



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

Buy

적정주가 (12개월)	95,000 원
현재주가 (11.5)	60,900 원
상승여력	56.0%
KOSPI	2,969.27pt
시가총액	25,682억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	56.38%
외국인비중	10.99%
52주 최고/최저가	92,300원/50,533원
평균거래대금	311.8억원
주요주주(%)	
김성권 외 22 인	43.46
국민연금공단	9.83
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-10.4 -13.5 20.5
상대주가	-10.7 -8.3 -2.0

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	1,106.3	96.8	77.6	1,867	108.2	22,545	32.6	2.7	19.2	11.4	51.9
2022E	1,829.9	166.7	120.5	2,857	53.6	24,928	21.3	2.4	12.1	12.0	55.5
2023E	2,253.8	218.4	159.4	3,936	32.4	28,236	15.5	2.2	9.4	14.8	50.5

씨에스원드 112610

3Q21 Review: 예상보다 컸던 생산 차질

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 128억원을 기록하며 컨센서스(222억원)를 크게 하회
- ✓ 베트남, 말레이시아에서의 생산 차질이 예상보다 매출액에 큰 영향
- ✓ 4Q21부터는 생산 정상화로 연간 매출액 가이던스 달성을 차질 없을 전망
- ✓ 최근 고객사의 원자재 가격 및 운임 비용 상승 이슈는 3Q21 저점으로 개선될 전망
- ✓ 적정주가를 95,000원으로 하향(-11%)하며, 투자의견은 Buy를 유지

3Q21 Review: 생산 차질 이슈로 매출액 감소

3Q21 연결 영업이익은 128억원(-59.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(222억원)와 당사 예상치(177억원)를 크게 하회했다. 매출액의 하락 폭이 예상보다 컸는데, 델타 변이 확산으로 인한 베트남, 말레이시아에서의 생산 차질이 예상보다 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 이외에 CSW America(舊 Vestas Towers)의 비용은 일부 인식된 반면 매출액 인식은 4Q21로 이연되었다는 점이 악영향을 주었다. 그러나 4Q21 대부분의 생산이 정상화되면서 매출액 반등이 가능하다. 1.1조원의 연간 매출액 가이던스 달성을 차질이 없을 전망이다.

풍력 산업이 최근 겪는 어려움, 구조적인 요인은 아니다

최근 Vestas, Siemens Gamesa 등 풍력 완성품 터빈 업체들이 원자재 가격 상승과 선적 지연으로 인한 실적 악화를 겪으면서, 동사의 주가 하락에 대한 단초를 제공했다. 그러나 동사의 경우 후판 등 원재료 가격을 완전히 판가에 전이시키고 있어 고객사와는 상황이 다르다. 또한 완성품 업체 역시 일부 고객사와 가격 협상을 진행 중이며, 최근 후판, 구리 등 원자재들의 스팟 가격이 하향 안정화를 겪고 있어 3Q21을 저점으로 마진 회복이 나타날 가능성성이 높다.

악화된 투자 심리는 인프라 정책을 통해 개선 기대

2022년부터는 본격적인 매출액 성장이 나타날 예정이며, 최근 악화된 풍력 산업에 대한 투자 심리도 연말까지 미국2차 인프라 패키지 통과를 계기로 나아질 것으로 본다. 최근 글로벌 Peer의 멀티플 조정을 반영하여 투자 적정주가를 95,000원으로 하향(-11%)하며, 투자의견은 Buy를 유지한다.

표1 씨에스원드 3Q21 실적 Review

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	214.5	273.3	-21.5	279.0	-23.1	298.1	-28.1	262.2	-18.2
영업이익	12.8	31.7	-59.5	28.2	-54.5	22.2	-42.2	17.7	-27.5
세전이익	12.1	28.1	-57.0	30.4	-60.2	20.1	-39.7	16.9	-28.4
지배순이익	10.2	20.6	-50.5	22.4	-54.5	17.6	-42.0	12.6	-19.1

