IPO

2019.11.04

유진투자증권

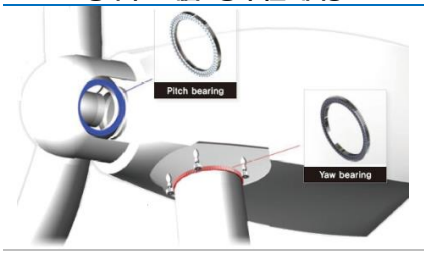
씨에스베어링(297090,KQ,IPO 예정)

상장 예정일: 2019.11.21 | 기관 수요예측: 2019.11.04~05



재생에너지 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

동사 주요 제품 : 풍력터빈 베어링



Key Data

공모희망가(원)	7,400 ~ 8,400
시가총액(십억원)	70.0 ~ 79.5
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	1.2
-공모후	4.7
공모후 주식수	9,461,400
유통가능주식수	2,546,000
보호예수기간	
씨에스윈드	상장 후 6개월
EastBrdige Fund	상장 후 3개월
우리사주조합(공모)	상장 후 1년
상장주선인의무인수분	상장 후 3개월
주관증권사	한국투자증권
공모후 주요주주(%)	
씨에스윈드	43.0
EastBrdige Fund	25.9
KoFC 투자조합	5.3
공모주주	25.2
상장주선인의무인수분	0.8

Financial Data

결산기(12월)	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	64.8	100.2	123.5	139.4
영업이익(십억원)	3.4	10.4	11.5	15.2
세전이익(십억원)	2.8	9.2	10.2	13.9
당기순이익(십억원)	2.3	7.3	8.1	11.1
EPS(원)	-	776	861	1,174
증감률(%)	-		10.9	36.3
PER(배)	-	9.5~10.8	8.6~9.8	6.3~7.2
EV/EBITDA(배)	-		-	-
PBR(배)	-		-	-

자료: 유진투자증권

미국 풍력 초호황과 신규 고객 확보로 성장모멘텀 강화

- **풍력 터빈용 베어링 제조 전문 기업**

2007년 삼현엔지니어링으로 설립되어 2018년 씨에스윈드에 인수된 후 씨에스베어링으로 사명 변경, 2011년 GE 1.5MW Yaw & Pitch 베어링 양산품 초도 수주한 후 현재 GE향 풍력터빈 베어링 점유율 1위 업체, 최근 지멘스향 베어링 납품 테스트 중, 2019년 11월 21일 코스닥 상장 예정. 2018년 기준 매출 비중은 풍력베어링 92.3%, 산업용베어링 3.5%, 기타매출 4.2%

공모 후 주주구성: 씨에스윈드 43.0%, EastBridge Asian Mid-market Opportunity Fund 25.9%, KoFC-LB 2010-10 투자조합 5.3%, 공모주주 25.2%, 상장주선인의무인수분 0.8%

- **투자포인트**

1) 미국 풍력업황 호조와 신규고객 확대: 최근 발표된 미국의 풍력설치량은 3분기 누적 기준으로 전년대비 113% 증가했고, 건설계획이 확정된 파이프라인은 46.5GW로 상승했다. 미국 풍력업황의 호황은 연간 설치량 기준 10GW이다. 따라서 **현재의 설치계획이 확정된 파이프라인만으로도 미국 시장은 4년 이상 호황세가 예상**되는 것이다. 이는 최근 발표된 미국 누적점유율 1위 업체인 GE의 수주발표에도 확인된 바 있다. 3분기 누적으로 GE의 풍력터빈 수주는 지난해 대비 49% 급증했다. 2020년 보조금인 PTC의 100% 지급이 종료되지만, 2021년 80%, 2022년 60%, 2023년 40% 수준에서도 적정 수익률이 발생되기 때문에 풍력단지 건설 계획이 지속적으로 증가하고 있는 것이다. **미국 풍력업황 호조는 GE의 최대 풍력 베어링 공급업체인 동사에게 수혜로 작용한다. 또한 동사는 최근에 Siemens로부터 테스트 공급물량을 수주 받은 상태**이다. 내년 상반기에 완공되는 베트남 공장에서 Siemens향 생산을 본격적으로 할 예정이다. 글로벌 1위업체인 Vestas와는 내년부터 테스트 물량 납품을 한 뒤 2021년부터 본격 납품할 것으로 예상된다.

