씨에스윈드
(112610.KS)

미국에 대규모 투자 매우 긍정적

재생에너지

2020. 11. 23



Alternative Energy 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	150,000원
현재주가(11/20)	126,000원

Key Data	(기준일: 2020.11.20)
KOSPI(pt)	2,554
KOSDAQ(pt)	870
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	2,178
52 주 최고/최저(원)	143,000 / 16,250
52 주 일간 Beta	1.35
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M,천주)	476
평균거래대금(3M,백만원)	52,159
배당수익률(20F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	8.5
주요주주 지분율(%)	
김성권 외 23 인	52.4
국민연금공단	9.7
삼성액티브자산운용	5.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.6	60.5	252.4	226.0
KOSPI 대비상대수익률	12.3	48.2	224.1	205.9

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020F	2021F
매출액(십억원)	799.4	972.0	1,104.0
영업이익(십억원)	60.1	94.7	104.9
세전계속사업손익(십억원)	39.9	79.6	100.8
당기순이익(십억원)	34.7	60.7	78.9
EPS(원)	1,846	3,530	4,710
증감률(%)	흑전	91.2	33.4
PER(배)	20.6	35.7	26.8
ROE(%)	9.9	16.4	18.5
PBR(배)	1.9	5.4	4.6
EV/EBITDA(배)	9.8	19.5	17.5

▪ 유상증자로 미국에 육상, 해상풍력 타워공장 건설

씨에스윈드가 미국진출을 공식화했다. 북동부 해안에 해상풍력 타워공장을 신설하고, 윈드 벨트인 중부지역에는 육상풍력 타워공장을 갖추게 된다. 투자를 위해 380 만주, 3,503 억원(신주 예정 발행가 92,200 원 기준)의 유상증자를 발표했다.

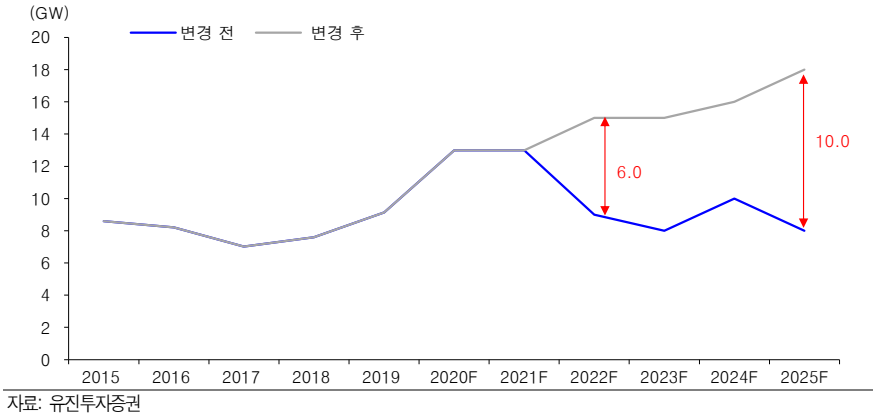
▪ 세계 최대 미국 시장 직접 진출은 바이든의 정책방향과 일치

동사의 미국 공장 확보는 고객사들의 높은 요구를 반영했기 때문인 것으로 파악된다. 바이든의 당선으로 미국 풍력 시장은 기존 대비 2 배 이상 설치 수요가 증가할 것으로 추정된다. 육상 풍력용 지원정책인 PTC, 해상풍력용 보조금인 ITC 가 재개되거나 도입될 것이다. 전력회사들은 2035 년까지 100% 카본프리를 달성하기 위해 풍력과 태양광 설치에 집중해야 한다. 더욱 중요한 것은 바이든이 "Buy America" 정책을 강조하고 있다는 것이다. 다음 선거를 위해서도 일자리 확대가 최우선 정책 중 하나일 수 밖에 없다. 미국시장의 상위 터빈메이커들인 GE, Vestas, Simens Gamesa, Nordex 등이 모두 미국산 타워의 제조를 원하고 있다. 씨에스윈드가 고객들의 요구에 선제적으로 화답한 것이다. 미국시장에서의 증설은 곧 성장이다.

