

2025. 2. 18



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 64,000 원**현재주가 (2.17)** 40,850 원**상승여력** 56.7%

KOSPI 2,610.42pt

시가총액 17,227억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 56.74%

외국인비중 14.22%

52주 최고/최저가 72,300원/37,300원

평균거래대금 147.0억원

주요주주(%)

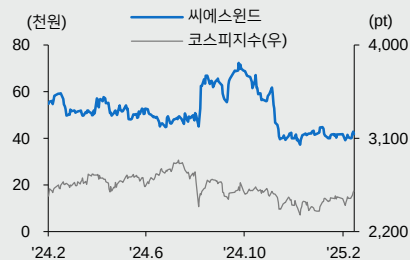
김성권 외 15 인 41.40

국민연금공단 9.82

주가상승률(%)

절대주가 -1.9 -38.9 -31.1

상대주가 -5.2 -36.9 -30.1

주가그래프

씨에스윈드 112610

4Q24 Review: 저점 도달

- ✓ 4Q24 연결 영업이익 463억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(725억원)를 하회
- ✓ 하부구조물 일회성 감가상각비 인식, 타워 매출 이연이 원인
- ✓ 2025년 매출 성장은 어려우나 하부구조물 수익성 개선으로 영업이익 성장(+16.9%)
- ✓ 풍력 전반적인 수익성 이슈는 마무리됐으며, 정책 불확실성 해소 시 주가 반등 기대
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 64,000원으로 -10% 하향

일회성 이슈로 아쉬운 실적. 구조적인 문제는 아님을 확인

4Q24 연결 영업이익 463억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(725억원)를 하회했다. 주요 내용으로는 1)해상풍력 하부구조물 부문에서 약 200억원의 일회성 비용이 있었다(영업권 감가상각비 관련). 2)4Q24 인식 예정이던 일부 프로젝트의 타워 매출 인식(약 1,000억원)이 2025년 1월로 밀리면서 타워 매출액이 예상 대비 저조했고, 이에 따라 AMPC 인식 금액(102억원)도 감소했다.

하부구조물 판가 인상 효과가 생각보다 오래, 강하게 지속

2025년 매출액은 3,05조원(-0.6%), 영업이익은 3,219억원(+16.9%)을 전망한다. 2024년 말 직전까지 해상풍력 하부구조물 신규 수주가 부재했던 영향으로 하부구조물 부문의 매출액은 역성장(-39.4%)하지만, 타워 부문 성장이 이를 상쇄한다. 또한, 영업이익 측면에서 하부구조물 도급 증액 효과가 1Q25, 3Q25 각각 집중되면서 영업이익률 개선이 나타날 전망이다. 2025년에는 대규모 CAPEX는 없는 만큼 생산성 하락으로 인한 마진 변동성은 적을 전망이다.

실적 문제는 해결, 이제 정책 불확실성 해소를 기다릴 때

미국발 정책 불확실성은 현 주가에 상당 부분 반영되었으며, 중장기적으로 보았을 때 현 주가는 매수 기회다. 2025년 감익 우려는 하부구조물의 판가 인상으로 해소되었고, 고객사들(Vestas 등) 역시 2024년 하반기부터는 수익성 개선 추이가 뚜렷하다. 정책적인 불확실성만 해소된다면 주가 반등은 충분히 가능하다. 향후 주가 상승 트리거로 1)AMPC 정책에 대한 구체적인 정책 변경안 확인, 2) 금리 하락 등을 꼽는다. 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 64,000원으로 -10% 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
2024P	3,070.9	275.4	161.6	3,831	761.8	26,124	16.5	2.4	7.1	16.2	168.7
2025E	3,051.4	321.9	211.0	5,004	31.2	30,637	8.2	1.3	5.1	17.6	120.2
2026E	3,770.5	337.5	228.5	5,419	8.8	35,565	7.5	1.1	5.1	16.4	116.0

