씨에스윈드(112610.KS)



에너지/스몰캡 담당 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	31,000원
현재주가(5/23)	24,550원

Key Data	(기준일: 2017.5.23)
KOSPI(pt)	2,311.7
KOSDAQ(pt)	644.7
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	424.4
52주 최고/최저(원)	28,250 / 15,300
52주 일간 Beta	1.06
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M,천주)	38
평균거래대금(3M,백만원)	755
배당수익률(17F, %)	1.2
외국인 지분율(%)	15.6
주요주주 지분율(%)	
김성권 외 22인	52.0
GSCP VI Tanker…	12.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.9	46.1	45.3	28.9
KOSPI 대비상대수익률	18.2	36.4	29.0	10.6

Company vs KOSPI composite

결산기(12월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	311.2	265.5	302.3
영업이익(십억원)	(23.7)	25.3	29.5
세전계속사업손익(십억원)	(16.8)	30.3	33.9
당기순이익(십억원)	(17.2)	25.7	27.1
EPS(원)	(999)	1,498	1,576
증감률(%)	적전	흑전	5.2
PER(배)	n/a	16.4	15.6
ROE(%)	(5.5)	8.3	8.2
PBR(배)	1.0	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	n/a	10.4	9.3

자료: 유진투자증권

스페인, 스위스 풍력시장 회복으로 긍정적

영국 해상풍력에 이어 스페인, 스위스의 풍력 시장 재개는 동사에게 기회 제공

- 약 2.3GW에 달하는 영국 스코틀랜드의 해상풍력 프로젝트의 재개에 이어 스페인과 스위스의 풍력 시장 회복 움직임은 동사에게 긍정적이다. 스페인은 유럽 재정 위기 전 유럽 최대의 풍력시장이었다. 하지만 재정위기로 2012년부터 기존에 확정된 보조금까지 삭감하면서 신규 풍력설치가 자취를 감추었다. 최근 재정 위기에서 벗어난 스페인은 EU의 탄소배출 규제를 준수하기 위한 3GW의 재생에너지 단지 건설 입찰을 실시했는데 풍력업체들이 2.99GW를 낙찰 받았다. 스페인 풍력 시장이 5년간의 공백기를 거친 후 재개된 것이다. 스위스는 원전 5기(3.3GW)를 폐쇄하고 재생에너지로 대체하기로 확정했다. 풍력의 발전단가가 모든 재생에너지 중에서 가장 낮기 때문에 스위스에서도 풍력시장이 열릴 것으로 판단된다. 지난 5년간 수요가 전혀 없었던 시장이 재개되면 유럽의 풍력타워 시장의 공급과잉 강도가 낮아질 것으로 판단된다. 특히 스페인에는 Windar, Gestamp 두 상위 풍력타워업체가 있는데 이들은 국내시장이 없어지면서 해외시장 입찰에 낮은 가격으로 참여해왔다. 씨에스윈드는 영국과 베트남 공장에서 유럽 풍력터빈업체들에게 타워를 공급하고 있고, 2016년 기준 유럽의 매출비중은 약 25%였다.

미국업체 이의제기는 예정된 수순, 내년 하반기부터 미국시장 재진입 가능성 높아

- 미국의 풍력타워 업체들은 씨에스윈드 베트남법인에 대한 미국국제무역법원의 반덤핑 무혐의 결정에 대해 이의를 제기했다. 이에 따라 순회법원이 이에 대한 심리를 6~12개월 동안 맡게 된다. 이번 결정은 미국 무역분쟁 절차의 전형으로 예정된 수순이다. 상무부와 국제무역법원(USCIT)의 두 번의 결정이 다 무혐의였기 때문에 결과가 법원 심리에서 변경될 가능성은 매우 희박하다. 따라서 씨에스윈드의 내년 하반기 미국시장 진입에 대한 기존 시나리오는 전과 동일하다. 이를 위해 동사는 미국의 고객들과 수주물량을 올 해 내로 확정하고 내년 하반기부터 납품을 시작할 것으로 예상된다. 또한 동사는 말레이시아의 풍력타워 공장을 인수한 상태여서 만약의 경우 말레이시아 공장에서 미국으로 진출할 수 있다. 동사의 말레이시아 공장은 미국의 GE Wind와 공장 인증을 완료한 후 호주향 타워에 대한 공급계약을 체결한 바 있다.

