기업브리프

BUY(Maintain)

목표주가: 91,000원
주가(1/17): 71,700원

시가총액: 30,237억원

철강금속/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

RA 김소정
sojung.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/17)		2,379.39pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,100원	45,500원
등락률	-9.4%	57.6%
수익률	절대	상대
1M	-3.8%	-4.5%
6M	57.6%	54.4%
1Y	17.5%	42.8%

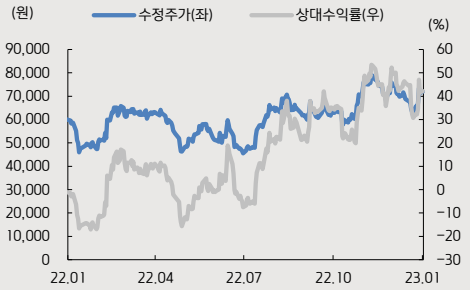
Company Data

발행주식수		42,171 천주
일평균 거래량(3M)		347천주
외국인 지분율		11.7%
배당수익률(2022E)		0.8%
BPS(2022E)		21,987원
주요 주주	김성권 외 22인	42.4%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	969.1	1,203.4	1,412.8	1,897.2
영업이익	97.6	101.0	74.9	144.8
EBITDA	126.9	139.1	192.0	198.6
세전이익	57.8	89.4	28.9	97.9
순이익	33.6	64.7	20.9	73.4
지배주주지분순이익	30.9	66.2	22.6	79.3
EPS(원)	845	1,601	536	1,880
증감률(%YoY	-3.3	89.4	-66.5	250.8
PER(배)	104.8	41.0	133.8	38.1
PBR(배)	7.83	3.10	3.26	2.97
EV/EBITDA(배)	25.5	21.5	11.2	17.3
영업이익률(%)	10.1	8.4	5.3	7.6
ROE(%)	8.2	10.1	2.5	8.2
순차입금비율(%)	31.7	17.5	-13.8	0.9

Price Trend



키움증권
2023. 1. 18

씨에스윈드 (112610)

본게임 전 몸풀기

4분기 영업이익은 기존 추정치를 하회할 전망입니다. 원부자재 수급 차질 지속, 신규 법인의 생산 비효율성 지속, 원/달러 환율 하락, 씨에스베어링 적자 지속 등이 원인입니다. 2023년에는 미국 법인의 실적 성장이 돋보일 것이며, 하반기로 갈수록 전사 실적이 개선될 것으로 전망합니다. 2024년부터의 본격적인 실적 성장, 업황 및 정책 모멘텀이 주가에 선반영될 것이기에, 중장기 관점에서 매수를 강조합니다.

>>> 4분기 영업이익, 예상치 하회 전망

동사의 4분기 실적은 매출액 4,524억원(QoQ 40%, YoY -3%), 영업이익은 269억원(QoQ 40%, YoY 1%)으로, 영업이익은 키움증권 기존 추정치(314억원)와 시장 컨센서스(292억원)를 하회할 전망이다.

1) 플랜지 등 원부자재 수급 차질 현상 지속으로 프로젝트 매출 인식이 지연될 것으로 예상하며, 2) 2021년 인수한 신규 법인의 생산 비효율성 지속도 영향을 미칠 것이다. 3) 원/달러 환율 하락도 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망하며, 4) 자회사인 씨에스베어링의 적자 또한 지속될 것으로 보인다. 2022년 연간 수주는 약 9억 달러 내외로, 인플레이션과 공급망 차질, 해상운송비 상승, 금리인상 등으로 인해 연초 목표였던 13억 달러에 미치지 못할 것으로 판단한다.

>>> 올해 미국 법인의 실적 성장 가시성 높아

동사의 2023년 실적은 매출액 1조 8,972억원(YoY 34%), 영업이익 1,448억원(YoY 93%)으로 전망한다. 1) 2022년 기준 전사 매출액의 약 30%를 차지하는 미국 법인의 매출액이 IRA 효과로 인한 신규 수주 및 ASP가 높은 GE향 물량 증가로 2023년 두 배 가까이 증가할 것으로 예상한다. 1분기 내 AMTC(Advanced Manufacturing Production Tax Credit, 생산세제혜택) 가이드라인이 제시된다면 미국 법인의 추가적인 실적 개선이 있을 것으로 전망한다. 2) 풍력 업황의 선행지표로 여겨지는 Vestas의 4Q22 수주가 QoQ 78%, YoY 18% 증가하여 동사의 23년도 수주 확대에 영향을 미칠 것이라는 점도 긍정적이며, 3) 원부자재 수급 차질 현상 완화, 판가 인상, 신규 법인의 효율성 상승 등에 힘입어 23년 하반기로 갈수록 실적이 개선될 것으로 전망한다. 4) 또한 동사는 수익성 개선을 위해 부진한 말레이시아 법인을 정리하고자 하는 계획을 가지고 있다.