▪ 주가에 긍정적, 디스카운트 요인 사라지고 프리미엄 받을 수 있어

씨에스윈드에 대한 가장 큰 투자 리스크는 미국의 무역장벽이다. 이를 피하기 위해 베트남, 말레이시아 등으로 공장을 다원화했지만, 근본적인 해결책은 아니다. 그동안은 미국에 공장을 건립하고 싶어도 수요가 불안정해서 망설였다. 하지만, 바이든의 미국 풍력시장은 수요보다는 공급여력을 걱정해야 되는 상황이 되었다. 미국 진출로 씨에스윈드는 더 이상 무역장벽의 리스크에 노출되지 않는 거의 유일한 풍력 타워업체가 된다. 유럽, 아시아, 미국에 생산기지를 다 확보하기 때문이다. 미국에 두 개의 공장확보가 완료되면 3~4 년내에 5,000 억원~1 조원의 매출액이 발생할 것으로 판단된다. 이번 유상증자로 22%의 EPS 희석효과가 있지만, 실적개선 효과는 이를 충분히 상회할 수 있을 것으로 추정되는 것이다. 바이든 당선 이후 해외의 글로벌 풍력업체들의 주가는 연일 사상 최고치를 경신하며 가치평가가 높아지고 있다.

도표 1 바이든 당선으로 인한 미국 풍력 설치량 추정치 상향 조정



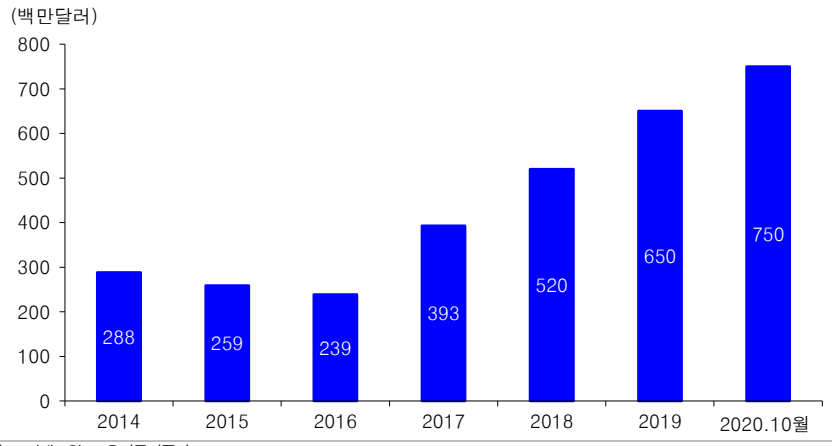
자료: 유진투자증권

도표 2 **씨에스윈드 분기실적 추정**

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**175.1**	**239.6**	**186.2**	**198.5**	**181.0**	**240.6**	**273.3**	**277.0**	**799.4**	**972.0**	**1,104.0**
증가율	118.7%	117.0%	27.7%	19.6%	3.4%	0.4%	46.8%	39.6%	59.2%	21.6%	13.6%
베트남법인	85.7	102.4	89.0	96.9	76.9	104.5	110.0	94.6	374.0	386.0	421.0
중국법인	26.5	49.3	18.0	33.2	15.5	27.6	41.0	47.9	127.0	132.0	135.0
영국법인	17.3	20.2	14.7	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0	61.4	0.0	21.5
말레이시아법인	20.7	15.6	26.0	23.7	41.7	50.6	61.0	64.7	86.0	218.0	231.0
PT 대경 인다	2.1	16.9	6.5	1.8	5.9	5.0	4.3	3.7	27.3	19.0	20.5
터키법인/기타	3.2	6.9	1.0	3.0	8.3	6.4	7.0	9.3	14.1	31.0	45.0
씨에스베어링	19.5	28.3	31.0	30.7	25.1	25.2	33.0	31.7	109.6	115.0	143.0
대만법인	0.0	0.0	0.0	0.0	7.6	21.3	17.0	25.1	0.0	71.0	87.0
매출원가	150.2	210.5	134.7	190.4	153.8	201.5	223.9	236.9	685.8	816.0	931.9
매출원가율	85.8%	87.8%	72.4%	95.9%	84.9%	83.7%	81.9%	85.5%	85.8%	84.0%	84.4%
판관비	11.3	16.5	33.2	(7.5)	11.0	14.9	17.8	17.5	53.5	61.3	67.2
판관비율	6.5%	6.9%	17.8%	-3.8%	6.1%	6.2%	6.5%	6.3%	6.7%	6.3%	6.1%
영업이익	**13.6**	**12.6**	**18.3**	**15.6**	**16.2**	**24.2**	**31.7**	**22.6**	**60.1**	**94.7**	**104.9**
영업이익률	7.8%	5.3%	9.8%	7.9%	9.0%	10.1%	11.6%	8.1%	7.5%	9.7%	9.5%
영업외손익	-0.5	-4.6	-4.1	-11.1	0.9	-4.8	-3.6	-7.6	-20.3	-15.1	-4.1
세전이익	13.1	8.1	14.1	4.6	17.1	19.4	28.1	15.0	39.9	79.6	100.8
법인세	1.5	2.0	2.5	-0.8	3.6	4.4	7.4	3.4	5.2	18.9	21.9
법인세율	11.4%	24.3%	17.8%	-17.2%	21.3%	22.5%	26.4%	23.0%	13.0%	23.7%	21.8%
당기순이익	**11.6**	**6.1**	**11.6**	**5.4**	**13.5**	**15.0**	**20.7**	**11.5**	**34.7**	**60.7**	**78.9**

