Eugene Research

기업분석

2019.09.23

씨에스윈드(112610.KS)



재생에너지 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	50,000원
현재주가(9/20)	31,050원

Key Data	(기준일: 2019.09.20)
KOSPI(pt)	2,092
KOSDAQ(pt)	649
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	537
52주 최고/최저(원)	44,750 / 25,600
52주 일간 Beta	1.02
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M,천주)	71
평균거래대금(3M,백만원)	2,467
배당수익률(19F, %)	1.3
외국인 지분율(%)	7.3
주요주주 지분율(%)	
김성권 외 20인	51.5
국민연금	5.1
삼성액티브자산운용	5.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	-23.9	-14.7	-6.5
KOSPI 대비상대수익률	-4.9	-22.0	-10.8	3.5

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	502.2	774.8	876.8
영업이익(십억원)	32.7	58.7	77.0
세전계속사업손익(십억원)	6.8	53.4	73.1
당기순이익(십억원)	7.1	43.7	59.5
EPS(원)	343	2,564	3,551
증감률(%)	(84.8)	648.0	38.5
PER(배)	80.5	12.1	8.7
ROE(%)	2.0	13.7	16.4
PBR(배)	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	12.7	8.4	6.4

자료: 유진투자증권

영국, 단기 해상풍력 건설 72% 상향 확정

▪ 영국의 세 번째 해상풍력 입찰결과, 지난번 대비 72%나 건설 규모 늘어나는 것 확정

영국이 지난 2017년에 이어 세 번째 해상풍력 단지 건설을 위한 정부입찰 결과를 확정했다. (도표 1번 참조) 총 5.5GW의 해상풍력을 2023~2025년에 건설하게 된다. 스코틀랜드의 유틸리티업체인 SSE, 노르웨이의 Equinor 등이 1.2~1.4GW 규모의 단지를 건설한다. 이번에 확정된 규모는 2017년 두 번째 입찰의 3.2GW에 비해 72%나 증가한 수준이다. 내년부터 시작될 네 번째 입찰의 규모는 7~8.5GW에 달할 것으로 정부는 계획하고 있다. 해상풍력 목표량을 10GW에서 30GW로 대폭 상향한 영국정부의 의지가 반영된 결과이다.

▪ 해상풍력 발전단가 하락으로 시장 확대 빨라지고 있어

이번 영국의 해상풍력 입찰결과에 가장 주목할 점은 늘어난 물량과 계약가격의 하락이다. 영국은 개발업체들이 제출한 전력판매 단가를 15년간 고정된 가격으로 소비자들이 부담하는 구조이다. 3번째 입찰에서 계약된 가장 낮은 단가는 39.65파운드/MWh였다. 이는 2번째 입찰에서의 최저가인 57.5파운드와 대비해도 31%나 하락한 수준이다. 해상풍력 단가가 지속적으로 하락하는 이유는 1) 풍력터빈의 대형화에 따른 단위당 발전단가의 하락 2) 단지의 대형화와 인근단지로의 확장으로 전력망, 조립기지 등 부대비용의 감소가 연속되기 때문이다. 천연가스, 석탄, 원전 등 기존의 에너지원대비 발전단가가 낮아지고 있어 해상풍력의 글로벌 확산 속도가 더욱 빨라지고 있다.

▪ 해상풍력 타워 글로벌 최대업체인 동사에게 긍정적

영국, 베트남, 대만에 해상풍력 타워제조 설비를 갖춘 씨에스윈드는 글로벌 최대의 업체이다. 시장의 중심이 육상에서 해상풍력으로 이동하고 있어 동사에게 유리한 국면이다. 진입장벽이 높아 해상풍력 타워를 제조할 수 있는 업체는 5개 이내로 제한적이다. 또한 대규모의 생산설비를 보유하고 해당지역에 제조설비를 운용할 수 있는 능력이 있어야 한다. 해상풍력은 영국, 대만의 예에서 보듯이 지역 내의 서플라이 체인을 우선시 하는 로컬콘텐츠룰 등이 존재하기 때문이다. 씨에스윈드의 해상풍력 매출 발생지역은 현재 영국위주에서 내년부터 대만으로 본격 확대된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 유지한다.

