

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

MIRAE ASSET
미래에셋증권

112610 · 그린에너지

씨에스윈드

어려운 거시환경과 선방한 수익성

(유지)

매수

목표주가

70,000원

상승여력

45.8%

현재주가(23/11/8)

48,000원

KOSPI	2,421.62	시가총액(십억원)	2,024	발행주식수(백만주)	42	외국인 보유비중(%)	12.1
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

투자의견

동사에 대한 목표주가 7만원, 투자의견은 매수를 유지하며 상승여력은 45.8%다. 기존 전망치에 대한 변화는 없으나, 베스타스의 신규 수주 확대로 내년 시황 반등에 대한 기대감은 조금씩 생겨나는 상황이다.

시황 및 전망

동사의 3Q23 매출액은 3,805억원(컨센서스 -12.3%), 영업이익은 415억원(컨센서스와 유사)을 기록했다. 3분기 매출액은 1) 공급망 이슈, 2) 고금리, 3) 인플레이션 등으로 인한 프로젝트 지연으로 감소했으나, 효율성 개선, 그리고 신규 공장 안정화 작업으로 수익성은 방어한 것으로 판단한다. 동사의 4Q23 매출액은 5,981억원(전분기 대비 +21.7%), 영업이익은 357억원(전분기 대비 -13.9%)을 전망한다. 4분기 시황은 크게 다르지 않겠으나, 11월 중순~말에 편입될 블라트의 실적을 반영했다

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.5	-34.2	-20.9
상대주가	-2.1	-31.7	-21.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,195	1,375	1,610	2,649	3,403
영업이익 (십억원)	101	42	144	193	380
영업이익률 (%)	8.5	3.1	8.9	7.3	11.2
순이익 (십억원)	66	-1	70	121	293
EPS (원)	1,601	-23	1,659	2,859	6,959
ROE (%)	10.1	-0.1	7.6	12.0	24.6
P/E (배)	41.0	-	28.9	16.8	6.9
P/B (배)	3.1	3.2	2.0	1.8	1.5
배당수익률 (%)	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0

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

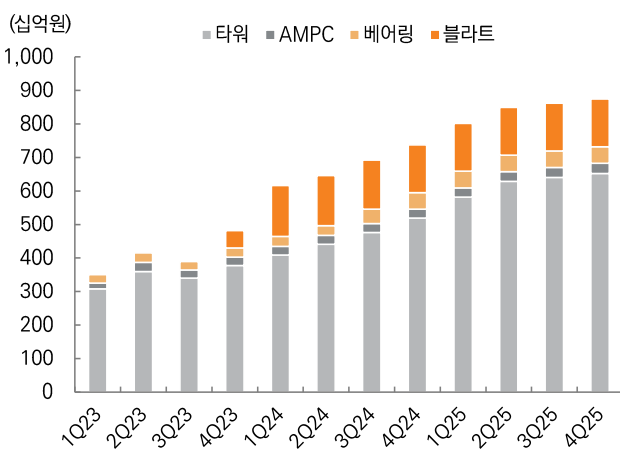
시황 및 전망

3Q23 Review: 매출액 감소에도 수익성은 개선

씨에스윈드의 3Q23 매출액은 3,805억원으로 컨센서스를 12.3% 하회했으며, 전분기 대비 8.4% 감소했다. 영업이익은 415억원으로 컨센서스와 전분기 대비 유사한 수준을 기록했다. AMPC는 244억원이 반영되었으며, 환산하면 약 0.62GW(연산 2.5GW)를 생산한 것으로 추정된다. 3분기 실적에 대한 총평은 매출액은 1) 공급망 이슈, 2) 고금리, 3) 인플레이션 등으로 인한 프로젝트 지연으로 감소했으나, 전반적인 수익성 개선을 통해 영업이익은 방어한 것으로 판단한다.

