

Company Analysis

# 씨에스윈드 112610

Oct 04, 2023

## 희노애락

**Buy** 유지  
**TP 71,000 원** 하향

**Company Data**

현재가(09/27)	54,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	88,400 원
52 주 최저가(보통주)	54,300 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	211 억원
시가총액	22,983 억원
발행주식수(보통주)	4,217 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	33.7 만주
평균거래대금(60 일)	201 억원
외국인지분(보통주)	12.43%
주요주주	
김성권 외 18 인	41.14%
국민연금공단	12.22%

**Price & Relative Performance**



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	-21.8	-12.5
상대주가	-11.7	-23.6	-21.1



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

**3Q23 매출액 4,358억원(YoY +34.9%), 영업이익 417억원(YoY +106.4%)**

3Q23 매출액 4,358억원(YoY +34.9%), 영업이익 417억원(YoY +106.4%)으로 '23년 9월 27일 컨센서스(매출액 4,582억원, 영업이익 449억원) 하회할 것으로 추정. 풍력 디벨로퍼들의 프로젝트가 지연됨에 따라 씨에스윈드 수주잔고의 매출인식 지연을 추정치에 반영. 당사는 '23년 회사의 연간 수주 목표 14억달러를 달성하지 못할 것으로 예상함에 따라 '23년, '24년 연간 추정치 하향 조정. 프로젝트 지연의 주요 원인은 매크로 환경으로 파악(고금리, 고물가 등).

**희로애락이 담긴 2023년**

'25년, '26년 풍력 터빈의 신규 설치 전망치를 고려하면, '23년 하반기부터 터빈 업체들의 본격적인 수주 증가 기대함. 터빈 업체들의 수주 증가는 씨에스윈드와 같은 기자재 업체들의 수주 증가로 이어지기 때문에 '23년 상반기에는 해당 기대감이 주가에 반영되었다고 판단. 2Q23 터빈업체들의 신규 수주 증가 추이를 고려하면 해상풍력을 중심으로 터빈의 신규 설치 수요는 강함. 그러나 고금리 등, 매크로 환경으로 인해 Orsted와 같은 풍력 디벨로퍼들의 프로젝트 지연 및 포트폴리오 내 프로젝트의 손상 이슈 등이 발생함으로써, 계획 했던 수주와 제품 인도가 지연됨에 따라 최근 주가 부진. 당사는 Orsted의 코멘트(손상 이슈 발생했음에도 불구하고, 프로젝트 ROCE 14% 유지 가능 등) 고려하면, 프로젝트 지연이 장기화될 가능성은 낮다고 판단. 향후 시장 환경, 전방업체들의 톤 변화에 주목.

**Peer Group 주가하락에 따른 Multiple 반영, 목표주가 하향**

풍력 산업 내 주요 글로벌 기업들(디벨로퍼, 터빈 및 기자재 제조 업체)의 주가 하락에 따른 Multiple 하락과, 당사의 추정치 조정을 반영하여 목표주가 기존 107,000원에서 71,000원으로 하향.

**Forecast earnings & Valuation**

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,195	1,375	1,652	2,055	2,588
YoY(%)	23.3	15.1	20.1	24.4	25.9
영업이익(십억원)	101	42	150	199	259
OP 마진(%)	8.5	3.1	9.1	9.7	10.0
순이익(십억원)	65	-10	90	149	191
EPS(원)	1,601	-23	2,030	3,361	4,303
YoY(%)	-10.4	적전	흑전	65.5	28.0
PER(배)	41.0	-2,955.9	26.8	16.2	12.7
PCR(배)	20.2	22.6	9.6	7.1	5.8
PBR(배)	3.1	3.3	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	21.4	29.9	12.5	10.4	8.9
ROE(%)	10.1	-0.1	9.4	14.1	15.9

## Renewable Industry In-Depth Report

재생에너지 All in one(발전부터 공급까지)

