

씨에스윈드

NR

112610 기업분석 | 기계

목표주가

-

현재주가(03/26)

37,200원

Up/Downside

-

2019. 03. 27

해상풍력 시장의 린치핀

기업 개요

2003년부터 풍력타워 제조: 씨에스윈드의 전신은 1989년에 설립된 중산정공이다. 2003년에 베트남 법인을 설립하며 풍력타워 제조를 시작했다. 베트남에 풍력타워 제조 공장을 보유한 유일한 회사로서 원가 경쟁력이 높고, 진입장벽이 높은 해상풍력타워 제조 기술로 공급 레퍼런스를 가장 많이 확보했다. 주요 고객사는 전 세계 Big 3 풍력발전사인 Vestas와 Siemens Gamesa, GE 등이다.

투자포인트

해상풍력타워 시장을 선점: 1) 2016~18년에 보조금 축소와 경매제 도입 등으로 부진했던 풍력 설치 시장이 2019년부터 크게 늘어난다. 특히 해상풍력 중심의 성장과 터빈 대형화로 씨에스윈드가 수혜를 입는다. 2) 상대적으로 이익률이 높은 유럽 수주 비중이 크게 늘고 있다. 씨에스윈드가 과점하고 있는 영국 해상풍력 시장을 포함한 유럽 해상풍력 타워 시장은 2019~30년에 약 7조원 규모다. 3) 원전 폐쇄를 결정하고 대규모 해상풍력 발전단지를 조성하는 대만 시장도 독점할 전망이다.

실적과 의견

2019년 영업이익은 650~700억원: 2019년 매출액은 7천억원 초반, 영업이익 650~700억원(OPM 9~10%)을 예상한다. 2018년말 수주금액이 약 5천억원까지 늘었고, 이익률이 높은 유럽형 수주 비중이 크게 상승했다. 지난해 100억원의 영업손실과 160억원의 자산손상차손을 기록한 캐나다 법인은 정리가 완료되어 연내 매각 계획이다. 해상풍력 정책을 더욱 강화한 영국과 원전을 완전 폐쇄하고 대규모 해상풍력단지를 조성하고 있는 대만에서 독과점적 지위를 유지하고 있어 2020년에는 매출 1조원, 영업이익 천억원까지도 가능할 전망이다.

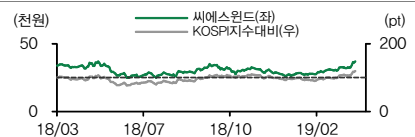
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec					
매출액	329	297	311	312	502
(증가율)	11.1	-9.7	4.7	0.3	60.9
영업이익	69	36	-24	35	33
(증가율)	97.1	-47.8	적전	흑전	-5.7
지배주주순이익	57	21	-17	39	6
EPS	3,914	1,236	-999	2,253	343
PER (H/L)	10.0/6.1	33.9/15.4	NA / NA	14.0/7.0	117.7/70.6
PBR (H/L)	2.3/1.4	2.2/1.0	1.6/0.9	1.8/0.9	2.3/1.4
EV/EBITDA (H/L)	5.7/3.7	13.1/5.6	NA/NA	10.6/5.2	17.0/11.8
영업이익률	20.9	12.3	-7.6	11.3	6.5
ROE	26.4	6.9	-5.5	13.0	2.0

Stock Data

52주 최저/최고	24,800/37,200원
KOSDAQ /KOSPI	737/2,149pt
시가총액	6,430억원
60일-평균거래량	56,997
외국인지분율	7.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.9%p
주요주주	김성권 외 20 인 51.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	22.6	43.4	9.4
상대기준	27.0	35.3	24.1

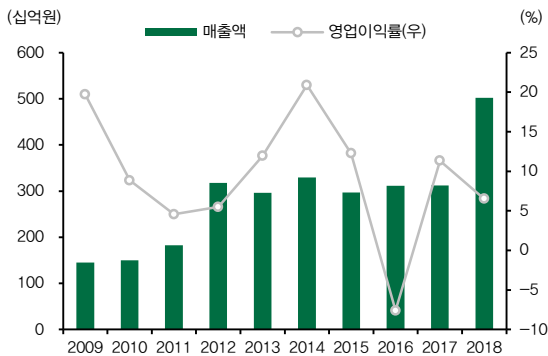
기업 개요

2003년부터 풍력타워 제조

씨에스윈드의 전신은 1989년에 설립된 중산정공이다. 극동건설의 중동 건설현장에서 활동하던 김성권 회장이 철구조물을 생산하는 중산정공을 창업했다. 풍력발전 시장의 잠재 성장성을 보고 2003년에 베트남 법인을 설립하며 풍력타워 제조를 시작했다. 2004년 덴마크 풍력발전회사 Vestas사와 풍력타워 5년간 장기공급계약을 체결했는데, 현재 글로벌 1위인 Vestas는 여전히 주요 고객사 중 하나다. 현재 가장 큰 고객사는 Vestas와 Siemens Gamesa(SGRE), General Electric(GE) 등이다.

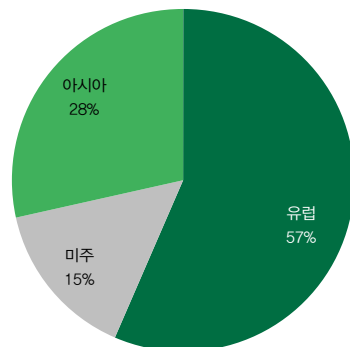
씨에스윈드의 핵심 경쟁력은 타워 업체 중 유일하게 베트남에 제조 공장을 보유해 원가 경쟁력이 높고, 가장 많은 국가에 대규모 생산능력을 확보하고 있으며 진입장벽이 높은 해상풍력타워 시장을 선점한 것이다. 이를 기반으로 2016~18년에 풍력 시장이 보조금 축소와 경매제 확대로 일시적으로 부진했음에도 2018년 매출을 60% 늘릴 수 있었다. 특히 이익률이 높은 유럽 수주가 크게 늘었다. Vestas 향 매출이 2년 만에 두 배 늘었고, 2016년에 스페인 최대 풍력터빈 제조사 가메사를 인수한 지멘스의 수주도 같은 기간 두 배 늘어 2018년에 사상 처음으로 5천억원 매출을 돌파했다.

