



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

Buy

적정주가 (12개월)	86,000 원
현재주가 (4.5)	63,400 원
상승여력	35.6%
KOSPI	2,759.20pt
시가총액	26,737억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	56.33%
외국인비중	10.83%
52주 최고/최저가	88,800원/46,000원
평균거래대금	206.4억원
주요주주(%)	
김성권 외 22 인	43.46
국민연금공단	8.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	-6.8	-11.9
상대주가	-4.4	0.1	-0.4

주가그래프



씨에스원드 112610

1Q22 Preview: 오르막을 앞둔 숨 고르기

- ✓ 1Q22 연결 영업이익은 204억원을 기록하며 컨센서스(214억원)을 소폭 하회할 전망
- ✓ 전통적 비수기로 매출 성장 제한 + 신규 법인과 씨에스베어링의 저조한 수익성
- ✓ 러-우크라 전쟁은 중장기 재생에너지 투자 확대 촉발. 단기적 시장 점유율도 상승
- ✓ 하반기부터 풍력 터빈사들의 마진 개선 및 BBB 등 정책 모멘텀 기대 가능
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지

1Q22, 예상된 비수기

1Q22 연결 영업이익은 204억원(-35.4% YoY)을 기록하며 컨센서스(214억원)을 소폭 하회할 전망이다. 1Q22는 전통적인 비수기인데다, 미국 및 포르투갈(ASM) 법인의 저조한 수익성이 마진 개선을 제한하고 있다. 또한 씨에스베어링 역시 4Q21에 이은 일회성 비용 발생으로 약 -12억원 수준의 적자가 예상된다. 다만 수주는 순항 중이며, 신규 법인들의 수익성이 이르면 2Q22부터 흑자전환을 기대할 수 있을 것으로 보인다. 2022년 상저하고 형태의 계단식 이익 성장을 전망한다.

러-우크라 전쟁, 중장기적으로 산업 확장에 긍정적

전쟁이 풍력 산업에 미치는 영향은 복합적이다. 단기적으로는 원재료 가격 급등이 밸류체인 전반의 마진에 부정적인 영향을 미칠 수 있으나, 중장기적으로는 러시아 산 가스 대체를 위한 선진국들의 재생에너지 투자가 확대되는 효과가 있다. 하지만 밸류체인 중에서도 원재료 가격의 판가 전이가 원활한 동사 입장에서는 나쁠 것이 없다. 특히 최근 유럽 후판 가격의 급등으로 인해 터빈사들의 아시아산 타워 선호도가 높아지고 있다는 점 역시 단기적으로 긍정적으로 작용할 전망이다. 동사는 베트남, 말레이시아 등지에 주요 생산기지를 두고 있기 때문이다.

하반기 풍력 산업의 실적 회복과 정책 모멘텀 기대

그간 모멘텀으로 작용했던 신규 증설 계획들의 타임라인은 다소 미뤄진 상황이다. 그러나 에너지 자립을 위한 재생에너지 투자의 당위성이 강화되고 있는 방향은 분명하며, 하반기에는 풍력 터빈사들의 마진 개선, 미국 Build Back Better 등 정책 모멘텀이 기대된다. 투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	969.1	97.6	30.9	845	-3.1	11,314	104.8	7.8	25.4	8.2	98.6
2021	1,203.4	101.0	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.5	10.1	87.4
2022E	1,698.7	116.7	87.6	2,076	23.3	22,680	30.5	2.8	15.9	9.5	86.6
2023E	2,176.8	187.4	146.7	3,479	66.2	25,560	18.2	2.5	11.4	14.4	82.1
2024E	2,474.6	215.0	170.4	4,039	15.9	28,999	15.7	2.2	10.0	14.8	76.6

표1 씨에스원드 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	332.3	242.1	37.2	467.9	-29.0	354.1	-6.2
영업이익	20.4	31.6	-35.4	28.3	-28.1	21.4	-4.6
세전이익	18.8	33.7	-44.2	13.1	43.2	20.6	-8.6
지배순이익	14.4	27.7	-47.9	5.9	146.1	12.9	12.3

자료: 씨에스원드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스원드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,718.4	2,176.8	1,698.7	2,176.8	-1.1%	0.0%
영업이익	123.9	203.5	116.7	187.4	-5.8%	-7.9%
영업이익률	7.2%	9.3%	6.9%	8.6%	-0.3%p	-0.7%p
당기순이익	88.4	154.1	81.4	135.4	-7.9%	-12.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스원드 12개월 선행 PER 밴드

