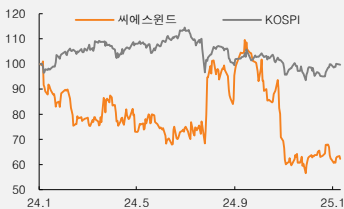


| 투자 의견(유지)     | 매수        |
|---------------|-----------|
| 목표주가(하향)      | ▼ 62,000원 |
| 현재주가(25/1/21) | 41,100원   |
| 상승여력          | 50.9%     |

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(24F,십억원)           | 306      |
| Consensus 영업이익(24F,십억원) | 293      |
| EPS 성장률(24F,%)          | 950.9    |
| MKT EPS 성장률(24F,%)      | 68.7     |
| P/E(24F,x)              | 8.5      |
| MKT P/E(24F,x)          | 10.7     |
| KOSPI                   | 2,518.03 |
| 시가총액(십억원)               | 1,733    |
| 발행주식수(백만주)              | 42       |
| 유동주식비율(%)               | 56.7     |
| 외국인 보유비중(%)             | 13.7     |
| 벤테(12M) 일간수익률           | 0.11     |
| 52주 최저가(원)              | 37,300   |
| 52주 최고가(원)              | 72,300   |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | -2.3 | -18.9 | -30.1 |
| 상대주가 | -6.7 | -10.0 | -31.4 |



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

112610 · 그린에너지

## 씨에스윈드

### 4분기 실적을 보면 달라질センチ먼트

#### 투자 의견: 목표주가 6.2만원으로 하향. 매수 의견 및 Top Pick 유지

씨에스윈드의 목표주가를 6.8만원에서 6.2만원으로 하향 조정하나, 매수 의견과 섹터 내 탑픽 의견을 유지한다. 밸류에이션은 24년 대비 25년 ROE 전망치 변화(20.3% → 22.9%)를 감안해 PBR 1.8배를 적용했다. 그리고 AMPC 30% 삭감을 가정해 6.2만원을 산출했다.

최근 트럼프 대통령이 풍력에 비판적인 의견들을 쏟아내며 풍력 기업들의 주가가 약세를 기록하고 있다. 하지만 여전히 씨에스윈드에 대해 긍정적인 이유는 1) AMPC 보조금을 제외해도 충분히 높아진 수익성, 2) 미국 내 육상풍력 강세, 3) 유럽 내 하부구조물 공급 부족 때문이다. 트럼프 대통령의 비판은 변동성을 키울 수 있으나, 이를 감안하더라도 충분히 매력적인 주가라고 판단한다.

#### 4Q24 Preview: 25년 실적의 선행지표

동사는 4Q24 매출액 7,771억원, 영업이익 767억원으로 컨센서스를 각각 +4.0%/+16.7% 상회할 전망이다. 지난 2개분기는 판가협상으로 인한 일회성 환입금 영향이 컸으나, **4분기 실적은 일회성 요인이 없는 첫 분기로서 25년 실적을 가늠해 볼 수 있기에 의미가 있다.**

타워 부문 영업이익은 464억원(AMPC 295억원 포함)으로 전분기 259억원 대비 크게 개선될 전망이다. 미국/베트남 공장의 가동률이 올라오며, 영업 레버리지 효과를 누릴 것으로 예상된다. 하부구조물(CSWO) 부문 영업이익은 279억원(OPM 11%)을 전망한다. 이전 2~3분기 환입된 금액 규모를 통해 4분기 실적을 추정해보면, 4분기에도 충분히 높은 수익성을 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

#### 2025 전망: 하부구조물 수주 공백에도 개선될 수익성

동사의 25년 매출액은 3.2조원(Flat YoY), 영업이익은 3,274억원(7.1% YoY, OPM 10.2%)을 전망한다. CSWO 인수 이후, 하부구조물의 첫 신규 수주가 24년 11월에 있었기에, 4Q25에 수주 공백이 예정되어 있다. 하지만 타워 신규 증설 물량의 빠른 램프업이 충분히 이 공백을 메워줄 것으로 전망한다. 게다가 4분기 실적에서 CSWO의 높은 기초체력이 확인된다면, 25년에도 증익이 가능하다. AMPC는 고객사 세어링을 감안해 1,267억원을 전망한다.