[도표 54] 씨에스윈드 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	310	328	323	414	350	416	436	450	1,375	1,652	2,055
YoY	28.1%	17.4%	50.7%	-9.9%	13.0%	26.9%	34.9%	8.6%	15.1%	20.1%	24.4%
영업이익	9	19	20	-7	25	42	42	42	42	150	199
YoY	-70.8%	-31.6%	57.6%	적자	166.4%	116.6%	106.4%	흑전	-58.3%	256.8%	32.6%
영업이익률	3.0%	5.9%	6.3%	-1.6%	7.0%	10.1%	9.6%	9.4%	3.1%	9.1%	9.7%

자료: 교보증권 리서치센터

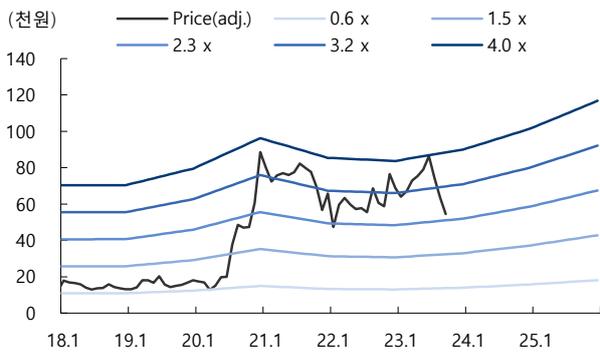
[도표 55] 씨에스윈드 Valuation Table

(단위: 십억원)

구분	값	비고
적용 EBITDA	2850	'24년 예상 EBITDA
적용 EV/EBITDA(배)	11	터빈 기자재 업체 TPI Composite '24년 EV/EBITDA에 20% 할증하여 적용 (씨에스윈드의 재무상황(수익성 등)을 고려하여 할증 적용)
EV	3,135	
순차입금(별도)+자사주	-150.7	2Q23 별도 기준 순차입금, 자사주 금액은 씨에스윈드 현재 주가(54,500 원) 기준
적정가치	2,984	
발행주식수(주)	42,171,403	
목표주가(원)	70,765	목표주가 71,000 원으로 최종 설정

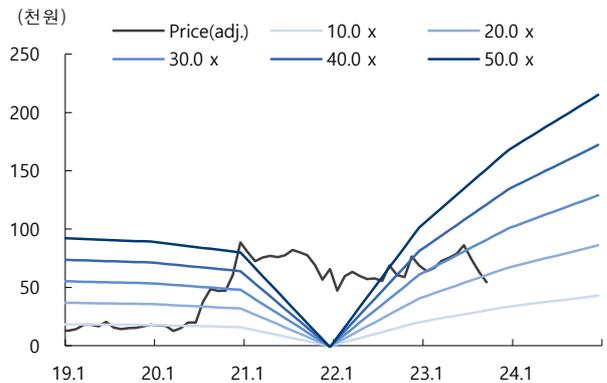
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 56] 씨에스윈드 12M Trailing P/B BAND



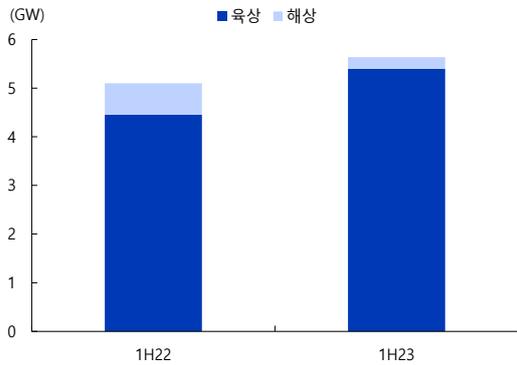
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 57] 씨에스윈드 12M FWD P/E BAND



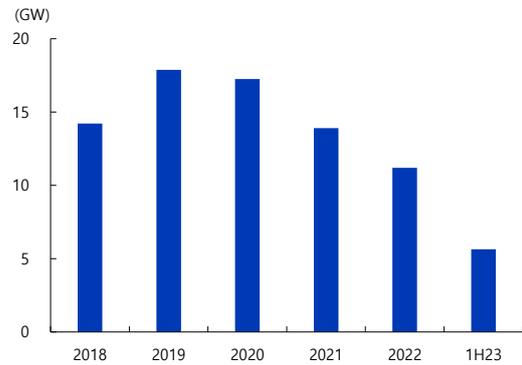
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 58] 'Vestas' '23년 상반기 신규 수주



