

2022. 5. 11



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 86,000 원

현재주가 (5.10) 51,900 원

상승여력 65.7%

KOSPI 2,596.56pt

시가총액 21,887억원

발행주식수 4,217만주

유동주식비율 55.13%

외국인비중 11.91%

52주 최고/최저가 88,800원/46,000원

평균거래대금 212.9억원

주요주주(%)

김성권 외 22 인 43.46

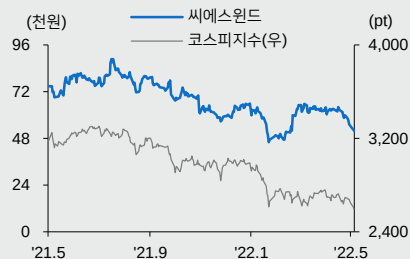
국민연금공단 10.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -15.7 -17.2 -30.6

상대주가 -12.4 -6.6 -13.2

주가그래프



씨에스원드 112610

1Q22 Review:
피해가지 못한 업황 둔화의 그늘

- ✓ 1Q22 연결 영업이익은 85억원을 기록하며 컨센서스(214억원)를 크게 하회
- ✓ 일부 비용 이슈도 있었으나, 업황 부진 및 조달 문제로 인해 매출액 하락이 주요인
- ✓ 2Q22에도 업황 개선은 어려우나 환율 상승, 자회사 실적 개선 등이 기대 요소
- ✓ EU 러시아 가스 대체 계획, 미국 친환경 세제 혜택 등 정책 모멘텀 기대할 시기
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 86,000원을 유지

실적 불확실성 확대. 인플레이션과 업황 부진이 종합적으로 작용한 결과

1Q22 연결 영업이익은 85억원(-73.2% YoY)을 기록하며 컨센서스(214억원)를 크게 하회했다. 무형자산 상각비가 전분기 대비 약 30억원 증가했으며, 도로 등 부자재 비용 증가도 영향을 미쳤지만 기대치를 -12.5% 하회한 매출액이 가장 큰 원인이다. 법인별 매출액이 공개되지 않았으나, 말레이시아 등 고마진 법인의 부진이 두드러졌을 것으로 추측한다. 1)고객사(터빈사)들의 수주 부진, 2)원부자재, 에너지 조달 문제로 인한 산발적 생산 차질이 주요 요인이다. 2Q22에도 실적 불확실성은 사라지지 않지만 환율 상승, 베어링 마진 개선 등이 악재를 일부 상쇄할 전망이다.

풍력 산업 회복은 아직이지만, 정책 모멘텀은 다가오는 중

글로벌 풍력 터빈 회사인 Vestas, Siemens Gamesa의 1Q22 합산 영업이익률은 -13.7%(-14.4%p)를 기록하며 원자재 가격 급등의 직격탄을 맞았다. 신규 수주 역시 우하향 곡선을 그리고 있는데, 원자재 가격 급등 이후 공급가 협상에 어려움을 겪고 있기 때문이다. 다만 정책 모멘텀은 기대해볼 수 있다. 차주 EU는 러시아 가스를 대체하기 위한 대책을 발표할 계획이고, 이는 일부 지역에서 재생에너지 발전 설비 인허가를 1년 안으로 단축시키는 안을 포함할 예정이다. 미국에서도 11월 중간 선거 이전 풍력, 태양광에 대한 세제 혜택안이 통과될 가능성이 높다.

표면으로 떠오른 리스크, 점진적인 비중 확대 전략 유효

러-우크라 전쟁으로 원자재 가격이 급등한 순간 풍력 밸류체인 실적 부진은 잠재된 리스크로 존재해왔다. 리스크가 표면으로 떠오른 지금이 오히려 점진적인 비중 확대 전략이 유효한 시점이다. 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	1,653.9	90.4	59.0	1,399	-25.6	22,003	37.1	2.4	15.6	6.5	88.3
2023E	2,059.7	149.9	127.4	3,022	115.8	24,433	17.2	2.1	11.4	13.0	83.9
2024E	2,080.3	138.7	119.5	2,833	-6.4	26,674	18.3	1.9	11.6	11.1	79.0

표1 씨에스윈드 1Q22 실적 Review

(십억원)	1Q22P	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	309.8	242.1	27.9	467.9	-33.8	354.1	-12.5	332.3	-6.8
영업이익	8.5	31.6	-73.2	28.3	-70.2	21.4	-60.4	20.4	-58.5
세전이익	-0.7	33.7	적전	13.1	적전	20.6	N/A	18.8	N/A
순이익	-4.9	27.7	적전	5.9	적전	12.9	N/A	14.4	N/A

