



BUY

목표주가(12M) 70,000원  
현재주가(5.9) 52,700원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,712.14
52주 최고/최저(원)	88,400/44,900
시가총액(십억원)	2,222.4
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	42,171.4
60일 평균 거래량(천주)	321.9
60일 평균 거래대금(십억원)	17.2
외국인지분율(%)	12.96
주요주주 지분율(%)	
감성권 외 15 인	41.03
국민연금공단	10.22

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,708.9	3,415.1
영업이익(십억원)	195.3	306.2
순이익(십억원)	104.5	188.4
EPS(원)	2,477	4,410
BPS(원)	23,730	27,670

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,374.9	1,520.2	2,788.3	3,393.2
영업이익	42.1	104.7	120.3	293.3
세전이익	4.6	23.9	42.6	227.3
순이익	1.9	19.9	15.1	155.5
EPS	45	471	357	3,687
증감율	(97.19)	946.67	(24.20)	932.77
PER	1,528.89	149.04	147.62	14.29
PBR	3.15	3.15	2.38	2.08
EV/EBITDA	29.97	20.96	16.44	9.26
ROE	0.22	2.24	1.68	16.22
BPS	21,867	22,277	22,143	25,338
DPS	500	500	500	500



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 5월 10일 | 기업분석\_Earnings Review

## 씨에스원드 (112610)

### 생산 안정화 비용 발생

#### 목표주가 70,000원, 투자의견 매수 유지

씨에스원드 목표주가 70,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 지난 분기 매출 감소에서 벗어나 외형은 크게 성장했지만 원가율 높은 프로젝트 공정 진행으로 영업적자를 기록했다. 본업은 견조하나 신규 사업의 불확실성은 향후 해소가 필요한 상황이다. 1분기 신규 수주는 5억달러 수준으로 연간 목표 15억달러 대비 30% 이상 확보한 것으로 판단된다. 2024년 추정치 기준 PER 147.6배, PBR 2.4배다.

#### 1Q24 영업이익 -95억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

1분기 매출액은 7,367억원을 기록하며 전년대비 110.2% 증가했다. 타워 부문에서 생산성이 늘었고 하부구조물 업체 인수로 매출 실적이 연결로 온기 반영된 영향이다. 지난 분기에서 이어진 타워 매출은 약 200억원 가량 반영된 것으로 보이며 이번 분기에 반영된 AMPC는 241억원이다. 이는 고객사향으로 배분된 35억원이 차감된 수치로 향후에도 비슷한 수준의 배분 비율이 예상된다. 영업이익은 -95억원으로 전년대비 적자로 전환했고 전분기대비로는 적자폭이 확대되었다. 하부구조물 부문 프로젝트 중 해상변전소에서 낮은 수준을 지속함에 따라 가동률 향상을 위한 추가 비용이 상당 부분 투입되며 대규모 부진이 불가피했다. 원가 상승한 프로젝트를 제외한 하부구조물 부문 수익성은 낮은 한 자리 수 정도로 보인다. 한편 타워 부문은 정상화되면서 8% 수준의 이익률을 기록한 것으로 추정되며 2분기에도 양호한 마진 수준이 지속될 전망이다. 영업적자에 더해 이자비용 177억원, 외화환산손실 158억원, 매출채권처분손실 36억원이 반영되며 세전이익과 순이익도 전년대비 적자로 전환되었다.

#### 단기 실적 변동성 확대 예상. 향후 협상 결과가 관건

적자를 기록한 하부구조물 프로젝트의 경우 고객사와의 단가 협상이 추가적으로 진행되고 있어 향후 결과에 따라 지난 2023년 4분기처럼 분기 실적의 변동성이 커질 가능성이 있다. 한편 기존 본업인 타워 부문에서의 이익 기여도는 정상 궤도로 진입하는 과정에 있다. 물론 일부 증설 완료 후 양산을 시작하는 법인의 경우 초기 비용 인식 가능성이 존재하지만 전사 성장 흐름에 문제가 될 수준은 아닐 전망이다. 단기적으로는 적자 프로젝트 리스크 해소가 필요하며 중장기적으로는 미국 대선 등 정책 이슈의 추이를 관찰할 필요가 있다.

