

2023. 11. 9



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **92,000 원**

현재주가 (11.8) **48,000 원**

상승여력 **91.7%**

KOSPI	2,421.62pt
시가총액	20,242억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	57.01%
외국인비중	12.08%
52주 최고/최저가	88,400원/45,150원
평균거래대금	194.7억원

주요주주(%)

김성권 외 15 인	41.11
국민연금공단	10.14

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	-34.2	-20.9
상대주가	-2.1	-31.7	-21.7

주가그래프



씨에스윈드 112610

3Q23 Review: AMPC 제외하고 Mid-single 달성

- ✓ 3Q23 연결 영업이익은 415억원을 기록하면서 컨센서스(422억원)에 부합
- ✓ 매출은 기대치를 하회했으나 AMPC 제외한 영업이익률은 4.8%로 개선
- ✓ Vestas 3Q23에 드디어 흑자전환, 풍력산업의 구조조정 효과 나타나는 중
- ✓ 다음 상승 트리거는 미국 해상풍력 재개, 연초 뉴욕 해상풍력 FID 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 92,000원을 유지

2023년 내내 경상적인 마진 개선이 관찰되는 중

3Q23 연결 영업이익은 415억원(+105.1% YoY)을 기록하면서 컨센서스(422억원)에 부합했다. 연결 매출은 컨센서스(4,340억원)를 -12% 하회했고 AMPC 기여가 전분기 대비 하락(276억원→244억원)에도 불구하고 터키, 포르투갈 법인에서의 경상적 마진 개선이 두드러졌다. 이외 특이사항으로 매출채권 팩토링 관련 영업외손실 49억원이 인식되었다. AMPC 제외한 영업이익률은 1,2,3분기를 거치며 각각 2.2%, 3.7%, 4.8%로 증가하고 있다. 4Q23 Bladt 손실 규모는 불확실성이 있지만, 2024년에는 판가 상승 및 베트남 법인의 탑라인 회복으로 추가적 마진 개선이 예상된다.

Vestas 마침내 흑전, 산업 내 구조조정으로 수익성 개선 중

풍력 반등 트리거 중 하나인 Vestas의 흑자전환이 3Q23 실현되었다. Vestas는 3Q23 1.6%의 영업이익률을 기록하며 1Q23의 일회성이익을 제외하면 7개 분기 만에 흑자 전환했다. 선별적 수주와 ASP 상승의 효과가 나타나고 있는 것이다. 3Q23 수주도 4.5GW로 전년 동기 대비 2배 이상 증가했는데, 독일 해상풍력 수주(2.1GW)와 미국 풍력 성장에 기인했다. 미국, 영국 등 일부 지역과 달리 독일, 대만 등지에서의 해상풍력 프로젝트는 건조하다. 금리가 판가에 전이되고 있기 때문이다.

EPS 개선 요인 관찰 중, 미국 해상풍력 재개되면 멀티플 반등도 가능

다음 상승 트리거는 미국 해상풍력 재개다. 뉴욕주에서 진행되는 Sunrise, Empire 등은 재입찰과 전력 판가 재설정, 사업자 재선정을 거쳐 2024년 1~2월 중 FID(최종투자결정)가 내려질 것으로 기대된다. EPS 개선에 이어 멀티플을 반등시킬 수 있는 요소다. 투자의견 Buy, 적정주가 92,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,195.0	101.1	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.4	10.1	87.7
2022	1,374.9	42.1	-1.0	-23	적전	20,786	-2,952.8	3.3	30.0	-0.1	92.5
2023E	1,682.7	147.6	65.1	1,544	흑전	22,557	31.1	2.1	11.7	7.1	121.2
2024E	3,158.4	261.3	168.8	4,002	158.8	26,068	12.0	1.8	7.8	16.5	150.7
2025E	3,892.4	364.0	235.9	5,593	39.5	31,170	8.6	1.5	5.9	19.5	129.1

