



▲ 유티리티/철강
Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

적정주가 (12개월)	214,000 원
현재주가 (1.27)	166,000 원
상승여력	+28.9%
KOSPI	3,122.56pt
시가총액	28,694억원
발행주식수	2,109만주
유동주식비율	48.58%
외국인비중	9.13%
52주 최고/최저가	180,500원/18,684원
평균거래대금	583.0억원
주요주주(%)	
김성권 외 21 인	46.12
국민연금공단	8.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	155.5	356.4
상대주가	-5.9	81.5	228.3



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	502.2	32.7	5.9	325	-81.9	16,547	80.7	1.6	12.8	2.0	90.4
2019	799.4	60.1	31.9	1,748	391.5	18,677	20.6	1.9	10.1	9.9	98.9
2020E	976.0	105.1	69.9	3,829	110.7	26,250	46.2	6.7	23.4	17.0	81.5
2021E	1,225.3	157.1	112.3	5,430	40.9	49,804	30.6	3.3	12.3	14.7	41.2
2022E	1,402.2	184.8	132.6	6,287	15.7	55,675	26.4	3.0	10.1	11.9	39.7

씨에스원드 112610

내일도 모레도 강풍주의보

- ✓ 4Q20 영업이익은 330억원(+110.9% YoY)을 기록하며 컨센서스를 상회할 전망
- ✓ 생산 효율 개선과 태워 수요 증가 감안 시 매출액과 마진율 동반 성장 가능
- ✓ 미국 신규 설비 투자 계획에 주목. 2023년 5,000억원 이상의 신규 매출 발생 예상
- ✓ 가파르게 상승한 밸류에이션지만, 멀리 보면 상승 여력이 충분
- ✓ 적정주가를 214,000원으로 상향(+41%)하며, 투자의견은 Buy를 유지

매출도 매출이지만 마진에 대한 기대치를 높이자

4Q20 영업이익은 330억원(+110.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(260억원)를 상회할 전망이다. 수주 증가와 생산 안정화로 인해 매출액과 마진율 모두 전 분기 대비 소폭 개선됐을 것으로 추정한다. 2021년 이후에는 대규모 증설이 없어 생산 효율이 추가적으로 개선될 가능성이 높고, 태워 수요가 증가하면 '없어서 못파는' 상황도 지속될 전망이다. 2021~2022년 영업이익률 컨센서스는 10~11% 수준이지만, 역사적 이익률 벤드를 감안하면 13% 내외의 영업이익률을 가정도 무리하지 않다.

투자도 가장 공격적인 1위 사업자

미국 신규 설비 투자 계획 중 많은 부분이 아직 어둠 속에 있다. 근 시일 내에 밝혀질 투자 계획이 주가 상승 트리거로 작용할 가능성이 높다. 당사는 2023년 5,000억원 이상의 신규 매출이 미국 지역에서 발생할 것으로 예상하고 있다. 반면 경쟁사의 적극적 움직임은 찾아보기 힘들다. Elawan Energy(舊 Gestump)는 지난 12월 대주주 교체가 투자 의사 결정을 지연했을 가능성이 높다. Arcosa(舊 Trinity Tower)는 지난 10월 인력을 조정하는 등 보수적 입장을 보이고 있다.

앞만 보면 부담스러운 밸류에이션, 큰 그림을 보면 다르다

유일한 우려는 급등한 밸류에이션이다. 그러나 현 주가는 2022~2023년 EPS 기준으로는 26배, 21배로, 크게 보면 상승 여력이 충분하다. 특히 미국 증설 효과가 본격화되는 2023년에 초점을 맞춰야 할 필요가 있다. 2023년 EPS에 27.2배의 PER을 적용, 적정주가를 214,000원으로 상향(+41%)하며, 투자의견은 Buy를 유지한다.

높은 밸류에이션에 대한 접근 1)멀리 바라보자

2023년 EPS에 27.2배의 PER을 적용, 적정주가 214,000원 산출

미국 공장 중설로 인한 성장성을 감안하면 중설 효과가 본격화되는 2023년이 적정주가 산정의 기준이 되어야 한다. 2023년 예상 EPS에 27.2배의 PER을 적용, 적정주가 214,000원과 투자의견 Buy를 제시한다. 27.2배는 주요 고객사인 Vestas의 2023년 예상 PER(36.5배)을 -25% 할인한 값이다. 풍력 산업 랠리가 시작된 2020년부터 지금까지 동사는 Vestas 대비 평균적으로 -25% 할인되어 거래되었다는 점을 참고했다.

