

2023. 8. 10



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **111,000 원**

현재주가 (8.9) **72,000 원**

상승여력 **54.2%**

KOSPI 2,605.12pt

시가총액 30,363억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 56.98%

외국인비중 13.09%

52주 최고/최저가 88,400원/57,900원

평균거래대금 316.4억원

주요주주(%)

김성권 외 19 인 41.15

국민연금공단 12.22

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -13.0 1.0 17.5

상대주가 -15.7 -3.8 12.9

주가그래프



씨에스윈드 112610

2Q23 Review: 쇼크를 벗어나다

- ✓ 2Q23 연결 영업이익은 418억원을 기록하며 컨센서스(431억원)에 부합
- ✓ 베트남, 중국 법인 부진 등에도 불구하고 미국 법인 중심으로 QoQ 마진 개선
- ✓ 2Q23 글로벌 터빈 3사 모두 수주 성장 시현. 동사도 곧 동참 전망
- ✓ Siemens 터빈 이슈, 재무구조 우려 등으로 인한 최근 조정은 매수 기회
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 111,000원을 유지

연속됐던 쇼크를 벗어나 건조한 마진 개선을 이뤄낸 2분기

2Q23 연결 영업이익은 418억원(+116.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(431억원)에 부합했다. AMPC(생산세제혜택)는 276억원이 인식되었다. 1)베트남, 중국 법인의 부진으로 매출액(4,155억원)이 컨센서스(4,464억원)에 못미쳤고, 2)터키법인에서 일부 재고를 떨어내는 과정에서 이익률 악화요인이 있었음에도 불구하고 QoQ 마진 개선을 이뤄냈다는 점에서 긍정적으로 평가한다. 미국, 포르투갈 법인에서 매출 및 마진 개선이 점진적으로 나타나고 있는 것으로 추정한다. 수주는 1.64억달러로 전분기(4.74억 달러) 대비 크게 감소했는데, PO(Purchase Order)로 이어지지 않은 대규모 계약 건을 포함하면 기대치에 부합한 수준이다.

고객사들은 한발 앞서 성장세로 전환

2Q23에 글로벌 터빈 3사 Vestas, GE, Siemens는 모두 YoY 수주 성장을 보여줬다(각각 +8%, +222%, +89%). 해상풍력 시장 개화와 공급망 차질 완화가 주요 배경이다. 동사 역시 하반기와 2024년으로 갈수록 수주 성장세에 동참할 가능성이 높다. 2024년은 풍력 밸류체인이 손익이 극적으로 개선되는 한 해가 될 전망이다.

최근 주가 하락, 좋은 매수 기회

최근 주가 조정 배경은 1)Siemens 터빈 기술 이슈에 따른 풍력 산업 전반적 조정, 2)Bladt 인수 후 손익, 재무구조 악화에 대한 우려가 작용했다. 그러나 동사의 Siemens향 매출 성장은 해상 위주로 이루어지고(문제가 된 모델은 육상), 최근 신규 법인들의 점진적 마진 개선은 Bladt에 대한 긍정적 시선을 유지할 수 있는 근거가 되고 있다. 매수 기회다. 투자의견 Buy, 적정주가 111,000원을 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	1,850.8	158.0	99.9	2,369	흑전	23,376	30.4	3.1	14.9	10.7	114.3
2024E	3,141.9	261.6	172.4	4,087	72.6	26,972	17.6	2.7	9.9	16.2	139.9
2025E	4,064.5	381.8	247.0	5,856	42.8	32,337	12.3	2.2	7.5	19.7	120.6

