

2023. 7. 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) **111,000 원**

현재주가 (7.10) **83,100 원**

상승여력 **33.6%**

KOSPI 2,520.70pt

시가총액 35,044억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 55.91%

외국인비중 12.70%

52주 최고/최저가 88,400원/45,500원

평균거래대금 387.9억원

주요주주(%)

김성권 외 19 인 42.22

국민연금공단 12.22

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.1 26.7 69.1

상대주가 4.9 18.2 57.7

주가그래프



씨에스윈드 112610

2Q23 Preview: 아래로 감으로써 위로 가다

- ✓ 2Q23 연결 영업이익은 454억원을 기록하며 컨센서스(439억원)에 부합할 전망
- ✓ 매출 증가세는 예상보다 덜하지만, 미국 법인을 중심으로 한 수익성 개선 긍정적
- ✓ 269억원을 투자하여 덴마크 하부구조물 생산 업체 Bladt의 지분 100% 인수
- ✓ 2024년 예상 매출 9,000억원 대비 저렴한 인수, 1~2년 내 흑전 가능성 긍정적
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 111,000원을 유지

매출액보다는 수익성 개선이 기대되는 2Q23

2Q23 연결 영업이익은 454억원(+135.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(439억원)에 부합할 전망이다. 베트남, 터키 법인의 부진으로 기존 추정치보다 매출 증가세가 덜하지만, 미국 법인 매출 확대로 AMPC 인식 금액이 242억원(vs 1Q23 171억원)으로 늘어나는 등 수익성 개선이 돋보이는 실적이 될 것이다. 수주는 기존 예상보다 낮은 2.5억달러를 전망한다. 당분기 일시 인식이 예상되던 대규모 계약이 향후 나누어 수주로 인식될 것으로 본다. 영업적인 측면에서는 큰 차이가 없다.

Bladt 인수: 아래(하부구조물)로 감으로써 사업의 외연을 확대

동사는 269억원을 투자하여 덴마크 하부구조물 생산 업체 Bladt의 지분을 100% 인수한다고 밝혔다. 일부 추가 자금 지원을 생각하더라도 2024년 예상 매출 9,000억원 대비 굉장히 저렴한 가격에 이루어진 인수라는 판단이다. Bladt는 높은 수요에도 불구하고 모노파일 생산에 있어 어려움을 겪고 있었다. 타워-모노파일 간 기술적 유사성과 동사의 브랜드 파워를 감안할 시 1~2년 내 영업 흑자 전환 가능성을 긍정적으로 평가한다. 무엇보다 해상풍력 하부구조물 시장으로 전방 시장을 크게 넓혔다는 점이 긍정적이다. 하부구조물은 전체 원가의 15%를 차지한다.

이제 좋아지는 모습을 지켜보기만 하면 될 때

투자의견 Buy와 적정주가 111,000원을 유지한다. 실적 전망치에 있어 아직 Bladt의 실적은 반영하지 않았으나, 추후 추가적인 분석을 거쳐 예상 재무제표에 반영할 계획이다. 하반기부터 풍력 산업이 본격적인 IRA 수혜 구간에 접어드는 만큼 전방 수주 확대, 마진 개선을 믿고 기다리면 될 때다.

(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	1,905.6	184.7	122.1	2,895	흑전	23,903	28.7	3.5	15.0	13.0	115.8
2024E	2,312.7	268.0	192.7	4,570		27,981	18.2	3.0	10.8	17.6	116.4
2025E	3,158.7	359.5	251.3	5,960		33,450	13.9	2.5	8.6	19.4	104.3

표1 씨에스윈드 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	464.2	327.5	41.7	350.5	32.4	473.8	-2.0
영업이익	45.4	19.3	135.1	24.5	85.1	43.9	3.4
세전이익	27.6	6.5	324.1	12.4	122.4	41.0	-32.7
지배순이익	19.8	6.6	200.9	7.7	157.3	26.3	-24.7