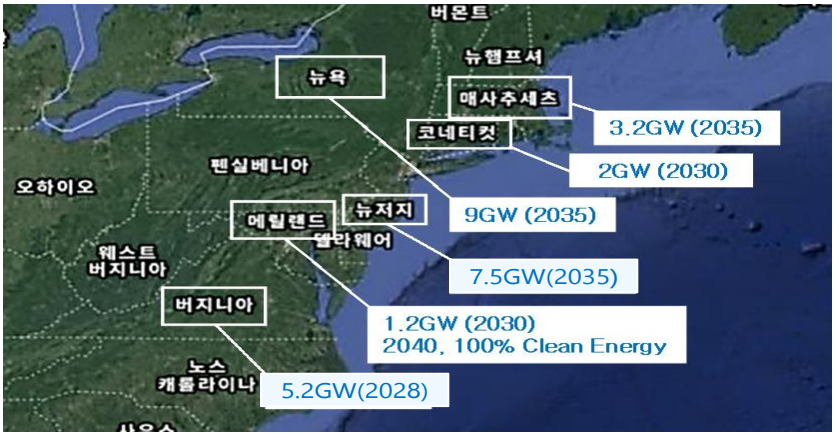
자료: 유진투자증권

도표 3 씨에스윈드 수주 추이



자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 4 미국 북동부 해안주들의 해상풍력 목표



자료: 언론보도

도표 5 글로벌 풍력업체 가치 비교

		씨에스윈드	평균	Vestas Wind Systems	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가		한국		DENMARK	SPAIN	DENMARK
2020-11-20 종가(원, 달러)		126,000		166.8	28.0	1,136.0
통화		KRW		DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)		2,178		38,930.3	22,609.9	76,013.2
PER(배)						
	FY18A	80.5	46.2	19.3	109.0	10.3
	FY19A	20.6	43.3	25.2	60.6	44.2
	FY20F	35.7	63.0	53.9	73.9	61.0
	FY21F	26.8	40.7	33.3	35.9	52.9
PBR(배)						
	FY18A	1.6	2.7	4.3	1.2	2.7
	FY19A	1.9	3.6	5.4	1.4	4.0
	FY20F	5.4	6.0	9.0	3.7	5.5
	FY21F	4.6	5.4	7.6	3.4	5.1
매출액(백만달러, 십억원)						
	FY18A	502.2	11,599.0	11,969.5	10,859.5	11,967.9
	FY19A	799.4	11,896.8	13,598.4	11,536.4	10,555.7
	FY20F	972.0	13,202.0	17,369.1	12,612.7	9,624.2
	FY21F	1,104.0	13,699.6	17,862.9	13,336.3	9,899.5
영업이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	32.7	1,667.7	1,087.8	251.0	3,664.2
	FY19A	60.1	1,049.8	1,124.0	285.0	1,740.5
	FY20F	94.7	1,054.5	1,008.6	526.8	1,628.1
	FY21F	104.9	1,534.4	1,534.4	899.8	2,169.0
영업이익률(%)						
	FY18A	6.5	14.0	9.1	2.3	30.6
	FY19A	7.5	9.1	8.3	2.5	16.5
	FY20F	9.7	9.0	5.8	4.2	16.9
	FY21F	9.5	12.4	8.6	6.7	21.9
순이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	7.1	1,260.8	806.7	83.3	2,892.3
	FY19A	34.7	674.3	788.1	157.9	1,076.7
	FY20F	60.7	856.1	719.2	348.0	1,501.0