>>> 2024년 실적 개선 기대감이 주가에 선반영 될 것

투자의견 'Buy'와 목표주가 91,000원을 유지한다. 1분기 내 AMTC 가이드라인이 제시된다면 주가 모멘텀이 있을 것으로 전망한다. 또한 동사는 2024년부터 미국 풍력 설치량 급증 및 Siemens Gamesa와의 공급 계약 실적 반영으로 본격적인 실적 성장세가 이루어질 것이다. 실적 개선에 대한 기대감이 주가에 선반영 될 것으로 예상하여, 중장기 관점에서 매수를 강조한다.

씨에스윈드 4Q22 실적 Preview

(단위: 십억원)	4Q22	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q22	%QoQ	4Q21	%YoY
매출액	452.4	529.9	-14.6%	464.1	-2.5%	323.1	40.0%	214.5	110.9%
영업이익	26.9	31.4	-14.3%	28.3	-4.9%	20.2	33.2%	12.8	110.2%
영업이익률	5.9%	5.9%		6.1%		6.3%		6.0%	
세전이익	24.8	50.0	-50.5%	31.4	-21.1%	0.1	24668.4%	12.1	104.8%
지배순이익	15.9	21.8	-26.9%	15.0	6.2%	5.4	194.9%	10.3	54.6%

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	309.8	327.5	323.1	452.4	361.9	431.0	474.2	630.1
영업이익	8.5	19.3	20.2	26.9	18.8	29.2	37.9	58.8
영업이익률	2.7%	5.9%	6.3%	5.9%	5.2%	6.8%	8.0%	9.3%
세전이익	-1.7	6.5	0.1	24.8	9.9	16.5	25.3	46.2
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	15.9	7.9	15.9	23.0	32.5

자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	312.2	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,412.8	1,897.2
영업이익	35.4	32.7	60.1	97.6	101.0	74.9	144.8
영업이익률	11.3%	6.5%	7.5%	10.1%	8.4%	5.3	7.6
세전이익	41.9	6.8	39.9	57.8	89.4	28.9	97.9
지배순이익	38.9	5.9	31.9	30.9	66.2	22.6	79.3
지배주주 EPS(원)	2,253	343	874	845	1,601	536	1,880
지배주주 BPS(원)	17,454	17,476	19,726	23,900	21,204	21,987	24,113
지배주주 ROE(원)	13.0	2.0	9.9	8.2	10.1	2.5	8.2

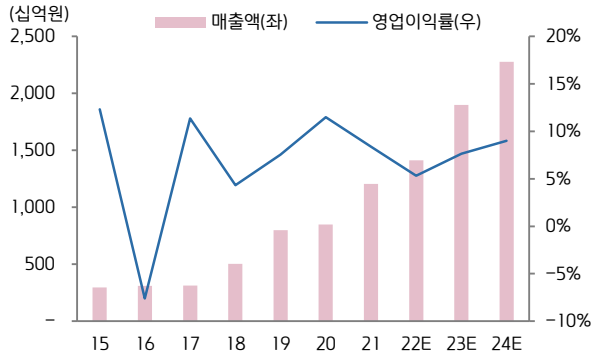
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% 차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,490.4	2,071.6	1,412.8	1,897.2	-5.2%	-8.4%
영업이익	79.4	151.2	74.9	144.8	-5.6%	-4.2%
영업이익률	5.3	7.3	5.3	7.6		
세전이익	60.5	139.9	28.9	97.9	-52.2%	-30.0%
지배순이익	44.8	107.3	22.6	79.3	-49.5%	-26.1%
지배주주 EPS(원)	1,063	2,544	536	1,880	-49.6%	-26.1%
지배주주 BPS(원)	22,514	25,305	21,987	24,113	-2.3%	-4.7%
지배주주 ROE(%)	4.9	10.6	2.5	8.2		

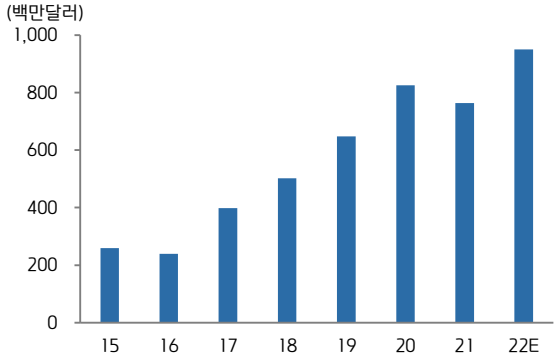
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 실적 추이 및 전망