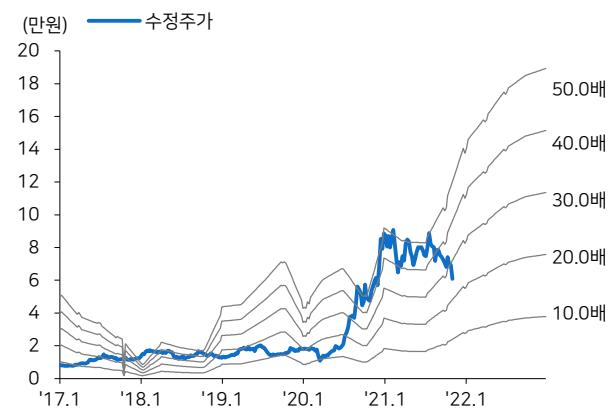
자료: 씨에스원드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스원드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,247.9	1,879.5	1,106.3	1,829.9	-11.3%	-2.6%
영업이익	115.8	180.7	96.8	166.7	-16.4%	-7.7%
영업이익률	9.3%	9.6%	8.7%	9.1%	-0.5%p	-0.5%p
당기순이익	93.5	137.3	79.6	124.1	-14.8%	-9.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스원드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스원드 적정주가 산출

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	159.4	2023년 예상
적용 멀티플(배)	25.2	주요 고객사인 Vestas, SGRE의 2023년 예상 순이익 기준 PER(28.3배)에 -11% 할인(최근 1년 간 동사와 Vestas PER의 평균 할인율)
적정 시가총액(십억원)	4,016	
발행 주식수(백만주)	42,171	
적정 주가(원)	95,000	
현재 주가(원)	60,900	
상승 여력(%)	56.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 씨에스원드 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출	181.0	240.6	273.3	274.1	242.1	279.0	214.5	370.8	502.2	799.4	969.1	1,106.3	1,829.9	2,253.8
매출 성장률(% YoY)	3.4	0.4	46.8	38.1	33.7	15.9	-21.5	35.3	60.8	59.2	21.2	14.2	65.4	23.2
주요생산법인	141.8	216.5	248.7	243.9	214.4	249.0	191.4	252.5	502.2	799.4	865.5	907.2	1,084.6	1,297.4
씨에스베어링	24.6	24.1	24.7	30.2	27.8	30.0	23.1	28.3	0.0	0.0	103.5	109.1	155.3	186.4
CS America	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	70.0	0.0	0.0	0.0	70.0	490.0	630.0
ASM Industries	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0	20.0	100.0	140.0
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	31.6	28.2	12.8	24.1	32.7	60.1	97.6	96.8	166.7	218.4
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	13.0	10.1	6.0	6.5	6.5	7.5	10.1	8.7	9.1	9.7
영업이익 성장률(% YoY)	19.7	91.4	73.5	62.6	94.2	16.7	-59.5	-5.1	-7.5	83.7	62.3	-0.8	72.3	31.0
주요생산법인	10.5	21.5	29.8	23.1	30.3	26.5	16.7	22.9	32.7	60.1	88.1	96.4	113.4	134.2
씨에스베어링	2.6	2.7	1.9	2.4	1.2	1.8	1.2	2.0	0.0	0.0	9.5	6.1	17.1	20.5
CS America	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	-0.4	34.0	56.7
ASM Industries	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	-0.4	2.2	7.0
금융손익	2.1	-2.6	-3.4	-3.5	2.6	0.6	-2.1	-2.0	-3.1	-9.9	-7.4	-1.2	-12.5	-11.6
기타손익	-1.2	-1.7	0.1	-28.4	-0.6	-0.2	0.5	0.4	-22.4	-10.2	-31.2	0.3	2.8	2.5
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	0.2	1.8	0.8	1.0	-0.5	-0.2	-1.2	3.8	4.1	4.0
세전이익	17.1	19.4	28.1	-6.9	33.7	30.4	12.1	23.6	6.8	39.9	57.8	99.6	161.1	213.3
법인세비용	3.6	4.4	7.4	8.8	5.6	7.2	2.8	5.4	-0.3	5.2	24.2	20.0	37.1	49.1
당기순이익	13.5	15.0	20.8	-15.7	28.1	23.2	10.3	18.1	7.1	34.7	33.6	79.6	124.1	164.2
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-5.7	11.6	8.3	4.8	4.9	1.4	4.3	3.5	7.2	6.8	7.3
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	78.6	적전	108.7	54.5	-50.5	흑전	-81.9	391.5	-3.1	137.0	55.8	32.4
지배순이익	12.3	14.3	20.6	-16.2	27.7	22.4	10.2	17.3	5.9	31.9	30.9	77.6	120.5	159.4
PER									80.5	20.6	99.1	33.1	21.3	16.1

