

2021. 8. 9



▲ 유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 107,000 원

현재주가 (8.9) 79,000 원

상승여력 35.4%

KOSPI	3,260.42pt
시가총액	33,315억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	56.32%
외국인비중	10.43%
52주 최고/최저가	92,300원/37,010원
평균거래대금	492.4억원

주요주주(%)

김성권 외 24 인	43.51
국민연금공단	10.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.6	-14.4	107.6
상대주가	4.2	-19.0	49.7

주가그래프



씨에스윈드 112610

2Q21 Review: 조용할 때가 매수 기회

- ✓ 2Q21 연결 영업이익은 282억원을 기록하며 컨센서스(302억원)를 소폭 하회
- ✓ 전년 동기 대비로는 환율 하락, 전 분기 대비로는 제품 믹스 악화가 주요 원인
- ✓ 하반기부터는 인수 효과 본격화되며 매출액 성장 가팔라질 전망
- ✓ 4Q21에는 국내외 정책 모멘텀 풍부. 추가적인 증설 계획 발표도 기대 가능
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 107,000원 유지

약간의 아쉬움을 남긴 2분기, 하반기부터는 인수 효과 본격화

2Q21 연결 영업이익은 282억원을 기록하며 컨센서스(302억원)를 소폭 하회했다. 전년 동기 대비로는 환율 하락, 전 분기 대비로는 1Q21 대비 단가가 낮은 프로젝트가 매출 인식되며 기대치보다 매출액 성장이 더뎠던 것이 주요 원인이다. 하반기에는 Vestas Towers(8월), ASM Industries(10월) 등의 실적 기여가 시작되며 유기적/비유기적 매출액 성장이 가팔라진다. 신규 법인들의 수익성은 아직 저조한 상태이지만, 제품 믹스 개선 및 씨에스베어링의 실적 회복세 등을 감안하면 전사 마진은 상반기 수준에서 크게 벗어나지 않을 전망이다.

4Q21 정책 모멘텀에 주목

단기적으로 친환경 산업 및 동사의 주가를 결정할 수 있는 정책 모멘텀은 4Q21 본격화된다. 친환경 투자안이 다수 포함된 미국 2차 인프라 패키지에 대한 논의가 9월 중순 휴정을 마치고 본격화되며, 국내 역시 11월 NDC 상향 발표가 예정되어 있다. 이에 더해 터빈 완성품 업체들의 마진을 악화시켰던 원자재 가격 상승 역시 최근 주춤한 상황이고, 동사 역시 비슷한 시기에 미국 동부 공장 신설, 아시아 내 하부구조물 공장 등 신규 증설 계획을 발표할 수 있다는 점을 생각해보면, 4Q21에는 다방면에서 주가 상승을 기대해볼 수 있는 상황이다.

조용할 때가 매수 기회

연초 이후 주가 측면에서는 보험세가 장기화되고 있으나, 펀더멘탈 개선은 이어지고 있다. 정책 등 주가 상승 트리거가 발생하기 이전인 앞으로 1~2개월이 좋은 매수 기회라는 판단이다. 투자의견 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	1,295.7	139.5	107.6	2,603	192.3	22,882	30.4	3.5	17.1	15.6	52.1
2022E	1,827.3	195.3	144.0	3,414	31.7	25,822	23.1	3.1	12.6	14.0	51.2
2023E	2,381.5	248.5	185.2	3,936	28.7	29,740	20.1	2.7	10.0	14.2	47.2

