

씨에스윈드 (112610)

3Q24 Preview: 단가 인상 효과가 변수

2024년 10월 24일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (유지)
✓ 상승여력	70.2%	✓ 현재주가 (10월 23일)	56,400 원

신한생각 저점 잡을 타이밍

하부 구조물 부문 단가 인상, 생산성 개선으로 수익성 상향. 2025년 베스타스(Vestas) 향 타워 단가도 인상. 대선 결과와 무관하게 내년 미국 생산량 증대(YoY 최소 +50%) 예상. 2025년 PER 10.9배로 부담없는 밸류에이션. 여전히 미국 대선 불확실성으로 투자 심리는 위축된 상태. 대선 직후 저점을 잡는 것을 추천

3Q24 Preview: 하부구조물 단가 인상 효과 변수

3분기 매출액 7,723억원(YoY +103%), 영업이익 770억원(YoY +86%) 예상. 영업이익 시장 추정치 6% 상회. 하부구조물 단가 인상 효과가 변수

[하부 구조물] MP(Monopile) 프로젝트 단가 인상으로 이익률 대폭 개선. 3분기에 적용되는 효과를 두 가지로 분류하면 1)과거 공정에 대한 일회성 소급분 2)3분기 반영분. 낮은 프로젝트 진행률을 감안해서 단가 인상 효과 중에 1)의 비중은 20% 이하로 추정

[타워] 3분기 매출액 5,087억원(QoQ +3%)로 2분기와 유사한 흐름 예상. 미주 향 매출이 절반 이상. 베스타스 매출 비중이 늘어나면서 수익성 상승. 연내 해상풍력 대규모 PO 예상

Valuation & Risk

투자 의견 '매수', 목표 주가 96,000원 유지. 12개월 선행 EPS(주당순이익) 4,929원에 목표 PER(주가수익비율) 19.4배를 곱하여 계산. 목표 PER는 글로벌 터빈사 베스타스의 12개월 선행 PER 적용

하부구조물 부문 수주 잔고(2분기말 약 1조원)는 내년 3분기 경 급감. 신규 수주 필수. 연내 수주 기대

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	3,110.8	270.8	153.5	15.5	15.8	2.3	9.2	0.9
2025F	3,503.8	343.8	218.7	10.9	19.1	1.9	7.3	1.4
2026F	3,887.7	444.4	307.3	7.7	22.5	1.6	5.4	2.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[풍력]

명지운 선임연구원

✉ jiunmyoung@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	하향

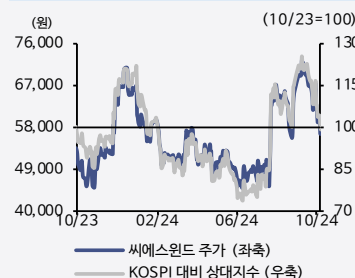
시가총액	2,378.5십억원
발행주식수(유동비율)	42.2백만주(57.1%)
52주 최고가/최저가	72,300 원/44,800 원
일평균 거래액 (60일)	39,347백만원
외국인 지분율	15.4%

주요주주 (%)

김성권 외 14인	41.0
국민연금공단	8.9

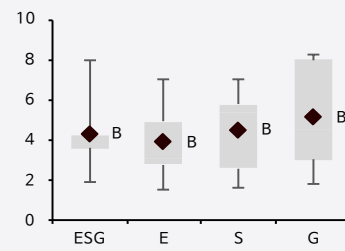
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(18.3)	19.5	16.0	(20.0)
상대	(18.2)	27.5	5.2	(17.8)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



씨에스원드 2024년 3분기 영업실적 전망

	3Q24F	2Q24	QoQ(%)	3Q23	YoY(%)	컨센서스
매출액(십억원)	772.3	857.8	(10.0)	380.5	103.0	737.7
영업이익	77.0	129.0	(40.3)	41.5	85.5	72.5
세전이익	70.9	110.4	(35.8)	22.9	209.9	65.3
순이익	56.4	106.0	(46.8)	19.1	195.2	50.8
영업이익률 (%)	10.0	15.0	-	10.9	-	9.8
세전이익률	9.2	12.9	-	6.0	-	8.8
순이익률	7.3	12.4	-	5.0	-	6.9

