



## Buy(Maintain)

목표주가: 95,000원(하향)

주가(11/9): 64,600원

시가총액: 27,243억원

철강금속/유ти리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023 leejh@kiwoom.com

RA 김소정

02) 3787-4855 sojung.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/9)	2,962.46pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	92,300원
등락률	-30.0%
수익률	절대
1M	-5.1%
6M	-13.8%
1Y	4.3%
	상대
	-5.3%
	-6.9%
	-13.8%

## Company Data

발행주식수	42,171 천주
일평균 거래량(3M)	422천주
외국인 지분율	11.3%
배당수익률(21E)	1.6%
BPS(21E)	19,327원
주요 주주	김성권 외 22 인
	43.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	799.4	969.1	1,138.6	1,652.4
영업이익	60.1	97.6	96.2	183.0
EBITDA	81.6	126.9	134.0	214.1
세전이익	39.9	57.8	93.6	171.0
순이익	34.7	33.6	79.6	145.4
자배주주지분순이익	31.9	30.9	73.1	133.5
EPS(원)	874	845	1,634	2,908
증감률(%YoY)	438.6	-3.3	93.3	78.0
PER(배)	20.6	104.8	39.2	22.0
PBR(배)	1.93	7.83	3.32	3.10
EV/EBITDA(배)	10.1	25.5	17.0	29.9
영업이익률(%)	7.5	10.1	8.4	11.1
ROE(%)	9.9	8.2	11.2	14.5
순차입금비율(%)	36.5	31.7	-35.0	-28.4

## Price Trend



## 3Q21 Review

## 씨에스윈드 (112610)

## 일시적 정체, 증장기 성장은 계속



3분기 실적은 주요 생산기지인 베트남 및 말레이시아 생산 차질, 공장 가동 정상화를 위한 제반 비용 일시 발생, 미국법인의 3분기 매출액 이월 등으로 키움증권 추정치와 컨센서스를 하회했습니다. 하지만 4분기에는 동남아 법인 가동 정상화, 포르투갈 신규 법인 매출 반영, 3분기 생산 물량 이연으로 실적 정상화가 예상됩니다. 22년부터는 신규 법인 실적 개선과 우호적 사업 환경에 따라 외형 성장이 가속화될 것입니다.

## &gt;&gt;&gt; 일시적 생산 차질로 3분기 실적 예상보다 부진

3분기 실적은 매출액 2,145억원(-23%QoQ, -22%YoY), 영업이익 128억원 (-55%QoQ, -60%YoY)으로, 영업이익은 키움증권 추정치 242억원과 시장 컨센서스 222억원을 크게 하회했다.

1) 주요 생산기지인 베트남, 말레이시아의 코로나 19 확산으로 인한 생산 차질과 공장 가동 정상화를 위한 제반 비용 일시 발생, 2) 올해 8월 인수 완료된 미국 법인(CSW America)의 3분기 매출액(약 440억원) 반영이 회계 시스템 상의 이유로 4분기로 이월되어 실적 부진을 이끌었다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기에는 생산 및 실적 정상화될 전망

4분기는 1) 베트남, 말레이시아 법인 가동 정상화, 2) 포르투갈 신규 법인 (ASM Industries) 매출 반영, 3) 3분기에 이연된 생산 물량의 매출 반영으로 실적은 매출액 4,030억원(+88%QoQ, +47%YoY), 영업이익 238억원 (+86%QoQ, -6%YoY)으로 정상화될 전망이다. 한편 3분기 누계 수주는 연간 수주 목표 8.5억 달러의 83%에 달하는 7.02억 달러로, 연간 1.1조원의 매출액 가이던스 달성을 차질이 없을 것으로 예상된다. 또한 미국 동부 해상풍력 타워 공장 및 아시아 내 하부 구조물 공장 신설 등을 추진 중이며 4분기에 관련 계획을 발표할 예정이다.

## &gt;&gt;&gt; 22년부터 외형 성장 가속화될 것

2022년부터는 외형적 성장이 더욱 가속화될 것으로 전망된다. CSW America는 ramp-up을 통한 capacity 확대, GE 등 신규 고객사 확보가 기대되며, ASM Industries는 생산성 개선 및 접근성이 높은 유럽형 수주를 기반으로 2022년부터 실적이 대폭 개선될 것이다. 터키 법인 또한 내년까지 두 배 가량의 증설 확대가 예정되어 있어 실적 개선을 견인할 것이다.

