

씨에스윈드

(112610.KOSPI)

바람 타고 성장하는 씨에스윈드

목표주가 46,000원으로 투자 의견 매수 제시

2020년 Target PER 30와 Forward EPS 3,273원을 제시하며 매수 의견을 제시한다. 2020년 매출액은 1조 267억원(YoY +28.4%), 영업이익은 684억원(YoY +7.8%)으로 예상된다. 신재생에너지 비중 확대를 위한 국내외 정부의 정책에 따른 수혜와 생산 증가에 따른 원가절감, 생산세액공제 연장으로 동사의 마진폭은 2020년에도 유지될 전망이다. 동사는 풍력 타워 생산 1위의 회사로서 시장의 파이가 꾸준히 확대되는 시점에서 실적은 지속적으로 상승할 것으로 예상된다.

신재생에너지의 필요성, 풍력산업에서 답을 찾다

환경문제에 대한 관심이 높아지면서 신재생에너지 산업의 확대가 예상된다. 산업 성장에 따른 수요증가와 풍력 발전의 높은 효율에 따른 선호 현상이 풍력 발전의 Q를 증가시킬 것이다. 2015년 COP21(파리기후협상) 이후 주요국가의 온실가스 감축목표(INDC) 갱신이 얼마 남지 않았으며, 이에 따른 추가적인 수주 및 장기프로젝트 체결이 예상된다. 코로나바이러스로 세계 경제가 침체기를 맞이하였지만 신재생에너지 사업은 장기적인 호흡으로 진행되기 때문에 풍력 발전의 Q는 계속해서 성장할 것이다. 풍력 발전기의 대형화 추세에 따른 대당 평균 판매 단가가 동반 상승하면서 P의 상승을 가정하였다.

Seasonality, 포지션 스위칭으로 투자이익 극대화

동사의 주가는 Seasonality(계절성)을 보인다. 8개월을 주기로 성장세와 하락세를 반복하는데 처음 4개월동안 저점 대비 50% 이상 상승하였다가 이후 4개월동안 다시 하락한다. 3개년 주가를 회귀분석한 결과 평균 주가는 8개월마다 약 2,500원씩 상승하지만 8개월의 주기는 지속적으로 관측된다. 이를 바탕으로 저점 및 고점의 시기와 주가를 추정한 뒤, 포지션을 스위칭한다면 투자이익을 극대화할 수 있다. 동사는 실적이 크게 개선되었음에도 주가는 지속적인 상승이 아닌 상승과 하락을 반복하며 이러한 주가의 변동성은 투자 시 위험으로 작용하지만, 평균 주가의 지속적인 상승은 동사의 실적을 반영하되 신재생에너지 사업이 장기적인 호흡으로 진행된다는 점에서 독립적인 움직임이 반영된 결과라고 할 수 있다.

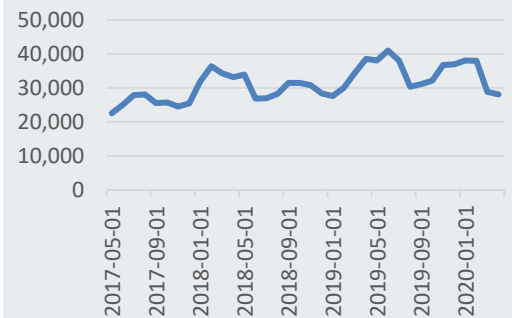
풍력산업

Company Report

2020.05.14

투자 의견	BUY
Target Price(Won)	45,000
Current Price(Won)	35,050
Upside Potential	28.3%

Total Asset(억원)	7,356
Listed Stocks	KOSPI
Chartered Cap(억원)	3,698
EPS 20F(원)	3,273
P/E 20F(배)	30
MarketP/E(19)	37.19
KOSPI	1924.96
SharesOutstanding	17,285,717
주요주주 집중도 외 22인(%)	52.65%
Beta(12M)	1.29
52-Week High	44,750
52-Week Low	16,250



권혁빈

sutum753@naver.com

하지원

jwha1018@naver.com

오지훈

harryoh1998@naver.com

황영서

sugar1804@gmail.com

남궁하민

hamin5340@naver.com



Contents

산업분석

기업분석

투자포인트

매출액가정

Valuation

Risk & Issues

Appendix

산업분석

1. 풍력 발전 산업

풍력 발전은 소요 면적 대비 가장 효율적인 신재생에너지

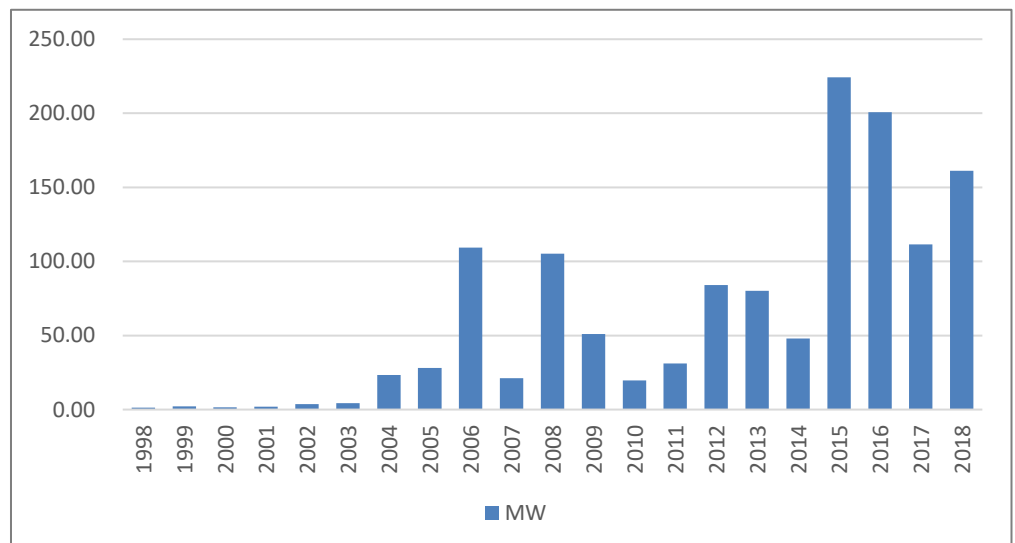
풍력 발전은 바람의 힘으로 발전기를 돌려 전기 에너지를 생산하는 발전방법이다. 일반적으로 발전 방식에 따른 소요 면적은 풍력 1,335㎡/GWh, 석탄 3,642㎡/GWh, 태양열 3,561㎡/GWh, 태양광 발전 3,237㎡/GWh으로 풍력 발전이 가장 작은 면적을 차지하며, 나머지 면적은 목축 농업 등의 다른 용도로 이용할 수 있는 장점을 지닌다. 바람이 잘 부는 곳에서 풍력 발전은 화력 발전과 비슷한 비용으로 전기를 생산할 수 있으면서도 화력발전과 달리 온실가스를 내놓지도 고갈되지도 않는다는 점 때문에 청정에너지로 널리 보급되고 있다. 풍력산업은 이러한 풍력과 관련하여 발전·제조·개발·건설 등을 하는 산업을 일컫는다.

