

2023. 11. 9



## Company Analysis | 신재생/2차전지셀

Analyst 이주영

02 3779 8482 \_ juyzong@ebestsec.co.kr

Buy (신규)

목표주가 (신규) 68,000 원

현재주가 48,000 원

상승여력 41.7%

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

## Stock Data

KOSPI(11/8)	2,421.62 pt
시가총액	20,242 억원
발행주식수	42,171 천주
52 주 최고가/최저가	88,400 / 45,150 원
90 일 평균거래대금	196.82 억원
외국인 지분율	12.1%
배당수익률(23.12E)	1.0%
BPS(23.12E)	22,163 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -2.1%
	6개월 -30.5%
	12개월 -21.9%
주주구성	김성권 (외 16인) 41.1%
	국민연금공단 (외 1인) 10.1%
	자사주 (외 1인) 1.8%

## Stock Price



## 씨에스윈드 (112610)

## Bladt와 미국 법인이 관건

## 3Q23 Review: 영업이익 컨센서스 부합

3Q23 연결 기준 실적은 매출액 3,805억원(-8.4% QoQ, +17.8% YoY), 영업이익 415억원(-0.8% QoQ, +105.1% YoY)으로 영업이익 컨센서스(422억원)에 부합했다. 매출 감소에도 불구하고 터키 및 포르투갈 법인의 수익성 개선과 AMPC 반영(244억원)으로 영업이익률은 2Q23(10.1%) 대비 소폭 개선된 10.9%를 기록했다(AMPC 제외할 경우 2Q23 3.7%→3Q23 4.8%). 3Q23 기준 누적 신규 수주는 약 11억달러 규모로 2023년 연간 가이드نس(14억달러)는 무난히 달성 가능할 전망이다.

## 2024년은 Bladt와 미국 법인이 관건

씨에스윈드의 주가 방향성은 1)Bladt의 흑자전환 여부와 2)미국 법인의 수출 개선 정도에 달려있다고 판단한다. 1)Bladt: 4Q23 Bladt가 연결 편입되며 수익성 훼손을 전망한다. 다만 Bladt가 보유한 약 2조원 규모의 수주잔고와 씨에스윈드의 운영 능력을 감안했을 때 2H24부터는 수익성 정상화가 가능할 것으로 예상된다. 2)미국 법인: Vestas향 수주 증가로 2024년 미국 법인의 생산량 확대가 기대된다. 2024년 미국 법인의 예상 생산량을 4.5GW로 가정했을 때 수령 가능한 AMPC는 약 1.4억달러 수준이다. 12월 발표될 AMPC 세부 가이드라인에 따라 GE와 Vestas에 각 10%씩 보조금을 쉼어한다고 가정할 경우 씨에스윈드는 2024년 최종적으로 약 1.1억달러의 보조금 수령이 가능할 전망이다.

## 투자 의견 Buy, 목표주가 68,000원으로 커버리지 개시

씨에스윈드에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 68,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 2024년 예상 EPS(3,187원)에 Target multiple 21.3x를 적용하여 산출했다. 2024년 실적은 매출액 2조 1,403억원(+37.8% YoY), 영업이익 1,995억원(+36.2% YoY, OPM 9.3%)을 예상하며 주가 상승 모멘텀이 충분한 해라고 판단한다. 1H24 미국 법인의 생산성 개선에 따른 마진 확대, 2H24 Bladt 흑자전환 가시화가 예상되기 때문이다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195	1,375	1,553	2,140	2,295
영업이익	101	42	146	200	214
순이익	65	-10	74	132	168
EPS (원)	1,570	-24	1,734	3,178	3,994
증감률 (%)	85.7	적전	흑전	83.3	25.7
PER (x)	41.9	-2,903.9	27.7	15.1	12.0
PBR (x)	3.1	3.3	2.2	1.9	1.7
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.4	9.3	9.3
EBITDA 마진 (%)	11.7	7.8	14.2	13.2	13.2
ROE (%)	10.1	-0.1	8.0	13.4	14.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 씨에스윈드, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 씨에스윈드 목표주가 산정

	2022	2023E	2024E	2025E
EPS (원)	n/a	1,734	3,178	3,994
EPS Growth	적전	흑전	83%	26%
Target EPS (원)	3,178	2024년 예상 EPS		
Target P/E (x)	21.3	글로벌 Peer group 2024년 예상 P/E		
적정주가 (원)	67,689			
목표주가 (원)	68,000			
현재주가 (원)	48,000			
Upside (%)	42%			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 글로벌 Peer group 밸류에이션

(십억달러, x)		P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
기업명	시가총액	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
씨에스윈드	1.5	-	22.9	10.7	3.3	2.1	1.8	29.6	10.8	6.8	-0.1	9.5	9.5
국내													
SK 오션플랜트	0.7	38.4	13.6	12.6	2.1	1.5	1.3	13.0	10.6	4.5	6.7	11.8	11.8
해외													
GE	123.9	31.3	42.8	24.6	2.5	4.2	3.9	9.1	12.9	9.6	-0.2	12.2	12.2
Vestas	25.1	-	-	35.8	9.0	7.5	6.2	-	25.4	14.0	-40.7	0.7	0.7
Titan Wind	3.4	43.2	17.5	12.4	3.3	2.6	2.2	24.5	12.6	9.2	7.8	14.7	14.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	415.5	380.5	406.4	1,374.9	1,552.9	2,140.3
Growth	-33%	6%	-1%	28%	-23%	19%	-8%	7%	15%	13%	38%
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.5	41.8	41.5	38.5	42.1	146.4	199.5
Growth	-68%	110%	5%	적전	흑전	70%	-1%	-7%	-58%	248%	36%
OPM	3%	6%	6%	-2%	7%	10%	11%	9%	3%	9%	9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: Growth는 QoQ, YoY 기준