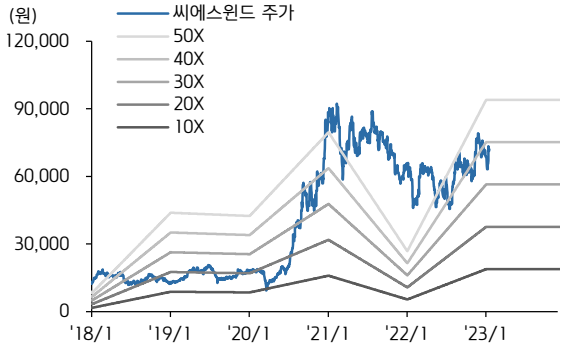
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 수주 추이 및 전망



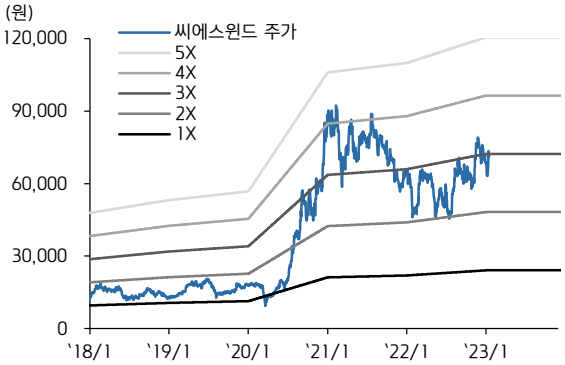
자료: 씨에스윈드, 키움증권

씨에스윈드 PER 밴드



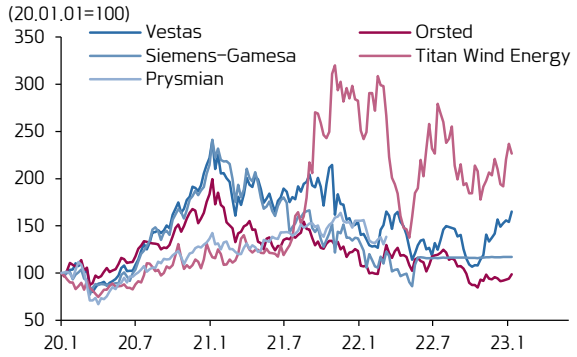
자료: Quantiwise, 키움증권

씨에스윈드 PBR 밴드



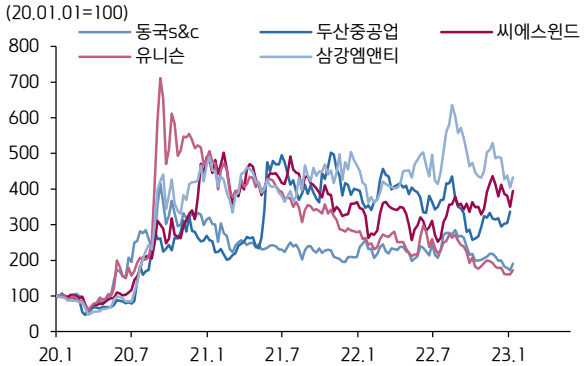
자료: Quantiwise, 키움증권

해외 풍력 관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

국내 풍력 관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	969.1	1,203.4	1,412.8	1,897.2	2,276.7
매출원가	821.1	1,031.2	1,259.3	1,677.2	1,901.0
매출총이익	148.0	172.3	153.5	220.1	375.7
판관비	50.4	71.3	18.4	95.2	182.5
영업이익	97.6	101.0	74.9	144.8	193.5
EBITDA	126.9	139.1	192.0	198.6	235.6
영업외손익	-39.8	-11.6	-46.0	-46.9	-47.5
이자수익	0.4	1.7	3.4	2.6	2.0
이자비용	8.6	8.9	8.9	8.9	8.9
외환관련이익	47.9	39.4	28.6	28.6	28.6
외환관련손실	48.3	46.5	36.7	36.7	36.7
종속 및 관계기업손익	-1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
기타	-30.0	1.5	-33.6	-33.7	-33.7
법인세차감전이익	57.8	89.4	28.9	97.9	146.0
법인세비용	24.2	24.6	8.0	24.5	36.5
계속사업순손익	33.6	64.7	20.9	73.4	109.5
당기순이익	33.6	64.7	20.9	73.4	109.5
지배주주순이익	30.9	66.2	22.6	79.3	118.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.2	24.2	17.4	34.3	20.0
영업이익 증감율	62.3	3.5	-25.8	93.3	33.6
EBITDA 증감율	55.5	9.6	38.0	3.4	18.6
지배주주순이익 증감율	-3.2	114.2	-65.9	250.9	49.2
EPS 증감율	-3.3	89.4	-66.5	250.8	49.1
매출총이익율(%)	15.3	14.3	10.9	11.6	16.5
영업이익률(%)	10.1	8.4	5.3	7.6	8.5
EBITDA Margin(%)	13.1	11.6	13.6	10.5	10.3
지배주주순이익률(%)	3.2	5.5	1.6	4.2	5.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	547.2	1,072.9	1,036.2	1,033.0	1,037.2
현금 및 현금성자산	91.8	261.8	562.4	417.9	311.5
단기금융자산	10.2	16.6	16.6	16.6	16.6
매출채권 및 기타채권	203.4	398.4	0.0	0.0	0.0
재고자산	204.5	350.9	412.0	553.2	663.8
기타유동자산	37.3	45.2	45.2	45.3	45.3
비유동자산	333.5	701.0	802.8	967.9	1,144.7
투자자산	12.9	6.9	225.8	444.7	663.5
유형자산	272.5	510.0	451.9	402.7	361.0
무형자산	21.0	127.4	68.4	63.8	63.5
기타비유동자산	27.1	56.7	56.7	56.7	56.7
