

씨에스윈드 112610

드디어 실적 '턴'

투자의견 매수, 목표주가 상향

씨에스윈드에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 종전 80,000원에서 97,000원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS에 Target PER 26.5배를 적용했다. 밸류에이션이 가장 고민되는 부분이었으며 과거 평균 동사의 정상 밸류에이션(20.4배)에 블라트 이익 기여도를 고려해 30%를 할증했다. 과거와 달리 시장이 더 큰 해상풍력에서의 실적이 발생하기 시작했고 분기별 이익 변동성도 완화된 것이다. 미국 대선 리스크가 여전히 존재하나 우상향하는 실적과 향후 금리 인하를 고려 시 상승여력은 충분하다 판단한다.

2분기 블라트 이익 대폭 증가, 하반기도 안정적 이익 흐름 가능

2분기 연결 영업이익은 전년 동기 대비 211.4% 늘어난 1,303억원을 시현했다. 부문별로는 타워가 약 500억원, 블라트가 약 800억원의 이익을 달성했으며 하부구조물의 기여도가 컸다. 이번 분기를 기점으로 블라트의 대규모 적자 가능성은 없어질 전망이다. 그 이유는 1) 문제가 되었던 OSS(해상변전소)프로젝트의 공사가 마무리되며 수주잔고에서 차지하는 비중이 낮아지고, 2) 수익성 확보가 가능한 모노파일/트랜지션피스 중심의 사업 진행 및 3) 전반적인 프로젝트들의 수주단가 정상화가 이루어졌기 때문이다. 2분기 블라트 이익 중 단가 인상분에 대한 기여도가 컸으나 일회성이 아닌 향후에도 안정적인 이익 확보가 가능한 가격 협상을 거친 것으로 보인다. 따라서 2분기 실적은 현재 풍력 기자재 업체들이 가격 협상에 대한 주도권을 가지고 있음을 증명해주었으며 고무적인 성과라 판단한다.

미국 법인 수익성도 좋아지고 있는 중

타워에서 매출 규모가 가장 큰 미국 법인은 지난해 저조한 수익성을 보였으나 올해 들어서는 분기별로 수익성 개선이 나타나고 있다. 생산시설을 확충하면서 인력도 대거 늘어났고 고객사 확장에 따른 공정 개선 기간을 거쳤으나 최근 안정화 되면서 올해 연간 4~5%의 영업이익률(AMPC 제외 기준)은 유지 가능하다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,195	1,375	1,520	3,048	3,823
영업이익	101	42	105	265	359
영업이익률(%)	8.5	3.1	6.9	8.7	9.4
세전이익	91	5	24	169	271
지배주주지분순이익	66	2	20	154	241
EPS(원)	1,570	45	471	3,716	5,823
증감률(%)	85.7	-97.1	942.0	688.5	56.7
ROE(%)	10.1	0.2	2.2	16.0	21.2
PER(배)	41.9	1,521.1	149.0	16.8	10.7
PBR(배)	3.1	3.3	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA(배)	21.1	29.6	20.7	9.7	7.5

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2024.08.09

매수(유지)

목표주가(상향)	97,000원
현재주가(08/08)	62,500원
상승여력	55.2%

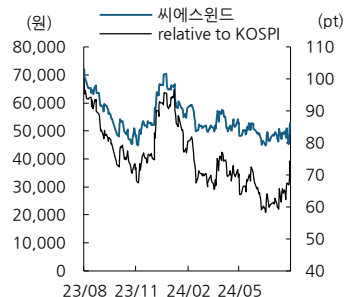
Stock Data

KOSPI	2,556.7pt
시가총액(보통주)	2,636십억원
발행주식수	42,171천주
액면가	500원
자본금	21십억원
60일 평균거래량	430천주
60일 평균거래대금	22,079백만원
외국인 지분율	13.9%
52주 최고가	72,400원
52주 최저가	42,400원
주요주주	
김성권(외 16인)	41.0%
국민연금공단(외 1인)	8.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	29.0	39.5
3M	19.0	25.9
6M	7.2	9.6

주가차트



2024년 매출액 3.0조원과 영업이익 2,652억원 전망

2024년 연간 영업이익
타워: 570억원(AMPC 제외)
하부구조물: 836억원

2024년 실적은 업체의 연간 가이드스 상향에 기반해 추정했으며 매출액 3.0조원(+100.5% YoY)과 영업이익 2,652억원(+153.4% YoY)으로 예상한다. 부문별로는 타워 매출액 1.7조원(+35.1% YoY)과 영업이익 570억원(AMPC 1,196억원 제외), 블라트는 매출액 1.2조원(+638.6% YoY)과 영업이익 836억원(-1.4% YoY)으로 전망한다. 하반기 타워 매출액은 상반기 대비 낮아질 것으로 예상하며 상반기에 확장한 포르투갈 공장의 낮은 가동률, 상반기 미국 법인 타워 이연 물량 반영(705억원) 및 4분기 계절적 비수기 영향 등 때문이다. AMPC를 포함 시 타워 부문 연간 영업이익률은 10%에 달할 것으로 보인다. 블라트는 추가 판가인상 효과로 하반기 분기 평균 이익은 약 280억원 수준으로 나올 전망이며 영업이익률도 8%대로 추정한다.