도표 1 영국의 해상풍력 프로젝트 입찰 결과

	Project Name	Capacity(MW)	Strike Price(£/MWh)	Delivery Year
First Round	EA 1 (built in three phases: 2017/18 is the deliver year for phase 1)	714.0	119.89	2017/18
	Neart na Gaoithe	448.0	114.39	2018/19
Second Round	Triton Knoll Offshore Wind Farm	860.0	74.75	2021/22
	Hornsea Project 2	1,386.0	57.50	2022/23
	Moray Offshore Windfarm(East)	950.0	57.50	2022/23
Third Round	Forthwind	12.0	39.65	2023/24
	Sofia Offshore Wind Farm Phase1	1,400.0	39.65	2023/24
	Seagreen Phase1	454.0	41.61	2024/25
	DoggerBank Teeside A P1	1,200.0	41.61	2024/25
	DoggerBank Creyke Beck B P1	1,200.0	41.61	2024/25
	DoggerBank Creyke Beck A P1	1,200.0	39.65	2023/24

자료: EVESHEDS, 유진투자증권

도표 2 글로벌 해상풍력 설치량 전망치(영국 입찰결과 반영 전)

(MW)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
캐나다										
미국		30			49	700	700	2,300	1,100	1,200
기타 아메리카										
아메리카 합계		**30**			**49**	**700**	**700**	**2,300**	**1,100**	**1,200**
영국	56	1,679	1,312	1,000	1,500	1,000	2,000	1,300	1,300	1,500
독일	813	1,247	969	2,300		500		700	1,100	1,000
네덜란드	691			300	400	700	700	700	700	1,000
스웨덴			3							
벨기에		165	309	309	478	200	200	200		
프랑스		2	2	300	300	300	600	600	600	600
스페인			5	50	50	50	50	50	50	50
핀란드		60								
노르웨이										
아일랜드										
덴마크		(5)	61	300	400	600				
폴란드									500	500
기타 유럽			(12)			500	500	500		
유럽 합계	**1,560**	**3,148**	**2,649**	**4,559**	**3,128**	**3,850**	**4,050**	**4,050**	**4,250**	**4,650**
중국	592	1,161	1,900	3,500	4,000	4,200	4,200	5,000	5,000	5,000
대한민국	30	3		60	100	100	100	200	200	200
대만		8		120	800	1,800	0	300	500	2,000
일본	7	5	16	60	80	80	514	400	1,655	1,780
인도						500	1,000	1,000	1,000	1,000
기타 아시아/태평양										
아시아 합계	**629**	**1,177**	**1,916**	**3,740**	**4,980**	**6,680**	**5,814**	**6,900**	**8,355**	**9,980**
아프리카 합계										
기타										
전 세계	**2,189**	**4,355**	**4,565**	**8,299**	**8,157**	**11,230**	**10,564**	**13,250**	**13,705**	**15,830**
성장률(YoY)	-34.3%	98.9%	4.8%	81.8%	-1.7%	37.7%	-5.9%	25.4%	3.4%	15.5%