도표 1. 매출액과 영업이익률 추이



자료: 씨에스윈드, DB 금융투자

도표 2. 지역별 매출 비중('18년 말 기준)



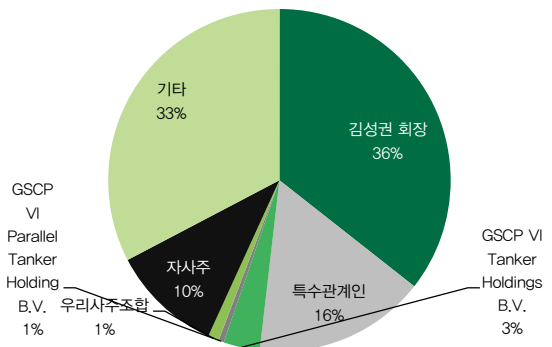
자료: 씨에스윈드, DB 금융투자

도표 3. 주요 연혁

시기	주요 연혁
1988년	중산정공 설립(씨에스윈드 전신)
2003년 12월	CS Wind Tower Co., Ltd. 설립(베트남 법인)
2004년 10월	덴마크 Vestas Towers A/S와 풍력타워 공급 계약
2006년 9월	CS Wind Tech Co., Ltd. (중국 법인)
2010년 12월	CS Wind Canada Inc. 설립(캐나다 법인)
2011년 6월	미국 GE Energy 풍력타워 첫 수주, 공급 개시
2012년 4월	Siemens와 영국 풍력타워 공장 설립 의향서 체결
2013년 12월	Gamesa에 풍력타워 공급 재개
2015년 9월	미국의 베트남산 타워 덤핑 연례재심 무혐의 판정
2016년 4월	CS WIND UK 신설(영국 법인)
2017년 1월	CS WIND Malaysia 신설
2018년 6월	CS WIND Turkey 신설

자료: 씨에스윈드, DB 금융투자

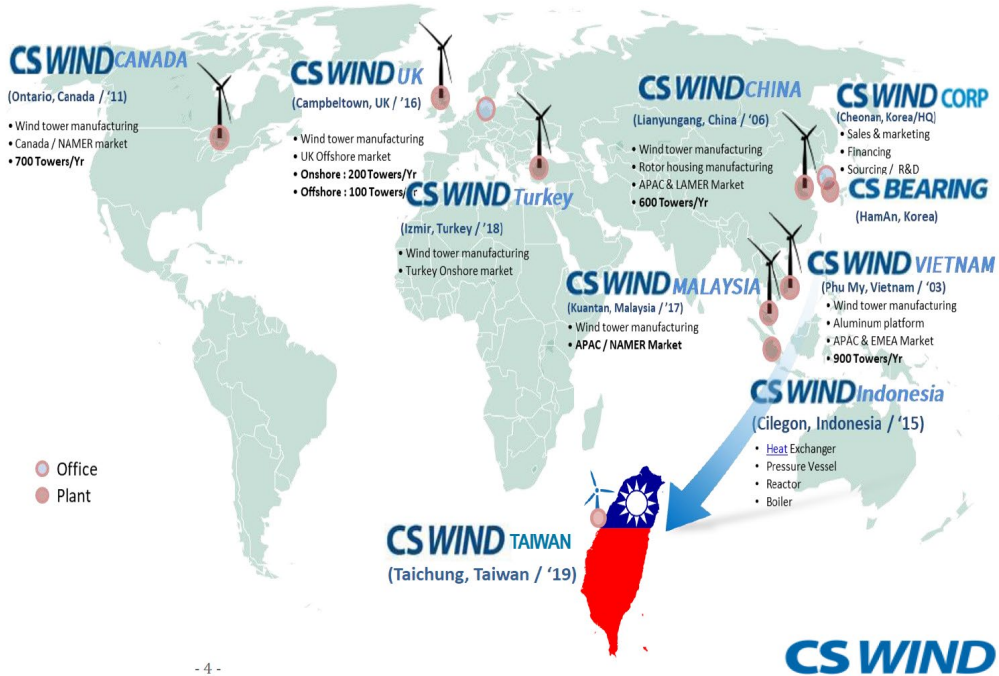
도표 4. 주요 주주 현황('18년 말 기준)



자료: 씨에스윈드, DB 금융투자 주: 2018년 405억원 규모로 발행한 교환사채는 자사주 94만6261주(지분율 7.43%)를 기초자산으로 삼음

도표 5. 전 세계 사업장 현황

- 전 세계 사업장 현황



- 4 -

자료: 씨에스윈드, DB금융투자

도표 6. 주요 종속법인 현황

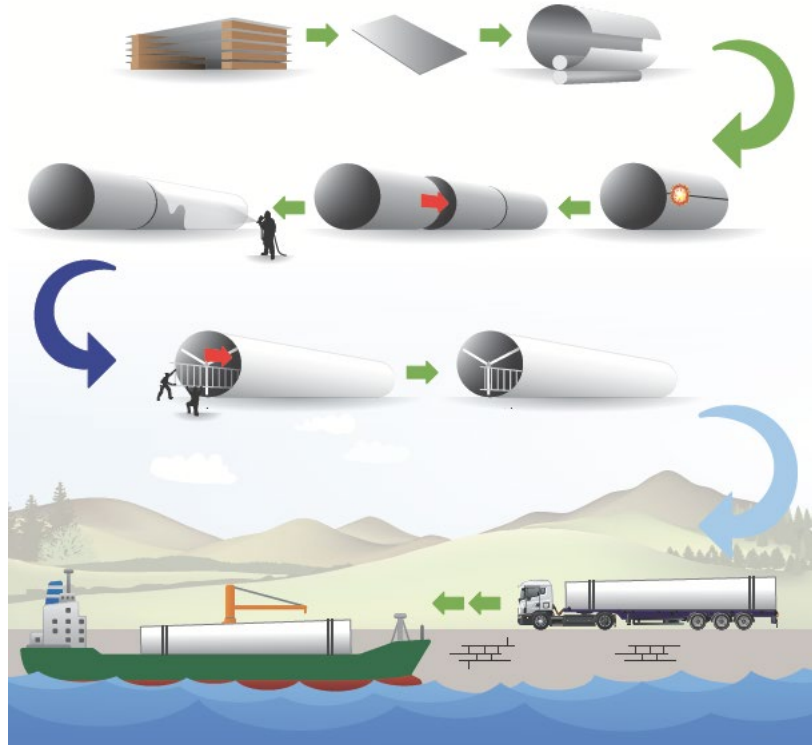
(단위: 십억원 %)