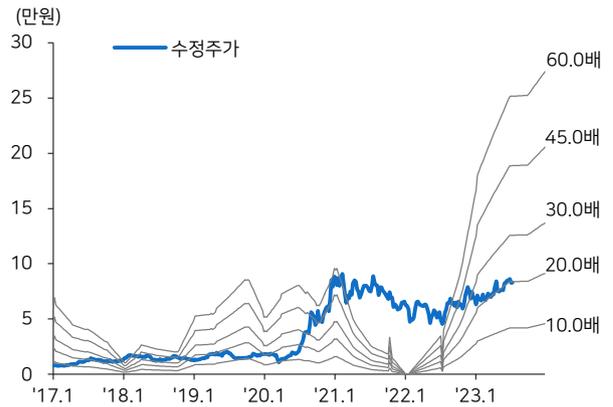
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,188.6	2,757.6	1,905.6	2,312.7	-12.9%	-16.1%
영업이익	198.4	292.5	184.7	268.0	-6.9%	-8.4%
영업이익률	9.1%	10.6%	9.7%	11.6%	0.6%p	1.0%p
당기순이익	126.3	221.9	125.2	198.4	-0.9%	-10.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	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	1,315.0	1,277.0	1,260.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,281.6	1,236.3	1,230.0
수주(백만 달러)	383.0	197.0	186.6	165.4	474.0	250.0	400.0	400.0	826.0	764.0	932.0	1,524.0	2,100.0	2,650.0
수주잔고(백만 달러)	595.0	779.0	648.5	565.0	736.1	669.6	708.0	697.4	450.0	414.0	565.0	697.4	1,120.0	1,455.9
AMPC 반영(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	17.1	24.2	24.2	24.2	0.0	0.0	0.0	89.8	95.8	123.1
실적 요약														
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	464.2	517.9	573.0	969.1	1,195.0	1,374.9	1,905.6	2,312.7	3,158.7
매출 성장률(%YoY)	28.1	17.4	50.7	-9.9	13.0	41.7	60.3	38.4	21.2	23.3	15.1	38.6	21.4	36.6
타워 및 부품	295.2	309.3	315.2	406.3	325.6	440.4	486.0	541.6	865.5	1,099.5	1,325.9	1,793.6	2,167.2	2,969.4
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	7.9	24.9	23.7	31.9	31.4	103.5	95.6	49.0	112.0	145.6	189.2
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.5	45.4	47.2	67.6	97.6	101.1	42.1	184.7	268.0	359.5
영업이익률(%)	3.0	5.9	6.3	-1.6	7.0	9.8	9.1	11.8	10.1	8.5	3.1	9.7	11.6	11.4
영업이익 성장률(%YoY)	-70.8	-31.6	57.6	적전	166.5	135.1	133.3	흑전	62.3	3.6	-58.3	338.5	45.1	34.1
타워 및 부품	11.4	20.3	22.8	-3.5	23.9	44.2	44.9	64.4	88.1	100.6	50.9	177.5	253.4	340.6
씨에스베어링	-2.2	-0.9	-2.6	-3.1	0.7	1.2	2.2	3.1	9.5	0.5	-8.8	7.2	14.6	18.9
금융손익	-10.8	-10.8	-13.9	-5.3	-12.2	-12.1	3.6	-0.7	-11.0	-14.1	-40.9	-21.5	-12.5	-17.5
기타손익	0.2	-2.0	-5.9	10.6	0.5	-5.5	10.3	6.3	-27.6	2.5	2.8	11.7	19.0	15.8
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.3	0.0	-0.3	-1.7	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-1.2	1.2	-2.4	-1.0	-0.8	-1.3
세전이익	-1.7	6.5	0.1	-3.1	12.4	27.6	60.9	73.0	57.8	90.7	1.7	173.9	273.7	356.6
법인세비용	3.9	1.0	-1.0	6.4	4.3	7.6	16.7	20.1	24.2	24.8	10.3	48.7	75.3	98.1
당기순이익	-5.9	5.4	0.2	-9.5	8.1	20.0	44.1	52.9	33.6	64.7	-9.8	125.2	198.4	258.5
순이익률(%)	-1.9	1.6	0.1	-2.3	2.3	4.3	8.5	9.2	3.5	5.4	-0.7	6.6	8.6	8.2
순이익 성장률(% YoY)	적전	-76.8	-98.4	적전	흑전	271.2	26,646.0	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	58.5	30.3
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	-7.7	7.7	19.8	43.0	51.6	30.9	66.2	-1.0	122.1	192.7	251.3

