

씨에스윈드 (112610)

2Q24 Review: 안개를 가르고 훈풍

2024년 8월 9일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (유지)
✓ 상승여력	53.6%	✓ 현재주가 (8월 8일)	62,500 원

신한생각 | 훈풍과 안개의 공존

타워 부문 순조로운 성장. 하부구조물 부문도 블라트(Bladt) 사 인수 이후 단가 협상, 생산성 개선으로 정상화 흐름. 다만 단가 협상, 신규 수주 가시성을 점치기 어렵고 미국 대선 불확실성으로 조심스러운 접근 필요

2Q24 Review: 하부구조물 발 서프라이즈

2분기 매출 8,578억원(YoY +106%, 이하 YoY), 영업이익 1,303억원(+212%) 기록. 각각 시장 추정치를 20%, 225% 상회하는 서프라이즈. OSS 프로젝트 단가 인상 효과 덕분. 문제였던 OSS 프로젝트는 이제 끝

[타워] AMPC(생산 보조금)를 포함한 영업이익률은 약 10%(제외 시, 한자리 수 중반). 미국 법인 인력 숙련도 상승, 노후 장비 교체로 생산성 개선 기대. 향후 증설은 미국 상황을 살펴으며 조심스럽게 진행 예정. 베트남, 포르투갈의 SGRE(지멘스 가메사) 향 PO(주문) 연내 체결 기대

[하부구조물] OSS(해상 변전소), TP(Transition Piece), MP(Monopile) 프로젝트 진행중. OSS와 마찬가지로 TP, MP에서도 단가 재협상중. 연내 협상 성공 시, 4분기에도 2분기처럼 이익 개선 효과 예상

Valuation & Risk

투자 의견 '매수', 목표 주가 96,000원 유지. 12개월 선행 EPS(주당순이익) 3,585원에 목표 PER(주가수익비율) 27.0배를 곱하여 계산. 목표 PER는 글로벌 터빈사 GE, Vestas 평균 PER 15% 할인

지난 7월 445억원 규모 교환사채 발행. 교환대상 주식수는 주식총수 대비 1.76%. 교환가액 1주 당 60,050원. 하부구조물 프로젝트는 2025년에 마무리. 2026년부터의 일감을 위한 추가 수주 필요

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,374.9	42.1	1.9	1,521.1	0.2	3.3	30.0	0.7
2023	1,520.2	104.7	19.9	149.0	2.2	3.3	21.0	0.7
2024F	2,997.3	259.1	140.9	18.7	14.7	2.6	9.7	0.7
2025F	3,490.5	269.9	159.1	16.6	14.6	2.3	9.0	0.6
2026F	3,771.8	359.8	239.0	11.0	18.9	1.9	6.8	1.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[풍력]

명지운 선임연구원

✉ jiunmyoung@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	하향

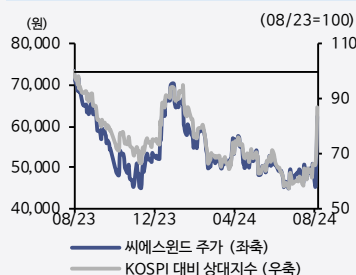
시가총액	2,635.7십억원
발행주식수(유동비율)	42.2백만주(57.1%)
52주 최고가/최저가	72,000 원/44,800 원
일평균 거래액 (60일)	21,471 백만원
외국인 지분율	13.9%

주요주주 (%)

김성권 외 15인	41.0
국민연금공단	8.9

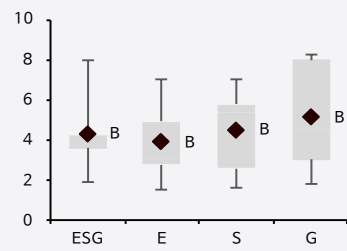
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	29.0	19.0	(9.3)	(11.3)
상대	44.2	27.8	(8.7)	(7.4)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



씨에스원드 2024년 2분기 잠정 영업실적

	2Q24P	1Q24	QoQ(%)	2Q23	YoY(%)	컨센서스
매출액(십억원)	857.8	736.7	16.4	415.5	106.4	716.4
영업이익	130.3	(9.5)	흑전	41.8	211.5	40.1
세전이익	110.3	(34.9)	흑전	22.1	398.7	28.1
순이익	106.0	(38.8)	흑전	20.6	413.5	19.3
영업이익률 (%)	15.2	(1.3)	-	10.1	-	5.6
세전이익률	12.9	(4.7)	-	5.3	-	3.9
순이익률	12.4	(5.3)	-	5.0	-	2.7