한편, 바이든 미국 대통령의 1.2조 달러 인프라 예산안이 통과되었고, 미국이 대부분의 해안에 풍력 발전기를 설치하겠다고 밝힘으로써 풍력 타워 글로벌 1위 업체인 동사에게 추가적인 모멘텀을 기대해볼 수 있을 것이다.

3분기 실적을 반영해 2021E 및 2022E 영업이익 전망치를 기준대비 각각 -18%, -0.7% 변경하며, 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 95,000원으로 하향한다.

## 씨에스원드 3Q21 실적 Review

(단위: 십억원)	3Q21	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q21	%QoQ	3Q20	%YoY
매출액	214.5	308.5	-30.5	298.1	-28.0	279	-23.1	273.3	-21.5
영업이익	12.8	24.2	-47.1	22.2	-42.3	28.2	-54.6	31.7	-59.6
영업이익률(%)	6.0	7.8	-23.1	7.4		10.1		11.6	
세전이익	12.1	21.7	-44.2	20.1	-59.2	30.4	-73.0	28.1	-70.8
지배순이익	10.2	21.5	-52.6	17.6	-34.7	22.4	-48.7	20.6	-44.2

자료: 씨에스원드, 키움증권

## 씨에스원드 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
매출액	181.0	240.6	273.3	274.1	242.1	279.0	214.5	403.0
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	31.6	28.2	12.8	23.6
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	13.0	10.1	6.0	5.9
세전이익	17.1	19.4	28.1	-6.9	33.7	30.4	12.1	17.3
지배순이익	12.3	14.3	20.6	-16.2	27.7	22.4	10.2	12.7

자료: 씨에스원드, 키움증권

## 씨에스원드 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	312.2	502.2	799.4	969.1	1,138.6	1,652.4	2,014.5
영업이익	35.4	32.7	60.1	97.6	96.2	183.0	219.5
영업이익률(%)	11.3	6.5	7.5	10.1	8.5	11.1	10.9
세전이익	41.9	6.8	39.9	57.8	93.6	171.0	216.9
지배순이익	38.9	5.9	31.9	30.9	73.1	133.5	169.4
지배주주 EPS(원)	2,253	343	874	845	1,634	2,908	3,689
지배주주 BPS(원)	17,454	17,476	19,726	23,900	19,327	20,680	22,813
지배주주 ROE(원)	13.0	2.0	9.9	8.2	11.2	14.5	17.0

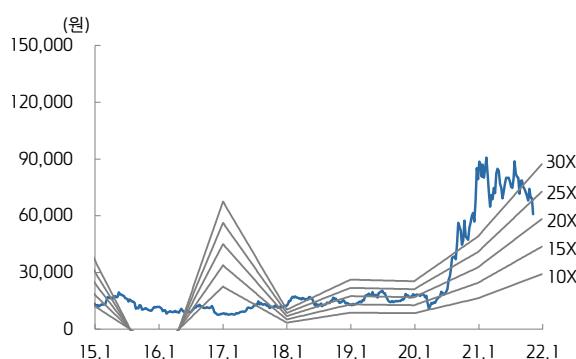
자료: 씨에스원드, 키움증권

## 씨에스원드 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% 차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,239.4	1,789.5	1,138.6	1,652.4	-8.1	-7.7
영업이익	118.0	184.2	96.2	183.0	-18.4	-0.7
영업이익률(%)	9.5	10.3	8.5	11.1		
세전이익	119.4	191.4	93.6	171.0	-21.6	-10.7
지배순이익	93.2	149.5	73.1	133.5	-21.6	-10.7
지배주주 EPS(원)	2,085	3,255	1,634	2,908	-21.6	-10.6
지배주주 BPS(원)	19,766	21,466	19,327	20,680	-2.2	-3.7
지배주주 ROE(%)	14.1	15.8	11.2	14.5		