표1 씨에스윈드 2Q23 실적 Review

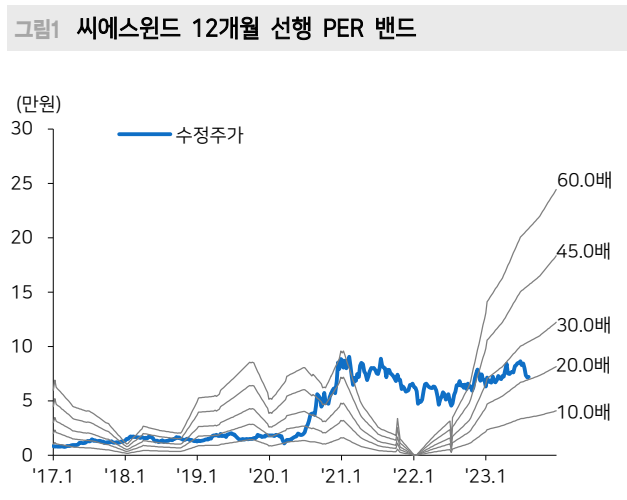
(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	415.5	327.5	26.9	350.5	18.6	446.4	-6.9	349.2	19.0
영업이익	41.8	19.3	116.6	24.5	70.5	43.1	-2.8	15.4	171.6
세전이익	22.1	6.5	239.4	12.4	78.0	38.4	-42.4	28.0	-21.0
순이익	20.6	6.6	214.4	7.7	168.8	26.1	-21.0	19.9	3.7

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,905.6	2,312.7	1,850.8	3,141.9	-2.9%	35.9%
영업이익	184.7	268.0	158.0	261.6	-14.5%	-2.4%
영업이익률	9.7%	11.6%	8.5%	8.3%	-1.2%p	-3.3%p
당기순이익	125.2	198.4	102.9	177.6	-17.8%	-10.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	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	1,300.0	1,260.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,287.4	1,236.3	1,230.0
수주(백만 달러)	383.0	197.0	186.6	165.4	474.0	164.0	400.0	400.0	826.0	764.0	932.0	1,438.0	2,100.0	2,650.0
수주잔고(백만 달러)	595.0	779.0	648.5	565.0	736.1	602.2	713.1	735.2	450.0	414.0	565.0	735.2	1,152.8	1,457.6
AMPC반영(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	17.1	27.6	22.5	27.0	0.0	0.0	0.0	94.2	98.4	129.6
실적 요약														
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	415.5	430.2	654.6	969.1	1,195.0	1,374.9	1,850.8	3,141.9	4,064.5
매출 성장률(%YoY)	28.1	17.4	50.7	-9.9	13.0	26.9	33.1	58.1	21.2	23.3	15.1	34.6	69.8	29.4
타워 및 부품	295.2	309.3	315.2	406.3	325.6	391.8	398.2	503.2	865.5	1,099.5	1,325.9	1,618.8	2,176.3	3,014.3
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
Bladt								120.0				120.0	820.0	861.0
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.5	41.8	39.3	52.3	97.6	101.1	42.1	158.0	261.6	381.8
영업이익률(%)	3.0	5.9	6.3	-1.6	7.0	10.1	9.1	8.0	10.1	8.5	3.1	8.5	8.3	9.4
영업이익 성장률(%YoY)	-70.8	-31.6	57.6	적전	166.5	116.6	94.1	흑전	62.3	3.6	-58.3	275.0	65.6	45.9
타워 및 부품	11.4	20.3	22.8	-3.5	23.9	40.6	37.0	55.2	88.1	100.6	50.9	156.7	246.4	337.0
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
Bladt								-6.0				-6.0	0.6	25.8
금융손익	-10.8	-10.8	-13.9	-5.3	-12.2	-15.6	-3.3	1.8	-11.0	-14.1	-40.9	-29.3	-24.5	-34.0
기타손익	0.2	-2.0	-5.9	10.6	0.5	-7.6	3.5	8.6	-27.6	2.5	2.8	5.1	8.6	3.2
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	22.1	39.3	62.5	57.8	90.7	1.7	136.3	244.9	349.7
법인세비용	3.9	1.0	-1.0	6.4	4.3	1.1	10.8	17.2	24.2	24.8	10.3	33.4	67.4	96.2
당기순이익	-5.9	5.4	0.2	-9.5	8.1	21.0	28.5	45.3	33.6	64.7	-9.8	102.9	177.6	253.5
순이익률(%)	-1.9	1.6	0.1	-2.3	2.3	5.1	6.6	6.9	3.5	5.4	-0.7	5.6	5.7	6.2
순이익 성장률(% YoY)	적전	-76.8	-98.4	적전	흑전	289.1	17,153.0	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	72.6	42.8
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	-7.7	7.7	20.6	27.6	43.9	30.9	66.2	-1.0	99.8	172.3	246.9

