

2024. 5. 10



▲ 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) **72,000 원**

현재주가 (5.9) **52,700 원**

상승여력 **36.6%**

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,712.14pt |
| 시가총액 | 22,224억원 |
| 발행주식수 | 4,217만주 |
| 유통주식비율 | 57.09% |
| 외국인비중 | 12.96% |
| 52주 최고/최저가 | 88,400원/44,900원 |
| 평균거래대금 | 172.8억원 |

| | |
|----------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| 김성권 외 15 인 | 41.03 |
| 국민연금공단 | 10.22 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -8.7 | 8.8 | -32.2 |
| 상대주가 | -8.9 | -2.7 | -37.2 |

주가그래프



씨에스윈드 112610

1Q24 Review: 출발이 좋지 않은 2인 3각

- ✓ 1Q24 연결 영업이익은 -95억원을 기록하며 컨센서스(436억원)를 크게 하회
- ✓ Bladt에서 500억원 내외의 대규모 적자. OSS 프로젝트에서 인력 컨트롤 실패
- ✓ 2Q24 이익 개선 가능하지만 불확실성 높아 기대는 이음
- ✓ 글로벌 풍력 턴어라운드 는 가시적이지만, 자회사 불확실성 개선 이후 주목
- ✓ 투자의견 Buy를 유지하되, 적정주가를 72,000원으로 -11% 하향

마음의 준비를 했지만...

1Q24 연결 영업이익은 -95억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(436억원)를 크게 하회했다. AMPC 240억원을 포함 타워 부문에서는 정상적인 GPM(High-Single)을 기록했으나 덴마크 하부구조물 자회사 Bladt에서 500억원 내외의 대규모 적자를 기록한 것으로 추정한다. Bladt 대규모 적자 원인은 일부 OSS(해상변전소) 프로젝트에서 로컬 하청업체의 생산 차질(인력 부족 및 인건비 상승 등)로 원가가 크게 증가했기 때문이다. 해당 프로젝트의 납기를 맞추기 위해 자체 투입 원가를 늘려야 했다. 해당 프로젝트를 제외할 시 Bladt는 Low Single 수준의 GPM을 기록한 것으로 추정된다. 현재 원가 상승분을 평가에 반영하기 위해 고객사와 논의 중이며, 2Q24 중 긍정적인 결론이 나온다면 Bladt는 영업 BEP가 가능하다. 다만 협상 결과와 원가 추가 상승 여부를 짐작하기 어려워 실적 개선에 대한 기대는 이르다. 베트남, 포르투갈에서 2Q24 중 신규 가동하는 해상풍력 설비 역시 가동 초반에는 기존 타워 부문보다는 낮은 마진이 예상된다.

타워와 하부구조물, 둘 다 달려야 앞으로 간다

타워 부문의 상황은 좋다. 1Q24 타워 매출은 전년 동기 대비 50% 이상 증가했으며, 수주 역시 5억 달러를 상회한 것으로 파악된다. 고객사들도 1Q24 실적부터는 턴어라운드 기조다. Siemens Energy는 2024년 풍력 매출 가이드를 상향했고(중간값 기준 5%→11%), Vestas, GE Vernova는 연간 가이드를 유지했지만 하반기 실적에 자신감을 보였다. 그러나 Bladt 이익 개선에 대해 믿음을 가지기 전까지 타워 부문의 성장이 온전히 빛을 발하기는 어렵다. 투자의견 Buy를 유지하되, 수정된 이익 전망치를 적용하여 적정주가를 72,000원으로 -11% 하향한다.

