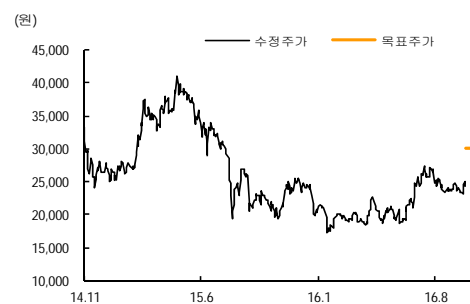
(단위: 백만달러)

Company	FY	Sales	OP	Net Income	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	Net Debt
VESTAS	2014	9,179.9	806.4	520.8	2.4	17.0	13.0	2.8	6.8	31.1	(1,707.3)
	2015	9,349.6	1,005.7	760.4	3.4	20.9	14.4	4.9	11.4	34.3	(2,466.6)
	2016E	10,624.2	1,333.2	981.1	4.4	18.1	16.3	4.9	8.3	28.9	(2,731.1)
	2017E	10,646.2	1,349.6	983.8	4.5	17.7	19.0	4.2	8.4	26.0	(3,205.9)
	2018E	10,902.2	1,408.7	1,032.9	4.8	16.9	21.5	3.7	7.9	24.4	(3,652.9)
GAMESA	2014	3,781.1	240.7	122.0	0.5	20.3	6.0	1.5	5.5	15.1	(239.9)
	2015	3,889.2	358.2	188.9	0.7	24.6	5.9	2.9	10.4	22.2	(375.8)
	2016E	4,842.7	473.1	302.7	1.1	21.4	6.9	3.3	8.3	16.5	(451.5)
	2017E	6,515.0	507.5	420.0	1.2	19.3	7.0	3.3	8.0	15.4	(635.3)
	2018E	7,220.6	540.7	500.3	1.3	18.0	7.8	3.0	7.4	14.4	(907.1)
NORDEX	2014	2,304.3	91.5	51.8	0.6	31.3	5.9	3.1	10.6	18.0	(268.6)
	2015	2,697.4	122.9	58.0	0.7	50.4	6.1	5.8	15.2	26.0	(351.3)
	2016E	3,795.1	207.6	128.6	1.4	19.9	10.0	2.7	8.4	17.8	41.7
	2017E	4,179.1	265.6	171.8	1.8	15.5	11.5	2.4	6.3	16.8	(94.7)
	2018E	4,371.3	309.8	198.7	2.0	13.4	13.0	2.1	5.4	17.7	(264.2)
GOLD WIND	2014	2,852.2	410.5	297.0	0.1	14.2	0.9	1.8	8.8	18.0	364.4
	2015	4,750.1	541.3	453.5	0.2	11.9	0.9	2.0	8.6	21.6	978.4
	2016E	4,672.6	573.0	494.5	0.2	13.2	1.1	2.3	11.0	17.8	1,664.6
	2017E	5,084.9	669.9	560.1	0.2	11.6	1.2	2.0	10.6	17.7	2,693.2
	2018E	5.4	0.8	0.6	0.2	10.9	1.4	1.8	9.4	16.6	2.7

자료: Bloomberg

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.25	매수	30,000원
2015.06.22	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 10 월 25 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,393	2,504	2,728	2,983	3,261
현금및현금성자산	274	530	360	274	217
매출채권및기타채권	505	729	991	1,146	1,299
재고자산	534	780	770	890	1,009
비유동자산	1,317	1,416	1,613	1,756	1,872
장기금융자산	11	13	108	108	108
유형자산	1,106	1,166	1,177	1,216	1,236
무형자산	44	52	45	44	42
자산총계	3,709	3,920	4,341	4,739	5,133
유동부채	590	547	742	869	943
단기금융부채	108	89	256	306	306
매입채무 및 기타채무	210	278	293	338	383
단기충당부채	0	13	9	11	12
비유동부채	144	116	127	168	169
장기금융부채	100	64	60	90	90
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	734	663	869	1,036	1,112
지배주주지분	2,975	3,255	3,470	3,701	4,018
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	1,742	1,742	1,742	1,742	1,742
기타자본구성요소	-265	-277	-349	-349	-349
자기주식	-267	-271	-344	-344	-344
이익잉여금	1,441	1,572	1,785	1,942	2,185
비지배주주지분	0	2	2	2	3
자본총계	2,975	3,257	3,472	3,703	4,021
부채외자본총계	3,709	3,920	4,341	4,739	5,133

