

목표주가(하향) ▼ 59,000원

현재주가(24/5/10) 48,200원

상승여력 22.4%

영업이익(24F, 십억원) 72
Consensus 영업이익(24F, 십억원) 152

EPS 성장률(24F, %) -76.6

MKT EPS 성장률(24F, %) 76.0

P/E(24F, x) 436.9

MKT P/E(24F, x) 11.0

KOSPI 2,727.63

시가총액(십억원) 2,033

발행주식수(백만주) 42

유동주식비율(%) 57.1

외국인 보유비중(%) 13.0

벤투(12M) 일간수익률 1.30

52주 최저가(원) 44,900

52주 최고가(원) 88,400

1M 6M 12M

절대주가 -16.5 6.3 -34.9

상대주가 -17.2 -6.1 -40.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

씨에스윈드

실적 쇼크에 가려진 탑라인 성장

목표주가 5.9만원으로 하향. 매수 의견 유지

씨에스윈드의 목표주가를 기존 7만원에서 5.9만원으로 하향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. “씨에스윈드 오프쇼어”(구 블라트, 이하 “오프쇼어”)의 인수 이후 사업 정상화에 차질이 빚어졌기에, 실적 전망치를 하향 조정했다. 밸류에이션은 12MF PBR 2.5배로 유지한다. 비록 실적 쇼크가 났으나, 보수적인 실적 추정에도 1분기 실적이 바닥이었을 것으로 추정한다. 실적 쇼크에 가려져있으나, 탑라인 성장(4Q23 4,021억원 → 1Q24 7,367억원)은 견조했으며, 타워의 수익성(OPM 8%)도 좋았다. 점차 개선될 실적을 기대한다.

1Q24 Review: 해상변전소 프로젝트가 불러온 쇼크

동사의 1Q24 영업손익은 -95억원으로 컨센서스 436억원을 크게 하회했으며, 전분기 344억원 대비 적자전환했다. 적자전환 요인은 오프쇼어의 비용증가 및 생산 지연 폐널티다. 오프쇼어가 진행중인 해상변전소(OSS) 프로젝트의 생산이 지연되었고, 새로운 외주업체를 찾는 과정에서 인력 비용 증가 및 지연 폐널티를 물게되었다. 따라서 오프쇼어의 영업손실이 약 500억원 이상 발생한 것으로 추정하고 있다.

쇼크에 가려졌으나, 타워 부문은 호실적을 기록했다. 4분기 지연 물량이 1분기에 반영되면서 타워 부문의 매출액은 약 171% 증가한 4,924억원을 기록한 것으로 추정한다. 또한 영업이익률도 8%대를 기록(AMPC 241억원 포함)한 것으로 보인다.

2Q24 Preview: 오프쇼어의 적자 축소 규모가 2분기 실적의 관건

동사의 2Q24 영업이익은 111억원으로 전분기 대비 흑자전환을 예상한다. 가장 크게 개선되는 부문은 오프쇼어다. 1분기에 1회성 비용 및 폐널티를 감안해, 적자 폭이 줄어드는 것으로 추정(-536억원 → -420억원)했다. 이는 매우 보수적인 숫자로 향후 고객사와 합의가 원만하게 해결될 경우, 적자가 더 크게 줄어들 가능성도 존재한다. AMPC 보조금은 1분기와 유사한 247억원을 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,375	1,520	3,036	3,827	4,183
영업이익 (십억원)	42	105	72	281	475
영업이익률 (%)	3.1	6.9	2.4	7.3	11.4
순이익 (십억원)	2	20	5	212	264
EPS (원)	45	471	110	5,024	6,262
ROE (%)	0.2	2.2	0.5	21.7	22.1
P/E (배)	1,521.1	149.0	436.9	9.6	7.7
P/B (배)	3.1	3.2	2.2	1.8	1.5
배당수익률 (%)	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