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

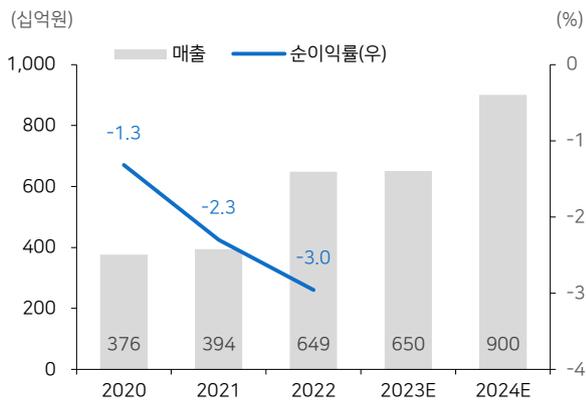
Bladt Industries 인수 통해 갑자기 넓어진 전방 시장

동사는 전일(7월 10일) 공시를 통해 269억원을 투자하여 덴마크 하부구조물 생산 업체 Bladt Holdings A/S의 지분을 100% 인수한다고 밝혔다. 2022년도 자본총계 기준 PBR 0.34배 수준이다. Bladt는 자켓, 모노파일 타입을 비롯하여 Transition Piece, OSS(Offshore Substation) 등 하부구조물 솔루션 전반을 제공할 수 있는 업체다. 경쟁사 SIF Holdings에 따르면 폴 CAPA 기준 유럽 시장 내 점유율은 약 8%이다. 다가오는 11월부터 씨에스윈드 재무제표에 연결 인식될 예정이다.

Bladt 제품에 대한 수요는 확실하다. 독일, 폴란드, 미국에서의 수주 성장을 바탕으로 현재 2024~2025년까지 생산 일정이 꽉 차 있다. 다만 납기가 늦어지는 등 생산에서의 문제로 인해 수익성 악화를 겪어왔다. 주요 생산 시설은 덴마크 Aalborg, Lindo에 각각 위치해 있는데, 특히 모노파일을 주로 생산하는 Lindo에서의 생산 문제가 심각했던 것으로 알려져있다. 타워의 대형화와 함께 모노파일의 지름도 점점 커지고, 기술적 난이도도 비례하여 높아지고 있다. 이를 감당하기 위해 경영진 교체가 필요한 시점이었다(기존 대주주는 사모펀드 Nordic Capital).

모노파일 타입의 하부구조물은 씨에스윈드의 주 사업 영역인 타워 제작과 두께가 다를 뿐 구조적인 유사성이 있다. 씨에스윈드의 기술적 강점인 Welding 등을 살릴 수 있다. 이에 더해 씨에스윈드 자체적인 브랜드 파워도 도움이 될 것이다. 인수 이후 1~2년 내 영업이익 흑자전환 가능성을 긍정적으로 평가한다