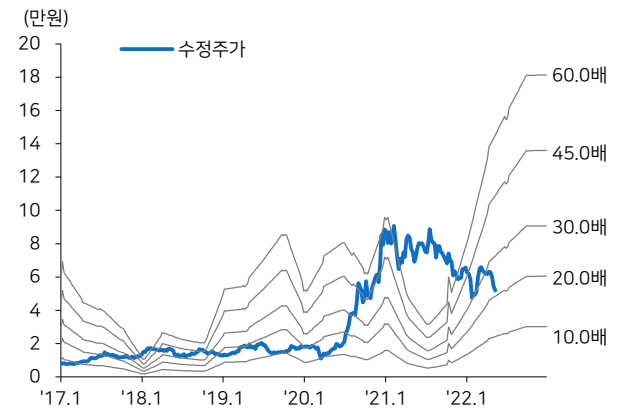
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

표2 씨에스윈드 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,698.7	2,176.8	1,653.9	2,059.6	-2.6%	-5.4%
영업이익	116.7	187.4	90.4	149.9	-22.6%	-20.0%
영업이익률	6.9%	8.6%	5.5%	7.3%	-1.4%p	-1.3%p
당기순이익	81.4	135.4	49.2	105.9	-39.5%	-21.8%

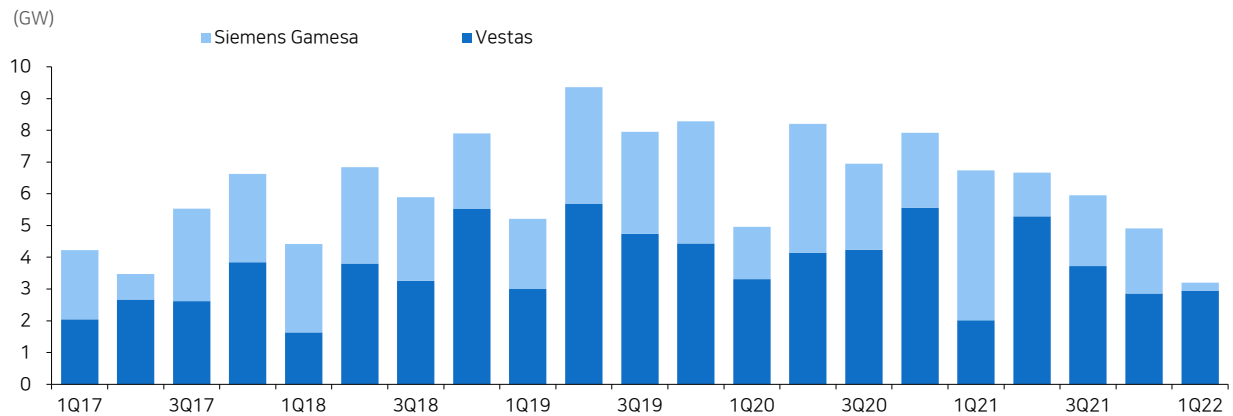
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Vestas, Siemens Gamesa 합산 신규 수주 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 씨에스윈드 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	309.8	356.4	441.2	546.5	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,653.9	2,059.6
매출 성장률(% YoY)	33.7	15.9	-21.5	70.7	27.9	27.8	105.7	16.8	60.8	59.2	21.2	24.2	37.4	24.5
주요생산법인	214.4	247.5	192.6	340.3	208.2	243.6	218.1	306.6	502.2	799.4	865.5	994.9	976.4	1,190.0
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	8.5	15.3	28.1	38.4	32.7	60.1	97.6	101.0	90.4	149.9
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	6.1	2.7	4.3	6.4	7.0	6.5	7.5	10.1	8.4	5.5	7.3
영업이익 성장률(%YoY)	94.2	16.7	-59.5	11.4	-73.2	-45.6	119.2	35.5	-7.5	83.7	62.3	3.5	-10.5	65.9
금융손익	2.6	0.6	-3.3	-14.1	-3.2	-3.3	-5.3	-4.2	-3.1	-9.9	-11.0	-14.3	-16.0	-18.0
기타손익	-0.6	-0.2	2.7	-0.5	-6.6	0.5	-0.6	0.9	-22.4	-10.2	-27.6	1.5	-5.8	5.8
종속, 지배, 관계기업 손익	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	-0.7	13.0	22.9	36.0	6.8	39.9	57.8	89.4	71.2	141.3
법인세비용	5.6	7.2	1.8	10.0	4.0	3.3	5.7	9.0	-0.3	5.2	24.2	24.6	22.0	35.3
당기순이익	28.1	23.2	10.3	3.1	-4.7	9.8	17.1	27.0	7.1	34.7	33.6	64.7	49.2	105.9
순이익률(%)	11.6	8.3	4.8	0.7	-1.5	2.7	3.9	4.9	1.4	4.3	3.5	5.4	3.0	5.1
순이익 성장률(% YoY)	108.7	54.5	-50.5	흑전	적전	-57.9	66.9	771.0	-81.9	391.5	-3.1	92.7	-24.0	115.2
지배순이익	27.7	22.4	10.2	5.9	-4.9	10.3	20.1	33.5	5.9	31.9	30.9	66.2	59.0	127.4
PER									80.5	20.6	99.1	41.8	37.1	17.2