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	420	-159	-88	51	200
당기순이익(손실)	571	214	262	181	291
비현금성항목등	231	335	-269	182	236
유형자산감가상각비	118	124	137	142	169
무형자산감가상각비	8	9	9	9	8
기타	60	157	-436	-21	-26
운전자본감소(증가)	-343	-399	-41	-274	-264
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-282	-102	8	-155	-152
재고자산감소(증가)	-76	-122	-22	-120	-118
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	32	-19	46	45
기타	-23	-208	-9	-45	-38
법인세납부	-40	-309	-39	-37	-64
투자활동현금흐름	-666	644	-19	-178	-190
금융자산감소(증가)	-573	908	91	0	0
유형자산감소(증가)	-102	-160	-168	-180	-190
무형자산감소(증가)	-6	-6	-7	-7	-7
기타	15	-98	65	9	7
재무활동현금흐름	476	-249	-57	41	-67
단기금융부채증가(감소)	-488	-138	92	50	0
장기금융부채증가(감소)	5	-5	0	30	0
자본의증가(감소)	1,033	-16	-73	0	0
배당금의 지급	-50	-82	-49	-24	-48
기타	-24	-8	-27	-15	-19
현금의 증가(감소)	183	256	-170	-86	-57
기초현금	91	274	530	360	274
기말현금	274	530	360	274	217
FCF	396	-505	-264	-142	4

자료 : 씨에스윈드, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,292	2,971	3,374	3,902	4,420
매출원가	2,290	2,312	2,949	3,356	3,735
매출총이익	1,003	659	426	546	685
매출총이익률 (%)	30.5	22.2	12.6	14.0	15.5
판매비와관리비	315	295	328	334	335
영업이익	688	364	97	212	350
영업이익률 (%)	20.9	12.3	2.9	5.4	7.9
비영업손익	-72	-106	196	9	5
순금융비용	6	-5	2	6	12
외환관련손익	-61	-210	-15	-6	-9
관계기업투자등 관련손익	-1	-1	0	0	0
세전계속사업이익	617	258	294	221	355
세전계속사업이익률 (%)	18.7	8.7	8.7	5.7	8.0
계속사업법인세	45	44	32	40	64
계속사업이익	571	214	262	181	291
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	571	214	262	181	291
순이익률 (%)	17.4	7.2	7.8	4.6	6.6
지배주주	571	214	262	181	291
지배주주귀속 순이익률(%)	17.36	7.19	7.75	4.63	6.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	622	375	336	255	366
지배주주	622	374	336	255	365
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	814	498	244	363	528

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	11.0	-9.8	13.6	15.6	13.3
영업이익	94.4	-47.1	-73.3	118.4	64.9
세전계속사업이익	105.1	-58.2	13.8	-24.8	60.9
EBITDA	68.1	-38.8	-51.1	48.9	45.5
EPS(계속사업)	108.3	-68.4	22.4	-30.9	61.0
수익성 (%)					
ROE	26.4	6.9	7.8	5.0	7.5
ROA	17.9	5.6	6.3	4.0	5.9
EBITDA마진	24.7	16.8	7.2	9.3	11.9
안정성 (%)					
유동비율	405.5	457.7	367.5	343.5	345.8
부채비율	24.7	20.4	25.0	28.0	27.7
순차입금/자기자본	-37.8	-16.7	-6.6	-1.7	-0.2
EBITDA/이자비용(배)	48.2	70.3	19.9	23.7	27.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,917	1,236	1,513	1,046	1,684
BPS	17,211	18,832	20,072	21,409	23,246
CFPS	4,777	2,008	2,360	1,916	2,711
주당 현금배당금	700	300	150	300	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.5	33.1	18.1	26.2	16.3
PER(최저)	6.2	15.6	11.4	16.6	10.3
PBR(최고)	1.9	2.2	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.4	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	5.5	12.4	10.3	12.7	9.0
EV/EBITDA(최고)	5.7	13.2	18.7	13.0	9.0
EV/EBITDA(최저)	3.8	5.7	11.5	8.2	5.7