법인명	설립일	소재국	취득원가	지분율	매출액			당기순이익			총자산
					2016	2017	2018	2016	2017	2018	
CS Wind Vietnam Co., Ltd.	2007.04.17	베트남	36.9	100.0	49.5	32.4	56.0	1.3	6.0	10.1	75.8
CS Wind China Co., Ltd.	2006.09.28	중국	34.7	100.0	26.5	50.9	74.7	-0.6	5.4	4.6	69.8
CS Wind Canada Inc.	2010.12.09	캐나다	24.6	100.0	67.0	82.2	2.0	-1.5	12.7	-16.4	30.9
CS Wind Mexico S.A.de.C.V	2010.05.19	멕시코	9.2	100.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.0	5.7
CS Wind Europe Ltd.	2015.04.02	영국	0.9	100.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.0	0.0	0.0
CS Wind UK Ltd.	2016.04.01	영국	0.0	100.0	26.7	16.7	60.8	-1.0	-0.3	10.4	64.6
PT. Daekyung Indah Heavy Industry	2015.07.31	인도네시아	16.6	99.0	27.9	16.0	14.6	2.7	0.4	0.2	38.0
FAMOUS FLEET SDN. BHD.	2016.12.01	말레이시아	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0
CS Wind Malaysia SDN. BHD.	2017.01.03	말레이시아	2.6	100.0	0.0	7.7	14.9	0.0	-0.1	1.2	43.8
PNC Globiz	2017.01.06	중국	0.3	100.0	0.0	2.4	0.0	0.0	0.1	-0.0	0.2
씨에스베어링	2018.03.31	한국	22.0	51.1	0.0	0.0	54.5	0.0	0.0	2.9	61.1
씨에스에너지(주)(구, 씨에스고성풍력발전)	2018.04.03	한국	2.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	1.9
CS Wind Turkey KULE IMALATI AS.	2018.06.30	터키	9.8	100.0	0.0	0.0	4.6	0.0	0.0	0.0	11.6
CS Wind Taiwan	4Q18	대만	5.6	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.1

자료: 씨에스윈드, DB금융투자

풍력 타워 제조 사업 구조

도표 7. 타워 제조와 공급 과정



자료: CS WIND UK, DB금융투자

도표 8. 풍력 터빈 주요 부품군

(단위: %)

구분	비용 비중	역할	주요 부품
로터 모듈	28.3	바람이 가진 에너지를 회전력으로 변환시켜 주는 모듈	
블레이드	18.0	풍력 에너지를 기계적 에너지로 변환하는 장치	
피치 어셈블리	6.0	풍속에 따라 블레이드의 경사각을 조절해 발전량을 제어하는 장치	피치, 피치 모터
허브 어셈블리	4.3	블레이드를 로터 축에 고정하는 장치	로터 허브, 로터 베어링
너셀 모듈	49.2	회전력을 전기에너지로 변환하는 장치들을 내장한 모듈	
너셀 구조 어셈블리	9.8	너셀 내부 부품들의 파손을 방지하는 장치	메인프레임, 너셀 하우징
구동 어셈블리	19.1	회전 속도를 높여 회전에너지를 전력 장치에 전달하는 장치	기어박스, 메인샤프트, 샤프트 베어링
전력 어셈블리	17.3	전달된 회전력을 전기에너지로 변환하는 장치	발전기, 변압기, 컨버터
요 어셈블리	3.0	풍향 변화를 감지해 너셀을 바람 방향으로 회전시키는 장치	요 모터, 요 베어링
타워 모듈	22.4	풍력발전기를 지탱해주는 구조물	타워, 타워 플랜지

자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 9. 최근 1년간 수주 공시 목록

(단위: 십억원)

