

2022. 1. 7



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

Buy

적정주가 (12개월) **95,000 원**

현재주가 (1.6) **59,800 원**

상승여력 **58.9%**

KOSPI 2,920.53pt

시가총액 25,218억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 56.38%

외국인비중 10.78%

52주 최고/최저가 92,300원/56,700원

평균거래대금 182.7억원

주요주주(%)

김성권 외 22 인 43.46

국민연금공단 8.93

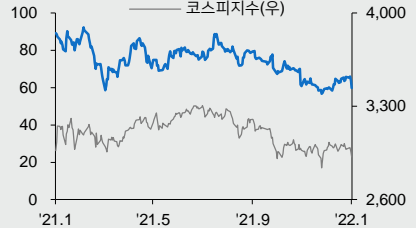
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.3 -24.6 -33.0

상대주가 2.1 -14.7 -31.9

주가그래프



씨에스원드 112610

4Q21 Preview: 풀려가는 실타래

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 243억원을 기록하며 전분기 대비 가파른 회복 전망
- ✓ 실적 부진과 정책 부재라는 두 가지 문제 중 최소한 하나는 해결되는 셈
- ✓ 2022년은 매출 및 마진 모두 연말로 갈수록 계단식 상승이 예상
- ✓ 최대 이슈인 미국 BBB는 1Q22 내 통과될 것을 낙관적으로 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 95,000원을 유지

4Q21, 두 가지 문제 중 하나는 해결된다

4Q21 연결 영업이익은 243억원(-4.6% YoY)을 기록하며 시장 기대치(278억원)는 소폭 밑돌지만 전분기(128억원) 대비 가파른 회복세를 보여줄 전망이다. 미국 법인에서 일부 이연 물량이 4Q21에 인식되는 등 매출액은 기대치를 상회하지만, 신규 법인들의 저조한 수익성, 가동률 상승에 따른 인건비 증가 및 M&A 관련 비용 인식 등이 마진 회복을 지연시킬 가능성이 높다. 2021년 주가 부진의 원인을 실적 부진과 정책 부재에서 찾는다면, 최소한 하나의 문제는 풀려가는 셈이다.

계단식 성장을 보여줄 2022년

2022년 연간 매출액은 1,680억원(+43% YoY), 영업이익은 1,441억원(+48.7% YoY)을 예상한다. 특히 하반기부터는 미국, 포르투갈(ASM) 법인의 생산능력이 증대되고, 미국 인프라 법안 통과 이후 수주 확대 효과도 기대된다. 마진 역시 신규 법인의 생산성 향상 등의 요인으로 인해 연말로 갈수록 계단식 상승이 예상된다.

BBB가 최대의 불확실성이자 투자 기회

조 맨친 상원의원의 반대로 미국의 인프라 패키지(BBB, Build Back Better) 통과가 늦어지며 주가 상승을 제한하고 있다. 조 맨친 의원의 주요 반대 근거는 BBB 내 포함된 아동 세액 공제 항목인데, 최근 기후 법안에 대해서는 '다른 사항보다 쉽게 동의할 수 있다'라고 발언했다. 아동 세액 공제 예산이 삭감된 후 전체 법안이 통과되거나, 기후 법안이 단독 입법 및 통과되는 시나리오가 1Q22 내 이루어질 가능성이 높다는 판단이다. 실적 개선 및 정책 모멘텀 모두 기대할 수 있는 시점이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 95,000원을 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	1,174.3	96.9	77.7	1,869	108.4	23,459	35.2	2.8	20.6	11.1	64.2
2022E	1,680.9	144.1	105.8	2,508	34.7	25,493	23.8	2.3	12.0	10.2	61.8
2023E	2,174.9	213.0	162.1	3,936	53.4	28,864	15.2	2.1	8.7	14.5	57.5

표1 씨에스윈드 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	438.7	274.1	60.1	214.5	104.6	397.9	10.3
영업이익	24.3	25.4	-4.6	12.8	89.0	27.8	-12.7
세전이익	22.3	-6.9	흑전	12.1	84.7	23.4	-4.6
지배순이익	17.4	-16.2	흑전	10.2	70.3	17.2	1.2

