

# 씨에스윈드 (112610/KS)

## 해상변전소 계약금액 증액으로 컨센상회

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 75,000 원(상향)

현재주가: 62,500 원

상승여력: 20.0%



Analyst  
나민식

minsik@sk.com  
3773-9503

### Company Data

발행주식수	4,217 만주
시가총액	2,636 십억원
주요주주	
김성권(와15)	41.03%
국민연금공단	8.93%

### Stock Data

주가(24/08/08)	62,500 원
KOSPI	2,556.73pt
52주 최고가	72,000 원
52주 최저가	44,800 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 2Q24 Review: 컨센서스 대폭 상회

2Q24 매출액 8,578 억원(YoY +106.4%), 영업이익 1,303 억원(YoY 흑자전환, OPM +15.2%)를 기록했다. 2개분기 적자원인으로 지목되었던 덴마크 법인(Bladt)에서 실적개선이 이뤄지면서 컨센서스 영업이익 440 억원을 대폭 상회하는 실적을 시현했다. 구체적으로 해상변전소(OSS) 계약금액이 증액됨에 따라서 2Q24 실적에 일시에 반영된 효과다. 해상변전소는 진행기준수익을 인식하기 때문에 소급하여 일시에 이익으로 인식된 것이다. 마지막으로 24 년 연간 가이던스 매출액 3 조원, 영업이익률 High-single 을 제시했다. 하부구조물(MP/TP)은 단가 인상 협의중에 있으며, 3Q24 중에 결과가 나올 것으로 밝혔다.

### 글로벌 풍력발전 산업 동향

풍력터빈을 생산하는 GE Vernova 2Q24 실적발표를 했음. 주요 내용은 다음과 같다. 2Q24 수주(orders) 2,160 백만달러(YoY -44%), 매출액 2,062 백만달러(YoY -21%), EBITDA -117 백만달러(YoY 적자축소). 육상풍력 수주잔고는 증가추세 유지, 해상풍력 수주잔고는 매출액으로 소진하고 있음. 가이던스의 경우 매출액은 Flat, 수익성은 24 년 손익분기점 근점, 25 년 흑자전환 달성을 목표. 변곡점에 대해서는 신중한 태도 유지. 블레이드 품질 문제(Vineyard project)는 원인분석단계에 있으며 제조상 결함이 발생한 것으로 언급했음.

### 목표주가 상향

목표주가 75,000 원으로 상향한다. 24 년 EPS 2,674 원, Target PER 28 배를 적용했다. 덴마크법인 흑자전환을 반영해서 24 년 추정 영업이익을 기존 1,010 억원에서 2,260 억원으로 상향했다. 24 년 EPS 역시 기존 2,020 원에서 2,674 원으로 상향했다. 하부구조물 단가 인상 협의결과에 따라서 추가 영업이익 상향가능성이 열려있다고 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,195	1,375	1,520	3,014	3,300	3,647
영업이익	십억원	101	42	105	226	285	305
순이익(지배주주)	십억원	66	2	20	113	140	147
EPS	원	1,597	76	471	2,674	3,317	3,495
PER	배	41.1	902.5	149.0	23.4	18.8	17.9
PBR	배	3.1	3.1	3.2	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	배	21.4	30.0	21.0	10.2	8.7	8.4
ROE	%	10.1	0.2	2.2	11.8	13.1	12.3

Valuation Table				
구분	단위	변경 전	변경 후	비고
EPS (24년)	(원)	2,020	2,674	추정치 상향
Target PER	(배)	32	28	
목표주가	(원)	65,000	75,000	
전일종가	(원)	52,500	62,500	
상승여력	%	+23.8	+20.0%	