표1 씨에스윈드 3Q23 실적 Review

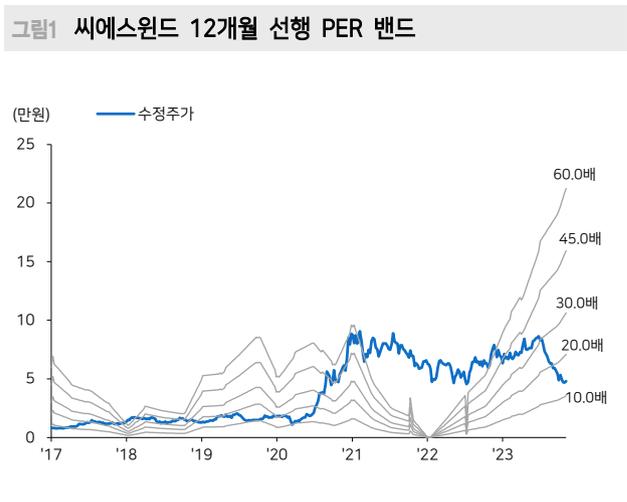
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	380.5	323.1	17.8	415.5	-8.4	434.1	-12.3	407.6	-6.6
영업이익	41.5	20.2	105.1	41.8	-0.8	42.2	-1.6	37.7	10.0
세전이익	22.9	0.1	31,214.8	22.1	3.4	32.9	-30.5	30.8	-25.7
순이익	16.8	5.4	212.2	20.6	-18.8	26.4	-36.5	22.6	-25.8

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

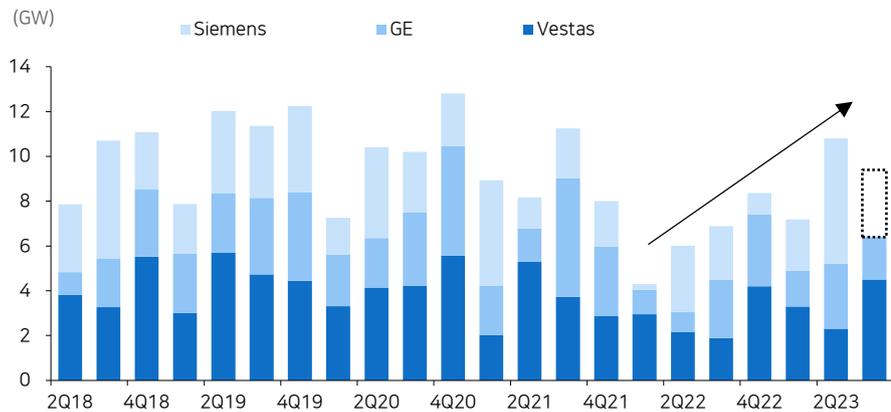
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,761.3	3,172.1	1,682.7	3,158.4	-4.5%	-0.4%
영업이익	144.7	262.0	147.6	261.3	2.0%	-0.3%
영업이익률	8.2%	8.3%	8.8%	8.3%	0.6%p	0.0%p
당기순이익	74.5	174.1	67.9	173.8	-8.8%	-0.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터



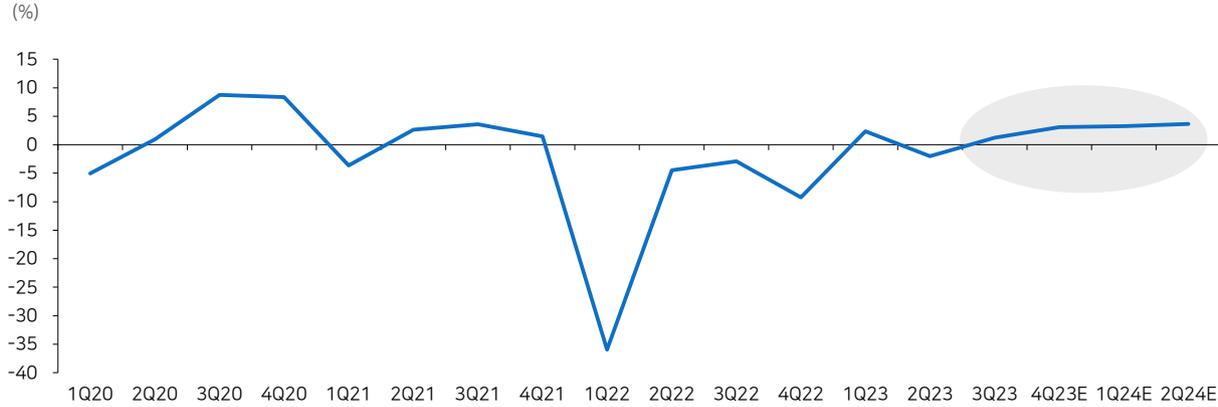
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 풍력 터빈 3사 수주 추이



