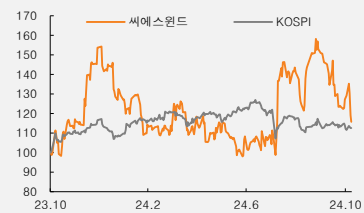


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	78,000원
현재주가(24/11/7)	52,900원
상승여력	47.4%

영업이익(24F,십억원)	274
Consensus 영업이익(24F,십억원)	261
EPS 성장률(24F,%)	756.3
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.0
P/E(24F,x)	13.1
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,564.63
시가총액(십억원)	2,231
발행주식수(백만주)	42
유동주식비율(%)	56.7
외국인 보유비중(%)	15.2
베타(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	44,800
52주 최고가(원)	72,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-20.5	-2.4	6.9
상대주가	-19.0	4.1	1.8



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

씨에스윈드

보조금을 삭감해도 탄탄한 펀더멘탈

목표주가 7.8만원. Top Pick과 매수 의견 유지

씨에스윈드의 목표주가와 투자 의견 매수를 유지하며, 전 섹터 내 Top Pick 역시 유지한다. 이번주 동사 주가는 트럼프 정부 2.0의 출범으로 인해 10% 넘게 하락했다. IRA 보조금의 삭감 우려 및 금리 상승 영향이라고 판단한다.

하지만 동사는 1) AMPC 보조금 30% 삭감을 가정한 목표주가가 6.8만원으로 상승 여력이 29%며, 2) 모든 에너지원들 중 발전단가가 가장 저렴한 육상풍력이 주력이다. 단기적으로 주가에 부침이 있겠으나, 결국 다시 탄탄한 펀더멘탈에 수렴할 전망이다.

3Q24 Review: 다시 한번 서프라이즈

동사의 3Q24 영업이익은 1,096억원으로 시장 기대치였던 757억원을 45% 상회했다. 컨센 상회 요인은 오프쇼어의 하부구조물 고객사 협상 기반 계약금 증액 효과다. 오프쇼어의 영업이익 816억 중 대부분이 손익 보전금으로 추정한다. 이번 협상에 성공한 프로젝트의 진행률이 높았고, 모노파일 수익성이 적자였기 때문이다.

반면, 타워 부문의 영업이익은 -20억원 수준으로 AMPC를 제외하면 BEP를 기록했을 것으로 추정한다. 베트남, 포르투갈 법인의 증설로 인해 인건비 등 비용 부담이 컸기 때문이다. AMPC는 279억원(2Q24 327억원)이었으며, 셰어링 금액은 34억원(11%)로 전분기와 유사한 수준이었다.

4Q24 Preview: 수익성을 증명할 시간

4Q24는 동사에게 앞으로의 수익성과 성장성을 증명해 보여야하는 시점이다. 2분기 해상변전소, 3분기 모노파일 판가협상이 있었기에, 평상시의 수익성이라 보기 어려웠다. 하지만 3분기를 마지막으로 판가 협상이 일단락되었기에, 손익 보전을 제외한 동사의 펀더멘탈을 보여주는 첫 분기가 될 전망이다.

동사의 4Q24 영업이익은 444억원으로 전분기 대비 60% 감익될 전망이다. AMPC 267억원, 오프쇼어 164억원, 타워 -10억원 등이다. AMPC를 포함한 타워의 수익성은 6%, 오프쇼어의 수익성은 7% 수준으로 1분기 대비 개선을 전망한다. 이를 통해 24년 가이던스인 매출액 3조원, OPM 9%는 충족할 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,375	1,520	3,096	3,344	3,774
영업이익 (십억원)	42	105	274	269	349
영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.9	8.0	9.2
순이익 (십억원)	2	20	170	176	248
EPS (원)	45	471	4,036	4,178	5,872
ROE (%)	0.2	2.2	17.1	15.1	18.2
P/E (배)	1,521.1	149.0	13.1	12.7	9.0
P/B (배)	3.1	3.2	2.0	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

