

# 씨에스윈드(112610)

## 보호무역주의 확산, 차별적 경쟁력 부각

### 올해 미국 시장 재진출, 긍정적인 상황 기대

- 미국의 철강 관세 발효 우려 고조되고 있어, 풍력타워의 경우, 철강 가격에 연동하는 원재료의 비중이 약 60% 수준(철관 및 플랜지 등), 미국에 위치한 풍력타워 공장의 경쟁력 하락 예상, 상대적으로 씨에스윈드에 수혜가 클 것
- 지금까지 주요 미국 풍력산업 보호조치는 반덤핑 관세 부과였음, 현재 중국과 베트남산 풍력타워 공급 불가능, 씨에스윈드도 지난 2013년 베트남 법인 제품에 대한 미국 반덤핑 관세부과 이후 미국향 매출이 전무한 상황
- 현재 Vestas 등 글로벌 메이저 풍력터빈 업체들은 자체 미국 공장에서 풍력타워 조달, 작년까지는 미국 타워 수요가 많지 않아 자국 공급만으로 큰 수급문제 없었음, 다만 올해 하반기부터 PTC(생산세액공제) 물량이 본격적으로 늘어나 타워 수입(비 반덤핑 타워)이 필요한 상황
- 게다가 철강 관세 부과가 최종 결정된다면, 비 반덤핑 타워의 경쟁력 더 높아질 것, 씨에스윈드는 작년 말레이시아 타워공장을 인수해 미국 재진출을 준비하고 있었음, 현 상황은 긍정적, 또한 캐나다 온타리오 프로젝트 종료에 따른 캐나다 법인 일감부족 우려도 완화될 것으로 판단함

### 해상풍력 성장, 보호무역 강화로 차별화된 성장 기대

- 영국 Hornsea1 수주(1,366억원) 이후 EastAnglia1(올해 상반기 수주 기대), Hornsea2 등 영국 해상풍력을 중심으로 지속 성장 가능
- 최근 지역별 Local Content(해당 국가에서 생산된 부품 사용 조건)조항 그리고 반덤핑 관세부과 등으로 각국의 보호무역이 강화되고 있는 상황에서 씨에스윈드의 지리적 강점이 차별화 요인으로 작용할 것
- 2018년 PER, PBR은 각각 13.7배, 1.5배로 해외 업체들 평균인 16.0배, 2.0배 대비 저평가 상황, 최근 인수한 삼현엔지니어링 가치(2p), 해상풍력타워 시장 프리미엄 부여를 고려 시 valuation 매력 높아

|              | 2015A  | 2016A   | 2017F | 2018F | 2019F |
|--------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)     | 297    | 311     | 308   | 373   | 421   |
| 증가율(%)       | (9.7)  | 4.7     | (1.0) | 21.0  | 13.0  |
| 영업이익(십억원)    | 36     | (24)    | 36    | 43    | 49    |
| 순이익(십억원)     | 21     | (17)    | 38    | 41    | 46    |
| EPS(원)       | 1,308  | (1,075) | 2,415 | 2,592 | 2,892 |
| 증가율(%)       | (66.7) | NM      | NM    | 7.4   | 11.6  |
| EBITDA(십억원)  | 50     | (9)     | 51    | 58    | 65    |
| PER(x)       | 19.0   | NM      | 10.8  | 13.7  | 12.3  |
| EV/EBITDA(x) | 6.9    | NM      | 6.7   | 8.5   | 7.4   |
| PBR(x)       | 1.2    | 0.9     | 1.2   | 1.5   | 1.4   |
| ROE(%)       | 6.9    | -5.5    | 12.1  | 11.7  | 11.8  |
| DY(%)        | 1.2    | 1.1     | 1.3   | 1.0   | 1.0   |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

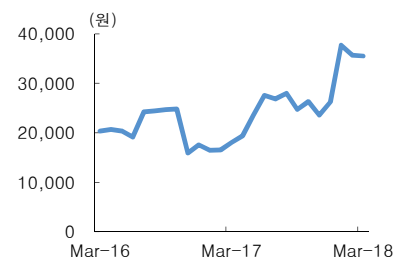
### Stock Data

|                   |   |
|-------------------|---|
| KOSPI(3/15)       | 2,492                                   |
| 주가(3/15)          | 35,500                                  |
| 시가총액(십억원)         | 614                                     |
| 발행주식수(백만)         | 17                                      |
| 52주 최고/최저가(원)     | 39,300/16,900                           |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 2,084                                   |
| 유동주식비율/외국인지분율(%)  | 38.6/16.0                               |
| 주요주주(%)           | 김성권 외 15 인 51.6                         |
|                   | GSCP VI Tanker Holdings B.V. 외 1 인 12.4 |