하반기 실적 성장세 커지는 것 감안하면 현 시점이 매수적기

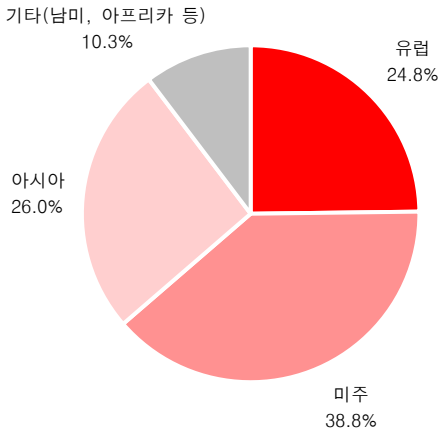
- 동사는 올 1분기에 사상 최대의 수주를 기록했는데 이 중 약 40% 이상이 신규시장인 호주향이다. 이 물량들은 하반기에 납품되기 때문에 분기 실적으로 보면 3분기부터 성장세가 커지게 된다. 2016년에는 하반기부터 적자전환 했기 때문에 기저효과까지 더해져 실적개선세가 극적으로 보일 수 있다. 2018년부터는 영국 해상풍력 타워 납품과 미국향 타워 공급 재개로 이익뿐 아니라 매출액까지 성장 추세로 진입하기 때문에, 올 상반기가 씨에스윈드에 대한 매수적기라고 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 31,000원을 유지한다.

도표 1 씨에스윈드 연간 실적 추정

(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	**297.1**	**311.2**	**265.5**	**302.3**	**340.7**	**356.2**
증가율	*-9.7%*	*4.7%*	*-14.7%*	*13.9%*	*12.7%*	*4.5%*
캐나다 법인	186.4	60.1	65.0	42.0	45.0	30.0
베트남법인	39.1	133.6	105.5	125.3	140.7	150.2
중국법인	22.2	39.3	37.0	35.0	37.0	39.0
영국법인	-	28.0	20.0	50.0	60.0	70.0
말레이시아법인	-	-	18.0	25.0	30.0	35.0
피앤씨글로벌	10.1	5.0	5.0	7.0	8.0	10.0
PT 대경 인다	18.5	24.7	15.0	18.0	20.0	22.0
상품 등 기타	20.9	20.6	-	-	-	-
매출원가	231.2	290.2	205.1	233.8	262.8	270.3
매출원가율	77.8%	93.3%	77.3%	77.4%	77.1%	75.9%
판관비	29.5	44.7	35.1	39.0	44.0	48.0
판관비율	9.9%	14.3%	13.2%	12.9%	12.9%	13.5%
영업이익	**36.4**	**(23.7)**	**25.3**	**29.5**	**33.9**	**37.9**
영업이익률	12.3%	-7.6%	9.5%	9.7%	10.0%	10.6%
영업외손익	(10.6)	6.9	4.0	4.4	5.0	6.0
세전이익	25.8	(16.8)	29.3	33.9	38.9	43.9
법인세	4.4	0.4	4.4	6.8	8.6	9.6
법인세율	17.1%	-2.6%	15.0%	20.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**21.4**	**(17.2)**	**24.9**	**27.1**	**30.4**	**34.2**

자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 2 씨에스윈드 지역별 매출 비중(2016년 기준)



