

씨에스윈드 (112610/KS)

1Q24 Preview: 수익성이 중요해지는 시점

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 65,000 원(상향)
현재주가: 52,500 원
상승여력: 23.8%



Analyst
나민식, CFA

minsik@sk.com.kr
02-3773-9503

Company Data

발행주식수	4,217 만주
시가총액	2,214 십억원
주요주주	
김성권(외15)	41.03%
국민연금공단	10.22%

Stock Data

주가(24/04/30)	52,500 원
KOSPI	2,692.06 pt
52주 최고가	88,400 원
52주 최저가	44,900 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 컨센서스 부합 전망

1Q24 매출액 6,020 억원(YoY +72.0%), 영업이익 420 억원(YoY +71.8%, OPM +7.0%)를 전망한다. 컨센서스 매출액 6,464 억원, 영업이익 438 억원에 부합하는 실적이 예상된다. 전년동기대비 가파른 매출액 증가의 배경에는 ① 덴마크 해상풍력 하부 구조물 생산법인을 인수한 효과(1,800 억원) ② IRA 보조금 인식(320 억원)이 있다. 1Q24 기존 타워 매출액은 3,750 억원(YoY +21.8%)를 전망한다. 보조금을 제외한 영업이익은 100 억원(YoY +36.2%, OPM +1.7%)를 예상한다.

수익성이 중요해지는 시점

인플레이션 및 고금리로 인해서 풍력산업이 역풍을 받고 있다. 금리인상 기조가 이어짐에 따라서 풍력발전사업의 ROIC 가 낮아지고 있으며, 인플레이션으로 인해서 기자재 및 설치비 상승이 이어지고 있다. 동사의 전방산업인 풍력터빈 제조업체들은 수익성 개선을 목표로 선별해서 수주를 받고있는 상황이다. 수주잔고, 매출액 같은 외형적인 성장보다는 생산프로세스를 간소화하는 등 수익성개선을 목표하고 있다. 에너지전환 시대에서 풍력발전 보급은 매년 증가하고 있지만, 매크로 변수의 영향으로 단기적으로 풍력 기자재 업체들의 수익성이 낮아지고 있다고 판단한다.

Valuation 변경

24 년 연간 매출액 2 조 7,050 억원(YoY +78.1%), 영업이익 1,800 억원(YoY +72.3%, OPM +6.7%)을 전망한다. 기존 추정치대비해서 매출액은 +26.9% 상향했으며, 영업이익은 -2.0% 하향했다. 하부 구조물 생산법인 인수를 반영하여 매출액 추정치를 상향했으며, 단기적인 수익성 악화를 고려하여 영업이익은 하향했다. 또한 Valuation 방식을 기존 EV/EBITDA 방식에서 PER 으로 변경했다. 수익성이 중요해지는 시점에서 순이익의 변동이 주가 변동을 더 잘 설명할 것으로 판단하기 때문이다. 기존 목표주가 56,000 원에서 65,000 원으로 소폭 상향했다. 매수의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,195	1,375	1,520	2,705	3,300	4,032
영업이익	십억원	101	42	105	180	292	359
순이익(지배주주)	십억원	66	2	20	85	189	232
EPS	원	1,597	76	471	2,020	4,471	5,501
PER	배	41.1	902.5	149.0	26.0	11.7	9.5
PBR	배	3.1	3.1	3.2	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	21.4	30.0	21.0	13.0	9.1	7.6
ROE	%	10.1	0.2	2.2	9.2	18.0	18.8

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
EPS (24년)	(원)	-	2,020	
Target PER	(배)	-	32	
목표주가	(원)	-	65,000	
전일종가	(원)	-	52,500	
상승여력	%	-	+23.8	

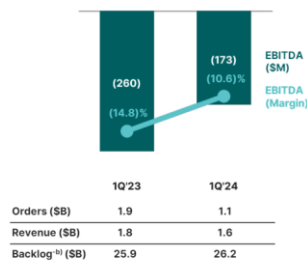
자료: SK 증권

주: Valuation 방식을 기존 EV/EBITDA 에서 PER 으로 변경했음.

