



BUY

목표주가(12M) 70,000원  
현재주가(2.19) 56,900원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,680.26
52주 최고/최저(원)	88,400/44,900
시가총액(십억원)	2,399.6
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	42,171.4
60일 평균 거래량(천주)	322.6
60일 평균 거래대금(십억원)	19.4
외국인지분율(%)	13.50
주요주주 지분율(%)	
김성권 외 14 인	41.00
국민연금공단	11.40

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,586.5	2,768.6
영업이익(십억원)	143.2	230.8
순이익(십억원)	71.1	150.9
EPS(원)	1,667	3,332
BPS(원)	22,875	26,001

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	2021	2022	2023P	2024F
매출액	1,195.0	1,374.9	1,548.6	2,498.7
영업이익	101.1	42.1	142.2	151.1
세전이익	90.7	1.7	55.8	91.8
순이익	66.2	(1.0)	51.5	69.8
EPS	1,601	(23)	1,222	1,654
증감율	89.47	적전	흑전	35.35
PER	41.04(2,991.30)		57.45	34.40
PBR	3.10	3.16	2.99	2.32
EV/EBITDA	21.44	29.97	16.07	14.42
ROE	10.13	(0.11)	5.65	7.19
BPS	21,204	21,797	23,503	24,567
DPS	600	500	600	600



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsaml@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 20일 | 기업분석\_Earnings Review

## 씨에스원드 (112610)

### 타워 수익성 점진적 정상화 기대

#### 목표주가 70,000원, 투자의견 매수 유지

씨에스원드 목표주가 70,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스에 부합했다. AMPC 영향을 제외한 이익률은 9% 수준을 기록한 것으로 보이니 Bladt 공사손실 충당부채 환입 영향을 감안할 필요가 있다. 4분기 반영된 AMPC 규모는 124억원이고 주요 고객사에게 163억원이 배분되면서 분기 기준으로는 실적이 감소하는 방향으로 작용했다. 2023년 연간 매출은 목표치를 소폭 하회한 반면 마진은 상회했으며 신규 수주는 누적 13억 달러를 상회하며 목표치 14억달러에 근접했던 것으로 보인다. 2024년 기준 PER 34.4배, PBR 2.3배다.

#### 4Q23 영업이익 344억원(흑자전환)으로 컨센서스 부합

4분기 매출액은 4,201억원으로 전년대비 2.9% 감소했다. 타워 물량이 이연되면서 외형이 크게 부진했지만 2023년 12월 기준으로 하부구조물 업체 Bladt 실적 약 2천억원이 연결로 반영되며 일부 만회가 가능했다. 영업이익은 344억원으로 전년대비 흑자로 전환했다. 이번 분기 부정적 영향을 미친 AMPC 효과를 제외하면 영업이익률은 9.4%로 전분기 4.8% 대비 개선되었다. 다만 Bladt의 환입 영향을 감안하면 아직은 본질적 이익률 개선이 시작되지는 않은 것으로 간주되며 타워 부문 회복은 2024년부터 전개될 수 있을 전망이다. 세전이익은 말레이시아 법인 손상차손 199억원, 매출채권손실 39억원 등 일부 일회성 요인으로 적자를 기록했다.

#### 2024년 매출액 2.7조원 및 OPM 7% 제시

2024년 예상 매출은 2.7조원으로 제시되었다. 미국, 베트남, 포르투갈 법인의 증설이 외형 성장으로 이어질 것으로 보이며 특히 미국 법인의 경우 주요 고객사 물량 비중이 확대되며 정상화될 전망이다. 북미 법인 매출이 증가하는 만큼 AMPC도 확대된다. Bladt도 기존 수주 잔고를 기반으로 연간 기준 0.8조원 가량 매출 기여가 기대된다. 영업이익률은 7%로 제시되었다. 이연된 매출 인식을 포함하여 주요 생산법인 증설 완료, 공정 최적화, 확보 인력의 숙련도 제고, 제품 Mix 개선 등으로 향후 점진적인 수익성 회복이 기대된다.

