

씨에스원드(112610)

펀더멘털과 무관한 주가 하락

2대주주 블록딜 이후 주가 큰 폭으로 하락

- 5월초 대비 씨에스원드 주가 24% 하락, 지난 5월 28일 씨에스원드의 2대 주주인 골드만삭스가 지분 213만주(10.8%) 중 130만주(7.5%)를 처분하면서 추가 오버행 우려가 커졌기 때문
- 골드만삭스의 매각 이유는 투자기간이 10년이 넘어가며 fund closing 및 5% 지분이 넘은 유가증권에 대한 비중 축소가 내부적으로 요구됐기 때문
- 잔여 3.3% 지분에 대한 오버행 우려가 있으나, 잔여 지분은 6개월의 보호 예수가 설정됐으며, 이미 5% 이하로 지분을 줄였기에 무리하게 추가 매각이 이뤄지지 않을 것으로 판단됨

본업 이상 무, 해상풍력을 중심으로 차별화된 성장 가능

- 연초부터 대규모 수주가 이어졌으며 이는 3분기부터 베트남, 영국, 말레이시아 법인을 통해 본격적으로 매출 인식될 전망, 올해 예상 영업이익은 422억원 (+18.0% YoY)
- 영국 Hornsea1 타워 물량의 80% 이상을 씨에스원드가 수주(1,366억원), 해상풍력 타워에서 독점적 지위 누리는 중, 추후 EastAnglia1(7월 예상), Hornsea2 등 향후 몇 년간 영국 해상풍력을 중심으로 차별화된 성장 가능

주가 하락은 오히려 매수 기회

- 오버행 이전에도, 부진한 1분기 실적발표 이후 주가 흐름 좋지 못했음, 다만 올해 하반기 실적 모멘텀(올해 영업이익의 약 97%가 하반기에 집중)을 고려하면 최근 주가 급락은 매수 기회
- 2018년 PER, PBR은 각각 10.8배, 1.3배로 해외 업체들 평균인 16.0배, 2.0배 대비 현저한 저평가, 최근 인수한 삼현엔지니어링 가치, 터키시장 신규 진입(2p), 해상풍력타워 시장 프리미엄 부여를 고려 시 valuation 매력 높아

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	311	312	449	560	675
증가율(%)	4.7	0.3	43.8	24.9	20.4
영업이익(십억원)	(24)	35	42	49	57
순이익(십억원)	(17)	39	40	44	48
EPS(원)	(1,075)	2,462	2,548	2,794	3,020
증가율(%)	NM	NM	3.5	9.6	8.1
EBITDA(십억원)	(9)	50	59	68	78
PER(x)	NM	10.6	10.8	9.8	9.1
EV/EBITDA(x)	NM	7.9	7.1	6.2	5.4
PBR(x)	0.9	1.3	1.3	1.2	1.0
ROE(%)	-5.5	13.0	12.6	12.4	12.0
DY(%)	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

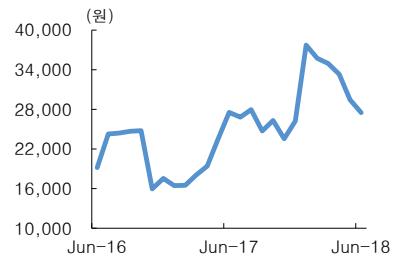
Stock Data

KOSPI(6/11)	2,470
주가(6/11)	27,500
시가총액(십억원)	475
발행주식수(백만)	17
52주 최고/최저가(원)	39,300/22,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,171
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.0/10.8
주요주주(%)	김성권 외 16 인
	삼성액티브자산운용
	5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(23.2)	9.6	16.3
KOSPI 대비(%p)	(22.9)	9.6	12.6

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

터키 풍력타워업체 인수

- 5월 11일 씨에스원드는 터키 풍력타워제조업체 EGE Towers를 72억원에 취득 공시, 터키 및 근접지역 시장 진출이 취득 목적
- 터키의 누적 풍력터빈 용량은 작년 말 기준 6.5GW으로 풍력발전이 총 전력 생산의 8%를 차지하고 있음, 터키정부는 향후 3~4년간 Turkish Renewable Energy Resource Zone(YEKA) 프로젝트 등 추가로 4GW를 늘릴 전망
- 터키는 풍력사업 진행 시 Local content 요건이 있어, 운송비 부담이 큰 타워가 주로 현지조달 item이 됨, 특히 올해 2월 씨에스원드의 주 고객인 Siemens Gamesa는 1GW 용량의 YEKA 프로젝트 수주, 2022년까지 최소한 700MW를 공급할 예정
- 씨에스원드와 지멘스의 관계를 고려하면 YEKA 프로젝트의 주 공급자로 선정될 가능성 높음, 2022년까지 매년 최소 300억원 수준의 지멘스발 수주가 가능한 상황, 예상 일정은 3분기 공급자 선정, 올해 말부터 납품 시작
- 본격적인 공급이 시작될 올해 말까지 추가 capex 500만달러 예정, 해당 비용은 올해 초 발행한 EB의 잔여 현금으로 충당할 듯