자료: GWEC, 유진투자증권

도표 3 글로벌 풍력 설치량 예상

(MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
캐나다	935	1,599	1,871	1,506	702	341	566	1,000	1,500	1,200
미국	13,124	1,084	4,854	8,598	8,203	7,017	7,588	11,000	13,000	11,000
브라질	1,077	953	2,472	2,754	2,014	2,022	2,200	1,500	1,000	1,000
멕시코	801	380	634	714	454	478	1,100	2,000	2,500	2,000
기타 아메리카	148	282	1,277	897	1,065	556	1,700	2,000	2,000	2,000
아메리카 합계	**16,085**	**4,298**	**11,108**	**14,469**	**12,438**	**10,414**	**13,154**	**17,500**	**20,000**	**17,200**
독일	2,415	3,238	5,279	6,013	5,443	6,581	3,371	2,000	3,000	3,000
스페인	1,122	175	28		49	96	397	2,500	1,500	1,500
프랑스	757	631	1,042	1,073	1,561	1,694	1,565	2,000	2,000	2,000
영국	1,897	1,883	1,736	975	736	4,270	1,901	2,000	2,000	2,000
이탈리아	1,273	444	108	295	282	252	500	1,000	1,000	1,000
스웨덴	846	724	1,050	615	493	197	717	2,000	2,000	1,500
폴란드	880	894	444	1,266	682	41	16	1,000	1,000	1,000
루마니아	923	695	354	23	52	5		200	200	200
터키	506	646	804	956	1,387	767	497	600	1,000	1,000
덴마크	217	657	105	217	220	342	281	200	200	200
포르투갈	145	196	184	132	268	200	67	200	200	200
노르웨이						324	480	500	500	500
네덜란드						81		300	400	700
러시아							35	200	200	200
기타 유럽	1,763	1,848	1,724	2,240	2,753	1,996	1,849	2,000	2,000	2,000
유럽 합계	**12,744**	**12,031**	**12,858**	**13,805**	**13,926**	**16,845**	**11,676**	**16,700**	**17,200**	**17,000**
오스트레일리아	358	655	567	380	140	245	1,000	1,200	1,500	1,000
중국	12,960	16,088	23,196	30,753	23,370	19,500	21,000	24,000	23,000	22,000
인도	2,336	1,729	2,315	2,623	3,612	4,148	2,800	5,000	7,000	7,000
일본	88	50	130	245	196	177	350	500	500	500
뉴질랜드	0	0	50				100	100	100	100
대한민국	76	79	47	224	201	106	168	150	250	300
대만		43	18	14	35	10	140	140	800	1,800
필리핀			150			50	100	150	150	150
베트남	0		50			38	100	200	300	400
기타 아시아/태평양	50	227	51	0	307	418	350	400	450	450
아시아 합계	**15,868**	**18,871**	**26,574**	**34,240**	**27,861**	**24,692**	**26,108**	**31,840**	**34,050**	**33,700**
남아프리카			560	483	418	621	1,000	1,000	1,000	1,000
기타/중동	102	90	374	470			1,000	2,000	2,500	2,500
아프리카/중동 합계	**102**	**90**	**934**	**953**	**418**	**621**	**2,000**	**3,000**	**3,500**	**3,500**
기타	235	507	278			1	0	0	0	0
전 세계	**45,034**	**35,797**	**51,752**	**63,467**	**54,643**	**52,573**	**52,938**	**69,040**	**74,750**	**71,400**
성장률(%YoY)	10.8%	-20.5%	44.6%	22.6%	-13.9%	-3.8%	0.7%	30.4%	8.3%	-4.5%

자료: 유진투자증권

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**387.9**	**606.4**	**658.7**	**719.7**	**787.7**
유동자산	215.9	386.7	421.1	466.9	516.6
현금성자산	51.6	44.7	69.4	95.2	119.5
매출채권	90.4	155.1	167.0	176.0	186.0
재고자산	65.1	148.1	145.4	156.0	171.0
비유동자산	172.1	219.7	237.6	252.8	271.1
투자자산	20.4	21.2	22.9	23.8	24.8
유형자산	149.2	176.0	202.1	228.6	257.6
기타	2.5	22.4	12.6	0.3	(11.3)
부채총계	**86.1**	**287.9**	**295.5**	**302.1**	**307.8**
유동부채	80.9	225.8	235.3	241.6	246.9
매입채무	19.2	69.6	74.1	80.0	85.0
유동성이자부채	32.1	121.2	125.9	125.9	125.9
기타	29.6	35.0	35.3	35.7	36.0
비유동부채	5.1	62.1	60.2	60.5	60.8
비유동이자부채	0.1	56.7	53.2	53.2	53.2
기타	5.0	5.4	7.0	7.3	7.6
자본총계	**301.9**	**318.5**	**363.2**	**417.6**	**479.9**
지배지분	301.7	302.1	346.3	400.8	463.1
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	174.2	182.1	183.0	183.0	183.0
이익잉여금	170.4	170.6	208.7	263.2	325.5
기타	(51.5)	(59.3)	(54.1)	(54.1)	(54.1)
비지배지분	0.2	16.4	16.8	16.8	16.8
자본총계	**301.9**	**318.5**	**363.2**	**417.6**	**479.9**
총차입금	32.2	177.9	179.1	179.1	179.1
순차입금	(19.4)	133.2	109.7	83.9	59.6