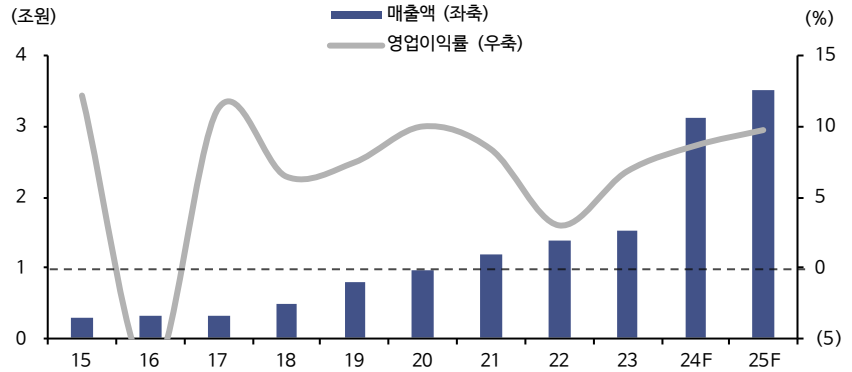
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

씨에스원드 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(십억원)	합계	350.5	415.5	380.5	373.7	736.7	857.8	772.3	744.0	1,195.0	1,378.7	1,520.2	3,110.8	3,503.8
	타워	325.1	386.9	364.6	202.6	517.5	495.2	508.7	491.8	1,091.1	1,324.0	1,279.2	2,013.3	2,505.8
	하부구조물	-	-	-	162.4	203.0	337.3	230.0	225.0	-	-	162.4	995.2	850.0
	베어링	24.9	28.1	15.4	8.2	15.6	24.8	33.6	27.2	95.6	49.0	76.6	101.2	148.0
매출원가		301.1	351.6	314.5	347.1	717.2	701.3	666.8	638.2	1,023.6	1,238.7	1,314.3	2,723.6	3,035.2
원가율(%)		85.9	84.6	82.7	92.9	97.4	81.8	86.3	85.8	86.3	89.8	86.5	87.6	86.6
판관비		24.8	22.1	24.5	29.8	28.9	27.5	28.5	31.5	70.3	94.1	101.2	116.5	124.8
원가율		7.1	5.3	6.4	8.0	3.9	3.2	3.7	4.2	6.0	6.8	6.7	3.7	3.6
영업이익		24.5	41.8	41.5	(3.2)	(9.5)	129.0	77.0	74.2	101.0	42.1	104.7	270.8	343.8
세전이익		12.4	22.1	22.9	(33.5)	(34.9)	110.4	70.9	36.7	90.7	4.6	23.9	183.2	281.4
순이익		7.7	20.6	19.1	(27.6)	(38.8)	106.6	56.4	29.3	66.2	1.9	19.9	153.5	218.7
매출액증감률	(YoY)	12.9	26.7	16.6	(9.8)	110.2	106.4	103.0	99.1	23.3	15.4	10.3	104.6	12.6
(%)	(QoQ)	(15.4)	18.6	(8.4)	(1.8)	97.2	16.4	(10.0)	(3.7)	-	-	-	-	-
영업이익증감률	(YoY)	158.3	111.8	78.0	적지	적전	208.3	85.5	흑전	3.5	(58.3)	148.6	158.7	27.0
	(QoQ)	흑전	70.5	(0.7)	적전	적지	흑전	(40.3)	(3.6)	-	-	-	-	-
영업이익률		7.0	10.1	10.9	(0.9)	(1.3)	15.0	10.0	10.0	8.4	3.1	6.9	8.7	9.8
세전이익률		3.5	5.3	6.0	(9.0)	(4.7)	12.9	9.2	4.9	7.6	0.3	1.6	5.9	8.0
순이익률		2.2	5.0	5.0	(7.4)	(5.3)	12.4	7.3	3.9	5.5	0.1	1.3	4.9	6.2

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

씨에스원드 실적 추이 및 전망



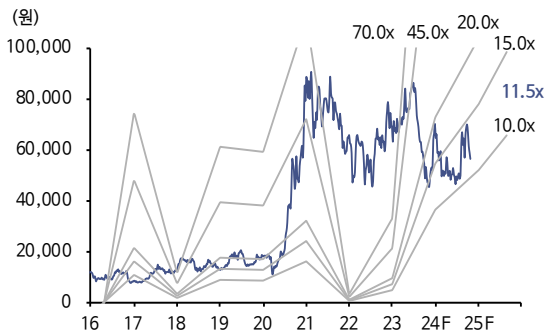
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