2. 국내 풍력 발전 산업 현황

국내 풍력 발전 보급 확대를 위한 정책 추진

국내에서 본격적인 풍력 발전 분야의 연구가 시작된 것은 계속되는 석유파동으로 에너지자급이 시급해진 1988년부터 2000년 초반이라 볼 수 있다. 한국은 유럽과 미국 등 풍력 선진국과 비교하면 후발주자지만 세계 추세에서 볼 때 늦은 편이라 볼 수 없다. 한국은 바람세기가 일정하지 않다는 점과 풍력 발전기의 소음에 대한 우려 등으로 풍력에너지 시장이 더딘 편이었으나, 정부의 적극적인 신재생에너지 활성화 정책과 함께 국내 기업들의 기술력 발전, 정부의 소음 관련 기준 설정 등으로 국내 풍력 보급이 점차 확대되고 있는 추세이다.

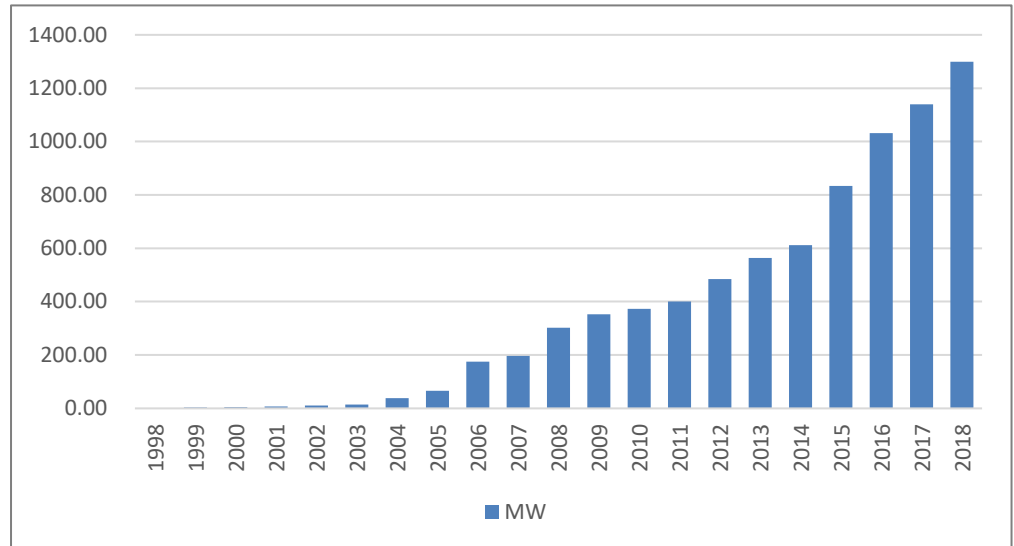
[도표 1] 국내 풍력 발전 설비 신규설치용량



자료: 한국풍력산업협회, POSTRADE

풍력 산업의 발전은
세계적인 추세

[도표 2] 국내 풍력 발전 설비 누적설치용량

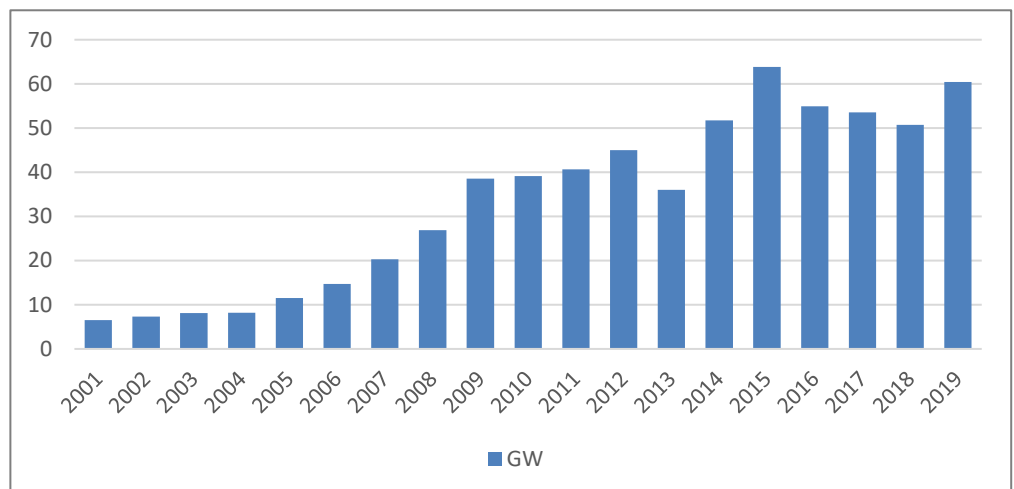


자료: 한국풍력산업협회, POSTRADE

2. 해외 풍력 발전 산업 현황

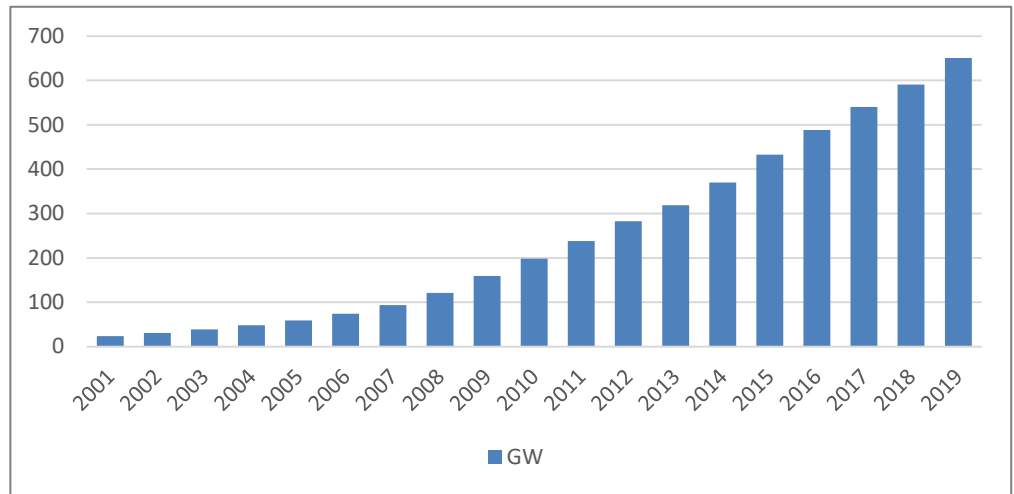
UN 제21차 기후변화협약 당사국 회의 이후 세계는 청정하고 풍부하고 동시에 신뢰성과 빠른 건설 기간을 갖춘 신재생에너지원 확보를 위해 노력하고 있다. 매년 설치되는 풍력발전용량은 꾸준히 증가하는 추세를 보이는데, 2019년 12월 말 기준 전 세계 풍력발전설비 누적설치용량은 651GW로 이는 1996년(6.1GW) 대비 107배, 2006년(73.9GW) 대비 8.8배, 2010년(198W) 대비 3.3배 증가한 규모다.