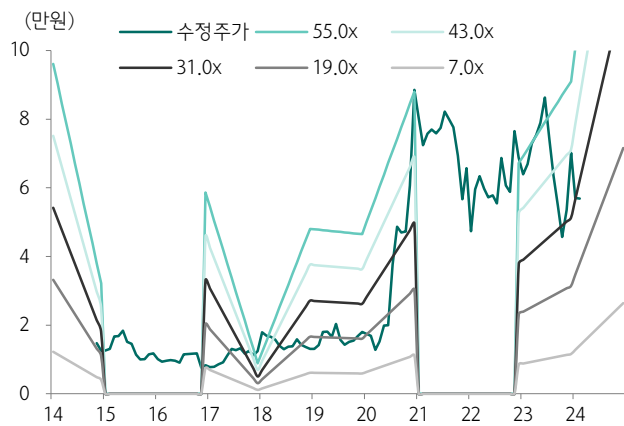
도표 1. 씨에스윈드 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2023P				2024F				4Q23 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	3,505	4,155	3,805	4,021	5,253	5,599	7,028	7,106	(2.9)	5.7
영업이익	245	418	415	344	217	245	457	593	흑전	(17.1)
세전이익	124	221	229	(16)	73	91	303	450	적지	적전
순이익	77	206	191	41	56	70	231	342	흑전	(78.5)
영업이익률	7.0	10.1	10.9	8.6	4.1	4.4	6.5	8.3	-	-
세전이익률	3.5	5.3	6.0	(0.4)	1.4	1.6	4.3	6.3	-	-
순이익률	2.2	5.0	5.0	1.0	1.1	1.2	3.3	4.8	-	-

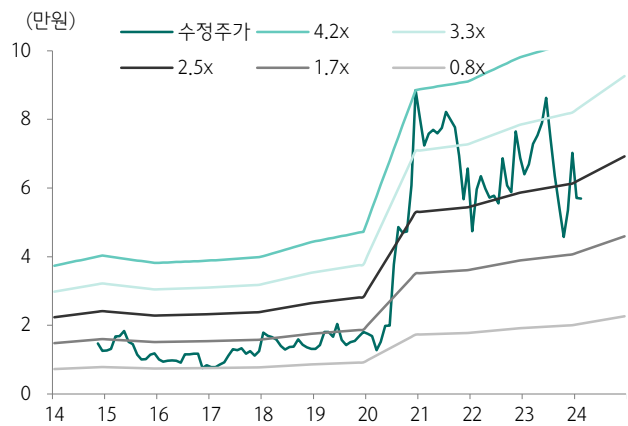
자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 2. 씨에스윈드 12M Fwd PER 추이



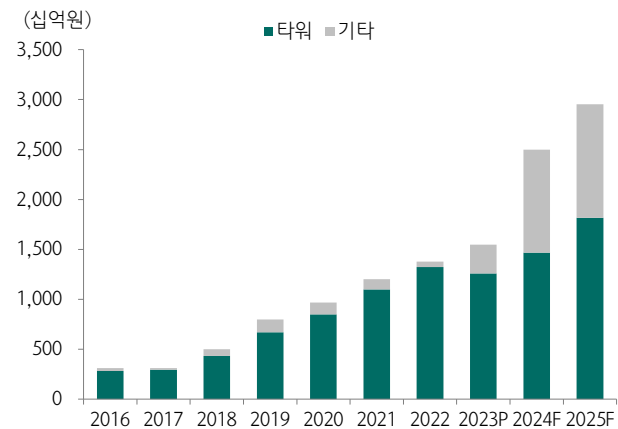
자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 3. 씨에스윈드 12M Fwd PBR 추이