그림2 Bladt Industries 실적 추이 및 전망



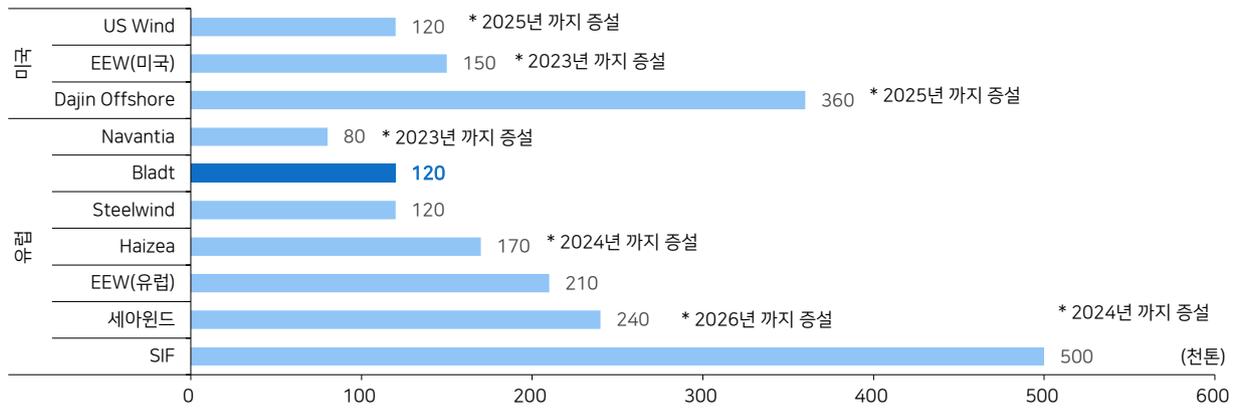
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Bladt Industries 부채비율 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주요 해상풍력 하부구조물 업체들의 생산 CAPA 현황 (증설분 반영 시)



자료: SIF Holdings(2023.3), 메리츠증권 리서치센터

그림5 Bladt 생산 모노파일(1)



자료: Bladt Industries, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Bladt 생산 모노파일(2)