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,850.8	3,141.9	4,064.5
매출액증가율(%)	23.3	15.1	34.6	69.8	29.4
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,576.6	2,764.6	3,527.8
매출총이익	171.4	136.2	274.2	377.2	536.7
판매관리비	70.3	94.1	116.2	115.6	155.0
영업이익	101.1	42.1	158.0	261.6	381.8
영업이익률(%)	8.5	3.1	8.5	8.3	9.4
금융손익	-14.1	-40.9	-29.3	-24.5	-34.0
중속/관계기업손익	1.2	-2.4	2.6	-0.8	-1.3
기타영업외손익	2.5	2.8	5.1	8.6	3.2
세전계속사업이익	90.7	1.7	136.3	245.0	349.7
법인세비용	24.9	10.3	33.4	67.4	96.2
당기순이익	64.7	-9.8	102.9	177.6	253.6
지배주주지분 손이익	66.2	-1.0	99.9	172.4	247.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,120.2	1,381.1	1,700.9
현금및현금성자산	261.8	191.6	173.0	122.4	149.0
매출채권	388.8	362.2	401.8	547.3	717.5
재고자산	350.9	381.8	444.4	605.4	699.6
비유동자산	698.2	767.9	1,103.9	1,485.8	1,447.9
유형자산	510.0	532.2	824.6	1,203.9	1,166.1
무형자산	124.6	120.9	116.1	110.1	104.8
투자자산	6.9	15.3	21.7	30.3	35.5
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,224.1	2,867.0	3,148.9
유동부채	572.7	623.8	710.3	977.7	1,015.7
매입채무	193.9	272.2	316.8	431.6	498.7
단기차입금	180.7	232.7	239.3	352.3	302.3
유동성장기부채	7.2	26.9	28.8	28.8	28.8
비유동부채	254.7	231.0	475.8	694.4	705.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	181.5	281.5	281.5
부채총계	827.3	854.9	1,186.1	1,672.1	1,721.2
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	318.4	470.1	696.3
비지배주주지분	49.6	48.1	52.2	57.4	64.0
자본총계	943.8	924.7	1,038.0	1,194.9	1,427.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-105.4	150.8	154.4	178.9	201.7
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	102.9	177.6	253.6
유형자산상각비	31.6	50.6	76.7	135.7	137.8
무형자산상각비	6.6	15.0	8.8	6.0	5.3
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-49.9	-140.4	-194.9
투자활동 현금흐름	-300.6	-105.3	-329.9	-524.3	-105.8
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-335.6	-515.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-8.4	-6.3	-8.7	-5.2
재무활동 현금흐름	567.8	-94.9	167.0	294.8	-69.4
차입금의 증감	202.4	36.2	242.5	315.5	-48.7
자본의 증가	399.3	12.2	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.0	-70.2	-18.6	-50.6	26.6
기초현금	91.8	261.8	191.6	173.0	122.4
기말현금	261.8	191.6	173.0	122.4	149.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	28,896	32,603	43,887	74,502	96,381
EPS(지배주주)	1,601	-23	2,369	4,087	5,856
CFPS	3,218	2,832	6,099	9,892	12,491
EBITDAPS	3,368	2,554	5,773	9,564	12,444
BPS	21,204	20,786	23,376	26,972	32,337
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	30.4	17.6	12.3
PCR	20.4	24.3	11.8	7.3	5.8
PSR	2.3	2.1	1.6	1.0	0.7
PBR	3.1	3.3	3.1	2.7	2.2
EBITDA(십억원)	139.3	107.7	243.5	403.3	524.8
EV/EBITDA	21.4	30.0	14.9	9.9	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	10.7	16.2	19.7
EBITDA 이익률	11.7	7.8	13.2	12.8	12.9
부채비율	87.7	92.5	114.3	139.9	120.6
금융비용부담률	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	11.6	2.9	7.3	8.3	10.9
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	4.8	6.6	6.4
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	4.5	6.0	6.2

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 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.08.09	기업브리프	Buy	107,000	문경원	-31.1	-23.3	
2021.11.08	기업브리프	Buy	95,000	문경원	-37.3	-30.5	
2022.02.11	기업브리프	Buy	86,000	문경원	-28.3	-8.0	
2023.02.11	1년 경과				-18.1	-11.3	
2023.04.10	기업브리프	Buy	89,000	문경원	-13.7	-5.5	
2023.05.11	기업브리프	Buy	99,000	문경원	-21.3	-18.8	
2023.06.01	산업분석	Buy	111,000	문경원	-	-	