과거 밸류에이션 밴드보다 향후 이익 성장에 주목

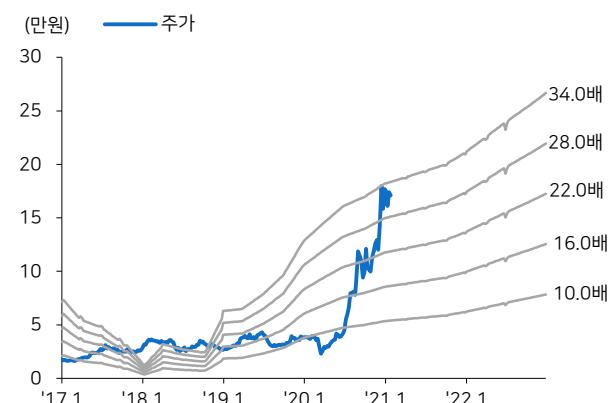
적정주가는 2021년 기준 39.4배에 해당한다. 과거 밴드 상단을 훌쩍 넘어서는 수준이다. 그러나 현 상황에서는 12개월 선행 이익으로 적정 가치를 평가하기는 어렵다. 유상증자로 인한 발행주식수 증가 효과는 2021년에 발생하는 반면, 중설에 따른 매출 증가는 2023년부터 본격적으로 인식되기 때문이다. 대신 시야를 넓혀 가파른 이익 증가세를 바라보면 높은 밸류에이션을 납득할 수 있다. 현 주가는 2021년 기준 31배, 2022년 기준 26배, 2023년 기준 21배 수준이다.

표1 씨에스원드 적정주가 산출

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	165.9	2023년 예상
적용 멀티플(배)	27.2	주요 고객사인 Vestas의 2023년 PER(36.5배)에 -25% 할인
적정 시가총액(십억원)	4,516	
발행 주식수(백만주)	21,086	유상증자 후 발행주식 증가 효과(+22%) 감안
적정 주가(원)	214,000	
현재 주가(원)	166,000	
상승 여력(%)	28.9	

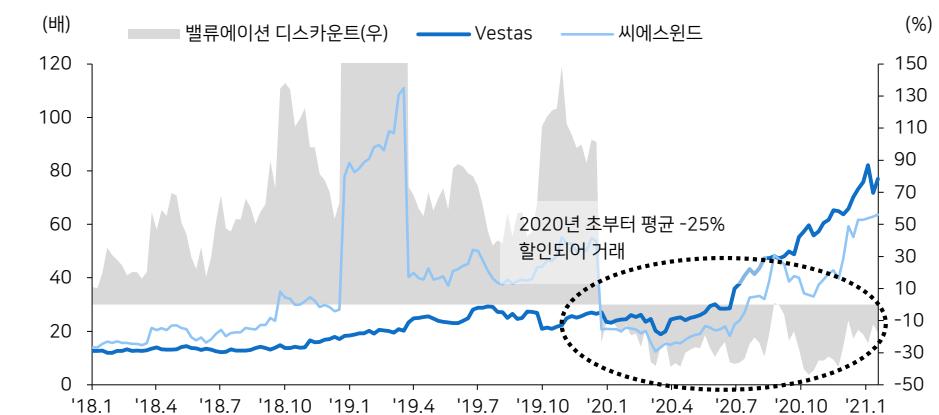
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스원드 12개월 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 씨에스원드 vs Vestas: 12개월 Trailing PER 비교



자료: Eikon, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

높은 밸류에이션에 대한 접근 2) 성장 산업 안에서의 부품 업체

Vestas와 비슷한 선행 12개월 PER 적용이 의아할 수 있으나, 성장 산업에서는 할인 축소 가능

적정주가는 2023년 기준으로 Vestas 대비 -25% 할인된 값이나, 2021년 기준으로는 동일한 수준(39배)이다. 터빈 산업과 타워 산업 간 본질적인 진입 장벽의 차이를 고려한다면 당장 비슷한 12개월 선행 밸류에이션을 적용시키는 것에 거부감이 들 수 있다. 그러나 성장 산업에서 완성품 업체 대비 부품 업체의 밸류에이션 할인이 줄어드는 현상은 타 업종에서도 자주 찾아볼 수 있는 사례이다. 특정 부품에 대한 수요가 늘어나면서 전체 산업 대비 빠른 성장을 하기 때문이다.

