

2021. 7. 2



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원 ,CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 107,000 원

현재주가 (7.1) 75,000 원

상승여력 42.7%

KOSPI 3,282.06pt

시가총액 31,629억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 56.32%

외국인비중 10.41%

52주 최고/최저가 92,300원/19,929원

평균거래대금 484.8억원

주요주주(%)

김성권 외 24 인 43.51

국민연금공단 10.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.9 -15.3 268.4

상대주가 -7.6 -25.8 136.5

주가그래프



씨에스원드 112610

2Q21 Preview: 증명의 연속

- ✓ 2Q21 연결 영업이익은 329억원을 기록하며 컨센서스(313억원)을 소폭 상회 전망
- ✓ 전년 동기 대비 매출액 규모 및 생산성 개선. 전분기 대비 소폭 마진 하락
- ✓ 현 컨센서스는 향후 가파른 상향 조정이 예상. Vestas Towers 8월부터 실적 반영
- ✓ 하반기까지 약 세 건의 신규 투자건 구체화. 매크로 변수 및 정책 환경도 호의적
- ✓ 적극적인 매수 접근이 필요한 주가 수준. 투자 의견 Buy, 적정주가 107,000원 유지

2Q21 실적 Preview: 증명의 연속

2Q21 연결 영업이익은 329억원(+36.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(313억원)을 소폭 상회할 전망이다. 후판 가격 상승 및 일부 관세 이슈, 자회사 씨에스베어링의 수익성 부진에도 불구하고 전년 동기 대비 매출액 규모 및 생산성이 개선이 되는 것이 주요 요인이다. 전분기 대비해서는 계절적 요인으로 매출액은 증가하나, 환율효과 소멸 등을 감안할 시 마진이 소폭 낮아질 가능성이 높다.

지나치게 낮은 컨센서스

현 컨센서스는 향후 가파른 상향 조정이 예상된다. 특히 2022년 기준 영업이익은 2,160억원(+43.9% YoY)을 기록하며 현 컨센서스 1,607억원을 상회할 전망이다. 주된 원인은 미국 Vestas Towers 인수 효과가 아직 컨센서스에 반영되지 않았기 때문으로, 해당 법인의 실적은 2021년 8월부터 인식될 예정이다. 연말로 갈수록 동사의 실적 눈높이는 추가적으로 상향될 가능성이 높다. 현재 1)미국 동부 해상풍력 공장 신설, 2)유럽 해상풍력 타워 업체 인수, 3)아시아 하부구조물 공장 추가 증설 등의 투자를 눈앞에 두고 있기 때문이다. 중장기적으로는 해외 파트너사와 함께 국내 공장 증설도 기대해볼만 하다.

적극적인 매수 접근이 필요한 주가 수준

선행 12개월 기준 24배, 2022년 기준 20배의 PER은 과거 고점인 35배 대비 부담 없는 밸류에이션이다. 금리 및 원자재 가격이 안정화되고 있고, 유럽 Fit for 55, 미국 인프라패키지 등 하반기 풍부한 정책 모멘텀을 감안하면, 적극적 매수 전략이 유효하다. 투자 의견 Buy, 적정주가 107,000원을 유지한다.

(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	1,329.3	150.7	112.3	2,716	205.8	22,929	27.6	3.3	15.3	16.3	52.1
2022E	1,946.2	216.0	157.0	3,724	37.7	26,179	20.1	2.9	10.9	15.2	48.9
2023E	2,330.1	255.1	187.3	3,936	19.4	30,148	19.1	2.5	9.2	14.0	45.1

표1 씨에스윈드 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	295.9	240.6	23.0	242.1	22.2	298.2	-0.8
영업이익	32.9	24.2	36.1	31.6	4.4	31.3	5.1
세전이익	31.0	19.4	59.9	33.7	-8.0	29.5	5.1
지배순이익	22.9	14.3	60.8	27.7	-17.2	22.5	2.2

