

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

112610 · 그린에너지

씨에스윈드

아쉬운 타워 매출 이연

(유지)

매수

목표주가

70,000원

상승여력

23.0%

현재주가(24/2/19)

56,900원

KOSPI	2,680.26	시가총액(십억원)	2,400	발행주식수(백만주)	42	외국인 보유비중(%)	13.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

매수 의견 및 목표주가 7만원 유지

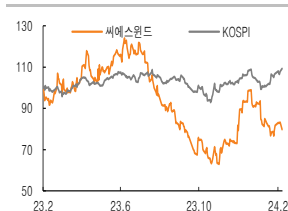
4분기 실적은 시장 기대치 대비 실망스러웠을 수 있으나, 보수적인 당사 전망치와는 크지 않다. 목표주가와 매수 의견을 유지한다. 말레이시아 공장의 손상차손 인식 종료, 24년 블라트 영업이익 흑자 가이던스, 베트남/포르투갈 공장 증설 완공(2Q24) 등은 희소식이다. 다만, 본업인 타워 및 하부구조물의 출하량과 수익성이 가이던스에 맞춰 무사히 성장할 수 있을지는 확인이 필요하다.

실적 리뷰 및 전망

씨에스윈드의 4Q23 매출액과 영업이익은 시장 기대치를 모두 소폭 하회했다. 타워 매출액이 기대치를 크게 하회한 대신, 12월 편입된 블라트의 매출액이 예상보다 크게 반영되며 이를 상쇄했다. 동사의 1Q24 영업이익은 409억원으로 전분기 대비 18.8% 증가할 것으로 예상된다. 미국 공장 최적화 2단계 완료 등으로 인해 미국 공장 가동률이 4분기 30~40% 수준에서 65% 이상으로 회복할 것으로 전망하기 때문이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.2	-12.6	-16.3
상대주가	-10.7	-18.3	-23.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,195	1,375	1,549	2,737	3,443
영업이익 (십억원)	101	42	142	228	390
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.2	8.3	11.3
순이익 (십억원)	66	-1	52	183	345
EPS (원)	1,601	-23	1,228	4,347	8,184
ROE (%)	10.1	-0.1	5.7	17.8	27.1
P/E (배)	41.0	-	57.2	13.1	7.0
P/B (배)	3.1	3.2	3.0	2.1	1.6
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.7	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

실적 리뷰 및 전망

4Q23 Review: 크게 편입된 블라트, 큰 폭 감소한 타워 매출

씨에스원드의 4Q23 매출액은 4,021억원으로 컨센서스를 7.8% 하회했으며, 영업이익도 344억원으로 컨센서스를 6.8% 하회했다. 컨센서스와 숫자만 놓고 비교한다면 실제 치가 크게 다르지 않으나, 실제 내용은 달랐다. 타워 매출액이 기대치를 크게 하회한 대신, 12월 편입된 블라트의 매출액이 예상보다 크게 반영되며 이를 상쇄했다. 일회성 비용은 AMPC 세어링 인식(-163억원), 말레이시아 공장 섯다운 손상차손(-199억원) 등이 있었다.

타워 매출액이 전분기 대비 47% 감소한 이유는 타워 매출의 이연(미국, 베트남, 포르투갈)이다. 따라서 4분기 AMPC 금액도 124억원으로 전분기(244억원) 대비 감소했다. 정확히 1개월치(12월)만 산입된 블라트는 매출액이 2천억원 반영되었는데, 이는 블라트의 23년 매출액 전망치인 7~8천억원 수준 대비 과도해 보인다. 하지만 해당 금액은 공사손실충당부채 환입으로 단가 인상 효과 덕분에 발생한 일회성 현상이다. 블라트 자체 수익성은 적자로 추정하나, 역시나 충당금 환입 영향으로 흑자를 기록했다.

표 1. 씨에스원드 분기별 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	350.5	415.5	380.5	402.1	589.5	639.7	713.7	793.8	1,374.9	1,548.6	2,736.7
타워	308.5	359.8	340.7	181.5	371.6	378.3	433.9	489.8	1,325.9	1,190.5	1,673.6
AMPC	17.1	27.6	24.4	12.4	25.3	25.7	26.2	26.7		81.5	104.0
베어링	24.9	28.1	15.4	8.2	12.5	25.7	33.6	37.3	49.0	76.6	109.1
블라트				200.0	180.0	210.0	220.0	240.0		200.0	850.0
영업이익	24.5	41.8	41.5	34.4	40.9	51.4	58.1	77.9	42.1	142.3	228.3
타워	6.8	12.1	18.4	13.4	11.4	19.2	24.6	42.3	51.0	50.7	97.6
AMPC	17.1	27.6	24.4	12.4	25.3	25.7	26.2	26.7		81.5	104.0
베어링	0.7	2.2	-1.3	-1.5	-1.2	0.1	0.7	1.7	-8.8	0.1	1.2
블라트				10.0	5.4	6.3	6.6	7.2		10.0	25.5
세전이익	12.4	22.1	22.9	-1.6	40.9	51.4	58.1	56.2	0.4	55.9	206.6
순이익(지배)	7.7	20.6	19.1	4.3	39.2	49.3	55.8	53.9	-1.0	51.8	198.3

