

씨에스원드 (112610)

신규 투자로 산업 성장 제대로 즐기기



▶ Analyst 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 113,000원

현재 주가(4/12)	83,700원
상승여력	▲35.0%
시가총액	35,297억원
발행주식수	42,171천주
52 주 최고가 / 최저가	92,300 / 13,072원
90 일 일평균 거래대금	548.24억원
외국인 지분율	10.0%
주주 구성	
김성권 (외 24 인)	43.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.9%
자사주 (외 1 인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.9	-0.1	46.4	521.1
상대수익률(KOSPI)	15.2	-0.4	15.9	452.6
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	799	969	1,214	1,485
영업이익	60	98	127	160
EBITDA	82	127	160	209
지배주주순이익	32	31	90	110
EPS	1,846	1,786	2,337	2,602
순차입금	140	146	-261	-253
PER	9.8	49.6	35.8	32.2
PBR	0.9	3.7	3.7	3.4
EV/EBITDA	9.8	30.6	20.4	15.7
배당수익률	2.6	1.1	0.5	0.5
ROE	9.9	8.2	13.1	11.0

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 풍력 산업 호조와 공정 효율성 제고에 힘입어 전년동기대비 성장할 것으로 예상합니다. 또한 계획되었던 클지막한 투자들이 상반기 중 구체화될 것이라는 기대도 커지고 있습니다. 투자의견 Buy, 목표주가 113,000 원을 유지합니다.

1Q21 Preview: 비수기임에도 불구하고

씨에스원드의 1Q21 실적은 매출액 2,435억 원, 영업이익 244억 원(각 YoY +34.5%, +50.1%), 영업이익률 10.0%를 기록하며 시장 컨센서스에 부합한 것으로 추정된다. 동사의 매출액은 전년동기대비 환율 하락 및 계절적 비수기에도 불구하고 글로벌 풍력 산업 호조에 힘입어 성장세를 보인 것으로 파악된다. 영업이익은 타워 제품 수요 증가 및 공정 효율성 제고에 따른 고정비 부담 하락이 주 원자재인 후판 가격 상승 분을 일부 상쇄하며 견조한 성장세를 나타낸 것으로 추정한다.

신규 투자는 곧 고성장으로 직결

동사는 미국 중부·동부 지역에서 현지 풍력 타워 공장 M&A를 계획하고 있다. 그 중 더 빨리 공개될 美 중부 지역 투자 건은 5월 내 구체화될 계획으로, 투자가 완료되면 별도의 증설 없이 올해부터도 매출 기여가 가능할 것으로 보인다. 동부 지역 생산 법인 투자는 상반기 중 투자가 결정될 예정인데, 동부 지역은 미국 내에서도 해상풍력 발전단지 개발이 본격적으로 진행될 예정이기에 투자가 미국 해상풍력 시장 선점으로 이어질 것이라는 판단이다. 마지막으로 동사는 하부구조물 시장 진출을 위해 신공장 투자도 검토하고 있는 것으로 파악된다. 2021년 실적 추정치는 미국 신규 투자에 따른 매출이 미반영된 수치다.

투자의견 Buy, 목표주가 113,000원 유지

글로벌 주요 지역에서 풍력 시장 성장에 우호적인 환경이 조성되고 있다. 미국 바이든 행정부는 재생에너지 발전 비중 확대를 가속화하고 있으며, 인프라 투자안이 통과되면 풍력발전 생산세액공제(PTC)의 10년 연장도 기대해볼 수 있는 상황이다. 유럽에서도 CBAM(탄소국경조정제도) 도입 등을 예고하며 탄소배출 감축 규제를 강화하고 있다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 113,000원 및 최선호주 의견을 유지한다. 동사의 현재 주가는 12M. Fwd 기준 36.6배 수준이다.