| 결산기 (12월)  | 2022    | 2023  | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 1,375   | 1,520 | 3,177 | 3,200 | 3,821 |
| 영업이익 (십억원) | 42      | 105   | 306   | 327   | 405   |
| 영업이익률 (%)  | 3.1     | 6.9   | 9.6   | 10.2  | 10.6  |
| 순이익 (십억원)  | 2       | 20    | 209   | 292   | 361   |
| EPS (원)    | 45      | 471   | 4,953 | 6,918 | 8,562 |
| ROE (%)    | 0.2     | 2.2   | 20.4  | 22.7  | 22.7  |
| P/E (배)    | 1,521.1 | 149.0 | 8.5   | 5.9   | 4.8   |
| P/B (배)    | 3.1     | 3.2   | 1.5   | 1.2   | 1.0   |
| 배당수익률 (%)  | 0.7     | 0.7   | 1.2   | 1.2   | 1.2   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

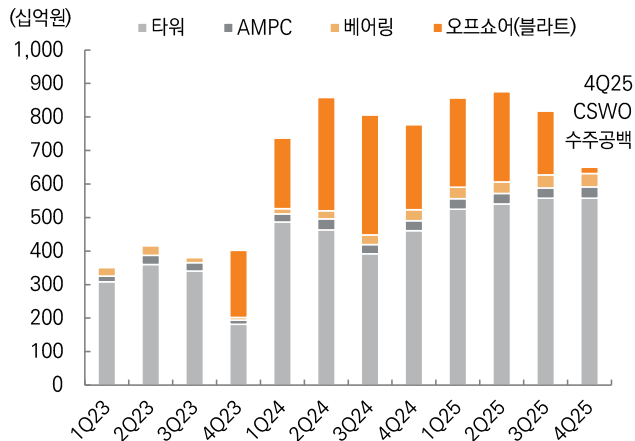
표 1. 씨에스윈드 분기별 실적 추정

(십억원)

|         |           | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 전체        | 736.7 | 857.8 | 805.5 | 777.1 | 856.7 | 875.5 | 817.6 | 650.4 | 1,548.6 | 3,177.1 | 3,200.2 |
|         | 타워        | 487.0 | 463.0 | 391.7 | 460.9 | 524.6 | 541.0 | 558.0 | 557.9 | 1,190.5 | 1,802.6 | 2,181.4 |
|         | AMPC      | 24.1  | 32.7  | 27.9  | 29.5  | 31.5  | 31.1  | 30.6  | 33.5  | 81.5    | 114.2   | 126.7   |
|         | 베어링       | 15.6  | 24.8  | 29.0  | 32.7  | 34.3  | 34.3  | 38.6  | 40.3  | 76.6    | 102.1   | 147.5   |
|         | 오프쇼어(블라트) | 210.0 | 337.3 | 356.9 | 253.9 | 266.3 | 269.2 | 190.4 | 18.8  | 200.0   | 1,158.1 | 744.7   |
| 영업이익    | 전체        | -9.5  | 129.0 | 109.6 | 76.7  | 86.8  | 92.9  | 82.4  | 65.3  | 142.3   | 305.8   | 327.4   |
|         | 타워        | 21.1  | 12.8  | -2.0  | 16.9  | 22.3  | 27.7  | 26.4  | 25.4  | 50.7    | 48.9    | 101.8   |
|         | AMPC      | 24.1  | 32.7  | 27.9  | 29.5  | 31.5  | 31.1  | 30.6  | 33.5  | 81.5    | 114.2   | 126.7   |
|         | 베어링       | -2.1  | 0.8   | 2.0   | 2.4   | 1.1   | 1.8   | 2.5   | 4.1   | 0.1     | 3.1     | 9.6     |
|         | 오프쇼어(블라트) | -53.6 | 80.1  | 81.6  | 27.9  | 32.0  | 32.3  | 22.8  | 2.3   | 10.0    | 136.1   | 89.4    |
| 세전이익    |           | -34.9 | 110.4 | 100.4 | 76.7  | 86.8  | 92.9  | 82.4  | 65.3  | 23.9    | 252.6   | 327.4   |
| 순이익(지배) |           | -38.8 | 106.6 | 72.7  | 68.4  | 77.4  | 82.8  | 73.4  | 58.2  | 19.9    | 208.9   | 291.7   |

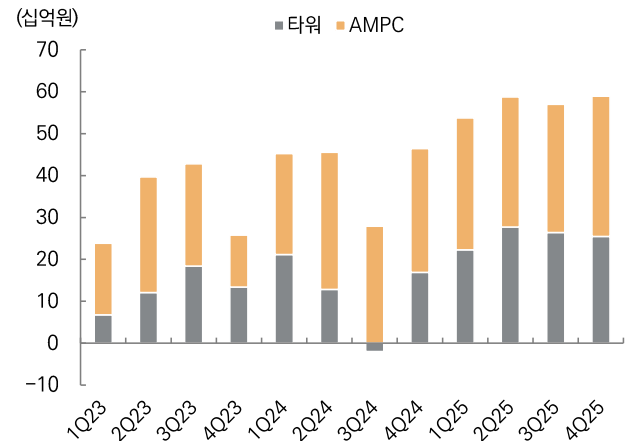
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 씨에스윈드 부문별 매출액 추정치



