



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

Buy

적정주가 (12개월)	107,000 원
현재주가 (4.12)	83,700 원
상승여력	27.8%
KOSPI	3,135.59pt
시가총액	35,297억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	53.57%
외국인비중	10.02%
52주 최고/최저가	92,300원/13,072원
평균거래대금	550.1억원
주요주주(%)	
김성권 외 23 인	43.51
국민연금공단	8.87
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	17.9 46.4 521.1
상대주가	14.8 12.2 268.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	799.4	60.1	31.9	874	391.5	9,338	20.6	1.9	10.1	9.9	98.9
2020	969.1	97.6	30.9	845	-3.1	11,314	104.8	7.8	25.5	8.2	98.6
2021E	1,208.7	136.9	89.9	2,173	160.1	22,547	38.5	3.7	19.2	13.2	46.6
2022E	1,359.0	167.7	114.2	2,709	25.2	24,792	30.9	3.4	15.3	11.4	44.2
2023E	2,015.8	237.2	162.2	3,936	42.6	28,174	21.3	3.0	11.4	14.9	46.4

씨에스원드 112610

1Q21 Preview: 까도 까도 나오는 모멘텀

- ✓ 1Q21 영업이익은 251억원을 기록하며 시장 기대치(267억원)에 부합 예상
- ✓ 계절적 비수기 및 후판 가격 상승 영향 기준 예상 대비해서는 다소 늦어진 개선세
- ✓ 미국, 유럽, 아시아 등 다양한 지역에서의 증설 모멘텀과 이에 따른 장기 실적 개선 (2024년 매출액 3조원 목표)을 고려하면 업종 내에서도 매력적인 선택지
- ✓ 적정주가 107,000원과 투자의견 Buy를 유지

시장 기대치에 부합할 1Q21 실적

1Q21 연결 매출액은 2,416억원(+33.5% YoY), 영업이익은 251억원(+54.3% YoY)를 기록하며 시장 기대치(269억원)에 부합할 것으로 예상한다. 당사는 기준 시장 기대치를 상회하는 결과를 예상했으나, 1)계절적 비수기 영향으로 예상 대비 느린 매출액 성장, 2)원재료인 후판 가격의 급등으로 인한 마진율 개선세 둔화로 인해 다소 눈높이를 낮추었다. 후판 가격 상승의 경우 5~6개월의 짧은 리드타임을 고려 시 2Q21 이후 그 영향이 제한적일 전망이다.

매출 3조원, 크지만 합리적인 꿈

동사는 2024년 매출 3조원을 목표로 하고 있다. 기존 1조원 초반대 매출에 미국에서 1조원 가량의 신규 매출 발생을 가정하고, 아직 가시화되지 않은 하부구조물 사업 등을 고려하면 크지만 합리적인 목표라는 판단이다. 이를 위해 동사는 풍력 타워, 하부구조물 시장에 걸쳐 1)미국 현지 M&A, 2)유럽 현지 M&A, 3)베트남 신규 법인 설립 등을 검토하는 단계에 있다. 터키 법인의 증설(500억원→1,000억원)도 예정되어 있다. 이러한 신규 투자 계획이 가시화될 수록 시장의 의구심은 줄어들 전망이다. 2021년 상반기 중 이 중 일부는 구체화될 가능성이 있다.

당장 눈에 보이는 밸류에이션보다 모멘텀에 주목

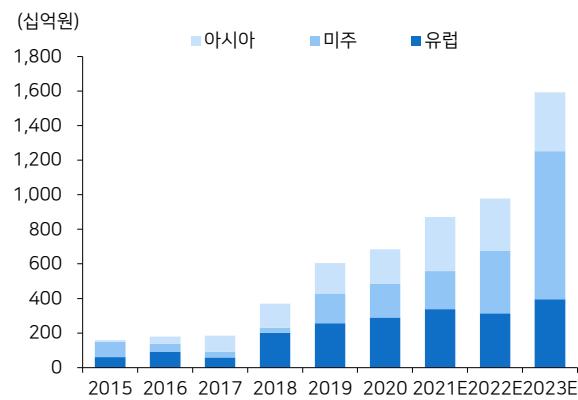
2021년 기준 38.5배의 PER이 부담스러울 수 있으나 1) 2023년 기준으로는 21.3배로 부담이 줄어든다는 점, 2)투자 계획이 가시화되면 실적 전망치 자체가 상향될 수 있다는 점을 염두에 둬야 한다. 적정주가 107,000원(기준 214,000원에서 무상증자 효과 반영)과 투자의견 Buy를 유지한다.