표1 씨에스윈드 2Q21 실적 Review

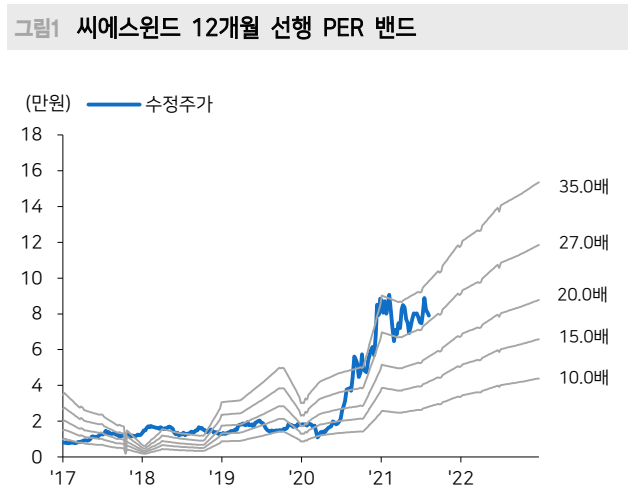
(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	279.0	240.6	15.9	242.1	15.2	293.8	-5.0	295.9	-5.7
영업이익	28.2	24.2	16.7	31.6	-10.5	30.2	-6.4	32.9	-14.2
세전이익	30.2	19.4	55.8	33.7	-10.3	28.4	6.7	31.0	-2.5
순이익	22.2	14.3	55.9	27.7	-19.8	21.7	2.3	23.9	-7.0

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,329.3	1,946.1	1,295.7	1,827.2	-2.5%	-6.1%
영업이익	150.7	216.0	139.5	195.3	-7.4%	-9.6%
영업이익률	11.3%	11.1%	10.8%	10.7%	-0.5%p	-0.4%p
당기순이익	116.4	163.4	111.2	149.4	-4.4%	-8.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	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	15.9	30.3	52.6	60.8	59.2	21.2	33.7	41.0	30.3
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	30.0	31.5	34.4	0.0	0.0	103.5	123.5	154.3	185.2
Vestas Towers			0.0	0.0	0.0	0.0	40.0	80.0	0.0	0.0	0.0	120.0	470.0	630.0
ASM Industries			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0	10.0	50.0	60.0
플랜트 및 기타	14.6	31.1	53.7	81.7	75.0	39.1	50.0	50.0	131.9	195.5	181.1	214.0	200.0	200.0
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	31.6	28.2	37.5	42.3	32.7	60.1	97.6	139.5	195.3	248.5
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	13.0	10.1	10.5	10.1	6.5	7.5	10.1	10.8	10.7	10.4
영업이익 성장률(%YoY)	19.7	91.4	73.5	62.6	94.2	16.7	18.2	66.2	-7.5	83.7	62.3	43.0	40.0	27.3
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	1.5	1.9	3.1	0.0	0.0	9.5	7.7	17.0	20.4
Vestas Towers			0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	1.6	0.0	0.0	0.0	1.2	37.0	56.7
ASM Industries			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	1.1	3.0
플랜트 및 기타	3.1	9.7	14.1	15.1	18.2	8.3	11.2	10.7	36.4	17.5	42.0	48.4	44.4	44.3
금융손익	2.1	-2.6	-3.4	-3.5	2.6	-1.4	-2.2	-2.2	-3.1	-9.9	-7.4	-3.3	-9.4	-8.3
기타손익	-1.2	-1.7	0.1	-28.4	-0.6	3.0	0.8	0.6	-22.4	-10.2	-31.2	3.9	4.8	5.7
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	30.2	36.6	41.4	6.8	39.9	57.8	141.9	194.1	249.8
법인세비용	3.6	4.4	7.4	8.8	5.6	7.2	8.4	9.5	-0.3	5.2	24.2	30.7	44.6	57.5
당기순이익	13.5	15.0	20.8	-15.7	28.1	23.0	28.2	31.9	7.1	34.7	33.6	111.2	149.4	192.3
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-5.7	11.6	8.3	7.9	7.6	1.4	4.3	3.5	8.6	8.2	8.1
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	78.6	적전	108.7	53.3	35.8	흑전	-81.9	391.5	-3.1	231.1	34.3	28.7
지배순이익	12.3	14.3	20.6	-16.2	27.7	22.2	27.2	30.5	5.9	31.9	30.9	107.6	144.0	185.2
PER									80.5	20.6	99.1	31.0	23.1	18.0