### 주가상승률

|              | 1개월   | 6개월  | 12개월  |
|--------------|-------|------|-------|
| 절대주가(%)      | (2.7) | 34.0 | 110.1 |
| KOSPI 대비(%p) | (5.7) | 29.5 | 93.2  |

### 주가추이



자료: WISEfn

### 강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

### 삼현엔지니어링 인수

- 삼현엔지니어링은 풍력터빈 핵심 부품 중 하나인 베어링(주로 요, 피치 베어링) 제조업체, 16년 기준 매출액 453억원, 영업이익 66억원, 올해 예상 매출액 약 600억원, 영업이익률 10% 전후 예상
- 현재 34% 지분 인수 완료, 4월까지 추가 지분 취득으로 51% 확보 예정, 이후 기존 대주주였던 PE Exit을 위한 상장 가능성 높음
- 영국, 말레이시아 등 공장 인수 후 생산성 높은 사례 많아, 이미 삼현엔지니어링 원가 절감 작업 진행 중, 타워와의 영업 시너지까지 더해진다면 삼현엔지니어링 가치 크게 높아질 것
- 교환사채 405억원 발행에서 약 210억원은 삼현엔지니어링 인수, 나머지 약 200억원은 추가적인 해외 타워공장 인수에 사용될 가능성 높음
- 현재 수출기지는 베트남, 말레이시아, 중국 이렇게 3개로 충분한 상황(가격 경쟁력, Capa, 지역 측면에서), 추가 인수할 타워공장은 Local Content 대응을 위한 용도일 듯(터키, 남아공, 남미 등)

### 2017년 수주 실적 및 18년 전망

- 17년 수주 총액은 3.93억달러로 전년 2.39억달러 대비 1.54억달러 증가
- 이에 16년말 수주잔고 0.83억달러에서 17년말 수주잔고는 2.0억달러로 급증, Hornsea1 수주로 해상타워 비중이 약 26%로 커졌음
- 회사는 올해 수주 목표는 4.4억달러(+10% YoY)로 설정, 미국 발주 재개와 EastAnglia1 해상타워, Vestas의 Capa booking 물량을 감안하면 달성 가능성 높다고 판단, 이를 감안하면 올해 매출 3억불대 후반 예상

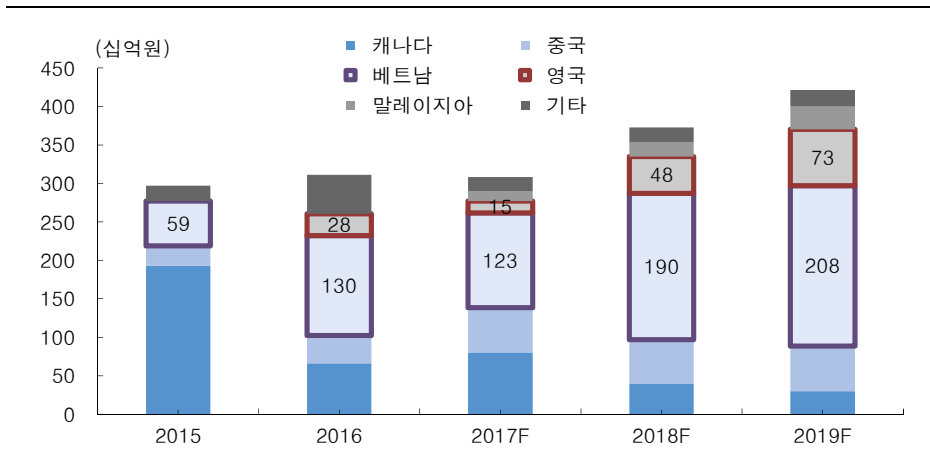
〈표 1〉 씨에스원드 실적추정

(단위: 백만원)

