

2024. 2. 19



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**  
02. 6454-4886  
dongjun.yoon@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **83,000 원**

**현재주가 (2.19)** **56,900 원**

**상승여력** **45.9%**

KOSPI	2,680.26pt
시가총액	23,996억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	57.12%
외국인비중	13.49%
52주 최고/최저가	88,400원/44,900원
평균거래대금	194.2억원

**주요주주(%)**

김성권 외 14 인	41.00
국민연금공단	11.40

**주가상승률(%)**

	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-3.2	-12.6	-16.3
상대주가	-10.7	-18.3	-23.5

**주가그래프**



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,195.0	101.1	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.4	10.1	87.7
2022	1,374.9	42.1	-1.0	-23	적전	20,786	-2,952.8	3.3	30.0	-0.1	92.5
2023P	1,548.6	142.2	51.7	1,225	흑전	22,494	51.8	2.8	16.8	5.7	119.5
2024E	2,720.6	197.1	109.4	2,594	117.4	24,596	21.9	2.3	10.9	11.0	155.9
2025E	3,548.0	373.7	230.9	5,474	113.7	29,579	10.4	1.9	6.9	20.2	133.7

# 씨에스윈드 112610

## 4Q23 Review: 타이밍의 문제

- ✓ 4Q23 연결 영업이익은 344억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(356억원)에 부합
- ✓ 일회성 요인을 제외하면 아쉬운 실적으로 평가. 타워 부문 매출 크게 부진
- ✓ 생각보다 2024년 상반기 실적 개선 폭이 덜하고, 매크로 불확실성도 높음
- ✓ 2024년 하반기 이후의 턴어라운드 가시성은 높아지고 있음
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 83,000원으로 -10% 하향

### 헤드라인은 기대치 부합. 다만 뜯어보면 아쉬움이 남는 매출

4Q23 연결 영업이익은 344억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(356억원)에 부합했다. 일회성 요인을 제외하면 아쉬운 실적으로 평가한다. 4Q23 매출은 4,021억원(-2.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(4,380억원)를 하회했는데, Bladt 법인에서 LD(지체상금) 환입과 도급비 상승 등 일회성 요인에 힘입어 2,000억원의 매출액을 기록했음에도 본업(타워)에서 매출이 매우 부진했다. 미국법인 이외의 법인에서 상당수의 프로젝트가 2024년으로 이연된 것으로 보인다. Bladt의 정확한 이익이 공개되지 않아 계산이 어려우나 타워 부문은 소폭의 적자를 기록한 것으로 추정한다. 영업 외에서 말레이시아 법인 손상차손(199억원) 등 반영으로 세전이익은 적자전환(-16억원)했다. 수주는 예상 대비 부진한 1.5억달러 수준(-68% YoY)을 기록한 것으로 추정한다. AMPC 인식은 124억원(고객사 이익 공유 163억원)으로 예상치에 부합했으며, 2024년 AMPC 이익 공유 비율 가정치도 Vestas 20%, GE 10%를 유지한다.