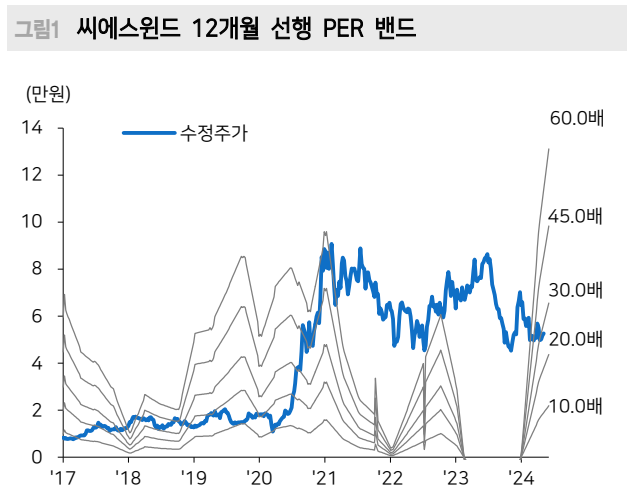
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2022 | 1,374.9 | 42.1 | 1.9 | 45 | 적전 | 20,856 | 1,522.1 | 3.3 | 30.0 | 0.2 | 92.3 |
| 2023 | 1,520.2 | 104.7 | 19.9 | 471 | 흑전 | 21,266 | 148.9 | 3.3 | 21.0 | 2.2 | 199.9 |
| 2024E | 2,761.4 | 123.4 | 5.4 | 129 | -69.4 | 20,903 | 409.5 | 2.5 | 11.9 | 0.6 | 269.5 |
| 2025E | 3,340.4 | 303.8 | 152.9 | 3,625 | 2,616.5 | 24,037 | 14.5 | 2.2 | 7.0 | 16.1 | 255.8 |
| 2026E | 3,983.8 | 354.3 | 174.2 | 4,130 | 14.0 | 27,676 | 12.8 | 1.9 | 6.3 | 16.0 | 227.3 |

| (십억원) | 1Q24P | 1Q23 | (% YoY) | 4Q23 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 당사 예상치 | (% diff.) |
|-------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|--------|-----------|
| 매출액 | 736.7 | 350.5 | 110.2 | 373.7 | 97.2 | 642.7 | 14.6 | 666.8 | 10.5 |
| 영업이익 | -9.5 | 24.5 | 적전 | -3.2 | 적확 | 43.6 | N/A | 42.7 | N/A |
| 세전이익 | -36.7 | 12.4 | 적전 | -33.5 | 적확 | 31.4 | N/A | 36.7 | N/A |
| 순이익 | -39.2 | 7.7 | 적전 | -27.6 | 적확 | 24.4 | N/A | 27.8 | N/A |

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 수정전 | | 수정후 | | 변화율 | |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 2,729.3 | 3,322.2 | 2,761.4 | 3,340.4 | 1.2% | 0.5% |
| 영업이익 | 204.6 | 321.8 | 123.4 | 303.8 | -39.7% | -5.6% |
| 영업이익률 | 7.5% | 9.7% | 4.5% | 9.1% | -3.0%p | -0.6%p |
| 당기순이익 | 127.8 | 201.5 | 5.8 | 157.3 | -95.5% | -21.9% |

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

| 구분 | 값 | 내용 |
|-----------------|---------------|--|
| 지배순이익(십억원) | 152.9 | 2025년 예상 |
| 적용 멀티플(배) | 19.9 | Vestas, Nordex 2025년 PER에 10% 할인 AMPC 이익이 지속 가능하지 않음을 감안한 디스카운트 |
| 적정 시가총액(십억원) | 3,042 | |
| 발행 주식수(백만주) | 42,171 | |
| 적정 주가(원) | 72,000 | |
| 현재 주가(원) | 52,700 | |
| 상승 여력(%) | 36.6 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스윈드 실적 전망