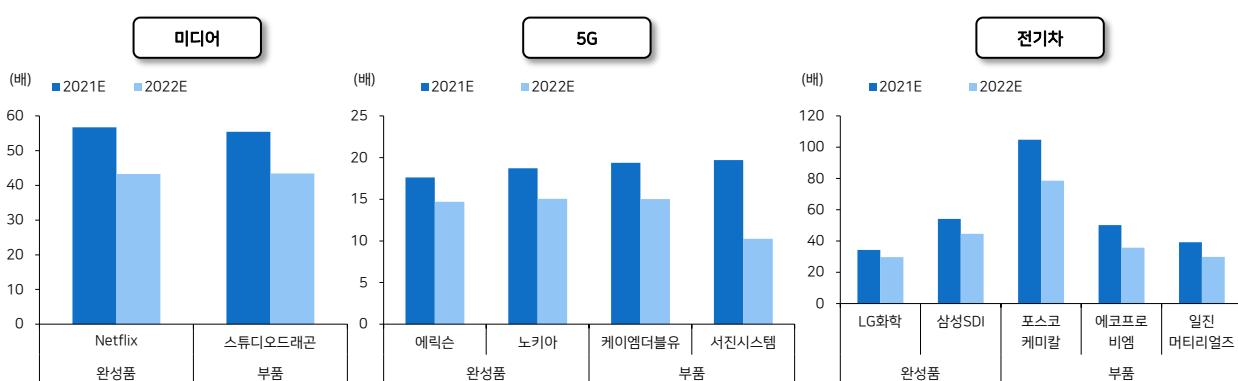
예를 들어, Netflix에 드라마를 공급하는 스튜디오드래곤은 Netflix와 비슷한 PER을 적용받고 있으며(미디어), 노키아/에릭슨 등의 통신장비사와 케이엠더블유 등 부품사 역시 PER이 비슷하다(5G). 전기차의 경우 삼성SDI/ LG화학과 포스코케미칼/에코프로비엠 등 소재사들이 비슷한 밸류에이션을 적용받고 있다.

표2 글로벌 풍력 Peer Valuation

분류	회사 이름	P/E		P/B		EPS CAGR		ROE	
		2021E	2022E	2021E	2022E	'18~'21E	'19~'22E	2021E	2022E
디벨로퍼	Orsted	49.5	54.8	5.4	5.2	-15.1	15.8	10.3	9.5
	Vestas	39.1	36.3	6.9	6.1	14.5	16.5	21.0	19.9
터빈	Siemens Gamesa	71.4	41.0	4.8	4.5	60.6	N/A	4.3	9.0
	Goldwind	16.7	14.9	1.8	1.7	6.7	29.1	11.1	11.3
블레이드	TPI Composites	41.3	31.0	5.4	7.1	116.8	N/A	21.9	28.5
베어링	씨에스베어링	26.9	20.4	4.7	4.6	60.8	31.4	20.1	23.2
하부구조물	삼강엠앤티	22.8	18.2	3.8	3.1	N/A	N/A	17.7	18.2
	Broadwind	251.1	36.7	N/A	N/A	N/A	N/A	-2.5	9.3
타워	Titan Wind	12.3	10.9	1.9	1.7	40.2	25.9	16.0	15.6
	Arcosa	25.6	21.2	1.5	1.4	15.0	6.7	5.3	6.3
씨에스원드	30.6	26.4	3.3	2.9	155.8	53.2	14.7	11.9	
씨에스원드 제외 평균	34.0	28.5	4.0	3.9	37.4	20.9	12.5	15.1	

자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림3 선행 PER 비교: 성장 산업에서 완성품 업체와 부품 업체간 밸류에이션 격차가 줄어드는 현상 발생