### 단기적 실적 불확실성과 2025년 턴어라운드 사이 애매한 골짜기

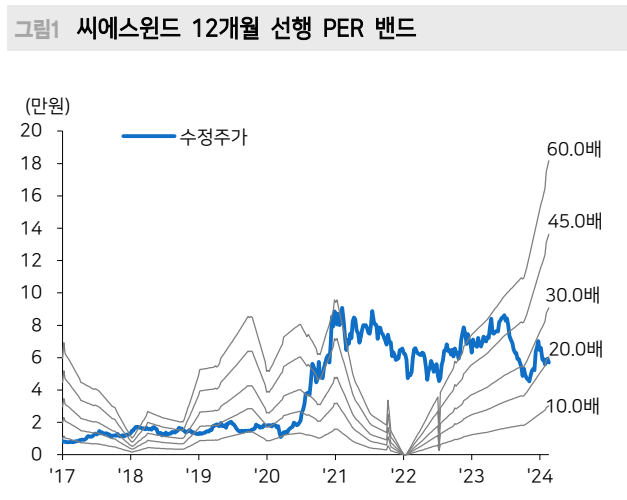
투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 83,000원으로 -10% 하향한다. 기준이 되는 2025년 추정치는 비슷하나 고객사들의 멀티플 하향 추세를 반영했다. 상반기까지는 1)예상보다 느린 타워 부문 매출액 상승, 2)Bladt 부문의 마진 불확실성으로 인해 실적 개선 기대감을 가지기 쉽지 않을 전망이다. 매크로 및 정책(미국 대선) 불확실성도 염두에 뒀다. 다만 2Q24에는 포르투갈, 베트남 법인의 증설이 완료되어 하반기부터 해상풍력 매출 발생이 본격화될 전망이다. 또한 최근 풍력터빈 3사의 수주 확대, 미국 해상풍력 재입찰 등으로 2025년 이후의 턴어라운드에 대한 가시성이 커지고 있어 하반기 이후에는 멀티플 상승을 기대할 수 있다.

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	402.1	414.1	-2.9	380.5	5.7	438.0	-8.2	469.7	-14.4
영업이익	34.4	-6.6	흑전	41.5	-17.1	35.6	-3.3	32.0	7.6
세전이익	-1.6	-3.1	적축	22.9	적전	26.3	N/A	20.0	N/A
순이익	4.2	-7.7	흑전	19.1	-78.0	18.2	-76.9	15.3	-72.5