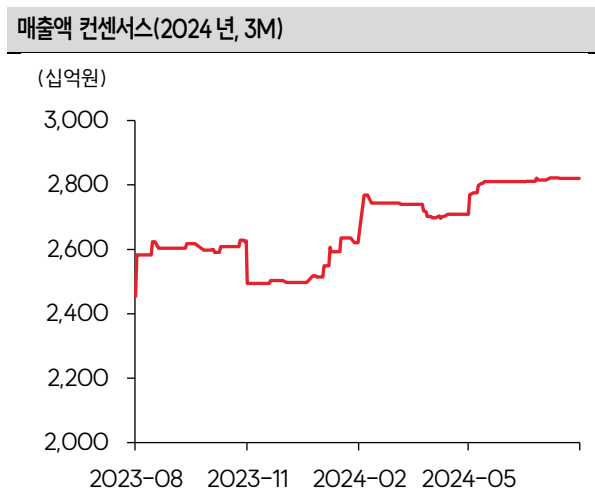
자료: SK 증권

1Q24 Review					
	잠정실적	컨센서스	차이	당사추정	차이
매출액	858	716	▲ 19.7%	-	-
영업이익	130	40	▲ 224.6%	-	-
영업이익률	15.2%	5.6%	+9.6%pt	-	-

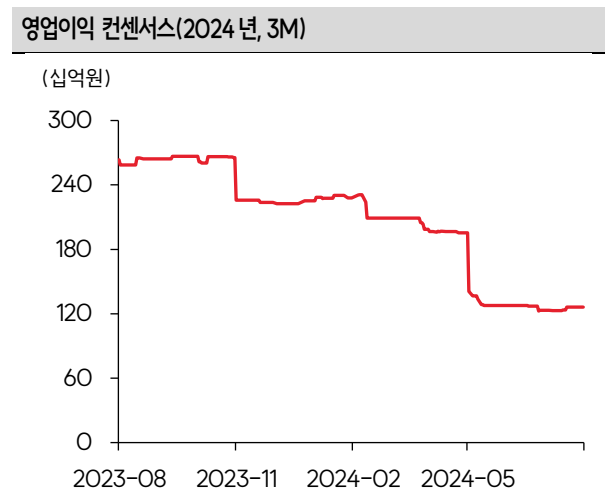
자료: 씨에스윈드, SK 증권

실적 추정치 변동						
	변경 전		변경 후		% change	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,840	3,300	3,014	3,300	+6.2%	0.0%
영업이익	101	193	226	285	+122.8%	+47.6%
영업이익률	3.6%	5.9%	7.5%	8.6%	+3.9%pt	+2.8%pt