계약(수주)일	지역	계약금액	시작일	종료일	계약기간	계약상대	주요 생산지(조건)
2019-03-15	호주	4.4	2019-03-15	2019-06-28	약 4개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2019-03-11	미국	3.9	2019-03-11	2019-07-25	약 5개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2019-03-08	미국	20.8	2019-03-08	2019-11-01	약 8개월	글로벌 풍력터빈 제조업체	베트남
2019-02-18	모로코	7.4	2019-02-18	2019-06-28	약 4개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남, 중국
2019-02-14	미국	7.0	2019-02-14	2019-07-26	약 5개월	GE Renewables North America, LLC	말레이시아
2019-02-13	스웨덴	7.7	2019-02-13	2019-07-12	약 5개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남
2019-02-08	호주	3.5	2019-02-08	2019-06-28	약 5개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2019-02-07	미국	3.7	2019-02-07	2019-06-06	약 4개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2019-01-31	스웨덴	9.2	2019-01-31	2019-06-07	약 4개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남
2019-01-08	인도	7.8	2019-01-08	2019-06-30	약 6개월	GE India Industrial Pvt Ltd	중국
2018-11-30	대만	15.9	2018-11-30	2019-04-22	약 5개월	Siemens Gamesa Renewable Energy	베트남
2018-11-27	노르웨이	31.8	2018-11-27	2019-06-14	약 7개월	Siemens Gamesa Renewable Energy	중국
2018-11-22	미국	13.7	2018-11-21	2019-04-26	약 5개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-11-12	미국	28.0	2018-11-12	2019-06-07	약 7개월	GE Renewables North America, LLC	말레이시아
2018-10-25	스웨덴	8.6	2018-10-25	2019-04-18	약 6개월	GE Wind Energy GmbH	중국
2018-09-21	오스트레일리아	6.4	2018-09-21	2019-02-15	약 5개월	General Electric International, Inc.	베트남
2018-09-25	북미	4.7	2018-09-25	2019-03-01	약 5개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-09-12	스웨덴	40.7	2018-09-12	2019-04-19	약 7개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남
2018-08-30	호주	17.5	2018-08-30	2019-03-21	약 7개월	Goldwind International Penonome Limited	중국
2018-09-07	영국	27.0	2018-09-07	2019-08-30	약 12개월	Siemens Gamesa Renewable Energy Limited	영국
2018-08-27	스웨덴	12.1	2018-08-27	2019-11-11	약 15개월	Nordex Energy GmbH	중국
2018-08-16	미국	42.3	2018-08-16	2019-03-29	약 8개월	경영상 비밀유지	베트남, 말레이시아
2018-07-30	일본	4.4	2018-07-30	2019-01-11	약 6개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	중국
2018-07-30	일본	6.1	2018-07-30	2019-01-04	약 5개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	중국
2018-07-11	아일랜드	15.0	2018-07-11	2018-11-30	약 5개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남
2018-07-04	호주	13.9	2018-07-04	2019-02-01	약 7개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-06-18	스웨덴	7.5	2018-06-18	2018-11-26	약 5개월	Nordex Energy GmbH	중국
2018-05-23	호주	22.8	2018-05-23	2019-02-04	약 9개월	Senvion Wind Energy	말레이시아
2018-05-22	호주	11.9	2018-05-22	2019-04-08	약 11개월	Senvion Wind Energy	베트남
2018-05-21	호주	9.2	2018-05-21	2018-09-13	약 4개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-05-17	아일랜드	10.3	2018-05-17	2018-09-28	약 4개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남
2018-05-08	우크라이나	11.6	2018-05-08	2018-09-07	약 4개월	GE Wind Energy GmbH	중국
2018-04-27	호주	4.6	2018-04-27	2018-09-20	약 5개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-04-25	미국	4.1	2018-04-24	2018-09-06	약 5개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-04-02	미국	6.8	2018-03-30	2018-09-13	약 6개월	Vestas Asia Pacific A/S	베트남
2018-01-23	영국	59.1	2018-01-23	2019-05-04	약 16개월	Siemens Gamesa Renewable Energy Limited	영국
2018-01-10	영국	77.6	2018-01-10	2019-02-01	약 13개월	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	베트남
수주금액 합계		588.8	평균 납품기간		약 6.6개월		

자료: 씨에스윈드, DB금융투자

실적과 의견

캐나다 법인 손실 반영 완료 2018년 매출액은 5,022억원(+60.8%YoY), 영업이익 327억원(-7.5%YoY, OPM 6.5%)을 달성했다. 매각 절차를 밟고 있는 캐나다 법인에서 영업손실이 약 100억원 발생했고, 터키 법인 인수 등 글로벌 생산 능력 확대에 비용을 지출해 영업이익률이 하락했다. 지배주주순이익은 59억원을 기록해 전년 389억원 대비 급감했다. 차입금 증가로 이자비용이 네 배 이상 늘었으며, 캐나다 공장 유형자산의 자산손상 차손 160억원도 4Q18에 반영되었다. 캐나다 법인 손실은 더 이상 발생하지 않고 연내에 매각한다.

영업이익은 19년 650~700억원, 20년 천억원 2019년 매출액은 7천억원 초반, 영업이익 650~700억원(OPM 9~10%)을 예상한다. 수주금액이 약 5천억원까지 늘었고, 이익률이 높은 유럽 수주 비중이 절반 수준으로 급증했다. 연평균 20% 이상 성장하는 해상풍력 시장에서 압도적인 경쟁 우위를 보이고 있다. 특히 해상풍력 계획을 확대한 영국과 원전을 완전 폐쇄하고 대규모 해상풍력단지를 조성하는 대만 양국에서 씨에스윈드가 해상풍력타워 시장을 독과점하고 있어 2020년에는 매출 1조원, 영업이익 1천억원까지도 도달 가능해 보인다.

도표 10. 씨에스윈드 실적 테이블

(단위: 십억원 %, 백만달러)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018
매출액	66.6	82.3	107.0	56.3	80.1	110.4	145.8	165.9	297.1	311.2	312.2	502.2
% YoY	-11.0	-24.8	106.6	-25.1	20.2	34.1	36.2	194.7	-9.7	4.7	0.3	60.8
별도 매출액	30.2	50.6	46.2	58.4	75.7	67.7	108.3	118.6	64.2	128.7	82.1	283.8
중속회사 매출액	36.4	31.7	60.8	-2.1	4.4	42.7	37.5	47.3	233.0	182.5	230.1	218.4
1) 부문별 매출												
타워	89.6	115.8	122.3	55.9	106.0	118.7	162.5	196.1	278.0	283.9	296.2	433.1
플랜트	4.7	5.5	4.8	1.0	3.3	2.3	5.0	4.1	19.2	27.4	16.0	14.6
베어링						14.4	20.3	19.8				54.5
2) 지역별 매출												
유럽	13.2	18.4	25.7	24.8	15.9	73.2	88.8	106.0	64.2	128.7	82.1	283.8
미주	29.5	35.4	39.7	12.6	35.5	3.0	21.8	15.0	200.2	109.2	117.3	75.3
아시아	23.9	28.5	41.5	12.7	28.7	34.2	35.1	45.0	32.8	73.2	106.6	143.1
오세아니아	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0
신규수주(백만달러)	105.0	79.7	83.8	129.1	122.9	214.1	138.0	N/A	275.3	234.1	397.6	N/A
수주잔고(백만달러)	119.5	119.5	118.8	82.0	192.4	150.8	413.1	N/A	150.8	51.6	82.0	N/A
매출원가	53.2	58.6	83.1	43.4	70.0	91.0	118.2	141.6	231.2	291.3	238.3	420.8
% 매출원가율	79.9	71.2	77.7	77.0	87.4	82.4	81.1	85.4	77.8	93.6	76.3	83.8
원부재료 매입액	43.8	73.4	51.4	42.4	66.9	82.8	98.0	N/A	233.0	159.9	211.0	N/A
% 매출액 대비 원재료	65.8	89.2	48.0	75.4	83.5	75.0	67.2	N/A	78.4	51.4	67.6	N/A
판매비와 관리비	8.3	11.2	8.6	10.4	8.7	12.1	14.9	13.0	29.5	43.6	38.5	48.7
영업이익	5.1	12.5	15.2	2.6	1.4	7.3	12.7	11.3	36.4	-23.7	35.4	32.7
% 영업이익률	7.7	15.2	14.3	4.6	1.8	6.6	8.7	6.8	12.3	-7.6	11.3	6.5
총 감가상각비	3.4	3.7	3.4	3.8	4.2	3.4	4.2	4.2	13.3	15.0	14.4	16.0
세전이익	13.1	14.6	21.1	-6.9	0.9	6.6	13.1	-13.8	25.8	-16.8	41.9	6.8
% 유효법인세율	9.9	23.3	9.1	53.3	21.8	-18.5	5.1	-0.6	17.1	-2.6	7.0	0.0
지배주주순이익	11.8	11.2	19.2	-3.2	0.7	7.7	11.9	5.9	21.4	-17.3	38.9	5.9
% 순이익률	17.8	13.6	17.9	-5.7	0.9	6.9	8.2	3.6	7.2	-5.5	12.5	0.0