2) 생산능력 두 배로 확대 중: 미국 업황 호조와 신규 고객 확보에 따른 수요 증가에 대응하기 위해 동사는 현재 베트남 공장 증설을 진행 중이다. 동사의 국내 CAPA는 연간 7,500pcs 수준이었으나, 베트남에 연간 4,000pcs규모의 증설을 진행 중이다. **2020년 하반기부터 베트남 공장은 본격적인 양산이 시작되고 2020년 말부터는 추가적인 증설을 통해 연간 8,000pcs로 CAPA를 확대할 계획**이다. 베트남 공장은 고객사 다변화 및 글로벌 시장으로 사업을 확대하는데 긍정적일 뿐만 아니라, 인건비 등의 절감을 통해 원가 경쟁력도 확보할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 대형베어링 생산 체제를 구축함에 따라 증가하는 해상풍력 수요에 대한 대응력도 강화할 수 있을 것으로 전망된다. **미국 풍력 호황 사이클과 고객사 다변화에 대응하기 위한 CAPA 증설이 동사의 중장기 성장 모멘텀을 강화**시키고 있다.

- **2019년 예상 실적 기준 PER 9.5~10.8배 (공모가 밴드: 7,400~8,400원)**

공모희망가는 **2019년 예상실적 기준 PER 9.5~10.8배 수준**으로 국내외 풍력관련업체의 평균 PER 22.6배 대비 저평가된 것으로 판단. CAPA 증설에 따른 미래 성장성 감안 시 매력적인 공모가격이라 판단

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 26.9%인 약 254만주로 부담스럽지 않은 수준임
상장 후 KoFC-LB 2010-10 투자조합 5.3% 및 상장 3개월 후 EastBridge Asian Mid-market Opportunity Fund 25.9% 물량 출회 가능

공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	7,400 ~ 8,400원	수요예측일	2019.11.04~11.05
공모금액	176 ~ 200 억원	공모청약일	2019.11.11~11.12
공모주식수	2,380,000 주	납입일	2019.11.14
상장후 주식수	9,461,400 주	상장예정일	2019.11.21

자료: 유진투자증권

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
씨에스윈드	4,063,948	43.0
EastBrdige Fund	2,446,052	25.9
KoFC 투자조합	500,000	5.3
공모주주	2,380,000	25.2
상장주선인의무인수분	71,400	0.8
합계	9,461,400	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
씨에스윈드	4,063,948	43.0	상장 후 6개월
EastBrdige Fund	2,446,052	25.9	상장 후 3 개월
우리사주조합(공모)	334,000	3.5	상장 후 1 년
상장주선인의무인수분	71,400	0.8	상장 후 3 개월
합계	6,915,400	73.1	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 4 유통가능 주식수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
KoFC 투자조합	500,000	5.3
공모주주	2,046,000	21.6
주식수	2,546,000	26.9