표1 씨에스윈드 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	670.9	373.7	79.5	805.5	-16.7	768.2	-12.7	680.3	-1.4
영업이익	46.3	-3.2	흑전	109.6	-57.8	72.5	-36.2	51.2	-9.6
세전이익	24.2	-33.5	흑전	100.4	-75.9	41.9	-42.3	37.6	-35.8
순이익	21.1	-27.6	흑전	72.7	-71.0	40.8	-48.3	31.2	-32.4

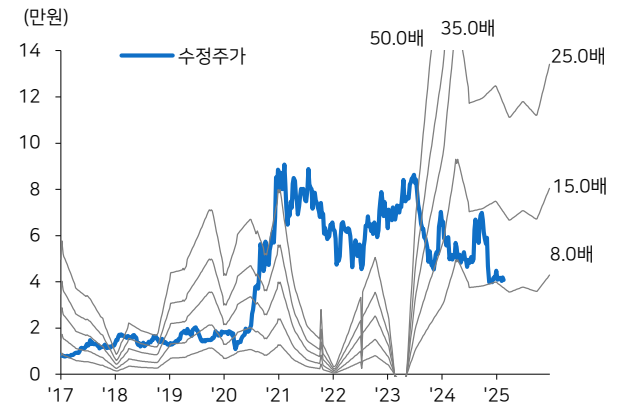
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	3,196.5	3,944.2	3,051.4	3,770.5	-4.5%	-4.4%
영업이익	297.0	341.3	321.9	337.5	8.4%	-1.1%
영업이익률	9.3%	8.7%	10.5%	9.0%	1.3%p	0.3%p
당기순이익	200.4	222.0	214.2	233.1	6.9%	5.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 적정주가 산출

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	228.5	2026년 예상
적용 멀티플(배)	11.7	Vestas, Nordex 2026년 PER 적용
적정 시가총액(십억원)	2,683	
발행 주식수(백만주)	42,171	
적정 주가(원)	64,000	
현재 주가(원)	40,850	
상승 여력(%)	56.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주요 가정														
환율(원/달러)	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,369.3	1,440.0	1,410.0	1,380.0	1,350.0	1,143.8	1,291.5	1,305.7	1,356.6	1,395.0	1,340.0
수주(백만 달러)	521.0	368.0	263.0	780.0	450.0	550.0	550.0	750.0	764.0	932.0	1,311.0	1,932.0	2,500.0	2,900.0
수주잔고(백만 달러)	893.0	1,631.0	1,417.0	1,733.7	1,000.6	1,866.6	1,877.6	2,218.1	414.0	565.0	1,914.0	1,733.7	2,218.1	2,512.5
AMPC반영(십억원)	24.0	32.7	27.9	10.2	33.8	22.5	22.5	22.5	0.0	0.0	81.5	94.8	101.3	121.5
실적 요약														
매출	736.7	857.8	805.5	670.9	909.6	722.2	800.6	619.0	1,195.0	1,374.9	1,520.2	3,070.9	3,051.4	3,770.5
매출 성장률(%YoY)	110.2	106.4	111.7	79.5	23.5	-15.8	-0.6	-7.7	23.3	15.1	10.6	102.0	-0.6	23.6