## 씨에스윈드 (112610)

### 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,073	1,012	1,188	1,656	1,565
현금 및 현금성자산	262	192	320	422	243
매출채권 및 기타채권	398	366	328	522	568
재고자산	351	382	416	584	619
기타유동자산	62	72	124	129	135
비유동자산	698	768	941	1,020	1,103
관계기업투자등	3	13	17	18	19
유형자산	510	532	641	726	812
무형자산	125	121	110	98	86
<b>자산총계</b>	<b>1,771</b>	<b>1,780</b>	<b>2,129</b>	<b>2,676</b>	<b>2,668</b>
유동부채	573	624	829	1,264	1,110
매입채무 및 기타채무	316	323	305	409	431
단기금융부채	210	273	495	824	647
기타유동부채	46	28	30	31	32
비유동부채	255	231	322	323	324
장기금융부채	234	208	293	293	293
기타비유동부채	20	23	29	30	31
<b>부채총계</b>	<b>827</b>	<b>855</b>	<b>1,151</b>	<b>1,587</b>	<b>1,434</b>
지배주주지분	894	877	928	1,039	1,184
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	597	610	610	610	610
이익잉여금	268	239	290	401	546
비지배주주지분(연결)	50	48	50	50	50
<b>자본총계</b>	<b>944</b>	<b>925</b>	<b>978</b>	<b>1,089</b>	<b>1,234</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-105	151	42	23	201
당기순이익(손실)	65	-10	74	132	170
비현금수익비용가감	68	129	90	89	95
유형자산감가상각비	32	51	59	69	78
무형자산상각비	7	15	15	13	12
기타현금수익비용	30	64	-1	6	5
영업활동 자산부채변동	-193	68	-107	-198	-63
매출채권 감소(증가)	-154	35	48	-147	-47
재고자산 감소(증가)	-107	-10	-24	-109	-35
매입채무 증가(감소)	21	52	-48	61	23
기타자산, 부채변동	47	-9	-83	-3	-3
투자활동 현금	-301	-105	-160	-168	-179
유형자산처분(취득)	-92	-94	-146	-153	-164
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-217	-12	-12	-7	-7
기타투자활동	11	3	-2	-7	-7
재무활동 현금	568	-95	245	309	-198
차입금의 증가(감소)	123	12	266	329	-178
자본의 증가(감소)	-17	-68	-21	-21	-21
배당금의 지급	17	25	-21	-21	-21
기타재무활동	462	-39	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>170</b>	<b>-70</b>	<b>128</b>	<b>164</b>	<b>-176</b>
기초현금	92	262	192	259	423
기말현금	262	192	320	423	246

자료: 씨에스윈드, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195	1,375	1,553	2,140	2,295
매출원가	1,024	1,239	1,337	1,800	1,921
<b>매출총이익</b>	<b>171</b>	<b>136</b>	<b>216</b>	<b>340</b>	<b>375</b>
판매비 및 관리비	70	94	100	135	143
<b>영업이익</b>	<b>101</b>	<b>42</b>	<b>146</b>	<b>200</b>	<b>214</b>
(EBITDA)	139	108	221	282	303
금융손익	-14	-32	2	4	5
이자비용	9	15	0	0	0
관계기업등 투자손익	6	-3	-5	-6	-6
기타영업외손익	-2	-5	-45	10	23
<b>세전계속사업이익</b>	<b>91</b>	<b>2</b>	<b>99</b>	<b>208</b>	<b>236</b>
계속사업법인세비용	25	10	25	76	68
계속사업이익	66	-9	74	132	168
중단사업이익	-1	-1	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>65</b>	<b>-10</b>	<b>74</b>	<b>132</b>	<b>168</b>
지배주주	66	-1	72	132	165
<b>총포괄이익</b>	<b>97</b>	<b>32</b>	<b>74</b>	<b>132</b>	<b>168</b>
매출총이익률 (%)	14.3	9.9	13.9	15.9	16.3
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.4	9.3	9.3
EBITDA 마진률 (%)	11.7	7.8	14.2	13.2	13.2
당기순이익률 (%)	5.4	-0.7	4.7	6.2	7.3
ROA (%)	5.0	-0.1	3.7	5.5	6.2
ROE (%)	10.1	-0.1	8.0	13.4	14.9
ROIC (%)	8.7	-17.9	8.3	8.0	8.3

### 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	41.9	n/a	25.7	15.1	11.9
P/B	3.1	3.3	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	21.1	29.6	11.2	9.6	8.9
P/CF	20.8	24.3	11.9	9.2	7.7
배당수익률 (%)	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	23.3	15.1	12.9	37.8	7.2
영업이익	3.6	-58.3	247.6	36.2	7.0
세전이익	57.0	-98.1	5,597.8	110.5	13.0
당기순이익	92.7	적전	흑전	80.0	26.6
EPS	85.7	적전	흑전	83.3	25.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	87.7	92.5	117.7	145.8	116.3
유동비율	187.4	162.2	143.3	131.0	140.9
순차입금/자기자본(x)	17.6	30.7	46.5	62.7	55.3
영업이익/금융비용(x)	11.6	2.9	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	444	480	788	1,117	940
순차입금 (십억원)	166	284	455	682	683
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,570	-24	1,734	3,178	3,994
BPS	21,204	20,786	22,003	24,634	28,066
CFPS	3,156	2,832	3,889	5,238	6,207
DPS	600	500	500	500	500

씨에스윈드 목표주가 추이

(원)

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

21/11

22/05

22/11

23/05

23/11

주가

목표주가

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)				
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
2023.11.09	신규	이주영											
2023.11.09	Buy	68,000											

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이주영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)