자료: 투자설명서, 유진투자증권

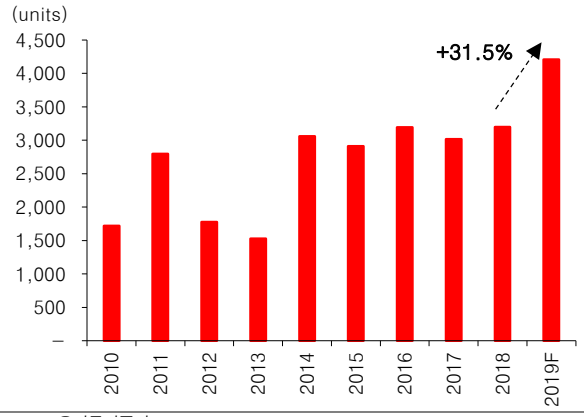
실적 전망 및 Valuation

도표 5 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**0.7**	**7.3**	**21.6**	**30.0**	**26.4**	**45.6**	**45.3**	**50.4**	**64.8**	**100.2**	**123.5**	**139.4**
YoY(%)	*263.2*	*956.5*	*196.4*	*38.9*	*-12.0*	*72.7*	*-0.7*	*11.2*	*28.6*	*54.7*	*23.3*	*12.8*
제품별 매출액												
풍력용베어링	-	-	-	-	23.1	41.6	39.3	46.8	59.8	93.4	114.1	129.5
산업용베어링	-	-	-	-	2.5	2.7	2.1	1.7	2.3	4.6	6.6	7.0
기타	-	-	-	-	0.8	1.4	3.9	1.9	2.7	2.1	2.8	2.9
제품별 비중(%)												
풍력용베어링	-	-	-	-	87.5	91.0	86.8	92.9	92.3	93.3	92.4	92.9
산업용베어링	-	-	-	-	9.5	5.9	4.6	3.4	3.5	4.6	5.4	5.0
기타	-	-	-	-	3.0	3.1	8.6	3.8	4.2	2.1	2.3	2.1
수익												
매출원가	0.5	7.2	18.0	29.5	25.3	37.8	34.7	40.7	56.4	82.3	102.2	113.6
매출총이익	0.2	0.1	3.6	0.6	1.1	7.8	10.5	9.6	8.4	17.9	21.3	25.8
판관비	1.2	1.5	1.9	2.1	2.6	3.2	4.0	4.2	5.0	7.6	9.7	10.6
영업이익	**-1.0**	**-1.4**	**1.7**	**-1.6**	**-1.4**	**4.6**	**6.6**	**5.4**	**3.4**	**10.4**	**11.5**	**15.2**
세전이익	**-5.8**	**-4.9**	**0.1**	**-3.2**	**-7.7**	**3.5**	**5.9**	**4.3**	**2.8**	**9.2**	**10.2**	**13.9**
당기순이익	**-5.8**	**-4.9**	**0.1**	**-3.2**	**-7.7**	**3.5**	**9.6**	**3.2**	**2.3**	**7.3**	**8.1**	**11.1**
이익률(%)												
매출원가율	73.9	98.2	83.2	98.2	95.7	82.9	76.7	80.9	87.1	82.1	82.8	81.5
매출총이익률	26.1	1.8	16.8	1.8	4.3	17.1	23.3	19.1	12.9	17.9	17.2	18.5
판관비율	169.6	21.0	8.7	7.1	9.8	7.0	8.8	8.4	7.7	7.5	7.9	7.6
영업이익률	-143.5	-19.2	8.0	-5.3	-5.5	10.1	14.5	10.7	5.2	10.3	9.3	10.9
세전이익률	-834.8	-67.2	0.6	-10.7	-29.3	7.7	13.0	8.5	4.4	9.2	8.2	10.0
당기순이익률	-834.8	-67.2	0.6	-10.7	-29.3	7.7	21.2	6.4	3.6	7.3	6.6	8.0