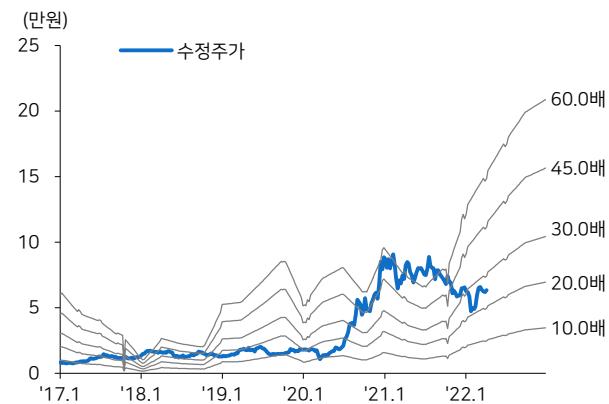


그림2 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 각 지역별 열연 가격 추이

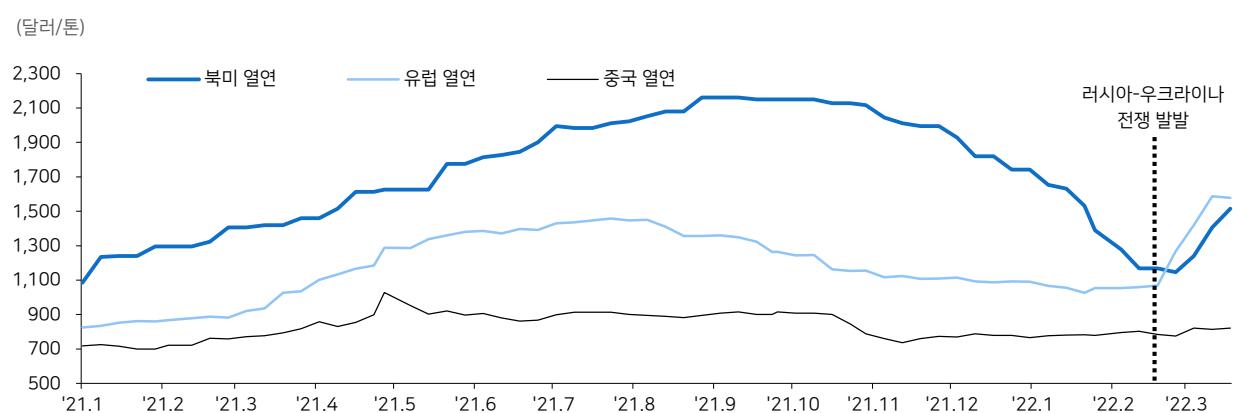


표3 씨에스원드 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출	242.1	279.0	214.5	467.9	332.3	341.6	448.6	576.2	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,698.7	2,176.8
매출 성장률(% YoY)	33.7	15.9	-21.5	70.7	37.2	22.5	109.2	23.1	60.8	59.2	21.2	24.2	41.2	28.1
주요생산법인	214.4	247.5	192.6	340.3	230.6	228.8	225.6	336.2	502.2	799.4	865.5	994.9	1,021.3	1,307.1
씨에스베어링	27.8	31.4	21.8	14.5	11.6	12.8	23.0	30.0	0.0	0.0	103.5	95.6	77.4	99.6
CS America				94.8	70.0	80.0	170.0	180.0	0.0	0.0	0.0	94.8	500.0	630.0
ASM Industries				18.2	20.0	20.0	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0	18.2	100.0	140.0
영업이익	31.6	28.2	12.8	28.3	20.4	21.5	28.8	46.1	32.7	60.1	97.6	101.0	116.7	187.4
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	6.1	6.1	6.3	6.4	8.0	6.5	7.5	10.1	8.4	6.9	8.6
영업이익 성장률(% YoY)	94.2	16.7	-59.5	11.4	-35.4	-24.0	124.2	62.6	-7.5	83.7	62.3	3.5	15.6	60.6
금융손익	2.6	0.6	-3.3	-14.1	-3.2	-3.3	-5.2	-4.1	-3.1	-9.9	-11.0	-14.3	-15.8	-17.6
기타순이익	-0.6	-0.2	2.7	-0.5	1.0	1.1	1.5	1.6	-22.4	-10.2	-27.6	1.5	5.2	7.2
종속, 지배, 관계기업 순이익	0.2	1.8	-0.1	-0.7	0.7	0.5	0.6	0.8	-0.5	-0.2	-1.2	1.2	2.5	3.5
세전이익	33.7	30.4	12.1	13.1	18.8	19.8	25.6	44.3	6.8	39.9	57.8	89.4	108.6	180.5
법인세비용	5.6	7.2	1.8	10.0	4.7	5.0	6.4	11.1	-0.3	5.2	24.2	24.6	27.1	45.1
당기순이익	28.1	23.2	10.3	3.1	14.1	14.9	19.2	33.3	7.1	34.7	33.6	64.7	81.4	135.4
순이익률(%)	11.6	8.3	4.8	0.7	4.2	4.4	4.3	5.8	1.4	4.3	3.5	5.4	4.8	6.2
순이익 성장률(% YoY)	108.7	54.5	-50.5	흑전	-49.8	-36.0	86.9	974.1	-81.9	391.5	-3.1	92.7	25.8	66.2
지배순이익	27.7	22.4	10.2	5.9	14.4	15.5	20.9	36.8	5.9	31.9	30.9	66.2	87.6	146.7
PER									80.5	20.6	99.1	41.8	30.5	18.2