[도표 3] 세계 풍력 발전 설비 신규설치용량



자료: GWEC, POSTRADE

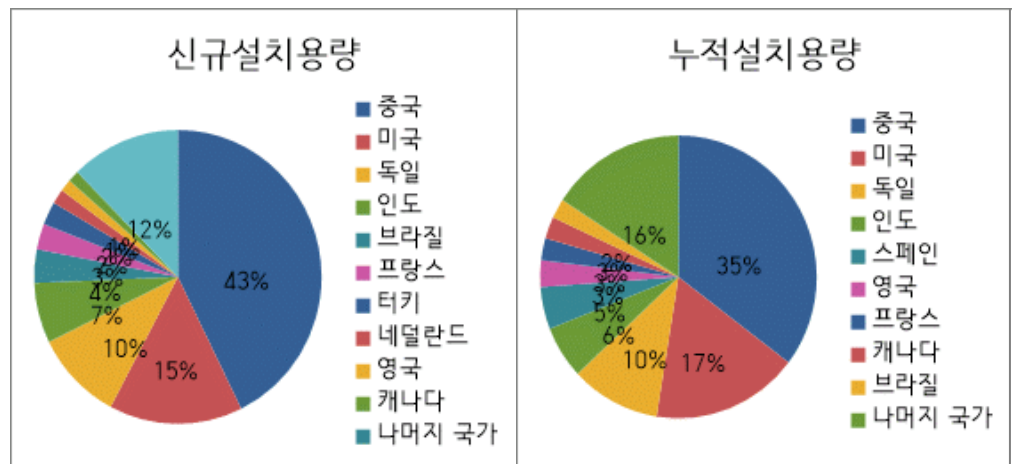
[도표 4] 세계 풍력 발전 설비 누적설치용량



자료: GWEC, POSTRADE

2000년대 중반까지 유럽이 가장 큰 풍력 발전 시장이었으나 2010년대에 들어서면서 중국과 미국을 중심으로 풍력 발전 시장이 급격하게 성장하고 있다. 2016년 세계 연간 신규설치용량으로 비교해보았을 때 중국이 23.3GW(42.7%)를 설치하여 세계 1위를 점유하였고, 미국 8.2GW(15.0%), 독일 5.4GW(10.1%), 인도 3.6GW(6.6%)가 뒤를 이었다.

[도표 5] 풍력 발전 설치용량 상위 10개국



자료: GWEC, POSTRADE



육상 위주의 풍력 발전
해상풍력 발전의 성장은
풍력 시장의 새로운
원동력

4. 풍력 산업의 성장 가능성

풍력 발전 시장은 FIT, 생산세액공제, 경매제도, 국가 및 주 단위의 신재생에너지 보급 목표 등 정부의 지원으로 크게 성장할 것으로 보인다. 특히 육상풍력이 향후 5년간 신재생에너지 성장의 4분의 1을 책임질 것으로 예상된다. 한편 해상풍력은 육상풍력보다 더 풍부한 바람을 확보할 수 있고, 소음이나 환경오염의 문제로부터 비교적 자유롭다는 장점이 있음에도 높은 비용과 설치의 어려움으로 과거에는 크게 주목을 받지 못하였다. 그러나 오늘날 해상풍력 발전기의 설치 및 유지보수 기술이 발전함에 따라 향후 해상풍력 발전이 풍력 발전 분야의 주축이 될 것으로 전망된다.

국제에너지기구(IEA)가 최근 발표한 세계에너지 전망 2019 보고서에 따르면 세계 해상풍력 시장 규모가 2040년까지 매년 13%씩 성장하여 세계 전력 공급 3% 이상을 차지하는 핵심 재생에너지원으로 자리매김할 것으로 전망된다. 향후 5년 내 약 150개 신규 프로젝트가 완료될 예정이어서 해상풍력 산업에 대한 기대가 높아지고 있다. 보고서에 따르면 해상풍력 발전 비용이 현재보다 40%가량 감소할 것이며 10년 이내에 화석연료를 기반으로 한 발전설비와 경쟁할 수 있을 것으로 보인다.

기업분석

1. 기업소개

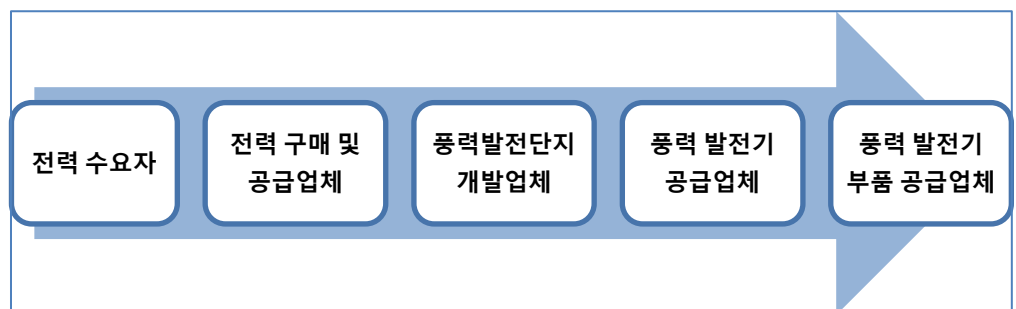
1989년 중산정공의 후신으로, 씨에스윈드는 2006년 8월에 설립되었으며 풍력 발전기의 주요 기자재인 풍력 타워를 주력으로 생산하는 풍력 발전기 부품 공급업체다. 2003년 베트남법인 설립이후 풍력 타워 제조를 시작했으며 현재 중국, 영국, 캐나다, 터키, 베트남, 말레이시아 등 글로벌한 사업장 분포를 보인다. 주요 고객사로는 주요 풍력 발전기 생산업체인 Vestas Wind Systems(덴마크), Siemens Gamesa Renewable Energy(독일), Enercon(독일), GE(미국)가 있다. 동사는 세계 각국에 법인을 설립하여 대규모생산능력을 갖추었으며, 풍력 타워 생산능력 기준 업계 1위를 차지하고 있다.