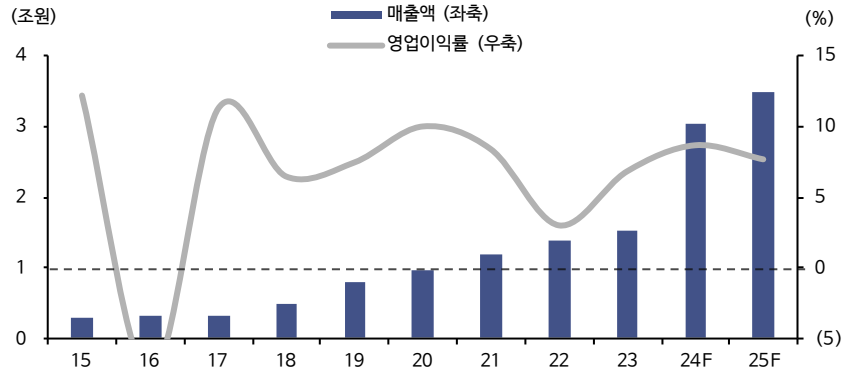
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

씨에스원드 영업실적 추이 및 전망

(백만달러, 십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(십억원)	합계	350.5	415.5	380.5	373.7	736.7	857.8	714.1	688.7	1,195.0	1,378.7	1,520.2	2,997.3	3,490.5
	타워	325.1	386.9	364.6	202.6	517.5	491.1	480.5	411.5	1,091.1	1,324.0	1,279.2	1,900.6	2,422.5
	하부구조물	-	-	-	162.4	203.0	337.3	200.0	250.0	-	-	162.4	990.3	920.0
	베어링	24.9	28.1	15.4	8.2	15.6	29.4	33.6	27.2	95.6	49.0	76.6	105.8	148.0
매출원가(십억원)		301.1	351.6	314.5	347.1	717.2	696.9	646.2	561.3	1,023.6	1,238.7	1,314.3	2,621.6	3,090.6
원가율(%)		85.9	84.6	82.7	92.9	97.4	81.2	90.5	81.5	86.3	89.8	86.5	87.5	88.5
판관비		24.8	22.1	24.5	29.8	28.9	30.6	27.9	29.3	70.3	94.1	101.2	116.7	130.0
원가율		7.1	5.3	6.4	8.0	3.9	3.6	3.9	4.2	6.0	6.8	6.7	3.9	3.7
영업이익(십억원)		24.5	41.8	41.5	(3.2)	(9.5)	130.3	40.0	98.2	101.0	42.1	104.7	259.0	269.9
세전이익		12.4	22.1	22.9	(33.5)	(34.9)	110.3	33.9	60.6	90.7	4.6	23.9	170.0	206.8
순이익		7.7	20.6	19.1	(27.6)	(38.8)	106.0	26.8	48.5	66.2	1.9	19.9	140.9	159.1
매출액증감률	(YoY)	12.9	26.7	16.6	(9.8)	110.2	106.4	87.7	84.3	23.3	15.4	10.3	97.2	16.5
(%)	(QoQ)	(15.4)	18.6	(8.4)	(1.8)	97.2	16.4	(16.8)	(3.6)	-	-	-	-	-
영업이익증감률	(YoY)	158.3	111.8	78.0	적지	적전	211.5	(3.6)	흑전	3.5	(58.3)	148.6	147.5	4.2
(%)	(QoQ)	흑전	70.5	(0.7)	적전	적지	흑전	(69.3)	145.3	-	-	-	-	-
영업이익률		7.0	10.1	10.9	(0.9)	(1.3)	15.2	5.6	14.3	8.4	3.1	6.9	8.6	7.7
세전이익률		3.5	5.3	6.0	(9.0)	(4.7)	12.9	4.7	8.8	7.6	0.3	1.6	5.7	5.9
순이익률		2.2	5.0	5.0	(7.4)	(5.3)	12.4	3.8	7.0	5.5	0.1	1.3	4.7	4.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 타워 매출에 AMPC 보조금 포함

