2024. 1. 11

씨에스윈드 (112610)

Vestas가 증명한 미국 풍력 발전 수요 증가

Company Analysis | 신재생/2차전지셀

Analyst 이주영
juyzong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	81,000 원
현재주가	66,300 원
상승여력	22.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/10)	2,541.98 pt
시가총액	27,960 억원
발행주식수	42,171 천주
52 주 최고가/최저가	88,400 / 44,900 원
90 일 평균거래대금	208.37 억원
외국인 지분율	12.3%
배당수익률(23.12E)	0.8%
BPS(23.12E)	22,007 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 26.1%
	6 개월 -21.1%
	12 개월 -7.0%
주주구성	김성권 (외 16인) 41.1%
	국민연금공단 (외 1인) 11.4%
	자사주 (외 1인) 1.8%

Stock Price

4Q23 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 전망

4Q23 연결 실적은 매출액 4,078억원(+7.2% QoQ), 영업이익 387억원(-6.7% QoQ, OPM 9.5%)으로 영업이익 컨센서스(379억원)에 부합할 전망이다. 당초 적자가 예상되었던 Bladt 법인이 기보유 수주에 대해 ASP 재협상을 진행한 것으로 파악돼 BEP 수준의 영업이익을 기록했을 것으로 추정하며, 금번 실적발표를 통해 Bladt 리스크가 상당 부분 해소될 것으로 기대한다. 다만 타워 부문 실적은 일부 프로젝트 딜레이 영향으로 매출 3,281억원(-3.7% QoQ), 영업이익 164억원(-10.9% QoQ, OPM 5.0%)을 예상한다.

Vestas가 증명한 미국 풍력 발전 수요 증가

씨에스윈드의 2024년 연간 실적은 매출 2.6조원(+66.1% YoY), 영업이익 2,333억원(+59.1% YoY, OPM 9.0%)을 전망한다. 2022년 기준 동사 매출 54%를 차지하는 Vestas의 4Q23 신규 수주는 역대 최대 분기 실적인 6.9GW(+65.6% YoY)를 기록했다. 그 중 미국에서 발생한 신규 수주는 4.6GW(+324.6% QoQ, +516.0% YoY)로 미국 내 풍력 발전 수요 증가를 보여주는 대목이라고 판단한다. 동사의 타워 부문 실적 역시 미국 법인 생산성 개선에 기인하여 매출액 1.7조원(+26.3% YoY), 영업이익 1,136억원(+111.9% YoY, OPM 6.7%)을 추정한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 81,000원 상향

씨에스윈드에 대해 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 기존 68,000원에서 81,000원으로 +19% 상향한다. 목표주가 상향 조정은 Bladt 조기 흑자전환 예상에 따른 추정치 상향에 기인하며 2024년 예상 EPS(3,424원)에 Target multiple 23.7x를 적용하여 산출했다. 2024년 연간 Bladt 법인 실적은 매출 6,987억원, 영업이익 62억원(OPM 0.9%)을 예상한다. 금리 인하 기대감 측면에서도 풍력 업종 내 수혜가 가장 크게 나타날 기업이라고 판단하며 업종 내 Top pick으로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195	1,375	1,554	2,582	2,771
영업이익	101	42	147	233	259
순이익	65	-10	74	143	189
EPS (원)	1,570	-24	1,737	3,424	4,501
증감률 (%)	85.7	적전	흑전	97.1	31.4
PER (x)	41.9	-2,903.9	38.2	19.4	14.7
PBR (x)	3.1	3.3	3.0	2.7	2.3
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.4	9.0	9.4
EBITDA 마진 (%)	11.7	7.8	14.2	12.3	12.7
ROE (%)	10.1	-0.1	8.0	14.4	16.5

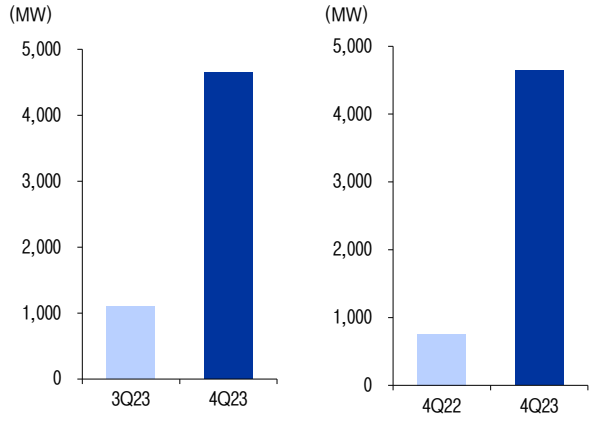
주: IFRS 연결 기준
자료: 씨에스윈드, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **씨에스윈드 목표주가 산정**