자산총계	880.7	1,773.9	1,839.0	2,000.8	2,181.9
유동부채	332.2	572.7	606.4	684.4	745.6
매입채무 및 기타채무	158.5	316.3	350.0	428.0	489.2
단기금융부채	148.4	209.6	209.6	209.6	209.6
기타유동부채	25.3	46.8	46.8	46.8	46.8
비유동부채	104.9	254.4	254.4	254.4	254.4
장기금융부채	94.0	234.2	234.2	234.2	234.2
기타비유동부채	10.9	20.2	20.2	20.2	20.2
부채총계	437.1	827.1	860.8	938.9	1,000.0
지배지분	413.1	894.2	927.2	1,016.9	1,145.6
자본금	8.6	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	210.4	597.3	597.3	597.3	597.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-24.5	8.0	43.2	78.5	113.8
이익잉여금	218.6	267.9	265.6	320.0	413.4
비지배지분	30.4	52.6	50.9	45.1	36.3
자본총계	443.5	946.8	978.2	1,062.0	1,181.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	24.0	-105.4	512.3	66.9	104.9
당기순이익	33.6	64.7	20.9	73.4	109.5
비현금항목의 가감	93.8	68.8	132.9	87.1	87.9
유형자산감가상각비	27.8	31.6	58.1	49.2	41.7
무형자산감가상각비	1.5	6.5	59.0	4.6	0.4
지분법평가손익	-1.2	-6.2	0.0	0.0	0.0
기타	65.7	36.9	15.8	33.3	45.8
영업활동자산부채증감	-79.6	-193.4	371.5	-63.2	-49.5
매출채권및기타채권의감소	-57.3	-158.4	398.4	0.0	0.0
재고자산의감소	-96.6	-106.9	-61.1	-141.2	-110.6
매입채무및기타채무의증가	64.4	49.5	33.7	78.0	61.1
기타	9.9	22.4	0.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-23.8	-45.5	-13.0	-30.4	-43.0
투자활동 현금흐름	-110.3	-300.6	-424.9	-424.9	-424.9
유형자산의 취득	-110.2	-92.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	6.0	-218.9	-218.9	-218.9
단기금융자산의감소(증가)	-0.7	-6.4	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-206.1	-206.0	-206.0	-206.0
재무활동 현금흐름	109.4	567.8	-26.9	-26.5	-26.5
차입금의 증가(감소)	78.3	124.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	462.4	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	44.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.1	-17.3	-25.3	-24.9	-24.9
기타	-6.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타현금흐름	-15.2	8.1	240.0	240.0	240.0
현금 및 현금성자산의 순증가	7.9	170.0	300.6	-144.4	-106.4
기초현금 및 현금성자산	83.9	91.8	261.8	562.4	417.9
기말현금 및 현금성자산	91.8	261.8	562.4	417.9	311.5