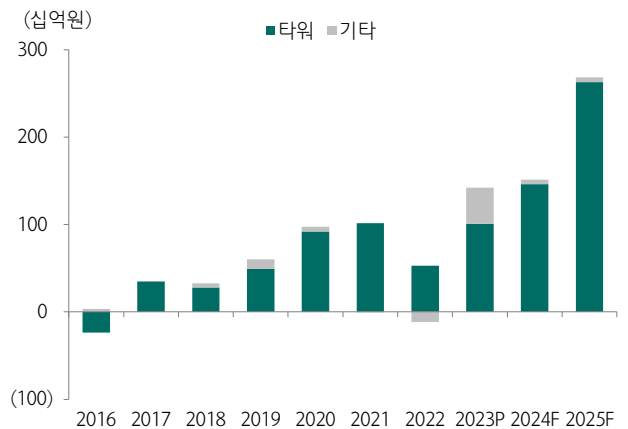
자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 씨에스윈드, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,195.0	1,374.9	1,548.6	2,498.7	2,955.0
매출원가	1,023.6	1,238.7	1,308.0	2,186.8	2,496.1
매출총이익	171.4	136.2	240.6	311.9	458.9
판매비	70.3	94.1	98.3	160.7	190.5
영업이익	101.1	42.1	142.2	151.1	268.4
금융손익	(14.1)	(40.9)	(55.3)	(52.4)	(57.8)
종속/관계기업손익	1.2	(2.4)	(2.6)	0.8	1.3
기타영업외손익	2.5	2.8	(28.5)	(7.7)	(2.7)
세전이익	90.7	1.7	55.8	91.8	209.2
법인세	24.8	10.3	4.7	22.0	50.2
계속사업이익	65.9	(8.5)	51.1	69.8	159.0
중단사업이익	(1.2)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	64.7	(9.8)	51.1	69.8	159.0
비지배주주지분 손이익	(1.5)	(8.8)	(0.4)	0.0	0.0
지배주주순이익	66.2	(1.0)	51.5	69.8	159.0
지배주주지분포괄이익	99.0	39.3	91.2	74.0	168.6
NOPAT	73.4	(206.6)	130.3	114.9	204.0
EBITDA	139.3	107.7	214.2	234.4	364.2
성장성(%)					
매출액증가율	23.31	15.05	12.63	61.35	18.26
NOPAT증가율	29.45	적전	흑전	(11.82)	77.55
EBITDA증가율	9.77	(22.68)	98.89	9.43	55.38
영업이익증가율	3.59	(58.36)	237.77	6.26	77.63
(지배주주)순이익증가율	114.24	적전	흑전	35.53	127.79
EPS증가율	89.47	적전	흑전	35.35	127.93
수익성(%)					
매출총이익률	14.34	9.91	15.54	12.48	15.53
EBITDA이익률	11.66	7.83	13.83	9.38	12.32
영업이익률	8.46	3.06	9.18	6.05	9.08
계속사업이익률	5.51	(0.62)	3.30	2.79	5.38

투자지표	2021	2022	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,601	(23)	1,222	1,654	3,770
BPS	21,204	21,797	23,503	24,567	27,747
CFPS	3,218	2,832	4,346	4,151	7,232
EBITDAPS	3,368	2,554	5,080	5,558	8,637
SPS	28,896	32,603	36,721	59,250	70,071
DPS	600	500	600	600	600
주가지표(배)					
PER	41.04	(2,991.30)	57.45	34.40	15.09
PBR	3.10	3.16	2.99	2.32	2.05
PCR	20.42	24.29	16.15	13.71	7.87
EV/EBITDA	21.44	29.97	16.07	14.42	9.46
PSR	2.27	2.11	1.91	0.96	0.81
재무비율(%)					
ROE	10.13	(0.11)	5.65	7.19	14.99
ROA	4.99	(0.06)	2.71	2.92	5.53
ROIC	10.06	(20.76)	11.36	8.02	11.80
부채비율	87.66	92.45	103.40	163.83	154.70
순부채비율	17.56	30.07	43.31	81.75	77.87
이자보상배율(배)	11.63	2.86	0.00	0.00	0.00