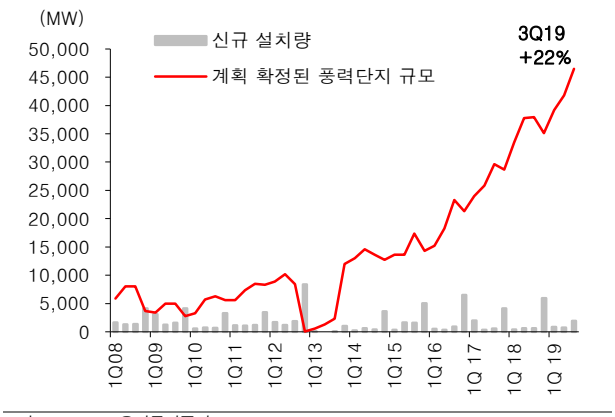
자료: 유진투자증권
주 : 별도기준

도표 6 GE 풍력터빈 수주 추이 및 전망



자료: GE, 유진투자증권

도표 7 미국 풍력 신규설치량 추이



자료: ewind, 유진투자증권

도표 8 국내 유사기업 Valuation 비교

		평균	씨에스윈드	Vestas Wind Systems	SIEMENS GAMESA	ORSTED A/S
국가			한국	덴마크	스페인	덴마크
2019-11-01			34,350	74.9	12.6	587.2
통화			KRW	DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)			593.8	16,628.2	9,610.1	36,877.1
PER(배)						
	FY17A	12.4	-	13.6	-	11.3
	FY18A	37.3	10.6	19.3	109.0	10.3
	FY19F	**22.6**	**13.3**	**20.3**	**18.2**	**38.8**
	FY20F	**17.3**	**9.4**	**16.1**	**17.3**	**26.4**
PBR(배)						
	FY17A	2.1	0.9	3.8	1.2	2.6
	FY18A	2.4	1.4	4.2	1.2	2.7
	FY19F	**2.6**	**1.7**	**4.2**	**1.4**	**3.3**
	FY20F	**2.3**	**1.5**	**3.6**	**1.3**	**2.9**
매출액(십억원)						
	FY17A		311.2	11,244.1	-	9,067.8
	FY18A		312.2	11,969.5	10,859.5	11,967.9
	FY19F		775.4	13,001.1	11,454.6	10,570.9
	FY20F		921.7	14,381.3	11,890.0	10,152.0
영업이익(십억원)						
	FY17A		-23.7	1,389.6	-	2,492.0
	FY18A		35.4	1,087.8	251.0	3,663.3
	FY19F		59.6	1,085.7	800.0	1,477.1
	FY20F		83.5	1,306.9	840.2	2,240.3
영업이익률(%)						
	FY17A		-7.6	12.4	-	27.5
	FY18A		11.3	9.1	2.3	30.6
	FY19F		7.7	8.4	7.0	14.0
	FY20F		9.1	9.1	7.1	22.1
순이익(십억원)						
	FY17A		-17.3	1,010.0	-	2,951.5
	FY18A		38.9	806.7	83.3	2,892.3
	FY19F		44.7	813.2	549.4	975.2
	FY20F		63.3	1,005.1	522.1	1,328.6
EV/EBITDA(배)						
	FY17A	9.6	-	5.0	-	14.2
	FY18A	8.0	7.9	7.1	5.0	12.2
	FY19F	**10.8**	**9.4**	**9.0**	**8.0**	**16.9**
	FY20F	**9.0**	**7.2**	**7.6**	**7.8**	**13.5**
ROE(%)						
	FY17A	19.3	-5.5	28.4	-	34.9
	FY18A	16.3	13.0	22.0	1.1	28.9
	FY19F	**11.6**	**13.9**	**21.3**	**3.1**	**8.4**
	FY20F	**15.1**	**17.0**	**23.5**	**7.1**	**12.8**

참고: 2019.11.01 종가 기준
자료: Bloomberg, 유진투자증권

풍력 터빈용 베어링 제조 전문 기업

도표 9 풍력터빈용 피치베어링, 요베어링 제조 기업



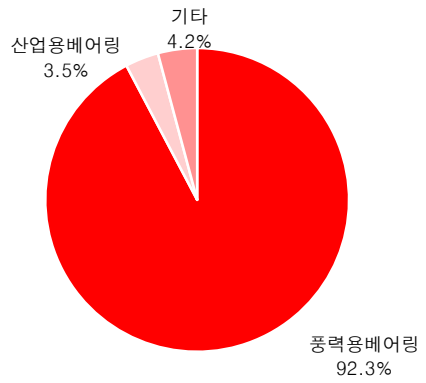
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10 주요 연혁