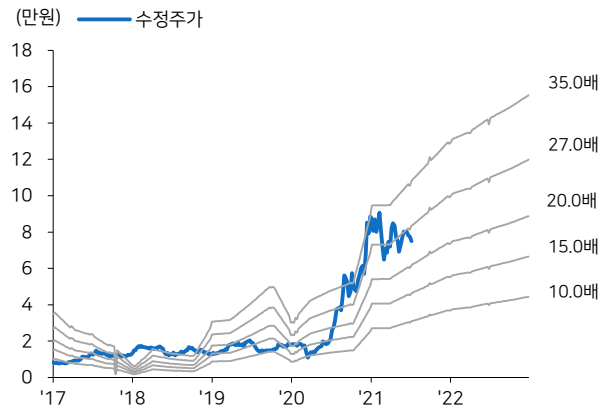
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,192.4	1,339.8	1,329.3	1,946.1	11.5%	45.3%
영업이익	144.0	162.1	150.7	216.0	4.6%	33.2%
영업이익률	12.1%	12.1%	11.3%	11.1%	-0.7%p	-1.0%p
당기순이익	111.7	123.0	116.4	163.4	4.2%	32.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

표1 씨에스윈드 실적 전망 및 주요 가정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출	181.0	240.6	273.3	274.1	242.1	295.9	368.9	422.3	502.2	799.4	969.1	1,329.3	1,946.1	2,330.1
매출 성장률(% YoY)	3.4	0.4	46.8	38.1	33.7	23.0	35.0	54.1	60.8	59.2	21.2	37.2	46.4	19.7
타워(별도)	141.8	185.4	195.0	162.2	139.4	209.9	234.8	244.0	370.4	603.9	684.5	828.1	952.9	1,306.3
씨에스베어링	24.6	24.1	24.7	30.2	27.8	31.0	34.1	38.3	0.0	0.0	103.5	131.2	153.2	183.8
Vestas Towers							40.0	80.0	0.0	0.0	0.0	120.0	600.0	600.0
플랜트 및 기타	14.6	31.1	53.7	81.7	75.0	55.0	60.0	60.0	131.9	195.5	181.1	250.0	240.0	240.0
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	31.6	32.9	40.1	46.1	32.7	60.1	97.6	150.7	216.0	255.1
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	13.0	11.1	10.9	10.9	6.5	7.5	10.1	11.3	11.1	10.9
영업이익 성장률(%YoY)	19.7	91.4	73.5	62.6	94.2	36.1	26.5	81.2	-7.5	83.7	62.3	54.4	43.3	18.1
타워(별도)	10.5	11.8	15.7	8.0	12.2	18.4	24.8	27.0	-3.7	42.7	46.0	82.4	95.8	124.2
씨에스베어링	2.6	2.7	1.9	2.4	1.2	1.6	2.0	4.2	0.0	0.0	9.5	9.0	18.4	22.1
Vestas Towers							-0.4	1.6	0.0	0.0	0.0	1.2	46.8	54.0
플랜트 및 기타	3.1	9.7	14.1	15.1	18.2	13.0	13.7	13.2	36.4	17.5	42.0	58.1	55.0	54.8
금융손익	2.1	-2.6	-3.4	-3.5	2.6	-1.4	-2.2	-2.2	-3.1	-9.9	-7.4	-3.2	-9.5	-8.0
기타손익	-1.2	-1.7	0.1	-28.4	-0.6	-0.9	0.4	0.1	-22.4	-10.2	-31.2	-0.9	2.3	2.3
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	0.2	0.4	0.5	0.7	-0.5	-0.2	-1.2	1.8	3.4	3.8
세전이익	17.1	19.4	28.1	-6.9	33.7	31.0	38.8	44.7	6.8	39.9	57.8	148.3	212.2	253.2
법인세비용	3.6	4.4	7.4	8.8	5.6	7.1	8.9	10.3	-0.3	5.2	24.2	31.9	48.8	58.2
당기순이익	13.5	15.0	20.8	-15.7	28.1	23.9	29.9	34.4	7.1	34.7	33.6	116.4	163.4	195.0
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-5.7	11.6	8.1	8.1	8.2	1.4	4.3	3.5	8.8	8.4	8.4
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	78.6	적전	108.7	58.9	44.1	흑전	-81.9	391.5	-3.1	246.4	40.4	19.4
지배순이익	12.3	14.3	20.6	-16.2	27.7	22.9	28.8	32.9	5.9	31.9	30.9	112.3	157.0	187.3
PER									80.5	20.6	99.1	28.2	20.1	16.9
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