2. 사업 부문과 매출 구성

2.1 풍력 발전 산업의 특성 및 동사의 위치

잠재적으로 진입장벽이 낮다고 판단할 수 있는 시장이지만, 수요처는 품질, 생산효율성, 원가경쟁력, 납기 준수능력 등에서 검증이 된 회사를 선호한다. 동사는 글로벌 풍력시장의 보호무역 관련 리스크에 대응하여 각국에 생산기지를 운영함으로써 리스크를 효과적으로 관리한다.

[도표 6] 풍력 발전 산업 가치 사슬(Value Chain)

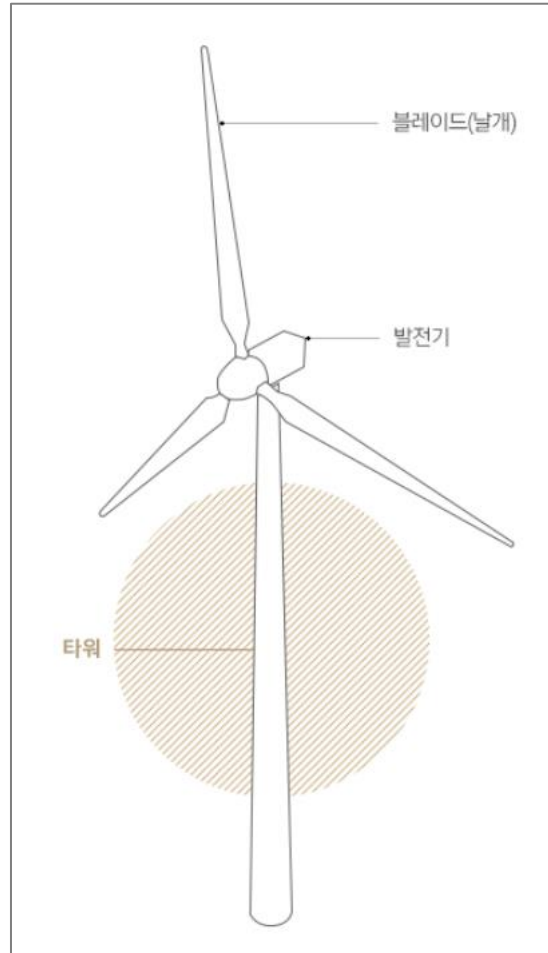


자료: 사업보고서, POSTRADE

풍력 발전 산업은 수주산업으로 진행된다. 풍력 발전기는 발전기의 크기를 결정한 후, 내부 하중 등의 요인을 고려하여 블레이드와 풍력 타워 등 풍력 발전기 부품을 조달한다. 풍력발전단지 개발업체의 주문에 따라 풍력 발전기 공급업체는 Turnkey 방식으로 풍력 발전기 부품 공급업체로부터 블레이드와 풍력 타워를 구매한 후 풍력 발전기를 제조, 일괄 공급하는 형태로 이루어진다.

Turnkey 방식의
수주산업

[도표 기] 풍력 발전기 구조



자료: 사업보고서

대규모 생산능력 입증
주요 고객사 확보

동사는 VESTAS(덴마크), SIEMENS GAMESA(독일), ENERCON(독일), GE(미국), ORSTED(덴마크) 등 주요 글로벌 풍력 발전기 공급업체 및 풍력단지개발업체와 전략적인 관계를 구축하고 장기적인 공급계약을 체결함으로써 안정적인 수주를 목표로 영업활동을 전개한다. 당사는 다양한 수요에 대응할 수 있는 경쟁력 보유하며 현재 연간 풍력 타워 생산능력 기준 세계 1위로 평가된다.



생산기지의 다각화
보호무역 리스크 분산 可

2.2 기업집단 소속회사

동사는 글로벌 풍력시장의 보호무역 관련 리스크에 대응하기 위해 각국에 생산기지를 운영한다. 미국, 유럽, 호주시장의 풍력 타워수요에 대응하기 위해 과감한 설비투자 및 인력채용으로 생산능력을 기존 대비 2배 이상 늘렸으며, 베트남 산 풍력 발전기에 미국의 반덤핑 판정에 대처하고자 말레이시아 법인의 생산능력을 3배 이상 증설하였다. 동사는 대만의 유일한 해상풍력 타워 제조업체로서 대만 시장에 성공적으로 진출하여 2019년 11월부터 대만 법인의 타워 생산을 개시하였다.

[도표 8] 씨에스윈드 자회사 및 해외법인

회사명	업종
CS Wind Vietnam Co., Ltd.	풍력발전타워 제조, 판매 및 알루미늄 가공업
CS Wind China Co., Ltd.	풍력발전타워 제조 및 판매
CS Wind Canada Inc.	풍력발전타워 제조 및 판매
CS Wind Trading (Lianyungang) Co., Ltd.	무역업
CS Wind Mexico S.A.de.C.V.	풍력발전타워 제조 및 판매
CS Wind Europe Ltd.	풍력발전타워 제조 및 판매
CS Wind UK Ltd.	풍력발전타워 제조 및 판매
PT. Daekyung Indah Heavy Industry	열교환기, VESSEL, TOWER 제조
FAMOUS FLEET SDN. BHD.	금속 조립구조재 제조업
CS Wind Malaysia SDN. BHD	풍력발전타워 제조 및 판매
씨에스베어링 주식회사	풍력발전용 부품제조 및 판매업
씨에스에너지 주식회사	풍력발전 서비스 및 자문업
CS Wind Turkey	풍력발전타워 제조 및 판매
CS Wind Taiwan	풍력발전타워 제조 및 판매
CS BEARING VIETNAM CO.,LTD.	구름베어링 제조업

