

# 씨에스윈드 112610

May 22, 2024

## 일감은 많다

Buy

유지

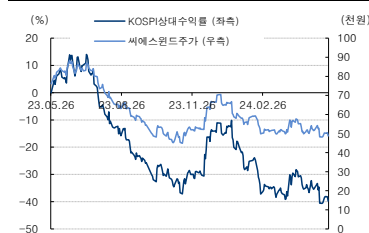
TP 62,000 원

하향

### Company Data

현재가(05/21)	48,750 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	88,400 원
52 주 최저가(보통주)	44,900 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	211 억원
시가총액	20,559 억원
발행주식수(보통주)	4,217 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	38.4 만주
평균거래대금(60 일)	194 억원
외국인지분(보통주)	12.80%
주요주주	
김성권 외 15 인	41.03%
국민연금공단	9.99%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-8.0	-36.4
상대주가	-6.9	-15.2	-40.7

[지주/재생에너지] 박건영  
3771-9465,  
kun.park@iprovest.com

### 실적 전망: 2Q, 4Q가 1Q, 3Q에 비해 상대적으로 좋을 것

'24년 씨에스윈드 분기 실적 변동성 있을 것으로 전망. 타워 매출은 2Q, 4Q가 1Q, 3Q에 비해 상대적으로 높을 것으로 추정. 씨에스윈드의 고객인 글로벌 터빈사 사업자들의 1Q24 Earnings Call에서도 '24년 비선형적 성장(분기별 변동성 존재하지만 연간으로는 성장)에 대해 언급. 씨에스윈드 '24년 매출 2.88조원(YoY +89.8%), 영업이익 1,130억원(YoY +8.0%)으로 추정. Bladt 수익성 개선이 중요해진 시점.

### 전방 사업 점검: 디벨로퍼 큰 이슈 없음, 터빈사 수주 좋음

'23년과 같은 풍력 프로젝트 취소 이슈는 '24년 현재까지 없음. 글로벌 터빈사의 1Q24 신규 수주는 전분기대비 감소 추세이지만 '23년 연간 신규 수주 금액은 지난 풍력 산업 호황인 2019년과 유사한 수준. 씨에스윈드 또한 연간 목표 수주 대비 현재 달성률을 고려했을 때 수주는 문제 없음. 일감은 많은 상황. 매크로 환경 개선 시 매출 인식은 빠르게 진행될 것으로 기대.

### 투자의견 Buy, 목표주가 62,000원으로 하향

씨에스윈드 목표주가 산출 방식에 대한 변화는 기존과 동일. EV/EBITDA Multiple Valuation을 통해 산출. 다만, 기존 추정 '24년 EBITDA 하향 조정함에 목표주가 62,000원으로 하향, 투자의견 Buy 유지.

### Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	1,375	1,520	2,885	3,270	3,888
YoY(%)	15.1	10.6	89.8	13.3	18.9
영업이익(십억원)	42	105	113	196	272
OP 마진(%)	3.1	6.9	3.9	6.0	7.0
순이익(십억원)	-7	19	37	99	156
EPS(원)	45	471	919	2,463	3,873
YoY(%)	-97.2	942.0	95.0	168.0	57.2
PER(배)	1,521.1	149.0	54.8	20.5	13.0
PCR(배)	22.6	15.5	10.7	7.5	6.0
PBR(배)	3.3	3.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	29.9	20.9	16.7	11.8	9.4
ROE(%)	0.2	2.2	4.3	10.9	15.3

[도표 26] 씨에스윈드 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2023	2024E
매출액	350	416	381	374	737	757	648	744	1,520	2,885
YoY	13.0%	26.9%	17.8%	-9.8%	110.2%	82.1%	70.2%	99.2%	10.6%	89.8%
타워 및 부품	308	360	341	191	494	519	410	489	1,201	1,911
씨에스베어링	25	28	15	8	16	16	21	28	76	81
AMPC	17	28	24	12	24	25	27	27	82	103
Bladt				162	203	198	190	200	162	790
영업이익	25	42	41	-3	-10	34	40	49	105	113
YoY	166.4%	116.6%	105.1%	적지	적전	-19.8%	-2.5%	흑전	148.5%	8.0%
영업이익률	7.0%	10.1%	10.9%	-0.9%	-1.3%	4.4%	6.2%	6.5%	6.9%	3.9%

자료: 교보증권 리서치센터

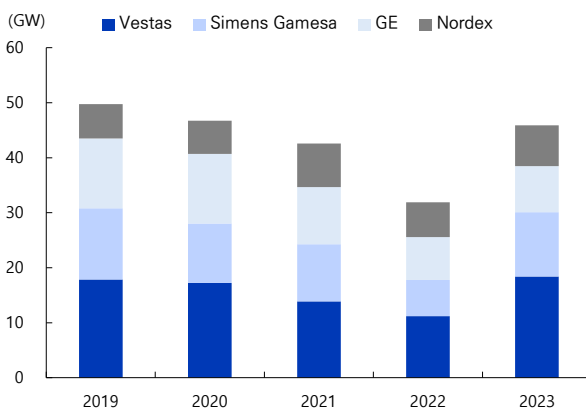
[도표 27] 씨에스윈드 Valuation Table

(단위: 십억원)

구분	값	비고
적용 EBITDA	194.2	'24년 씨에스윈드 예상 EBITDA
적용 EV/EBITDA(배)	18	TPI Composite, Titan Wind 평균 EV/EBITDA
EV ①	3,495	
순차입금(연결) ②	890.9	최근분기말 기준
적정가치 ①-②=③	2,604	
발행주식수(주) ④	42,171,403	
목표주가(원) ③/④	61,759	목표주가 62,000 원으로 하향

