

SK COMPANY Analysis



Analyst
나민식, CFA
minsik@sk.com.kr
02-3773-9503

Company Data

자본금	21 십억원
발행주식수	4,217 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,230 십억원

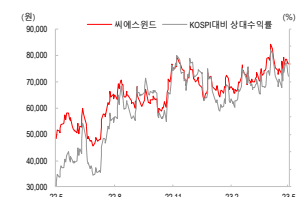
주요주주

김성권(외19)	42.22%
국민연금공단	10.12%
외국인지분율	11.26%
배당수익률	0.7%

Stock Data

주가(23/05/19)	76,600 원
KOSPI	2,537.79 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	84,100 원
52주 최저가	45,500 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.8%	-0.4%
6개월	1.9%	-1.9%
12개월	56.6%	60.0%

씨에스윈드 (112610/KS | 매수(신규편입) | T.P 89,000 원(신규편입))

물들어올 때 노 젓자

1Q23 영업이익 246 억원, AMPC 로 인한 효과는 171 억원이 실적에 반영
AMPC 효과 제외할 경우 OPM 2.1%로 낮아짐
인력부족 및 병목현상으로 인한 생산차질 영향 때문임
AMPC 에 따르는 효과는 향후 10년간 2 조원에 달할 것으로 예상됨
생산량에 보조금이 결정되는 특징상, 증설로 인한 손해가 예상

1Q23 Review

1Q23 매출액 3,505 억원(+13% YoY), 영업이익 246 억원(+166.7% YoY, OPM 7%)를 기록했다. AMPC 로 인한 효과로 171 억원이 실적에 반영되었다. AMPC 효과를 제외할 경우 OPM 은 2.1%로 낮아지는데, 인력부족 및 병목현상으로 인한 미국법인 생산차질로 인한 결과이다. 생산차질 영향은 글로벌 풍력기기 업체(GE, Vestas)가 공통적으로 1Q23 실적발표에 언급하는 부분이다. 북미지역 전체가 생산차질을 겪고 있는 상황이기 때문에 동사의 생산 경쟁력이 낮아진 것은 아니라 판단한다.

반가운 CAPA 증설

미국법인 증설이 23년 4월부터 시작된다. 기존 매출액 기준으로 5,000 억원(5GW) 규모인 미국 공장을 8,000 억원(8~10GW)까지 증설한다는 계획이다. 진행중인 1 단계(Phase 1) 증설로 인한 매출액 증가 효과는 2Q25부터 기대가 된다. 총 3 단계까지 진행할 예정이며 27년까지 각 단계별로 마무리할 예정이다. AMPC 에 따르는 효과는 향후 10년간 2 조원에 달할 것으로 예상된다. AMPC 보조금 특징상 생산량에 따라 결정되기 때문에, 증설이 진행되면서 손해가 예상된다.

Valuation

23년 EBITDA 2,180 억원, Target Multiple 19 배를 적용한 목표주가 89,000 원을 제시한다. CAPA 증설로 인한 효과는 EBITDA 에 직결되기 때문에 EV/EBITDA 방법이 적절하다고 판단한다. Target Multiple 은 Band 중단에 있다. AMPC 보조금 효과를 고려하면 Multiple 상향 가능성까지 내다볼 수 있다. 23년 매출액은 1 조 8,520 억원(+34.7% YoY), 영업이익 1,500 억원(+257% YoY, OPM 8.1%)를 전망한다.

영업실적 및 투자지표

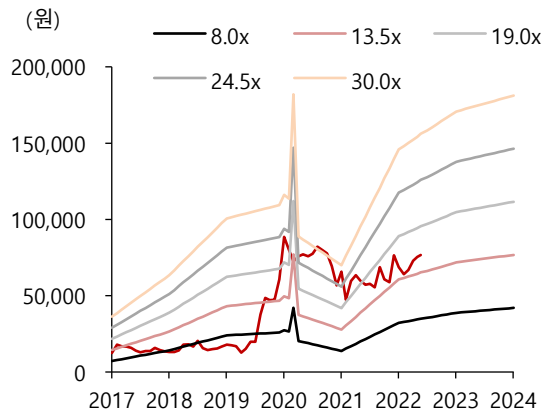
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	969	1,195	1,375	1,852	2,131	2,451
yoy	%	21.2	23.3	15.1	34.7	15.1	15.1
영업이익	십억원	98	101	42	150	184	199
yoy	%	62.3	3.6	-58.3	257.0	22.1	8.4
EBITDA	십억원	127	139	108	218	253	267
세전이익	십억원	58	91	2	139	170	185
순이익(지배주주)	십억원	31	66	-1	11	13	14
영업이익률%	%	10.1	8.5	3.1	8.1	8.6	8.1
EBITDA%	%	13.1	11.7	7.8	11.8	11.9	10.9
EPS(계속사업)	원	845	1,597	8	256	314	342
PER	배	104.8	41.1	8,905.7	299.2	243.7	223.8
PBR	배	7.8	3.1	3.2	3.6	3.6	3.6
EV/EBITDA	배	25.4	21.4	30.0	17.3	15.4	15.0
배당수익률	%	0.5	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	8.2	10.1	-0.1	1.2	1.5	1.7
순차입금	십억원	140	166	278	382	387	364
부채비율	%	98.6	87.7	92.5	107.3	106.7	103.1