GEV 1Q24 IR 자료

Wind

GE VERNOVA



Dynamics^{a)}

- Lower equipment orders due to softer Onshore Wind North America
- Onshore Wind delivered positive EBITDA despite lower revenue
- Executing challenged Offshore Wind backlog^(b) with higher equipment deliveries resulting in EBITDA losses
- Expect stronger 2H'24 Onshore Wind volume from existing backlog^(b)

자료: SK 증권

실적 추정치 변동

	변경 전		변경 후		% change	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,131	2,451	2,705	3,300	▲ 26.9%	▲ 34.6%
영업이익	184	199	180	292	▼ 2.0%	▲ 46.8%
영업이익률	8.6%	8.1%	6.7%	8.9%	-2.0%pt	+0.7%pt

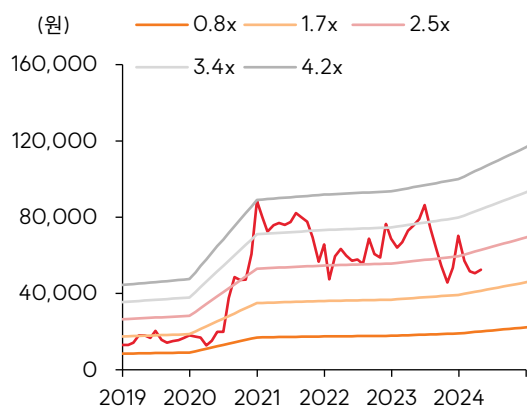
자료: 씨에스윈드, SK 증권

분기실적추정 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	350	415	381	374	602	683	685	735	785	815	835	865
YoY	12.9%	26.8%	17.8%	-9.7%	72.0%	64.6%	80.0%	96.7%	30.4%	19.3%	21.9%	17.7%
타워	308	359	340	190	375	455	475	515	570	600	630	650
하부구조물	0	0	0	162	180	160	160	170	180	180	170	180
배어링	25	28	15	8	15	35	20	20	20	20	20	20
보조금	17	28	25	13	32	33	30	30	15	15	15	15
기타	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	325	373	339	377	560	635	635	695	705	738	752	813
원재료	238	279	227	239	409	458	459	485	526	546	559	580
임직원급여	39	38	48	62	60	75	77	96	79	82	84	112
감가상각비	18	18	18	21	30	34	34	37	35	37	38	39
고정비	18	21	32	33	30	38	34	37	39	41	42	43
변동비	4	4	4	5	9	10	10	11	12	14	13	13
기타	9	13	9	17	21	20	21	29	14	19	18	26
영업이익	25	42	41	-3	42	48	50	40	80	77	83	52
YoY	166.5%	116.6%	105.1%	적지	718%	14.3%	20.6%	흑전	90.0%	61.9%	65.3%	28.4%
영업이익률	7.0%	10.1%	10.9%	-0.9%	7.0%	7.0%	7.3%	5.5%	10.2%	9.5%	9.9%	6.0%
금융수익(비용)	-12	-17	-14	-11	-13	-14	-9	0	-1	-6	-4	-3
기타 영업외손익	1	-1	-4	-18	-6	-7	-9	-10	-8	-9	-9	-9
종속및관계기업관련손익	0	-2	0	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
법인세	4	1	5	-5	4	5	6	6	14	12	14	8
당기순이익	8	21	18	-28	18	20	25	24	56	50	55	32
YoY	흑전	277.7%	1577.7%	적지	117.0%	-25%	40.8%	흑전	219.2%	142.3%	118.7%	33.4%
당기순이익률	2.3%	5.1%	4.7%	-7.5%	2.9%	3.0%	3.7%	3.2%	7.1%	6.1%	6.6%	3.6%

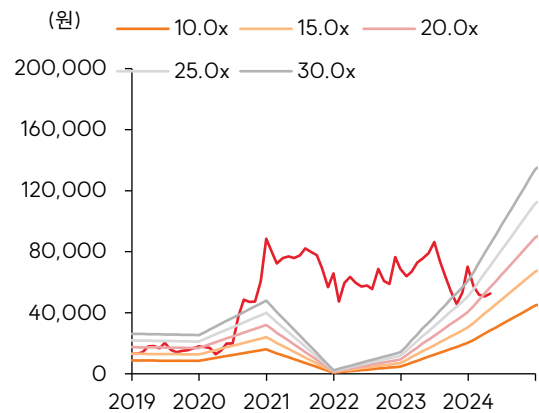
자료: SK 증권

PBR Band



자료: Fnguide, SK 증권

PER Band



자료: Fnguide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,011	1,368	2,724	3,187	3,732
현금및현금성자산	192	207	216	238	264
매출채권 및 기타채권	366	488	960	1,130	1,330
재고자산	382	582	1,145	1,348	1,586
비유동자산	773	1,464	1,510	1,523	1,531
장기금융자산	7	16	28	32	37
유형자산	529	916	946	958	962
무형자산	117	261	249	240	234
자산총계	1,784	2,833	4,234	4,710	5,263
유동부채	624	1,417	2,714	3,004	3,326
단기금융부채	273	529	975	960	921
매입채무 및 기타채무	301	631	1,636	1,925	2,266
단기충당부채	0	23	45	52	62
비유동부채	233	471	509	523	539
장기금융부채	208	432	432	432	432
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	3	6	12	14	16
부채총계	857	1,888	3,223	3,527	3,865
지배주주지분	880	897	961	1,129	1,340
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	306	474	685
비지배주주지분	48	48	49	53	58
자본총계	928	944	1,011	1,182	1,398
부채와자본총계	1,784	2,833	4,234	4,710	5,263

