

# 씨에스윈드

## 112610

Jan 16, 2024

Buy

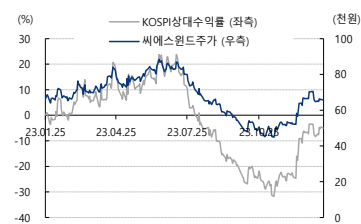
TP 81,000 원

상향

## Company Data

현재가(01/15)	65,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	88,400 원
52 주 최저가(보통주)	44,900 원
KOSPI (01/15)	2,525.99p
KOSDAQ (01/15)	859.71p
자본금	211 억원
시가총액	27,707 억원
발행주식수(보통주)	4,217 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	41.6 만주
평균거래대금(60 일)	270 억원
외국인지분(보통주)	12.38%
주요주주	
김성권 외 14 인	41.00%
국민연금공단	11.40%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	3.0	-22.1	-7.9
상대주가	4.5	-18.9	-13.0



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 4Q23 Preview: AMPC 배분, Bladt 관련 실적 반영

## 4Q23 Preview: Vestas와 AMPC 배분 반영, Bladt 연결실적 반영

씨에스윈드 4Q23 매출액 4,394억원(QoQ +15.5%, YoY -13.0%), 영업이익 305억원(QoQ -26.5%, YoY 흑전)으로 추정.

1Q23부터 3Q23까지 인식된 AMPC 691억원은 씨에스윈드가 모두 수령한다는 것을 기준으로 씨에스윈드 매출 및 영업이익에 반영됨. 하지만, Vestas항 매출에서 발생하는 AMPC에 대해서는 Vestas와 배분이 확정됨에 따라, 기존에 반영된 AMPC 691억원에 중 88억원이 4Q23 매출 및 영업이익에서 각각 차감될 것으로 추정.

해상풍력타워 하부구조물 기업 Baldt 인수 마무리됨에 따라 '23년 12월부터 씨에스윈드 연결실적으로 반영 예정. 당사 추정치에 반영. Bladt는 '23년 7월 인수 결정 이후 주요 고객사와 단가 인상 결정. '24년부터 수익성 개선 가능할 것으로 전망. Bladt '24년 매출액 1조원, 영업이익 흑자전환 전망.

## 프로젝트 지연에 따라 매출인식은 빠르진 않지만, 수주 증가는 지속

'23년 하반기 풍력 디벨로퍼들의 프로젝트 지연에 따라 터빈 기자재 업체의 제품인도 또한 지연됨. 4Q23까지 영향 있을 것으로 예상. 다만, 터빈 업체들의 수주는 빠르게 증가 중. Vestas 홈페이지를 통해 발표된 4Q23 수주는 6.9GW(YoY +66%, 1Q 3.3GW→2Q 2.3GW→3Q 4.5GW) 수준이며, 미발표된 수주 고려하면 7GW 이상일 것으로 예상. 터빈 업체들의 수주 추이 고려 시 씨에스윈드 또한 '23년 초 목표했던 수주 14억달러 달성할 것으로 예상되며, '24년에도 수주 증가는 이어질 것으로 전망. 향후 전방 프로젝트 진행 가속화에 따른 기존 수주의 매출인식 주목.

## 목표주가 81,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 81,000원으로 상향. 기존 Valuation 방식과 동일한 EV/EBITDA Multiple Valuation 방식 사용. Peer Group(글로벌 터빈 및 기자재 업체)들의 수주 증가와 주가 상승에 따른 Multiple 상승 반영.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,195	1,375	1,586	2,803	3,270
YoY(%)	23.3	15.1	15.3	76.7	16.7
영업이익(십억원)	101	42	138	185	262
OP 마진(%)	8.5	3.1	8.7	6.6	8.0
순이익(십억원)	65	-10	79	127	184
EPS(원)	1,601	-23	1,778	2,870	4,141
YoY(%)	-10.4	적전	흑전	61.4	44.3
PER(배)	41.0	-2,955.9	39.5	22.9	15.9
PCR(배)	20.2	22.6	12.5	9.2	7.2
PBR(배)	3.1	3.3	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	21.4	29.9	15.3	13.0	10.3
ROE(%)	10.1	-0.1	8.3	12.3	15.8

# 씨에스윈드 [112610]

제목을 넣으시오

[도표 1] 씨에스윈드 실적 Table

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	310	328	323	414	350	416	381	439	1,375	1,586	2,803
YoY	28.1%	17.4%	50.7%	-9.9%	13.0%	26.9%	17.8%	-13.0%	15.1%	15.3%	76.8%
타워 및 부품	295	309	315	406	309	360	330	327	1,326	1,326	1,649
씨에스베어링	15	18	8	8	25	28	26	21	49	100	142
AMPC 주 1)					17	28	24	21		90	84
Bladt								79		79	1,012
영업이익	9	19	20	-7	25	42	41	31	42	138	186
YoY	-70.8%	-31.6%	57.6%	적자	166.4%	116.6%	105.1%	흑전	-58.3%	228.4%	34.3%
영업이익률	3.0%	5.9%	6.3%	-1.6%	7.0%	10.1%	10.9%	6.9%	3.1%	8.7%	6.6%

