

2023. 5. 11



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 99,000 원**

**현재주가 (5.10) 74,000 원**

**상승여력 33.8%**

KOSPI 2,496.51pt

시가총액 31,207억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 55.91%

외국인비중 10.87%

52주 최고/최저가 84,100원/45,500원

평균거래대금 412.2억원

**주요주주(%)**

김성권 외 19 인 42.22

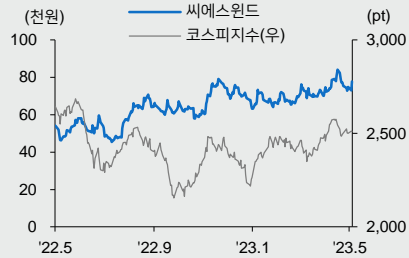
국민연금공단 10.12

**주가상승률(%)**

1개월 1.4 6개월 10.3 12개월 42.6

절대주가 2.0 6.1 48.3

**주가그래프**



# 씨에스윈드 112610

## 1Q23 Review: 마진은 아쉽지만 수주에 주목

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 246억원을 기록하며 컨센서스(182억원)을 상회
- ✓ AMPC 171억원 제외하면 아쉬운 실적. 미국 법인 생산차질이 주요 요인
- ✓ 상반기 강력한 수주 성장 + 생산성 개선으로 하반기 실적 개선 본격화
- ✓ AMPC 관련 단기 정책 노이즈에 유의하되, 하반기 진정한 상승 Cycle에 대비 필요
- ✓ 적정주가를 99,000원으로 +11% 상향하고, 투자의견 Buy를 유지

### AMPC 반영에도 불구하고 아쉬웠던 생산 차질

1Q23 연결 영업이익은 246억원(+166.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(182억원)을 상회했다. 다만 1Q23 컨센서스에 반영되지 않았던 171억원의 AMPC 이익이 실제 반영됐다는 점을 감안하면 다소 아쉬운 실적이었다. 제품 믹스 변화, 숙련 인력 부족으로 인한 미국 법인의 생산 차질이 전 분기에 이어 낮은 수익성의 주요 요인이었다. 그러나 해당 문제는 2Q23부터는 완화되고 있으며, 6월 말 생산 안정화 프로그램(숙련 인력 채용, 장비 교체)이 완료되며 3Q23 이후 추가 개선이 예상된다.

### 상반기 수주 호조. 진정한 실적 개선의 전조

1Q23 수주는 4.7억 달러를 기록하며 가이드언스의 33%를 달성했는데, 2Q23 수주는 그보다 큰 8억 달러를 예상한다. 미국 GE향 물량 확대가 상반기 수주 호조의 주요 요인이다. Vestas, GE 등 터빈사들의 수주 상승세가 예상보다 빠르게 동사의 수주 성장으로 직결되고 있는 것으로 보인다. 터빈사들이 하반기로 갈수록 수주 성장 가속을 시사하고 있는 만큼 동사 미국 법인도 하반기 이후 지속적인 '풀가동'에 돌입할 것이다. 동사가 제시하는 현 미국법인 매출액 CAPA는 8,000억원 수준이며, 2Q25부터 Phase 1 증설 완료와 함께 1조원 초반대로 증가할 전망이다.

### 하반기 정책 노이즈 해소 + 마진 회복 기대

미국 부채한도 협상 과정에서 공화당은 세제혜택 규모 축소를 요구하고 있다. 3Q22 초반까지는 관련 리스크에 유의해야 한다. 이후 관련 정책 노이즈 해소, 마진 회복이 동시에 이루어지면서 본격적인 상승세가 예상된다. 이익 전망치 상향과 함께 적정주가를 99,000원으로 +11% 상향하고, 투자의견 Buy를 유지한다.

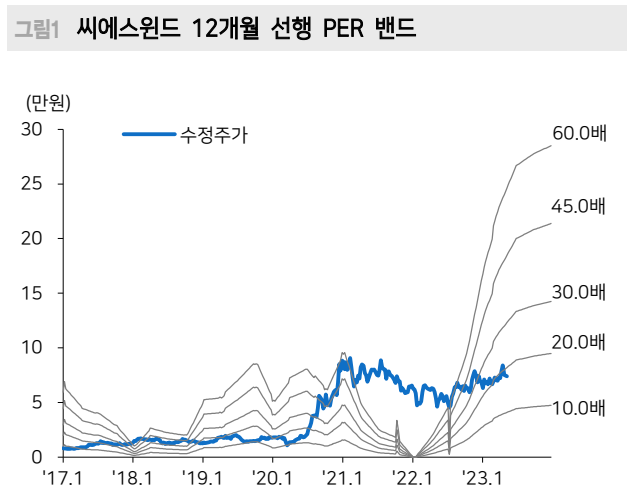
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,195.0	101.1	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.4	10.1	87.7
2022	1,374.9	42.1	-1.0	-23	적전	20,786	-2,952.8	3.3	30.0	-0.1	92.5
2023E	2,064.2	200.9	122.8	2,912	흑전	23,207	25.4	3.2	12.9	13.2	121.4
2024E	2,527.4	314.0	200.5	4,753	63.7	27,469	15.6	2.7	8.8	18.8	121.2
2025E	3,020.3	381.3	238.8	5,663	18.9	32,641	13.1	2.3	7.3	18.8	106.1