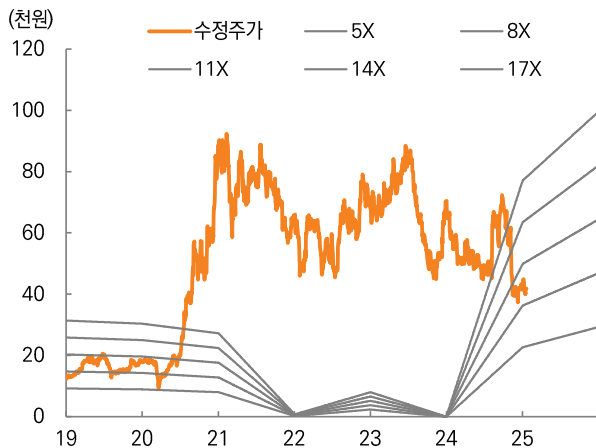
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 씨에스윈드 타워&amp;AMPC 영업이익 추정치



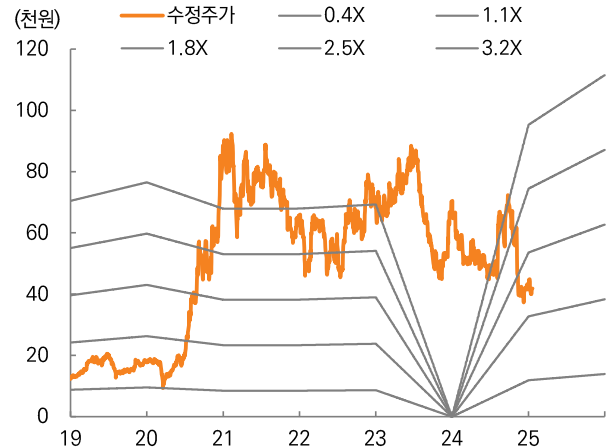
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 씨에스윈드 12MF PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 씨에스윈드 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

## 씨에스윈드 (112610)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2023  | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 1,520 | 3,177 | 3,200 | 3,821 |
| 매출원가            | 1,314 | 2,756 | 2,758 | 3,301 |
| 매출총이익           | 206   | 421   | 442   | 520   |
| 판매비와관리비         | 101   | 115   | 115   | 115   |
| 조정영업이익          | 105   | 306   | 327   | 405   |
| 영업이익            | 105   | 306   | 327   | 405   |
| 비영업손익           | -81   | -53   | 0     | 0     |
| 금융손익            | -29   | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업등 투자손익      | -4    | -4    | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익        | 24    | 253   | 327   | 405   |
| 계속사업법인세비용       | 5     | 42    | 33    | 41    |
| 계속사업이익          | 19    | 211   | 295   | 365   |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 19    | 211   | 295   | 365   |
| 지배주주            | 20    | 209   | 292   | 361   |
| 비지배주주           | -1    | 2     | 3     | 4     |
| 총포괄이익           | 35    | 231   | 295   | 365   |
| 지배주주            | 36    | 229   | 294   | 364   |
| 비지배주주           | -1    | 1     | 0     | 0     |
| EBITDA          | 179   | 422   | 454   | 523   |
| FCF             | -81   | 690   | -172  | 384   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 11.8  | 13.3  | 14.2  | 13.7  |
| 영업이익률 (%)       | 6.9   | 9.6   | 10.2  | 10.6  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 1.3   | 6.6   | 9.1   | 9.4   |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2023  | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,368 | 2,738 | 2,689 | 3,940 |
| 현금 및 현금성자산  | 207   | 1,122 | 937   | 1,279 |
| 매출채권 및 기타채권 | 322   | 451   | 378   | 574   |
| 재고자산        | 582   | 794   | 1,063 | 1,616 |
| 기타유동자산      | 257   | 371   | 311   | 471   |
| 비유동자산       | 1,464 | 1,661 | 1,664 | 1,613 |
| 관계기업투자등     | 15    | 32    | 26    | 40    |
| 유형자산        | 916   | 1,070 | 1,092 | 1,026 |
| 무형자산        | 261   | 257   | 245   | 238   |
| 자산총계        | 2,833 | 4,399 | 4,352 | 5,553 |
| 유동부채        | 1,417 | 2,367 | 2,059 | 2,880 |
| 매입채무 및 기타채무 | 631   | 1,313 | 1,099 | 1,670 |
| 단기금융부채      | 529   | 520   | 513   | 531   |
| 기타유동부채      | 257   | 534   | 447   | 679   |
| 비유동부채       | 471   | 835   | 821   | 857   |
| 장기금융부채      | 432   | 752   | 752   | 752   |
| 기타비유동부채     | 39    | 83    | 69    | 105   |
| 부채총계        | 1,888 | 3,201 | 2,880 | 3,737 |
| 지배주주지분      | 896   | 1,149 | 1,420 | 1,760 |
| 자본금         | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 자본잉여금       | 611   | 655   | 655   | 655   |
| 이익잉여금       | 241   | 429   | 700   | 1,041 |
| 비지배주주지분     | 48    | 49    | 52    | 56    |
| 자본총계        | 944   | 1,198 | 1,472 | 1,816 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 111  | 872   | -34   | 428   |
| 당기순이익               | 19   | 211   | 295   | 365   |
| 비현금수익비용가감           | 171  | 247   | 157   | 156   |
| 유형자산감가상각비           | 59   | 100   | 116   | 111   |
| 무형자산상각비             | 15   | 15    | 11    | 7     |
| 기타                  | 97   | 132   | 30    | 38    |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -57  | 473   | -456  | -55   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 212  | -130  | 71    | -188  |
| 재고자산 감소(증가)         | -200 | -199  | -269  | -552  |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -52  | 343   | -161  | 429   |
| 법인세납부               | -8   | -19   | -33   | -41   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -236 | -221  | -128  | -70   |
| 유형자산처분(취득)          | -188 | -178  | -138  | -44   |
| 무형자산감소(증가)          | 0    | -1    | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -22  | -31   | 10    | -26   |
| 기타투자활동              | -26  | -11   | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 141  | 284   | -28   | -3    |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 480  | 311   | -7    | 18    |
| 자본의 증가(감소)          | 2    | 44    | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -21  | -21   | -21   | -21   |
| 기타재무활동              | -320 | -50   | 0     | 0     |
| 현금의 증가              | 16   | 914   | -185  | 342   |
| 기초현금                | 192  | 207   | 1,122 | 937   |
| 기말현금                | 207  | 1,122 | 937   | 1,279 |