자료: 교보증권 리서치센터

주1) Vestas향 매출에서 발생하는 AMPC에 대해서 씨에스윈드와 배분 확정. 1Q23부터 3Q23까지 발생한 AMPC 691억원 중 88억원 수준 4Q23 매출 및 영업이익에서 각각 차감

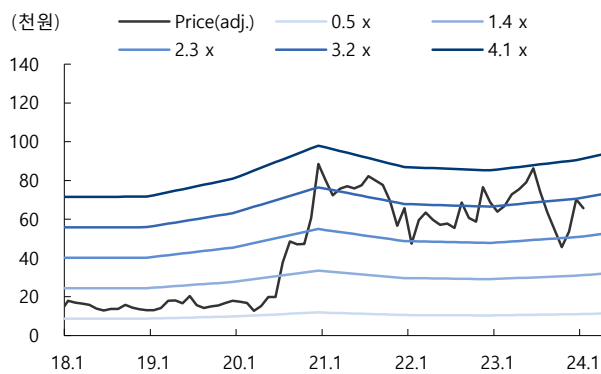
[도표 2] 씨에스윈드 Valuation Table

(단위: 십억원)

구분	값	비고
적용 EBITDA	284.8	'24년 예상 EBITDA('23년 대비 감가상각비 증가분 반영)
적용 EV/EBITDA (배)	12.5	Vestas, TPI Composite, Titan Wind 12M Fwd EV/EBITDA 평균
EV	3,560	
순차입금(별도)+자사주	-128.6	3Q23 기준 순차입금, 자사주 가치 당사 목표주가 적용
적정가치	3,432	
발행주식수(주)	42,171,403	
목표주가(원)	81,376	목표주가 기존 71,000 원에서 81,000 원으로 상향

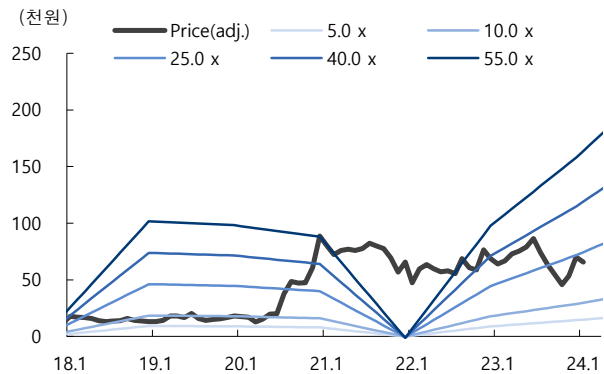
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 씨에스윈드 12M Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 씨에스윈드 12M Fwd P/E Band



자료: 교보증권 리서치센터

# 씨에스윈드 [112610]

제목을 넣으시오

## [씨에스윈드 112610]

### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,195	1,375	1,586	2,803	3,270
매출원가	1,024	1,239	1,345	2,509	2,780
매출총이익	171	136	241	294	491
매출총이익률 (%)	14.3	9.9	15.2	10.5	15.0
판매비와관리비	70	94	103	108	229
영업이익	101	42	138	185	262
영업이익률 (%)	8.5	3.1	8.7	6.6	8.0
EBITDA	139	108	225	285	372
EBITDA Margin (%)	11.7	7.8	14.2	10.2	11.4
영업외손익	-10	-40	-20	-25	-30
관계기업손익	1	-2	-2	-2	-2
금융수익	45	59	30	28	30
금융비용	-59	-100	-57	-67	-78
기타	2	3	9	17	20
법인세비용차감전순이익	91	2	118	161	231
법인세비용	25	10	38	32	46
계속사업순이익	66	-9	80	129	185
중단사업순이익	-1	-1	-1	-1	-1
당기순이익	65	-10	79	127	184
당기순이익률 (%)	5.4	-0.7	5.0	4.5	5.6
비지배지분순이익	-1	-9	4	6	9
지배지분순이익	66	-1	75	121	175
지배순이익률 (%)	5.5	-0.1	4.7	4.3	5.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	41	47	54	63
포괄순이익	100	31	126	182	247
비지배지분포괄이익	1	-8	-34	-49	-67
지배지분포괄이익	99	39	160	231	314

