2024. 8. 8

▲ 유틸리티/건설
Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

씨에스윈드 112610

2Q24 Review: 높은 변동성, 개선되는 방향성

- ✓ 2Q24 연결 영업이익은 1,303억원을 기록하며 컨센서스(401억원)를 크게 상회
- ✓ Bladt OSS 사업 흑자 전환으로 대규모 이익 인식
- ✓ 하반기 모노파일 가격 인상에 따른 흑자 기조 유지 기대
- ✓ 어지러운 이익 변동성, 투자 의사 결정은 Top-down으로
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 74,000원으로 +3% 상향

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**74,000 원**
현재주가 (8.8)	**62,500 원**
상승여력	**18.4%**
KOSPI	2,556.73pt
시가총액	26,357억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	57.09%
외국인비중	13.86%
52주 최고/최저가	72,000원/44,800원
평균거래대금	214.3억원
주요주주(%)	
김성권 외 15 인	41.03
국민연금공단	8.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.0	7.2	-9.3
상대주가	44.2	9.9	-8.7

주가그래프

Bladt OSS 사업 흑자 전환으로 대규모 이익 인식

2Q24 연결 영업이익은 1,303억원(+211.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(401억원)를 크게 상회했다. 이 중 하부구조물의 영업이익은 약 800억원(OMP 23.7%)를 기록했다. 1Q24 대규모 일회성 비용을 야기했던 OSS 프로젝트에서 단가 인상과 흑자 전환에 성공했으며, 과거 적자가 2Q24 이익으로 되돌아왔다. 해당 OSS 프로젝트에서의 이익은 전체 하부구조물 사업부 이익보다 큰 것으로 추정된다. 이외에 AMPC 역시 327억원(+18.5% YoY)을 기록하며 당사 예상치 대비 약 70억원 더 인식되었다.

하반기에도 단가 인상을 통한 수익성 개선 노력 이어질 전망

Bladt OSS 사업의 2Q24 이익 급성장은 일시적인 효과에 가깝다. 하반기 추세적인 이익 회복을 위해서는 모노파일 등 주요 제품군에서의 가격 인상이 필요하다. 긍정적인 점은 가격 인상 가능성이 상당히 높으며, 생산 차원에서의 문제가 하반기 발견되지 않는다면 수익성 개선 기조가 하반기에도 이어질 수 있다는 점이다. 다만 수익성 위주의 경영으로 Bladt의 탑라인 성장은 2025년 제한될 전망이다.

어지러운 이익 변동성, 투자 의사 결정은 Top-down으로

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 74,000원으로 +3% 상향한다. 실적 상향과 멀티플 하락을 반영했다. 단기적으로는 단가 인상과 수익성 개선에 대한 긍정적인 평가가 Pricing될 것으로 보인다. 다만 중장기 투자 결정은 여전히 매크로(금리), 정치(미국 대선) 이슈에 따라 결정해야 한다. Bladt 인수 이후 마진 변동성이 심해졌기 때문이다. 단가 인상, 원가 이슈가 발생할 때마다 생기는 이러한 변동성은 이익 전망치에 대한 확신을 가지기 어렵게 만든다.

(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	3,025.0	228.1	121.7	2,886	551.6	23,724	21.7	2.6	10.9	12.8	235.7
2025E	3,162.0	312.9	186.5	4,423	54.1	27,656	14.1	2.3	7.9	17.2	220.7
2026E	4,583.0	403.9	254.1	6,026	36.0	33,191	10.4	1.9	6.2	19.8	197.2

표1 씨에스윈드 2Q24 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	857.8	415.5	106.4	736.7	16.4	716.3	19.8	657.6	30.4
영업이익	130.3	41.8	211.5	-9.5	흑전	40.1	224.6	49.8	161.6
세전이익	110.3	22.1	398.8	-34.9	흑전	28.1	292.6	26.9	310.1
순이익	104.4	20.6	405.8	-38.8	흑전	19.3	441.9	20.1	419.5

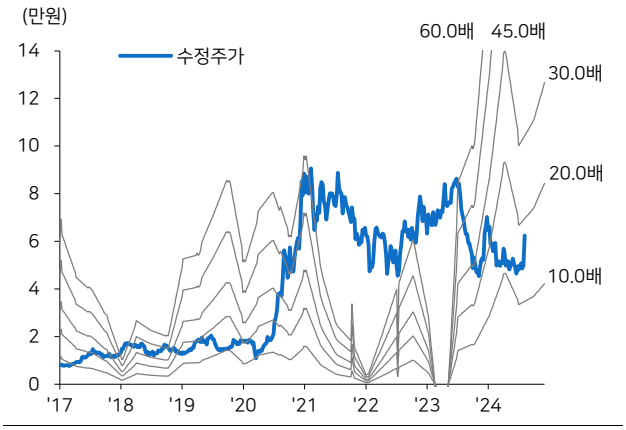
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,685.6	3,217.1	3,025.0	3,161.9	12.6%	-1.7%
영업이익	131.7	284.4	228.1	312.9	73.2%	10.0%
영업이익률	4.9%	8.8%	7.5%	9.9%	2.6%p	1.1%p
당기순이익	29.4	166.8	123.4	190.2	319.6%	14.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 적정주가 산출