씨에스원드 실적 추이 및 전망



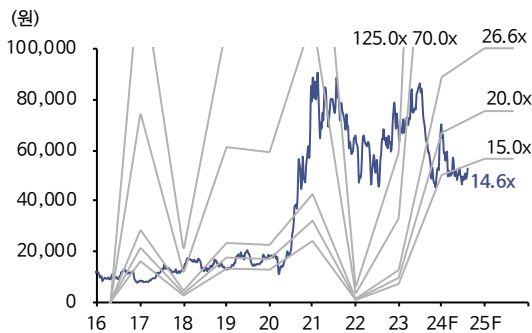
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

씨에스원드 PER Valuation - 목표주가 96,000원

	Valuation	비고
목표주가 (원)	96,000	
Target PER (배)	27.0	글로벌 터빈사(GE, 베스타스) 평균 12M FWD PER 15% 할인
현재주가 (원)	62,500	
상승여력 (%)	53.6	
12MFWD EPS (원)	3,557	

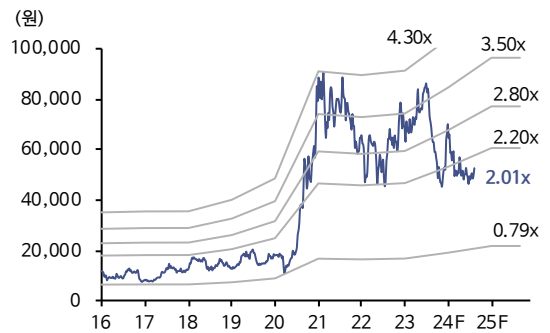
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