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	799.4	969.1	1,329.3	1,946.2	2,330.1
매출액증가율 (%)	59.2	21.2	37.2	46.4	19.7
매출원가	685.8	821.1	1,098.0	1,603.7	1,923.6
매출총이익	113.6	148.0	231.3	342.5	406.5
판매관리비	53.5	50.4	80.6	126.5	151.5
영업이익	60.1	97.6	150.7	216.0	255.1
영업이익률	7.5	10.1	11.3	11.1	10.9
금융손익	-9.9	-7.4	-3.2	-9.5	-8.0
종속/관계기업손익	-0.2	-1.2	1.8	3.4	3.8
기타영업외손익	-10.2	-31.2	-0.9	2.3	2.3
세전계속사업이익	39.9	57.8	148.3	212.2	253.2
법인세비용	5.2	24.2	31.9	48.8	58.2
당기순이익	34.7	33.6	116.4	163.4	195.0
지배주주지분 순이익	31.9	30.9	112.3	157.0	187.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.7	24.0	48.6	179.6	223.8
당기순이익(손실)	34.7	33.6	116.4	163.4	195.0
유형자산상각비	20.0	27.8	52.8	69.2	79.1
무형자산상각비	1.5	1.5	0.9	0.6	0.5
운전자본의 증감	10.2	-79.6	-111.9	-53.6	-50.9
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-341.0	-148.2	-155.5
유형자산의증가(CAPEX)	-87.7	-110.2	-303.3	-142.7	-149.8
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	-6.7	-4.6	-4.7
재무활동 현금흐름	23.4	109.4	472.4	-27.3	-27.0
차입금의 증감	50.8	13.8	13.3	-7.4	-7.0
자본의 증가	2.0	26.3	462.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	43.8	7.9	184.6	4.0	41.3
기초현금	40.1	83.9	91.8	276.4	280.4
기말현금	83.9	91.8	276.4	280.4	321.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	426.7	547.2	928.0	1,031.1	1,167.2
현금및현금성자산	83.9	91.8	276.4	280.4	321.7
매출채권	156.1	201.9	274.7	319.2	361.7
재고자산	118.9	204.5	278.2	323.3	366.4
비유동자산	308.9	333.5	597.0	674.5	749.4
유형자산	227.9	272.5	527.7	601.2	671.9
무형자산	22.2	21.0	22.1	21.5	20.9
투자자산	13.4	12.9	19.6	24.2	28.9
자산총계	735.6	880.7	1,524.9	1,705.6	1,916.6
유동부채	313.8	332.2	410.3	443.5	475.3
매입채무	91.5	146.3	199.0	231.3	262.1
단기차입금	129.5	138.2	157.2	149.3	141.9
유동성장기부채	13.1	8.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	52.0	104.9	112.3	116.4	120.6
사채	0.0	17.8	18.1	18.1	18.1
장기차입금	19.0	63.1	64.0	64.0	64.0
부채총계	365.8	437.1	522.7	559.9	595.9
자본금	8.6	8.6	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	184.1	210.4	660.4	660.4	660.4
기타포괄이익누계액	-1.1	-24.5	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	195.8	218.6	293.6	430.7	598.1
비지배주주지분	28.9	30.4	35.3	41.7	49.3
자본총계	369.8	443.5	1,002.3	1,145.7	1,320.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	21,893	26,540	32,141	46,149	55,254
EPS(지배주주)	874	845	2,716	3,724	3,936
CFPS	2,317	3,490	5,037	6,940	8,136
EBITDAPS	2,235	3,476	4,940	6,775	7,938
BPS	9,338	11,314	22,929	26,179	30,148
DPS	218	473	473	473	473
배당수익률(%)	1.2	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	104.8	27.6	20.1	19.1
PCR	7.8	25.4	14.9	10.8	9.2
PSR	0.8	3.3	2.3	1.6	1.4
PBR	1.9	7.8	3.3	2.9	2.5
EBITDA	81.6	126.9	204.3	285.7	334.8
EV/EBITDA	10.1	25.5	15.3	10.9	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	16.3	15.2	14.0
EBITDA 이익률	10.2	13.1	15.4	14.7	14.4
부채비율	98.9	98.6	52.1	48.9	45.1
금융비용부담률	1.3	0.9	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	5.7	11.4	13.4	16.6	20.2
매출채권회전율(x)	5.3	5.4	5.6	6.6	6.8
재고자산회전율(x)	6.0	6.0	5.5	6.5	6.8

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 간섭 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

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

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