타워 및 부품	518.1	495.8	421.0	393.1	631.8	558.6	531.4	509.4	1,099.5	1,325.9	1,281.2	1,828.0	2,231.2	2,398.3
씨에스베어링	15.6	24.8	28.5	36.5	23.5	29.7	34.2	43.8	95.6	49.0	76.6	105.4	131.2	157.4
Bladt	203.0	337.3	355.9	241.3	254.3	133.9	235.0	65.9			162.4	1,137.5	689.0	1,214.8
영업이익	-9.5	129.0	109.6	46.3	126.7	54.2	99.5	41.5	101.1	42.1	104.7	275.4	321.9	337.5
영업이익률(%)	-1.3	15.0	13.6	6.9	13.9	7.5	12.4	6.7	8.5	3.1	6.9	9.0	10.5	9.0
영업이익 성장률(%YoY)	적전	208.3	164.3	흑전	흑전	-58.0	-9.2	-10.4	3.6	-58.3	148.5	163.2	16.9	4.9
타워 및 부품	45.4	48.0	26.4	23.5	56.8	39.3	38.4	37.7	100.6	50.9	19.8	143.3	172.3	211.8
씨에스베어링	-2.1	0.8	1.6	1.8	1.2	1.5	2.4	3.1	0.5	-8.8	0.1	2.1	8.1	12.6
Bladt	-52.7	80.1	81.6	21.0	68.7	13.4	58.7	0.7			84.8	130.0	141.5	113.1
금융손익	-23.9	-23.3	-14.4	-18.6	-30.1	-9.6	-8.1	-6.7	-14.1	-40.9	-54.0	-80.2	-54.5	-46.1
기타손익	0.7	6.7	5.3	-3.2	-15.0	5.2	5.3	5.4	2.5	5.7	-22.9	9.5	1.0	0.2
종속, 지배, 관계기업 손익	-2.2	-2.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	1.2	-2.4	-3.9	-4.7	-0.7	-0.1
세전이익	-34.9	110.4	100.4	24.2	81.4	49.5	96.7	40.0	90.7	4.6	23.9	200.0	267.7	291.4
법인세비용	5.2	2.2	26.9	2.6	16.3	9.9	19.3	8.0	24.8	10.3	5.0	36.9	53.5	58.3
당기순이익	-40.0	108.2	73.5	21.5	65.2	39.6	77.4	32.0	64.7	-6.9	18.9	163.2	214.2	233.1
순이익률(%)	-5.4	12.6	9.1	3.2	7.2	5.5	9.7	5.2	5.4	-0.5	1.2	5.3	7.0	6.2
순이익 성장률(% YoY)	적전	415.2	309.8	흑전	흑전	-63.4	5.3	48.8	92.7	적전	흑전	761.7	31.2	8.9
지배순이익	-38.8	106.6	72.7	21.1	64.8	39.0	76.4	30.8	66.2	1.9	19.9	161.6	211.0	228.5