자료: 씨에스윈드, DB금융투자

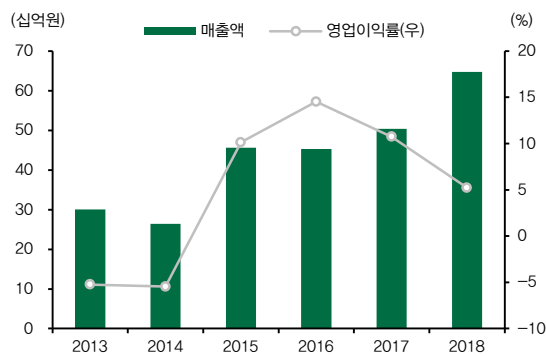
씨에스베어링은
고객 다변화

씨에스윈드는 2018년 2월 삼현엔지니어링(현 씨에스베어링) 지분 34%를 132억원에 인수하고, 4월에 78억원을 들어 지분을 추가 인수해 총 51%를 보유하고 있다. 씨에스베어링은 기존의 GE 매출 비중이 70~80%가 넘었으나 씨에스윈드의 주요 고객인 지멘스와 베스타스 등으로 고객 기반을 넓히고 있다. 베트남에 제 2공장을 건축 중이며, 올해 매출은 천억원에 도달한 후 2020년에 1,500~2,000억원 매출을 달성할 것으로 기대한다. 코스닥 상장을 위해 지난 1월에 예비심사를 청구했다.

캐나다 법인
정리 완료,
연내 매각

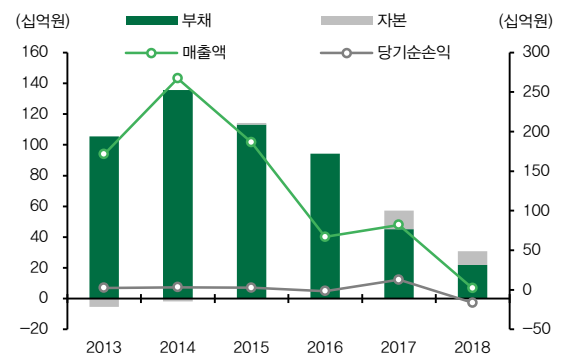
CS Canada는 풍력 프로젝트 종료로 매각 절차를 밟고 있다. 2018년에 약 100억원의 영업손실과 160억원의 자산손상차손을 반영했다. 삼성물산이 지난 10년간 캐나다 온타리오주에 한반도 5배에 이르는 규모의 발전단지 10개를 조성했고, 씨에스윈드가 풍력타워를 공급했다. 2008년부터 1069MW 규모의 풍력발전단지 공사를 진행해 2018년에 완료했다. 2018년 하반기에 새로 집권한 진보보수당 정부가 신재생에너지 정책을 취소/감축하고 있어 향후 시장 전망은 어둡다. 2018년 1월에 CS Rail을 Canada 법인에 합병하고, 주요 자산 해외 반출과 유류자산 손상처리 등의 정리를 4Q18에 진행했다.

도표 11. 씨에스베어링 실적 추이



자료: 씨에스베어링, DB금융투자

도표 12. CS Canada 자산과 손익 추이



자료: 씨에스윈드, DB금융투자

도표 13. 운전자본 관련 지표

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018
순현금	76.2	45.9	8.5	19.5	5.4	-68.9	-119.3	-133.2	54.5	60.3	19.4	-133.2
이자비용	-0.2	-0.3	-0.1	-0.6	-0.1	-1.7	-1.5	-1.5	-0.7	-0.9	-1.1	-4.8
순운전자본	68.4	102.8	147.0	115.6	120.4	179.1	226.9	226.5	136.1	88.0	115.6	226.5
매출채권	35.7	78.8	88.8	85.3	88.0	142.6	152.6	143.2	70.1	74.0	85.3	143.2
재고자산	50.5	76.4	82.4	65.1	76.3	114.6	140.6	148.5	78.0	54.1	65.1	148.5
매입채무 및 기타채무	3.6	30.6	9.5	19.2	19.0	62.8	62.5	69.6	27.8	28.3	19.2	69.6
현금전환싸이클	129.3	114.5	121.8	240.8	160.1	142.2	137.4	130.1	126.5	134.7	141.9	134.6
매출채권회수일	79.6	63.3	71.3	144.8	101.4	97.2	96.8	87.0	75.8	90.1	100.0	89.2
재고자산회전일	71.5	70.1	67.5	119.2	80.4	78.7	79.7	79.3	80.7	77.5	69.7	77.6
매입채무지급일	21.8	18.9	17.0	23.2	21.7	33.7	39.1	36.2	29.9	32.9	27.8	32.3
영업활동현금흐름	6.8	-20.3	-19.3	31.9	9.5	-9.5	13.2	7.4	-15.4	48.1	-0.9	20.5
CAPEX	6.3	13.0	12.8	5.9	2.9	10.0	8.3	8.2	18.0	16.3	38.0	29.4