[표1] 씨에스윈드의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액(연결)	181.0	240.6	273.3	274.1	243.5	289.4	346.4	334.6	799.4	969.1	1213.9	1484.7
YoY(%)	3.4	0.4	46.8	38.1	34.5	20.3	26.7	22.1	59.2	21.2	25.3	22.3
매출총이익	27.3	39.1	46.6	35.0	36.5	44.0	53.6	53.4	115.6	148.0	187.6	249.9
매출총이익률(%)	15.1	16.3	17.1	12.8	15.0	15.2	15.5	16.0	14.5	15.3	15.5	16.8
판매비와관리비	11.0	14.9	14.9	9.5	12.1	14.4	17.0	16.9	55.5	50.4	60.4	89.6
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	24.4	29.6	36.6	36.6	60.1	97.6	127.1	160.3
YoY(%)	19.7	91.4	73.5	62.6	50.1	22.2	15.4	43.8	83.7	62.3	30.3	26.1
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	10.0	10.2	10.6	10.9	7.5	10.1	10.5	10.8
영업외손익	0.9	-4.8	-3.6	-32.3	-0.3	-2.5	-3.5	-3.3	-20.3	-39.8	-9.6	-15.0
세전이익	17.1	19.4	28.1	-6.9	24.1	27.1	33.0	33.3	39.9	57.8	117.5	145.4
순이익	13.5	15.0	20.8	-15.7	19.0	21.3	26.0	26.2	34.7	33.6	92.4	113.1
YoY(%)	16.2	146.5	78.6	적전	40.7	41.8	25.3	흑전	391.5	-3.1	175.2	22.4
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-5.7	7.8	7.4	7.5	7.8	4.3	3.5	7.6	7.6
지배주주순이익	12.3	14.3	20.6	-16.2	18.4	20.7	25.2	25.4	31.9	30.9	89.7	109.7

자료: 씨에스윈드, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 씨에스윈드의 2021년 1분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	181	241	273	274	244	246	34.5%	-11.1%	-1.1%
영업이익	16	24	32	25	24	25	50.1%	-4.1%	-2.4%
지배주주순이익	12	14	21	-16	18	19	50.1%	흑전	-4.2%
영업이익률	9.0%	10.1%	11.6%	9.3%	10.0%	10.2%	1.0%P	0.7%P	-0.1%P
순이익률	6.8%	5.9%	7.5%	-5.9%	7.6%	7.8%	0.8%P	13.5%P	-0.2%P

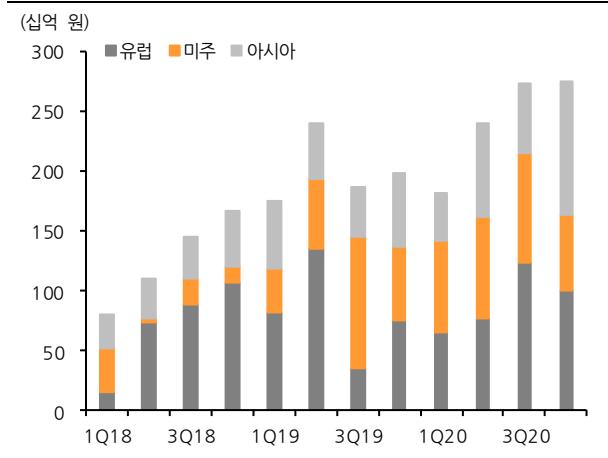
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 씨에스윈드 최근 주요 수주 공시 목록

고객사	공급 지역	계약 월	생산 법인	계약 금액 (십억 원)	계약 기간 (개월)
Vestas	핀란드, 베트남	'20.07	베트남	40.3	8.3
SGRE	대만	'20.07	대만	109.8	24.0
GE	미국	'20.03	말레이시아	28.9	6.6
GE	미국	'20.02	말레이시아	27.5	6.1
SGRE	영국	'20.01	베트남	54.9	18.5
SGRE	베트남	'21.03	베트남	8.1	4.3
Nordex	영국, 터키	'21.03	터키	10.7	15.3
GE	미국	'21.02	말레이시아	16.4	6.0
Nordex	핀란드	'21.02	말레이시아	29.5	12.6
Vestas	호주	'21.02	호주	16.7	6.5
Goldwind	베트남	'21.02	중국	8.7	3.8