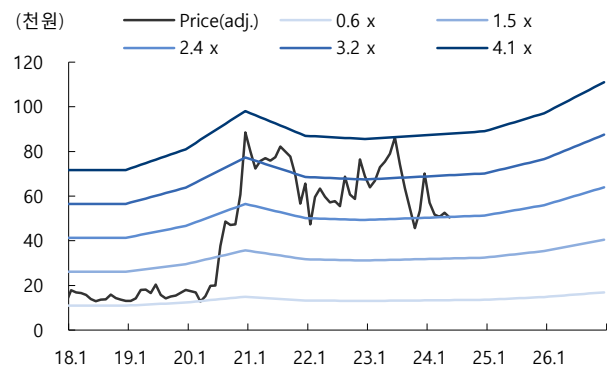
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 28] 글로벌 터빈 4개사 연간 신규 수주 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 씨에스윈드 Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[씨에스윈드 112610]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,375	1,520	2,885	3,270	3,888
매출원가	1,239	1,314	2,661	2,943	3,460
매출총이익	136	206	224	327	428
매출총이익률 (%)	9.9	13.5	7.8	10.0	11.0
판매비와관리비	94	101	111	131	156
영업이익	42	105	113	196	272
영업이익률 (%)	3.1	6.9	3.9	6.0	7.0
EBITDA	108	179	194	277	350
EBITDA Margin (%)	7.8	11.7	6.7	8.5	9.0
영업외손익	-37	-81	-67	-72	-78
관계기업손익	-2	-4	-4	-4	-4
금융수익	59	40	26	30	33
금융비용	-100	-94	-79	-87	-94
기타	6	-23	-10	-11	-12
법인세비용차감전순손익	5	24	46	124	195
법인세비용	10	5	9	25	39
계속사업순손익	-6	19	37	99	156
중단사업순손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	-7	19	37	99	156
당기순이익률 (%)	-0.5	1.2	1.3	3.0	4.0
비지배지분순이익	-9	-1	-2	-5	-8
지배지분순이익	2	20	39	104	163
지배순이익률 (%)	0.1	1.3	1.3	3.2	4.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	41	16	6	3	1
포괄순이익	34	35	43	101	157
비지배지분포괄이익	-8	-1	-2	-4	-6
지배지분포괄이익	42	36	45	105	162

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	151	111	-249	82	71
당기순이익	-7	19	37	99	156
비현금항목의 가감	126	171	159	177	190
감가상각비	51	59	70	73	71
외환손익	21	16	-7	-7	-7
지분법평가손익	2	4	4	4	4
기타	53	91	92	107	122
자산부채의 증감	68	-57	-392	-123	-187
기타현금흐름	-37	-21	-52	-71	-87
투자활동 현금흐름	-105	-236	-131	-144	-99
투자자산	-17	11	5	5	5
유형자산	-98	-192	-88	-100	-55
기타	10	-55	-48	-49	-49
재무활동 현금흐름	-95	141	382	150	114
단기차입금	39	-61	-61	-61	-61
사채	-11	-3	0	0	0
장기차입금	-12	259	455	227	197
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-25	-21	-21	-21	-21
기타	-86	-34	9	4	-1
현금의 증감	-70	16	58	162	133
기초 현금	262	192	207	265	427
기말 현금	192	207	265	427	560
NOPLAT	-51	83	90	157	218
FCF	-16	-93	-309	15	53

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,011	1,368	2,253	2,670	3,200
현금및현금성자산	192	207	265	427	560
매출채권 및 기타채권	366	488	775	863	998
재고자산	382	582	1,105	1,252	1,489
기타유동자산	72	91	108	129	153
비유동자산	773	1,464	1,478	1,505	1,491
유형자산	529	916	934	961	944
관계기업투자금	9	15	10	5	1
기타금융자산	7	15	16	17	19
기타비유동자산	228	519	518	521	527
자산총계	1,784	2,833	3,731	4,175	4,691
유동부채	624	1,417	1,825	1,936	2,083
매입채무 및 기타채무	323	832	1,258	1,378	1,571
차입금	233	384	323	262	201
유동성채무	27	119	131	138	139
기타유동부채	41	82	113	158	172
비유동부채	233	471	943	1,189	1,406
차입금	174	303	758	986	1,183
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	59	168	185	203	224
부채총계	857	1,888	2,768	3,124	3,490
지배지분	880	897	915	998	1,141
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	610	611	611	611	611
이익잉여금	242	241	259	343	485
기타자본변동	-43	-43	-43	-43	-43
비지배지분	48	48	49	53	61
자본총계	928	944	963	1,051	1,201
초차입금	475	940	1,360	1,548	1,701

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	45	471	919	2,463	3,873
PER	1,521.1	149.0	54.8	20.5	13.0
BPS	20,856	21,266	21,694	23,666	27,048
PBR	3.3	3.3	2.3	2.1	1.9
EBITDAPS	2,554	4,235	4,605	6,575	8,289
EV/EBITDA	29.9	20.9	16.7	11.8	9.4
SPS	32,603	36,047	68,421	77,541	92,198
PSR	2.1	1.9	0.7	0.6	0.5
CFPS	-371	-2,203	-7,319	357	1,258
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	15.1	10.6	89.8	13.3	18.9
영업이익 증가율	-58.3	148.5	8.1	73.5	38.7
순이익 증가율	적전	흑전	95.0	168.0	57.2
수익성					
ROIC	-4.7	6.5	5.6	8.4	10.9
ROA	0.1	0.9	1.2	2.6	3.7
ROE	0.2	2.2	4.3	10.9	15.3
안정성					
부채비율	92.3	199.9	287.3	297.3	290.5
순차입금비율	26.6	33.2	36.4	37.1	36.3
이자보상배율	2.9	3.0	2.3	3.5	4.5