목표주가

구분	(십억원, 배, 원)	참조
EBITDA	218	
EV/EBITDA	19	
순차입금	382	
목표기업가치	3,760	
목표주가	89,000	
현재주가	76,600	
상승여력	+16.1%	

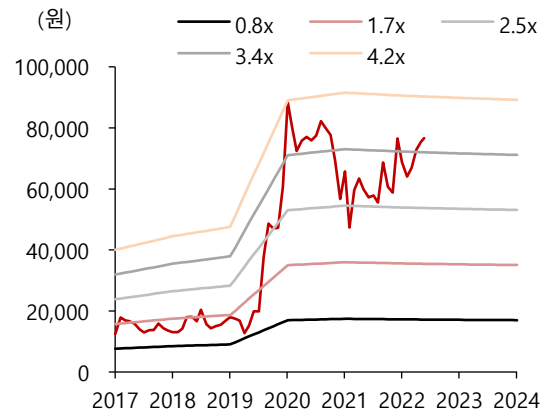
자료: SK 증권

EV/EBITDA Band



자료: SK 증권

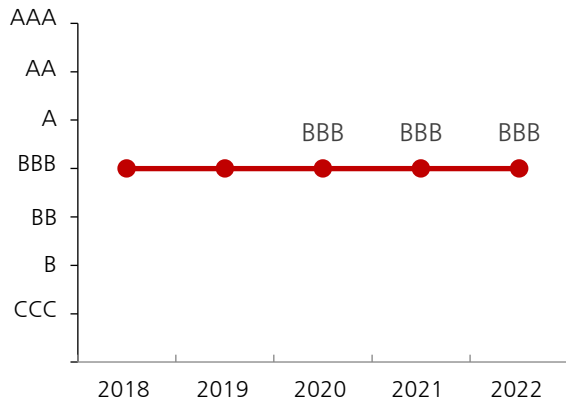
PBR Band



자료: SK 증권

ESG 하이라이트

씨에스윈드 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

씨에스윈드 Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발	Refinitiv	Bloomberg
씨에스윈드 종합 등급	BBB	N/A	42.5
환경(Environment)	13.8	N/A	27.9
사회(Social)	50.9	N/A	16.3
지배구조(Governance)	54.0	N/A	83.0
<비교업체 종합 등급>			
신성이엔지	BB	N/A	32.9
대명에너지	N/A	N/A	N/A
태웅	BBB	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 씨에스윈드 ESG 평가

2030 RE100 비전에 따라서 에너지 저감 및 에너지 효율화를 하고 있음.

자료: SK 증권

씨에스윈드 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/a	N/a	N/a	N/a

자료: KRX, SK 증권

씨에스윈드 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021-06-28	지배구조(Governance)	씨에스윈드, 지연공시 이유로 불성실공시법인 지정 예고
2015-03-11	지배구조(Governance)	[SP]씨에스윈드, 대주주 리스크도 벗어나?

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,073	1,012	1,295	1,492	1,704
현금및현금성자산	262	192	192	226	250
매출채권 및 기타채권	398	366	493	568	653
재고자산	351	382	514	592	681
비유동자산	698	768	803	832	831
장기금융자산	4	7	8	8	9
유형자산	510	532	575	611	614
무형자산	125	121	109	100	92
자산총계	1,771	1,780	2,098	2,324	2,535
유동부채	573	624	848	958	1,040
단기금융부채	210	273	378	418	420
매입채무 및 기타채무	298	301	406	467	537
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	255	231	237	242	247
장기금융부채	234	208	208	208	208
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	3	4	4	5
부채총계	827	855	1,085	1,200	1,287
지배주주지분	894	877	867	859	853
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	597	610	610	610	610
기타자본구성요소	-0	-43	-43	-43	-43
자기주식	-0	-43	-43	-43	-43
이익잉여금	268	239	229	222	216
비지배주주지분	50	48	145	265	395
자본총계	944	925	1,012	1,124	1,248
부채외자본총계	1,771	1,780	2,098	2,324	2,535