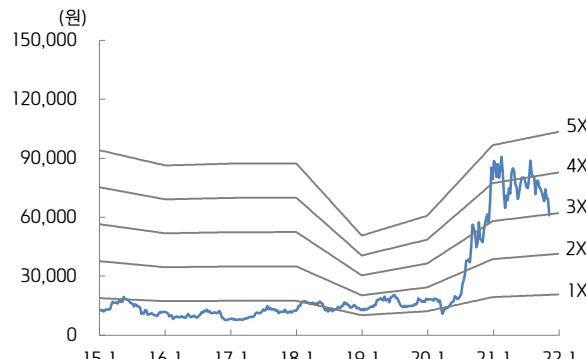
자료: 씨에스원드, 키움증권

## 씨에스원드 12mf PER 밴드



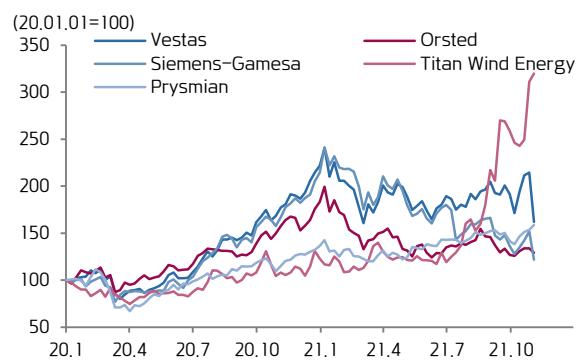
자료: FN가이드, 키움증권

## 씨에스원드 12mf PBR 밴드



자료: FN가이드, 키움증권

## 해외 풍력 관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

## 국내 풍력 관련 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	799.4	969.1	1,138.6	1,652.4	2,014.5
매출원가	685.8	821.1	983.1	1,512.2	1,690.1
<b>매출총이익</b>	113.6	148.0	155.5	140.2	324.4
판관비	53.5	50.4	59.3	93.1	104.8
<b>영업이익</b>	60.1	97.6	96.2	183.0	219.5
<b>EBITDA</b>	81.6	126.9	134.0	214.1	245.1
<b>영업외손익</b>	-20.3	-39.8	-2.6	-2.8	-2.7
이자수익	0.5	0.4	2.4	2.2	2.4
이자비용	10.6	8.6	8.6	8.6	8.6
외환관련이익	15.3	47.9	29.0	29.0	29.0
외환관련손실	15.3	48.3	28.8	28.8	28.8
증속 및 관계기업손익	-0.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
기타	-10.0	-30.0	4.6	4.6	4.5
<b>법인세차감전이익</b>	39.9	57.8	93.6	171.0	216.9
법인세비용	5.2	24.2	14.0	25.7	32.5
<b>계속사업순손익</b>	34.7	33.6	79.6	145.4	184.3
<b>당기순이익</b>	34.7	33.6	79.6	145.4	184.3
<b>지배주주순이익</b>	31.9	30.9	73.1	133.5	169.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	59.2	21.2	17.5	45.1	21.9
영업이익 증감율	83.5	62.4	-1.4	90.2	19.9
EBITDA 증감율	69.6	55.5	5.6	59.8	14.5
지배주주순이익 증감율	438.5	-3.1	136.6	82.6	26.9
EPS 증감율	438.6	-3.3	93.3	78.0	26.8
매출총이익률(%)	14.2	15.3	13.7	8.5	16.1
영업이익률(%)	7.5	10.1	8.4	11.1	10.9
EBITDA Margin(%)	10.2	13.1	11.8	13.0	12.2
지배주주순이익률(%)	4.0	3.2	6.4	8.1	8.4

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	426.7	547.2	1,086.3	1,266.4	1,458.4
현금 및 현금성자산	83.9	91.8	555.0	514.0	548.3
단기금융자산	9.5	10.2	10.9	11.7	12.6
매출채권 및 기타채권	164.5	203.4	239.0	346.9	422.9
재고자산	118.9	204.5	240.2	348.6	425.0
기타유동자산	49.9	37.3	41.2	45.2	49.6
<b>비유동자산</b>	308.9	333.5	295.2	263.6	237.4
투자자산	13.4	12.9	12.3	11.8	11.2
유형자산	227.8	272.5	236.1	206.0	181.3
무형자산	22.2	21.0	19.7	18.6	17.7
기타비유동자산	45.5	27.1	27.1	27.2	27.2
<b>자산총계</b>	735.6	880.7	1,381.5	1,530.0	1,695.9
<b>유동부채</b>	313.8	332.2	352.3	426.9	479.9
매입채무 및 기타채무	113.6	158.5	178.7	253.2	306.2
단기금융부채	183.1	148.4	148.4	148.4	148.4
기타유동부채	17.1	25.3	25.2	25.3	25.3
<b>비유동부채</b>	52.0	104.9	104.9	104.9	104.9
장기금융부채	45.1	94.0	94.0	94.0	94.0
기타비유동부채	6.9	10.9	10.9	10.9	10.9
<b>부채총계</b>	365.8	437.1	457.3	531.8	584.8
<b>자베지분</b>	341.0	413.1	887.4	949.5	1,047.4
자본금	8.6	8.6	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	184.1	210.4	668.7	668.7	668.7
기타자본	-46.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-1.1	-24.5	-50.0	-75.5	-101.0
이익잉여금	195.8	218.6	245.7	333.3	456.8
비자베지분	28.9	30.4	36.9	48.7	63.7
<b>자본총계</b>	369.8	443.5	924.2	998.2	1,111.1