표1 씨에스원드 1Q21 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	241.6	181.0	33.5	274.1	-11.9	255.3	-5.4
영업이익	25.1	16.2	54.3	25.4	-1.4	26.7	-6.0
세전이익	22.6	17.1	31.8	-6.9	흑전	24.9	-9.3
지배순이익	16.0	12.3	30.3	-16.2	흑전	18.1	-11.9

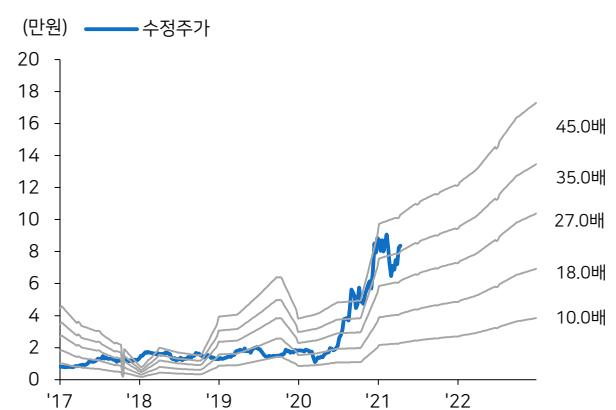
자료: 씨에스원드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스원드 지역별 매출액 추이 및 전망



주: 별도 기준. 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스원드 12개월 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스원드 실적 전망 및 주요 가정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출	181.0	240.6	273.3	274.1	241.6	328.3	330.2	308.5	502.2	799.4	969.1	1,208.7	1,359.0	2,015.8
매출 성장률(% YoY)	3.4	0.4	46.8	38.1	33.5	36.5	20.8	12.6	60.8	59.2	21.2	24.7	12.4	48.3
별도	141.8	185.4	195.0	162.2	158.8	236.3	232.4	203.4	370.4	603.9	684.5	830.9	944.6	1,584.1
씨에스베어링	24.6	24.1	24.7	30.2	22.8	32.1	37.8	45.2	0.0	102.6	103.5	137.8	174.3	191.8
플랜트 및 기타	14.6	31.1	53.7	81.7	60.0	60.0	60.0	60.0	131.9	92.9	181.1	240.0	240.0	240.0
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	25.1	35.8	36.4	39.6	32.7	60.1	97.6	136.9	167.7	237.2
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	10.4	10.9	11.0	12.8	6.5	7.5	10.1	11.3	12.3	11.8
영업이익 성장률(% YoY)	19.7	91.4	73.5	62.6	54.3	47.8	15.0	55.7	-7.5	83.7	62.3	40.3	22.5	41.5
별도	10.5	11.8	15.7	8.0	8.7	18.2	20.0	23.0	-3.7	42.7	46.0	70.0	97.9	166.0
씨에스베어링	2.6	2.7	1.9	2.4	2.5	3.5	3.0	3.7	0.0	0.0	9.5	14.0	20.8	22.9
플랜트 및 기타	3.1	9.7	14.1	15.1	13.9	14.0	13.4	12.9	36.4	17.5	42.0	54.3	53.7	53.6
금융손익	2.1	-2.6	-3.4	-3.5	-1.8	-1.5	-1.7	-1.7	-3.1	-9.9	-7.4	-6.8	-8.5	-7.9
기타손익	-1.2	-1.7	0.1	-28.4	-1.0	-1.9	-0.4	-0.4	-22.4	-10.2	-31.2	-3.6	1.6	2.1
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	0.3	0.4	0.6	0.7	-0.5	-0.2	-1.2	2.0	3.4	3.8
세전이익	17.1	19.4	28.1	-6.9	22.6	32.8	34.9	38.3	6.8	39.9	57.8	128.5	164.2	235.3
법인세비용	3.6	4.4	7.4	8.8	5.2	7.5	8.0	8.8	-0.3	5.2	24.2	29.6	37.8	53.8
당기순이익	13.5	15.0	20.8	-15.7	17.4	25.2	26.9	29.5	7.1	34.7	33.6	99.0	126.4	180.3
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-5.7	7.2	7.7	8.1	9.6	1.4	4.3	3.5	8.2	9.3	8.9
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	78.6	적전	28.9	67.9	29.4	흑전	-81.9	391.5	-3.1	194.6	27.7	42.6
지배순이익	12.3	14.3	20.6	-16.2	16.0	23.3	24.5	26.1	5.9	31.9	30.9	89.9	114.2	162.2
PER									80.5	20.6	99.1	39.3	30.9	21.7
풍력 설치량 가정 (MW)														
전체									50,693	60,877	93,000	87,500	90,400	100,800
미주									11,891	13,427	21,750	20,000	22,900	23,000
아시아									26,158	31,242	55,666	46,800	48,200	53,200
유럽									11,674	15,368	14,749	18,800	17,300	22,100
기타									970	840	835	1,900	2,000	2,500