주: 블라트는 12월 편입되어 1개월만 반영된 수치이나, 공사손실충당부채의 환입 영향으로 한달 간의 수치보다 크게 반영됨

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Preview: 미국 공장 최적화 완료로 AMPC ↑

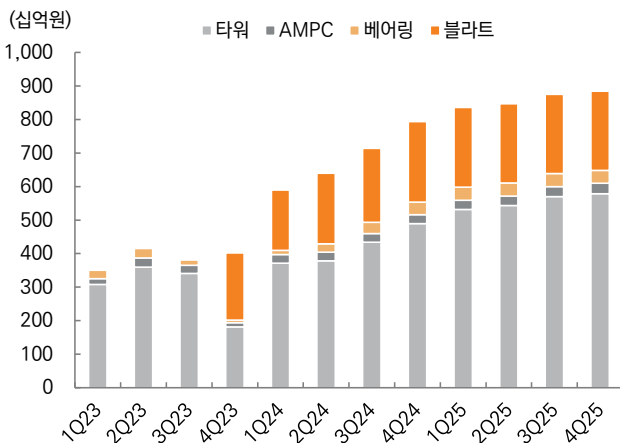
동사의 1Q24 영업이익은 409억원으로 전분기 대비 18.8% 증가할 것으로 예상된다. 미국 공장 최적화 2단계 완료 등으로 인해 미국 공장 가동률이 4분기 30~40% 수준에서 65% 이상으로 회복할 것으로 전망하기 때문이다. 아직 원가 측면에서는 여전히 비용 부담이 있으나, 가동률 상승으로 인한 AMPC 수취금액 확대가 실적 개선 요인이다. 블라트는 24년에도 보전된 수익성 덕분에 2~3% 수준의 수익성을 기록할 것으로 전망한다. 4분기에 이연된 물량은 1분기 실적 확인 후에 보수적으로 24년 매출액 전망치에 반영할 계획이다.

투자의견

매수 의견 및 목표주가 7만원 유지

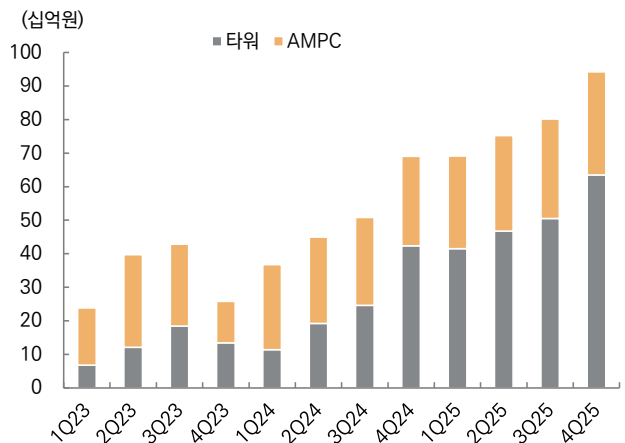
당사는 씨에스윈드에 대한 매수 의견과 목표주가 7만원을 유지한다. 시장 기대치 대비해서는 실망스러운 실적이었을 수 있으나, 보수적인 당사 전망치와 유사한 수준이기 때문이다. 말레이시아 공장의 손상차손 인식 종료, 24년 블라트 영업이익 흑자 가이던스, 베트남/포르투갈 공장 증설 완공(2Q24) 등은 희소식이다. 다만, 본업인 타워 및 하부 구조물의 출하량과 수익성이 가이던스에 맞춰 무사히 성장할 수 있을지는 확인이 필요하다. 24년 매출액 가이던스는 타워 1.8조원과 블라트 0.9조원으로 총 2.7조원이며, 전사 영업이익률 기준 7%를 목표로 하고 있다.

그림 1. 씨에스윈드 부문별 매출액 추정치



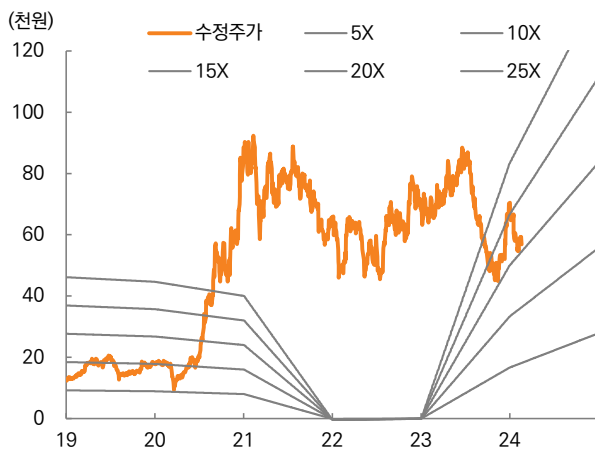
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 씨에스윈드 타워&C 영업이익 추정치