	FY21F	78.9	1,093.9	1,146.6	626.2	1,508.8
EV/EBITDA(배)						
	FY18A	12.7	8.1	7.2	5.0	12.2
	FY19A	9.8	11.1	10.0	5.3	18.1
	FY20F	19.5	23.9	21.2	22.1	28.6
	FY21F	17.5	17.7	16.0	15.2	21.9
ROE(%)						
	FY18A	2.0	17.4	22.0	1.1	28.9
	FY19A	9.9	11.2	22.1	2.3	9.2
	FY20F	16.4	11.2	16.8	1.8	15.0
	FY21F	18.5	14.2	25.5	6.8	10.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2020.11.20 종가기준, 컨센서스 기준. 씨에스윈드는 당사추정치

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
자산총계	**735.6**	**837.7**	**948.7**	**1,054.7**	**1,187.3**
유동자산	426.7	500.3	580.2	648.3	734.5
현금성자산	88.5	127.0	155.2	180.9	201.5
매출채권	164.5	185.0	212.0	235.0	275.0
재고자산	118.9	133.0	157.0	176.0	201.0
비유동자산	308.9	337.3	368.5	406.4	452.7
투자자산	58.9	63.1	65.7	68.4	71.1
유형자산	227.8	255.6	289.0	328.7	376.6
기타	22.2	18.6	13.9	9.3	5.0
부채총계	**365.8**	**405.4**	**442.0**	**461.6**	**487.1**
유동부채	276.3	301.7	337.9	357.1	382.4
매입채무	106.2	121.0	157.0	176.0	201.0
유동성이자부채	146.1	156.4	156.4	156.4	156.4
기타	24.0	24.3	24.5	24.8	25.0
비유동부채	89.5	103.8	104.1	104.4	104.7
비유동이자부채	82.6	96.1	96.1	96.1	96.1
기타	6.9	7.7	8.0	8.3	8.7
자본총계	**369.8**	**432.2**	**506.7**	**593.2**	**700.1**
지배지분	341.0	401.9	476.4	562.9	669.8
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	184.1	184.1	184.1	184.1	184.1
이익잉여금	195.8	249.6	324.1	410.6	517.5
기타	(47.6)	(40.5)	(40.5)	(40.5)	(40.5)
비지배지분	28.9	30.3	30.3	30.3	30.3
자본총계	**369.8**	**432.2**	**506.7**	**593.2**	**700.1**
총차입금	228.6	252.5	252.5	252.5	252.5
순차입금	140.2	125.5	97.2	71.6	51.0

