

2024. 4. 18



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **83,000 원****현재주가 (4.17)** **50,900 원****상승여력** **63.1%**

KOSPI 2,584.18pt

시가총액 21,465억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 57.09%

외국인비중 12.50%

52주 최고/최저가 88,400원/44,900원

평균거래대금 164.3억원

주요주주(%)

김성권 외 15 인 41.03

국민연금공단 10.22

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 2.4 -4.0 -35.7

상대주가 5.7 -8.6 -35.9

주가그래프**씨에스윈드** 112610**1Q24 Preview: 자회사 리스크에 유의**

- ✓ 1Q24 연결 영업이익은 427억원을 기록하며 컨센서스(396억원)를 소폭 상회할 전망
- ✓ 타워 부문은 호조, 자회사 Bladt와 씨에스베어링 적자는 리스크 요인으로 잔존
- ✓ 손익, 매크로 차원에서의 불확실성이 상반기 내에는 지속
- ✓ 하반기 글로벌 풍력 터빈사 반등 시 Top-down 관점에서 동사도 같이 반등 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 83,000원을 유지

타워 부문은 호조, 자회사 실적은 리스크 요인으로 잔존

1Q24 연결 영업이익은 427억원(+74.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(396억원)를 소폭 상회할 전망이다. 4Q23 매출 인식이 지연되었던 프로젝트 1Q24에 집중되면서 매출 성장률(90.3% YoY)이 예상을 뛰어넘을 전망이다. 1Q24 주주는 5억 달러(+5.5% YoY)를 기록한 것으로 추정된다(연간 가이던스 15억 달러 대비 33% 달성). 다만 Bladt의 적자는 하방 리스크 요인이다. 이번 실적을 통해 인수 이후 사실상 Bladt의 마진을 확인하게 되는데, 그 폭을 미리 추정하기 쉽지 않지만 적자가 유력하다. 씨에스베어링 역시 1Q24까지 적자가 지속되며, 2Q24부터 흑자전환할 전망이다. 참고로 씨에스윈드 4Q23 연결 영업이익은 잠정 공시 당시 344억원에서, 이후 감사 보고서를 통해 -32억원으로 정정되었다. 2023년 Bladt 이익 중 일부 대규모 일회성 이익이 인수 시점 이전에 인식되는 것으로 변경되었기 때문이다.

손익과 매크로 차원에서의 불확실성이 지속되는 중

Bladt, 씨에스베어링의 마진 불확실성이 1Q24까지 지속되는 한편, 2Q24부터는 해상 풍력 CAPA가 증설된다. 증설이 마진에 어떠한 영향을 줄지 확인이 필요하다. 금리 상승 리스크와 미국 대선 리스크 역시 아직 해소되었다고 판단하기는 이르다.

아직은 이르지만, 하반기 다가올 반등을 기다릴 때

투자의견 Buy, 적정주가 83,000원을 유지한다. 하반기 글로벌 풍력 터빈사들의 매출 및 마진 회복이 전반적인 글로벌 풍력 주식의 반등을 이끌 것으로 본다. Vestas와 연동되는 동사의 주가 흐름 역시 Top-down 관점에서 긍정적으로 볼 수 있다. 마진 불확실성과 글로벌 업황이 반등이 기대되는 하반기를 기다릴 때다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,374.9	42.1	1.9	45	적전	20,856	1,522.1	3.3	30.0	0.2	92.3
2023	1,520.2	104.7	19.9	471	흑전	21,266	148.9	3.3	21.0	2.2	199.9
2024E	2,729.3	204.6	125.3	2,970	574.8	23,745	17.1	2.1	8.2	13.2	250.5
2025E	3,322.3	321.8	196.2	4,652	57.7	27,905	10.9	1.8	5.9	18.0	236.3
2026E	3,996.9	380.1	212.2	5,031	8.2	32,445	10.1	1.6	5.1	16.7	211.0

표1 씨에스윈드 1Q24 Preview

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	666.8	350.5	90.3	373.7	78.4	601.4	10.9
영업이익	42.7	24.5	74.1	-3.2	흑전	39.6	7.8
세전이익	36.7	12.4	195.3	-33.5	흑전	25.2	45.6
지배순이익	27.8	7.7	261.6	-27.6	흑전	20.3	37.1