| (십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24P | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 주요 가정 | | | | | | | | | | | | | | |
| 환율(원/달러) | 1,274.6 | 1,315.0 | 1,311.4 | 1,321.7 | 1,328.7 | 1,380.0 | 1,350.0 | 1,350.0 | 1,180.3 | 1,143.8 | 1,291.5 | 1,305.7 | 1,352.2 | 1,350.0 |
| 수주(백만 달러) | 474.0 | 164.0 | 548.0 | 125.0 | 520.0 | 250.0 | 400.0 | 350.0 | 826.0 | 764.0 | 932.0 | 1,311.0 | 1,520.0 | 1,800.0 |
| 수주잔고(백만 달러) | 736.1 | 646.0 | 1,028.0 | 861.0 | 988.4 | 971.5 | 1,118.9 | 1,155.6 | 450.0 | 414.0 | 565.0 | 861.0 | 1,155.6 | 1,487.4 |
| AMPC반영(십억원) | 17.1 | 27.6 | 24.4 | 12.4 | 24.0 | 25.8 | 25.8 | 25.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 81.5 | 101.5 | 132.8 |
| 실적 요약 | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 350.5 | 415.5 | 380.5 | 373.7 | 736.7 | 649.1 | 621.8 | 753.8 | 969.1 | 1,195.0 | 1,374.9 | 1,520.2 | 2,761.4 | 3,340.4 |
| 매출 성장률(%YoY) | 13.0 | 26.9 | 17.8 | -9.8 | 110.2 | 56.2 | 63.4 | 101.7 | 21.2 | 23.3 | 15.1 | 10.6 | 81.7 | 21.0 |
| 타워 및 부품 | 325.6 | 387.4 | 365.1 | 205.5 | 521.7 | 394.1 | 366.8 | 448.8 | 865.5 | 1,099.5 | 1,325.9 | 1,283.6 | 1,731.4 | 2,114.9 |
| 씨에스베어링 | 24.9 | 28.1 | 15.4 | 8.2 | 15.0 | 35.0 | 35.0 | 45.0 | 103.5 | 95.6 | 49.0 | 76.6 | 130.0 | 160.5 |
| Bladt | | | | 160.0 | 200.0 | 220.0 | 220.0 | 260.0 | | | | 160.0 | 900.0 | 1,065.0 |
| 영업이익 | 24.5 | 41.8 | 41.5 | -3.2 | -9.5 | 33.7 | 44.4 | 54.8 | 97.6 | 101.1 | 42.1 | 104.7 | 123.4 | 303.8 |
| 영업이익률(%) | 7.0 | 10.1 | 10.9 | -0.9 | -1.3 | 5.2 | 7.1 | 7.3 | 10.1 | 8.5 | 3.1 | 6.9 | 4.5 | 9.1 |
| 영업이익 성장률(%YoY) | 166.5 | 116.6 | 105.1 | 적축 | 적전 | -19.5 | 7.0 | 흑전 | 62.3 | 3.6 | -58.3 | 148.5 | 17.9 | 146.3 |
| 타워 및 부품 | 23.9 | 39.7 | 42.8 | -33.7 | 43.7 | 42.9 | 41.6 | 51.2 | 88.1 | 100.6 | 50.9 | 72.6 | 179.4 | 263.0 |
| 씨에스베어링 | 0.7 | 2.2 | -1.3 | -1.5 | -1.2 | 1.8 | 2.8 | 3.6 | 9.5 | 0.5 | -8.8 | 0.1 | 7.0 | 16.1 |
| Bladt | | | | 32.0 | -52.0 | -11.0 | 0.0 | 0.0 | | | | 32.0 | -63.0 | 24.8 |
| 금융손익 | -12.2 | -17.2 | -13.9 | -10.6 | -19.8 | -33.2 | -11.9 | -21.4 | -11.0 | -14.1 | -40.9 | -54.0 | -86.3 | -96.6 |
| 기타손익 | 0.5 | -1.0 | -4.2 | -18.2 | -6.9 | -3.0 | -1.0 | 0.5 | -27.6 | 2.5 | 5.7 | -22.9 | -10.5 | 4.8 |
| 종속, 지배, 관계기업 손익 | -0.4 | -1.5 | -0.5 | -1.5 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -1.2 | 1.2 | -2.4 | -3.9 | -1.7 | -2.4 |
| 세전이익 | 12.4 | 22.1 | 22.9 | -33.5 | -36.7 | -2.9 | 31.0 | 33.5 | 57.8 | 90.7 | 4.6 | 23.9 | 24.9 | 209.7 |
| 법인세비용 | 4.3 | 1.1 | 4.9 | -5.4 | 3.7 | -0.7 | 7.8 | 8.4 | 24.2 | 24.8 | 10.3 | 5.0 | 19.1 | 52.4 |
| 당기순이익 | 8.1 | 21.0 | 17.9 | -28.1 | -40.4 | -2.2 | 23.3 | 25.1 | 33.6 | 64.7 | -6.9 | 18.9 | 5.8 | 157.3 |
| 순이익률(%) | 2.3 | 5.1 | 4.7 | -7.5 | -5.5 | -0.3 | 3.7 | 3.3 | 3.5 | 5.4 | -0.5 | 1.2 | 0.2 | 4.7 |
| 순이익 성장률(% YoY) | 흑전 | 289.1 | 10,763.7 | 적축 | 적전 | 적전 | 29.8 | 흑전 | -3.1 | 92.7 | 적전 | 흑전 | -69.5 | 2,620.8 |
| 지배순이익 | 7.7 | 20.6 | 19.1 | -27.6 | -39.2 | -2.1 | 22.5 | 24.2 | 30.9 | 66.2 | 1.9 | 19.9 | 5.4 | 152.9 |