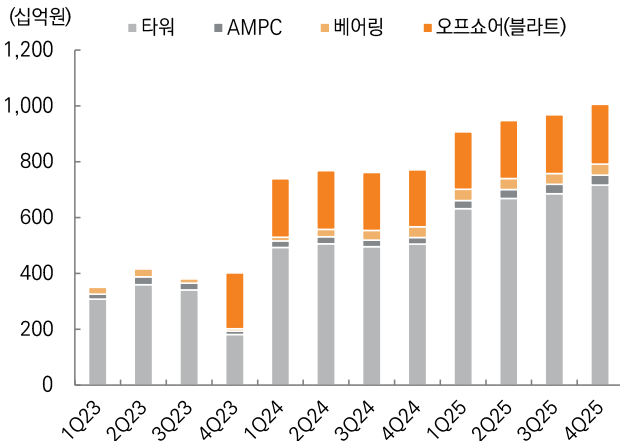
표 1. 씨에스윈드 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	736.7	767.6	761.1	770.9	906.7	947.1	967.3	1,005.6	1,548.6	3,036.2	3,826.7
타워	492.4	506.3	495.6	505.1	631.4	668.6	685.7	716.3	1,190.5	1,999.3	2,702.0
AMPC	24.1	24.7	23.9	23.5	29.6	31.6	33.5	35.9	81.5	96.1	130.5
베어링	12.6	26.7	34.7	38.5	40.0	39.4	38.8	38.8	76.6	112.5	157.0
오프쇼어(블라트)	210.0	210.0	206.9	203.8	205.7	207.6	209.4	214.6	200.0	830.7	837.3
영업이익	-9.5	11.1	31.0	39.0	44.5	64.1	75.3	97.1	142.3	71.7	281.0
타워	24.9	28.3	27.1	34.1	22.9	36.2	39.2	54.0	50.7	114.3	152.4
AMPC	24.1	24.7	23.9	23.5	29.6	31.6	33.5	35.9	81.5	96.1	130.5
베어링	-1.2	0.2	0.8	1.8	2.3	2.5	2.6	2.9	0.1	1.6	10.3
오프쇼어(블라트)	-53.6	-42.0	-20.7	-20.4	-10.3	-6.2	0.0	4.3	10.0	-136.6	-12.2
세전이익	-36.7	18.8	38.4	-7.1	37.5	69.0	78.5	54.8	23.9	13.4	239.9
순이익(지배)	-39.6	16.6	33.9	-6.3	33.1	60.9	69.3	48.4	19.9	4.7	211.9

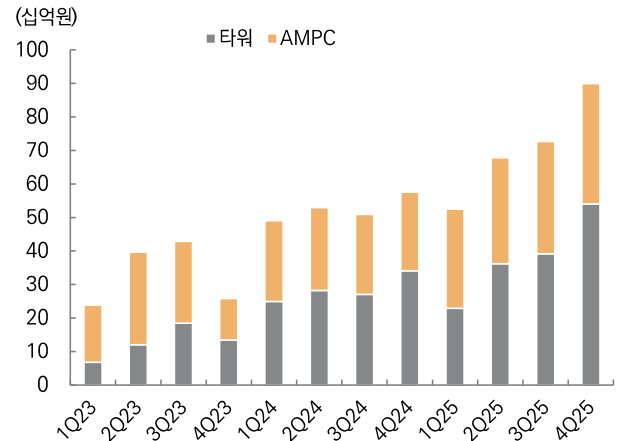
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 씨에스윈드 부문별 매출액 추정치



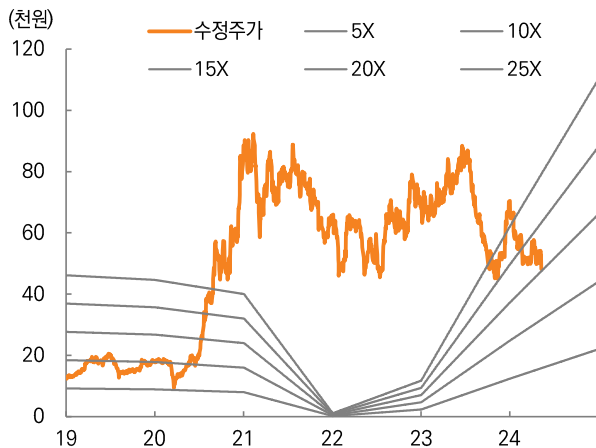
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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