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-105	151	103	-181	144
당기순이익	65	-10	79	127	184
비현금항목의 가감	68	129	162	180	213
감가상각비	32	51	75	90	103
외환손익	-1	21	-1	-1	-1
자본법평가손익	-1	2	2	2	2
기타	39	56	85	88	108
자산부채의 증감	-193	68	-81	-427	-169
기타현금흐름	-45	-37	-56	-61	-83
투자활동 현금흐름	-301	-105	-202	-204	-205
투자자산	-217	-17	-8	-8	-8
유형자산	-92	-98	-200	-200	-200
기타	9	10	6	3	3
재무활동 현금흐름	568	-95	127	242	221
단기차입금	12	39	39	39	39
사채	0	-11	0	0	0
장기차입금	120	-12	139	250	225
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-25	-21	-21	-21
기타	452	-86	-30	-27	-23
현금의 증감	170	-70	44	-137	157
기초 현금	92	262	192	235	99
기말 현금	262	192	235	99	256
NOPLAT	73	-207	94	148	209
FCF	-174	-171	-101	-379	-49

자료: 씨에스윈드, 교보증권 리서치센터

### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,073	1,012	1,185	1,734	2,183
현금및현금성자산	262	192	235	99	256
매출채권 및 기타채권	398	366	420	739	862
재고자산	351	382	440	778	908
기타유동자산	62	72	90	118	157
비유동자산	698	768	900	1,023	1,139
유형자산	510	532	657	767	863
관계기업투자금	3	9	16	24	31
기타금융자산	4	7	6	5	5
기타비유동자산	181	220	221	228	239
자산총계	1,771	1,780	2,085	2,757	3,322
유동부채	573	624	722	1,024	1,183
매입채무 및 기타채무	316	323	365	606	699
차입금	181	233	272	312	351
유동성채무	7	27	36	48	63
비유동부채	69	41	49	59	71
차입금	255	231	381	646	888
차입금	206	174	312	562	787
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	57	69	83	101
부채총계	827	855	1,103	1,670	2,072
지배지분	894	877	931	1,031	1,185
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	597	610	610	610	610
이익잉여금	268	239	293	394	548
기타자본변동	0	-43	-43	-43	-43
비지배지분	50	48	51	57	65
자본총계	944	925	982	1,088	1,250
총차입금	441	475	671	984	1,278

### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

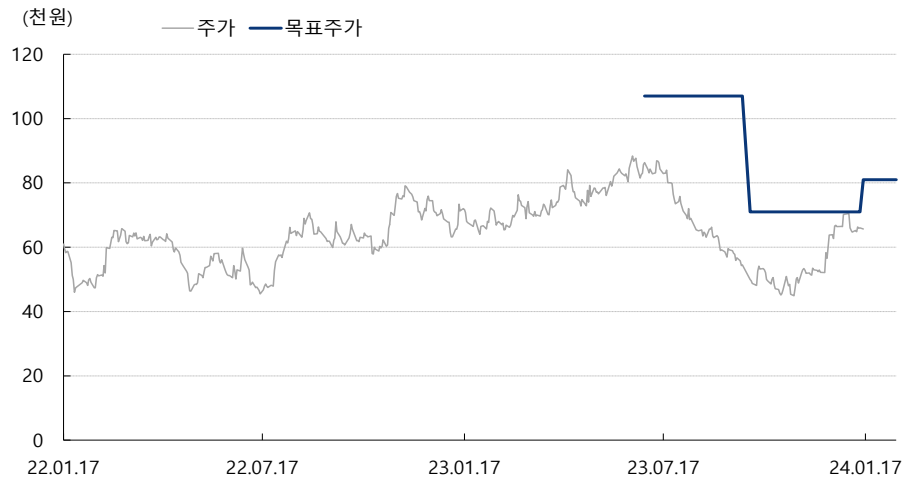
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,601	-23	1,778	2,870	4,141
PER	41.0	-2,955.9	39.5	22.9	15.9
BPS	21,204	20,786	22,073	24,451	28,101
PBR	3.1	3.3	3.2	2.7	2.3
EBITDAPS	3,368	2,554	5,332	6,754	8,830
EV/EBITDA	21.4	29.9	15.3	13.0	10.3
SPS	28,896	32,603	37,605	66,467	77,541
PSR	2.3	2.1	1.9	1.0	0.8
CFPS	-4,200	-4,054	-2,389	-8,985	-1,167
DPS	600	500	500	500	500

### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	23.3	15.1	15.3	76.7	16.7
영업이익 증가율	3.6	-58.3	227.8	34.2	41.1
순이익 증가율	92.7	적전	흑전	61.4	44.3
수익성					
ROIC	9.1	-19.0	7.8	9.4	10.5
ROA	5.0	-0.1	3.9	5.0	5.7
ROE	10.1	-0.1	8.3	12.3	15.8
안정성					
부채비율	87.7	92.5	112.4	153.5	165.7
순차입금비율	24.9	26.7	32.2	35.7	38.5
이자보상배율	11.6	2.9	6.6	6.1	6.7

씨에스윈드 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.06.30	매수	107,000	(23.82)	(18.79)					
2023.08.02	매수	107,000	(34.93)	(18.79)					
2023.10.04	매수	71,000	(30.38)	(23.80)					
2023.11.10	매수	71,000	(22.85)	(0.70)					
2024.01.15	매수	81,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

## [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

## [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하