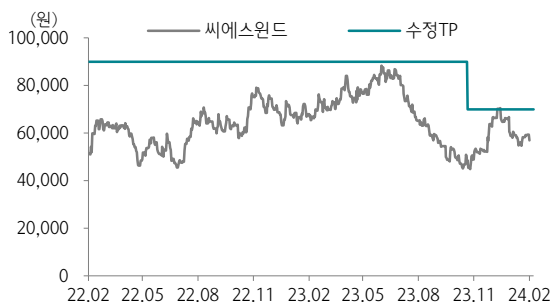
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,031.5	1,608.2	1,728.6
금융자산	278.4	202.4	239.3	223.1	210.0
현금성자산	261.8	191.6	234.4	214.8	200.9
매출채권	388.7	362.2	351.6	621.5	682.3
재고자산	350.9	381.8	370.7	655.2	719.3
기타유동자산	54.9	65.2	69.9	108.4	117.0
비유동자산	698.2	767.9	997.9	1,142.7	1,268.7
투자자산	6.9	15.3	15.0	23.1	24.9
금융자산	3.9	6.6	6.6	8.1	8.5
유형자산	510.0	532.2	680.9	829.1	961.8
무형자산	124.6	120.9	111.6	100.1	91.5
기타비유동자산	56.7	99.5	190.4	190.4	190.5
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,029.4	2,750.8	2,997.2
유동부채	572.7	623.8	766.0	1,425.3	1,533.7
금융부채	210.0	272.5	428.3	832.3	883.2
매입채무	193.9	272.2	264.3	467.1	512.8
기타유동부채	168.8	79.1	73.4	125.9	137.7
비유동부채	254.7	231.0	265.7	282.9	286.8
금융부채	234.2	207.9	243.1	243.1	243.1
기타비유동부채	20.5	23.1	22.6	39.8	43.7
부채총계	827.3	854.9	1,031.6	1,708.2	1,820.5
지배주주지분	894.2	876.6	948.4	993.3	1,127.5
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	611.2	611.2	611.2
자본조정	(0.0)	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	88.8	88.8	88.8
이익잉여금	267.8	239.2	270.1	315.0	449.1
비지배주주지분	49.6	48.1	49.3	49.3	49.3
자본총계	943.8	924.7	997.7	1,042.6	1,176.8
순금융부채	165.8	278.0	432.1	852.3	916.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(105.4)	150.8	80.6	(100.2)	197.7
당기순이익	64.7	(9.8)	51.1	69.8	159.0
조정	22.9	92.2	123.3	83.3	95.8
감가상각비	38.2	65.6	72.0	83.3	95.8
외환거래손익	(1.0)	20.6	17.3	0.0	0.0
지분법손익	(6.0)	2.7	2.4	0.0	0.0
기타	(8.3)	3.3	31.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(193.0)	68.4	(93.8)	(253.3)	(57.1)
투자활동 현금흐름	(300.6)	(105.3)	(173.9)	(231.5)	(222.6)
투자자산감소(증가)	6.0	(8.4)	0.3	(8.1)	(1.8)
자본증가(감소)	(91.8)	(94.2)	(178.9)	(220.0)	(220.0)
기타	(214.8)	(2.7)	4.7	(3.4)	(0.8)
재무활동 현금흐름	567.8	(94.9)	121.9	379.2	26.0
금융부채증가(감소)	202.4	36.2	188.9	404.0	50.9
자본증가(감소)	399.3	12.2	1.7	0.0	0.0
기타재무활동	(16.6)	(118.0)	(48.0)	0.1	0.0
배당지급	(17.3)	(25.3)	(20.7)	(24.9)	(24.9)
현금의 증감	170.0	(70.2)	14.2	(19.6)	(13.9)
Unlevered CFO	133.1	119.4	183.3	175.1	305.0
Free Cash Flow	(197.7)	52.4	(100.7)	(320.2)	(22.3)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 씨에스윈드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.9	BUY	70,000		
22.11.5	1년 경과		-	-
21.11.5	BUY	90,000	-34.80%	-21.44%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 2월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 17일