씨에스원드 12개월 선행 PER 밴드



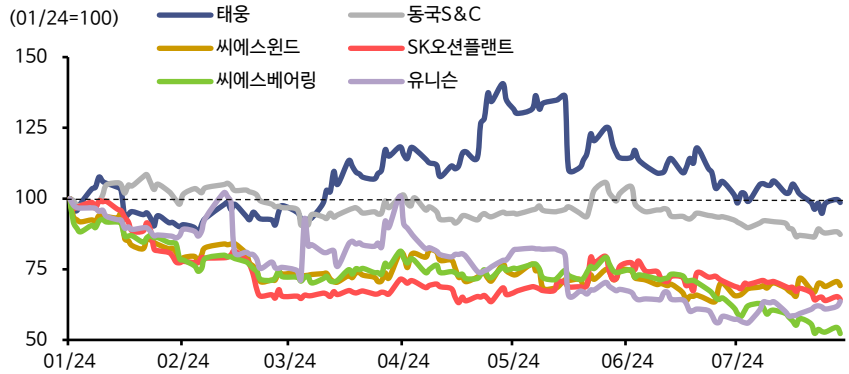
자료: QuantiWise, 신한투자증권

씨에스원드 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

국내 풍력업체 주가 추이



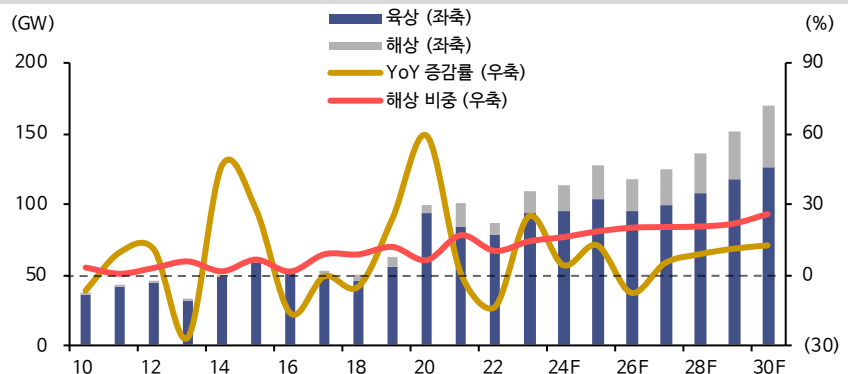
자료: QuantiWise, 신한투자증권

풍력업체 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		PER(배)		PBR(배)		EPS 성장률(%)	
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	두산에너지빌리티	11.2	(16.5)	10.3	23.1	18.8	1.5	1.4	78.5	23.4
	씨에스윈드	2.6	29.0	(11.0)	55.7	15.5	2.8	2.5	(33.4)	259.2
	SK오션플랜트	0.7	(14.2)	(39.0)	16.5	11.7	1.0	0.9	(28.7)	40.9
	씨에스베어링	0.2	(13.1)	(45.9)	54.2	15.4	1.8	1.7	흑전	253.2
	평균				29.5	14.0	1.6	1.4	8.6	102.2
해외	GE	241.9	(0.9)	59.3	38.3	31.3	9.6	9.5	18.9	16.7
	베스타스	33.6	1.7	(22.9)	39.2	18.5	6.4	5.0	13.7	9.2
	노르덱스	4.8	2.8	28.8	252.6	18.2	3.1	2.7	10.2	5.8
	TPI	0.2	(15.0)	(21.1)	적자	적자	-	-	37.9	5.5
	평균				110.0	22.7	6.4	5.7	20.2	9.3
전체평균						58.6	15.1	2.3	2.0	23.6

자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌(중국 제외) 육상, 해상 풍력 발전기 설치량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

IRA 세제 혜택				
종류	대상	품목	규모	단위
AMPC	부품업체	블레이드	20,000	달러/MW
		나셀	50,000	
		타워	30,000	
		고정식 해상 플랫폼	20,000	
		부유식 해상 플랫폼	40,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

씨에스원드 해외생산법인 생산능력		
법인	생산능력(억원)	내용
미국	10,000	단계적으로 카파 증가 전망, 인력 총원 완료(2023년말 980명)
베트남	6,000	SGRE 해상풍력 계약 관련 증설 완료
중국	1,500	-
튀르키예	3,000	-
대만	1,000	-
포르투갈	5,000	SGRE 해상풍력 계약 관련 증설 완료
덴마크	16,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2024년 연말 기준

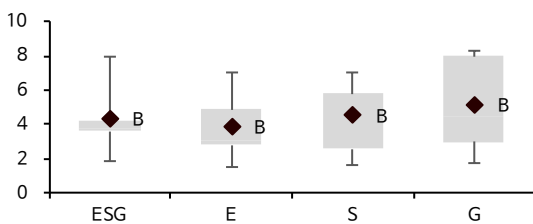
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 2030 RE100, 에너지 저감 및 에너지 효율화 추진
- ◆ 사회: 안전한 작업환경 조성, 인권 존중 가치 강화, 품질 혁신 기반 고객 가치 창출
- ◆ 지배구조: 기업지배구조 투명성 제고

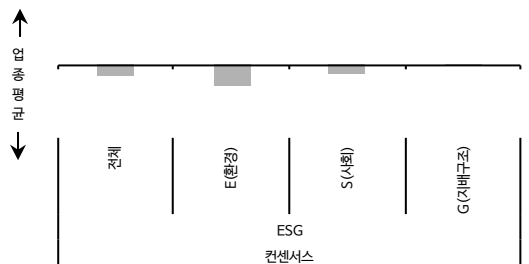
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

Key Chart

경제적 이해관계자 배분

- 임직원
- 공급업체
- 주주
- 채권자
- 지역사회
- 세무당국

year
2023



2030 CS WIND RE100 선언

100%

전 사업장 재생에너지 사용 비율
By 2030

84%

20년대비 전사업장 온실가스 원단위 감축
By 2030

사회 공헌 활동

소외 계층의 돌봄 지원	<ul style="list-style-type: none"> · 장애인 교육비 지원 · 노숙인 사회 적응 지원 · 저소득층 노인 지원
미래 세대의 자립 지원	<ul style="list-style-type: none"> · 불우 아동 교육 / 생계비 지원 · 다문화 가정 / 자녀의 교육 지원 · 저개발국가 아동 교육비 지원 · 농어촌 자녀 장학금 지원
글로벌 지역사회와의 소통	<ul style="list-style-type: none"> · 아프리카 식수 개발 · 지진, 홍수 등 재난 피해 복구 지원

자료: 회사 자료, 신한투자증권

온실가스 배출량

(unit: tCO2)