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	1,374.9	1,520.2	3,070.9	3,051.4	3,770.5
매출액증가율(%)	15.1	10.6	102.0	-0.6	23.6
매출원가	1,238.7	1,314.3	2,677.4	2,585.6	3,259.8
매출총이익	136.2	205.9	393.5	465.8	510.7
판매관리비	94.1	101.2	118.1	144.0	173.2
영업이익	42.1	104.7	275.4	321.9	337.5
영업이익률(%)	3.1	6.9	9.0	10.5	9.0
금융손익	-40.9	-54.0	-80.2	-54.5	-46.1
종속/관계기업손익	-2.4	-3.9	-4.7	-0.7	-0.1
기타영업외손익	5.7	-22.9	9.5	1.0	0.2
세전계속사업이익	4.6	23.9	200.0	267.7	291.4
법인세비용	10.3	5.0	36.9	53.5	58.3
당기순이익	-6.9	18.9	163.2	214.2	233.1
지배주주지분 손이익	1.9	19.9	161.6	211.0	228.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	150.8	110.8	-26.8	612.0	82.3
당기순이익(손실)	-6.9	18.9	163.2	214.2	233.1
유형자산상각비	50.6	59.0	104.8	137.4	132.4
무형자산상각비	15.0	14.9	12.2	2.1	2.0
운전자본의 증감	68.4	-57.4	-379.0	258.4	-285.2
투자활동 현금흐름	-105.3	-235.9	-212.0	-177.5	-113.4
유형자산의증가(CAPEX)	-98.4	-192.3	-172.2	-180.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-8.4	-15.0	-24.4	3.6	-32.3
재무활동 현금흐름	-94.9	141.1	243.3	-332.3	-96.0
차입금의 증감	36.2	480.2	270.4	-311.6	-75.3
자본의 증가	12.2	1.8	43.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-70.2	15.5	2.7	102.2	-127.1
기초현금	261.8	191.6	207.1	209.8	312.1
기말현금	191.6	207.1	209.8	312.1	184.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	1,011.2	1,368.2	1,449.0	1,280.1	1,704.0
현금및현금성자산	191.6	207.1	209.8	312.1	184.9
매출채권	362.2	309.5	279.4	257.8	452.7
재고자산	381.6	582.2	495.8	457.4	803.3
비유동자산	772.9	1,464.5	1,643.1	1,680.0	1,657.9
유형자산	529.1	915.6	1,056.3	1,098.9	1,046.4
무형자산	117.3	261.0	259.7	257.6	255.6
투자자산	15.3	30.3	50.4	46.8	79.1
자산총계	1,784.1	2,832.7	3,092.1	2,960.1	3,361.9
유동부채	623.8	1,417.1	1,018.0	725.1	942.0
매입채무	272.2	474.3	340.8	354.6	369.0
단기차입금	232.7	384.1	249.9	-33.1	-46.1
유동성장기부채	26.9	119.4	97.9	97.9	97.9
비유동부채	232.7	471.2	923.4	890.9	863.4
사채	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0
장기차입금	173.6	303.3	606.3	579.3	502.3
부채총계	856.5	1,888.2	1,941.4	1,616.0	1,805.4
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	609.5	611.3	655.1	655.1	655.1
기타포괄이익누계액	49.5	65.8	85.6	85.6	85.6
이익잉여금	242.1	241.3	382.0	572.3	780.1
비지배주주지분	48.1	47.6	49.0	52.1	56.7
자본총계	927.6	944.4	1,150.7	1,344.1	1,556.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	32,603	36,047	72,820	72,357	89,409
EPS(지배주주)	45	471	3,831	5,004	5,419
CFPS	2,832	4,493	9,907	10,565	10,763
EBITDAPS	2,554	4,235	9,306	10,940	11,189
BPS	20,856	21,266	26,124	30,637	35,565
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.8	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	1,522.1	148.9	16.5	8.2	7.5
PCR	24.3	15.6	6.4	3.9	3.8
PSR	2.1	1.9	0.9	0.6	0.5
PBR	3.3	3.3	2.4	1.3	1.1
EBITDA(십억원)	107.7	178.6	392.4	461.4	471.9
EV/EBITDA	30.0	21.0	7.1	5.1	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.2	2.2	16.2	17.6	16.4
EBITDA 이익률	7.8	11.7	12.8	15.1	12.5
부채비율	92.3	199.9	168.7	120.2	116.0
금융비용부담률	1.1	2.3	0.4	1.5	1.1
이자보상배율(x)	2.9	3.0	22.2	6.9	8.4
매출채권회전율(x)	3.7	4.5	10.4	11.4	10.6
재고자산회전율(x)	3.8	3.2	5.7	6.4	6.0

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

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

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.15	기업브리프	Buy	86,000	문경원	-18.1	-11.3	
2023.04.10	기업브리프	Buy	89,000	문경원	-13.7	-5.5	
2023.05.11	기업브리프	Buy	99,000	문경원	-21.3	-18.8	
2023.06.01	Indepth	Buy	111,000	문경원	-38.8	-20.4	
2023.11.08	산업분석	Buy	92,000	문경원	-37.0	-23.4	
2024.02.19	기업브리프	Buy	83,000	문경원	-36.8	-30.5	
2024.05.10	기업브리프	Buy	72,000	문경원	-32.3	-26.7	
2024.08.08	기업브리프	Buy	74,000	문경원	-12.8	-2.3	
2024.10.02	산업분석	Buy	81,000	문경원	-25.4	-15.1	
2024.11.08	기업브리프	Buy	71,000	문경원	-41.7	-34.2	
2025.02.18	기업브리프	Buy	64,000	문경원	-	-	