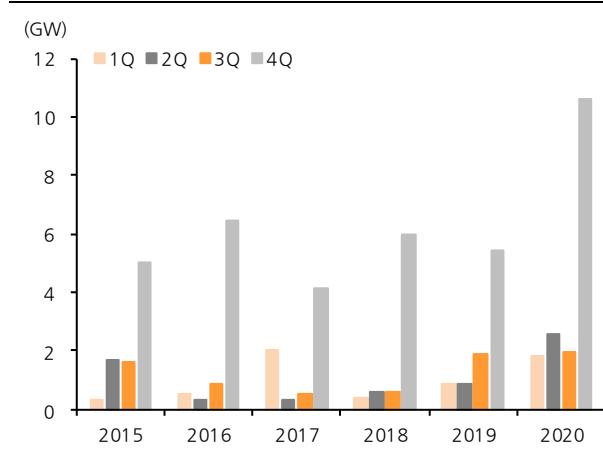
자료: 씨에스윈드, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 씨에스원드 지역별 매출 비중



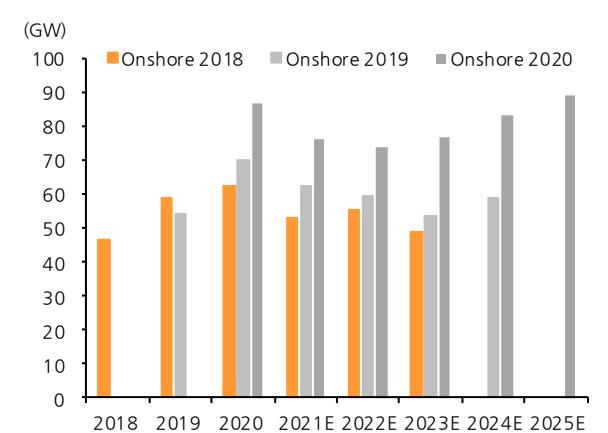
자료: 씨에스원드, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 풍력 설치량 추이



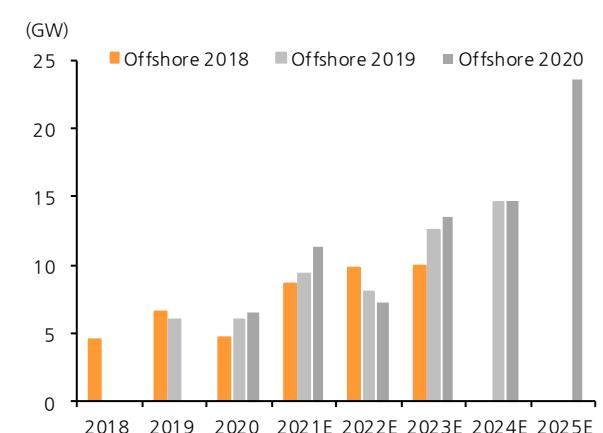
자료: AWEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] GWEC의 2018~2020년 육상 풍력 설치량 전망치



자료: GWEC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GWEC의 2018~2020년 해상 풍력 설치량 전망치



자료: GWEC, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

	(단위: 십억 원)				
12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	502	799	969	1,214	1,485
매출총이익	81	114	148	188	250
영업이익	33	60	98	127	160
EBITDA	48	82	127	160	209
순이자수익	-4	-10	-8	-8	-9
외화관련손익	-1	0	0	11	1
지분법손익	-1	0	-1	-1	-1
세전계속사업손익	7	40	58	117	145
당기순이익	7	35	34	92	113
자배주주순이익	6	32	31	90	110
증가율(%)					
매출액	60.8	59.2	21.2	25.3	22.3
영업이익	-7.5	83.7	62.3	30.3	26.1
EBITDA	-3.4	69.6	55.5	26.1	30.6
순이익률	-81.9	391.5	-3.1	175.1	22.4
이익률(%)					
매출총이익률	16.2	14.2	15.3	15.5	16.8
영업이익률	6.5	7.5	10.1	10.5	10.8
EBITDA 마진	9.6	10.2	13.1	13.2	14.1
세전이익률	1.4	5.0	6.0	9.7	9.8
순이익률	1.4	4.3	3.5	7.6	7.6