자료: 씨에스윈드, DB 금융투자

다시 가속페달 밟는 풍력 시장

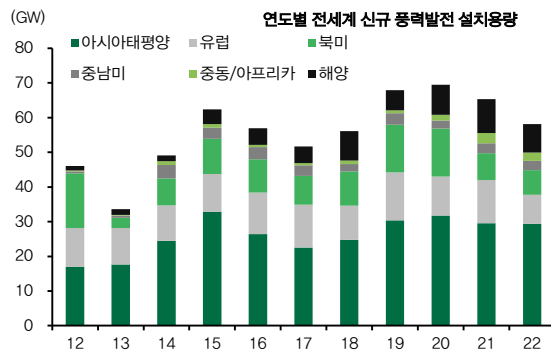
부진했던 풍력 시장에서 빛난 경쟁력

2019년부터 풍력 신규설치 시장이 반등한다. 씨에스윈드의 지난해 타워 매출이 전년대비 46% 성장한 것은 해상풍력타워 제조 경쟁력과 베트남 공장의 원가 경쟁력, 원재료 판가 이전 덕이며, 실제 풍력 시장은 2016~18년에 부진했다. 미국과 독일, 영국 등이 풍력 보조금 지원 제도를 축소했고, 2016년에 유럽이 경매제도 도입을 확대한 후 풍력 프로젝트 낙찰가가 급락했다. 풍력 프로젝트 내부수익률이 2년간 1%p 이상 하락해 90%를 상회했던 입찰 참여율도 50%를 하회하며 풍력 투자 시장이 부진했다.

터빈 대형화와 효율성 증대, 해상풍력 시장 중심의 성장

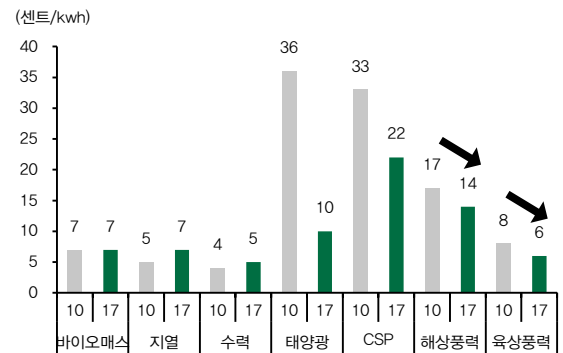
올해부터는 해상풍력을 중심으로 시장이 성장해 씨에스윈드가 크게 수혜를 입을 것이다. 달라진 정책 환경에 대응하기 위해 풍력 발전사들은 터빈 대형화로 효율성을 높이고 개발원가를 절감했으며, 해상 풍력 기술력도 크게 끌어올렸다. 씨에스윈드의 원가 경쟁력과 해상풍력 제조 기술력이 부각된 배경이다. 유럽 풍력 프로젝트 개발비용은 2010년 226만달러/MW에서 2016년 183만달러/MW로 하락했다. 풍력발전의 균등화발전비용(LCOE)도 20% 이상 하락했다. 독일의 경우 터빈 1기당 평균 발전능력이 2010년 2MW에서 2016년 2.8MW로 향상되었고, 평균 로터 직경은 79.9m에서 100m로 늘어났다.

도표 14. 2019년부터 풍력 신규설치 용량 반등



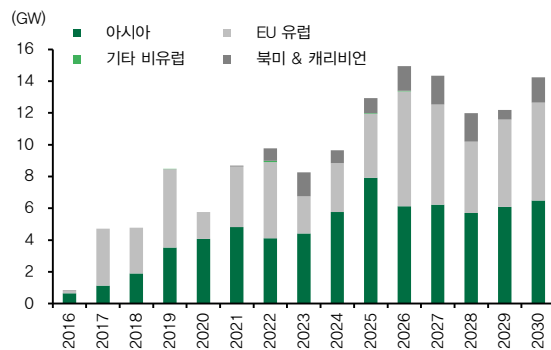
자료: BNEF, DB금융투자 주: 2018~2022년은 BNEF 예측치

도표 15. 20% 이상 하락한 풍력 균등화 발전비용(LCOE)



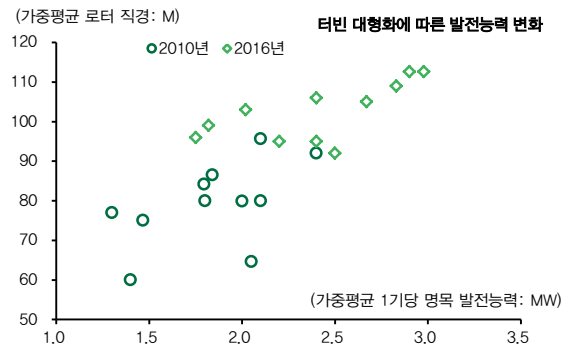
자료: IRENA, DB금융투자

도표 16. 해상풍력 신규설치 용량 추이와 전망



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 17. 터빈 대형화로 1기당 발전용량 30~40% 증가



자료: IRENA, DB금융투자

유럽 해상풍력 시장의 고속 성장

영국 해상풍력
시장 과점으로
유럽 수주 확대

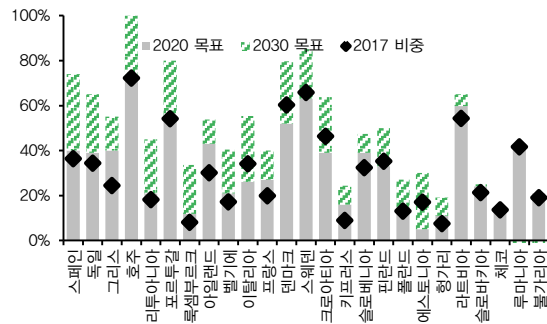
올해에는 유럽 수주가 크게 늘어나며 2019년 전사 영업이익률이 9~10%에 육박할 전망이다. 2014년 신규수주의 4%에 불과하던 유럽 비중은 2018년에 52%로 큰 폭 증가했다. 유럽항 타워 공급이 상대적으로 이익률이 높다. 유럽 매출이 늘어난 것은 영국에서 과점적인 해상풍력 타워 공급 지위를 확보한 영향이 가장 크다. 현재 7.6GW 용량의 해상풍력발전을 갖춘 영국은 기존 2020년까지 누적 10GW 해상풍력 설치 계획을 2030년까지 30GW로 대폭 확대했다. 씨에스윈드는 2018년에 영국에서만 약 1,500억원의 매출을 달성했으며, 해상풍력 시장 성장 가속으로 향후 실적 전망도 밝다.