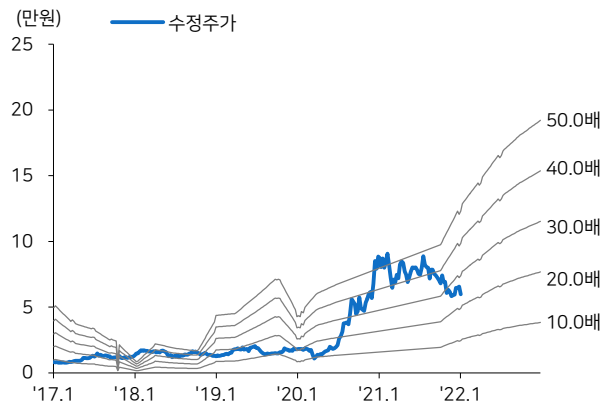
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,106.3	1,829.9	1,174.3	1,680.9	6.1%	-8.1%
영업이익	96.8	166.7	96.9	144.1	0.1%	-13.6%
영업이익률	8.7%	9.1%	8.3%	8.6%	-0.5%p	-0.5%p
당기순이익	79.6	124.1	79.7	108.9	0.1%	-12.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출	242.1	279.0	214.5	438.7	330.6	354.1	467.5	528.7	502.2	799.4	969.1	1,174.3	1,680.9	2,174.9
매출 성장률(% YoY)	33.7	15.9	-21.5	60.1	36.5	26.9	118.0	20.5	60.8	59.2	21.2	21.2	43.1	29.4
주요생산법인	214.4	249.0	192.6	286.2	222.6	234.3	241.7	292.7	502.2	799.4	865.5	940.8	991.4	1,297.4
씨에스베어링	27.8	30.0	21.8	22.5	18.0	19.8	25.7	26.0			103.5	103.5	89.5	107.4
CS America				110.0	70.0	80.0	170.0	180.0				110.0	500.0	630.0
ASM Industries				20.0	20.0	20.0	30.0	30.0				20.0	100.0	140.0
영업이익	31.6	28.2	12.8	24.3	22.8	26.2	38.3	56.8	32.7	60.1	97.6	96.9	144.1	213.0
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	5.5	6.9	7.4	8.2	10.7	6.5	7.5	10.1	8.3	8.6	9.8
영업이익 성장률(%YoY)	94.2	16.7	-59.5	-4.6	-27.9	-7.1	198.7	134.0	-7.5	83.7	62.3	-0.7	48.7	47.8
주요생산법인	30.3	26.5	22.4	27.0	23.7	22.6	23.7	38.3	32.7	60.1	88.1	105.7	108.3	137.5
씨에스베어링	1.2	1.8	0.7	0.1	0.2	0.6	1.8	2.6	0.0	0.0	9.5	4.3	5.2	11.8
CS America	0.0	0.0		-2.2	-0.7	3.2	11.9	14.4	0.0	0.0	0.0	-2.2	28.8	56.7
ASM Industries	0.0	0.0		-0.6	-0.4	-0.2	0.9	1.5	0.0	0.0	0.0	-0.6	1.8	7.0
금융손익	2.6	0.6	-3.3	-3.5	-3.6	-3.9	-5.8	-4.4	-3.1	-9.9	-7.4	-3.7	-17.7	-16.1
기타손익	-0.6	-0.2	2.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	-22.4	-10.2	-31.2	2.7	4.5	5.5
종속, 지배, 관계기업 손익	0.2	1.8	-0.1	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	-0.5	-0.2	-1.2	2.7	3.5	3.9
세전이익	33.7	30.4	12.1	22.3	20.9	24.2	34.7	54.6	6.8	39.9	57.8	98.6	134.5	206.2
법인세비용	5.6	7.2	1.8	4.2	4.0	4.6	6.6	10.4	-0.3	5.2	24.2	18.8	25.6	39.2
당기순이익	28.1	23.2	10.3	18.1	17.0	19.6	28.1	44.3	7.1	34.7	33.6	79.7	108.9	167.1
순이익률(%)	11.6	8.3	4.8	4.1	5.1	5.5	6.0	8.4	1.4	4.3	3.5	6.8	6.5	7.7
순이익 성장률(% YoY)	108.7	54.5	-50.5	흑전	-39.7	-15.6	173.6	144.6	-81.9	391.5	-3.1	137.3	36.6	53.4
지배순이익	27.7	22.4	10.2	17.4	16.5	19.0	27.3	42.9	5.9	31.9	30.9	77.7	105.8	162.1
PER			214.5	438.7	330.6	354.1	467.5	528.7	502.2	799.4	969.1	1,174.3	1,680.9	2,174.9