자료: 씨에스윈드, 유진투자증권
주: 일회성 해상 구조물 매출을 제외한 기준임

도표 3 국내외 풍력관련업체들 Valuation

		씨에스윈드	Vestas Wind Systems	Gamesa	Titan Wind	Shanghai Taisheng wind
국가		한국	덴마크	스웨덴	중국	중국
2017-05-23(Local)		24,550	81.6	20.3	6.7	6.8
통화		KRW	DKK	EUR	CNY	CNY
시가총액(백만달러, 십억원)		424.4	19,769.8	15,533.7	1,729.9	721.9
PER(배)	FY15A	20.1	20.9	24.6	37.2	35.7
	FY16A	N/A	14.0	17.4	25.5	29.2
	FY17F	16.4	17.5	16.6	19.0	18.4
	FY18F	15.6	16.2	14.8	14.0	15.7
PBR(배)	FY15A	1.3	4.9	2.9	5.0	3.3
	FY16A	1.0	4.1	3.0	2.7	3.0
	FY17F	**1.3**	**4.8**	**2.9**	**2.3**	**2.1**
	FY18F	1.2	4.4	2.5	2.1	1.9
매출액(백만달러, 십억원)	FY15A	297.1	9,349.6	3,889.2	344.7	252.7
	FY16A	311.2	11,330.6	5,104.7	345.0	224.6
	FY17F	265.5	11,349.7	12,058.8	463.9	256.4
	FY18F	302.3	11,815.1	13,040.4	595.1	287.0
영업이익(백만달러, 십억원)	FY15A	36.4	1,005.7	358.2	60.1	31.1
	FY16A	-23.7	1,572.8	528.4	66.2	37.4
	FY17F	25.3	1,499.5	1,212.0	105.7	46.5
	FY18F	29.5	1,589.8	1,420.2	139.2	55.3
영업이익률(%)	FY15A	12.3	10.8	9.2	17.4	12.3
	FY16A	-7.6	13.9	10.4	19.2	16.7
	FY17F	9.5	13.2	10.1	22.8	18.2
	FY18F	9.7	13.5	10.9	23.4	19.3
순이익(백만달러, 십억원)	FY15A	21.4	760.4	188.9	48.3	27.0
	FY16A	-17.2	1,068.1	333.5	61.2	33.0
	FY17F	25.7	1,136.8	827.3	91.4	39.5
	FY18F	27.1	1,206.9	1,010.4	119.3	47.4
EV/EBITDA(배)	FY15A	7.6	9.8	10.5	N/A	N/A
	FY16A	N/A	5.4	6.0	N/A	N/A
	FY17F	10.4	8.1	9.9	13.9	11.9
	FY18F	9.3	7.8	7.9	10.3	11.2
ROE(%)	FY15A	6.9	26.0	11.7	14.2	9.7
	FY16A	-5.5	31.7	18.3	11.9	10.7
	FY17F	8.3	29.6	16.6	12.4	11.5
	FY18F	8.2	28.6	15.7	14.4	12.3