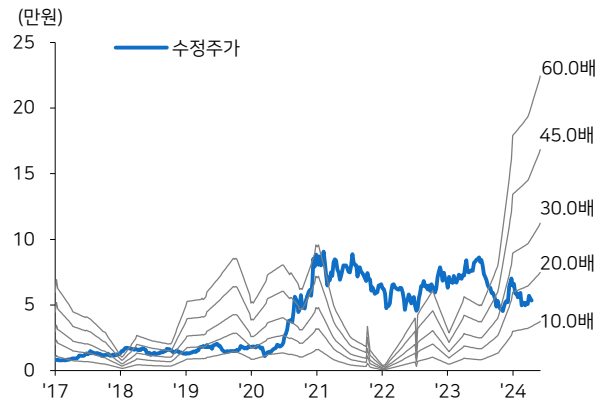
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,720.5	3,548.0	2,729.3	3,322.2	0.3%	-6.4%
영업이익	197.1	373.7	204.6	321.8	3.8%	-13.9%
영업이익률	7.2%	10.5%	7.5%	9.7%	0.3%p	-0.8%p
당기순이익	111.2	237.6	127.8	201.5	14.9%	-15.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
주요 가정														
환율(원/달러)	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,328.7	1,380.0	1,350.0	1,350.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,305.7	1,352.2	1,350.0
수주(백만 달러)	474.0	164.0	548.0	125.0	500.0	250.0	400.0	350.0	826.0	764.0	932.0	1,311.0	1,500.0	1,800.0
수주잔고(백만 달러)	736.1	646.0	1,028.0	861.0	1,033.8	1,004.7	1,143.5	1,173.3	450.0	414.0	565.0	861.0	1,173.3	1,510.8
AMPC반영(십억원)	17.1	27.6	24.4	12.4	27.1	25.8	25.8	25.8	0.0	0.0	0.0	81.5	104.6	132.8
실적 요약														
매출	350.5	415.5	380.5	373.7	666.8	666.0	633.5	763.1	969.1	1,195.0	1,374.9	1,520.2	2,729.3	3,322.2
매출 성장률(%YoY)	13.0	26.9	17.8	-9.8	90.3	60.3	66.5	104.2	21.2	23.3	15.1	10.6	79.5	21.7
타워 및 부품	325.6	387.4	365.1	205.5	461.8	411.0	378.5	458.1	865.5	1,099.5	1,325.9	1,283.6	1,709.3	2,107.2
씨에스베어링	24.9	28.1	15.4	8.2	15.0	35.0	35.0	45.0	103.5	95.6	49.0	76.6	130.0	160.5
Bladt				160.0	190.0	220.0	220.0	260.0				160.0	890.0	1,054.5
영업이익	24.5	41.8	41.5	-3.2	42.7	47.2	51.5	63.2	97.6	101.1	42.1	104.7	204.6	321.8
영업이익률(%)	7.0	10.1	10.9	-0.9	6.4	7.1	8.1	8.3	10.1	8.5	3.1	6.9	7.5	9.7
영업이익 성장률(%YoY)	166.5	116.6	105.1	적축	74.1	12.8	24.2	흑전	62.3	3.6	-58.3	148.5	95.5	57.3
타워 및 부품	23.9	39.7	42.8	-33.7	49.2	47.7	42.1	51.8	88.1	100.6	50.9	72.6	190.7	262.9
씨에스베어링	0.7	2.2	-1.3	-1.5	-0.8	1.8	2.8	3.6	9.5	0.5	-8.8	0.1	7.4	16.1
Bladt				32.0	-5.7	-2.2	6.6	7.8				32.0	6.5	42.9
금융손익	-12.2	-17.2	-13.9	-10.6	-19.8	-39.7	-8.1	-16.9	-11.0	-14.1	-40.9	-54.0	-84.6	-81.3
기타손익	0.5	-1.0	-4.2	-18.2	14.2	13.9	12.6	11.3	-27.6	2.5	5.7	-22.9	52.0	30.4
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.4	-1.5	-0.5	-1.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-1.2	1.2	-2.4	-3.9	-1.7	-2.4
세전이익	12.4	22.1	22.9	-33.5	36.7	21.1	55.5	57.1	57.8	90.7	4.6	23.9	170.4	268.6
법인세비용	4.3	1.1	4.9	-5.4	9.2	5.3	13.9	14.3	24.2	24.8	10.3	5.0	42.6	67.2
당기순이익	8.1	21.0	17.9	-28.1	27.5	15.8	41.6	42.8	33.6	64.7	-6.9	18.9	127.8	201.5
순이익률(%)	2.3	5.1	4.7	-7.5	4.1	2.4	6.6	5.6	3.5	5.4	-0.5	1.2	4.7	6.1
순이익 성장률(% YoY)	흑전	289.1	10,763.7	적축	240.0	-24.8	132.2	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	574.8	57.7
지배순이익	7.7	20.6	19.1	-27.6	27.8	15.5	40.4	41.5	30.9	66.2	1.9	19.9	125.2	196.2