자료: Bladt Industries, 메리츠증권 리서치센터

그림7 씨에스윈드 생산 풍력 타워

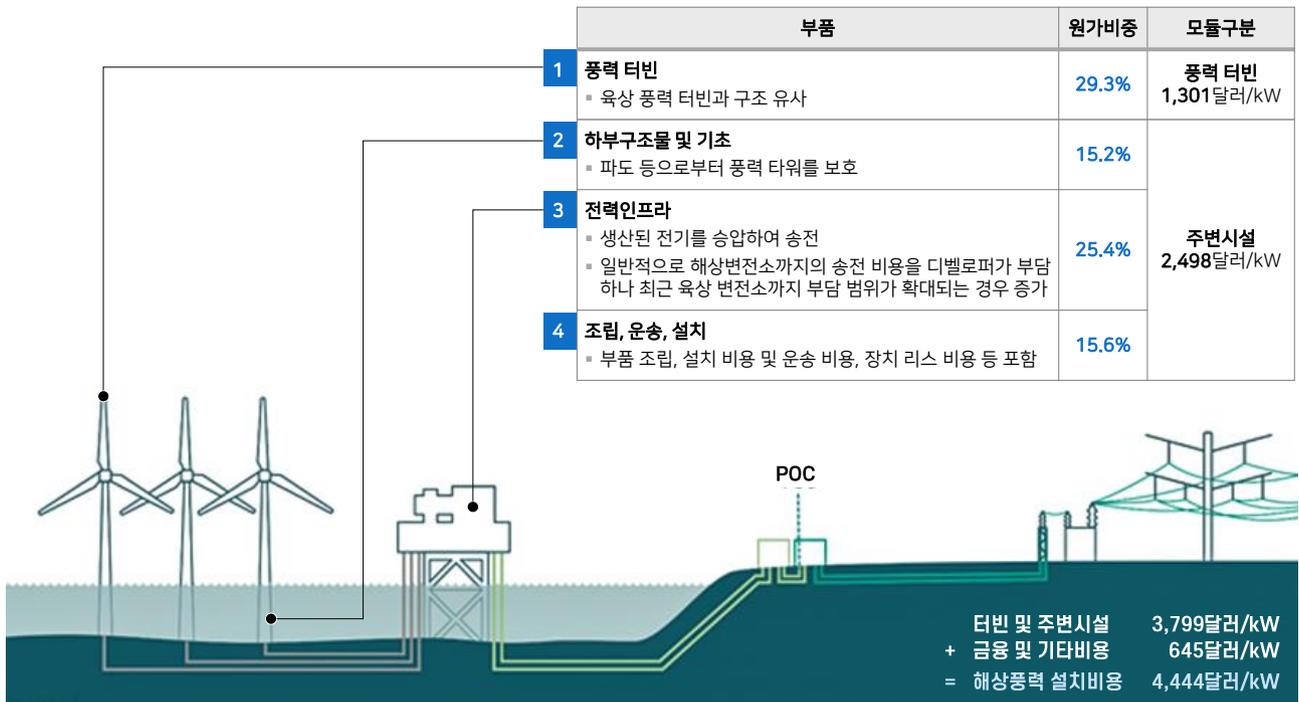


자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

리스크 요인이 있다면 Bladt의 악화된 재무 구조다. 지분 인수 금액은 270억원 정도이나, 단기적으로 차입금 상환(부채 총계는 5,000억원이지만, 총차입금 규모는 900억원 이하로 추정)과 공사 진행을 위한 운전자금 투입 등을 위해 추가적인 자금 지원이 있을 수 있다. 다만 그 규모가 1,000억원 이상의 대규모 지원일 가능성은 제한적이라고 판단하며, 이를 감안하더라도 인수 가격은 저렴하다는 판단이다. Bladt의 2024년 예상 매출액은 약 9,000억원이다.

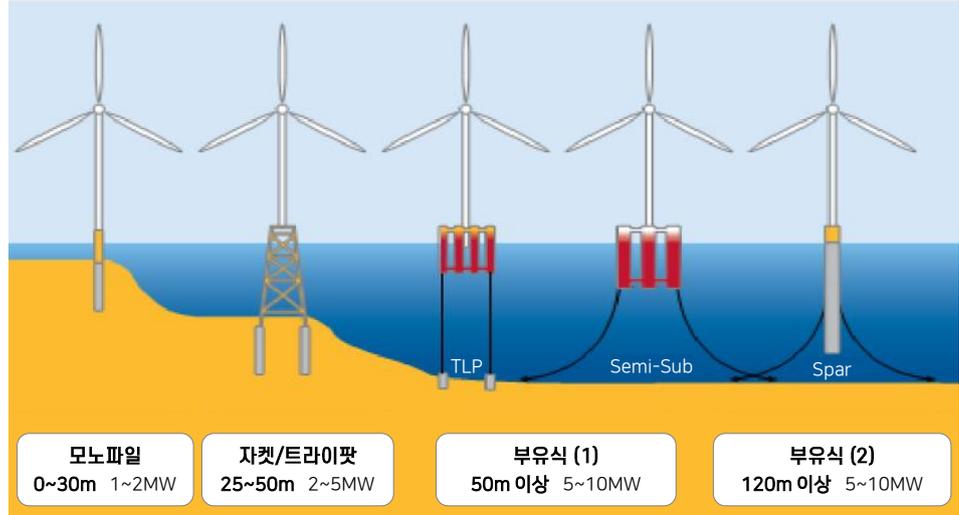
자세한 디테일보다 이번 인수로 인해 전망 시장이 대폭 확대된 점에 주목할 필요가 있다. 해상풍력 설치 원가에 있어 풍력 터빈의 비중은 대략 30%, 타워는 6% 수준이다. 그러나 하부구조물의 비중은 약 15%다. 가속도가 붙기 시작한 해상풍력 시장에 한 발자국을 더 담근 것이다. Bladt의 생산 정상화와 흑자 전환을 성공적으로 이끌어낸다면, 동사가 바라볼 수 있는 기업 가치의 상방은 지금과 비교할 수 없을 것이다.