자료: Eikon, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

생산성 향상과 제품 믹스 개선으로 2021년에도 마진 개선 가능

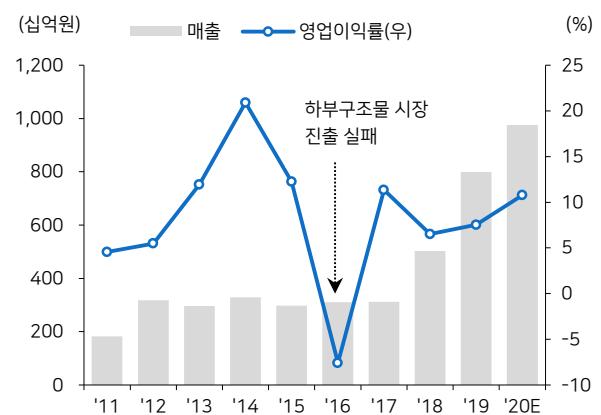
경쟁사들의 투자 부재 감안 시 타이트한 풍력 타워 수급 지속

매출뿐만 아니라 영업이익률도 동반 상승 가능

2021~2022년 영업이익률 컨센서스는 10~11% 수준이나, 이익률 눈높이를 이보다 높여야 할 필요가 있다. 동사의 과거 영업이익률은 5~20% 사이에서 벤드를 형성했다. 2020년 하반기에는 비우호적인 환율에도 불구하고 전사 기준 11.7% 수준, 일부 법인에서는 20% 이상의 이익률을 달성한 것으로 추정되고 있다. 생산성 향상과 제품 믹스 개선 감안 시 2021년에도 추가적인 개선이 가능하다.

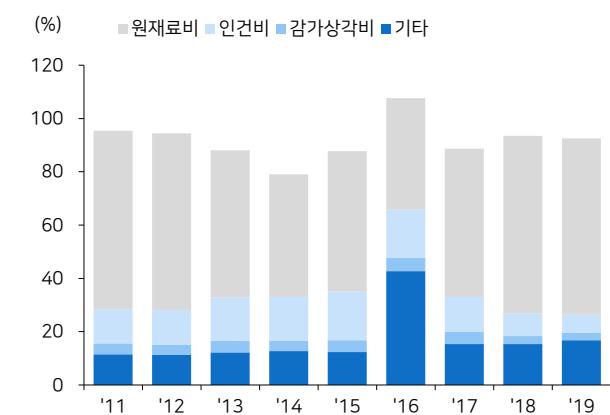
최근 터빈사들의 이익률이 감소하는 반면 동사 등 타워사들의 마진은 개선되고 있다. 타이트한 풍력 타워 수급을 입증하는 부분이다. 글로벌 풍력 타워 시장은 500 여개 이상의 업체가 난립되어있는 상황이기 때문에 전체 수급 상황을 파악하기는 쉽지 않으나, 적어도 주요 경쟁사들이 최근 적극적이지 못했다는 사실은 알 수 있다. Elawan Energy(舊 Gestump)는 지난 12월 일본 오릭스에 인수되는 등 경영진 교체 과정이 의사 결정에 영향을 미쳤을 것으로 추정한다. 미국 Arcosa(舊 Trinity Tower)는 지난 10월 인력을 조정하는 등 보수적 입장을 보이고 있다.

그림4 씨에스원드 매출 및 영업이익률 추이



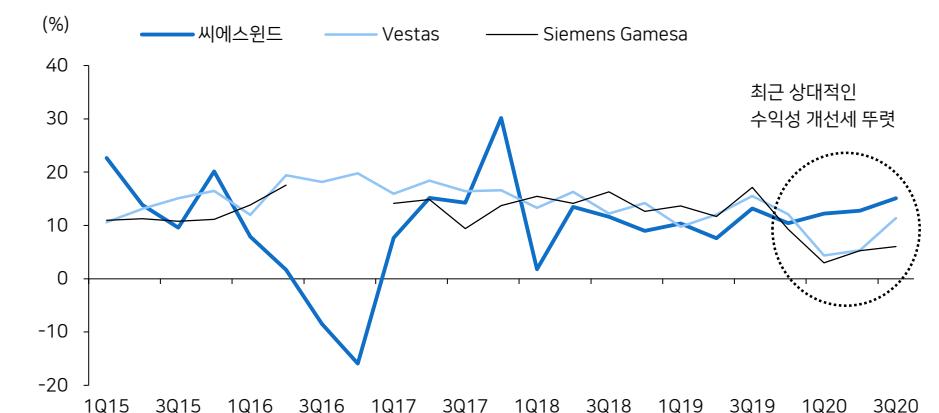
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 씨에스원드 매출 대비 각 비용 항목의 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 EBITDA 마진 추이 : 고객사 vs 씨에스원드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스원드 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	281.0	198.5	41.6	273.3	2.8	284.4	-1.2
영업이익	33.0	15.6	110.9	31.7	4.1	26.0	27.0
세전이익	30.8	4.6	573.3	28.1	9.5	23.8	29.3
지배순이익	22.7	5.2	333.1	20.6	10.3	18.7	21.3

