

2023. 4. 10



▲ 유틸리티/건설

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

Buy

적정주가 (12개월) **89,000 원**

현재주가 (4.7) **72,300 원**

상승여력 **23.1%**

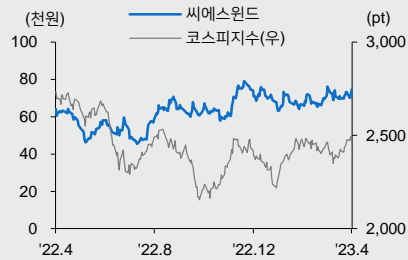
KOSPI	2,490.41pt
시가총액	30,490억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	55.91%
외국인비중	11.37%
52주 최고/최저가	79,100원/45,500원
평균거래대금	321.2억원

주요주주(%)

김성권 외 19 인	42.22
국민연금공단	10.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.2	10.0	19.7
상대주가	-6.3	-1.3	29.6

주가그래프



씨에스윈드 112610

1Q23 Preview: 불확실성이 걷히길 기다리는 시기

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 154억원을 기록하며 컨센서스(184억원)를 소폭 하회할 전망
- ✓ 전분기 수주 성장 둔화와 당분기 환율 하락 효과가 수익성 개선을 제한
- ✓ AMPC 반영 여부는 아직 미지수. 반영된다면 200억원 내외 효과 예상
- ✓ AMPC 가이드라인 확인, 사우디 증설 내용 등을 확인한 이후 접근 필요
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 89,000원으로 소폭 상향(+4%)

AMPC는 이번 분기에 반영이 될까? 우선 보수적으로 접근 필요

1Q23 연결 영업이익은 154억원(+66.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(184억원)를 소폭 하회할 전망이다. 일회성 비용 이슈에서는 벗어나지만, 1)2022년도 하반기 부진했던 수주 실적으로 인한 탐라인 성장세 둔화(매출 성장률 +12.6% YoY), 2)환율 하락 효과 등이 수익성 개선을 제한할 가능성이 높다. 이 외에 미국 IRA 생산세제혜택 (AMPC)이 이번 분기에 실적에 반영이 될지 여부가 변수다. 일부 미국 공장을 보유한 한국 업체들이 1분기 실적에 이를 반영시키고 있으나, 각 사의 회계 정책에 따라 달라질 수 있는 부분이다. 보수적인 접근이 필요하다. 당사는 AMPC를 반영하지 않았다. 만약 반영한다면 200억원 내외의 추가 영업이익을 예상한다.

Vestas 등 고객사 수주 반등 여부가 업황의 잣대

최대 고객사 Vestas의 신규 수주는 4Q22 반등했으나, 1Q23 에는 전년 동기와 비슷한 수준에서 머물고 있는 것으로 보인다. 비수기이기도 하지만, 금리 인상이라는 악재가 정책(IRA 등) 효과를 억제하고 있다고 해석하고 있다. 풍력 산업의 성장성에는 의심할 바 없으나, 변곡점이 나타날 시점에 대한 판단은 고객사의 수주 상황을 보고 내릴 필요가 있다.

AMPC 반영 규모 확인 후 추가적인 Upside 기대 가능

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 89,000원으로 소폭 상향(+4%)한다. 밸류에이션 기준 시점을 2025년으로 변경했다. AMPC 가이드라인이 확인(6월 말 예상)되거나, 마진 정상화가 관찰될 경우 추가적인 상승이 가능하다. 이외에는 사우디 공장 증설 등이 주요 이벤트다(5월 경영진의 사우디 방문 이후 결정 예상).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,195.0	101.1	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.4	10.1	87.7
2022	1,374.9	42.1	-1.0	-23	적전	20,786	-2,952.8	3.3	30.0	-0.1	92.5
2023E	1,804.0	124.5	87.7	2,079	흑전	22,374	34.8	3.2	17.4	9.6	120.7
2024E	2,134.4	165.6	114.1	2,706	31.6	24,589	26.7	2.9	13.3	11.5	130.9
2025E	2,699.7	235.1	162.4	3,851	40.2	27,948	18.8	2.6	10.7	14.7	120.5

표1 씨에스윈드 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	349.2	310.1	12.6	414.1	-15.7	364.5	-4.2
영업이익	15.4	9.2	66.8	-6.6	흑전	18.4	-16.4
세전이익	28.0	-1.7	흑전	-3.1	흑전	16.8	66.4
지배순이익	19.9	-5.3	흑전	-7.7	흑전	15.2	31.6