자료: 사업보고서, POSTRADE

2.3 주요 매출 구성

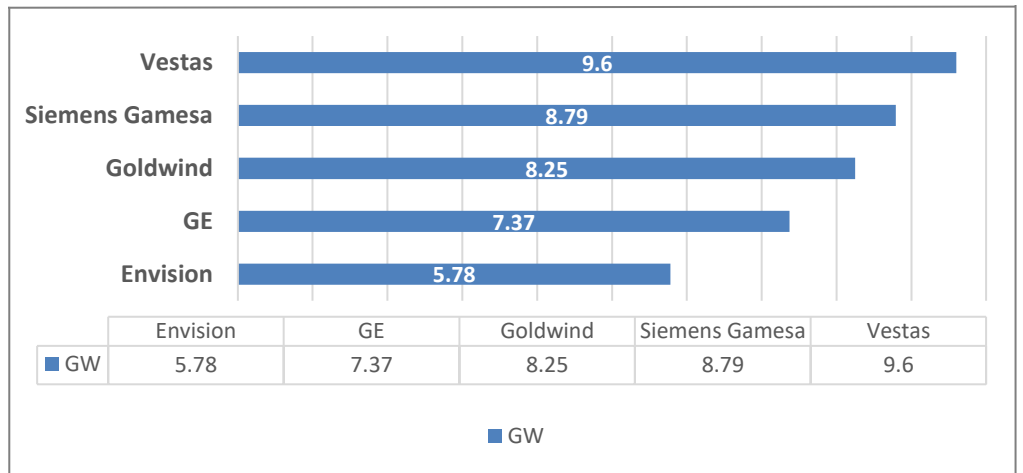
지속적인 Q의 증가에 따른
실적 향상 예상

동사의 매출은 90%이상 풍력 타워에서 발생한다. 2019년 풍력 타워와 관련된 기타 제품 및 서비스를 통한 매출이 약 7%의 비중을 차지하였다. 매출액은 2017년 3,122억원, 2018년 5,022억원, 2019년 7,994억원으로 지속적으로 증가하고 있으며, 2019년부터 2020년도 이어서 베트남공장의 북유럽향 대형 타워, 영국, 대만 해상 타워 매출 등으로 실적 향상이 예상된다. 전력 인프라 산업은 주로 정부주도의 장기프로젝트로 진행되기 때문에 신종 코로나바이러스의 영향은 다른 산업보다 상대적으로 미비할 것으로 전망된다.

2.4 고객사 분석

동사는 주요 풍력 발전기 공급업체 5개사 중 3개의 업체와 장기적인 수주계약을 취득하며 안정적인 수요를 확보하였다. 풍력 발전기 생산업체 1위 VESTAS, 2위 SIEMENS GAMESA, 4위 GE와의 계약을 체결하였으며 풍력 발전기 부품 공급에서 높은 점유율을 보인다.

[도표 9] 2019년 풍력터빈생산업체별 출하량



자료: BloombergNEF, POSTARDE

2.5 경쟁사 분석

풍력 발전기 부품 산업의 경우, 지역별로 나누어서 현지 조달하는 방식이 대표적이다. 따라서 생산지역 및 경쟁시장에 따라서 경쟁업체가 나누어진다. 풍력 발전기 산업은 수주산업으로 진행되기 때문에 풍력 발전기 생산업체의 수주가 선행적으로 이루어져야 한다. 당사는 현재 넓은 분포를 띄는 시장에 진출하며 풍력 타워 생산을 늘리고 있다.

[도표 10] 씨에스윈드 경쟁사 현황

경쟁업체	1) Broadwind	1) Ambau	1) Titan	1) 동국S&C
	2) Trinity	2) Valmont SM	2) Chengxi	2) Win&P
	3) Vestas Towers	3) Welcon	3) TSP	
	4) Marmen	4) Titan DK		
생산지역	북아메리카	유럽	중국	국내
경쟁시장	캐나다 및 미국 중부	유럽 및 남미	아시아, 오세아니아, 미국, 유럽	국내, 일본, 호주, 미국 서부

자료: 사업보고서, POSTRADE

투자포인트

1. 신재생에너지의 필요성, 풍력산업에서 답을 찾다

지속적인 Q의 증가와 P의 동반 상승에 따른 실적 향상 예상

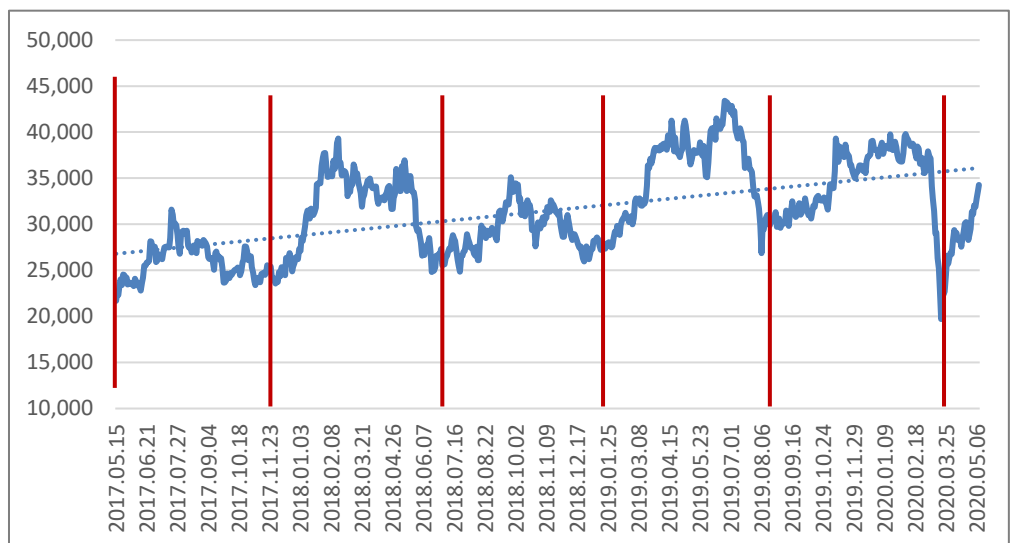
환경문제에 대한 관심이 높아지면서 신재생에너지 산업의 확대가 예상된다. **산업 성장에 따른 수요증가와 풍력 발전의 높은 효율에 따른 선호 현상이 풍력 발전의 Q를 증가시킬 것이다.** 2015년 COP21(파리기후협상) 이후 주요국가의 온실가스 감축목표(INDC) 갱신이 얼마 남지 않았으며, 이에 따른 추가적인 수주 및 장기프로젝트 체결이 예상된다. 코로나바이러스로 세계 경제가 침체기를 맞이하였지만 신재생에너지 사업은 장기적인 호흡으로 진행되기 때문에 풍력 발전의 Q는 계속해서 성장할 것이다. **풍력 발전기의 대형화 추세에 따른 대당 평균 판매 단가가 동반 상승하면서 P의 상승을 가정하였다.**

2. Seasonality, 포지션 스위칭으로 투자이익 극대화

Seasonality, Point & Risk

동사의 3개년 주가를 회귀분석한 결과 지속적인 상승세와 **평균 7-8개월의 주기로 상승과 하락을 반복하는 Seasonality(계절성)**을 발견하였다. 동사의 주가는 2018년부터 실적 향상에 힘입어 성장세동안 가파르게 상승하지만 조정기간동안 다시 하락하는 모습을 보인다. 동사는 경기변동주로 분류되지만 평균 주가의 지속적인 상승과 독립적인 움직임은 신재생에너지 산업의 꾸준한 발전과 장기성을 보여주는 한편, 동사의 성장가능성을 반영한다고 볼 수 있다.