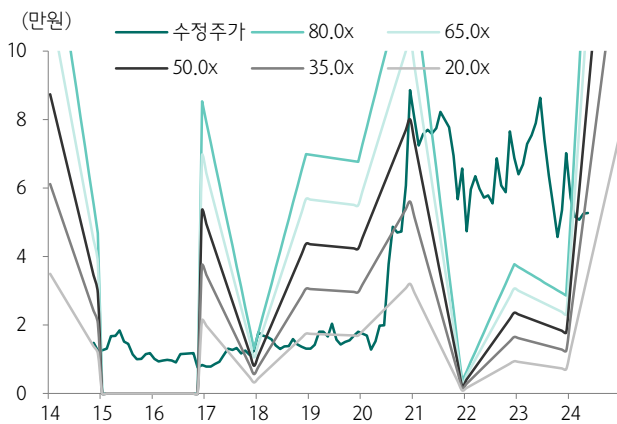
도표 1. 씨에스윈드 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2023				2024F				1Q24 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	3,505	4,155	3,805	3,737	7,367	7,608	7,202	5,706	110.2	97.2
영업이익	245	418	415	(32)	(95)	405	488	405	적전	적지
세전이익	124	221	229	(335)	(367)	250	320	223	적전	적지
순이익	77	206	191	(276)	(392)	171	219	152	적전	적지
영업이익률	7.0	10.1	10.9	(0.9)	(1.3)	5.3	6.8	7.1	-	-
세전이익률	3.5	5.3	6.0	(9.0)	(5.0)	3.3	4.4	3.9	-	-
순이익률	2.2	5.0	5.0	(7.4)	(5.3)	2.2	3.0	2.7	-	-

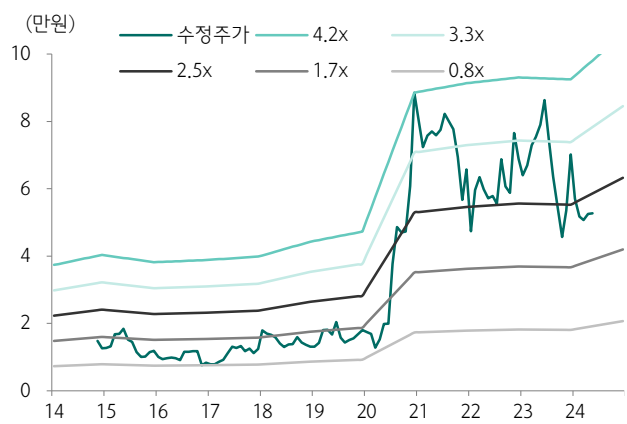
자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 2. 씨에스윈드 12M Fwd PER 추이



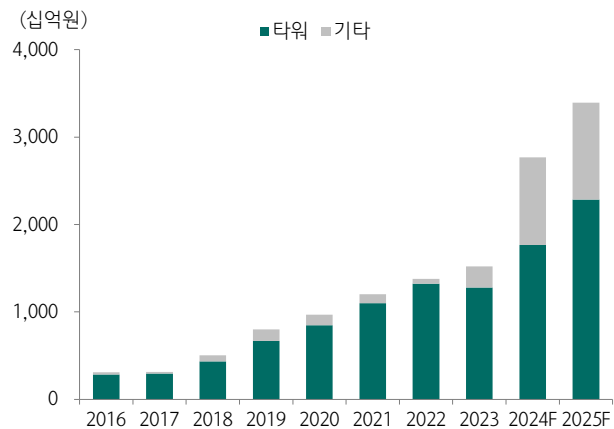
자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 3. 씨에스윈드 12M Fwd PBR 추이