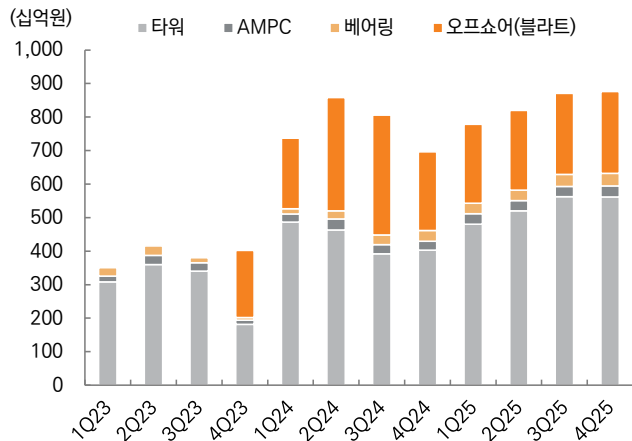
표 1. 씨에스윈드 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	736.7	857.8	805.5	696.0	778.2	819.8	870.5	875.8	1,548.6	3,096.0	3,344.4
	타워	487.0	463.0	391.7	403.1	480.0	519.9	562.6	561.7	1,190.5	1,744.8	2,124.3
	AMPC	24.1	32.7	27.9	26.7	31.4	30.9	30.7	33.1	81.5	111.4	126.0
	베어링	15.6	24.8	29.0	31.6	31.6	31.6	35.8	37.3	76.6	100.9	136.4
	오프쇼어(블라트)	210.0	337.3	356.9	234.6	235.2	237.4	241.4	243.6	200.0	1,138.8	957.6
영업이익	전체	-9.5	129.0	109.6	44.4	56.9	66.8	71.0	74.0	142.3	273.5	268.7
	타워	21.1	12.8	-2.0	-1.0	8.2	17.8	21.2	20.2	50.7	31.0	67.5
	AMPC	24.1	32.7	27.9	26.7	31.4	30.9	30.7	33.1	81.5	111.4	126.0
	베어링	-2.1	0.8	2.0	2.2	0.9	1.5	2.2	3.6	0.1	2.9	8.2
	오프쇼어(블라트)	-53.6	80.1	81.6	16.4	16.5	16.6	16.9	17.1	10.0	124.6	67.0
세전이익		-34.9	110.4	100.3	26.9	39.3	49.4	53.6	56.5	23.9	202.8	198.7
순이익(지배)		-38.8	106.6	78.6	23.9	34.8	43.8	47.5	50.1	19.9	170.2	176.2

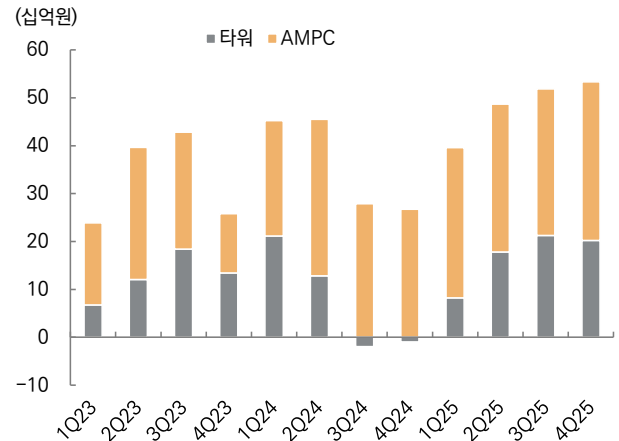
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 씨에스윈드 부문별 매출액 추정치



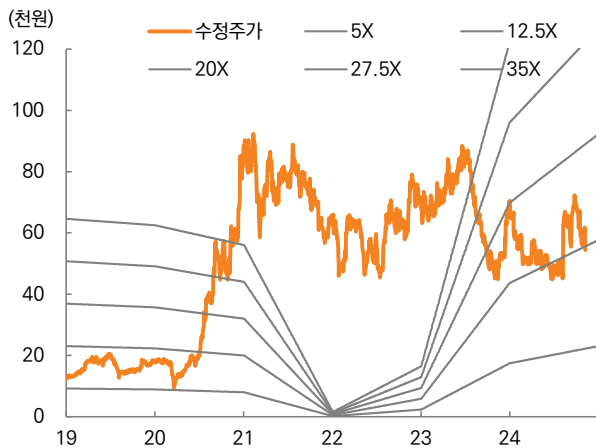
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 씨에스윈드 타워&AMPC 영업이익 추정치