씨에스원드 PER Valuation - 목표주가 96,000원

	Valuation	비고
목표주가 (원)	96,000	
Target PER (배)	19.4	글로벌 터빈사 베스타스 12개월 선행 PER
현재주가 (원)	56,400	
상승여력 (%)	70.2	
12MFWD EPS (원)	4,929	

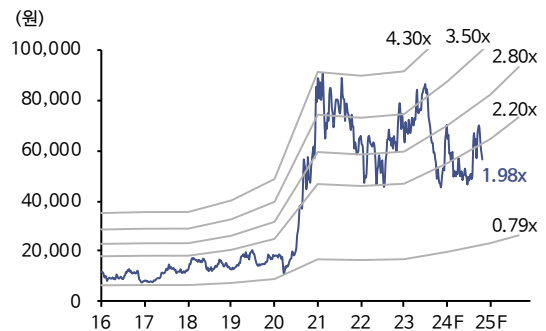
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

씨에스원드 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

씨에스원드 12개월 선행 PBR 밴드



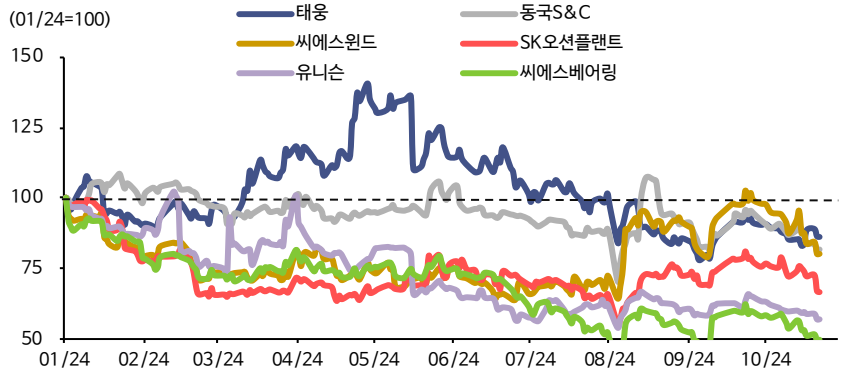
자료: QuantiWise, 신한투자증권

씨에스원드 해외생산법인 연간 생산능력

법인	생산능력(조원)	내용
미국	1	단계적으로 카파 증가 전망, 인력 총원 완료(2023년말 980명)
베트남	0.6	SGRE 해상풍력 계약 관련 증설 완료
중국	0.15	
튀르키예	0.3	
대만	0.1	
포르투갈	0.5	SGRE 해상풍력 계약 관련 증설 완료
덴마크	1.6	

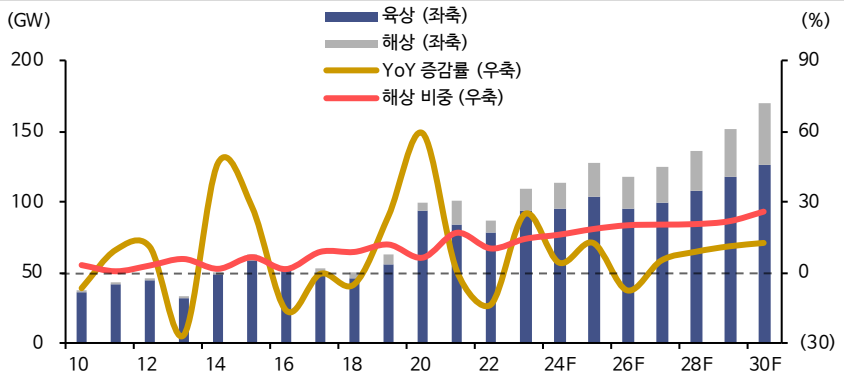
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2024년 연말 기준

국내 풍력업체 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

글로벌(중국 제외) 육상, 해상 풍력 발전기 설치량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