	2022	2023E	2024E	2025E
EPS (원)	n/a	1,737	3,424	4,501
EPS Growth	적전	흑전	97%	31%
Target EPS (원)	3,424	2024년 예상 EPS		
Target P/E (x)	23.7	글로벌 Peer group 2024년 예상 P/E		
적정주가 (원)	81,204			
목표주가 (원)	**81,000**			
현재주가 (원)	66,300			
Upside (%)	**22%**			

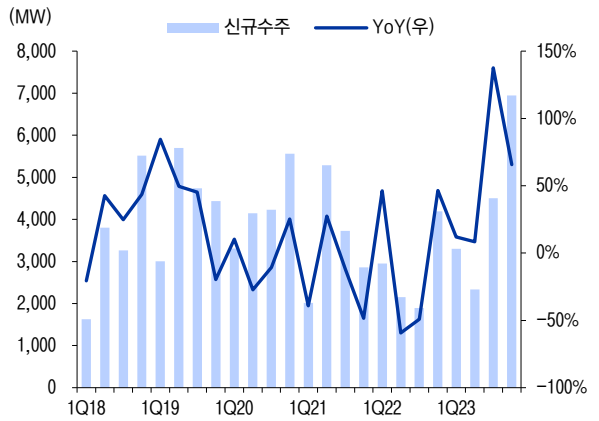
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 **Vestas 미국 신규 수주 추이**



자료: Vestas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 **Vestas 분기별 신규 수주 추이**



자료: Vestas, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 **씨에스윈드 연결 실적 추이 및 전망**

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출	**350**	**416**	**381**	**408**	**581**	**647**	**665**	**689**	**1,554**	**2,582**
타워	308	360	341	328	381	429	434	445	1,337	1,689
AMPC	17	28	24	23	24	27	28	29	92	109
씨에스베어링	25	28	15	15	16	19	24	27	83	86
Bladt	-	-	-	43	160	172	179	188	43	699
영업이익	**25**	**42**	**42**	**39**	**48**	**57**	**62**	**66**	**147**	**233**
타워	7	12	18	16	23	28	30	33	54	114
AMPC	17	28	24	23	24	27	28	29	92	109
씨에스베어링	1	2	-1	0	0	1	2	2	1	5
Bladt	-	-	-	0	1	1	2	2	0	6
OPM(%)	**7.0**	**10.1**	**10.9**	**9.5**	**8.3**	**8.8**	**9.3**	**9.5**	**9.4**	**9.0**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,073	1,012	1,190	1,744	1,651
현금 및 현금성자산	262	192	318	315	118
매출채권 및 기타채권	398	366	330	659	718
재고자산	351	382	417	641	680
기타유동자산	62	72	124	129	135
비유동자산	698	768	941	1,050	1,163
관계기업투자등	3	13	17	18	19
유형자산	510	532	641	756	872
무형자산	125	121	110	98	86
자산총계	**1,771**	**1,780**	**2,130**	**2,794**	**2,813**
유동부채	573	624	830	1,372	1,224
매입채무 및 기타재무	316	323	306	517	545
단기금융부채	210	273	495	824	647
기타유동부채	46	28	30	31	32
비유동부채	255	231	322	323	324
장기금융부채	234	208	293	293	293
기타비유동부채	20	23	29	30	31
부채총계	**827**	**855**	**1,152**	**1,695**	**1,548**
지배주주지분	894	877	928	1,049	1,215
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	597	610	610	610	610
이익잉여금	268	239	291	412	578
비지배주주지분(연결)	50	48	50	50	50
자본총계	**944**	**925**	**978**	**1,099**	**1,265**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,195**	**1,375**	**1,554**	**2,582**	**2,771**
매출원가	1,024	1,239	1,338	2,174	2,320
매출총이익	**171**	**136**	**216**	**408**	**451**
판매비 및 관리비	70	94	100	167	169
영업이익	**101**	**42**	**147**	**233**	**259**
(EBITDA)	139	108	221	317	353
금융손익	-14	-32	2	4	5
이자비용	9	15	0	0	0
관계기업등 투자손익	6	-3	-5	-6	-6
기타영업외손익	-2	-5	-45	-13	-1
세전계속사업이익	**91**	**2**	**99**	**219**	**257**
계속사업법인세비용	25	10	25	76	68
계속사업이익	66	-9	74	143	189
중단사업이익	-1	-1	0	0	0
당기순이익	**65**	**-10**	**74**	**143**	**189**
지배주주	66	-1	72	142	186
총포괄이익	**97**	**32**	**74**	**143**	**189**
매출총이익률 (%)	14.3	9.9	13.9	15.8	16.3
영업이익률 (%)	8.5	3.1	9.4	9.0	9.4
EBITDA 마진률 (%)	11.7	7.8	14.2	12.3	12.7
당기순이익률 (%)	5.4	-0.7	4.7	5.5	6.8
ROA (%)	5.0	-0.1	3.7	5.8	6.7
ROE (%)	10.1	-0.1	8.0	14.4	16.5
ROIC (%)	8.7	-17.9	8.3	9.3	9.7