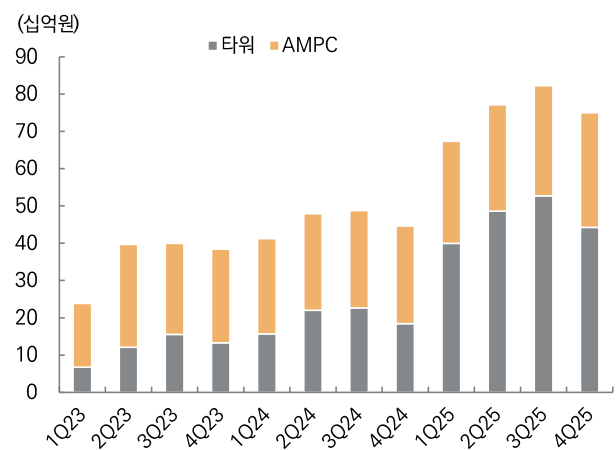
매크로로 인한 프로젝트 지연은 예상되었던 부분이나, 수익성 개선이 된 부분은 예상치 못한 선방으로 판단한다. 특히 터키와 포르투갈의 법인 수익성이 개선된 점이 긍정적인 영향으로 작용했다. 작년 인수 시점부터 이어지고 있는 효율성 개선, 그리고 신규 공장 안정화 작업을 수익성 개선 요인으로 추정한다. 포르투갈은 작년 적자를 기록했던 법인이었지만, 올해는 지속적으로 하이싱글 수준의 높은 수익성을 기록하고 있는 것으로 보인다. 미국은 내년 IRA 수혜를 대비해 인력을 충원하고 있어(500명→900명), 인건비가 커지고 있지만 AMPC가 이를 상쇄했다.

그림 1. 씨에스윈드 부문별 매출액 추정치



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 씨에스윈드 타워&C 영업이익 추정치



자료: 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview: 3분기와 비슷한 시장 상황 전망

동사의 4Q23 매출액은 5,981억원(전분기 대비 +21.7%), 영업이익은 357억원(전분기 대비 -13.9%)을 전망한다. 11월 중순~말에 편입될 블라트의 실적을 반영했다(매출액 514억원, 영업손실 31억원). 블라트가 동사의 실적에 온전히 반영되는 시기는 24년 1분기부터다. 4분기 실적은 3분기 대비 크게 다르지 않을 것으로 예상하지만, 점차 타워 부문의 실적이 점진적으로 개선되는 시작점으로 예상한다.

표 1. 씨에스윈드 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	350.5	415.5	380.5	463.0	598.1	636.0	681.2	734.0	1,374.9	1,609.5	2,649.4
타워	308.5	359.8	345.0	359.3	390.8	431.0	465.7	515.7	1,325.9	1,372.5	1,803.3
AMPC	17.1	27.6	24.4	25.1	25.5	25.9	26.1	26.3		94.2	103.8
베어링	24.9	28.1	25.0	27.3	30.0	29.6	43.3	49.4	49.0	105.3	152.2
블라트				51.4	151.8	149.5	146.1	142.6		51.4	590.0
영업이익	24.5	41.8	41.5	35.7	38.1	48.3	52.6	54.2	42.1	143.6	193.2
타워	6.8	12.1	16.2	11.1	13.5	20.8	21.3	18.0	51.0	46.1	73.5
AMPC	17.1	27.6	24.4	25.1	25.5	25.9	26.1	26.3		94.2	103.8
베어링	0.7	2.2	1.7	2.6	3.6	3.1	3.7	5.7	-8.8	7.2	16.1
블라트				-3.1	-4.6	-1.5	1.5	4.3		-3.1	-0.3
세전이익	12.4	22.1	21.4	27.2	26.5	33.7	37.3	38.9	0.4	83.2	136.3
당기순이익 (지배)	7.7	20.6	17.6	24.1	23.4	29.8	33.0	34.4	-1.0	70.0	120.6