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,374.9 | 1,520.2 | 2,761.4 | 3,340.4 | 3,983.8 |
| 매출액증가율(%) | 15.1 | 10.6 | 81.7 | 21.0 | 19.3 |
| 매출원가 | 1,238.7 | 1,314.3 | 2,530.7 | 2,897.9 | 3,464.9 |
| 매출총이익 | 136.2 | 205.9 | 230.7 | 442.5 | 518.9 |
| 판매관리비 | 94.1 | 101.2 | 107.4 | 138.7 | 164.6 |
| 영업이익 | 42.1 | 104.7 | 123.4 | 303.8 | 354.3 |
| 영업이익률(%) | 3.1 | 6.9 | 4.5 | 9.1 | 8.9 |
| 금융손익 | -40.9 | -54.0 | -86.3 | -96.6 | -119.6 |
| 중속/관계기업손익 | -2.4 | -3.9 | -1.7 | -2.4 | -2.8 |
| 기타영업외손익 | 5.7 | -22.9 | -10.5 | 4.8 | 7.2 |
| 세전계속사업이익 | 4.6 | 23.9 | 24.9 | 209.7 | 239.1 |
| 법인세비용 | 10.3 | 5.0 | 19.1 | 52.4 | 59.8 |
| 당기순이익 | -6.9 | 18.9 | 5.8 | 157.3 | 179.3 |
| 지배주주지분 손이익 | 1.9 | 19.9 | 5.4 | 152.9 | 174.2 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 1,011.2 | 1,368.2 | 1,663.2 | 1,885.2 | 2,072.7 |
| 현금및현금성자산 | 191.6 | 207.1 | 121.7 | 197.0 | 81.7 |
| 매출채권 | 362.2 | 309.5 | 437.7 | 532.4 | 635.4 |
| 재고자산 | 381.6 | 582.2 | 823.5 | 1,001.6 | 1,195.3 |
| 비유동자산 | 772.9 | 1,464.5 | 1,771.2 | 1,907.8 | 1,935.9 |
| 유형자산 | 529.1 | 915.6 | 1,201.6 | 1,328.9 | 1,348.8 |
| 무형자산 | 117.3 | 261.0 | 255.6 | 250.9 | 246.8 |
| 투자자산 | 15.3 | 30.3 | 56.5 | 70.5 | 82.9 |
| 자산총계 | 1,784.1 | 2,832.7 | 3,434.5 | 3,793.1 | 4,008.6 |
| 유동부채 | 623.8 | 1,417.1 | 1,593.6 | 1,821.2 | 1,936.2 |
| 매입채무 | 272.2 | 474.3 | 493.5 | 513.6 | 534.4 |
| 단기차입금 | 232.7 | 384.1 | 247.1 | 324.1 | 311.1 |
| 유동성장기부채 | 26.9 | 119.4 | 119.4 | 119.4 | 119.4 |
| 비유동부채 | 232.7 | 471.2 | 911.4 | 905.8 | 847.8 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 173.6 | 303.3 | 403.3 | 376.3 | 299.3 |
| 부채총계 | 856.5 | 1,888.2 | 2,505.0 | 2,727.0 | 2,783.9 |
| 자본금 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | 21.1 |
| 자본잉여금 | 609.5 | 611.3 | 611.3 | 611.3 | 611.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 49.5 | 65.8 | 65.8 | 65.8 | 65.8 |
| 이익잉여금 | 242.1 | 241.3 | 226.0 | 358.2 | 511.6 |
| 비지배주주지분 | 48.1 | 47.6 | 48.0 | 52.4 | 57.5 |
| 자본총계 | 927.6 | 944.4 | 929.5 | 1,066.1 | 1,224.7 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 150.8 | 110.8 | 125.6 | 354.7 | 203.5 |
| 당기순이익(손실) | -6.9 | 18.9 | 5.8 | 157.3 | 179.3 |
| 유형자산상각비 | 50.6 | 59.0 | 154.1 | 172.7 | 180.2 |
| 무형자산상각비 | 15.0 | 14.9 | 5.4 | 4.7 | 4.1 |
| 운전자본의 증감 | 68.4 | -57.4 | -39.6 | 20.1 | -160.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -105.3 | -235.9 | -466.9 | -314.7 | -213.1 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -98.4 | -192.3 | -440.0 | -300.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -8.4 | -15.0 | -26.2 | -14.0 | -12.3 |
| 재무활동 현금흐름 | -94.9 | 141.1 | 255.9 | 35.3 | -105.8 |
| 차입금의 증감 | 36.2 | 480.2 | 276.6 | 56.0 | -85.1 |
| 자본의 증가 | 12.2 | 1.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -70.2 | 15.5 | -85.4 | 75.3 | -115.4 |
| 기초현금 | 261.8 | 191.6 | 207.1 | 121.7 | 197.0 |
| 기말현금 | 191.6 | 207.1 | 121.7 | 197.0 | 81.7 |