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

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	969.1	1,203.4	1,653.9	2,059.7	2,080.3
매출액증가율 (%)	21.2	24.2	37.4	24.5	1.0
매출원가	821.1	1,031.2	1,477.3	1,827.8	1,854.1
매출총이익	148.0	172.3	176.6	231.8	226.1
판매관리비	50.4	71.3	86.3	81.9	87.5
영업이익	97.6	101.0	90.4	149.9	138.7
영업이익률	10.1	8.4	5.5	7.3	6.7
금융손익	-11.0	-14.3	-16.0	-18.0	-17.1
중속/관계기업손익	-1.2	1.2	2.5	3.5	3.9
기타영업외손익	-27.6	1.5	-5.8	5.8	6.8
세전계속사업이익	57.8	89.4	71.2	141.3	132.2
법인세비용	24.2	24.6	22.1	35.3	33.1
당기순이익	33.6	64.7	49.1	105.9	99.2
지배주주지분 순이익	30.9	66.2	59.0	127.4	119.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	24.0	-105.4	34.2	75.6	170.5
당기순이익(손실)	33.6	64.7	49.1	105.9	99.2
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	-83.2	-98.8	1.6
투자활동 현금흐름	-110.3	-300.6	-87.7	-91.6	-95.8
유형자산의증가(CAPEX)	-110.2	-92.3	-85.9	-90.2	-94.7
투자자산의감소(증가)	0.5	6.0	-1.1	-0.7	-0.3
재무활동 현금흐름	109.4	567.8	-46.0	-44.4	-24.9
차입금의 증감	13.1	202.4	-20.7	-19.4	0.1
자본의 증가	26.3	399.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.9	170.0	-99.5	-60.3	49.8
기초현금	83.9	91.8	261.8	162.3	102.0
기말현금	91.8	261.8	162.3	102.0	151.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	547.2	1,072.9	1,108.4	1,191.6	1,247.3
현금및현금성자산	91.8	261.8	162.3	102.0	151.8
매출채권	201.9	388.8	446.5	509.8	512.0
재고자산	204.5	350.9	403.0	460.1	462.1
비유동자산	333.5	701.0	719.8	742.2	767.4
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	8.0	8.7	9.0
자산총계	880.7	1,773.9	1,828.1	1,933.7	2,014.7
유동부채	332.2	572.7	631.7	664.4	670.2
매입채무	146.3	193.9	222.7	254.2	255.3
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	225.8	217.8	218.7
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	857.5	882.2	888.9
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	301.6	404.0	498.5
비지배주주지분	30.4	52.6	42.7	21.2	0.9
자본총계	443.5	946.8	970.6	1,051.6	1,125.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	26,540	29,098	39,218	48,840	49,329
EPS(지배주주)	845	1,601	1,399	3,022	2,833
CFPS	3,490	3,229	3,599	5,264	5,071
EBITDAPS	3,476	3,364	3,762	5,179	4,943
BPS	11,314	21,204	22,003	24,433	26,674
DPS	473	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.9	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	104.8	41.0	37.1	17.2	18.3
PCR	25.4	20.4	14.4	9.9	10.2
PSR	3.3	2.3	1.3	1.1	1.1
PBR	7.8	3.1	2.4	2.1	1.9
EBITDA	126.9	139.1	158.6	218.4	208.5
EV/EBITDA	25.4	21.5	15.6	11.4	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	10.1	6.5	13.0	11.1
EBITDA 이익률	13.1	11.6	9.6	10.6	10.0
부채비율	98.6	87.4	88.3	83.9	79.0
금융비용부담률	0.9	0.7	0.9	0.6	0.6
이자보상배율(x)	11.4	11.4	6.4	11.3	10.7
매출채권회전율(x)	5.4	4.1	4.0	4.3	4.1
재고자산회전율(x)	6.0	4.3	4.4	4.8	4.5

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 종가대비 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