주1: 씨에스베어링 실적은 아직 공시되지 않아 당사 추정치

주2: 블라트는 11월 중 편입 예정으로 24년 1분기부터 온기 반영

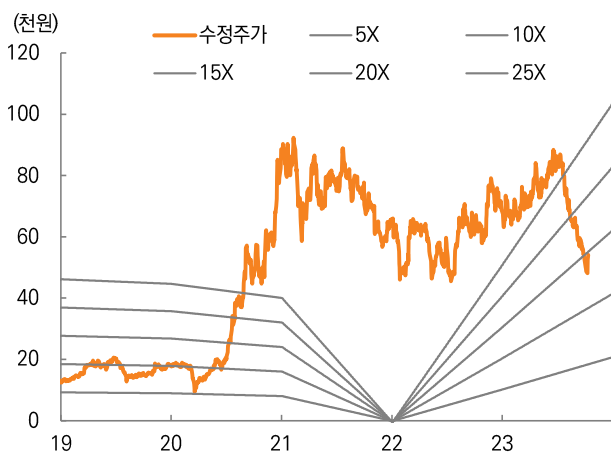
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견

매수 의견과 목표주가 7만원 유지

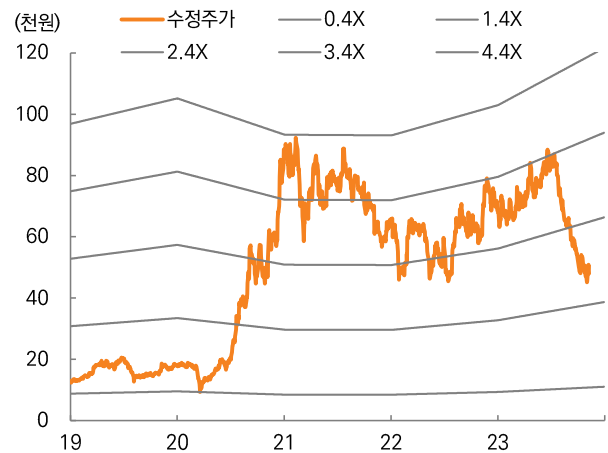
동사에 대한 목표주가 7만원, 투자 의견은 매수를 유지하며 상승여력은 45.8%다. 지난 이닛 자료를 발간했던 10월 대비 주가는 추가 하락했지만, 기존 전망치에 대한 큰 변화는 없다. 다만 내년 시황 반등에 대한 기대감은 조금씩 생겨나는 상황이다. 베스타스는 8일 실적발표에서 3분기 신규수주 4.5GW를 발표했다(1Q 3.3GW, 2Q 2.3GW). 그 중 약 1.3GW가 25년까지 동사가 증설 중인 북미 시장에서 발주된 물량이다. 24~25년 동사의 미국 공장 가동률 상승에 대한 기대감이 높아지는 상황이다.

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	1,610	2,649	3,403
매출원가	1,239	1,365	2,355	2,922
매출총이익	136	245	294	481
판매비와관리비	94	101	101	101
조정영업이익	42	144	193	380
영업이익	42	144	193	380
비영업손익	-40	-61	-57	-48
금융손익	-13	-16	-57	-48
관계기업등 투자손익	-2	-2	0	0
세전계속사업손익	2	83	136	332
계속사업법인세비용	10	12	14	33
계속사업이익	-9	71	123	299
중단사업이익	-1	0	0	0
당기순이익	-10	71	123	299
지배주주	-1	70	121	293
비지배주주	-9	2	2	5
총포괄이익	31	103	123	299
지배주주	39	100	120	292
비지배주주	-8	3	3	7
EBITDA	108	223	306	509
FCF	52	-231	-142	117
EBITDA 마진율 (%)	7.9	13.9	11.6	15.0
영업이익률 (%)	3.1	8.9	7.3	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.1	4.3	4.6	8.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,012	1,060	1,704	1,481
현금 및 현금성자산	192	165	496	88
매출채권 및 기타채권	366	409	649	779
재고자산	382	412	442	474
기타유동자산	72	74	117	140
비유동자산	768	1,108	1,315	1,450
관계기업투자등	9	10	15	19
유형자산	532	813	1,024	1,163
무형자산	121	111	100	91
자산총계	1,780	2,169	3,019	2,932
유동부채	624	843	1,376	1,203
매입채무 및 기타채무	301	337	534	640
단기금융부채	273	450	754	455
기타유동부채	50	56	88	108
비유동부채	231	319	534	342
장기금융부채	208	293	493	293
기타비유동부채	23	26	41	49
부채총계	855	1,162	1,910	1,545
지배주주지분	877	956	1,056	1,329
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	610	610	610	610
이익잉여금	239	289	388	661
비지배주주지분	48	51	53	58
자본총계	925	1,007	1,109	1,387