늘어나는 유럽
수요 대비 위해
터키 업체 인수

유럽 주요국들의 공격적인 신재생 에너지 발전 비중 목표로 유럽 풍력 수요는 빠르게 늘고 있다. 이에 대응하기 위해 씨에스윈드는 2018년 5월에 터키 풍력타워 업체 Ege Tower 지분 100%를 약 72억원에 인수했다. 영국을 제외한 유럽 해상풍력 시장은 현재 9GW 수준이나 2030년까지 40GW를 설치한다. 영국을 포함하면 2030년 해상풍력 시장은 2018년 해상풍력 누적 설치용량 대비 네 배 이상 늘어난다. 2019~30년에 약 7조원 규모의 해상풍력 타워 시장이 형성될 것으로 예상된다.

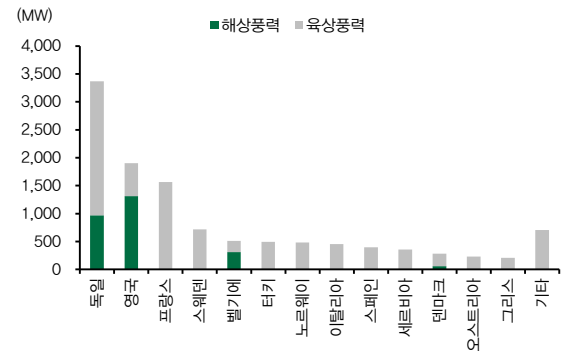
도표 18. 유럽 주요국 신재생 발전 비중 목표 현황

(신재생에너지 발전 비중)



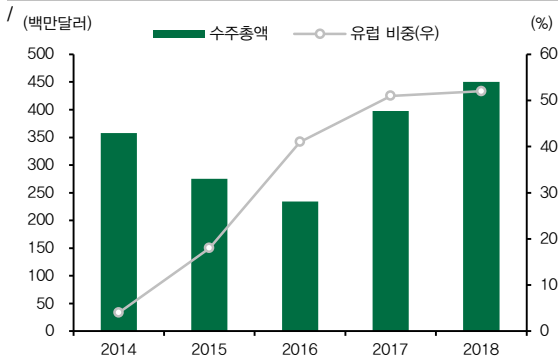
자료: Bloomberg New Energy, DB금융투자

도표 19. 유럽 주요국의 2018년 풍력 설치용량



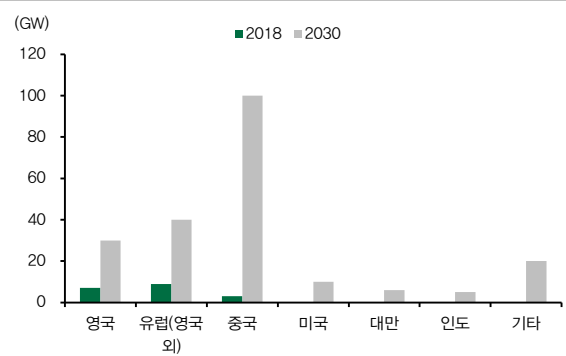
자료: DB금융투자

도표 20. 씨에스윈드 수주 실적과 유럽 비중 추이



자료: 씨에스윈드, DB금융투자

도표 21. 향후 해상풍력 시장 성장을 주도할 지역



자료: WindEurope, DB금융투자

대만 원자력발전을 대체할 해상풍력발전

대만 원전을 대체할 해상풍력

2020년부터 실적 기여가 커지는 지역은 대만이다. 대만 행정부는 2025년까지 자국 내 모든 원자력 발전소(총 3개소, 각 원자로 2기 보유) 가동을 중단한다. 2018년 킌산 원자력발전소 가동을 중단했고, 2021년에 구오셴, 2024년에 마안산 발전소 가동을 멈춘다. 원자력발전 비중을 줄이고 재생에너지 비중을 확대하기 위해 2030년까지 단계적으로 대규모 해상풍력단지 건설을 추진하고 있다. 2015년 7월에 대만 재무부는 서부 해안에 총 36곳의 풍력발전 가능지역을 선정했고, 현재 3개 지역에서 20개 프로젝트(최대 발전용량 13.8GW) 환경허가를 받고 개발 추진 중이다.

대만 해상풍력 시장 독점 가능

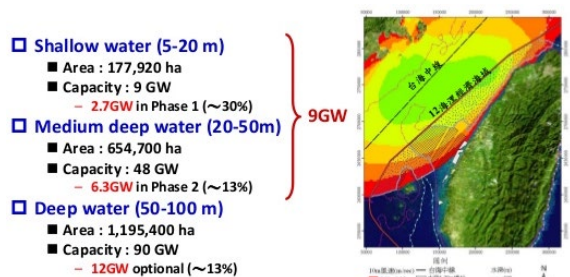
대만 정부가 2025년까지 약 230억달러를 투자하는 5.5GW 규모의 1차 풍력발전단지는 씨에스윈드의 기존 고객사들인 유럽 전통 풍력발전 개발기업들이 주도하고 있어 큰 수혜를 기대한다. 약 7천억원 규모의 타워 시장이 형성될 것이며, 대만에서 해상풍력타워를 공급할 수 있는 회사는 씨에스윈드가 유일해 전량 수주를 목표로한다. 2022년까지 Siemens Gamesa(SGRE)와 2,130억원, MHI Vestas와 986억원 규모의 풍력 타워를 공급하는 내용의 PPA(Preferred Supplier Agreement)를 체결했다. 4.5GW 규모의 2차 해상풍력 발전단지도 논의 중이다. 씨에스윈드는 올해 300억원을 투자해 대만 공장을 완공하고, 10월부터 가동한다. 2020년부터 대만 지역에서만 연평균 천억원의 매출이 발생할 것으로 전망한다.