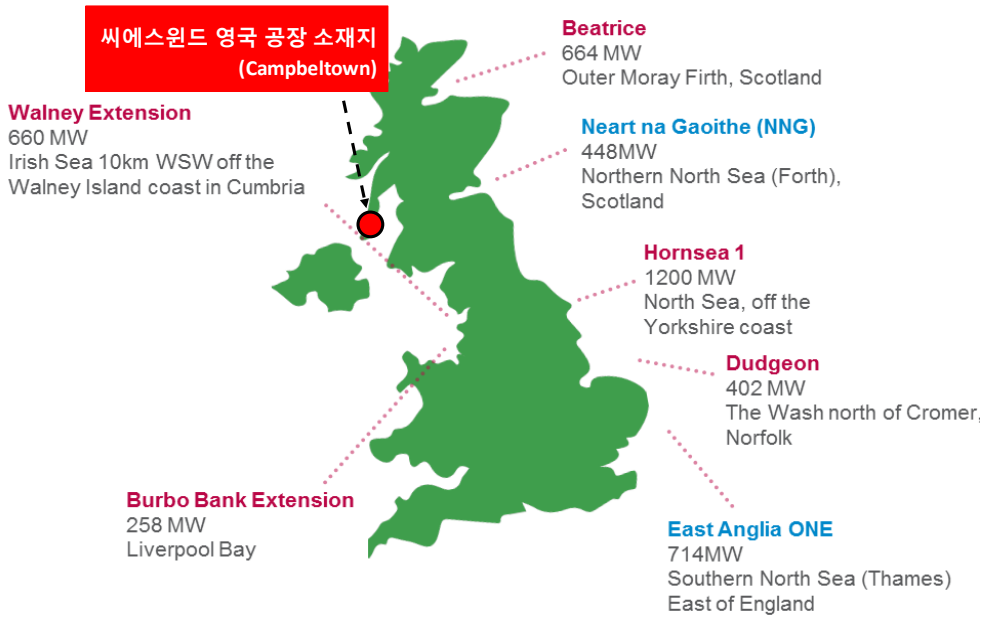
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 주가는 2017.05.23 종가 기준, 씨에스윈드는 당사 추정치

도표 4 글로벌 풍력 설치량 예상

(MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
캐나다	935	1,599	1,871	1,506	702	710	1,000	1,500	1,500
미국	**13,124**	**1,084**	**4,854**	**8,598**	**8,203**	**10,500**	**12,000**	**13,000**	**17,000**
브라질	1,077	953	2,472	2,754	2,014	3,000	3,000	3,000	3,000
멕시코	801	380	634	714	454	700	1,200	2,000	2,000
기타 아메리카	148	282	1,277	897	1,065	1,400	2,300	3,000	3,000
아메리카 합계	16,085	4,298	11,108	14,469	12,438	16,310	19,500	22,500	26,500
독일	2,415	3,238	5,279	6,013	5,443	4,000	3,000	3,000	3,000
스페인	**1,122**	**175**	**28**	**0**	**49**	**100**	**500**	**1,000**	**1,500**
프랑스	757	631	1,042	1,073	1,561	1,500	2,000	2,000	2,000
영국	**1,897**	**1,883**	**1,736**	**975**	**736**	**1,700**	**2,000**	**2,000**	**2,000**
이탈리아	1,273	444	108	295	282	350	500	1,000	1,000
스웨덴	846	724	1,050	615	493	500	700	1,000	1,000
폴란드	880	894	444	1,266	682	1,000	1,000	1,000	1,000
루마니아	923	695	354	23	52	200	200	200	200
터키	506	646	804	956	1,387	1,500	1,500	1,500	1,500
덴마크	217	657	105	217	220	200	200	200	200
포르투갈	145	196	184	132	268	200	200	200	200
기타 유럽	1,763	1,848	1,724	2,240	2,753	2,500	2,500	2,500	2,500
유럽 합계	12,744	12,031	12,858	13,805	13,926	13,750	14,300	15,600	16,100
오스트레일리아	358	655	567	380	140	600	1,000	1,000	1,000
중국	12,960	16,088	23,196	30,753	23,370	22,000	19,000	18,000	17,000
인도	2,336	1,729	2,315	2,623	3,612	4,000	5,000	6,000	7,000
일본	88	50	130	245	196	450	650	700	800
뉴질랜드	0	0	50	0		100	100	100	100
대한민국	76	79	47	224	201	250	370	550	700
대만	0	43	18	14	35	140	140	140	140
필리핀	0	0	150	0		50	100	150	150
베트남	0	0	50	0		30	50	100	150
기타 아시아/태평양	50	227	51	0	307	300	350	400	450
아시아 합계	15,868	18,871	26,574	34,240	27,861	27,920	26,760	27,140	27,490
남아프리카	0	0	560	483	418	700	1,000	1,000	1,000
기타/중동	102	90	374	470	0	300	1,000	2,000	2,500
아프리카/중동 합계	102	90	934	953	418	1,000	2,000	3,000	3,500
기타	235	507	278	0	0	0	0	0	0
전세계	45,034	35,797	51,752	63,467	54,643	58,980	62,560	68,240	73,590
성장률(%YoY)	10.8%	-20.5%	44.6%	22.6%	-13.9%	7.9%	6.1%	9.1%	7.8%