현금흐름표

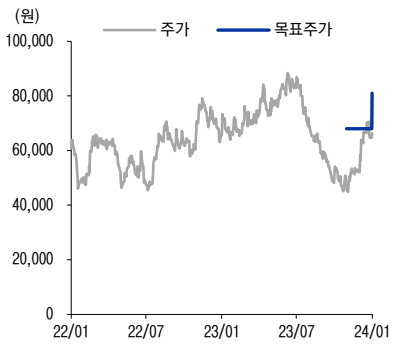
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**-105**	**151**	**40**	**-113**	**215**
당기순이익(손실)	65	-10	74	143	189
비현금수익비용가감	68	129	90	90	99
유형자산감가상각비	32	51	59	71	82
무형자산상각비	7	15	15	13	12
기타현금수익비용	30	64	-1	6	5
영업활동 자산부채변동	-193	68	-109	-346	-73
매출채권 감소(증가)	-154	35	47	-329	-59
재고자산 감소(증가)	-107	-10	-25	-224	-39
매입채무 증가(감소)	21	52	-47	211	29
기타자산, 부채변동	47	-9	-83	-3	-3
투자활동 현금	**-301**	**-105**	**-161**	**-199**	**-213**
유형자산처분(취득)	-92	-94	-146	-185	-198
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-217	-12	-12	-7	-7
기타투자활동	11	3	-2	-7	-7
재무활동 현금	**568**	**-95**	**245**	**309**	**-198**
차입금의 증가(감소)	123	12	266	329	-178
자본의 증가(감소)	-17	-68	-21	-21	-21
배당금의 지급	17	25	-21	-21	-21
기타재무활동	462	-39	0	0	0
현금의 증가	**170**	**-70**	**127**	**-3**	**-197**
기초현금	92	262	192	318	315
기말현금	262	192	318	315	118

자료: 씨에스윈드, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	41.9	n/a	38.2	19.4	14.7
P/B	3.1	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	21.1	29.6	14.7	11.3	10.2
P/CF	20.8	24.3	17.0	12.0	9.7
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	23.3	15.1	13.0	66.1	7.3
영업이익	3.6	-58.3	248.0	59.1	11.1
세전이익	57.0	-98.1	5,607.0	120.5	17.4
당기순이익	92.7	적전	흑전	93.5	32.3
EPS	85.7	적전	흑전	97.1	31.4
안정성 (%)					
부채비율	87.7	92.5	117.8	154.2	122.4
유동비율	187.4	162.2	143.3	127.1	134.8
순차입금/자기자본(x)	17.6	30.7	46.7	71.8	63.8
영업이익/금융비용(x)	11.6	2.9	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	444	480	788	1,117	940
순차입금 (십억원)	166	284	457	789	808
주당지표 (원)					
EPS	1,570	-24	1,737	3,424	4,501
BPS	21,204	20,786	22,007	24,880	28,811
CFPS	3,156	2,832	3,893	5,521	6,816
DPS	600	500	500	500	500

씨에스윈드 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.11.09	신규	이주영									
2023.11.09	Buy	68,000	3.7		-15.8						
2024.01.11	Buy	81,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이주영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.4%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)