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	151	93	170	377
당기순이익	-10	71	123	299
비현금수익비용가감	129	145	183	210
유형자산감가상각비	51	66	101	120
무형자산상각비	15	14	11	8
기타	63	65	71	82
영업활동으로인한자산및부채의변동	68	-86	-65	-51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	35	-33	-237	-128
재고자산 감소(증가)	-10	-20	-30	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	52	11	178	96
법인세납부	-31	-12	-14	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-105	-324	-316	-262
유형자산처분(취득)	-94	-324	-312	-260
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	14	-1	-4	-2
기타투자활동	-23	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-95	200	483	-519
장단기금융부채의 증가(감소)	36	263	504	-498
자본의 증가(감소)	12	0	0	0
배당금의 지급	-25	-21	-21	-21
기타재무활동	-118	-42	0	0
현금의 증가	-70	-26	331	-408
기초현금	262	192	165	496
기말현금	192	165	496	88

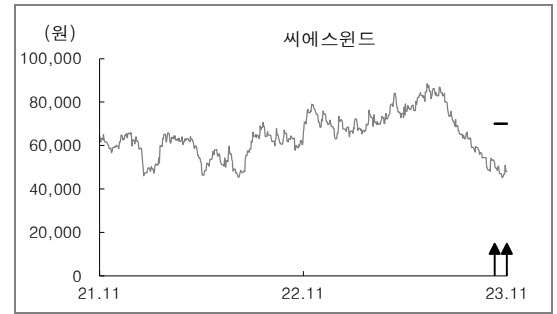
자료: 씨에스원드, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	28.9	16.8	6.9
P/CF (x)	24.3	9.4	6.6	4.0
P/B (x)	3.2	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	30.0	12.2	8.8	4.7
EPS (원)	-23	1,659	2,859	6,959
CFPS (원)	2,832	5,123	7,246	12,066
BPS (원)	21,797	23,683	26,051	32,519
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	-210.7	29.0	16.9	6.9
배당수익률 (%)	0.7	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	15.1	17.1	64.6	28.5
EBITDA증가율 (%)	-22.7	107.5	36.7	66.5
조정영업이익증가율 (%)	-58.3	240.9	34.6	96.8
EPS증가율 (%)	-	-	72.3	143.4
매출채권 회전율 (회)	3.7	4.2	5.1	4.8
재고자산 회전율 (회)	3.8	4.1	6.2	7.4
매입채무 회전율 (회)	5.3	4.7	6.0	5.5
ROA (%)	-0.6	3.6	4.7	10.0
ROE (%)	-0.1	7.6	12.0	24.6
ROIC (%)	-18.2	9.2	11.0	18.2
부채비율 (%)	92.5	115.4	172.3	111.4
유동비율 (%)	162.2	125.8	123.8	123.2
순차입금/자기자본 (%)	30.7	58.9	41.5	14.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.9	8.8	3.4	7.9

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
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 씨에스원드 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.