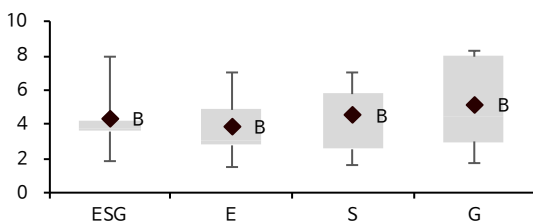
ESG Insight

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

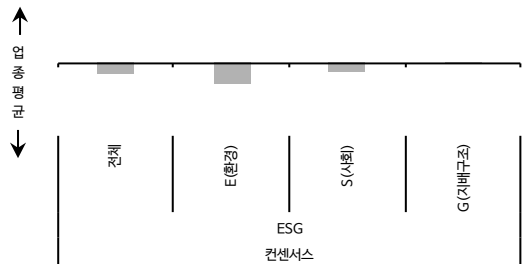
신한 ESG 컨센서스 분포

(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	3,186.9	3,519.6	3,816.0
유동자산	1,011.2	1,368.2	1,582.5	1,916.3	2,252.4
현금및현금성자산	191.6	207.1	282.1	539.7	825.8
매출채권	362.2	393.6	405.3	429.1	444.6
재고자산	381.6	582.2	481.4	509.6	528.1
비유동자산	772.9	1,464.5	1,604.4	1,603.3	1,563.6
유형자산	529.1	915.6	1,014.4	1,013.1	974.8
무형자산	117.3	261.0	266.9	264.6	262.4
투자자산	15.3	30.3	26.1	28.5	29.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	856.5	1,888.2	2,085.6	2,227.0	2,275.6
유동부채	623.8	1,417.1	1,236.1	1,367.8	1,413.1
단기차입금	232.7	384.1	334.6	334.6	334.6
매입채무	272.2	650.8	419.8	491.3	515.9
유동성장기부채	26.9	119.4	126.7	126.7	126.7
비유동부채	232.7	471.2	849.5	859.2	862.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	207.9	431.6	792.7	792.7	792.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	927.6	944.4	1,101.3	1,292.6	1,540.4
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	609.5	611.3	611.5	611.5	611.5
기타자본	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)
기타포괄이익누계액	49.5	65.8	109.7	109.7	109.7
이익잉여금	242.1	241.3	352.7	537.7	790.1
지배주주지분	879.5	896.8	1,052.3	1,237.2	1,489.7
비지배주주지분	48.1	47.6	49.0	55.4	50.7
*총차입금	480.4	960.6	1,270.9	1,273.4	1,274.3
*순차입금(순현금)	278.0	735.6	940.1	682.3	395.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	150.8	110.8	68.2	425.0	446.6
당기순이익	(6.9)	18.9	154.3	225.1	302.7
유형자산상각비	50.6	59.0	84.9	81.3	78.4
무형자산상각비	15.0	14.9	8.9	2.3	2.2
외화환산손실(이익)	20.6	16.3	11.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	13.8	(5.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	2.7	3.9	3.8	0.0	0.0
운전차분변동	68.4	(57.4)	(279.3)	52.7	(0.3)
(법인세납부)	(30.5)	(7.7)	(27.6)	(56.3)	(75.7)
기타	30.3	49.1	117.1	119.9	139.3
투자활동으로인한현금흐름	(105.3)	(235.9)	(156.1)	(85.3)	(42.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(98.4)	(192.3)	(123.3)	(80.0)	(40.0)
유형자산의감소	4.2	4.4	2.5	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.1)	0.3	(1.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(16.6)	11.1	1.1	(2.4)	(1.0)
기타	7.6	(59.4)	(35.4)	(2.9)	(1.8)
FCF	(109.5)	144.4	(27.9)	332.5	391.8
재무활동으로인한현금흐름	(94.9)	141.1	152.9	(82.2)	(117.7)
차입금의 증가(감소)	13.8	165.1	243.9	2.6	0.9
자기주식의처분(취득)	42.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(25.3)	(20.7)	(20.7)	(21.1)	(54.9)
기타	(126.1)	(3.3)	(70.3)	(63.7)	(63.7)
기타현금흐름	4.8	2.4	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(25.5)	(2.9)	10.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(70.2)	15.5	75.0	257.6	286.1
기초현금	261.8	191.6	207.1	282.1	539.7
기말현금	191.6	207.1	282.1	539.7	825.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,374.9	1,520.2	3,110.8	3,503.8	3,887.7
증감률 (%)	15.1	10.6	104.6	12.6	11.0
매출원가	1,238.7	1,314.3	2,723.6	3,035.2	3,313.0
매출총이익	136.2	205.9	387.3	468.7	574.7
매출총이익률 (%)	9.9	13.5	12.4	13.4	14.8
판매관리비	94.1	101.2	116.5	124.8	130.3
영업이익	42.1	104.7	270.8	343.8	444.4
증감률 (%)	(58.3)	148.5	158.7	27.0	29.2
영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.7	9.8	11.4
영업외손익	(37.5)	(80.7)	(87.6)	(62.5)	(66.0)
금융손익	(40.9)	(54.0)	(80.0)	(51.6)	(55.1)
기타영업외손익	5.7	(22.9)	(3.6)	(10.9)	(10.9)
중속 및 관계기업관련손익	(2.4)	(3.9)	(4.1)	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.6	23.9	183.2	281.4	378.4
법인세비용	9.8	5.0	28.9	56.3	75.7
계속사업이익	(5.6)	18.9	154.3	225.1	302.7
중단사업이익	(1.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(6.9)	18.9	154.3	225.1	302.7
증감률 (%)	적전	흑전	714.8	45.9	34.5
순이익률 (%)	(0.5)	1.2	5.0	6.4	7.8
(지배주주)당기순이익	1.9	19.9	153.5	218.7	307.3
(비지배주주)당기순이익	(8.8)	(0.9)	0.8	6.4	(4.6)
총포괄이익	33.8	35.0	198.7	225.1	302.7
(지배주주)총포괄이익	42.2	36.3	196.2	222.0	298.5
(비지배주주)총포괄이익	(8.4)	(1.2)	2.5	3.1	4.2
EBITDA	107.7	178.6	364.6	427.4	524.9
증감률 (%)	(22.7)	65.8	104.1	17.2	22.8
EBITDA 이익률 (%)	7.8	11.7	11.7	12.2	13.5

