

씨에스윈드 (112610/KS)

최악을 지나고 있는 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 56,000 원(하향)
 현재주가: 48,000 원
 상승여력: 16.7%



Analyst
나민식, CFA

minsik@sk.com
 02-3773-9503

Company Data

| | |
|----------|-----------|
| 발행주식수 | 4,217 만주 |
| 시가총액 | 2,024 십억원 |
| 주요주주 | |
| 김성권(외15) | 41.11% |
| 국민연금공단 | 10.14% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(23/11/08) | 48,000 원 |
| KOSPI | 2,421.62pt |
| 52주 최고가 | 88,400 원 |
| 52주 최저가 | 45,150 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 19 십억원 |

주가 및 상대수익률



3Q23 Review: 컨센서스에 부합

매출액 3,805 억원(+17.8% YoY), 영업이익 415 억원(+105.4% YoY)을 기록했다. 컨센서스 영업이익 422 억원에 부합하는 실적이다. 매출액 및 영업이익에는 AMPC 244 억원이 반영되었다.

해외 풍력발전 이슈 업데이트

해외 해상풍력 사업은 금리상승 및 공급망 병목현상으로 어려움을 겪고 있다. 시간순서대로 정리를 하면 다음과 같다. (23년 6월) Siemens Gamesa는 4.X 및 5.X 육상 풍력 터빈에서 특정 부품이 특정 작동시간이후 고장 확률이 증가한다는 보도자료를 발표했다. 이 영향으로 주가는 34% 하락했다. (23년 8월) Orsted는 미국 해상풍력 프로젝트 관련하여 총 160억 DKK(약 3조원) 손상차손을 발표했다. 손상을 인식한 이유에는 3 가지가 있다. ① 미국에서 하부 구조물 공급이 어려우며 ② 금리인상으로 해상풍력 프로젝트 수익성에 부정적인 영향이 발생 ③ 투자세액공제(ITC) 지침의 호의적인 진전이 부족. 이 영향으로 Orsted 주가는 -24.8% 하락 및 국내 풍력발전 기자재 업체들의 주가하락을 불러왔다. (23년 11월) Orsted는 3Q23 실적발표와 함께 미국 해상풍력 프로젝트(Ocean Wind 1, Ocean Wind 2)를 중단을 발표했다. 미국의 연안무역법(통칭 Jones Act)의 규정을 준수하는 해상풍력 설치 선박(WTIV)이 부족해서 프로젝트 진행이 어렵기 때문이다. 실제 발생한 손상차손 규모는 284DKK(약 5 조원)으로 초기에 예상한 금액인 160억 DKK 대비해서 대폭 증가했다.

단기적으로 떨어지는 칼날은 잡지 말아야...

풍력발전 산업에 역풍이 불고 있지만, 장기적으로 품질 경쟁력을 갖춘 국내 풍력 기자재 업체에게는 기회요인이 될 것이다. Siemens Games 는 품질기준을 통과하지 못한 일부 해외 기자재 업체와 거래를 중단했다. 국내 기자재 업체들에게는 점유율을 늘릴 수 있는 기회가 될 것이다. 그러나 단기적으로는 풍력산업의 Valuation De-rating 요인은 피하기 어렵다고 판단하여 목표주가를 하향했다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 969 | 1,195 | 1,375 | 1,852 | 2,131 | 2,451 |
| 영업이익 | 십억원 | 98 | 101 | 42 | 150 | 184 | 199 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 31 | 66 | -1 | 11 | 13 | 14 |
| EPS | 원 | 845 | 1,597 | 8 | 256 | 314 | 342 |
| PER | 배 | 104.8 | 41.1 | 8,905.7 | 187.5 | 152.7 | 140.3 |
| PBR | 배 | 7.8 | 3.1 | 3.2 | 2.2 | 2.2 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 배 | 25.4 | 21.4 | 30.0 | 17.3 | 15.4 | 15.0 |
| ROE | % | 8.2 | 10.1 | -0.1 | 12 | 15 | 17 |