<표 1> 씨에스원드 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	67	82	107	56	80	95	131	144	311	312	449	560
YoY(%)	(11.0)	(24.8)	106.6	(25.1)	20.2	15.0	22.0	155.0	4.7	0.3	43.8	24.9
매출원가	53	59	83	43	70	73	97	110	291	238	350	439
매출원가율(%)	79.9	71.2	77.7	77.0	87.4	76.9	74.4	76.9	93.6	76.3	78.1	78.4
판관비	8	11	9	10	9	18	17	13	44	38	57	72
판관비율(%)	12.4	13.7	8.1	18.4	10.8	19.0	13.4	8.8	14.0	12.3	12.6	12.9
영업이익	5	12	15	3	1	4	16	20	(24)	35	42	49
YoY(%)	(13.6)	594.6	nm	nm	(72.0)	(68.7)	4.6	695.4	nm	nm	18.0	16.7
영업이익률(%)	7.7	15.2	14.3	4.6	1.8	4.1	12.2	14.3	(7.6)	11.3	9.3	8.7
세전이익	13	15	21	(7)	1	5	17	21	(17)	42	44	51
순이익	12	11	19	(3)	1	4	15	20	(17)	39	40	44
순이익(지배)	12	11	19	(3)	1	4	15	20	(17)	39	40	44

자료: 씨에스원드, 한국투자증권

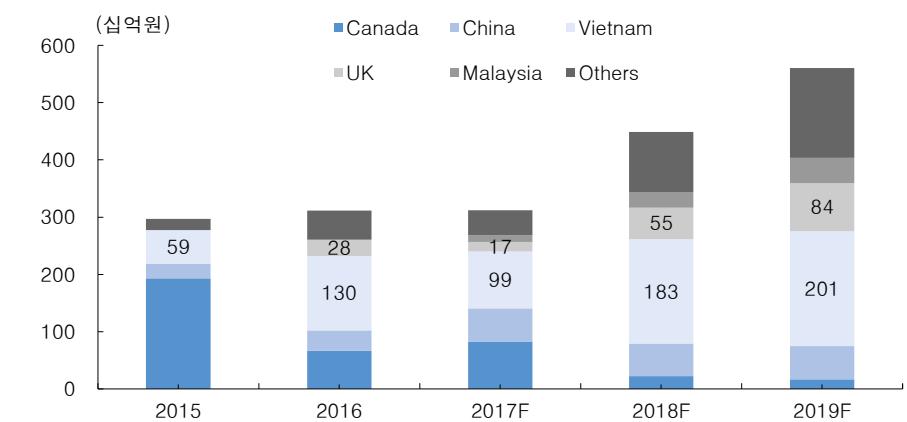
<표 2> 법인별 매출액 추정

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	297	311	312	449	560	675
캐나다	193	66	82	22	17	12
중국	26	36	58	57	58	60
베트남	59	130	99	183	201	220
영국		28	17	55	84	128
말레이지아			11	27	44	72
기타(CS 베어링 등)	20	51	44	105	157	183

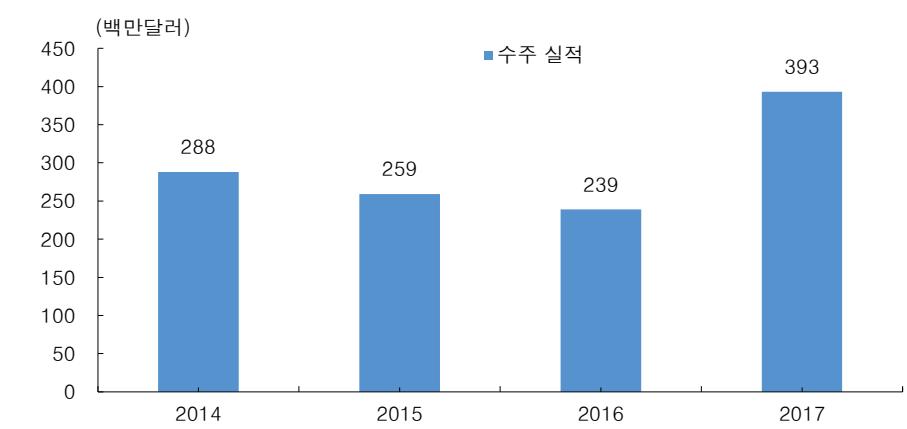
자료: 씨에스원드, 한국투자증권

[그림 1] 법인별 매출액 전망



자료: 씨에스원드, 한국투자증권

[그림 2] 신규수주 추이



자료: 씨에스원드

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
씨에스원드(112610)	2017.12.05	매수	34,000원	-16.0	1.3
	2018.01.28	매수	39,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 11일 현재 씨에스원드 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.