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

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	799.4	969.1	1,174.3	1,680.9	2,174.9
매출액증가율 (%)	59.2	21.2	21.2	43.1	29.4
매출원가	685.8	821.1	1,028.4	1,486.5	1,911.5
매출총이익	113.6	148.0	145.9	194.4	263.4
판매관리비	53.5	50.4	49.0	50.3	50.4
영업이익	60.1	97.6	96.9	144.1	213.0
영업이익률	7.5	10.1	8.3	8.6	9.8
금융손익	-9.9	-7.4	-3.7	-17.7	-16.1
중속/관계기업손익	-0.2	-1.2	2.7	3.5	3.9
기타영업외손익	-10.2	-31.2	2.7	4.6	5.5
세전계속사업이익	39.9	57.8	98.6	134.5	206.3
법인세비용	5.2	24.2	18.8	25.6	39.2
당기순이익	34.7	33.6	79.8	108.9	167.1
지배주주지분 순이익	31.9	30.9	77.7	105.8	162.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	426.7	547.2	1,033.6	1,153.5	1,333.2
현금및현금성자산	83.9	91.8	399.2	433.4	516.2
매출채권	156.1	201.9	282.7	321.4	365.1
재고자산	118.9	204.5	286.3	325.5	369.8
비유동자산	308.9	333.5	648.3	648.0	651.8
유형자산	227.9	272.5	518.6	514.8	514.2
무형자산	22.2	21.0	75.6	75.1	74.6
투자자산	13.4	12.9	20.3	24.4	29.2
자산총계	735.6	880.7	1,681.9	1,801.5	1,985.0
유동부채	313.8	332.2	438.9	465.9	498.1
매입채무	91.5	146.3	204.9	232.9	264.6
단기차입금	129.5	138.2	171.7	163.1	154.9
유동성장기부채	13.1	8.0	6.0	6.0	6.0
비유동부채	52.0	104.9	218.6	222.2	226.5
사채	0.0	17.8	18.7	18.7	18.7
장기차입금	19.0	63.1	168.3	168.3	168.3
부채총계	365.8	437.1	657.5	688.1	724.6
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	28.9	28.9	28.9
이익잉여금	195.8	218.6	279.0	364.8	506.9
비지배주주지분	28.9	30.4	35.1	38.3	43.2
자본총계	369.8	443.5	1,024.4	1,113.3	1,260.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	85.7	24.0	34.5	126.6	178.5
당기순이익(손실)	34.7	33.6	79.8	108.9	167.1
유형자산상각비	20.0	27.8	36.8	63.6	63.3
무형자산상각비	1.5	1.5	1.3	0.5	0.5
운전자본의 증감	10.2	-79.6	-58.9	-46.5	-52.3
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-349.9	-64.3	-68.1
유형자산의증가(CAPEX)	-87.7	-110.2	-124.5	-59.8	-62.8
투자자산의감소(증가)	-1.6	0.5	-7.5	-4.1	-4.9
재무활동 현금흐름	23.4	109.4	600.8	-28.1	-27.6
차입금의 증감	50.8	13.8	140.2	-8.2	-7.7
자본의 증가	2.0	26.3	462.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	43.8	7.9	307.4	34.2	82.8
기초현금	40.1	83.9	91.8	399.2	433.4
기말현금	83.9	91.8	399.2	433.4	516.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	21,893	26,540	28,244	39,859	51,572
EPS(지배주주)	874	845	1,869	2,508	3,936
CFPS	2,317	3,490	3,379	5,182	6,872
EBITDAPS	2,235	3,476	3,246	4,937	6,563
BPS	9,338	11,314	23,459	25,493	28,864
DPS	218	473	473	473	473
배당수익률(%)	1.2	0.5	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	104.8	35.2	23.8	15.2
PCR	7.8	25.4	19.4	11.5	8.7
PSR	0.8	3.3	2.3	1.5	1.2
PBR	1.9	7.8	2.8	2.3	2.1
EBITDA	81.6	126.9	134.9	208.2	276.8
EV/EBITDA	10.1	25.5	20.6	12.0	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	11.1	10.2	14.5
EBITDA 이익률	10.2	13.1	11.5	12.4	12.7
부채비율	98.9	98.6	64.2	61.8	57.5
금융비용부담률	1.3	0.9	0.8	1.3	1.0
이자보상배율(x)	5.7	11.4	9.9	6.5	9.7
매출채권회전율(x)	5.3	5.4	4.8	5.6	6.3
재고자산회전율(x)	6.0	6.0	4.8	5.5	6.3

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 증가대비 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