연도	내용
2007.11	씨에스베어링㈜ 설립 (구.삼현엔지니어링)
2010.06	현대중공업 굴삭기용 베어링 공급
2010.09	GE 1.5MW YAW & PITCH 베어링 초도품 승인
2011.05	GE 1.5MW Yaw & Pitch 베어링 양산품 초도 수주
2014.03	HITACHI 2.0MW 풍력발전기용 YAW & PITCH 베어링 초도품 승인 및 납품
2014.04	풍력발전기용 5MW 급 PITCH 베어링 국산화 과제 성공
2016.01	SIEMENS 풍력발전기용 3MW YAW RING PLQ 승인 및 초도 납품
2018.02	씨에스윈드㈜ 관계회사 편입
2018.03	씨에스베어링㈜ 사명 변경
2019.11	코스닥 상장예정(11/21)

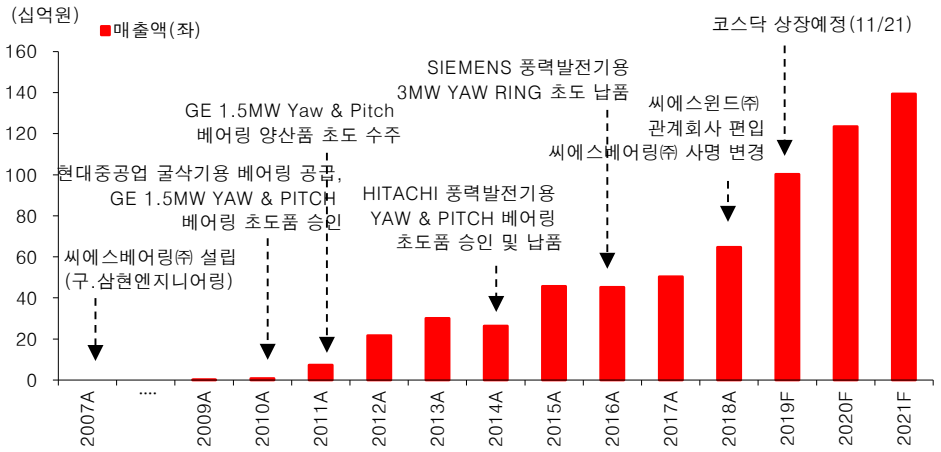
자료: 유진투자증권

도표 11 제품별 매출 비중(2018년 기준)