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,374.9	1,520.2	2,729.3	3,322.3	3,996.9
매출액증가율(%)	15.1	10.6	79.5	21.7	20.3
매출원가	1,238.7	1,314.3	2,417.4	2,861.7	3,452.2
매출총이익	136.2	205.9	312.0	460.5	544.7
판매관리비	94.1	101.2	107.4	138.7	164.6
영업이익	42.1	104.7	204.6	321.8	380.1
영업이익률(%)	3.1	6.9	7.5	9.7	9.5
금융손익	-40.9	-54.0	-84.6	-81.3	-104.4
종속/관계기업손익	-2.4	-3.9	-1.7	-2.4	-2.8
기타영업외손익	5.7	-22.9	52.1	30.4	17.7
세전계속사업이익	4.6	23.9	170.4	268.6	290.7
법인세비용	10.3	5.0	42.6	67.2	72.7
당기순이익	-6.9	18.9	127.8	201.5	218.0
지배주주지분 손이익	1.9	19.9	125.3	196.2	212.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,011.2	1,368.2	1,913.9	2,235.4	2,509.2
현금및현금성자산	191.6	207.1	381.5	462.9	468.3
매출채권	362.2	309.5	433.7	527.6	636.1
재고자산	381.6	582.2	816.0	904.3	997.3
비유동자산	772.9	1,464.5	1,771.9	1,908.9	1,936.2
유형자산	529.1	915.6	1,201.6	1,328.9	1,348.8
무형자산	117.3	261.0	255.6	250.9	246.8
투자자산	15.3	30.3	57.2	71.5	83.1
자산총계	1,784.1	2,832.7	3,685.8	4,144.3	4,445.4
유동부채	623.8	1,417.1	1,722.0	2,004.7	2,167.7
매입채무	272.2	474.3	664.7	736.6	812.4
단기차입금	232.7	384.1	197.1	274.1	261.1
유동성장기부채	26.9	119.4	119.4	119.4	119.4
비유동부채	232.7	471.2	912.4	907.4	848.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	173.6	303.3	403.3	376.3	299.3
부채총계	856.5	1,888.2	2,634.3	2,912.1	3,015.9
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	609.5	611.3	611.3	611.3	611.3
기타포괄이익누계액	49.5	65.8	65.8	65.8	65.8
이익잉여금	242.1	241.3	345.8	521.3	712.7
비지배주주지분	48.1	47.6	50.1	55.4	61.2
자본총계	927.6	944.4	1,051.5	1,232.2	1,429.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	150.8	110.8	435.8	361.0	323.8
당기순이익(손실)	-6.9	18.9	127.8	201.5	218.0
유형자산상각비	50.6	59.0	154.1	172.7	180.2
무형자산상각비	15.0	14.9	5.4	4.7	4.1
운전자본의 증감	68.4	-57.4	148.5	-17.8	-78.5
투자활동 현금흐름	-105.3	-235.9	-467.6	-315.1	-212.4
유형자산의증가(CAPEX)	-98.4	-192.3	-440.0	-300.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-8.4	-15.0	-26.9	-14.4	-11.6
재무활동 현금흐름	-94.9	141.1	206.2	35.5	-106.1
차입금의 증감	36.2	480.2	226.9	56.2	-85.4
자본의 증가	12.2	1.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-70.2	15.5	174.4	81.4	5.4
기초현금	261.8	191.6	207.1	381.5	462.9
기말현금	191.6	207.1	381.5	462.9	468.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	32,603	36,047	64,720	78,780	94,777
EPS(지배주주)	45	471	2,970	4,652	5,031
CFPS	2,832	4,493	9,559	12,503	13,737
EBITDAPS	2,554	4,235	8,633	11,838	13,383
BPS	20,856	21,266	23,745	27,905	32,445
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	1,522.1	148.9	17.1	10.9	10.1
PCR	24.3	15.6	5.3	4.1	3.7
PSR	2.1	1.9	0.8	0.6	0.5
PBR	3.3	3.3	2.1	1.8	1.6
EBITDA(십억원)	107.7	178.6	364.1	499.2	564.4
EV/EBITDA	30.0	21.0	8.2	5.9	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.2	2.2	13.2	18.0	16.7
EBITDA 이익률	7.8	11.7	13.3	15.0	14.1
부채비율	92.3	199.9	250.5	236.3	211.0
금융비용부담률	1.1	2.3	2.8	2.6	2.7
이자보상배율(x)	2.9	3.0	2.6	3.8	3.5
매출채권회전율(x)	3.7	4.5	7.3	6.9	6.9
재고자산회전율(x)	3.8	3.2	3.9	3.9	4.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.04.06	기업브리프	Buy	86,000	문경원	-26.5	-8.0	
2023.04.06	1년 경과				-14.5	-13.1	
2023.04.10	기업브리프	Buy	89,000	문경원	-13.7	-5.5	
2023.05.11	기업브리프	Buy	99,000	문경원	-21.3	-18.8	
2023.06.01	Indepth	Buy	111,000	문경원	-38.8	-20.4	
2023.11.08	산업분석	Buy	92,000	문경원	-37.0	-23.4	
2024.02.19	기업브리프	Buy	83,000	문경원	-	-	