주: 주요 생산법인 항목은 베트남, 말레이시아, 터키, 중국, 대만 및 기타 사업부와 연결 조정 포함

자료: 씨에스원드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스원드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	799.4	969.1	1,106.3	1,829.9	2,253.8
매출액증가율 (%)	59.2	21.2	14.2	65.4	23.2
매출원가	685.8	821.1	948.8	1,544.3	1,888.9
매출총이익	113.6	148.0	157.5	285.7	364.9
판매관리비	53.5	50.4	60.8	119.0	146.5
영업이익	60.1	97.6	96.8	166.7	218.4
영업이익률	7.5	10.1	8.7	9.1	9.7
금융손익	-9.9	-7.4	-1.2	-12.5	-11.6
종속/관계기업손익	-0.2	-1.2	3.8	4.1	4.0
기타영업외손익	-10.2	-31.2	0.3	2.8	2.5
세전계속사업이익	39.9	57.8	99.6	161.1	213.3
법인세비용	5.2	24.2	20.0	37.1	49.1
당기순이익	34.7	33.6	79.6	124.1	164.3
지배주주지분 순이익	31.9	30.9	77.6	120.5	159.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.7	24.0	59.7	55.0	192.0
당기순이익(손실)	34.7	33.6	79.6	124.1	164.3
유형자산상각비	20.0	27.8	34.6	51.2	59.1
무형자산상각비	1.5	1.5	1.0	0.5	0.5
운전자본의 증감	10.2	-79.6	-39.5	-120.8	-31.8
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-340.6	-137.9	-137.3
유형자산의증가(CAPEX)	-87.7	-110.2	-290.0	-126.0	-132.3
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	-4.4	-10.1	-3.1
재무활동 현금흐름	23.4	109.4	469.5	-27.1	-27.5
차입금의 증감	50.8	13.8	26.3	-7.1	-7.6
자본의 증가	2.0	26.3	462.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	43.8	7.9	194.3	-110.1	27.1
기초현금	40.1	83.9	91.8	286.1	176.0
기말현금	83.9	91.8	286.1	176.0	203.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	426.7	547.2	882.2	994.8	1,082.8
현금및현금성자산	83.9	91.8	286.2	176.0	203.2
매출채권	156.1	201.9	249.3	349.5	376.2
재고자산	118.9	204.5	252.5	354.0	381.0
비유동자산	308.9	333.5	612.5	696.9	772.7
유형자산	227.9	272.5	532.3	607.1	680.3
무형자산	22.2	21.0	21.9	21.4	20.9
투자자산	13.4	12.9	17.2	27.3	30.4
자산총계	735.6	880.7	1,494.7	1,691.7	1,855.4
유동부채	313.8	332.2	401.7	485.8	502.5
매입채무	91.5	146.3	180.7	253.3	272.6
단기차입금	129.5	138.2	165.2	156.9	149.1
유동성장기부채	13.1	8.0	6.7	6.7	6.7
비유동부채	52.0	104.9	108.8	117.7	120.4
사채	0.0	17.8	18.4	18.4	18.4
장기차입금	19.0	63.1	62.4	62.4	62.4
부채총계	365.8	437.1	510.5	603.5	622.9
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	-9.6	-9.6	-9.6
이익잉여금	195.8	218.6	278.9	379.4	518.9
비지배주주지분	28.9	30.4	33.4	36.9	41.8
자본총계	369.8	443.5	984.1	1,088.2	1,232.5

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	21,893	26,540	26,610	43,393	53,444
EPS(지배주주)	874	845	1,867	2,857	3,936
CFPS	2,317	3,490	3,312	5,371	6,798
EBITDAPS	2,235	3,476	3,183	5,180	6,591
BPS	9,338	11,314	22,545	24,928	28,236
DPS	218	473	473	473	473
배당수익률(%)	1.2	0.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	104.8	32.6	21.3	15.5
PCR	7.8	25.4	18.4	11.3	9.0
PSR	0.8	3.3	2.3	1.4	1.1
PBR	1.9	7.8	2.7	2.4	2.2
EBITDA	81.6	126.9	132.3	218.5	278.0
EV/EBITDA	10.1	25.5	19.2	12.1	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	11.4	12.0	14.8
EBITDA 이익률	10.2	13.1	12.0	11.9	12.3
부채비율	98.9	98.6	51.9	55.5	50.5
금융비용부담률	1.3	0.9	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(X)	5.7	11.4	9.0	10.8	14.3
매출채권회전율(X)	5.3	5.4	4.9	6.1	6.2
재고자산회전율(X)	6.0	6.0	4.8	6.0	6.1

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스원드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