자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 149.0  | 8.5    | 5.9    | 4.8    |
| P/CF (x)        | 15.6   | 3.9    | 3.8    | 3.3    |
| P/B (x)         | 3.2    | 1.5    | 1.2    | 1.0    |
| EV/EBITDA (x)   | 21.0   | 4.6    | 4.6    | 3.3    |
| EPS (원)         | 471    | 4,953  | 6,918  | 8,562  |
| CFPS (원)        | 4,493  | 10,844 | 10,713 | 12,354 |
| BPS (원)         | 22,277 | 28,244 | 34,671 | 42,741 |
| DPS (원)         | 500    | 500    | 500    | 500    |
| 배당성향 (%)        | 109.4  | 9.8    | 7.0    | 5.7    |
| 배당수익률 (%)       | 0.7    | 1.2    | 1.2    | 1.2    |
| 매출액증가율 (%)      | 10.6   | 109.0  | 0.7    | 19.4   |
| EBITDA증가율 (%)   | 65.8   | 136.1  | 7.7    | 15.2   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 148.5  | 192.3  | 7.0    | 23.8   |
| EPS증가율 (%)      | 942.0  | 950.9  | 39.7   | 23.8   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 4.5    | 8.6    | 8.0    | 8.4    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 3.2    | 4.6    | 3.4    | 2.9    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 3.5    | 3.8    | 3.0    | 3.2    |
| ROA (%)         | 0.8    | 5.8    | 6.7    | 7.4    |
| ROE (%)         | 2.2    | 20.4   | 22.7   | 22.7   |
| ROIC (%)        | 5.8    | 17.8   | 18.7   | 21.0   |
| 부채비율 (%)        | 199.9  | 267.2  | 195.6  | 205.8  |
| 유동비율 (%)        | 96.6   | 115.7  | 130.6  | 136.8  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 77.9   | 9.5    | 20.2   | -2.3   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 3.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 제시일자           | 투자 의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|----------------|-------|---------|--------|------------|
|                |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 씨에스원드 (112610) |       |         |        |            |
| 2025.01.22     | 매수    | 62,000  | -      | -          |
| 2024.11.22     | 매수    | 68,000  | -39.04 | -34.04     |
| 2024.08.09     | 매수    | 78,000  | -23.52 | -7.31      |
| 2024.05.10     | 매수    | 59,000  | -16.99 | 5.93       |
| 2023.10.18     | 매수    | 70,000  | -21.80 | 0.71       |



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

| 기업                                            | 산업                                         |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상         | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상      | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상       |                                            |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

## 투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 84.62% | 7.14%           | 8.24%  | 0% |

\* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.