|          | 2013    | 2014    | 2015    | 2016     | 2017F   | 2018F   | 2019F   |
|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 매출액      | 296,488 | 329,233 | 297,143 | 311,218  | 308,047 | 372,749 | 421,372 |
| YoY(%)   |         | 11.0    | (9.7)   | 4.7      | (1.0)   | 21.0    | 13.0    |
| 캐나다      |         |         | 193,143 | 66,289   | 80,092  | 39,966  | 30,015  |
| 중국       |         |         | 25,554  | 36,101   | 58,529  | 57,007  | 58,546  |
| 베트남      |         |         | 58,537  | 129,778  | 123,219 | 190,004 | 208,301 |
| 영국       |         |         |         | 28,321   | 15,402  | 47,994  | 73,382  |
| 말레이시아    |         |         |         |          | 12,322  | 18,002  | 29,434  |
| 기타       |         |         | 19,909  | 50,729   | 18,483  | 19,776  | 21,694  |
| 매출원가     | 237,391 | 228,952 | 231,216 | 291,265  | 235,656 | 287,762 | 325,721 |
| 매출원가율(%) | 80.1    | 69.5    | 77.8    | 93.6     | 76.5    | 77.2    | 77.3    |
| 매출총이익    | 59,096  | 100,281 | 65,927  | 19,953   | 72,391  | 84,987  | 95,651  |
| 판관비      | 23,686  | 31,455  | 29,498  | 43,621   | 36,658  | 42,158  | 46,351  |
| 판관비율(%)  | 8.0     | 9.6     | 9.9     | 14.0     | 11.9    | 11.3    | 11.0    |
| 영업이익     | 35,410  | 68,825  | 36,429  | (23,669) | 35,733  | 42,829  | 49,301  |
| YoY(%)   |         | 94.4    | (47.1)  | (165.0)  | (251.0) | 19.9    | 15.1    |
| 영업이익률(%) | 11.9    | 20.9    | 12.3    | (7.6)    | 11.6    | 11.5    | 11.7    |
| 세전이익     | 30,067  | 61,669  | 25,800  | (16,804) | 46,030  | 50,037  | 56,653  |
| 순이익      | 26,861  | 57,143  | 21,383  | (17,244) | 38,205  | 40,930  | 45,662  |
| 순이익(지배)  | 26,861  | 57,143  | 21,364  | (17,270) | 38,205  | 40,930  | 45,662  |

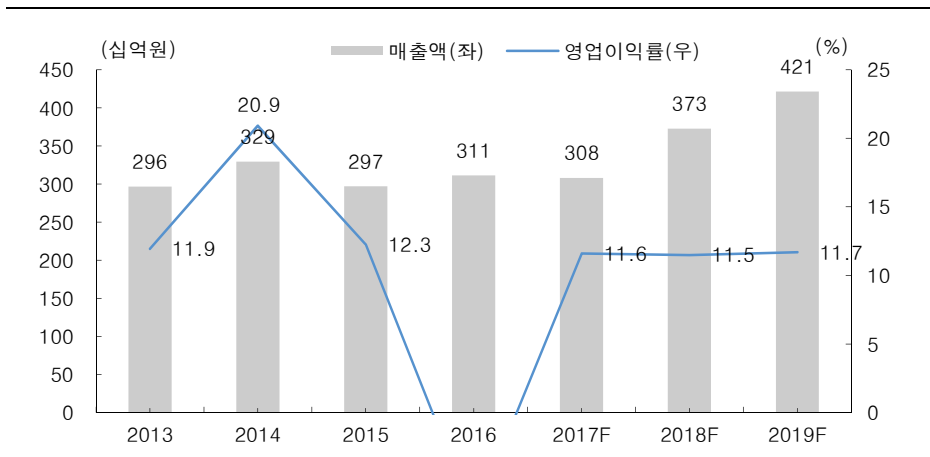
자료: 한국투자증권

[그림 1] 씨에스윈드 법인별 매출액 전망



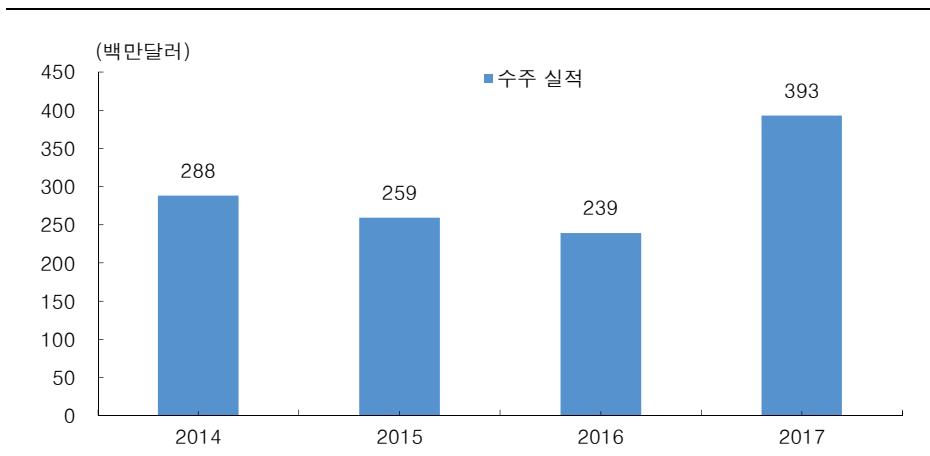
자료: 씨에스윈드, 한국투자증권

[그림 2] 씨에스윈드 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 씨에스윈드, 한국투자증권

[그림 3] 씨에스윈드 신규수주 추이



자료: 씨에스윈드

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)      | 제시일자       | 투자 의견 | 목표주가    | 과리율     |             |
|---------------|------------|-------|---------|---------|-------------|
|               |            |       |         | 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 3월 15일 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 투자 의견은 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 (2017.12.31 기준)

| 매수    | 중립    | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 79.6% | 19.9% | 0.5%     |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자 의견은 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 돕기 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 자료로서 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.