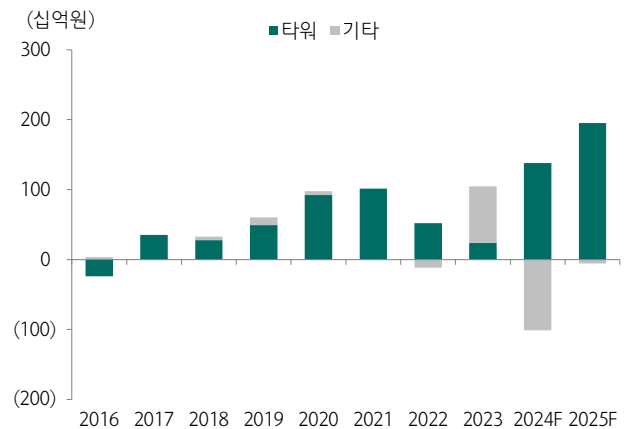
자료: 씨에스윈드, 하나증권

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)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,374.9	1,520.2	2,788.3	3,393.2	3,843.2
매출원가	1,238.7	1,314.3	2,479.2	2,866.5	3,212.6
매출총이익	136.2	205.9	309.1	526.7	630.6
판매비	94.1	101.2	188.8	233.4	264.1
영업이익	42.1	104.7	120.3	293.3	366.5
금융손익	(40.9)	(54.0)	(78.7)	(68.3)	(68.5)
종속/관계기업손익	(2.4)	(3.9)	0.4	0.8	0.7
기타영업외손익	5.7	(22.9)	0.5	1.5	1.2
세전이익	4.6	23.9	42.6	227.3	300.0
법인세	10.3	5.0	22.7	54.6	72.0
계속사업이익	(5.6)	18.9	19.9	172.7	228.0
중단사업이익	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(6.9)	18.9	19.9	172.7	228.0
비지배주주지분 순이익	(8.8)	(0.9)	4.8	17.3	22.8
지배주주순이익	1.9	19.9	15.1	155.5	205.2
지배주주지분포괄이익	42.2	36.3	19.2	166.9	220.3
NOPAT	(51.3)	82.9	56.2	222.9	278.5
EBITDA	107.7	178.6	208.2	389.5	470.7
성장성(%)					
매출액증가율	15.05	10.57	83.42	21.69	13.26
NOPAT증가율	적전	흑전	(32.21)	296.62	24.94
EBITDA증가율	(22.68)	65.83	16.57	87.08	20.85
영업이익증가율	(58.36)	148.69	14.90	143.81	24.96
(지배주주)순이익증가율	(97.13)	947.37	(24.12)	929.80	31.96
EPS증가율	(97.19)	946.67	(24.20)	932.77	31.95
수익성(%)					
매출총이익률	9.91	13.54	11.09	15.52	16.41
EBITDA이익률	7.83	11.75	7.47	11.48	12.25
영업이익률	3.06	6.89	4.31	8.64	9.54
계속사업이익률	(0.41)	1.24	0.71	5.09	5.93

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	45	471	357	3,687	4,865
BPS	21,867	22,277	22,143	25,338	29,712
CFPS	2,832	4,493	8,824	14,076	16,414
EBITDAPS	2,554	4,235	4,936	9,235	11,163
SPS	32,603	36,047	66,119	80,462	91,132
DPS	500	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	1,528.89	149.04	147.62	14.29	10.83
PBR	3.15	3.15	2.38	2.08	1.77
PCFR	24.29	15.62	5.97	3.74	3.21
EV/EBITDA	29.97	20.96	16.44	9.26	7.67
PSR	2.11	1.95	0.80	0.65	0.58
재무비율(%)					
ROE	0.22	2.24	1.68	16.22	18.35
ROA	0.11	0.86	0.47	3.73	4.13
ROIC	(5.14)	5.72	2.83	9.36	10.12
부채비율	92.33	199.94	284.36	330.21	300.28
순부채비율	29.97	77.89	105.10	105.75	87.52
이자보상배율(배)	2.86	3.05	0.47	1.03	1.19