Greenhouse Gas	2021	2022	2023
Scope1 (Direct)	9,668	14,168	17,279
Scope2 (Indirect)	37,500	33,531	19,935
Scope3 (Other-indirect)		1,295,521	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,784.1	2,832.6	3,198.7	3,491.7	3,707.5
유동자산	1,011.2	1,368.2	1,602.8	1,920.0	2,195.1
현금및현금성자산	191.6	207.1	328.8	562.5	796.4
매출채권	362.2	309.5	439.9	468.7	482.9
재고자산	381.6	582.2	497.6	530.2	546.3
비유동자산	772.9	1,464.5	1,595.8	1,571.7	1,512.4
유형자산	529.1	915.6	1,002.8	978.5	921.0
무형자산	117.3	261.0	263.5	261.1	258.9
투자자산	15.3	30.3	27.5	30.1	30.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	856.5	1,888.2	2,128.5	2,272.7	2,290.2
유동부채	623.8	1,417.1	1,295.8	1,430.8	1,447.1
단기차입금	232.7	384.1	357.2	357.2	357.2
매입채무	272.2	474.3	397.1	463.3	471.3
유동성장기부채	26.9	119.4	123.8	123.8	123.8
비유동부채	232.7	471.2	832.7	841.9	843.0
사채	0.0	0.0	44.5	44.5	44.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	207.9	431.6	733.2	733.2	733.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	927.6	944.4	1,070.1	1,219.0	1,417.3
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	609.5	611.3	611.3	611.3	611.3
기타자본	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)
기타포괄이익누계액	49.5	65.8	89.2	89.2	89.2
이익잉여금	242.1	241.3	342.2	484.7	687.7
지배주주지분	879.5	896.8	1,021.0	1,163.6	1,366.5
비지배주주지분	48.1	47.6	49.1	55.4	50.8
*충차입금	480.4	960.6	1,281.2	1,284.1	1,284.4
*순차입금(순현금)	278.0	735.6	923.7	691.0	456.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	150.8	110.8	100.0	398.9	375.2
당기순이익	(6.9)	18.9	141.6	165.4	234.3
유형자산상각비	50.6	59.0	106.5	104.3	97.5
무형자산상각비	15.0	14.9	5.7	2.4	2.3
외화환산손실(이익)	20.6	16.3	11.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	13.8	(1.2)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	2.7	3.9	2.2	0.0	0.0
운전자본변동	68.4	(57.4)	(256.1)	62.5	(23.2)
(법인세납부)	(30.5)	(7.7)	(23.3)	(41.4)	(58.6)
기타	30.3	49.1	113.5	105.7	122.9
투자활동으로인한현금흐름	(105.3)	(235.9)	(172.2)	(84.4)	(41.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(98.4)	(192.3)	(161.4)	(80.0)	(40.0)
유형자산의감소	4.2	4.4	2.4	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.1)	0.3	(0.9)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(16.6)	11.1	0.4	(2.6)	(0.5)
기타	7.6	(59.4)	(12.7)	(1.8)	(0.9)
FCF	(109.5)	144.4	(35.0)	288.8	322.8
재무활동으로인한현금흐름	(94.9)	141.1	190.5	(80.8)	(99.9)
차입금의증가(감소)	13.8	165.1	258.6	2.8	0.3
자기주식의처분(취득)	42.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(25.3)	(20.7)	0.0	(19.4)	(35.9)
기타	(126.1)	(3.3)	(68.1)	(64.2)	(64.3)
기타현금흐름	4.8	2.4	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(25.5)	(2.9)	3.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(70.2)	15.5	121.7	233.7	233.9
기초현금	261.8	191.6	207.1	328.8	562.5
기말현금	191.6	207.1	328.8	562.5	796.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,374.9	1,520.2	2,997.3	3,490.5	3,771.8
증감률 (%)	15.1	10.6	97.2	16.5	8.1
매출원가	1,238.7	1,314.3	2,621.6	3,090.6	3,274.2
매출총이익	136.2	205.9	375.7	399.9	497.6
매출총이익률 (%)	9.9	13.5	12.5	11.5	13.2
판매관리비	94.1	101.2	116.7	130.0	137.8
영업이익	42.1	104.7	259.1	269.9	359.8
증감률 (%)	(58.3)	148.5	147.5	4.2	33.3
영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.6	7.7	9.5
영업외손익	(37.5)	(80.7)	(89.0)	(63.2)	(66.9)
금융손익	(40.9)	(54.0)	(71.3)	(52.3)	(56.0)
기타영업외손익	5.7	(22.9)	(15.5)	(10.9)	(10.9)
중속 및 관계기업관련손익	(2.4)	(3.9)	(2.2)	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.6	23.9	170.0	206.8	292.9
법인세비용	9.8	5.0	28.4	41.4	58.6
계속사업이익	(5.6)	18.9	141.6	165.4	234.3
중단사업이익	(1.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(6.9)	18.9	141.6	165.4	234.3
증감률 (%)	적전	흑전	648.0	16.8	41.6
순이익률 (%)	(0.5)	1.2	4.7	4.7	6.2
(지배주주)당기순이익	1.9	19.9	140.9	159.1	239.0
(비지배주주)당기순이익	(8.8)	(0.9)	0.7	6.4	(4.6)
총포괄이익	33.8	35.0	165.8	165.4	234.3
(지배주주)총포괄이익	42.2	36.3	161.3	160.9	228.0
(비지배주주)총포괄이익	(8.4)	(1.2)	4.5	4.5	6.3
EBITDA	107.7	178.6	371.3	376.6	459.6
증감률 (%)	(22.7)	65.8	107.9	1.4	22.0
EBITDA 이익률 (%)	7.8	11.7	12.4	10.8	12.2