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	350.5	310.1	13.0	414.1	-15.4	365.3	-4.1	349.2	0.4
영업이익	24.6	9.2	166.8	-6.6	흑전	18.2	34.8	15.4	59.5
세전이익	12.7	-1.7	흑전	-3.1	흑전	13.6	-7.2	28.0	-54.8
순이익	7.9	-5.3	흑전	-7.7	흑전	7.3	7.3	19.9	-60.5

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,804.0	2,134.4	2,064.2	2,527.4	14.4%	18.4%
영업이익	124.5	165.6	200.9	314.0	61.4%	89.7%
영업이익률	6.9%	7.8%	9.7%	12.4%	2.8%p	4.7%p
당기순이익	90.8	119.5	124.8	205.6	37.4%	72.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	238.8	2025년 예상
적용 멀티플(배)	17.4	Vestas, Nordex 2025년 PER에 10% 할인
적정 시가총액(십억원)	4,159	
발행 주식수(백만주)	42,171	
<b>적정 주가(원)</b>	<b>99,000</b>	
현재 주가(원)	74,000	
<b>상승 여력(%)</b>	<b>33.8</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>														
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	474.0	800.0	400.0	400.0	826.0	764.0	932.0	2,074.0	2,200.0	2,650.0
수주잔고(백만 달러)	595.0	779.0	648.5	565.0	736.1	1,109.2	1,154.2	1,057.9	450.0	414.0	565.0	1,057.9	1,239.2	1,450.5
AMPC반영(십억원)	0.0	17.1	24.2	24.2	24.2	23.9	23.9	23.9	0.0	0.0	0.0	89.8	95.8	123.1
<b>실적 요약</b>														
<b>매출</b>	<b>310.1</b>	<b>327.5</b>	<b>323.1</b>	<b>414.1</b>	<b>350.5</b>	<b>580.9</b>	<b>483.1</b>	<b>649.7</b>	<b>969.1</b>	<b>1,195.0</b>	<b>1,374.9</b>	<b>2,064.2</b>	<b>2,527.4</b>	<b>3,020.2</b>
매출 성장률(%YoY)	28.1	17.4	50.7	-9.9	13.0	77.4	49.5	56.9	21.2	23.3	15.1	50.1	22.4	19.5
타워 및 부품	295.2	309.3	315.2	406.3	331.3	557.2	447.2	610.5	865.5	1,099.5	1,325.9	1,946.1	2,375.6	2,853.2
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
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>19.3</b>	<b>20.2</b>	<b>-6.6</b>	<b>24.6</b>	<b>49.8</b>	<b>54.4</b>	<b>72.1</b>	<b>97.6</b>	<b>101.1</b>	<b>42.1</b>	<b>200.9</b>	<b>314.0</b>	<b>381.3</b>
영업이익률(%)	3.0	5.9	6.3	-1.6	7.0	8.6	11.3	11.1	10.1	8.5	3.1	9.7	12.4	12.6
영업이익 성장률(%YoY)	-70.8	-31.6	57.6	적전	166.8	157.6	169.1	흑전	62.3	3.6	-58.3	376.9	56.3	21.4
타워 및 부품	11.4	20.3	22.8	-3.5	24.0	48.6	51.9	68.2	88.1	100.6	50.9	192.7	298.8	364.6
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	10.4	-12.9	0.3	-3.3	-11.0	-14.1	-40.9	-5.4	-30.8	-44.4
기타손익	0.2	-2.0	-5.9	10.6	-22.2	0.2	0.2	0.3	-27.6	2.5	2.8	-21.4	1.2	1.4
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
<b>세전이익</b>	<b>-1.7</b>	<b>6.5</b>	<b>0.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>12.7</b>	<b>36.9</b>	<b>54.8</b>	<b>68.9</b>	<b>57.8</b>	<b>90.7</b>	<b>1.7</b>	<b>173.3</b>	<b>283.6</b>	<b>337.2</b>
법인세비용	3.9	1.0	-1.0	6.4	3.5	10.2	15.1	18.9	24.2	24.8	10.3	47.7	78.0	92.7
<b>당기순이익</b>	<b>-5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>0.2</b>	<b>-9.5</b>	<b>8.3</b>	<b>26.8</b>	<b>39.7</b>	<b>50.0</b>	<b>33.6</b>	<b>64.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>124.8</b>	<b>205.6</b>	<b>244.5</b>
순이익률(%)	-1.9	1.6	0.1	-2.3	2.4	4.6	8.2	7.7	3.5	5.4	-0.7	6.0	8.1	8.1
순이익 성장률(% YoY)	적전	-76.8	-98.4	적전	흑전	396.2	23,983.4	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	64.8	18.9
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	-7.7	7.9	26.5	38.8	48.5	30.9	66.2	-1.0	121.6	200.5	238.8