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	799.4	969.1	1,295.7	1,827.3	2,381.5
매출액증가율 (%)	59.2	21.2	33.7	41.0	30.3
매출원가	685.8	821.1	1,077.8	1,513.2	1,978.1
매출총이익	113.6	148.0	217.9	314.0	403.3
판매관리비	53.5	50.4	78.4	118.8	154.8
영업이익	60.1	97.6	139.5	195.3	248.5
영업이익률	7.5	10.1	10.8	10.7	10.4
금융손익	-9.9	-7.4	-3.3	-9.4	-8.3
중속/관계기업손익	-0.2	-1.2	1.8	3.4	3.8
기타영업외손익	-10.2	-31.2	3.9	4.8	5.7
세전계속사업이익	39.9	57.8	141.9	194.1	249.8
법인세비용	5.2	24.2	30.7	44.6	57.5
당기순이익	34.7	33.6	111.2	149.4	192.3
지배주주지분 순이익	31.9	30.9	107.6	144.0	185.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.7	24.0	65.8	141.4	221.6
당기순이익(손실)	34.7	33.6	111.2	149.4	192.3
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	-89.6	-77.8	-50.4
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-340.8	-150.3	-155.6
유형자산의증가(CAPEX)	-87.7	-110.2	-303.3	-142.7	-149.8
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	-6.5	-6.7	-4.8
재무활동 현금흐름	23.4	109.4	455.1	-27.1	-27.0
차입금의 증감	50.8	13.8	13.3	-7.1	-7.0
자본의 증가	2.0	26.3	462.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	43.8	7.9	184.7	-36.0	39.1
기초현금	40.1	83.9	91.8	276.5	240.5
기말현금	83.9	91.8	276.5	240.5	279.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	426.7	547.2	923.8	1,031.3	1,164.4
현금및현금성자산	83.9	91.8	276.5	240.5	279.5
매출채권	156.1	201.9	272.7	337.4	379.6
재고자산	118.9	204.5	276.2	341.7	384.5
비유동자산	308.9	333.5	596.8	676.4	751.3
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	19.4	26.1	30.9
자산총계	735.6	880.7	1,520.5	1,707.7	1,915.8
유동부채	313.8	332.2	408.5	460.3	491.7
매입채무	91.5	146.3	197.6	244.5	275.1
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	112.2	118.1	122.4
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	520.7	578.4	614.1
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	291.6	415.7	580.9
비지배주주지분	28.9	30.4	34.9	40.3	47.5
자본총계	369.8	443.5	999.8	1,129.3	1,301.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	21,893	26,540	31,330	43,329	56,471
EPS(지배주주)	874	845	2,603	3,414	3,936
CFPS	2,317	3,490	4,883	6,510	8,062
EBITDAPS	2,235	3,476	4,670	6,285	7,783
BPS	9,338	11,314	22,882	25,822	29,740
DPS	218	473	473	473	473
배당수익률(%)	1.2	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	104.8	30.4	23.1	20.1
PCR	7.8	25.4	16.2	12.1	9.8
PSR	0.8	3.3	2.5	1.8	1.4
PBR	1.9	7.8	3.5	3.1	2.7
EBITDA	81.6	126.9	193.1	265.0	328.2
EV/EBITDA	10.1	25.5	17.1	12.6	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	15.6	14.0	14.2
EBITDA 이익률	10.2	13.1	14.9	14.5	13.8
부채비율	98.9	98.6	52.1	51.2	47.2
금융비용부담률	1.3	0.9	0.9	0.7	0.5
이자보상배율(x)	5.7	11.4	12.4	15.1	19.7
매출채권회전율(x)	5.3	5.4	5.5	6.0	6.6
재고자산회전율(x)	6.0	6.0	5.4	5.9	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 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