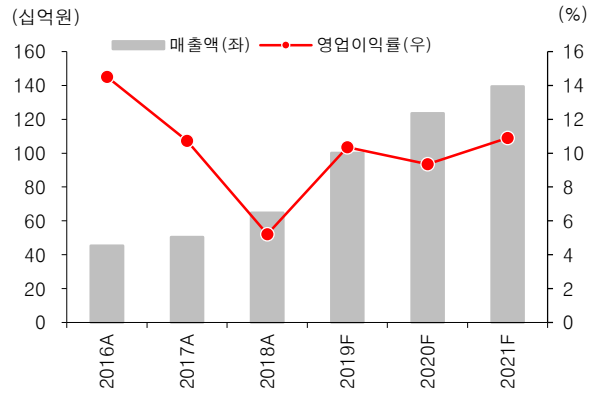
자료: 유진투자증권

도표 12 매출추이 및 회사연혁



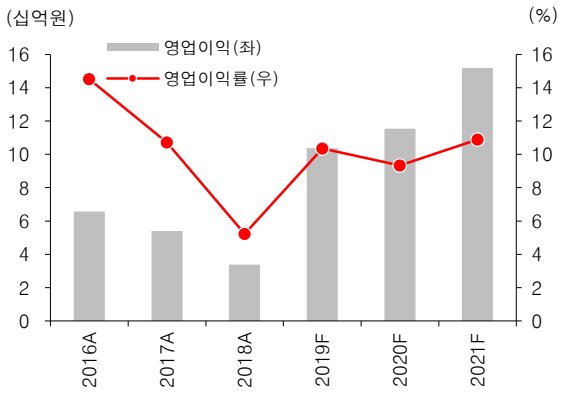
자료: 유진투자증권

도표 13 매출액 및 수익성 추이



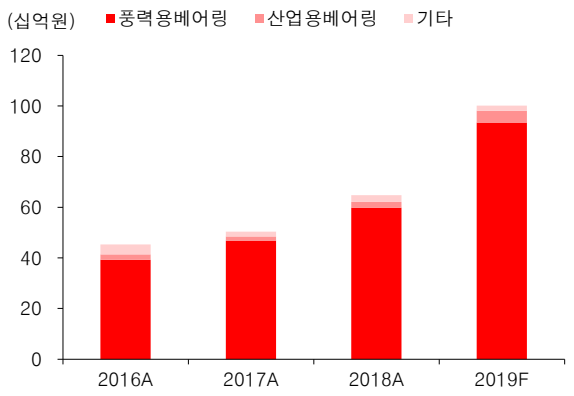
자료: 유진투자증권

도표 14 영업이익 및 영업이익률 추이



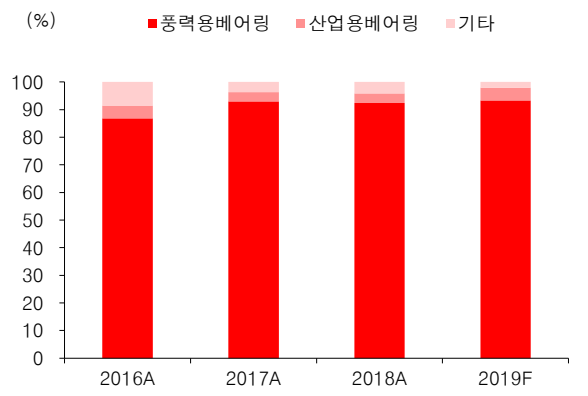
자료: 유진투자증권

도표 15 제품별 매출액 추이



자료: 유진투자증권

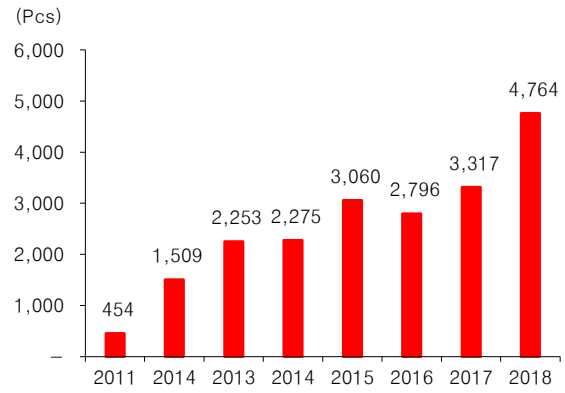
도표 16 제품별 매출 비중



자료: 유진투자증권