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**312.2**	**502.2**	**774.8**	**876.8**	**971.5**
증가율(%)	0.3	60.8	54.3	13.2	10.8
매출원가	238.3	420.8	656.8	736.6	813.6
매출총이익	**73.9**	**81.4**	**118.0**	**140.3**	**157.9**
판매 및 일반관리비	38.5	48.7	59.3	63.3	70.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**35.4**	**32.7**	**58.7**	**77.0**	**87.6**
증가율(%)	흑전	(7.5)	79.2	31.1	13.8
EBITDA	**49.8**	**48.1**	**77.1**	**96.7**	**109.3**
증가율(%)	흑전	(3.4)	60.3	25.4	13.0
영업외손익	**6.5**	**(26.0)**	**(5.3)**	**(3.9)**	**(4.1)**
이자수익	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
이자비용	1.1	4.8	2.9	2.2	2.2
지분법손익	0.0	(1.1)	0.4	0.4	0.4
기타영업손익	7.2	(20.6)	(3.4)	(3.0)	(3.2)
세전순이익	**41.9**	**6.8**	**53.4**	**73.1**	**83.5**
증가율(%)	흑전	(83.8)	686.7	36.9	14.3
법인세비용	2.9	(0.3)	9.7	13.6	16.5
당기순이익	**39.0**	**7.1**	**43.7**	**59.5**	**67.0**
증가율(%)	흑전	(81.9)	519.3	36.1	12.7
지배주주지분	38.9	5.9	44.3	61.4	69.2
증가율(%)	흑전	(84.8)	648.0	38.5	12.7
비지배지분	0.0	1.1	(0.6)	(1.9)	(2.2)
EPS(원)	**2,253**	**343**	**2,564**	**3,551**	**4,003**
증가율(%)	흑전	(84.8)	648.0	38.5	12.7
수정EPS(원)	2,253	343	2,564	3,551	4,003
증가율(%)	흑전	(84.8)	648.0	38.5	12.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**(1.3)**	**(18.5)**	**71.2**	**67.3**	**70.8**
당기순이익	39.0	7.1	43.7	59.5	67.0
자산상각비	14.4	15.4	18.4	19.8	21.7
기타비현금성손익	(1.3)	6.5	0.8	1.8	2.0
운전자본증감	(53.8)	(64.3)	9.0	(13.7)	(20.0)
매출채권감소(증가)	(34.1)	(52.5)	(12.3)	(9.0)	(10.0)
재고자산감소(증가)	(16.4)	(71.8)	4.5	(10.6)	(15.0)
매입채무증가(감소)	2.1	67.3	26.3	5.9	5.0
기타	(5.4)	(7.4)	(9.5)	(0.0)	(0.0)
투자현금	**(13.9)**	**(61.7)**	**(26.6)**	**(34.7)**	**(39.7)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.3	0.4	0.3
설비투자	(36.7)	(26.4)	(42.0)	(46.1)	(51.0)
유형자산처분	1.3	4.5	2.3	0.0	0.0
무형자산처분	(1.1)	(1.1)	9.0	12.0	12.0
재무현금	**7.7**	**77.3**	**(15.1)**	**(6.9)**	**(6.9)**
차입금증가	13.4	72.9	(12.5)	0.0	0.0
자본증가	(3.2)	(5.5)	(6.2)	(6.9)	(6.9)
배당금지급	3.2	5.5	6.2	6.9	6.9
현금 증감	**(11.2)**	**(4.8)**	**25.8**	**25.7**	**24.1**
기초현금	56.1	44.9	40.1	65.9	91.6
기말현금	44.9	40.1	65.9	91.6	115.7
Gross Cash flow	53.6	51.6	62.9	81.0	90.8
Gross Investment	67.8	126.0	17.5	48.3	59.6
Free Cash Flow	**(14.1)**	**(74.5)**	**45.4**	**32.7**	**31.2**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,253	343	2,564	3,551	4,003
BPS	17,454	17,476	20,035	23,185	26,788
DPS	350	400	400	400	400
밸류에이션(배,%)					
PER	11.6	80.5	12.4	8.9	7.9
PBR	1.5	1.6	1.6	1.4	1.2
EV/ EBITDA	8.7	12.7	8.5	6.5	5.6
배당수익율	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
PCR	8.4	9.3	8.7	6.8	6.0
수익성(%)					
영업이익율	11.3	6.5	7.6	8.8	9.0
EBITDA이익율	16.0	9.6	10.0	11.0	11.3
순이익율	12.5	1.4	5.6	6.8	6.9
ROE	13.0	2.0	13.7	16.4	16.0
ROIC	12.7	6.5	10.4	12.9	13.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(6.4)	41.8	30.2	20.1	12.4
유동비율	266.7	171.3	179.0	193.3	209.2
이자보상배율	31.6	6.8	20.4	35.8	39.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	1.0	1.2	1.3	1.3
매출채권회전율	3.6	4.1	4.8	5.1	5.4
재고자산회전율	5.2	4.7	5.3	5.8	5.9
매입채무회전율	13.1	11.3	10.8	11.4	11.8

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)