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-100	157	26	115	112
당기순이익(손실)	65	-10	108	133	145
비현금성항목등	68	129	110	120	122
유형자산감가상각비	32	51	56	60	60
무형자산상각비	7	15	12	9	7
기타	30	64	42	51	54
운전자본감소(증가)	-193	68	-150	-87	-101
매출채권및기타채권의감소(증가)	-154	35	-127	-74	-85
재고자산의감소(증가)	-107	-10	-133	-77	-89
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	52	105	61	70
기타	47	-9	5	3	4
법인세납부	-40	-31	-30	-37	-41
투자활동현금흐름	-297	-103	-104	-99	-68
금융자산의감소(증가)	6	-4	-2	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-92	-94	-98	-96	-64
무형자산의감소(증가)	-2	-2	0	0	0
기타	-209	-2	-4	-2	-3
재무활동현금흐름	559	-23	85	20	-19
단기금융부채의증가(감소)	4	36	106	40	2
장기금융부채의증가(감소)	119	14	0	0	0
자본의증가(감소)	399	12	0	0	0
배당금지급	-17	-25	-21	-21	-21
기타	54	-61	0	0	0
현금의 증가(감소)	170	-70	0	34	24
기초현금	92	262	192	192	226
기말현금	262	192	192	226	250
FCF	-192	63	-72	19	48

자료 : 씨에스윈드, SK증권 추정

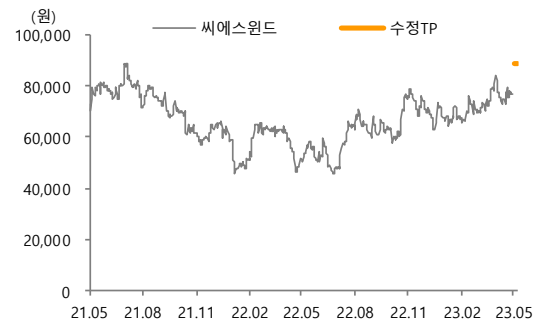
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195	1,375	1,852	2,131	2,451
매출원가	1,024	1,239	1,572	1,809	2,081
매출총이익	171	136	280	322	371
매출총이익률(%)	14.3	9.9	15.1	15.1	15.1
판매비와 관리비	70	94	130	138	172
영업이익	101	42	150	184	199
영업이익률(%)	8.5	3.1	8.1	8.6	8.1
비영업손익	-10	-40	-12	-13	-14
순금융손익	-7	-13	-12	-13	-14
외환관련손익	-7	-20	0	0	0
관계기업등 투자손익	1	-2	0	0	0
세전계속사업이익	91	2	139	170	185
세전계속사업이익률(%)	7.6	0.1	7.5	8.0	7.6
계속사업법인세	25	10	30	37	41
계속사업이익	66	-9	108	133	145
중단사업이익	-1	-1	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-10	108	133	145
순이익률(%)	5.4	-0.7	5.8	6.2	5.9
지배주주	66	-1	11	13	14
지배주주귀속 순이익률(%)	5.5	-0.1	0.6	0.6	0.6
비지배주주	-1	-9	97	119	130
총포괄이익	100	31	108	133	145
지배주주	99	39	137	169	184
비지배주주	1	-8	-29	-36	-39
EBITDA	139	108	218	253	267

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	23.3	15.1	34.7	15.1	15.1
영업이익	3.6	-58.3	257.0	22.1	8.4
세전계속사업이익	57.0	-98.1	7,875.7	22.8	8.9
EBITDA	9.8	-22.7	102.3	16.1	5.5
EPS	89.0	-99.5	3,213.4	22.8	8.9
수익성 (%)					
ROA	4.9	-0.6	5.6	6.0	5.9
ROE	10.1	-0.1	1.2	1.5	1.7
EBITDA마진	11.7	7.8	11.8	11.9	10.9
안정성 (%)					
유동비율	187.4	162.2	152.6	155.7	163.9
부채비율	87.7	92.5	107.3	106.7	103.1
순차입금/자기자본	17.6	30.1	37.7	34.4	29.1
EBITDA/이자비용(배)	16.0	7.3	16.1	16.5	16.8
배당성향	38.2	-2,110.4	191.9	156.3	143.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,597	8	256	314	342
BPS	21,204	21,797	21,562	21,385	21,236
CFPS	2,475	1,532	1,856	1,957	1,949
주당 현금배당금	600	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	41.1	8,905.7	299.2	243.7	223.8
PBR	3.1	3.2	3.6	3.6	3.6
PCR	26.5	44.9	41.3	39.1	39.3
EV/EBITDA	21.4	30.0	17.3	15.4	15.0
배당수익률	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.23	매수	89,000원	6개월	
2020.11.05	Not Rated			



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

매수	92.90%	중립	7.10%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------