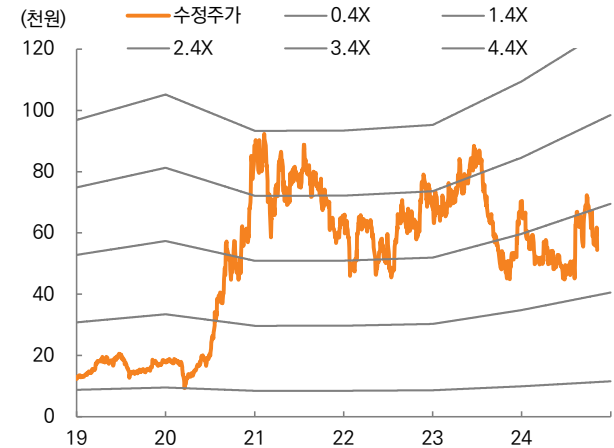
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,520	3,096	3,344	3,774
매출원가	1,314	2,712	2,965	3,314
매출총이익	206	384	379	460
판매비와관리비	101	111	111	111
조정영업이익	105	274	269	349
영업이익	105	274	269	349
비영업손익	-81	-71	-70	-70
금융손익	-29	-35	-70	-70
관계기업등 투자손익	-4	13	0	0
세전계속사업손익	24	203	199	279
계속사업법인세비용	5	31	20	28
계속사업이익	19	172	179	251
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	19	172	179	251
지배주주	20	170	176	248
비지배주주	-1	2	3	4
총포괄이익	35	217	179	251
지배주주	36	214	176	248
비지배주주	-1	3	2	3
EBITDA	179	372	363	440
FCF	-81	472	136	315
EBITDA 마진율 (%)	11.8	12.0	10.9	11.7
영업이익률 (%)	6.9	8.9	8.0	9.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	5.5	5.3	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,368	2,486	3,044	3,559
현금 및 현금성자산	207	885	989	1,277
매출채권 및 기타채권	322	451	568	630
재고자산	582	783	1,026	1,138
기타유동자산	257	367	461	514
비유동자산	1,464	1,675	1,731	1,691
관계기업투자등	15	28	36	40
유형자산	916	1,065	1,119	1,080
무형자산	261	261	251	243
자산총계	2,833	4,161	4,776	5,250
유동부채	1,417	2,155	2,592	2,825
매입채무 및 기타채무	631	1,176	1,480	1,643
단기금융부채	529	501	510	515
기타유동부채	257	478	602	667
비유동부채	471	866	885	895
장기금융부채	432	793	793	793
기타비유동부채	39	73	92	102
부채총계	1,888	3,021	3,477	3,721
지배주주지분	896	1,090	1,245	1,472
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	611	611	611	611
이익잉여금	241	390	546	773
비지배주주지분	48	50	53	57
자본총계	944	1,140	1,298	1,529

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	111	645	274	359
당기순이익	19	172	179	251
비현금수익비용가감	171	217	184	189
유형자산감가상각비	59	84	84	83
무형자산상각비	15	15	11	7
기타	97	118	89	99
영업활동으로인한자산및부채의변동	-57	339	1	18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	212	-106	-112	-60
재고자산 감소(증가)	-200	-174	-243	-113
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-52	268	228	122
법인세납부	-8	-29	-20	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	-236	-200	-151	-51
유형자산처분(취득)	-188	-170	-138	-44
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-24	-14	-7
기타투자활동	-26	-5	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	141	239	-11	-16
장단기금융부채의 증가(감소)	480	333	10	5
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-21	-21	-21	-21
기타재무활동	-320	-73	0	0
현금의 증가	16	678	104	289
기초현금	192	207	885	989
기말현금	207	885	989	1,277

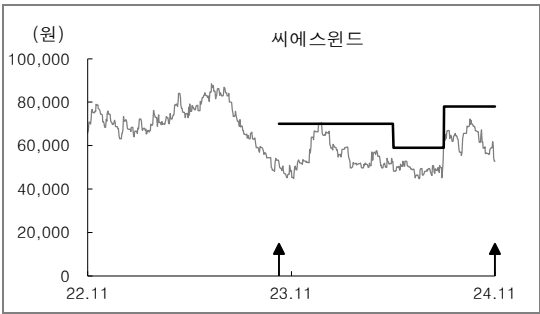
자료: 씨에스원드, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	149.0	13.1	12.7	9.0
P/CF (x)	15.6	5.7	6.1	5.1
P/B (x)	3.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	21.0	7.1	7.0	5.2
EPS (원)	471	4,036	4,178	5,872
CFPS (원)	4,493	9,226	8,605	10,432
BPS (원)	22,277	26,857	30,543	35,924
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	109.4	12.0	11.6	8.2
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	10.6	103.7	8.0	12.8
EBITDA증가율 (%)	65.8	108.1	-2.3	21.2
조정영업이익증가율 (%)	148.5	161.3	-1.8	30.1
EPS증가율 (%)	942.0	756.3	3.5	40.5
매출채권 회전율 (회)	4.5	8.3	6.8	6.6
재고자산 회전율 (회)	3.2	4.5	3.7	3.5
매입채무 회전율 (회)	3.5	4.0	3.0	2.8
ROA (%)	0.8	4.9	4.0	5.0
ROE (%)	2.2	17.1	15.1	18.2
ROIC (%)	5.8	15.4	15.9	20.2
부채비율 (%)	199.9	265.0	267.8	243.4
유동비율 (%)	96.6	115.4	117.5	125.9
순차입금/자기자본 (%)	77.9	32.9	21.0	-1.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	7.8	3.8	5.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨에스원드 (112610)				
2024.08.09	매수	78,000	-	-
2024.05.10	매수	59,000	-16.99	5.93
2023.10.18	매수	70,000	-21.80	0.71



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

투자의견 분류 및 적용기준

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(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 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.