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	845	1,601	536	1,880	2,804
BPS	11,314	21,204	21,987	24,113	27,164
CFPS	3,490	3,228	3,648	3,805	4,682
DPS	1,000	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	104.8	41.0	133.8	38.1	25.6
PER(최고)	108.0	67.5	150.2		
PER(최저)	9.1	34.5	84.9		
PBR	7.83	3.10	3.26	2.97	2.64
PBR(최고)	8.07	5.09	3.66		
PBR(최저)	0.68	2.60	2.07		
PSR	3.34	2.26	2.14	1.59	1.33
PCFR	25.4	20.4	19.7	18.8	15.3
EV/EBITDA	25.5	21.5	11.2	17.3	13.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	51.4	39.1	118.8	33.9	22.7
배당수익률(%,보통주,현금)	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	4.2	4.9	1.2	3.8	5.2
ROE	8.2	10.1	2.5	8.2	10.9
ROIC	11.0	9.1	6.3	17.4	22.9
매출채권회전율	5.3	4.0	7.1		
재고자산회전율	6.0	4.3	3.7	3.9	3.7
부채비율	98.6	87.4	88.0	88.4	84.6
순차입금비율	31.7	17.5	-13.8	0.9	9.8
이자보상배율	11.4	11.4	8.4	16.3	21.8
총차입금	242.4	443.8	443.8	443.8	443.8
순차입금	140.4	165.4	-135.1	9.3	115.7
NOPLAT	126.9	139.1	192.0	198.6	235.6
FCF	-101.6	-173.0	542.8	99.2	137.7

Compliance Notice

- 당사는 1월 17일 현재 '씨에스윈드(112610)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

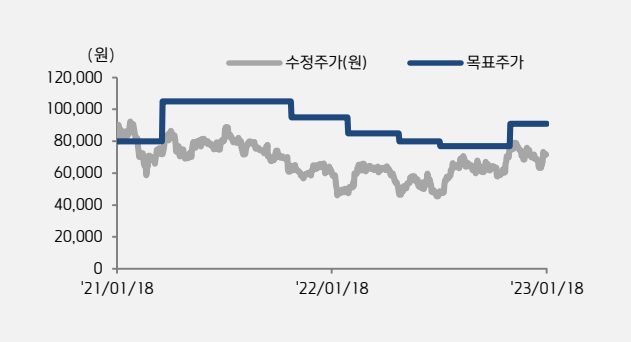
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고 주가대비
씨에스윈드 (112610)	2021-04-05	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-25.78	-15.43
	2021-09-28	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-25.95	-15.43
	2021-11-10	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-37.99	-30.53
	2022-02-14	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-30.31	-22.59
	2022-03-22	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-29.32	-22.59
	2022-05-12	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-35.00	-25.38
	2022-07-21	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-29.77	-19.61
	2022-08-10	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-18.95	-1.56
	2022-11-17	Buy(Maintain)	91,000원	6개월	-21.11	-13.08
	2023-01-18	Buy(Maintain)	91,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

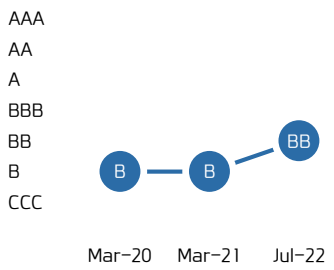
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

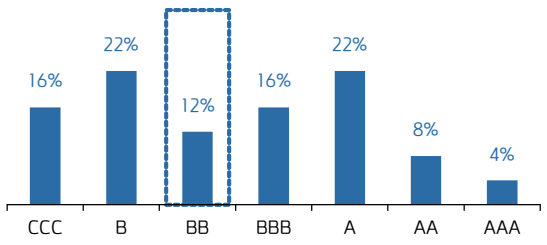
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주: MSCI Index 내 전기장비 기업 50개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	5.2	5		
환경	5.1	5.9	36.0%	
친환경 기술 관련 기회	6.2	6.3	24.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.9	5.2	12.0%	
사회	6.3	4.9	23.0%	
노무관리	6.3	5.2	23.0%	
지배구조	4.6	4.6	41.0%	▲1.0
기업 지배구조	6.1	5.9		▲1.3
기업 활동	3.9	4.6		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 Peer 주요 5개사 (전기 장비)	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	노무관리	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Pylon Technologies Co Ltd	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
Siemens Energy AG	● ● ●	● ● ●	●	● ● ●	● ●	A	▲
ZHEJIANG CHINT ELECTRICS CO., LTD	● ● ● ●	● ●	●	●	● ● ●	BB	◀▶
CS Wind Corporation	● ●	●	● ● ● ●	● ●	● ●	BB	▲
Dongfang Electric Corporation Limited	● ● ● ●	● ●	●	●	● ●	B	◀▶
Zhuzhou CRRC Times Electric Co., Ltd.	● ● ●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치