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

## 씨에스윈드 (112610)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,195.0</b>	<b>1,374.9</b>	<b>2,064.2</b>	<b>2,527.4</b>	<b>3,020.3</b>
매출액증가율 (%)	23.3	15.1	50.1	22.4	19.5
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,749.9	2,099.3	2,487.1
매출총이익	171.4	136.2	314.3	428.1	533.2
판매관리비	70.3	94.1	113.4	114.1	151.9
<b>영업이익</b>	<b>101.1</b>	<b>42.1</b>	<b>200.9</b>	<b>314.0</b>	<b>381.3</b>
영업이익률	8.5	3.1	9.7	12.4	12.6
금융손익	-14.1	-40.9	-5.4	-30.8	-44.4
중속/관계기업손익	1.2	-2.4	-0.7	-0.7	-1.2
기타영업외손익	2.5	2.8	-21.4	1.2	1.4
세전계속사업이익	90.7	1.7	173.3	283.7	337.2
법인세비용	24.9	10.3	47.7	78.0	92.7
<b>당기순이익</b>	<b>64.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>125.7</b>	<b>205.6</b>	<b>244.5</b>
지배주주지분 순이익	66.2	-1.0	122.8	200.5	238.8

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,011.6</b>	<b>1,362.4</b>	<b>1,551.3</b>	<b>1,835.7</b>
현금및현금성자산	261.8	191.6	363.0	412.2	522.6
매출채권	388.8	362.2	421.6	475.5	570.9
재고자산	350.9	381.8	475.8	536.6	590.4
<b>비유동자산</b>	<b>698.2</b>	<b>767.9</b>	<b>917.7</b>	<b>1,134.7</b>	<b>1,128.8</b>
유형자산	510.0	532.2	682.4	902.7	899.5
무형자산	124.6	120.9	114.2	108.4	103.2
투자자산	6.9	15.3	21.5	24.1	26.6
<b>자산총계</b>	<b>1,771.1</b>	<b>1,779.5</b>	<b>2,280.0</b>	<b>2,686.0</b>	<b>2,964.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>572.7</b>	<b>623.8</b>	<b>726.2</b>	<b>794.6</b>	<b>844.0</b>
매입채무	193.9	272.2	339.2	382.5	420.9
단기차입금	180.7	232.7	236.1	249.1	249.1
유동성장기부채	7.2	26.9	26.9	26.9	26.9
<b>비유동부채</b>	<b>254.7</b>	<b>231.0</b>	<b>524.2</b>	<b>676.9</b>	<b>682.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	453.6	600.6	600.6
<b>부채총계</b>	<b>827.3</b>	<b>854.9</b>	<b>1,250.4</b>	<b>1,471.5</b>	<b>1,526.2</b>
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	341.3	521.0	739.1
비지배주주지분	49.6	48.1	50.9	56.1	61.8
<b>자본총계</b>	<b>943.8</b>	<b>924.7</b>	<b>1,029.6</b>	<b>1,214.5</b>	<b>1,438.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-105.4</b>	<b>150.8</b>	<b>126.8</b>	<b>232.0</b>	<b>233.1</b>
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	125.7	205.6	244.5
유형자산상각비	31.6	50.6	69.8	99.7	103.2
무형자산상각비	6.6	15.0	6.7	5.9	5.2
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-75.3	-79.3	-119.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-300.6</b>	<b>-105.3</b>	<b>-220.2</b>	<b>-322.8</b>	<b>-102.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-220.0	-320.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-8.4	-6.2	-2.6	-2.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>567.8</b>	<b>-94.9</b>	<b>264.7</b>	<b>140.1</b>	<b>-20.0</b>
차입금의 증감	202.4	36.2	285.4	160.8	0.7
자본의 증가	399.3	12.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.0	-70.2	171.3	49.2	110.4
기초현금	91.8	261.8	191.6	363.0	412.2
기말현금	261.8	191.6	363.0	412.2	522.6

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,896	32,603	48,948	59,932	71,618
EPS(지배주주)	1,601	-23	2,912	4,753	5,663
CFPS	3,218	2,832	6,678	10,245	11,618
EBITDAPS	3,368	2,554	6,576	9,950	11,612
BPS	21,204	20,786	23,207	27,469	32,641
DPS	600	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	41.0	-2,952.8	25.4	15.6	13.1
PCR	20.4	24.3	11.1	7.2	6.4
PSR	2.3	2.1	1.5	1.2	1.0
PBR	3.1	3.3	3.2	2.7	2.3
EBITDA	139.3	107.7	277.3	419.6	489.7
EV/EBITDA	21.4	30.0	12.9	8.8	7.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	13.2	18.8	18.8
EBITDA 이익률	11.7	7.8	13.4	16.6	16.2
부채비율	87.7	92.5	121.4	121.2	106.1
금융비용부담률	0.7	1.1	1.7	1.8	1.6
이자보상배율(x)	11.6	2.9	5.9	6.9	7.9
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	5.3	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	4.8	5.0	5.4

**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 추천 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)	

**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