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 씨에스윈드 12MF PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 씨에스윈드 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스원드 (112610)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,375	1,549	2,737	3,443
매출원가	1,239	1,305	2,407	2,951
매출총이익	136	244	330	492
판매비와관리비	94	102	102	102
조정영업이익	42	142	228	390
영업이익	42	142	228	390
비영업손익	-40	-86	-37	-30
금융손익	-13	-12	-22	-13
관계기업등 투자손익	-2	-2	0	0
세전계속사업손익	2	56	191	360
계속사업법인세비용	10	5	19	36
계속사업이익	-9	51	172	324
중단사업이익	-1	0	0	0
당기순이익	-10	51	172	324
지배주주	-1	52	183	345
비지배주주	-9	-1	-11	-21
총포괄이익	31	91	172	324
지배주주	39	91	182	343
비지배주주	-8	0	-10	-20
EBITDA	108	216	330	510
FCF	52	-141	-56	198
EBITDA 마진율 (%)	7.9	13.9	12.1	14.8
영업이익률 (%)	3.1	9.2	8.3	11.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.1	3.4	6.7	10.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,012	1,075	1,865	1,609
현금 및 현금성자산	192	270	662	324
매출채권 및 기타채권	366	355	702	782
재고자산	382	386	375	361
기타유동자산	72	64	126	142
비유동자산	768	1,058	1,278	1,421
관계기업투자등	9	8	17	19
유형자산	532	741	962	1,111
무형자산	121	112	100	92
자산총계	1,780	2,133	3,143	3,030
유동부채	624	869	1,507	1,285
매입채무 및 기타채무	301	292	577	643
단기금융부채	273	528	833	535
기타유동부채	50	49	97	107
비유동부채	231	266	488	293
장기금융부채	208	243	443	243
기타비유동부채	23	23	45	50
부채총계	855	1,135	1,994	1,578
지배주주지분	877	949	1,111	1,436
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	610	611	611	611
이익잉여금	239	270	433	757
비지배주주지분	48	49	38	16
자본총계	925	998	1,149	1,452

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	151	102	256	458
당기순이익	-10	51	172	324
비현금수익비용가감	129	166	142	168
유형자산감가상각비	51	59	90	111
무형자산상각비	15	15	11	9
기타	63	92	41	48
영업활동으로인한자산및부채의변동	68	-94	-40	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	35	19	-343	-80
재고자산 감소(증가)	-10	8	10	14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	52	-37	257	60
법인세납부	-31	0	-19	-36
투자활동으로 인한 현금흐름	-105	-239	-318	-261
유형자산처분(취득)	-94	-241	-312	-260
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	14	0	-6	-1
기타투자활동	-23	2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-95	222	463	-533
장단기금융부채의 증가(감소)	36	289	505	-499
자본의 증가(감소)	12	2	0	0
배당금의 지급	-25	-21	-21	-21
기타재무활동	-118	-48	-21	-13
현금의 증가	-70	78	392	-338
기초현금	262	192	270	662
기말현금	192	270	662	324

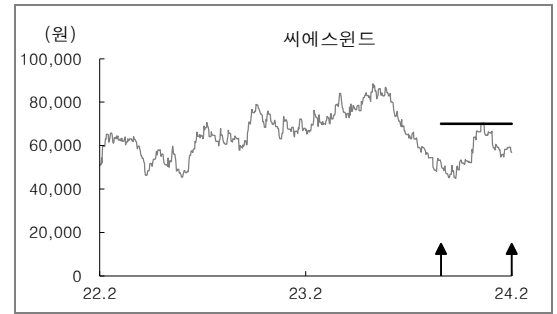
자료: 씨에스원드, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	57.2	13.1	7.0
P/CF (x)	24.3	13.6	7.7	4.9
P/B (x)	3.2	3.0	2.1	1.6
EV/EBITDA (x)	30.0	16.2	9.2	5.6
EPS (원)	-23	1,228	4,347	8,184
CFPS (원)	2,832	5,154	7,437	11,650
BPS (원)	21,797	23,508	27,363	35,056
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	-210.7	40.5	12.0	6.4
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	15.1	12.6	76.7	25.8
EBITDA증가율 (%)	-22.7	100.8	52.6	54.4
조정영업이익증가율 (%)	-58.3	237.7	60.5	71.0
EPS증가율 (%)	-	-	254.0	88.3
매출채권 회전율 (회)	3.7	4.3	5.2	4.7
재고자산 회전율 (회)	3.8	4.0	7.2	9.4
매입채무 회전율 (회)	5.3	4.9	6.1	5.3
ROA (%)	-0.6	2.6	6.5	10.5
ROE (%)	-0.1	5.7	17.8	27.1
ROIC (%)	-18.2	9.8	13.8	19.7
부채비율 (%)	92.5	113.8	173.6	108.7
유동비율 (%)	162.2	123.6	123.8	125.2
순차입금/자기자본 (%)	30.7	49.8	52.7	30.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.9	11.6	10.5	29.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨에스원드 (112610) 2023.10.18	매수	70,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.