[도표 11] 씨에스윈드 주가 추이



자료: 한국거래소, POSTRADE



매출액가정

1. 매출액 및 매출원가 추정

동사의 매출은 풍력 발전 타워 제조 및 베어링, 플랜트 사업에서 발생한다. 동사의 주력 제품인 풍력 타워는 향후 풍력 발전기의 대형화 추세로 해당 평균 판매 단가가 동반 상승될 것으로 보이며, 풍력 발전 사업의 전반적인 수요 증가와 평균 수주 단가의 상승으로 지속적인 매출 성장이 기대된다. 동사는 베트남과 말레이시아 법인을 각각 2, 3배 증설하였고, 자회사인 씨에스베어링이 베트남에 공장을 신설하며 수요 증가에 발맞춘 생산능력의 증대로 실적에 큰 성장을 보일 것으로 전망하였다.

이에 따라 매출이 급증하였던 최근 3년의 매출액의 추세를 분석한 후, 4년의 기하평균을 적용, 비교하였다. 코로나 사태로 인한 충격을 고려하여 2020년과 2021년의 성장률을 추정한 결과 각각 28.4%와 23.7%가 도출되었다. 따라서 향후 2년의 매출액은 2020년 1조 267.4억, 1조 2,702.4억으로 예상된다.

매출원가는 동사의 산업 특성 상 고정비의 비중이 적고 원재료의 사용이 높은 비중을 차지하는데, 동사의 경우 원자재 값 변동이 이익률에 큰 영향을 미치지 않아 최근 3개년의 비용을 가상 분석하여 매출원가를 추정하였다. 그 결과 2020년과 2021년의 매출원가 상승률은 각각 31.1%와 24.8%이고, 매출원가는 8,988.4억, 1조 1,218.7이 도출되었다.

따라서 매출총이익은 2020년 1,279억, 2021년 1,483억이다.

2. 판매관리비 및 영업이익

동사의 판매관리비는 최근 3개월간의 비용 변화율을 기하평균으로 계산하였다. 동사는 2016년부터 매출액 대비 판매관리비 비중이 지속적으로 감소하고 있는데, 비용 변화 추세를 통해 2020년과 2021년의 판매관리비는 각각 631.1억, 744.7억으로 도출되었으며, 매출액 대비 비중은 6.1%와 5.9%로 금년도 매출을 보수적으로 설정하였기에 전년대비 판매관리비 비중의 감소율은 소폭 하락할 것으로 판단하였다.

따라서 영업이익은 2020년, 2021년 각각 671.8억, 754.7이 도출되었으며, 비용의 유의미한 절감을 통해 영업이익이 개선되며 꾸준한 증가세를 보일 것으로 예상된다.



3. 영업외손익 추정

외환차익과 외화환산이익이 주를 이루는 금융수익은 2016년 이후 큰 변화 없이 평균 8.2%의 증감율을 보였다. 올해 달러 강세의 기조가 유지될 것으로 전망하여 비슷한 증가세가 예상되나 불확실한 경기변동을 고려하여 지난해 8.4% 증가율보다는 약소하게 감소한 8%의 증가율로 적용한 약 182억원이라고 추정하였다.

금융원가 중 주를 이루는 이자비용은 전년과 비슷할 것으로 예상이 되나, 그 외에 불확실한 환율시장변동으로 인해 외환차손, 외화환산손실 등이 발생할 수 있기에 3년간 금융원가의 평균치를 적용하였다.

금융손익 이외에, 2018년과 2019년 모두 기타 영업 외 손실을 기록하였다. 이는 현재는 정리한 캐나다 법인의 가치평가 손실과 캐나다 법인 매각과 관련된 손실이 다수였던 것으로 추정된다. 잠재적 부실이 예상되었던 캐나다 법인은 2018년에 사업 종료하였고 이후 남은 부지까지 매각하면서 모든 절차가 마무리되었으므로 올해는 이와 관련된 손실이 거의 없을 것으로 전망된다. 다만, 해외법인과 관련된 이벤트성 이슈가 향후 발생할 수 있기에 이러한 변동 가능성을 고려하여 2014년부터 2019년까지의 기타 영업 외손익의 평균치로 적용하였다.

4. 법인세 비용 추정

2019년, 2018년, 2017년의 이론상 계산한 가중평균세율은 각각 24.2%, 22.0%, 그리고 22.6%으로 3년간 크게 차이를 보이지 않았다. 이에 따라 2020년 법인세 비용은 3년간 법인세율의 평균치인 22.9%를 적용하고자 한다. 다만, 법인세율로 계산된 법인세 비용 외에도 세무상 가산되지 않은 수익과 비용, 환급세액, 그리고 기타 조정사항 등 여러 가지 고려할 사항들이 존재한다. 특히, 2016년, 2017년, 2018년은 환급세액의 비중이 커 -3%, -7%, -4%의 유효법인세율에 의해 법인세비용이 아닌 법인세수익을 기록하였다. 2019년은 이러한 기조에서 벗어나 13%의 유효법인세율을 기록하였으나, 이는 앞서 언급한 캐나다 법인 매각과 관련된 비용이라 추정한다. 캐나다 법인 매각과 관련된 모든 절차를 끝냈을 뿐더러 2019년까지였던 미국의 생산세액공제가 연장되면서 2020년에도 미국 정부에 보조금을 신청할 수 있고 그 수준도 40%에서 60%로 높아졌다는 점에서 실질적인 법인세 비용은 작년보다 축소될 것이라 전망한다. 이러한 사항들을 고려하여, 실질적인 법인세비용은 2014년부터 2019년까지의 유효법인세율의 평균치인 4%를 적용, 도출하였다.

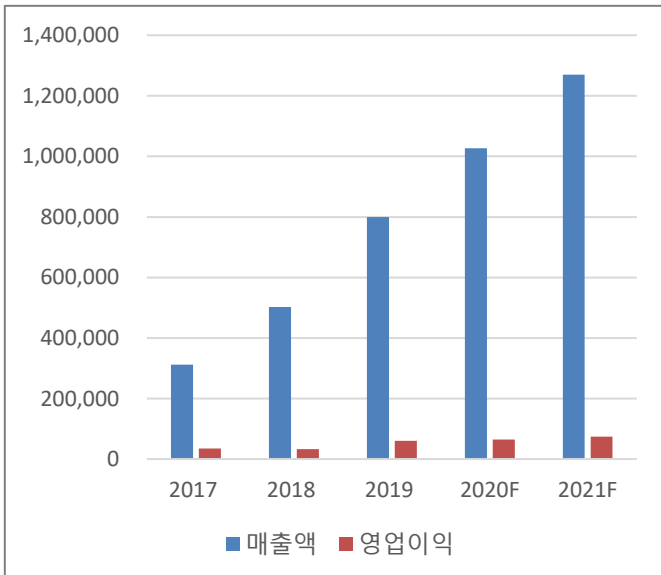


[도표 12] 씨에스윈드 손익계산서 비용가정 (단위: 백만원)