자료: 유진투자증권

도표 5 영국현지 주요 해상풍력 프로젝트 추진사항 및 씨에스윈드 영국 공장 위치



자료: 영국정부, 유진투자증권

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
자산총계	**370.9**	**392.0**	**385.7**	**403.9**	**430.5**
유동자산	239.3	250.4	229.6	246.9	266.8
현금성자산	133.3	69.8	77.3	36.3	37.0
매출채권	50.5	72.9	80.7	92.0	100.0
재고자산	53.4	78.0	54.1	101.0	112.0
비유동자산	131.7	141.6	156.1	157.0	163.7
투자자산	16.6	19.7	34.9	36.3	37.8
유형자산	110.6	116.6	118.8	118.5	123.9
기타	4.4	5.2	2.4	2.2	2.0
부채총계	**73.4**	**66.3**	**87.1**	**83.0**	**87.7**
유동부채	59.0	54.7	81.1	76.8	81.3
매입채무	21.0	27.8	28.3	23.7	27.8
유동성이자부채	10.8	8.9	15.4	15.4	15.4
기타	27.3	18.1	37.4	37.7	38.1
비유동부채	14.4	11.6	6.0	6.2	6.4
비유동이자부채	10.0	6.4	1.6	1.6	1.6
기타	4.5	5.2	4.4	4.6	4.8
자본총계	**297.5**	**325.7**	**298.6**	**320.9**	**342.8**
지배지분	297.5	325.5	298.4	320.7	342.6
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	174.2	174.2	174.2	174.2	174.2
이익잉여금	144.0	157.2	134.9	157.2	179.1
기타	(29.4)	(14.5)	(19.3)	(19.3)	(19.3)
비지배지분	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
자본총계	**297.5**	**325.7**	**298.6**	**320.9**	**342.8**
총차입금	20.8	15.3	17.0	17.0	17.0
순차입금	(112.6)	(54.5)	(60.3)	(19.3)	(20.0)