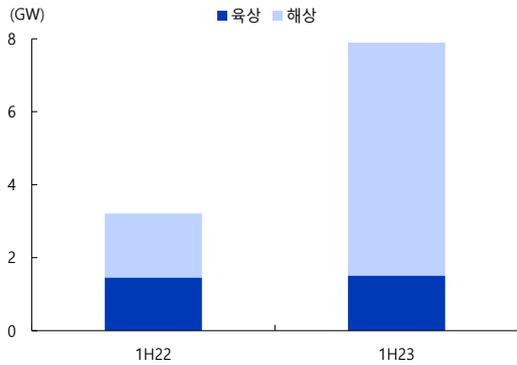
자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 'Vestas' 신규 수주 추이



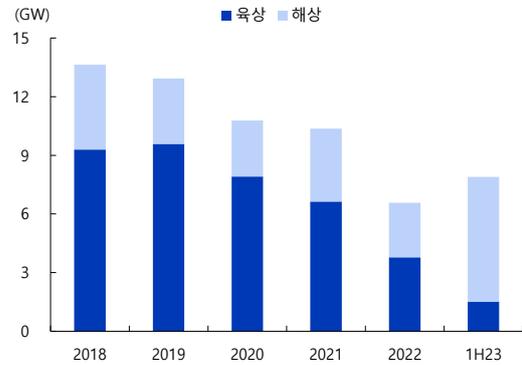
자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 'Siemens Gamesa' '23년 상반기 신규 수주



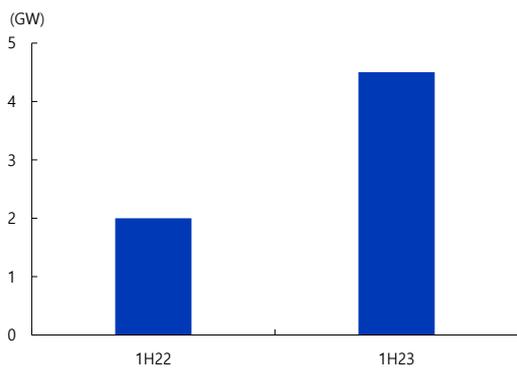
자료: Siemens Gamesa, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 'Siemens Gamesa' 신규 수주 추이



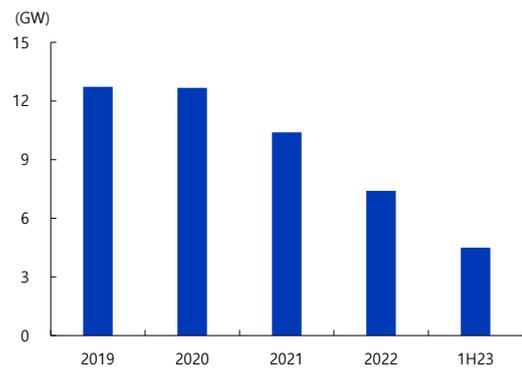
자료: Siemens Gamesa, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 'GE Vernova' '23년 상반기 신규 수주



자료: GE Vernova, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 'GE Vernova' 신규 수주 추이



자료: GE Vernova, 교보증권 리서치센터

[씨에스윈드 112610]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,195	1,375	1,652	2,055	2,588
매출원가	1,024	1,239	1,399	1,732	2,174
매출총이익	171	136	252	323	414
매출총이익률 (%)	14.3	9.9	15.3	15.7	16.0
판매비와관리비	70	94	102	123	155
영업이익	101	42	150	199	259
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.1	9.7	10.0
EBITDA	139	108	225	285	355
EBITDA Margin (%)	11.7	7.8	13.6	13.9	13.7
영업외손익	-10	-40	-16	1	-2
관계기업손익	1	-2	-2	-2	-2
금융수익	45	59	29	31	33
금융비용	-59	-100	-57	-67	-78
기타	2	3	14	40	45
법인세비용차감전순이익	91	2	134	201	256
법인세비용	25	10	43	50	64
계속사업순이익	66	-9	91	151	192
중단사업순이익	-1	-1	-1	-1	-1
당기순이익	65	-10	90	149	191
당기순이익률 (%)	5.4	-0.7	5.5	7.3	7.4
비지배지분순이익	-1	-9	5	7	10
지배지분순이익	66	-1	86	142	181
지배지분이익률 (%)	5.5	-0.1	5.2	6.9	7.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	41	47	54	63
포괄순이익	100	31	137	204	254
비지배지분포괄이익	1	-8	-37	-55	-69
지배지분포괄이익	99	39	174	259	323