그림8 해상풍력 설치 원가 구성



자료: NREL, 메리츠증권 리서치센터

그림9 해상풍력 하부구조물의 종류



자료: Arapogianni et al, 2013, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,905.6	2,312.7	3,158.7
매출액증가율 (%)	23.3	15.1	38.6	21.4	36.6
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,607.6	1,930.7	2,647.5
매출총이익	171.4	136.2	297.9	382.0	511.2
판매관리비	70.3	94.1	113.2	114.0	151.7
영업이익	101.1	42.1	184.7	268.0	359.5
영업이익률	8.5	3.1	9.7	11.6	11.4
금융손익	-14.1	-40.9	-21.5	-12.5	-17.5
중속/관계기업손익	1.2	-2.4	-1.0	-0.8	-1.3
기타영업외손익	2.5	2.8	11.7	19.0	15.8
세전계속사업이익	90.7	1.7	173.9	273.7	356.6
법인세비용	24.9	10.3	48.7	75.3	98.1
당기순이익	64.7	-9.8	125.2	198.4	258.5
지배주주지분 순이익	66.2	-1.0	122.1	192.7	251.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,254.3	1,382.9	1,735.0
현금및현금성자산	261.8	191.6	286.1	307.3	329.8
매출채권	388.8	362.2	408.5	450.3	633.2
재고자산	350.9	381.8	455.0	501.6	603.5
비유동자산	698.2	767.9	1,034.0	1,296.1	1,279.5
유형자산	510.0	532.2	756.9	1,019.6	1,004.4
무형자산	124.6	120.9	116.1	110.1	104.8
투자자산	6.9	15.3	19.5	24.9	28.8
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,288.3	2,679.0	3,014.6
유동부채	572.7	623.8	756.8	778.3	867.7
매입채무	193.9	272.2	324.4	357.6	430.3
단기차입금	180.7	232.7	289.3	252.3	252.3
유동성장기부채	7.2	26.9	28.8	28.8	28.8
비유동부채	254.7	231.0	471.2	662.7	671.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	181.5	261.5	261.5
부채총계	827.3	854.9	1,228.0	1,441.0	1,538.8
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	609.6	609.6	609.6
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	79.3	79.3	79.3
이익잉여금	267.8	239.2	340.6	512.6	743.3
비지배주주지분	49.6	48.1	52.3	58.0	65.1
자본총계	943.8	924.7	1,060.3	1,238.0	1,475.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-105.4	150.8	146.0	278.3	146.7
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	125.2	198.4	258.5
유형자산상각비	31.6	50.6	74.4	112.3	115.2
무형자산상각비	6.6	15.0	8.8	6.0	5.3
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-78.3	-38.5	-232.2
투자활동 현금흐름	-300.6	-105.3	-257.7	-381.0	-104.5
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-265.6	-375.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-8.4	-4.2	-5.4	-3.9
재무활동 현금흐름	567.8	-94.9	216.3	123.9	-19.6
차입금의 증감	202.4	36.2	291.8	144.6	1.1
자본의 증가	399.3	12.2	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.0	-70.2	94.4	21.2	22.6
기초현금	91.8	261.8	191.6	286.1	307.3
기말현금	261.8	191.6	286.1	307.3	329.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	28,896	32,603	45,186	54,841	74,901
EPS(지배주주)	1,601	-23	2,895	4,570	5,960
CFPS	3,218	2,832	6,751	9,734	11,727
EBITDAPS	3,368	2,554	6,354	9,160	11,381
BPS	21,204	20,786	23,903	27,981	33,450
DPS	600	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	41.0	-2,952.8	28.7	18.2	13.9
PCR	20.4	24.3	12.3	8.5	7.1
PSR	2.3	2.1	1.8	1.5	1.1
PBR	3.1	3.3	3.5	3.0	2.5
EBITDA	139.3	107.7	268.0	386.3	479.9
EV/EBITDA	21.4	30.0	15.0	10.8	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	13.0	17.6	19.4
EBITDA 이익률	11.7	7.8	14.1	16.7	15.2
부채비율	87.7	92.5	115.8	116.4	104.3
금융비용부담률	0.7	1.1	0.7	0.9	0.6
이자보상배율(x)	11.6	2.9	13.3	12.7	18.3
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	4.9	5.4	5.8
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	4.6	4.8	5.7

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 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