자료: 씨에스윈드, SK 증권



자료: Fnguide, SK 증권



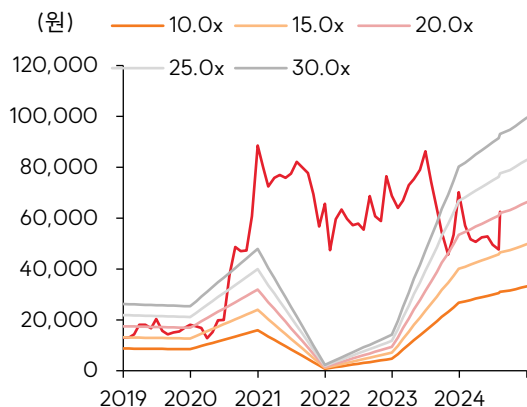
자료: Fnguide, SK 증권

## 분기실적추정 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	350	416	381	374	737	858	685	735	785	815	835	865
YoY	13.0	27.0	17.8	-9.7	110.2	106.4	80.0	96.7	6.6	-5.0	21.9	17.7
타워	308	360	340	190	493	501	475	515	570	600	630	650
하부구조물	-	-	-	162	203	337	160	170	180	180	170	180
베어링	25	28	15	8	16	20	20	20	20	20	20	20
보조금	17	28	25	13	24	0	30	30	15	15	15	15
기타	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	325	373	339	377	746	728	635	680	713	746	761	796
원재료	238	279	227	239	519	501	466	500	534	554	568	588
임직원급여	39	38	48	62	99	98	77	81	79	82	84	87
감가상각비	18	18	18	21	39	38	34	37	35	37	38	39
고정비	18	21	32	33	55	56	34	37	39	41	42	43
변동비	4	4	4	5	9	9	10	11	12	14	13	13
기타	9	13	9	17	25	25	14	15	14	19	18	26
영업이익	25	42	41	-3	-9	130	50	55	72	69	74	69
YoY	171.4	119.1	105.1	적지	적전	207.8	20.6	흑전	흑전	-46.8	48.6	25.5
영업이익률	7.1	10.2	10.9	-0.9	-1.3	15.2	7.3	7.5	9.2	8.5	8.9	8.0
금융수익(비용)	-12	-17	-14	-11	-24	-13	-14	-12	-25	-17	-17	-18
기타 영업외손익	1	-1	-4	-18	1	-6	-7	-8	-5	-6	-6	-6
종속및관계기업관련손익	0	-2	0	-2	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
법인세	4	1	5	-5	5	4	5	7	8	9	10	9
당기순이익	9	22	18	-28	-40	106	22	27	33	36	39	35
YoY	흑전	286.6	1,577.7	적지	적전	393.0	21.9	흑전	흑전	-66.2	80.4	29.8
당기순이익률	2.4	5.2	4.7	-7.5	-5.4	12.4	3.2	3.7	4.2	4.4	4.7	4.0

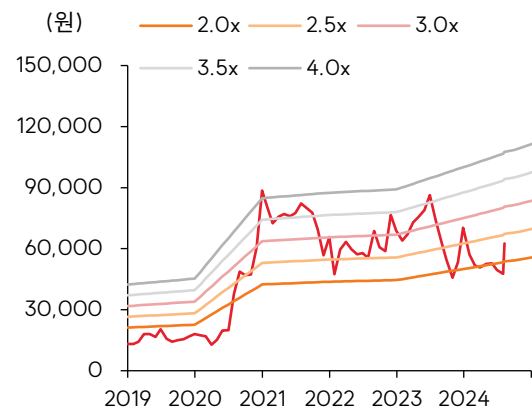
자료: SK 증권

## PER Band



자료: Fnguide, SK 증권

## PBR Band



자료: Fnguide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	1,011	1,368	2,661	3,115	3,649
현금및현금성자산	192	207	154	167	183
매출채권 및 기타채권	366	488	960	1,130	1,330
재고자산	382	582	1,145	1,348	1,586
<b>비유동자산</b>	773	1,464	1,586	1,572	1,557
장기금융자산	7	16	27	32	36
유형자산	529	916	971	957	938
무형자산	117	261	256	246	239
<b>자산총계</b>	1,784	2,833	4,247	4,687	5,206
<b>유동부채</b>	624	1,417	2,374	2,678	3,052
단기금융부채	273	529	631	629	643
매입채무 및 기타채무	301	631	1,636	1,925	2,266
단기충당부채	0	23	45	52	62
<b>비유동부채</b>	233	471	810	824	840
장기금융부채	208	432	733	733	733
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	3	6	12	14	16
<b>부채총계</b>	857	1,888	3,184	3,502	3,892
<b>지배주주지분</b>	880	897	1,012	1,131	1,258
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	610	611	611	611	611
기타자본구성요소	-43	-43	-43	-43	-43
자기주식	-43	-43	-43	-43	-43
이익잉여금	242	241	333	453	579
비지배주주지분	48	48	50	53	56
<b>자본총계</b>	928	944	1,062	1,185	1,314
<b>부채와자본총계</b>	1,784	2,833	4,247	4,687	5,206