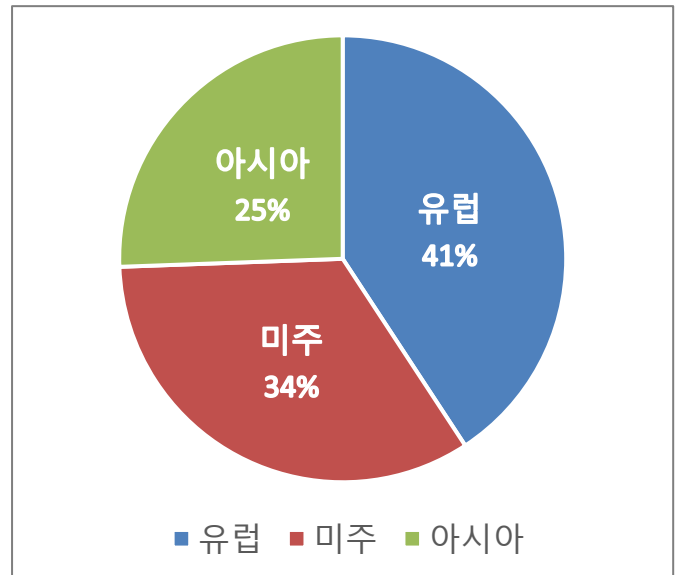
(백만)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	329,233	297,143	311,218	312,227	502,208	799,391	1,026,744	1,271,811
% YoY	11.0%	-9.7%	4.7%	0.3%	60.8%	59.2%	28.4%	23.9%
매출원가	228,952	231,216	291,265	238,324	420,773	685,775	898,835	1,121,872
% YoY	-3.6%	1.0%	26.0%	-18.2%	76.6%	63.0%	31.1%	24.8%
매출총이익	100,281	65,927	19,953	73,903	81,435	113,616	127,909	149,939
% YoY	70%	-34%	-70%	270%	10%	40%	13%	17%
판매관리비	31,455	29,498	43,621	38,496	48,690	53,480	63,106	74,466
%	9.6%	9.9%	14.0%	12.3%	9.7%	6.7%	6.1%	5.9%
영업이익	68,826	36,429	-23,668	35,407	32,745	60,136	64,803	75,474
% YoY	94.4%	-47.1%	-165.0%	249.6%	-7.5%	83.6%	7.8%	16.5%
영업외손익								
금융수익	5,359	15,114	13,357	14,477	15,603	16,908	18,261	19,721
금융원가	12,041	25,633	10,419	8,545	18,678	26,782	18,002	18,002
기타 영업외손익	-394	-22	4,022	608	-22,409	-10,166	-4,727	-4,727
법인세차감전순이익(손실)	61,669	25,800	-16,805	41,863	6,783	39,861	60,335	72,467
법인세비용	4,526	4,417	440	-2,911	-272	5,179	2,400	2,883
유효법인세율(%)	7%	17%	-3%	-7%	-4%	13%	4%	4%
당기순이익	57,143	21,383	-17,244	38,952	7,056	34,682	57,934	69,584

자료: 사업보고서, POSTRADE

[도표 13] 씨에스윈드 매출액, 영업이익 (단위: 백만원)



[도표 14] 씨에스윈드 지역별 매출비중





Valuation

1. PEER Group

PEER Group은 동사와 유사한 비즈니스 모델을 가진 회사와 동사의 주요 고객사를 선정하였다. 풍력 산업은 풍력 발전기를 구성하는 각각의 부품 생산에 특화된 회사들로 구성되는데 동사는 풍력 타워를 주력으로 생산한다. 풍력 타워를 생산하지만 유의미한 시장 점유율을 보이지 않는 회사는 비교대상으로 선정하기에 무리가 있다고 판단하였다. 풍력 산업의 특성상 풍력 발전기 공급업체와 부품 공급업체는 같은 산업군으로 분류되며 한국의 풍력산업은 세계 시장에 비해 미비하기 때문에 생산능력측면에서 유의미한 점유율을 갖는 회사를 선정하여 비교하는 것이 적절하다고 판단하였다.

이를 감안하여 동사의 PEER로 동국S&C, VESTAS, GE, SIEMENS GAMESA를 선정하였다. 동국S&C는 동사와 동일하게 풍력 타워를 주력으로 생산하며, 현재 KOSDAQ에 상장되어 있다. VESTAS, GE, SIEMENS GAEMSA는 동사의 주요 고객사이면서 풍력 발전기 산업에서 주요 회사라는 점에서 비교대상으로 적절하다고 판단하였다.

2. PER, PSR, Time Series Analysis

본 리서치팀은 동사의 Valuation을 진행함에 있어 PEER Group의 PER와 PSR을 산출하고, 3개년 주가의 시계열 데이터를 분석하여 목표주가를 추정하였다. PER Method를 통해 동사가 동일업종 대비 저평가되어 있음을 확인하고, PSR Method를 통해 급격한 매출 성장을 보이는 동사의 성장 가능성을 파악하고자 하였다. 동사의 주가 추이를 분석함으로써 상대가치평가의 부족한 점을 보완하고 현실적인 목표주가를 도출하고자 하였다.

3 PEER Group PER, PSR 산출

각 회사의 재무제표를 통해 투자지표를 추정된 뒤, 시장 점유율과 동사와의 유사성에 따라 가중치를 부여하여 재조정된 결과 PEER Group의 PER, PSR은 각각 28.01, 1.192로 산출되었다.

[도표 15] 씨에스윈드 매출액, 영업이익 (단위: 백만원)

PER	동국S&C	VESTAS	GE	SIEMENS GAMESA
2018	25.21	19.3	11.4	109
2019	15.42	25.48	17.8	60.3
PSR	동국S&C	VESTAS	GE	SIEMENS GAMESA
2018	0.46	1.42	0.68	1.08
2019	0.47	1.75	1.07	1.23

자료: 사업보고서, Bloomberg, POSTRADE



5. 목표주가 제시

본 리서치팀이 추정된 PEER Group의 평균 PER은 28.01, 국내 풍력 산업의 평균 PER이 37.19였던 점을 고려하여 적정 Multiple 30을 제시한다. 한국 풍력산업의 규모와 동사의 매출액의 90%가 해외 고객사로부터 발생한다는 점을 감안하면 풍력 산업이 지속적으로 성장하는 시점에서 동사에 부여한 Multiple 30은 적정하다고 판단한다.

본 리서치팀이 추정된 PEER Group의 평균 PSR은 1.192로 동사의 PSR 0.82는 매출액 성장 대비 저평가 되어있다고 판단된다. 주요 고객사의 수주가 증가하여 매출액 성장이 기대되는 시점에서 동사의 매출액은 주요 고객사에 비해 가파른 성장세를 이어갈 것으로 판단하여 평균 PSR을 상회하는 적정 Multiple 1.3을 제시한다.