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

자료: 씨에스원드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스원드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	969.1	1,203.4	1,698.7	2,176.8	2,474.6
매출액증가율 (%)	21.2	24.2	41.2	28.1	13.7
매출원가	821.1	1,031.2	1,495.8	1,907.5	2,172.2
매출총이익	148.0	172.3	202.9	269.3	302.5
판매관리비	50.4	71.3	86.3	81.9	87.5
영업이익	97.6	101.0	116.7	187.4	215.0
영업이익률	10.1	8.4	6.9	8.6	8.7
금융손익	-11.0	-14.3	-15.8	-17.6	-16.7
종속/관계기업손익	-1.2	1.2	2.5	3.5	3.9
기타영업외손익	-27.6	1.5	5.2	7.2	7.1
세전계속사업이익	57.8	89.4	108.6	180.5	209.2
법인세비용	24.2	24.6	27.1	45.1	52.3
당기순이익	33.6	64.7	81.4	135.4	156.9
지배주주지분 순이익	30.9	66.2	87.6	146.7	170.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	24.0	-105.4	66.8	111.7	183.8
당기순이익(손실)	33.6	64.7	81.4	135.4	156.9
유형자산상각비	27.8	31.6	51.9	56.3	60.7
무형자산상각비	1.5	6.5	16.4	12.2	9.1
운전자본의 증감	-79.6	-193.4	-82.9	-92.1	-42.9
투자활동 현금흐름	-110.3	-300.6	-88.2	-92.5	-96.7
유형자산의증가(CAPEX)	-110.2	-92.3	-85.9	-90.2	-94.7
투자자산의감소(증가)	0.5	6.0	-1.6	-1.6	-1.3
재무활동 현금흐름	109.4	567.8	-45.9	-44.4	-25.0
차입금의 증감	13.1	202.4	-20.6	-19.1	0.3
자본의 증가	26.3	399.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.9	170.0	-67.3	-25.2	62.1
기초현금	83.9	91.8	261.8	194.6	169.3
기말현금	91.8	261.8	194.6	169.3	231.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	547.2	1,072.9	1,151.0	1,283.0	1,428.9
현금및현금성자산	91.8	261.8	194.6	169.3	231.4
매출채권	201.9	388.8	451.0	520.1	556.1
재고자산	204.5	350.9	407.1	469.5	501.9
비유동자산	333.5	701.0	720.2	743.5	769.7
유형자산	272.5	510.0	544.0	578.0	612.0
무형자산	21.0	127.4	111.0	98.8	89.7
투자자산	12.9	6.9	8.5	10.0	11.3
자산총계	880.7	1,773.9	1,871.2	2,026.5	2,198.6
유동부채	332.2	572.7	641.2	691.6	728.4
매입채무	146.3	193.9	224.9	259.4	277.3
단기차입금	138.2	180.7	191.7	182.1	182.1
유동성장기부채	8.0	7.2	7.2	7.2	7.2
비유동부채	104.9	254.4	227.1	221.9	225.7
사채	17.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	63.1	206.2	174.2	164.2	164.2
부채총계	437.1	827.1	868.3	913.5	954.0
자본금	8.6	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	210.4	597.3	597.3	597.3	597.3
기타포괄이익누계액	-24.5	8.0	8.0	8.0	8.0
이익잉여금	218.6	267.9	330.1	451.5	596.6
비지배주주지분	30.4	52.6	46.5	35.1	21.7
자본총계	443.5	946.8	1,003.0	1,113.0	1,244.6

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
SPS	26,540	29,098	40,281	51,617	58,681
EPS(지배주주)	845	1,601	2,076	3,479	4,039
CFPS	3,490	3,229	4,483	6,186	6,886
EBITDAPS	3,476	3,364	4,386	6,067	6,753
BPS	11,314	21,204	22,680	25,560	28,999
DPS	473	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	104.8	41.0	30.5	18.2	15.7
PCR	25.4	20.4	14.1	10.2	9.2
PSR	3.3	2.3	1.6	1.2	1.1
PBR	7.8	3.1	2.8	2.5	2.2
EBITDA	126.9	139.1	185.0	255.9	284.8
EV/EBITDA	25.4	21.5	15.9	11.4	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	10.1	9.5	14.4	14.8
EBITDA 이익률	13.1	11.6	10.9	11.8	11.5
부채비율	98.6	87.4	86.6	82.1	76.6
금융비용부담률	0.9	0.7	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(X)	11.4	11.4	8.3	14.1	16.6
매출채권회전율(X)	5.4	4.1	4.0	4.5	4.6
재고자산회전율(X)	6.0	4.3	4.5	5.0	5.1

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 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 원본성은 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 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%
2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근 1일 투자등급의 비율	

씨에스원드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2020.10.28	산업분석	Buy	66,429	문경원	-22.7	-6.8	(원)	씨에스원드
2020.11.10	주식전략	Buy	72,123	문경원	1.3	25.2	135,000	적정주가
2021.01.28	기업브리프	Buy	107,063	문경원	-29.4	-13.8		
2021.04.13	기업브리프	Buy	107,000	문경원	-28.5	-17.0		
2021.11.08	기업브리프	Buy	95,000	문경원	-37.3	-30.5	90,000	
2022.02.11	기업브리프	Buy	86,000	문경원	-	-	45,000	