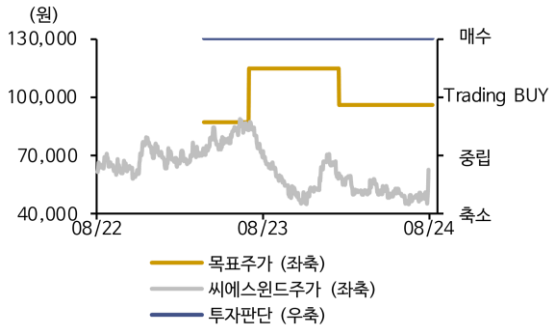
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(165)	449	3,359	3,923	5,556
EPS (지배순이익, 원)	45	471	3,342	3,772	5,666
BPS (자본총계, 원)	21,996	22,395	25,375	28,905	33,609
BPS (지배지분, 원)	20,856	21,266	24,212	27,591	32,405
DPS (원)	500	500	467	400	764
PER (당기순이익, 배)	(418.0)	156.3	18.6	15.9	11.2
PER (지배순이익, 배)	1,521.1	149.0	18.7	16.6	11.0
PBR (자본총계, 배)	3.1	3.1	2.5	2.2	1.9
PBR (지배지분, 배)	3.3	3.3	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA (배)	30.0	21.0	9.7	9.0	6.8
배당성향 (%)	1,086.0	104.2	13.7	10.4	13.2
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.6	1.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.8	11.7	12.4	10.8	12.2
영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.6	7.7	9.5
순이익률 (%)	(0.5)	1.2	4.7	4.7	6.2
ROA (%)	(0.4)	0.8	4.7	4.9	6.5
ROE (지배순이익, %)	0.2	2.2	14.7	14.6	18.9
ROIC (%)	(4.3)	5.6	13.5	12.8	17.4
안정성					
부채비율 (%)	92.3	199.9	198.9	186.4	161.6
순차입금비율 (%)	30.0	77.9	86.3	56.7	32.2
현금비율 (%)	30.7	14.6	25.4	39.3	55.0
이자보상배율 (배)	2.9	3.0	4.5	3.4	4.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.1	4.1	7.9	7.6	8.5
재고자산회수기간 (일)	97.2	115.7	65.7	53.7	52.1
매출채권회수기간 (일)	99.7	80.6	45.6	47.5	46.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

씨에스원드(112610)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 18일		커버리지제외	-	-
2023년 04월 03일	매수	87,000	(8.4)	1.6
2023년 07월 11일	매수	115,000	(47.4)	(24.5)
2024년 01월 12일		6개월경과	(46.2)	(42.0)
2024년 01월 25일	매수	96,000	(46.5)	(38.2)
2024년 07월 26일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 명자운)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 07일 기준)

매수 (매수)	93.39%	Trading BUY (중립)	5.06%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------