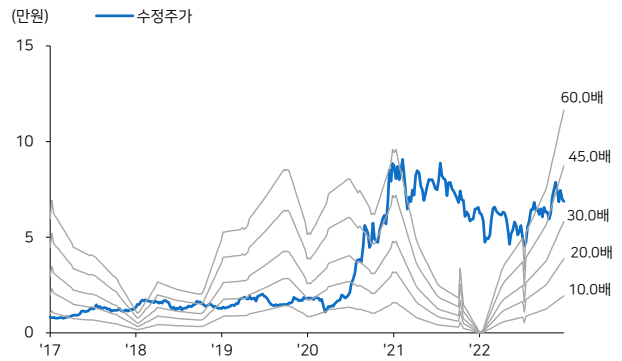
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,726.6	2,227.8	1,804.0	2,134.4	4.5%	-4.2%
영업이익	121.0	184.7	124.5	165.6	2.9%	-10.4%
영업이익률	7.0%	8.3%	6.9%	7.8%	-0.1%p	-0.5%p
당기순이익	85.0	124.5	90.8	119.5	6.8%	-4.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 적정주가 산출

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	162.4	2025년 예상
적용 멀티플(배)	23.2	Vestas, SGRE, Nordex의 2025년 평균 PER 적용
적정 시가총액(십억원)	3,767	
발행 주식수(백만주)	42,171	
적정 주가(원)	89,000	
현재 주가(원)	72,300	
상승 여력(%)	23.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,274.6	1,305.0	1,260.0	1,230.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,267.4	1,177.5	1,170.0
수주(백만 달러)	383.0	197.0	186.6	165.4	300.0	350.0	400.0	450.0	826.0	764.0	932.0	1,500.0	2,150.0	2,450.0
수주잔고(백만 달러)	595.0	779.0	648.5	565.0	605.1	604.1	671.9	732.2	450.0	414.0	565.0	732.2	1,196.9	1,482.2
실적 요약														
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	349.2	481.7	454.6	518.6	969.1	1,195.0	1,374.9	1,804.0	2,134.4	2,699.7
매출 성장률(%YoY)	28.1	17.4	50.7	-9.9	12.6	47.1	40.7	25.2	21.2	23.3	15.1	31.2	18.3	26.5
타워 및 부품	295.2	309.3	315.2	406.3	331.3	458.0	418.7	479.3	865.5	1,099.5	1,325.9	1,687.2	1,982.6	2,532.7
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	7.9	17.9	23.7	35.9	39.3	103.5	95.6	49.0	116.8	151.8	167.0
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	15.4	36.8	30.5	41.8	97.6	101.1	42.1	124.5	165.6	235.1
영업이익률(%)	3.0	5.9	6.3	-1.6	4.4	7.6	6.7	8.1	10.1	8.5	3.1	6.9	7.8	8.7
영업이익 성장률(%YoY)	-70.8	-31.6	57.6	적전	66.8	90.5	51.0	흑전	62.3	3.6	-58.3	195.5	33.0	42.0
타워 및 부품	11.4	20.3	22.8	-3.5	14.8	35.6	28.0	37.8	88.1	100.6	50.9	116.3	150.4	218.4
씨에스베어링	-2.2	-0.9	-2.6	-3.1	0.5	1.2	2.5	3.9	9.5	0.5	-8.8	8.2	15.2	16.7
금융손익	-10.8	-10.8	-13.9	-5.3	12.3	-12.3	1.1	-2.5	-11.0	-14.1	-40.9	-1.5	-27.6	-41.6
기타손익	0.2	-2.0	-5.9	10.6	0.6	0.7	0.8	0.9	-27.6	2.5	2.8	3.0	3.4	4.9
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.3	0.0	-0.3	-1.7	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-1.2	1.2	-2.4	-0.7	-0.7	-1.1
세전이익	-1.7	6.5	0.1	-3.1	28.0	25.1	32.3	39.9	57.8	90.7	1.7	125.3	140.6	197.2
법인세비용	3.9	1.0	-1.0	6.4	7.7	6.9	8.9	11.0	24.2	24.8	10.3	34.4	21.1	29.6
당기순이익	-5.9	5.4	0.2	-9.5	20.3	18.2	23.4	28.9	33.6	64.7	-9.8	90.8	119.5	167.6
순이익률(%)	-1.9	1.6	0.1	-2.3	5.8	3.8	5.2	5.6	3.5	5.4	-0.7	5.0	5.6	6.2
순이익 성장률(% YoY)	적전	-76.8	-98.4	적전	흑전	236.6	14,090.5	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	31.6	40.2
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	-7.7	19.9	17.9	22.4	27.5	30.9	66.2	-1.0	87.7	114.1	162.4