자료: 메리츠증권 리서치센터

씨에스원드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	799.4	969.1	1,208.7	1,359.0	2,015.8
매출액증가율 (%)	59.2	21.2	24.7	12.4	48.3
매출원가	685.8	821.1	993.2	1,103.0	1,647.6
매출총이익	113.6	148.0	215.5	256.0	368.2
판매관리비	53.5	50.4	78.6	88.3	131.0
영업이익	60.1	97.6	136.9	167.7	237.2
영업이익률	7.5	10.1	11.3	12.3	11.8
금융손익	-9.9	-7.4	-6.8	-8.5	-9.1
증속/관계기업손익	-0.2	-1.2	2.0	3.4	3.9
기타영업외손익	-10.2	-31.2	-3.6	1.6	2.1
세전계속사업이익	39.9	57.8	128.6	164.2	234.1
법인세비용	5.2	24.2	29.6	37.8	53.9
당기순이익	34.7	33.6	99.0	126.4	180.3
지배주주지분 순이익	31.9	30.9	89.9	114.2	162.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.7	24.0	102.6	153.5	124.2
당기순이익(손실)	34.7	33.6	99.0	126.4	180.3
유형자산상각비	20.0	27.8	36.9	55.7	69.1
무형자산상각비	1.5	1.5	0.5	0.5	0.4
운전자본의 증감	10.2	-79.6	-33.8	-29.0	-125.6
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-190.2	-208.7	-155.5
유형자산의증가(CAPEX)	-87.7	-110.2	-187.3	-206.1	-144.3
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	-1.6	-1.4	-6.2
재무활동 현금흐름	23.4	109.4	450.4	-19.3	-18.4
차입금의 증감	50.8	13.8	0.3	0.3	1.1
자본의 증가	2.0	26.3	467.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	43.8	7.9	362.8	-74.4	-49.7
기초현금	40.1	83.9	91.8	454.6	380.2
기말현금	83.9	91.8	454.6	380.2	330.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	426.7	547.2	967.2	945.5	1,124.1
현금및현금성자산	83.9	91.8	454.6	380.2	330.4
매출채권	156.1	201.9	227.2	250.6	351.9
재고자산	118.9	204.5	230.1	253.8	356.4
비유동자산	308.9	333.5	485.1	636.4	717.3
유형자산	227.9	272.5	423.0	573.3	648.5
무형자산	22.2	21.0	20.5	20.0	19.6
투자자산	13.4	12.9	14.4	15.9	22.0
자산총계	735.6	880.7	1,452.2	1,581.9	1,841.4
유동부채	313.8	332.2	355.6	377.1	470.4
매입채무	91.5	146.3	164.7	181.6	255.0
단기차입금	129.5	138.2	138.2	138.2	138.2
유동성장기부채	13.1	8.0	8.0	8.0	8.0
비유동부채	52.0	104.9	106.3	107.6	113.1
사채	0.0	17.8	17.8	17.8	17.8
장기차입금	19.0	63.1	63.1	63.1	63.1
부채총계	365.8	437.1	461.9	484.7	583.5
자본금	8.6	8.6	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	184.1	210.4	675.9	675.9	675.9
기타포괄이익누계액	-1.1	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5
이익잉여금	195.8	218.6	288.8	383.5	526.2
비지배주주지분	28.9	30.4	39.5	51.7	69.8
자본총계	369.8	443.5	990.4	1,097.2	1,257.9

Key Financial Data

(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	21,893	26,540	29,226	32,225	47,801
EPS(지배주주)	874	845	2,173	2,709	3,936
CFPS	2,317	3,490	4,186	5,403	7,407
EBITDAPS	2,235	3,476	4,213	5,308	7,274
BPS	9,338	11,314	22,547	24,792	28,174
DPS	218	473	473	473	473
배당수익률(%)	1.2	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	104.8	38.5	30.9	21.3
PCR	7.8	25.4	20.0	15.5	11.3
PSR	0.8	3.3	2.9	2.6	1.8
PBR	1.9	7.8	3.7	3.4	3.0
EBITDA	81.6	126.9	174.2	223.8	306.7
EV/EBITDA	10.1	25.5	19.2	15.3	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	13.2	11.4	14.9
EBITDA 이익률	10.2	13.1	14.4	16.5	15.2
부채비율	98.9	98.6	46.6	44.2	46.4
금융비용부담률	1.3	0.9	0.9	0.8	0.5
이자보상배율(X)	5.7	11.4	12.8	15.6	21.9
매출채권회전율(X)	5.3	5.4	5.6	5.7	6.7
재고자산회전율(X)	6.0	6.0	5.6	5.6	6.6

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스원드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