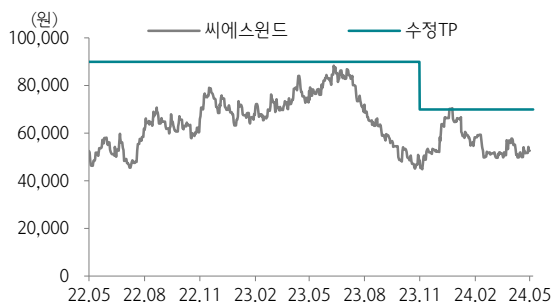
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,011.2	1,368.2	2,016.6	2,958.0	3,335.8
금융자산	202.4	224.9	279.5	279.3	303.9
현금성자산	191.6	207.1	252.3	237.2	256.2
매출채권	362.2	309.5	472.6	731.1	828.1
재고자산	381.6	582.2	889.0	1,375.4	1,557.9
기타유동자산	65.0	251.6	375.5	572.2	645.9
비유동자산	772.9	1,464.5	1,610.2	1,755.6	1,879.4
투자자산	15.3	30.3	43.9	65.4	73.5
금융자산	6.6	15.1	20.7	29.5	32.8
유형자산	529.1	915.6	1,059.9	1,192.5	1,314.6
무형자산	117.3	261.0	248.9	240.1	233.8
기타비유동자산	111.2	257.6	257.5	257.6	257.5
자산총계	1,784.1	2,832.6	3,626.8	4,713.5	5,215.2
유동부채	623.8	1,417.1	2,191.2	3,092.9	3,374.9
금융부채	272.5	528.9	839.5	1,006.3	1,012.6
매입채무	272.2	474.3	724.2	1,120.4	1,269.1
기타유동부채	79.1	413.9	627.5	966.2	1,093.2
비유동부채	232.7	471.2	492.0	525.0	537.4
금융부채	207.9	431.6	431.6	431.6	431.6
기타비유동부채	24.8	39.6	60.4	93.4	105.8
부채총계	856.5	1,888.2	2,683.2	3,617.9	3,912.3
지배주주지분	879.5	896.8	891.1	1,025.9	1,210.4
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	609.5	611.3	611.3	611.3	611.3
자본조정	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)	(42.7)
기타포괄이익누계액	49.5	65.8	65.8	65.8	65.8
이익잉여금	242.1	241.3	235.6	370.4	554.9
비지배주주지분	48.1	47.6	52.5	69.7	92.5
자본총계	927.6	944.4	943.6	1,095.6	1,302.9
순금융부채	278.0	735.6	991.7	1,158.6	1,140.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	150.8	110.8	(88.6)	(42.4)	215.4
당기순이익	(6.9)	18.9	19.9	172.7	228.0
조정	89.3	149.3	87.9	96.2	104.2
감가상각비	65.6	73.9	87.9	96.1	104.3
외환거래손익	20.6	16.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.7	3.9	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	55.2	0.0	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채변동	68.4	(57.4)	(196.4)	(311.3)	(116.8)
투자활동 현금흐름	(105.3)	(235.9)	(243.0)	(256.4)	(233.7)
투자자산감소(증가)	(8.4)	(15.0)	(13.6)	(21.5)	(8.1)
자본증가(감소)	(94.2)	(187.9)	(220.0)	(220.0)	(220.0)
기타	(2.7)	(33.0)	(9.4)	(14.9)	(5.6)
재무활동 현금흐름	(94.9)	141.1	289.9	146.1	(14.4)
금융부채증가(감소)	36.2	480.2	310.6	166.8	6.3
자본증가(감소)	12.2	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(118.0)	(320.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(25.3)	(20.7)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
현금의 증감	(70.2)	15.5	16.1	(15.1)	19.0
Unlevered CFO	119.4	189.5	372.1	593.6	692.2
Free Cash Flow	52.4	(81.5)	(308.6)	(262.4)	(4.6)

## 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 5월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 5월 10일 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 07일