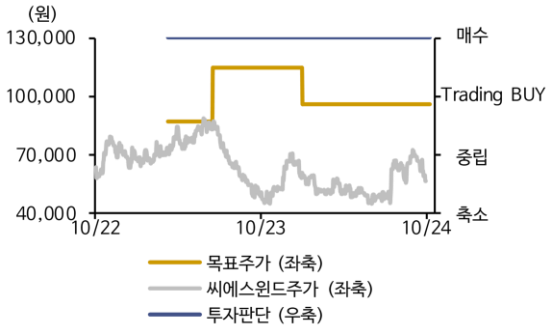
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(165)	449	3,659	5,338	7,178
EPS (지배순이익, 원)	45	471	3,640	5,187	7,288
BPS (자본총계, 원)	21,996	22,395	26,114	30,651	36,528
BPS (지배지분, 원)	20,856	21,266	24,952	29,338	35,325
DPS (원)	500	500	509	815	1,461
PER (당기순이익, 배)	(418.0)	156.3	15.4	10.6	7.9
PER (지배순이익, 배)	1,521.1	149.0	15.5	10.9	7.7
PBR (자본총계, 배)	3.1	3.1	2.2	1.8	1.5
PBR (지배지분, 배)	3.3	3.3	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	30.0	21.0	9.2	7.3	5.4
배당성향 (%)	1,086.0	104.2	13.7	15.4	19.7
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	1.4	2.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.8	11.7	11.7	12.2	13.5
영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.7	9.8	11.4
순이익률 (%)	(0.5)	1.2	5.0	6.4	7.8
ROA (%)	(0.4)	0.8	5.1	6.7	8.3
ROE (지배순이익, %)	0.2	2.2	15.8	19.1	22.5
ROIC (%)	(4.3)	5.6	13.9	15.8	20.8
안정성					
부채비율 (%)	92.3	199.9	189.4	172.3	147.7
순차입금비율 (%)	30.0	77.9	85.4	52.8	25.7
현금비율 (%)	30.7	14.6	22.8	39.5	58.4
이자보상배율 (배)	2.9	3.0	6.8	4.3	5.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.1	4.1	8.0	7.3	8.6
재고자산회수기간 (일)	97.2	115.7	62.4	51.6	48.7
매출채권회수기간 (일)	99.7	90.7	46.9	43.5	41.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

씨에스윈드(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 투자에 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 10월 22일 기준)

매수 (매수)	94.66%	Trading BUY (중립)	3.44%	중립 (중립)	1.91%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------