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	186.5	2025년 예상
적용 멀티플(배)	16.8	Vestas, Nordex 2025년 PER에 10% 할인 AMPC 이익이 지속 가능하지 않음을 감안한 디스카운트
적정 시가총액(십억원)	3,139	
발행 주식수(백만주)	42,171	
적정 주가(원)	**74,000**	
현재 주가(원)	62,500	
상승 여력(%)	18.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	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	1,371.1	1,374.3	1,375.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,305.7	1,362.3	1,362.5
수주(백만 달러)	474.0	164.0	548.0	125.0	521.0	350.0	350.0	350.0	826.0	764.0	932.0	1,311.0	1,571.0	1,800.0
수주잔고(백만 달러)	736.1	646.0	1,028.0	861.0	893.0	877.9	999.7	1,079.8	450.0	414.0	565.0	861.0	1,079.8	1,468.7
AMPC반영(십억원)	17.1	27.6	24.4	12.4	24.0	32.7	24.2	24.2	0.0	0.0	0.0	81.5	105.2	137.7
실적 요약														
매출	**350.5**	**415.5**	**380.5**	**373.7**	**736.7**	**857.8**	**644.1**	**786.4**	**969.1**	**1,195.0**	**1,374.9**	**1,520.2**	**3,025.0**	**3,161.9**
매출 성장률(%YoY)	13.0	26.9	17.8	-9.8	110.2	106.4	69.3	110.5	21.2	23.3	15.1	10.6	99.0	4.5
타워 및 부품	325.6	387.4	365.1	203.1	518.1	500.5	337.9	395.4	865.5	1,099.5	1,325.9	1,281.2	1,751.9	2,059.7
씨에스베어링	24.9	28.1	15.4	8.2	15.6	20.0	25.0	30.0	103.5	95.6	49.0	76.6	90.6	113.5
Bladt				162.4	203.0	337.3	281.2	361.0				162.4	1,182.5	988.7
영업이익	**24.5**	**41.8**	**41.5**	**-3.2**	**-9.5**	**130.3**	**58.6**	**48.7**	**97.6**	**101.1**	**42.1**	**104.7**	**228.1**	**312.9**
영업이익률(%)	7.0	10.1	10.9	-0.9	-1.3	15.2	9.1	6.2	10.1	8.5	3.1	6.9	7.5	9.9
영업이익 성장률(%YoY)	166.5	116.6	105.1	적축	적전	211.5	41.2	흑전	62.3	3.6	-58.3	148.5	118.0	37.2
타워 및 부품	23.9	39.7	42.8	-86.5	45.4	49.6	36.9	39.1	88.1	100.6	50.9	19.8	171.0	252.1
씨에스베어링	0.7	2.2	-1.3	-1.5	-2.1	0.6	2.0	2.4	9.5	0.5	-8.8	0.1	2.9	11.3
Bladt				84.8	-52.7	80.1	19.7	7.2				84.8	54.3	49.4
금융손익	-12.2	-17.2	-13.9	-10.6	-23.9	-19.6	-16.9	-15.4	-11.0	-14.1	-40.9	-54.0	-75.8	-59.4
기타손익	0.5	-1.0	-4.2	-18.2	0.7	0.1	1.0	1.3	-27.6	2.5	5.7	-22.9	2.9	2.3
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.4	-1.5	-0.5	-1.5	-2.2	-0.4	-0.4	-0.4	-1.2	1.2	-2.4	-3.9	-3.3	-2.2
세전이익	**12.4**	**22.1**	**22.9**	**-33.5**	**-34.9**	**110.3**	**42.3**	**34.2**	**57.8**	**90.7**	**4.6**	**23.9**	**152.0**	**253.6**
법인세비용	4.3	1.1	4.9	-5.4	5.2	4.3	10.6	8.6	24.2	24.8	10.3	5.0	28.6	63.4
당기순이익	**8.1**	**21.0**	**17.9**	**-28.1**	**-40.0**	**106.0**	**31.7**	**25.7**	**33.6**	**64.7**	**-6.9**	**18.9**	**123.4**	**190.2**
순이익률(%)	2.3	5.1	4.7	-7.5	-5.4	12.4	4.9	3.3	3.5	5.4	-0.5	1.2	4.1	6.0
순이익 성장률(% YoY)	흑전	289.1	10,763.7	적확	적전	404.8	76.9	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	551.5	54.1
지배순이익	7.7	20.6	19.1	-27.6	-38.8	104.4	31.1	25.0	30.9	66.2	1.9	19.9	121.7	186.5