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	85.7	24.0	63.2	60.1	135.5
당기순이익	34.7	33.6	79.6	145.4	184.3
비현금항목의 가감	49.9	93.8	87.4	92.6	93.8
유형자산감가상각비	20.0	27.8	36.4	30.0	24.7
무형자산감가상각비	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9
지분법평가손익	-0.3	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타	28.7	65.7	49.7	61.5	68.2
영업활동자산부채증감	10.2	-79.6	-83.6	-145.8	-103.9
매출채권및기타채권의감소	-20.9	-57.3	-35.6	-107.8	-76.0
재고자산의감소	33.6	-96.6	-35.8	-108.4	-76.4
매입채무및기타채무의증가	30.3	64.4	20.1	74.5	53.0
기타	-32.8	9.9	-32.3	-4.1	-4.5
기타현금흐름	-9.1	-23.8	-20.2	-32.1	-38.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-66.4	-110.3	-0.4	-0.4	-0.5
유형자산의 취득	-87.7	-110.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	15.2	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	0.5	0.5	0.5
단기금융자산의감소(증가)	6.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9
기타	1.8	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	23.3	109.4	448.7	-52.5	-52.5
차입금의 증가(감소)	20.7	78.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	472.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	44.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-7.1	-17.3	-45.9	-45.9
기타	8.8	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
기타현금흐름	1.1	-15.2	-48.2	-48.2	-48.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	43.8	7.9	463.3	-41.1	34.3
기초현금 및 현금성자산	40.1	83.9	91.8	555.1	514.0
기말현금 및 현금성자산	83.9	91.8	555.1	514.0	548.3

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	874	845	1,634	2,908	3,689
BPS	9,338	11,314	19,327	20,680	22,813
CFPS	2,317	3,490	3,733	5,182	6,059
DPS	460	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	20.6	104.8	39.2	22.0	17.4
PER(최고)	24.3	108.0	66.1		
PER(최저)	13.9	9.1	34.2		
PBR	1.93	7.83	3.32	3.10	2.81
PBR(최고)	2.27	8.07	5.59		
PBR(최저)	1.30	0.68	2.89		
PSR	0.82	3.34	2.52	1.78	1.46
PCFR	7.8	25.4	17.2	12.4	10.6
EV/EBITDA	10.1	25.5	17.0	29.9	9.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향%,보통주,현금	20.5	51.4	57.7	31.6	24.9
배당수익률(%),보통주,현금	1.2	0.6	1.6	1.6	1.6
ROA	5.2	4.2	7.0	10.0	11.4
ROE	9.9	8.2	11.2	14.5	17.0
ROIC	11.0	11.0	14.1	24.1	25.1
매출채권회전율	5.0	5.3	5.1	5.6	5.2
재고자산회전율	6.0	6.0	5.1	5.6	5.2
부채비율	98.9	98.6	49.5	53.3	52.6
순차입금비율	36.5	31.7	-35.0	-28.4	-28.7
이자보상배율	5.7	11.4	11.2	21.3	25.6
총차입금	228.2	242.4	242.4	242.4	242.4
순차입금	134.9	140.4	-323.6	-283.4	-318.5
NOPLAT	81.6	126.9	134.0	214.1	245.1
FCF	9.2	-101.6	35.9	40.8	108.3

자료: 키움증권

## Compliance Notice

- 당사는 11월 9일 현재 '씨에스원드(112610)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

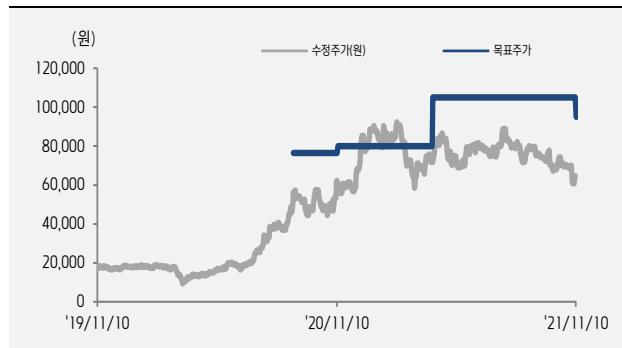
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
씨에스원드 (112610)	2020-09-04	Buy(Initiate)	76,500원	6개월	-33.06	-18.75
	2020-11-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-6.48	15.38
	2021-04-05	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-25.78	-15.43
	2021-09-28	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-25.95	-15.43
	2021-11-10	Buy(Maintain)	95,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%