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-105	151	80	107	114
당기순이익	65	-10	90	149	191
비현금항목의 가감	68	129	155	181	213
감가상각비	32	51	63	77	89
외환손익	-1	21	-1	-1	-1
자본법평가손익	-1	2	2	2	2
기타	39	56	91	103	123
자산부채의 증감	-193	68	-104	-147	-192
기타현금흐름	-45	-37	-62	-77	-98
투자활동 현금흐름	-301	-105	-202	-204	-205
투자자산	-217	-17	-8	-8	-8
유형자산	-92	-98	-200	-200	-200
기타	9	10	6	3	3
재무활동 현금흐름	568	-95	127	242	221
단기차입금	12	39	39	39	39
사채	0	-11	0	0	0
장기차입금	120	-12	139	250	225
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-25	-21	-21	-21
기타	452	-86	-30	-27	-23
현금의 증감	170	-70	20	151	127
기초 현금	92	262	192	212	362
기말 현금	262	192	212	362	489
NOPLAT	73	-207	102	149	194
FCF	-174	-171	-128	-112	-102

자료: 씨에스윈드, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,073	1,012	1,197	1,593	2,047
현금및현금성자산	262	192	212	362	489
매출채권 및 기타채권	398	366	437	542	682
재고자산	351	382	459	571	719
기타유동자산	62	72	90	118	157
비유동자산	698	768	913	1,049	1,180
유형자산	510	532	669	793	904
관계기업투자금	3	9	16	24	31
기타금융자산	4	7	6	5	5
기타비유동자산	181	220	221	228	239
자산총계	1,771	1,780	2,110	2,642	3,227
유동부채	573	624	735	876	1,048
매입채무 및 기타채무	316	323	378	458	564
차입금	181	233	272	312	351
유동성채무	7	27	36	48	63
기타유동부채	69	41	49	59	71
비유동부채	255	231	381	646	888
차입금	206	174	312	562	787
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	57	69	83	101
부채총계	827	855	1,116	1,522	1,936
지배지분	894	877	941	1,063	1,223
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	597	610	610	610	610
이익잉여금	268	239	304	425	586
기타자본변동	0	-43	-43	-43	-43
비지배지분	50	48	52	58	67
자본총계	944	925	993	1,121	1,290
총차입금	441	475	671	984	1,278

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,601	-23	2,030	3,361	4,303
PER	41.0	-2,955.9	26.8	16.2	12.7
BPS	21,204	20,786	22,325	25,195	29,007
PBR	3.1	3.3	2.4	2.2	1.9
EBITDAPS	3,368	2,554	5,324	6,758	8,417
EV/EBITDA	21.4	29.9	12.5	10.4	8.9
SPS	28,896	32,603	39,162	48,727	61,365
PSR	2.3	2.1	1.4	1.1	0.9
CFPS	-4,200	-4,054	-3,024	-2,663	-2,410
DPS	600	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	23.3	15.1	20.1	24.4	25.9
영업이익 증가율	3.6	-58.3	256.8	32.6	29.8
순이익 증가율	92.7	적전	흑전	65.5	28.0
수익성					
ROIC	9.1	-19.0	8.3	10.1	10.9
ROA	5.0	-0.1	4.4	6.0	6.2
ROE	10.1	-0.1	9.4	14.1	15.9
안정성					
부채비율	87.7	92.5	112.4	135.8	150.1
순차입금비율	24.9	26.7	31.8	37.2	39.6
이자보상배율	11.6	2.9	7.2	6.5	6.6