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**1,374.9**	**1,520.2**	**3,025.0**	**3,162.0**	**4,583.0**
매출액증가율(%)	15.1	10.6	99.0	4.5	44.9
매출원가	1,238.7	1,314.3	2,684.7	2,707.7	4,010.3
매출총이익	136.2	205.9	340.4	454.3	572.7
판매관리비	94.1	101.2	112.2	141.3	168.7
영업이익	**42.1**	**104.7**	**228.1**	**312.9**	**403.9**
영업이익률(%)	3.1	6.9	7.5	9.9	8.8
금융손익	-40.9	-54.0	-75.8	-59.4	-53.5
종속/관계기업손익	-2.4	-3.9	-3.3	-2.2	-2.6
기타영업외손익	5.7	-22.9	2.9	2.3	-2.9
세전계속사업이익	4.6	23.9	152.0	253.6	345.0
법인세비용	10.3	5.0	28.6	63.4	86.2
당기순이익	**-6.9**	**18.9**	**123.4**	**190.2**	**258.7**
지배주주지분 순이익	1.9	19.9	121.7	186.5	254.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**150.8**	**110.8**	**-3.2**	**566.4**	**336.3**
당기순이익(손실)	-6.9	18.9	123.4	190.2	258.7
유형자산상각비	50.6	59.0	107.6	128.5	141.5
무형자산상각비	15.0	14.9	5.7	2.4	2.3
운전자본의 증감	68.4	-57.4	-272.7	245.3	-66.2
투자활동 현금흐름	**-105.3**	**-235.9**	**-224.0**	**-315.0**	**-226.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-98.4	-192.3	-186.4	-300.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-8.4	-15.0	-30.2	-13.8	-25.1
재무활동 현금흐름	**-94.9**	**141.1**	**207.1**	**35.2**	**-100.7**
차입금의 증감	36.2	480.2	293.9	55.9	-80.0
자본의 증가	12.2	1.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-70.2	15.5	-16.8	286.5	9.3
기초현금	261.8	191.6	207.1	190.3	476.9
기말현금	191.6	207.1	190.3	476.9	486.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,011.2	1,368.2	1,876.2	2,078.8	2,418.8
현금및현금성자산	191.6	207.1	190.3	476.9	486.2
매출채권	362.2	309.5	462.8	487.5	599.5
재고자산	381.6	582.2	870.7	917.1	1,127.8
비유동자산	772.9	1,464.5	1,650.6	1,833.5	1,914.9
유형자산	529.1	915.6	1,026.7	1,198.2	1,256.7
무형자산	117.3	261.0	263.5	261.1	258.9
투자자산	15.3	30.3	58.4	72.2	97.3
자산총계	**1,784.1**	**2,832.7**	**3,526.8**	**3,912.3**	**4,333.7**
유동부채	623.8	1,417.1	1,510.0	1,731.9	1,953.6
매입채무	272.2	474.3	420.1	437.1	454.9
단기차입금	232.7	384.1	207.2	284.2	271.2
유동성장기부채	26.9	119.4	123.8	123.8	123.8
비유동부채	232.7	471.2	966.4	960.5	922.1
사채	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0
장기차입금	173.6	303.3	632.3	605.3	528.3
부채총계	**856.5**	**1,888.2**	**2,476.3**	**2,692.4**	**2,875.7**
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	89.2	89.2	89.2
이익잉여금	242.1	241.3	321.6	487.4	720.8
비지배주주지분	48.1	47.6	50.0	53.7	58.3
자본총계	**927.6**	**944.4**	**1,050.5**	**1,219.9**	**1,458.0**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	32,603	36,047	71,732	74,978	108,675
EPS(지배주주)	45	471	2,886	4,423	6,026
CFPS	2,832	4,493	8,040	10,312	12,574
EBITDAPS	2,554	4,235	8,097	10,524	12,988
BPS	20,856	21,266	23,724	27,656	33,191
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	1,522.1	148.9	21.7	14.1	10.4
PCR	24.3	15.6	7.8	6.1	5.0
PSR	2.1	1.9	0.9	0.8	0.6
PBR	3.3	3.3	2.6	2.3	1.9
EBITDA(십억원)	107.7	178.6	341.4	443.8	547.7
EV/EBITDA	30.0	21.0	10.9	7.9	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.2	2.2	12.8	17.2	19.8
EBITDA 이익률	7.8	11.7	11.3	14.0	12.0
부채비율	92.3	199.9	235.7	220.7	197.2
금융비용부담률	1.1	2.3	1.4	1.9	1.1
이자보상배율(x)	2.9	3.0	5.6	5.3	7.7
매출채권회전율(x)	3.7	4.5	7.8	6.7	8.4
재고자산회전율(x)	3.8	3.2	4.2	3.5	4.5

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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)

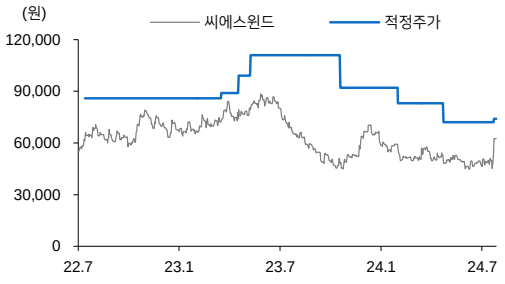
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.08.10	기업브리프	Buy	86,000	문경원	-20.9	-8.0
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	-36.8	-30.5
2024.05.10	기업브리프	Buy	72,000	문경원	-32.3	-26.7
2024.08.08	기업브리프	Buy	74,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이