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**799.4**	**972.0**	**1,104.0**	**1,289.0**	**1,519.5**
증가율(%)	156.9	21.6	13.6	16.8	17.9
매출원가	685.8	816.0	931.9	1,093.4	1,290.6
매출총이익	**113.6**	**156.0**	**172.1**	**195.6**	**228.9**
판매 및 일반관리비	79.3	61.3	67.2	74.2	81.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**60.1**	**94.7**	**104.9**	**121.4**	**147.7**
증가율(%)	흑전	57.5	10.8	15.7	21.7
EBITDA	**81.6**	**117.9**	**130.2**	**149.9**	**180.0**
증가율(%)	흑전	44.5	10.4	15.1	20.0
영업외손익	**(20.3)**	**(15.1)**	**(4.1)**	**(5.2)**	**(5.8)**
이자수익	0.5	0.7	1.0	1.2	1.4
이자비용	12.4	11.4	15.1	15.1	15.1
지분법손익	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업손익	(8.1)	(4.2)	10.3	9.0	8.2
세전순이익	**39.9**	**79.6**	**100.8**	**116.2**	**141.9**
증가율(%)	흑전	99.6	26.6	15.2	22.2
법인세비용	5.2	18.9	21.9	25.7	31.6
당기순이익	**34.7**	**60.7**	**78.9**	**90.4**	**110.3**
증가율(%)	흑전	75.1	29.9	14.7	22.0
지배주주지분	31.9	61.0	81.4	93.4	113.9
증가율(%)	흑전	91.2	33.4	14.7	22.0
비지배지분	2.8	(0.3)	(2.6)	(2.9)	(3.6)
EPS(원)	**1,846**	**3,530**	**4,710**	**5,402**	**6,589**
증가율(%)	흑전	91.2	33.4	14.7	22.0
수정EPS(원)	1,846	3,530	4,710	5,402	6,589
증가율(%)	흑전	91.2	33.4	14.7	22.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
영업현금	**84.9**	**57.3**	**92.0**	**99.2**	**106.4**
당기순이익	34.7	60.7	78.9	90.4	110.3
자산상각비	21.5	23.2	25.3	28.6	32.3
기타비현금성손익	28.4	(43.9)	3.1	3.5	4.2
운전자본증감	22.8	17.2	(15.3)	(23.3)	(40.3)
매출채권감소(증가)	(9.4)	(17.5)	(27.0)	(23.0)	(40.0)
재고자산감소(증가)	29.1	(8.8)	(24.0)	(19.0)	(25.0)
매입채무증가(감소)	36.6	0.6	36.0	19.0	25.0
기타	(33.6)	43.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)
투자현금	**(65.5)**	**(61.5)**	**(57.9)**	**(67.7)**	**(80.0)**
단기투자자산감소	0.8	(14.0)	(1.0)	(1.1)	(1.1)
장기투자증권감소	0.0	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(87.7)	(45.9)	(58.0)	(67.7)	(79.8)
유형자산처분	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.7)	3.1	4.0	4.0	4.0
재무현금	**23.3**	**21.7**	**(6.9)**	**(6.9)**	**(6.9)**
차입금증가	17.6	21.6	0.0	0.0	0.0
자본증가	(6.2)	0.1	(6.9)	(6.9)	(6.9)
배당금지급	6.2	6.9	6.9	6.9	6.9
현금 증감	**43.8**	**17.6**	**27.2**	**24.5**	**19.5**
기초현금	40.1	83.9	101.5	128.7	153.2
기말현금	83.9	101.5	128.7	153.2	172.7
Gross Cash flow	84.6	40.0	107.3	122.5	146.8
Gross Investment	43.6	30.2	72.2	90.0	119.2
Free Cash Flow	**41.0**	**9.8**	**35.2**	**32.5**	**27.5**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,846	3,530	4,710	5,402	6,589
BPS	19,726	23,250	27,560	32,562	38,750
DPS	400	400	400	400	400
밸류에이션(배,%)					
PER	20.6	35.7	26.8	23.3	19.1
PBR	1.9	5.4	4.6	3.9	3.3
EV/ EBITDA	9.8	19.5	17.5	15.0	12.4
배당수익율	1.1	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	7.8	54.4	20.3	17.8	14.8
수익성(%)					
영업이익율	7.5	9.7	9.5	9.4	9.7
EBITDA이익율	10.2	12.1	11.8	11.6	11.8
순이익율	4.3	6.2	7.1	7.0	7.3
ROE	9.9	16.4	18.5	18.0	18.5
ROIC	10.9	13.6	14.2	14.9	16.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	37.9	29.0	19.2	12.1	7.3
유동비율	154.4	165.9	171.7	181.5	192.1
이자보상배율	4.9	8.3	6.9	8.0	9.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
매출채권회전율	5.0	5.6	5.6	5.8	6.0
재고자산회전율	6.0	7.7	7.6	7.7	8.1
매입채무회전율	9.1	8.6	7.9	7.7	8.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