자료: 씨에스원드, 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스원드 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
매출	181.0	240.6	273.3	281.0	290.0	294.6	315.8	325.0	502.2	799.4	976.0	1,225.3	1,402.2	1,956.2
매출 성장률(% YoY)	3.4	0.4	46.8	41.6	60.2	22.4	15.5	15.7	60.8	59.2	22.1	25.5	14.4	39.5
별도	141.8	185.4	195.0	206.1	228.6	228.9	223.6	236.3	370.4	603.9	728.3	917.3	1,041.8	1,559.7
씨에스베어링	24.6	24.1	29.5	30.8	32.1	31.4	38.5	40.2	0.0	102.6	109.0	142.3	178.1	195.9
플랜트 및 기타	14.6	31.1	48.8	44.1	29.3	34.2	53.7	48.5	131.9	92.9	138.7	165.7	182.3	200.5
영업이익	16.2	24.2	31.7	33.0	33.8	36.2	40.1	47.0	32.7	60.1	105.1	157.1	184.8	232.3
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	11.7	11.7	12.3	12.7	14.5	6.5	7.5	10.8	12.8	13.2	11.9
영업이익 성장률(% YoY)	19.7	91.4	73.5	110.9	107.9	49.7	26.5	42.5	-7.5	83.7	74.8	49.4	17.7	25.7
별도	10.5	11.8	15.7	20.2	23.0	24.0	22.9	30.8	-3.7	42.7	58.3	100.7	120.9	162.0
씨에스베어링	2.6	2.7	3.1	3.6	3.4	3.5	4.0	4.6	0.0	0.0	11.9	16.5	22.1	24.3
플랜트 및 기타	3.1	9.7	12.9	9.2	7.4	8.7	13.1	11.6	36.4	17.5	34.9	40.8	44.5	48.9
금융손익	2.1	-2.6	-3.4	-1.9	-1.5	-1.1	-1.2	-1.2	-3.1	-9.9	-5.8	-5.0	-6.3	-5.9
기타손익	-1.2	-1.7	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	-22.4	-10.2	-2.7	0.7	1.4	1.1
증속, 지배, 관계기업 손익	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.2	-1.1	-1.3	-1.2	-1.2
세전이익	17.1	19.4	28.1	30.9	32.1	35.0	38.8	45.6	6.8	39.9	95.6	151.5	178.7	226.2
법인세비용	3.6	4.4	7.4	7.1	7.4	8.0	8.9	10.5	-0.3	5.2	22.5	34.8	41.1	51.4
당기순이익	13.5	15.0	20.8	23.8	24.7	26.9	29.9	35.1	7.1	34.7	73.1	116.6	137.6	172.2
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	8.5	8.5	9.1	9.5	10.8	1.4	4.3	7.5	9.5	9.8	8.8
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	78.6	344.0	83.1	79.1	44.0	47.7	-81.9	391.5	110.7	59.6	18.0	25.1
지배순이익	12.3	14.3	20.6	22.8	23.6	26.0	28.9	33.8	5.9	31.9	69.9	112.3	132.6	165.9
PER									80.5	20.6	43.8	30.6	26.4	21.1
총력 설치량 가정 (MW)									50,693	60,351	75,300	81,000	84,700	88,700
전체														
미주									11,891	13,427	19,000	18,300	20,800	22,700
아시아									26,158	30,612	38,900	44,900	44,200	45,300
유럽									11,674	15,368	16,100	16,400	18,100	17,500
기타									970	944	1,300	1,400	1,600	3,200