씨에스윈드 (112610)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,520	3,036	3,827	4,183
매출원가	1,314	2,863	3,445	3,607
매출총이익	206	173	382	576
판매비와관리비	101	101	101	101
조정영업이익	105	72	281	475
영업이익	105	72	281	475
비영업손익	-81	-59	-41	-176
금융손익	-29	-42	-41	-176
관계기업등 투자손익	-4	0	0	0
세전계속사업손익	24	13	240	299
계속사업법인세비용	5	9	24	30
계속사업이익	19	5	216	269
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	19	5	216	269
지배주주	20	5	212	264
비지배주주	-1	0	4	5
총포괄이익	35	5	216	269
지배주주	36	5	209	260
비지배주주	-1	0	7	9
EBITDA	179	170	397	593
FCF	-81	445	316	578
EBITDA 마진율 (%)	11.8	5.6	10.4	14.2
영업이익률 (%)	6.9	2.4	7.3	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	0.2	5.5	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,368	2,579	2,957	3,391
현금 및 현금성자산	207	1,044	1,047	1,388
매출채권 및 기타채권	322	451	589	617
재고자산	582	713	838	879
기타유동자산	257	371	483	507
비유동자산	1,464	1,745	1,957	1,895
관계기업투자등	15	31	41	43
유형자산	916	1,181	1,385	1,326
무형자산	261	249	240	234
자산총계	2,833	4,324	4,914	5,286
유동부채	1,417	2,683	3,053	3,171
매입채무 및 기타채무	631	1,303	1,699	1,782
단기금융부채	529	850	663	665
기타유동부채	257	530	691	724
비유동부채	471	713	738	743
장기금융부채	432	632	632	632
기타비유동부채	39	81	106	111
부채총계	1,888	3,396	3,791	3,915
지배주주지분	896	880	1,071	1,315
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	611	611	611	611
이익잉여금	241	225	416	660
비지배주주지분	48	48	52	57
자본총계	944	928	1,123	1,372

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	111	796	628	630
당기순이익	19	5	216	269
비현금수익비용가감	171	149	181	323
유형자산감가상각비	59	86	107	111
무형자산상각비	15	12	9	6
기타	97	51	65	206
영업활동으로인한자산및부채의변동	-57	631	218	31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	212	-124	-132	-27
재고자산 감소(증가)	-200	-131	-125	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-52	504	298	62
법인세납부	-8	-9	-24	-30
투자활동으로 인한 현금흐름	-236	-381	-330	-56
유형자산처분(취득)	-188	-351	-312	-52
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-30	-18	-4
기타투자활동	-26	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	141	439	-286	-231
장단기금융부채의 증가(감소)	480	521	-187	3
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-21	-21	-21	-21
기타재무활동	-320	-61	-78	-213
현금의 증가	16	837	3	341
기초현금	192	207	1,044	1,047
기말현금	207	1,044	1,047	1,388

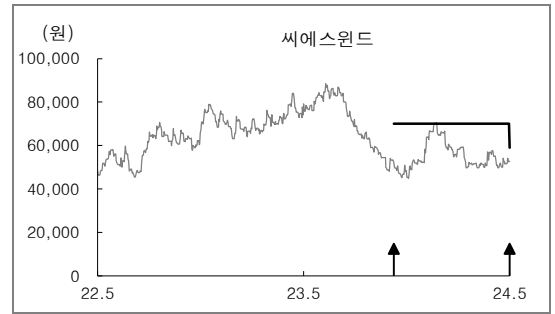
자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	149.0	436.9	9.6	7.7
P/CF (x)	15.6	13.2	5.1	3.4
P/B (x)	3.2	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	21.0	14.6	5.8	3.3
EPS (원)	471	110	5,024	6,262
CFPS (원)	4,493	3,648	9,409	14,050
BPS (원)	22,277	21,891	26,423	32,194
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	109.4	436.9	9.6	7.7
배당수익률 (%)	0.7	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	10.6	99.7	26.0	9.3
EBITDA증가율 (%)	65.8	-4.9	133.8	49.3
조정영업이익증가율 (%)	148.5	-31.5	292.1	69.2
EPS증가율 (%)	942.0	-76.6	4,453.9	24.6
매출채권 회전율 (회)	4.5	8.2	7.7	7.2
재고자산 회전율 (회)	3.2	4.7	4.9	4.9
매입채무 회전율 (회)	3.5	3.9	3.1	2.8
ROA (%)	0.8	0.1	4.7	5.3
ROE (%)	2.2	0.5	21.7	22.1
ROIC (%)	5.8	2.6	19.1	32.3
부채비율 (%)	199.9	365.8	337.5	285.4
유동비율 (%)	96.6	96.1	96.9	106.9
순차입금/자기자본 (%)	77.9	43.3	17.8	-10.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	0.9	3.6	2.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨에스윈드 (112610)				
2024.05.10	매수	59,000	-	-
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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.