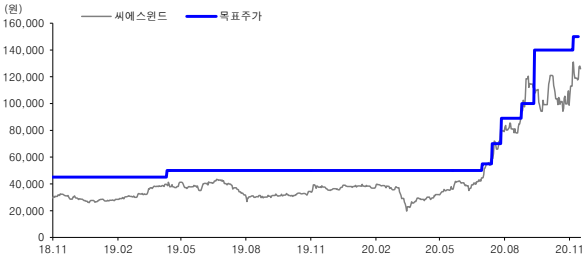
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
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
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	-29.0	-11.0
2019-05-02	Buy	50,000	1년	-29.2	-11.0
2019-05-23	Buy	50,000	1년	-29.5	-11.0
2019-06-03	Buy	50,000	1년	-29.6	-11.0
2019-06-10	Buy	50,000	1년	-29.8	-11.0
2019-06-13	Buy	50,000	1년	-29.9	-11.0
2019-06-17	Buy	50,000	1년	-30.0	-11.0
2019-07-01	Buy	50,000	1년	-30.5	-11.0
2019-07-15	Buy	50,000	1년	-31.0	-11.0
2019-07-18	Buy	50,000	1년	-31.1	-11.0
2019-07-22	Buy	50,000	1년	-31.1	-11.0
2019-08-05	Buy	50,000	1년	-31.1	-11.0
2019-08-26	Buy	50,000	1년	-30.5	-11.0
2019-09-23	Buy	50,000	1년	-29.7	-11.0
2019-11-01	Buy	50,000	1년	-28.8	-11.0
2019-11-13	Buy	50,000	1년	-28.8	-11.0
2019-12-16	Buy	50,000	1년	-29.2	-11.0
2019-12-16	Buy	50,000	1년	-29.2	-11.0
2019-12-19	Buy	50,000	1년	-29.3	-11.0
2020-01-13	Buy	50,000	1년	-30.0	-11.0
2020-01-16	Buy	50,000	1년	-30.2	-11.0
2020-02-18	Buy	50,000	1년	-31.7	-11.0
2020-03-23	Buy	50,000	1년	-30.4	-11.0
2020-03-30	Buy	50,000	1년	-29.0	-11.0
2020-05-07	Buy	50,000	1년	-21.9	-11.0
2020-05-21	Buy	50,000	1년	-19.7	-11.0
2020-07-06	Buy	55,000	1년	-0.3	7.3
2020-07-09	Buy	55,000	1년	2.0	7.3
2020-07-13	Buy	55,000	1년	2.5	-2.2
2020-07-16	Buy	55,000	1년	7.3	7.3
2020-07-20	Buy	70,000	1년	1.8	15.7
2020-07-31	Buy	89,000	1년	-7.1	6.3
2020-08-18	Buy	89,000	1년	-5.6	6.3
2020-08-31	Buy	100,000	1년	10.9	-2.5

씨에스윈드(112610.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 힌병화



2020-09-17	Buy	140,000	1년	-24.2	-6.8
2020-09-21	Buy	140,000	1년	-24.4	-6.8
2020-09-28	Buy	140,000	1년	-23.4	-6.8
2020-10-05	Buy	140,000	1년	-23.2	-6.8
2020-10-06	Buy	140,000	1년	-23.4	-6.8
2020-11-09	Buy	140,000	1년		
2020-11-10	Buy	150,000	1년	-18.5	-14.7
2020-11-11	Buy	150,000	1년	-18.5	-14.7
2020-11-19	Buy	150,000	1년	-16.0	-16.0
2020-11-23	Buy	150,000	1년		