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023P	2024E	2023P	2024E	2023P	2024E
매출액	1,616.1	2,970.2	1,548.6	2,720.5	-4.2%	-8.4%
영업이익	139.8	263.7	142.2	197.1	1.7%	-25.2%
영업이익률	8.7%	8.9%	9.2%	7.2%	0.5%p	-1.6%p
당기순이익	62.1	173.2	51.1	111.2	-17.6%	-35.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	230.8	2025년 예상
적용 멀티플(배)	15.1	Vestas, Nordex 2025년 PER에 10% 할인 AMPC 이익이 지속 가능하지 않음을 감안한 디스카운트
적정 시가총액(십억원)	3,490	
발행 주식수(백만주)	42,171	
<b>적정 주가(원)</b>	<b>83,000</b>	
현재 주가(원)	56,900	
<b>상승 여력(%)</b>	<b>45.9</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2020	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>														
환율(원/달러)	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,325.0	1,300.0	1,310.0	1,315.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,305.7	1,312.5	1,300.0
수주(백만 달러)	474.0	164.0	548.0	150.0	350.0	300.0	500.0	350.0	826.0	764.0	932.0	1,336.0	1,500.0	1,850.0
수주잔고(백만 달러)	736.1	646.0	1,028.0	1,031.3	1,144.1	1,135.2	1,340.0	1,314.8	450.0	414.0	565.0	1,031.3	1,314.8	1,504.7
AMPC반영(십억원)	17.1	27.6	24.4	12.4	22.1	25.8	25.8	25.8	0.0	0.0	0.0	81.5	99.6	132.8
<b>실적 요약</b>														
<b>매출</b>	<b>350.5</b>	<b>415.5</b>	<b>380.5</b>	<b>402.1</b>	<b>546.4</b>	<b>682.4</b>	<b>667.5</b>	<b>824.2</b>	<b>969.1</b>	<b>1,195.0</b>	<b>1,374.9</b>	<b>1,548.6</b>	<b>2,720.5</b>	<b>3,548.0</b>
매출 성장률(%YoY)	13.0	26.9	17.8	-2.9	55.9	64.2	75.4	105.0	21.2	23.3	15.1	12.6	75.7	30.4
타워 및 부품	325.6	387.4	365.1	193.9	336.4	427.4	412.5	519.2	865.5	1,099.5	1,325.9	1,272.0	1,695.5	2,291.0
씨에스베어링	24.9	28.1	15.4	8.2	20.0	35.0	35.0	45.0	103.5	95.6	49.0	76.6	135.0	202.5
Bladt				200.0	190.0	220.0	220.0	260.0				200.0	890.0	1,054.5
<b>영업이익</b>	<b>24.5</b>	<b>41.8</b>	<b>41.5</b>	<b>34.4</b>	<b>33.1</b>	<b>44.2</b>	<b>54.0</b>	<b>65.8</b>	<b>97.6</b>	<b>101.1</b>	<b>42.1</b>	<b>142.2</b>	<b>197.1</b>	<b>373.7</b>
영업이익률(%)	7.0	10.1	10.9	8.6	6.1	6.5	8.1	8.0	10.1	8.5	3.1	9.2	7.2	10.5
영업이익 성장률(%YoY)	166.5	116.6	105.1	흑전	35.1	5.6	30.2	91.3	62.3	3.6	-58.3	237.7	38.6	89.6
타워 및 부품	23.9	39.7	42.8	8.8	34.8	44.6	45.7	55.7	88.1	100.6	50.9	115.1	180.9	279.6
씨에스베어링	0.7	2.2	-1.3	-1.5	0.2	1.8	1.8	2.3	9.5	0.5	-8.8	0.1	6.0	20.3
Bladt				27.1	-1.9	-2.2	6.6	7.8				27.1	10.3	73.8
금융손익	-12.2	-17.2	-13.9	-12.3	-11.2	-6.9	-14.8	-14.7	-11.0	-14.1	-40.9	-55.6	-47.6	-52.7
기타손익	0.5	-1.0	-4.2	-23.4	-1.8	5.0	-2.1	-1.1	-27.6	2.5	2.8	-28.1	0.1	-2.3
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.4	-1.5	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-1.2	1.2	-2.4	-2.7	-1.3	-1.9
<b>세전이익</b>	<b>12.4</b>	<b>22.1</b>	<b>22.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>19.8</b>	<b>42.0</b>	<b>36.8</b>	<b>49.7</b>	<b>57.8</b>	<b>90.7</b>	<b>1.7</b>	<b>55.8</b>	<b>148.3</b>	<b>316.8</b>
법인세비용	4.3	1.1	4.9	-5.7	5.0	10.5	9.2	12.4	24.2	24.8	10.3	4.7	37.1	79.2
<b>당기순이익</b>	<b>8.1</b>	<b>21.0</b>	<b>17.9</b>	<b>4.1</b>	<b>14.9</b>	<b>31.5</b>	<b>27.6</b>	<b>37.3</b>	<b>33.6</b>	<b>64.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>51.1</b>	<b>111.2</b>	<b>237.6</b>
순이익률(%)	2.3	5.1	4.7	1.0	2.7	4.6	4.1	4.5	3.5	5.4	-0.7	3.3	4.1	6.7
순이익 성장률(% YoY)	흑전	289.1	10,763.7	흑전	83.8	50.0	53.8	804.7	-3.1	92.7	적전	흑전	117.4	113.6
지배순이익	7.7	20.6	19.1	4.2	14.8	30.8	27.1	36.6	30.9	66.2	-1.0	51.7	109.4	230.8

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

## 씨에스윈드 (112610)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,195.0</b>	<b>1,374.9</b>	<b>1,548.6</b>	<b>2,720.6</b>	<b>3,548.0</b>
매출액증가율(%)	23.3	15.1	12.6	75.7	30.4
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,302.1	2,414.4	3,032.3
매출총이익	171.4	136.2	246.5	306.2	515.7
판매관리비	70.3	94.1	104.3	109.1	142.0
<b>영업이익</b>	<b>101.1</b>	<b>42.1</b>	<b>142.2</b>	<b>197.1</b>	<b>373.7</b>
영업이익률(%)	8.5	3.1	9.2	7.2	10.5
금융손익	-14.1	-40.9	-55.6	-47.6	-52.7
중속/관계기업손익	1.2	-2.4	-2.7	-1.3	-1.9
기타영업외손익	2.5	2.8	-28.1	0.1	-2.3
세전계속사업이익	90.7	1.7	55.8	148.3	316.8
법인세비용	24.9	10.3	4.7	37.1	79.2
<b>당기순이익</b>	<b>64.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>51.2</b>	<b>111.2</b>	<b>237.6</b>
지배주주지분 손이익	66.2	-1.0	51.7	109.4	230.9