이를 통해 2020년 Forward EPS 3,273원과 Target PER 30을 적용하여 Target Price 98,190원을 산출하였다. 2020년 Forward 주당매출액 59,398원과 Target PSR 1.3을 적용하여 Target Price 77,218원을 도출하였다. PER Valuation을 통해 추정한 주가가 PSR Valuation을 통해 추정한 목표주가보다 27% 높다. 이는 매출원가, 판관비 및 기타 비용이 하락하면서 동사의 당기순이익이 큰 폭으로 증가하여 높은 EPS가 도출되었기 때문이다.

상대가치평가 기법으로 동사가 저평가 되어있음을 확인하였으나 PER, PSR Valuation으로 추정한 목표주가 98,190원(현재주가 35,050원, 상승여력 180%), 77,218원(현재주가 35,050원, 상승여력 120%)는 현재로서는 과도하다고 판단된다. 동사의 주가 추이를 분석해보면 8개월 주기동안 평균 주가는 2,500원 상승하며, 이는 저점과 고점의 평균값과 유사하다. 전 주기(2019년 8월 – 2020년 3월)의 동사의 평균 주가를 통해 추정한 이번 주기(2020년 4월 – 2020년 12월)의 평균 주가는 36,500원이며 코로나 바이러스로 인한 Extreme Value를 제외하였을 때 저점을 30,000원으로 가정하면 고점은 43,000원이다. PER, PSR Valuation으로 추정한 목표주가를 50%씩 비중을 부여한 뒤 평균을 추정하면 43,852원이 도출된다. 동사는 5월 27일 52주 최고가 47,900원을 기록하였으며, 시계열 분석과 PER, PSR Valuation을 조정한 값이 유사한 값을 가지므로 목표주가를 상향조정하여 **2020년 Target Price 45,000원(현재주가 35,050원, 상승여력 28.3%)**으로 투자의견 **BUY**를 제시하며, **Seasonality**를 고려하여 **3/4분기 Sell**을 제시한다.



Risk & Issues

1. 사업부문, 고객사의 다각화 부족

풍력 타워 제조에 편향된
매출구조

동사는 매출액의 90% 이상이 풍력타워제조에서 발생한다. 매출액에서 풍력 타워제조의 비중은 2018년 98.1%, 2019년 92.89%로 소폭 감소하였으나 2020년에 다시 98% 수준으로 상승할 것으로 전망된다. 꾸준한 Q의 증가와 풍력 발전기 대형화 추세로 P가 상승하면서 실적 향상이 기대되지만 사업부문의 협소함은 리스크로 작용한다. 동사는 2019 11월, 자회사 씨에스베어링을 상장하면서 사업부문의 다각화를 꾀하고 있다. 씨에스베어링이 좋은 실적을 보이면서 풍력 산업에서 동사가 쌓은 노하우를 바탕으로 사업부문의 다각화가 가능성을 보여주었다.

주요 고객사에 편향된
매출구조

동사는 Vestas, GE, Siemens Gamesa를 주요 고객으로 두고있는데 이들 회사로부터 매출액의 89.39%가 발생한다. 위의 회사들은 북미, 유럽을 기반으로 두고있으며 따라서 동사의 매출액의 75%는 북미, 유럽 지역에서 발생한다. 그러나 GWEC의 보고서에 따르면 풍력 발전기의 신규설치용량과 누적설치용량은 단일 국가로 중국이 가장 많은 점유율을 보이며 인도가 4위를 차지하는 등 아시아에서도 신재생에너지의 필요성이 대두되고 있다. 따라서 동사의 고객사 및 매출 지역 발생의 다각화 부족은 리스크로 작용할 수 있으므로 주의할 필요가 있다.

[도표 16] 주요 제품 등의 현황

사업부문	매출유형	제15기(2020년) 당분기		제14기 (2019년)		제13기 (2018년)	
		매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율
풍력타워제조	제품	178,339	98.51%	742,526	92.89%	492,656	98.10%
	상품	-	0.00%	17,973	2.25%	-	0.00%
	서비스 매출	2,703	1.49%	38,892	4.87%	9,551	1.90%
총계		180,041	100.00%	799,391	100.00%	502,208	100.00%

자료:사업보고서, POSTRADE

(단위: 백만)

[도표 17] 주요 매출처 및 매출비중

매출처	매출품목	매출유형	매출액 및 비중					
			제15기(2020년) 당분기		제14기 (2019년)		제13기 (2018년)	
			매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
주요고객사	A사 풍력타워 등	제품 등	51,113	28.23%	274,584	34.35%	198,943	39.61%
	B사 풍력타워 등	제품 등	31,299	17.29%	270,767	33.87%	82,727	16.47%
	C사 풍력타워 등	제품 등	79,426	43.87%	148,211	18.54%	72,822	14.50%
기타고객사	풍력타워 등	제품 등	19,203	10.61%	105,828	13.24%	147,716	29.41%
계			180,041	100.00%	799,391	100.00%	502,208	100.00%

자료: 사업보고서, POSTRADE

(단위: 백만)



Appendix

손익계산서

(백만)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	329,233	297,143	311,218	312,227	502,208	799,391	1,026,744	1,271,811
% YoY	11.0%	-9.7%	4.7%	0.3%	60.8%	59.2%	28.4%	23.9%
매출원가	228,952	231,216	291,265	238,324	420,773	685,775	898,835	1,121,872
% YoY	-3.6%	1.0%	26.0%	-18.2%	76.6%	63.0%	31.1%	24.8%
매출총이익	100,281	65,927	19,953	73,903	81,435	113,616	127,909	149,939
% YoY	70%	-34%	-70%	270%	10%	40%	13%	17%
판매관리비	31,455	29,498	43,621	38,496	48,690	53,480	63,106	74,466
%	9.6%	9.9%	14.0%	12.3%	9.7%	6.7%	6.1%	5.9%
영업이익	68,826	36,429	-23,668	35,407	32,745	60,136	64,803	75,474
% YoY	94.4%	-47.1%	-165.0%	249.6%	-7.5%	83.6%	7.8%	16.5%
영업외손익								
금융수익	5,359	15,114	13,357	14,477	15,603	16,908	18,261	19,721
금융원가	12,041	25,633	10,419	8,545	18,678	26,782	18,002	18,002
기타 영업외손익	-394	-22	4,022	608	-22,409	-10,166	-4,727	-4,727
법인세차감전순이익(손실)	61,669	25,800	-16,805	41,863	6,783	39,861	60,335	72,467
법인세비용	4,526	4,417	440	-2,911	-272	5,179	2,400	2,883
유효법인세율(%)	7%	17%	-3%	-7%	-4%	13%	4%	4%
당기순이익	57,143	21,383	-17,244	38,952	7,056	34,682	57,934	69,584