자료: 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	502.2	799.4	976.0	1,225.3	1,402.2
매출액증가율 (%)	60.8	59.2	22.1	25.5	14.4
매출원가	420.8	685.8	811.7	988.6	1,126.3
매출총이익	81.4	113.6	164.3	236.7	276.0
판매관리비	48.7	53.5	59.2	79.7	91.1
영업이익	32.7	60.1	105.1	157.1	184.8
영업이익률	6.5	7.5	10.8	12.8	13.2
금융손익	-3.1	-9.9	-5.8	-5.0	-6.3
종속/관계기업손익	-0.5	-0.2	-1.1	-1.3	-1.2
기타영업외손익	-22.4	-10.2	-2.7	0.7	1.4
세전계속사업이익	6.8	39.9	95.6	151.5	178.7
법인세비용	-0.3	5.2	22.5	34.8	41.1
당기순이익	7.1	34.7	73.1	116.6	137.6
지배주주지분 순이익	5.9	31.9	69.9	112.3	132.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-20.5	85.7	27.0	135.4	184.6
당기순이익(손실)	7.1	34.7	73.1	116.6	137.6
유형자산상각비	14.3	20.0	32.6	62.4	93.1
무형자산상각비	1.1	1.5	1.5	1.5	1.4
운전자본의 증감	-66.3	10.2	-86.7	-45.1	-47.5
투자활동 현금흐름	-61.7	-66.4	-156.2	-245.5	-270.0
유형자산의증가(CAPEX)	-26.4	-87.7	-141.5	-240.5	-264.6
투자자산의감소(증가)	-2.6	-1.6	-5.7	-2.9	-3.2
재무활동 현금흐름	79.3	23.4	83.1	461.1	-7.9
차입금의 증감	145.7	50.8	-5.6	0.8	0.9
자본의 증가	8.0	2.0	35.3	467.4	0.0
현금의 증가(감소)	-4.8	43.8	-43.3	350.9	-93.4
기초현금	44.9	40.1	83.9	40.6	391.5
기말현금	40.1	83.9	40.6	391.5	298.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	386.7	426.7	525.9	952.9	942.5
현금및현금성자산	40.1	83.9	40.5	391.5	298.1
매출채권	143.3	156.1	221.0	255.6	293.4
재고자산	148.1	118.9	168.4	194.8	223.6
비유동자산	219.7	308.9	403.3	582.8	756.1
유형자산	176.0	227.9	330.0	508.1	679.6
무형자산	22.4	22.2	21.3	19.8	18.4
투자자산	11.8	13.4	19.1	22.0	25.2
자산총계	606.4	735.6	929.1	1,535.7	1,698.6
유동부채	225.8	276.3	327.9	357.6	390.0
매입채무	59.1	91.5	129.6	149.9	172.1
단기차입금	107.0	129.5	131.4	131.4	131.4
유동성장기부채	14.0	13.1	7.1	7.1	7.1
비유동부채	62.1	89.5	89.3	90.8	92.5
사채	35.0	37.5	17.4	17.4	17.4
장기차입금	21.8	19.0	48.6	48.6	48.6
부채총계	287.9	365.8	417.3	448.4	482.5
자본금	8.6	8.6	8.6	10.5	10.5
자본잉여금	182.1	184.1	219.5	685.0	685.0
기타포괄이익누계액	-12.5	-1.1	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	170.6	195.8	251.4	354.9	478.7
비지배주주지분	16.4	28.9	32.7	37.1	42.1
자본총계	318.5	369.8	512.0	1,087.2	1,216.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	27,508	43,786	53,460	59,257	66,501
EPS(지배주주)	325	1,748	3,829	5,430	6,287
CFPS	2,824	4,635	7,895	10,725	13,276
EBITDAPS	2,636	4,471	7,627	10,686	13,243
BPS	16,547	18,677	26,250	49,804	55,675
DPS	379	436	436	436	436
배당수익률(%)	1.4	1.2	0.2	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	80.7	20.6	46.2	30.6	26.4
PCR	9.3	7.8	22.4	15.5	12.5
PSR	1.0	0.8	3.3	2.8	2.5
PBR	1.6	1.9	6.7	3.3	3.0
EBITDA	48.1	81.6	139.2	221.0	279.3
EV/EBITDA	12.8	10.1	23.4	12.3	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	9.9	17.0	14.7	11.9
EBITDA 이익률	9.6	10.2	14.3	18.0	19.9
부채비율	90.4	98.9	81.5	41.2	39.7
금융비용부담률	1.0	1.3	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	6.8	5.7	11.8	16.1	18.8
매출채권회전율(x)	4.4	5.3	5.2	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	4.7	6.0	6.8	6.7	6.7

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 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스원드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