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,011.6</b>	<b>1,152.3</b>	<b>1,387.6</b>	<b>1,648.8</b>
현금및현금성자산	261.8	191.6	205.7	115.2	80.5
매출채권	388.8	362.2	416.5	573.0	750.5
재고자산	350.9	381.8	439.1	604.1	697.7
비유동자산	698.2	767.9	1,037.9	1,397.0	1,401.2
유형자산	510.0	532.2	719.0	1,072.8	1,076.3
무형자산	124.6	120.9	113.4	107.8	102.8
투자자산	6.9	15.3	15.1	26.1	31.7
<b>자산총계</b>	<b>1,771.1</b>	<b>1,779.5</b>	<b>2,190.2</b>	<b>2,784.6</b>	<b>3,049.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>572.7</b>	<b>623.8</b>	<b>746.8</b>	<b>1,027.0</b>	<b>1,063.5</b>
매입채무	193.9	272.2	290.9	400.1	462.1
단기차입금	180.7	232.7	228.4	341.4	291.4
유동성장기부채	7.2	26.9	136.3	136.3	136.3
비유동부채	254.7	231.0	445.7	669.3	681.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	166.5	266.5	266.5
<b>부채총계</b>	<b>827.3</b>	<b>854.9</b>	<b>1,192.4</b>	<b>1,696.3</b>	<b>1,744.8</b>
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	611.2	611.2	611.2
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	88.8	88.8	88.8
이익잉여금	267.8	239.2	270.2	358.8	569.0
비지배주주지분	49.6	48.1	49.2	51.0	57.8
<b>자본총계</b>	<b>943.8</b>	<b>924.7</b>	<b>997.8</b>	<b>1,088.3</b>	<b>1,305.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-105.4</b>	<b>150.8</b>	<b>-21.7</b>	<b>90.2</b>	<b>160.8</b>
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	51.2	111.2	237.6
유형자산상각비	31.6	50.6	59.2	111.3	116.4
무형자산상각비	6.6	15.0	12.8	5.7	5.0
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-196.1	-138.0	-198.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-300.6</b>	<b>-105.3</b>	<b>-225.8</b>	<b>-476.7</b>	<b>-126.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-221.2	-465.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-8.4	0.3	-11.0	-5.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>567.8</b>	<b>-94.9</b>	<b>252.0</b>	<b>296.0</b>	<b>-69.2</b>
차입금의 증감	202.4	36.2	321.1	316.7	-48.4
자본의 증가	399.3	12.2	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.0	-70.2	14.1	-90.5	-34.6
기초현금	91.8	261.8	191.6	205.7	115.2
기말현금	261.8	191.6	205.7	115.2	80.6

### Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,896	32,603	36,721	64,512	84,134
EPS(지배주주)	1,601	-23	1,225	2,594	5,474
CFPS	3,218	2,832	4,589	7,449	11,713
EBITDAPS	3,368	2,554	5,080	7,447	11,741
BPS	21,204	20,786	22,494	24,596	29,579
DPS	600	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	41.0	-2,952.8	51.8	21.9	10.4
PCR	20.4	24.3	13.8	7.6	4.9
PSR	2.3	2.1	1.7	0.9	0.7
PBR	3.1	3.3	2.8	2.3	1.9
EBITDA(십억원)	139.3	107.7	214.2	314.1	495.1
EV/EBITDA	21.4	30.0	16.8	10.9	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	5.7	11.0	20.2
EBITDA 이익률	11.7	7.8	13.8	11.5	14.0
부채비율	87.7	92.5	119.5	155.9	133.7
금융비용부담률	0.7	1.1	0.7	1.9	1.6
이자보상배율(x)	11.6	2.9	12.5	3.7	6.4
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	4.0	5.5	5.4
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	3.8	5.2	5.5

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