주: Siemens Energy는 아직 실적 발표 이전
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Vestas 영업이익률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,320.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,305.2	1,302.5	1,320.0
수주(백만 달러)	383.0	197.0	186.6	165.4	474.0	164.0	520.0	300.0	826.0	764.0	932.0	1,458.0	1,900.0	2,550.0
수주잔고(백만 달러)	595.0	779.0	648.5	565.0	736.1	646.0	914.1	894.1	450.0	414.0	565.0	894.1	1,128.9	1,566.0
AMPC반영(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	17.1	27.6	24.4	22.5	0.0	0.0	0.0	91.6	97.2	129.6
실적 요약														
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	415.5	380.5	536.2	969.1	1,195.0	1,374.9	1,682.7	3,158.4	3,892.4
매출 성장률(%YoY)	28.1	17.4	50.7	-9.9	13.0	26.9	17.8	29.5	21.2	23.3	15.1	22.4	87.7	23.2
타워 및 부품	295.2	309.3	315.2	406.3	325.6	387.4	354.8	444.8	865.5	1,099.5	1,325.9	1,512.5	2,265.2	2,918.7
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	7.9	24.9	28.1	25.7	31.4	103.5	95.6	49.0	110.2	143.2	186.2
Bladt							60.0					60.0	750.0	787.5
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.5	41.8	41.5	39.7	97.6	101.1	42.1	147.6	261.3	364.0
영업이익률(%)	3.0	5.9	6.3	-1.6	7.0	10.1	10.9	7.4	10.1	8.5	3.1	8.8	8.3	9.4
영업이익 성장률(%YoY)	-70.8	-31.6	57.6	적전	166.5	116.6	105.1	흑전	62.3	3.6	-58.3	250.4	77.1	39.3
타워 및 부품	11.4	20.3	22.8	-3.5	23.9	39.7	39.7	42.0	88.1	100.6	50.9	145.2	246.5	321.7
씨에스베어링	-2.2	-0.9	-2.6	-3.1	0.7	2.2	1.8	3.1	9.5	0.5	-8.8	7.8	14.3	18.6
Bladt							-5.4					-5.4	0.5	23.6
금융손익	-10.8	-10.8	-13.9	-5.3	-12.2	-17.2	-13.5	-8.6	-11.0	-14.1	-40.9	-51.5	-31.1	-39.0
기타손익	0.2	-2.0	-5.9	10.6	0.5	-1.0	-4.8	-3.0	-27.6	2.5	2.8	-8.2	2.7	0.1
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.3	0.0	-0.3	-1.7	-0.4	-1.5	-0.3	-0.3	-1.2	1.2	-2.4	-2.5	-1.3	-1.8
세전이익	-1.7	6.5	0.1	-3.1	12.4	22.1	22.9	27.9	57.8	90.7	1.7	85.3	231.7	323.2
법인세비용	3.9	1.0	-1.0	6.4	4.3	1.1	5.7	7.0	24.2	24.8	10.3	18.1	57.9	80.8
당기순이익	-5.9	5.4	0.2	-9.5	8.1	21.0	17.9	20.9	33.6	64.7	-9.8	67.9	173.8	242.4
순이익률(%)	-1.9	1.6	0.1	-2.3	2.3	5.1	4.7	3.9	3.5	5.4	-0.7	4.0	5.5	6.2
순이익 성장률(% YoY)	적전	-76.8	-98.4	적전	흑전	289.1	10,763.8	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	155.8	39.5
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	-7.7	7.7	20.6	16.8	20.0	30.9	66.2	-1.0	65.1	168.8	235.9