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,804.0	2,134.4	2,699.7
매출액증가율 (%)	23.3	15.1	31.2	18.3	26.5
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,575.1	1,842.3	2,302.9
매출총이익	171.4	136.2	228.9	292.1	396.8
판매관리비	70.3	94.1	104.5	126.5	161.7
영업이익	101.1	42.1	124.5	165.6	235.1
영업이익률	8.5	3.1	6.9	7.8	8.7
금융손익	-14.1	-40.9	-1.5	-27.6	-41.6
중속/관계기업손익	1.2	-2.4	-0.7	-0.7	-1.2
기타영업외손익	2.5	2.8	3.0	3.4	4.9
세전계속사업이익	90.7	1.7	125.3	140.6	197.2
법인세비용	24.9	10.3	34.5	21.1	29.6
당기순이익	64.7	-9.8	90.8	119.5	167.6
지배주주지분 순이익	66.2	-1.0	87.7	114.1	162.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,263.9	1,395.6	1,611.7
현금및현금성자산	261.8	191.6	331.6	379.4	352.7
매출채권	388.8	362.2	400.1	433.1	569.2
재고자산	350.9	381.8	441.8	478.2	553.4
비유동자산	698.2	767.9	931.9	1,129.5	1,123.2
유형자산	510.0	532.2	700.1	897.2	894.7
무형자산	124.6	120.9	114.2	108.4	103.2
투자자산	6.9	15.3	18.1	24.4	25.9
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,195.8	2,525.0	2,734.9
유동부채	572.7	623.8	684.1	754.0	813.9
매입채무	193.9	272.2	315.0	341.0	394.5
단기차입금	180.7	232.7	236.1	249.1	249.1
유동성장기부채	7.2	26.9	26.9	26.9	26.9
비유동부채	254.7	231.0	516.9	677.5	680.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	453.6	600.6	600.6
부채총계	827.3	854.9	1,201.0	1,431.4	1,494.4
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	609.5	609.5	609.5
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	267.8	239.2	306.2	399.6	541.2
비지배주주지분	49.6	48.1	51.2	56.7	61.9
자본총계	943.8	924.7	994.8	1,093.6	1,240.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-105.4	150.8	113.2	213.1	95.3
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	90.8	119.5	167.6
유형자산상각비	31.6	50.6	72.1	102.9	102.5
무형자산상각비	6.6	15.0	6.7	5.9	5.2
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-56.4	-15.2	-180.0
투자활동 현금흐름	-300.6	-105.3	-236.8	-306.5	-101.7
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-240.0	-300.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-8.4	-2.7	-6.4	-1.5
재무활동 현금흐름	567.8	-94.9	263.6	141.3	-20.3
차입금의 증감	202.4	36.2	284.3	162.0	0.4
자본의 증가	399.3	12.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.0	-70.2	139.9	47.8	-26.7
기초현금	91.8	261.8	191.6	331.6	379.4
기말현금	261.8	191.6	331.6	379.4	352.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	28,896	32,603	42,779	50,612	64,017
EPS(지배주주)	1,601	-23	2,079	2,706	3,851
CFPS	3,218	2,832	5,502	6,853	8,218
EBITDAPS	3,368	2,554	4,819	6,505	8,130
BPS	21,204	20,786	22,374	24,589	27,948
DPS	600	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	41.0	-2,952.8	34.8	26.7	18.8
PCR	20.4	24.3	13.1	10.6	8.8
PSR	2.3	2.1	1.7	1.4	1.1
PBR	3.1	3.3	3.2	2.9	2.6
EBITDA	139.3	107.7	203.2	274.3	342.8
EV/EBITDA	21.4	30.0	17.4	13.3	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	9.6	11.5	14.7
EBITDA 이익률	11.7	7.8	11.3	12.9	12.7
부채비율	87.7	92.5	120.7	130.9	120.5
금융비용부담률	0.7	1.1	1.7	2.0	1.6
이자보상배율(x)	11.6	2.9	4.1	3.9	5.3
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	4.7	5.1	5.4
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	4.4	4.6	5.2

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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