표1 씨에스윈드 2분기 실적 리뷰

(십억원)	2Q24P	2Q23	1Q24	%YoY	%QoQ	컨센서스	차이
매출액	857.8	415.5	736.7	106.4%	16.4%	716.3	19.8%
영업이익	130.3	41.8	-9.5	211.4%	흑전	40.1	224.6%
지배주주순이익	104.4	20.6	-38.8	405.9%	흑전	19.3	441.9%
영업이익률	15.2%	10.1%	-1.3%	5.1%p	흑전	5.6%	9.6%p
순이익률	12.2%	5.0%	-5.3%	7.2%p	흑전	2.7%	9.5%p

자료: Quantwise 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 연간 전망치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	3,048.2	2,984.0	2.2%	3,822.9	3,845.3	-0.6%
영업이익	265.2	149.2	77.7%	359.4	284.6	26.3%
지배주주순이익	154.0	38.1	304.3%	241.3	153.7	57.0%
영업이익률	8.7%	5.0%	3.7%	9.4%	7.4%	2.0%
순이익률	5.1%	1.3%	3.8%	6.3%	4.0%	2.3%

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	350.5	415.5	380.5	373.7	736.7	857.8	745.9	707.7	1,520.2	3,048.2	3,822.9
증가율	13.0%	26.9%	17.8%	-9.8%	110.2%	106.4%	96.0%	89.4%	10.6%	100.5%	25.4%
영업이익	24.5	41.8	41.5	-3.2	-9.5	130.3	72.4	72.0	104.7	265.2	359.4
영업이익률	7.0%	10.1%	10.9%	-0.9%	-1.3%	15.2%	9.7%	10.2%	6.9%	8.7%	9.4%
지배주주 순이익	7.7	20.6	19.1	-27.6	-38.8	104.4	44.3	44.2	19.9	154.0	241.3
순이익률	2.2%	5.0%	5.0%	-7.4%	-5.3%	12.2%	5.9%	6.2%	1.3%	5.1%	6.3%

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

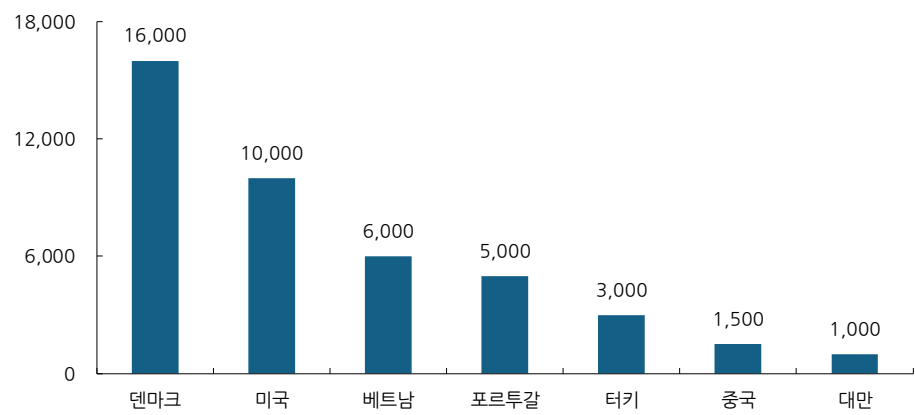
표4 목표주가 산출내역

구분	내용	비고
2024 EPS	3,652.3	
Target PER	26.5	과거 정상 평균 밸류에이션에 30% 할증
목표주가	96,717	
현재주가	62,500	
상승여력	55.2%	

자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 법인 별 CAPA 현황

(억원)