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,682.7	3,158.4	3,892.4
매출액증가율(%)	23.3	15.1	22.4	87.7	23.2
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,431.4	2,788.3	3,387.0
매출총이익	171.4	136.2	251.3	370.1	505.4
판매관리비	70.3	94.1	103.7	108.8	141.4
영업이익	101.1	42.1	147.6	261.3	364.0
영업이익률(%)	8.5	3.1	8.8	8.3	9.4
금융손익	-14.1	-40.9	-51.6	-31.1	-39.1
중속/관계기업손익	1.2	-2.4	-2.5	-1.3	-1.8
기타영업외손익	2.5	2.8	-8.3	2.7	0.1
세전계속사업이익	90.7	1.7	85.3	231.7	323.2
법인세비용	24.9	10.3	18.1	57.9	80.8
당기순이익	64.7	-9.8	67.2	173.8	242.4
지배주주지분 손이익	66.2	-1.0	65.1	168.8	235.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,211.7	1,484.4	1,760.9
현금및현금성자산	261.8	191.6	307.3	217.8	270.5
매출채권	388.8	362.2	388.5	559.7	691.4
재고자산	350.9	381.8	423.4	610.0	681.8
비유동자산	698.2	767.9	1,006.1	1,412.9	1,394.9
유형자산	510.0	532.2	705.1	1,106.0	1,087.3
무형자산	124.6	120.9	114.1	108.4	103.4
투자자산	6.9	15.3	18.6	30.1	35.9
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,217.7	2,897.3	3,155.7
유동부채	572.7	623.8	712.0	1,013.7	1,038.3
매입채무	193.9	272.2	301.9	434.9	486.1
단기차입금	180.7	232.7	277.6	390.6	340.6
유동성장기부채	7.2	26.9	25.4	25.4	25.4
비유동부채	254.7	231.0	503.1	727.9	740.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	216.0	316.0	316.0
부채총계	827.3	854.9	1,215.1	1,741.6	1,778.4
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	609.6	609.6	609.6
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	79.5	79.5	79.5
이익잉여금	267.8	239.2	283.7	431.8	646.9
비지배주주지분	49.6	48.1	51.4	56.4	62.9
자본총계	943.8	924.7	1,002.6	1,155.7	1,377.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-105.4	150.8	85.3	141.7	228.3
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	67.2	173.8	242.4
유형자산상각비	31.6	50.6	59.4	114.1	118.7
무형자산상각비	6.6	15.0	10.7	5.7	5.0
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-79.2	-151.9	-137.8
투자활동 현금흐름	-300.6	-105.3	-217.1	-527.1	-106.3
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-210.4	-515.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-8.4	-3.2	-11.6	-5.7
재무활동 현금흐름	567.8	-94.9	245.5	295.8	-69.2
차입금의 증감	202.4	36.2	308.2	316.6	-48.5
자본의 증가	399.3	12.2	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.0	-70.2	115.7	-89.6	52.8
기초현금	91.8	261.8	191.6	307.3	217.8
기말현금	261.8	191.6	307.3	217.8	270.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	28,896	32,603	39,901	74,895	92,299
EPS(지배주주)	1,601	-23	1,544	4,002	5,593
CFPS	3,218	2,832	4,891	9,120	11,475
EBITDAPS	3,368	2,554	5,162	9,037	11,564
BPS	21,204	20,786	22,557	26,068	31,170
DPS	600	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	41.0	-2,952.8	31.1	12.0	8.6
PCR	20.4	24.3	9.8	5.3	4.2
PSR	2.3	2.1	1.2	0.6	0.5
PBR	3.1	3.3	2.1	1.8	1.5
EBITDA(십억원)	139.3	107.7	217.7	381.1	487.7
EV/EBITDA	21.4	30.0	11.7	7.8	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	7.1	16.5	19.5
EBITDA 이익률	11.7	7.8	12.9	12.1	12.5
부채비율	87.7	92.5	121.2	150.7	129.1
금융비용부담률	0.7	1.1	0.9	1.1	1.0
이자보상배율(x)	11.6	2.9	9.7	7.5	9.5
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	4.5	6.7	6.2
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	4.2	6.1	6.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