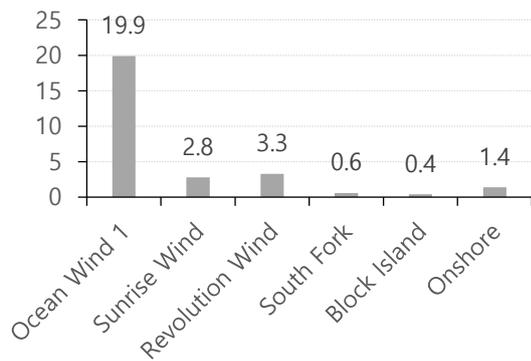
Valuation Table

| 구분 | 단위 | 변경 후 | 변경 전 | 비고 |
|---------------|-------|--------|--------|-----------------------|
| EBITDA (24 년) | (십억원) | 253 | 218 | 적용시점 변경 (23 년 → 24 년) |
| EV/EBITDA | (배) | 11 | 19 | |
| Net Debt | (십억원) | 400 | 382 | 적용시점 변경 (23 년 → 24 년) |
| Target EV | (십억원) | 2,383 | 3,760 | |
| 목표주가 | (원) | 56,000 | 89,000 | |
| 전일종가 | (원) | 48,000 | 76,600 | |
| 상승여력 | | +16.7% | +16.1% | |

자료: CS 윈드, SK 증권

손상차손 내역

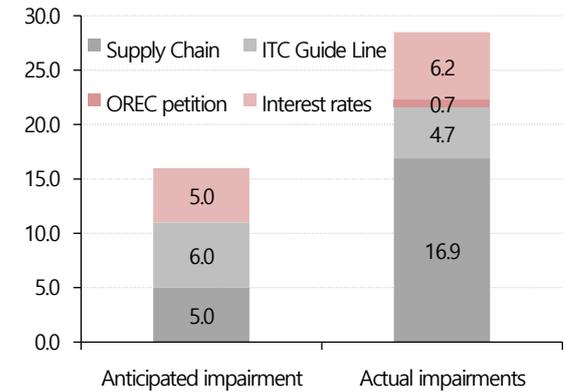
(DKK bn)



자료: Orsted, SK 증권

공급망 병목현상으로 손상차손 확대

(DKK bn)



자료: Orsted, SK 증권

Orsted 에서 기존에 예상한 손상차손 내역 및 관련 프로젝트 현황

| 프로젝트 | 공급망 병목현상 | 투자세액공제 | 금리상승 영향 | 프로젝트 위치 | 규모 (MW) | 육상/해상 |
|--------------------------|----------|----------|----------|---------|---------|-------|
| Ocean Wind 1 | ○ | ○ | ○ | 미국 동부 | 1,100 | 해상풍력 |
| Sunrise Wind | ○ | ○ | ○ | 미국 동부 | 924 | 해상풍력 |
| Revolution Wind | ○ | | ○ | 미국 동부 | 704 | 해상풍력 |
| South Fork Wind | | | ○ | 미국 동부 | 132 | 해상풍력 |
| Block Island Wind Farm | | | ○ | 미국 동부 | 30 | 해상풍력 |
| Several onshore projects | | | ○ | - | - | 육상풍력 |
| 손상금액 | 50 억 DKK | 60 억 DKK | 50 억 DKK | | | |

자료: Orsted, 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 |
| 부채와자본총계 | 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 |
| 매출중이익 | 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 | 187.5 | 152.7 | 140.3 |
| PBR | 3.1 | 3.2 | 2.2 | 2.2 | 2.3 |
| PCR | 26.5 | 44.9 | 25.9 | 24.5 | 24.6 |
| 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 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.11.09 | 매수 | 56,000원 | 6개월 | | |
| 2023.05.23 | 매수 | 89,000원 | 6개월 | -23.15% | -0.67% |
| 2020.12.07 | 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 11월 08일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.62% | 중립 | 5.38% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|