자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

주: 덴마크는 하부구조물

[씨에스윈드 112610]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,073	1,011	1,368	1,043	1,306	매출액	1,195	1,375	1,520	3,048	3,823
현금 및 현금성자산	262	192	207	152	316	매출원가	1,024	1,239	1,314	2,658	3,307
매출채권 및 기타채권	398	366	488	411	500	매출총이익	171	136	206	390	516
재고자산	351	382	582	390	400	판매비 및 관리비	70	94	101	125	157
기타	62	72	91	91	91	영업이익	101	42	105	265	359
비유동자산	698	773	1,464	1,524	1,584	(EBITDA)	139	108	179	362	460
관계기업투자등	3	13	20	40	50	금융손익	-14	-32	-38	-47	-44
유형자산	510	529	916	952	999	이자비용	9	15	34	34	34
무형자산	125	117	261	265	268	관계기업등 투자손익	6	-3	-4	-4	-4
자산총계	1,771	1,784	2,833	2,568	2,891	기타영업외손익	-2	-2	-38	-45	-40
유동부채	573	624	1,417	1,018	1,120	세전계속사업이익	91	5	24	169	271
매입채무 및 기타채무	316	323	832	333	335	계속사업법인세비용	25	10	5	14	29
단기금융부채	210	273	529	629	729	계속사업이익	66	-6	19	155	242
기타유동부채	46	28	56	56	56	중단사업이익	-1	-1	0	0	0
비유동부채	255	233	471	472	472	당기순이익	65	-7	19	155	242
장기금융부채	234	208	432	432	432	지배주주	66	2	20	154	241
기타비유동부채	20	25	40	40	40	총포괄이익	97	35	35	155	242
부채총계	827	857	1,888	1,490	1,592	매출총이익률 (%)	14.3	9.9	13.5	12.8	13.5
지배주주지분	894	880	897	1,030	1,251	영업이익률 (%)	8.5	3.1	6.9	8.7	9.4
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	11.7	7.8	11.7	11.9	12.0
자본잉여금	597	610	611	611	611	당기순이익률 (%)	5.4	-0.5	1.2	5.1	6.3
이익잉여금	268	242	241	375	595	ROA (%)	5.0	0.1	0.9	5.7	8.8
비지배주주지분(연결)	50	48	48	48	48	ROE (%)	10.1	0.2	2.2	16.0	21.2
자본총계	944	928	944	1,078	1,298	ROIC (%)	8.7	-4.5	5.8	13.5	16.0

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-105	151	111	26	249	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	65	-7	19	155	242	P/E	41.9	1,521.1	149.0	16.8	10.7
비현금수익비용가감	68	126	171	100	104	P/B	3.1	3.3	3.3	2.6	2.1
유형자산감가상각비	32	51	59	85	89	P/S	2.3	2.1	1.9	0.9	0.7
무형자산상각비	7	15	15	12	12	EV/EBITDA	21.1	29.6	20.7	9.7	7.5
기타현금수익비용	30	61	97	-74	-79	P/CF	20.8	24.3	15.6	10.3	7.6
영업활동 자산부채변동	-193	68	-57	-229	-97	배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	-154	35	212	78	-90	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-107	-10	-200	192	-10	매출액	23.3	15.1	10.6	100.5	25.4
매입채무 증가(감소)	21	52	-52	-499	2	영업이익	3.6	-58.3	148.5	153.4	35.5
기타자산 부채변동	47	-9	-17	0	0	세전이익	57.0	-94.9	417.0	608.4	60.0
투자활동 현금	-301	-105	-236	-160	-165	당기순이익	92.7	적전	흑전	718.8	56.2
유형자산처분(취득)	-92	-94	-188	-121	-136	EPS	85.7	-97.1	942.0	688.5	56.7
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	-16	-16	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-217	-12	-3	-24	-14	부채비율	87.7	92.3	199.9	138.3	122.7
기타투자활동	11	3	-45	0	0	유동비율	187.4	162.1	96.6	102.5	116.6
재무활동 현금	568	-95	141	79	79	순차입금/자기자본(x)	17.6	30.6	77.9	82.7	63.7
차입금의 증가(감소)	123	12	161	100	100	영업이익/금융비용(x)	11.6	2.9	3.0	7.7	10.5
자본의 증가(감소)	-17	-68	-21	-21	-21	총차입금 (십억원)	444	480	961	1,061	1,161
배당금의 지급	17	25	21	21	21	순차입금 (십억원)	166	284	736	891	827
기타재무활동	462	-39	1	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	170	-70	16	-55	164	EPS	1,570	45	471	3,716	5,823
기초현금	92	262	192	207	152	BPS	21,204	20,856	21,266	24,425	29,655
기말현금	262	192	207	152	316	SPS	28,338	32,603	36,047	72,280	90,651
NOPLAT	73	-51	83	243	321	CFPS	3,156	2,832	4,493	6,046	8,214
FCF	-360	83	-104	-134	84	DPS	600	500	500	500	500

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

씨에스윈드 (112610) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-01-16	담당자변경					
2023-01-16	매수	115,000	-39.1	-23.1	100,000	
2023-02-15	매수	115,000	-39.0	-23.1	100,000	
2023-02-17	매수	115,000	-39.0	-23.1	100,000	
2023-04-04	매수	115,000	-39.0	-23.1	100,000	
2023-05-11	매수	115,000	-40.0	-23.1	100,000	
2023-08-10	매수	115,000	-51.0	-40.0	100,000	
2023-08-16	매수	115,000	-51.5	-42.4	100,000	
2023-11-09	매수	74,000	-22.6	-4.7	100,000	
2023-11-13	매수	74,000	-21.9	-4.7	100,000	
2024-01-11	매수	80,000	-34.9	-16.6	100,000	
2024-02-20	매수	80,000	-37.0	-27.9	100,000	
2024-04-02	매수	80,000	-37.4	-27.9	100,000	
2024-04-03	매수	80,000	-37.5	-27.9	100,000	
2024-04-16	매수	80,000	-38.3	-32.3	100,000	
2024-05-17	매수	80,000	-39.1	-34.0	100,000	
2024-08-09	매수	97,000			100,000	

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우 비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우 비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.