Key Financial Data

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 32,603 | 36,047 | 65,480 | 79,209 | 94,466 |
| EPS(지배주주) | 45 | 471 | 129 | 3,625 | 4,130 |
| CFPS | 2,832 | 4,493 | 6,188 | 11,184 | 12,592 |
| EBITDAPS | 2,554 | 4,235 | 6,706 | 11,411 | 12,771 |
| BPS | 20,856 | 21,266 | 20,903 | 24,037 | 27,676 |
| DPS | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 배당수익률(%) | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 1,522.1 | 148.9 | 409.5 | 14.5 | 12.8 |
| PCR | 24.3 | 15.6 | 8.5 | 4.7 | 4.2 |
| PSR | 2.1 | 1.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| PBR | 3.3 | 3.3 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| EBITDA(십억원) | 107.7 | 178.6 | 282.8 | 481.2 | 538.6 |
| EV/EBITDA | 30.0 | 21.0 | 11.9 | 7.0 | 6.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 0.2 | 2.2 | 0.6 | 16.1 | 16.0 |
| EBITDA 이익률 | 7.8 | 11.7 | 10.2 | 14.4 | 13.5 |
| 부채비율 | 92.3 | 199.9 | 269.5 | 255.8 | 227.3 |
| 금융비용부담률 | 1.1 | 2.3 | 2.9 | 2.7 | 2.8 |
| 이자보상배율(x) | 2.9 | 3.0 | 1.5 | 3.4 | 3.1 |
| 매출채권회전율(x) | 3.7 | 4.5 | 7.4 | 6.9 | 6.8 |
| 재고자산회전율(x) | 3.8 | 3.2 | 3.9 | 3.7 | 3.6 |

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 | <p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p> |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | <p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p> |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 86.8% |
| 중립 | 13.2% |
| 매도 | 0.0% |

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