재무상태표

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	387	427	547	1,060	1,157
현금성자산	45	88	96	515	538
매출채권	155	164	203	246	278
재고자산	148	119	204	249	278
비유동자산	220	309	334	454	563
투자자산	21	59	40	42	43
유형자산	176	228	272	392	500
무형자산	22	22	21	20	20
자산총계	606	736	881	1,514	1,720
유동부채	226	276	332	425	517
매입채무	70	106	153	176	235
유동성이자부채	121	146	148	160	168
비유동부채	62	89	105	105	129
비유동이자부채	57	83	94	94	117
부채총계	288	366	437	530	647
자본금	9	9	9	21	21
자본잉여금	182	184	210	676	676
이익잉여금	171	196	219	280	371
자본조정	-59	-48	-24	-24	-24
자기주식	-46	-46	0	0	0
자본총계	319	370	444	983	1,074

현금흐름표

	(단위: 십억 원)				
12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-21	86	24	100	170
당기순이익	7	35	34	92	113
자산상각비	15	21	29	33	49
운전자본증감	-66	10	-80	-13	10
매출채권감소(증가)	-52	-21	-57	-42	-32
재고자산감소(증가)	-72	34	-97	-45	-28
매입채무증가(감소)	67	30	64	23	59
투자현금흐름	-62	-66	-110	-154	-159
유형자산처분(취득)	-22	-72	-110	-151	-156
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
재무현금흐름	79	23	109	473	12
차입금증가	73	18	77	12	32
자본증가	-6	-6	38	459	-19
배당금지급	-6	-6	-7	-19	-19
총현금흐름	52	85	127	113	160
(-) 운전자본증가(감소)	122	-29	59	13	-10
(-) 설비투자	26	88	110	151	156
(+) 자산매각	3	15	0	-1	-1
Free Cash Flow	-93	41	-41	-51	14
(-) 기타투자	-17	13	21	3	3
잉여현금	-76	28	-62	-54	11
NOPLAT	24	52	57	100	125
(+) Dep	15	21	29	33	49
(-) 운전자본투자	122	-29	59	13	-10
(-) Capex	26	88	110	151	156
OpFCF	-109	16	-83	-31	28

주요지표

	(단위: 원, 배)				
12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	343	1,846	1,786	2,337	2,602
BPS	17,476	19,726	23,900	22,596	24,738
DPS	400	460	1,000	460	460
CFPS	2,982	4,895	7,373	2,957	3,793
ROA(%)	1.2	4.8	3.8	7.5	6.8
ROE(%)	2.0	9.9	8.2	13.1	11.0
ROIC(%)	6.5	10.9	10.4	15.3	16.2
Multiples(x, %)					
PER	38.2	9.8	49.6	35.8	32.2
PBR	0.7	0.9	3.7	3.7	3.4
PSR	0.5	0.4	1.6	2.6	2.4
PCR	4.4	3.7	12.0	28.3	22.1
EV/EBITDA	12.7	9.8	30.6	20.4	15.7
배당수익률	3.1	2.6	1.1	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	90.4	98.9	98.6	53.9	60.2
Net debt/Equity	41.8	37.9	32.9	-26.6	-23.5
Net debt/EBITDA	276.8	171.8	114.9	-163.2	-120.9
유동비율	171.3	154.4	164.7	249.4	223.7
이자보상배율	6.8	5.7	11.4	14.0	18.4
자산구조(%)					
투하자본	87.2	77.5	81.2	56.4	58.5
현금+투자자산	12.8	22.5	18.8	43.6	41.5
자본구조(%)					
차입금	35.8	38.2	35.3	20.5	21.0
자본금	64.2	61.8	64.7	79.5	79.0

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 4월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[씨에스원드 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.02.16	2021.02.17	2021.03.11	2021.04.01	2021.04.13	
투자의견	당당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	이재연	113,000	113,000	113,000	113,000	

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.02.17	Buy	113,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%