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	**329.2**	**297.1**	**311.2**	**265.5**	**302.3**
증가율(%)	11.0	(9.7)	4.7	(14.7)	13.9
매출원가	229.0	231.2	291.3	204.1	233.8
매출총이익	**100.3**	**65.9**	**20.0**	**61.4**	**68.5**
판매 및 일반관리비	31.5	29.5	40.2	36.1	39.0
기타영업손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**68.8**	**36.4**	**(23.7)**	**25.3**	**29.5**
증가율(%)	94.4	(47.1)	적전	흑전	16.6
EBITDA	**81.4**	**49.8**	**(8.7)**	**39.1**	**43.6**
증가율(%)	68.1	(38.8)	적전	흑전	11.5
영업외손익	**(7.2)**	**(10.6)**	**6.9**	**5.0**	**4.4**
이자수익	1.1	1.2	0.5	0.8	0.8
이자비용	1.7	0.7	0.9	2.9	2.9
지분법손익	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)
기타영업손익	(6.5)	(11.0)	7.4	7.5	6.8
세전순이익	**61.7**	**25.8**	**(16.8)**	**30.3**	**33.9**
증가율(%)	105.1	(58.2)	적전	흑전	11.8
법인세비용	4.5	4.4	0.4	4.5	6.8
당기순이익	**57.1**	**21.4**	**(17.2)**	**25.7**	**27.1**
증가율(%)	112.7	(62.6)	적전	흑전	5.2
지배주주지분	57.1	21.4	(17.3)	25.9	27.2
증가율(%)	112.7	(62.6)	적전	흑전	5.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)
EPS(원)	**3,306**	**1,236**	**(999)**	**1,498**	**1,576**
증가율(%)	적지	(62.6)	적전	흑전	5.2
수정EPS(원)	3,306	1,236	(999)	1,498	1,576
증가율(%)	적지	(62.6)	적전	흑전	5.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업현금	**41.2**	**(15.4)**	**48.1**	**(22.4)**	**27.1**
당기순이익	57.1	21.4	(17.2)	25.7	27.1
자산상각비	12.6	13.3	15.0	13.8	14.1
기타비현금성손익	0.4	0.1	(1.2)	0.6	0.6
운전자본증감	(34.3)	(39.9)	35.1	(62.5)	(14.7)
매출채권감소(증가)	(28.2)	(10.2)	3.5	(11.3)	(8.0)
재고자산감소(증가)	(7.6)	(12.2)	35.1	(46.9)	(11.0)
매입채무증가(감소)	3.7	3.2	(5.0)	(4.6)	4.1
기타	(2.3)	(20.8)	1.5	0.2	0.2
투자현금	**(68.3)**	**63.1**	**(35.3)**	**(16.0)**	**(22.1)**
단기투자자산감소	0.7	(0.7)	(2.4)	(0.9)	(0.9)
장기투자증권감소	0.2	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)
설비투자	(10.8)	(17.4)	(16.0)	(13.0)	(19.0)
유형자산처분	0.5	1.4	1.1	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
재무현금	**49.9**	**(24.1)**	**(9.5)**	**(3.5)**	**(5.2)**
차입금증가	(48.4)	(14.3)	3.7	0.0	0.0
자본증가	125.0	(8.2)	(4.9)	(3.5)	(5.2)
배당금지급	5.0	8.2	4.9	3.5	5.2
현금 증감	**18.3**	**25.6**	**3.1**	**(41.9)**	**(0.2)**
기초현금	9.1	27.4	53.0	56.1	14.2
기말현금	27.4	53.0	56.1	14.2	14.0
Gross Cash flow	80.3	54.9	(3.4)	40.1	41.8
Gross Investment	103.3	(23.8)	(2.1)	77.7	35.9
Free Cash Flow	(23.0)	78.7	(1.3)	(37.6)	5.9

주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,306	1,236	(999)	1,498	1,576
BPS	17,211	18,832	17,265	18,555	19,821
DPS	700	300	200	300	300
밸류에이션(배,%)					
PER	8.0	20.1	n/a	16.4	15.6
PBR	1.5	1.3	1.0	1.3	1.2
EV/ EBITDA	4.2	7.6	n/a	10.4	9.3
배당수익율	2.6	1.2	1.1	1.2	1.2
PCR	5.7	7.8	n/a	10.6	10.2
수익성(%)					
영업이익율	20.9	12.3	(7.6)	9.5	9.7
EBITDA이익율	24.7	16.8	(2.8)	14.7	14.4
순이익율	17.4	7.2	(5.5)	9.7	9.0
ROE	26.4	6.9	(5.5)	8.3	8.2
ROIC	36.9	13.2	(6.7)	8.0	7.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	405.5	457.6	283.3	321.4	328.2
이자보상배율	114.6	n/a	n/a	11.8	14.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	8.6	4.8	4.1	3.1	3.1
재고자산회전율	6.6	4.5	4.7	3.4	2.8
매입채무회전율	15.9	12.2	11.1	10.2	11.7

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	14%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2017.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2016-08-01	BUY	31,000
2016-08-19	BUY	31,000
2017-03-24	BUY	31,000
2017-03-27	BUY	31,000
2017-04-03	BUY	31,000
2017-04-10	BUY	31,000
2017-05-02	BUY	31,000
2017-05-04	BUY	31,000
2017-05-10	BUY	31,000
2017-05-18	BUY	31,000
2017-05-24	BUY	31,000

씨에스윈드(112610.KS) 주가 및 목표주가 추이