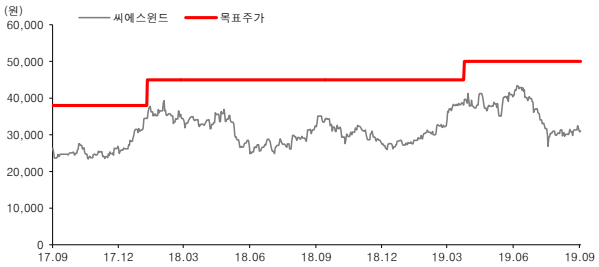
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-09-25	Buy	38,000	1년	-29.9	-4.5
2017-09-27	Buy	38,000	1년	-29.8	-4.5
2017-10-11	Buy	38,000	1년	-29.5	-4.5
2017-10-16	Buy	38,000	1년	-29.3	-4.5
2017-10-25	Buy	38,000	1년	-28.9	-4.5
2017-10-31	Buy	38,000	1년	-28.9	-4.5
2017-12-18	Buy	38,000	1년	-21.4	-4.5
2018-01-02	Buy	38,000	1년	-17.2	-4.5
2018-01-12	Buy	38,000	1년	-13.5	-4.5
2018-01-19	Buy	38,000	1년	-9.7	-4.5
2018-01-30	Buy	45,000	1년	-30.7	-11.9
2018-02-02	Buy	45,000	1년	-30.8	-11.9
2018-02-12	Buy	45,000	1년	-31.0	-11.9
2018-02-19	Buy	45,000	1년	-31.1	-11.9
2018-02-21	Buy	45,000	1년	-31.3	-11.9
2018-02-22	Buy	45,000	1년	-31.3	-11.9
2018-03-05	Buy	45,000	1년	-31.5	-11.9
2018-03-22	Buy	45,000	1년	-31.9	-11.9
2018-03-28	Buy	45,000	1년	-32.0	-11.9
2018-04-02	Buy	45,000	1년	-32.1	-11.9
2018-04-04	Buy	45,000	1년	-32.2	-11.9
2018-04-12	Buy	45,000	1년	-32.3	-11.9
2018-04-27	Buy	45,000	1년	-32.6	-11.9
2018-05-16	Buy	45,000	1년	-33.1	-11.9
2018-05-21	Buy	45,000	1년	-33.2	-11.9
2018-06-11	Buy	45,000	1년	-33.2	-11.9
2018-07-02	Buy	45,000	1년	-32.6	-11.9
2018-07-24	Buy	45,000	1년	-31.9	-11.9
2018-07-30	Buy	45,000	1년	-31.7	-11.9
2018-08-16	Buy	45,000	1년	-31.2	-11.9
2018-08-17	Buy	45,000	1년	-31.2	-11.9
2018-08-30	Buy	45,000	1년	-30.9	-11.9
2018-09-10	Buy	45,000	1년	-30.8	-11.9
2018-09-21	Buy	45,000	1년	-30.9	-11.9
2018-10-18	Buy	45,000	1년	-31.4	-11.9
2018-11-08	Buy	45,000	1년	-31.1	-11.9
2018-11-15	Buy	45,000	1년	-31.2	-11.9
2018-12-03	Buy	45,000	1년	-31.1	-11.9
2018-12-20	Buy	45,000	1년	-30.2	-11.9
2019-01-17	Buy	45,000	1년	-27.5	-11.9
2019-02-25	Buy	45,000	1년	-21.7	-11.9

씨에스윈드(112610.KS) 주가 및 목표주가 추이



2019-03-05	Buy	45,000	1년	-19.9	-11.9
2019-03-08	Buy	45,000	1년	-19.0	-11.9
2019-03-11	Buy	45,000	1년	-18.7	-11.9
2019-04-08	Buy	45,000	1년	-13.9	-11.9
2019-04-15	Buy	50,000	1년	-27.5	-13.2
2019-05-02	Buy	50,000	1년	-28.1	-13.2
2019-05-23	Buy	50,000	1년	-29.0	-13.2
2019-06-03	Buy	50,000	1년	-29.2	-13.2
2019-06-10	Buy	50,000	1년	-29.7	-13.2
2019-06-13	Buy	50,000	1년	-30.2	-13.2
2019-06-17	Buy	50,000	1년	-30.5	-13.2
2019-07-01	Buy	50,000	1년	-33.2	-14.3
2019-07-15	Buy	50,000	1년	-36.3	-22.1
2019-07-18	Buy	50,000	1년	-37.0	-25.8
2019-07-22	Buy	50,000	1년	-37.6	-28.0
2019-08-05	Buy	50,000	1년	-39.1	-35.0
2019-08-26	Buy	50,000	1년	-38.5	-35.0
2019-09-23	Buy	50,000	1년		