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	151	111	22	220	253
당기순이익(손실)	-7	19	87	192	237
비현금성항목등	126	171	311	354	365
유형자산감가상각비	51	59	70	72	72
무형자산상각비	15	15	12	9	6
기타	61	97	230	273	286
운전자본감소(증가)	68	-57	-146	-53	-62
매출채권및기타채권의감소(증가)	35	212	-472	-170	-200
재고자산의감소(증가)	-10	-200	-563	-203	-238
매입채무및기타채무의증가(감소)	52	-52	804	289	341
기타	-68	-29	-251	-321	-345
법인세납부	-31	-8	-22	-48	-59
투자활동현금흐름	-105	-236	-145	-100	-94
금융자산의감소(증가)	-4	-17	-17	-6	-7
유형자산의감소(증가)	-94	-188	-100	-84	-76
무형자산의감소(증가)	-2	0	0	0	0
기타	-5	-31	-27	-9	-11
재무활동현금흐름	-95	141	425	-36	-60
단기금융부채의증가(감소)	36	-91	446	-15	-39
장기금융부채의증가(감소)	-24	252	0	0	0
자본의증가(감소)	12	2	0	0	0
배당금지급	-25	-21	-21	-21	-21
기타	-94	-1	0	0	0
현금의 증가(감소)	-70	16	9	22	26
기초현금	262	192	207	216	238
기말현금	192	207	216	238	264
FCF	57	-77	-78	136	177

자료 : 씨에스윈드, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,375	1,520	2,705	3,300	4,032
매출원가	1,239	1,314	2,325	2,770	3,383
매출총이익	136	206	380	530	649
매출총이익률(%)	9.9	13.5	14.0	16.0	16.1
판매비와 관리비	94	101	199	238	290
영업이익	42	105	180	292	359
영업이익률(%)	3.1	6.9	6.7	8.9	8.9
비영업손익	-37	-81	-72	-52	-63
순금융손익	-13	-29	-208	-225	-227
외환관련손익	-20	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-4	0	0	0
세전계속사업이익	5	24	109	241	296
세전계속사업이익률(%)	0.3	1.6	4.0	7.3	7.3
계속사업법인세	10	5	22	48	59
계속사업이익	-6	19	87	192	237
중단사업이익	-1	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	19	87	192	237
순이익률(%)	-0.5	1.2	3.2	5.8	5.9
지배주주	2	20	85	189	232
지배주주귀속 순이익률(%)	0.1	1.3	3.1	5.7	5.8
비지배주주	-9	-1	2	4	5
총포괄이익	34	35	87	192	237
지배주주	42	36	84	186	229
비지배주주	-8	-1	3	6	8
EBITDA	108	179	262	373	437

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	15.1	10.6	77.9	22.0	22.2
영업이익	-58.3	148.5	72.3	61.9	22.8
세전계속사업이익	-94.9	417.0	354.2	121.4	23.0
EBITDA	-22.7	65.8	46.9	42.0	17.4
EPS	-95.2	518.2	328.6	121.4	23.0
수익성 (%)					
ROA	-0.4	0.8	2.5	4.3	4.7
ROE	0.2	2.2	9.2	18.0	18.8
EBITDA마진	7.8	11.7	9.7	11.3	10.8
안정성 (%)					
유동비율	162.1	96.6	100.4	106.1	112.2
부채비율	92.3	199.9	318.9	298.3	276.4
순차입금/자기자본	30.0	77.9	114.4	94.1	74.3
EBITDA/이자비용(배)	7.3	5.2	1.1	1.5	1.7
배당성향	1,086.0	104.2	24.3	11.0	8.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	76	471	2,020	4,471	5,501
BPS	21,867	22,277	23,806	27,786	32,796
CFPS	1,600	2,224	3,963	6,380	7,368
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	902.5	149.0	26.0	11.7	9.5
PBR	3.1	3.2	2.2	1.9	1.6
PCR	43.0	31.6	13.2	8.2	7.1
EV/EBITDA	30.0	21.0	13.0	9.1	7.6
배당수익률	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.02	매수	65,000원	6개월		
2023.11.09	매수	56,000원	6개월	-0.46%	25.89%
2023.05.23	매수	89,000원	6개월	-23.36%	-0.67%
2021.07.22	Not Rated				



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 05월 02일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------