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	151	111	50	201	194
당기순이익(손실)	-7	19	115	143	150
비현금성항목등	126	171	172	147	144
유형자산감가상각비	51	59	99	98	95
무형자산상각비	15	15	13	10	7
기타	61	97	60	40	42
운전자본감소(증가)	68	-57	-211	-53	-62
매출채권및기타채권의감소(증가)	35	212	-466	-170	-200
재고자산의감소(증가)	-10	-200	-548	-203	-238
매입채무및기타채무의증가(감소)	52	-52	814	289	341
기타	-68	-29	-41	-71	-75
법인세납부	-31	-8	-17	-36	-38
<b>투자활동현금흐름</b>	-105	-236	-165	-104	-98
금융자산의감소(증가)	-4	-17	-2	-6	-7
유형자산의감소(증가)	-94	-188	-119	-84	-76
무형자산의감소(증가)	-2	0	-8	0	0
기타	-5	-31	-35	-13	-15
<b>재무활동현금흐름</b>	-95	141	338	-23	-7
단기금융부채의증가(감소)	36	-91	70	-2	14
장기금융부채의증가(감소)	-24	252	267	0	0
자본의증가(감소)	12	2	0	0	0
배당금지급	-25	-21	0	-21	-21
기타	-94	-1	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-70	16	-53	13	16
기초현금	262	192	207	154	167
기말현금	192	207	154	167	183
FCF	57	-77	-69	117	118

자료 : 씨에스윈드, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	1,375	1,520	3,014	3,300	3,647
<b>매출원가</b>	1,239	1,314	2,598	2,777	3,100
<b>매출총이익</b>	136	206	416	523	547
매출총이익률(%)	9.9	13.5	13.8	15.9	15.0
<b>판매비와 관리비</b>	94	101	190	238	241
<b>영업이익</b>	42	105	226	285	305
영업이익률(%)	3.1	6.9	7.5	8.6	8.4
<b>비영업손익</b>	-37	-81	-90	-107	-117
순금융손익	-13	-29	0	0	0
외환관련손익	-20	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-4	-2	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	5	24	136	178	188
세전계속사업이익률(%)	0.3	1.6	4.5	5.4	5.2
<b>계속사업법인세</b>	10	5	22	36	38
<b>계속사업이익</b>	-6	19	115	143	150
<b>중단사업이익</b>	-1	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	-1	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-7	19	115	143	150
순이익률(%)	-0.5	1.2	3.8	4.3	4.1
<b>지배주주</b>	2	20	113	140	147
지배주주귀속 순이익률(%)	0.1	1.3	3.7	4.2	4.0
<b>비지배주주</b>	-9	-1	2	3	3
<b>총포괄이익</b>	34	35	139	143	150
<b>지배주주</b>	42	36	136	140	147
<b>비지배주주</b>	-8	-1	3	3	3
<b>EBITDA</b>	108	179	338	392	407

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.1	10.6	98.3	9.5	10.5
영업이익	-58.3	148.5	115.9	26.1	7.2
세전계속사업이익	-94.9	417.0	469.9	30.9	5.4
EBITDA	-22.7	65.8	89.4	16.0	3.9
EPS	-95.2	518.2	467.3	24.1	5.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-0.4	0.8	3.2	3.2	3.0
ROE	0.2	2.2	11.8	13.1	12.3
EBITDA마진	7.8	11.7	11.2	11.9	11.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	162.1	96.6	112.1	116.3	119.6
부채비율	92.3	199.9	299.7	295.7	296.1
순차입금/자기자본	30.0	77.9	110.6	97.5	87.1
EBITDA/이자비용(배)	7.3	5.2	0.0	0.0	0.0
배당성향	1,086.0	104.2	18.4	14.8	14.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	76	471	2,674	3,317	3,495
BPS	21,867	22,277	25,014	27,840	30,844
CFPS	1,600	2,224	5,334	5,860	5,914
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	902.5	149.0	23.4	18.8	17.9
PBR	3.1	3.2	2.5	2.2	2.0
PCR	43.0	31.6	11.7	10.7	10.6
EV/EBITDA	30.0	21.0	10.2	8.7	8.4
배당수익률	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.09	매수	75,000원	6개월		
2024.05.02	매수	65,000원	6개월	-24.32%	-3.85%
2023.11.09	매수	56,000원	6개월	-0.46%	25.89%
2023.05.23	매수	89,000원	6개월	-23.36%	-0.67%



### Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 09일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------