도표 22. 대만 원전 가동 및 가동중지 현황

원자로	가동 개시	폐로 시기	가동 현황
Jinshan	1호기 1987	2018.01.05	'14년 연료봉 사고로 가동 중지
	2호기 1979	2019.07.15	'17년 6월 폭우로 송전선 유실, 핵연료 저장용량 한계로 가동 중지
Kuosheng	1호기 1981	2021.12.27	가동 중
	2호기 1983	2023.03.14	'16년 5월 화재발생으로 가동 중지
Ma'anshan	1호기 1984	2024.07.26	가동 중
	2호기 1985	2025.03.14	가동 중
Lungmen	1호기 2015	-	가동 시작 전 폐로 결정
	2호기 2017	-	가동 시작 전 폐로 결정

자료: Taiwan Business Topics, KEEI, DB금융투자

도표 23. 대만은 9~13GW의 해상풍력 발전단지 조성 가능



자료: ITRI, DB금융투자

도표 24. 대만의 잠재 해상풍력단지 지역



자료: Norwegian Energy Partners, DB금융투자

도표 25. 대만 해상풍력발전 프로젝트 가동시한과 기준

구분	시범사업(0.5GW)	선정(3GW)	입찰(2GW)
결과 발표시기	2013.4월	2018.4월	2018.6월
가동개시	2020년 말	2025년말	
선정기준	- 기술력(60%): 건설(25%), 설계(20%), 운영 및 유지보수 계획(15%) - 재원확보능력(40%): 재정건전성(30%), 대만 내 금융기관과의 연계성(associations)(10%)		
	인허가 서류 중	EIA 승인	최저 입찰가
	자국내 생산부품	자국 내 생산 부품	자국 내 생산부품
	사용 불필요	사용 공약 필요	사용 불필요

자료: BNEF, KEEI, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	239	250	230	216	387
현금및현금성자산	27	53	56	45	40
매출채권및기타채권	51	73	81	90	155
재고자산	53	78	54	65	148
비유동자산	132	142	156	172	220
유형자산	111	118	119	149	176
무형자산	4	4	2	2	22
투자자산	10	11	24	9	12
자산총계	371	392	386	388	606
유동부채	59	55	81	81	226
매입채무및기타채무	32	30	36	24	76
단기차입금및단기차	8	8	10	30	107
유동상장기부채	3	1	5	0	14
비유동부채	14	12	6	5	62
사채및장기차입금	5	6	0	0	57
부채총계	73	66	87	86	288
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	174	174	174	174	182
이익잉여금	144	157	135	170	171
비지배주주지분	0	0	0	0	16
자본총계	298	326	299	302	319

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	47	-20	49	-3	-21
당기순이익	57	21	-17	39	7
현금유출이없는비용및수익	31	40	49	46	55
유형및무형자산상각비	13	13	15	14	15
영업관련자산부채변동	-29	-44	36	-56	-66
매출채권및기타채권의감소	-28	-10	3	-34	-52
재고자산의감소	-8	-12	35	-16	-72
매입채무및기타채무의증가	4	3	-5	2	67
투자활동현금흐름	-69	64	-33	-14	-62
CAPEX	11	17	16	37	26
투자자산의순증	1	0	-13	14	-3
재무활동현금흐름	45	-20	-13	9	79
사채및장기차입금의 증가	-54	-6	2	15	146
자본금및자본잉여금의증가	126	-8	-5	-3	2
배당금지급	-5	-8	-5	-3	-6
기타현금흐름	-5	2	0	-4	-2
현금의증가	18	26	3	-11	-5
기초현금	9	27	53	56	45
기말현금	27	53	56	45	40

자료: 씨에스윈드 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	329	297	311	312	502
매출원가	229	231	291	238	421
매출총이익	100	66	20	74	81
판매비	31	29	44	38	49
영업이익	69	36	-24	35	33
EBITDA	81	50	-9	50	48
영업외손익	-7	-11	7	7	-25
금융손익	-7	-11	3	6	-3
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	4	1	-22
세전이익	62	26	-17	42	7
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	21	-17	39	7
지배주주지분순이익	57	21	-17	39	6
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	1
총포괄이익	62	37	-14	9	7
증감률(%YoY)					
매출액	11.0	-9.7	4.7	0.3	60.8
영업이익	94.4	-47.1	작전	흑전	-7.5
EPS	108.2	-68.4	작전	흑전	-84.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2014	2015	2016	2017	2018
주당주요지표(원)					
EPS	3,914	1,236	-999	2,253	343
BPS	17,211	18,832	17,265	17,454	17,476
DPS	700	300	200	350	400
Multiple(배)					
P/E	6.8	20.1	NA	11.6	80.5
P/B	1.5	1.3	1.0	1.5	1.6
EV/EBITDA	4.2	7.5	NA	8.7	12.8
수익성(%)					
영업이익률	20.9	12.3	-7.6	11.3	6.5
EBITDA마진	24.7	16.8	-2.8	16.0	9.6
순이익률	17.4	7.2	-5.5	12.5	1.4
ROE	26.4	6.9	-5.5	13.0	2.3
ROA	17.9	5.6	-4.4	10.1	1.4
ROIC	29.7	11.4	-8.5	11.2	8.0
안정성및기타					
부채비율(%)	24.7	20.4	29.2	28.5	90.4
이자보상배율(배)	40.8	51.5	-25.8	31.6	6.8
배당성향(배)	14.5	22.9	-18.5	14.2	87.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

씨에스윈드 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 정현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.