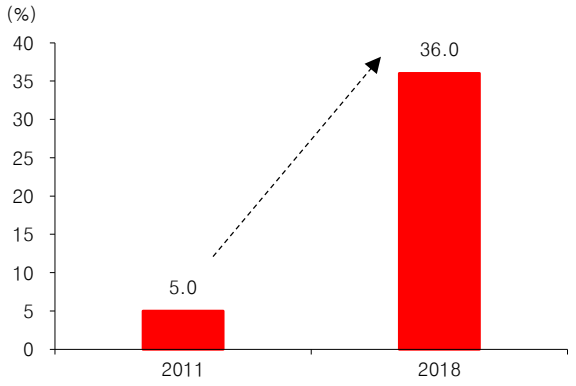
미국 업황 호조와 신규고객 확대

도표 17 GE향 풍력베어링 공급량 추이



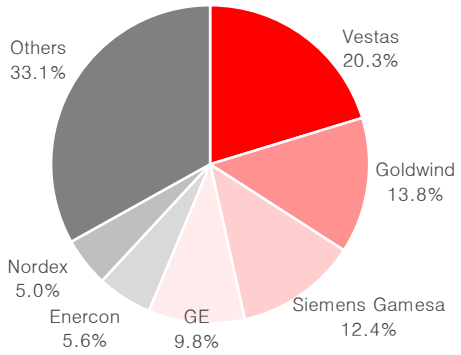
자료: 씨에스베어링, 유진투자증권

도표 18 GE내 씨에스베어링 M/S



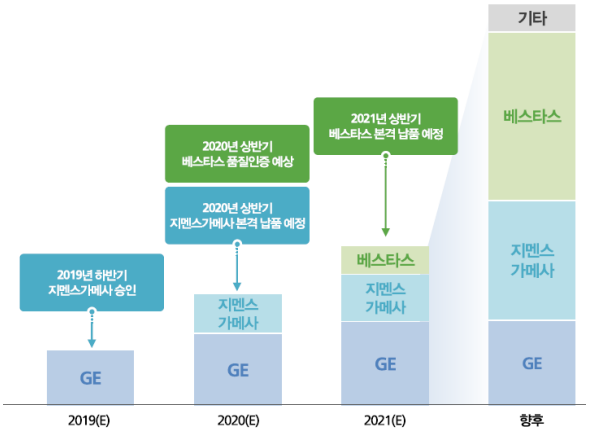
자료: 씨에스베어링, 유진투자증권
주 : 기납 및 수주 잔고 포함

도표 19 글로벌 풍력터빈 메이커 M/S



자료: ePowerBay, 유진투자증권

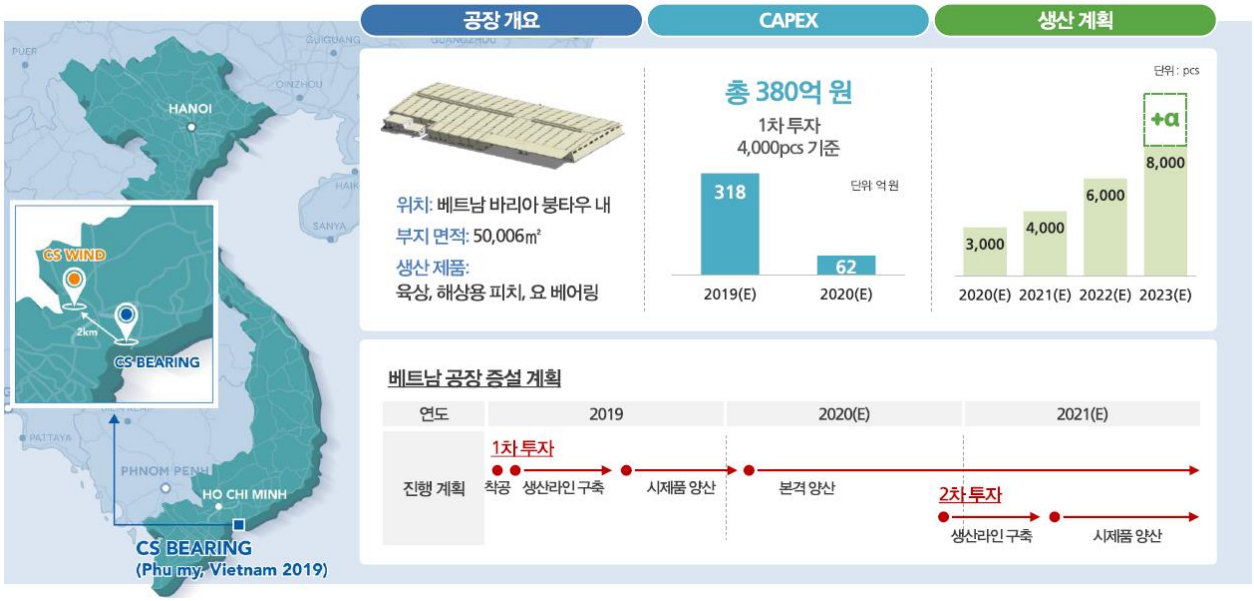
도표 20 글로벌 고객사 확대 계획



자료: 씨에스베어링, 유진투자증권

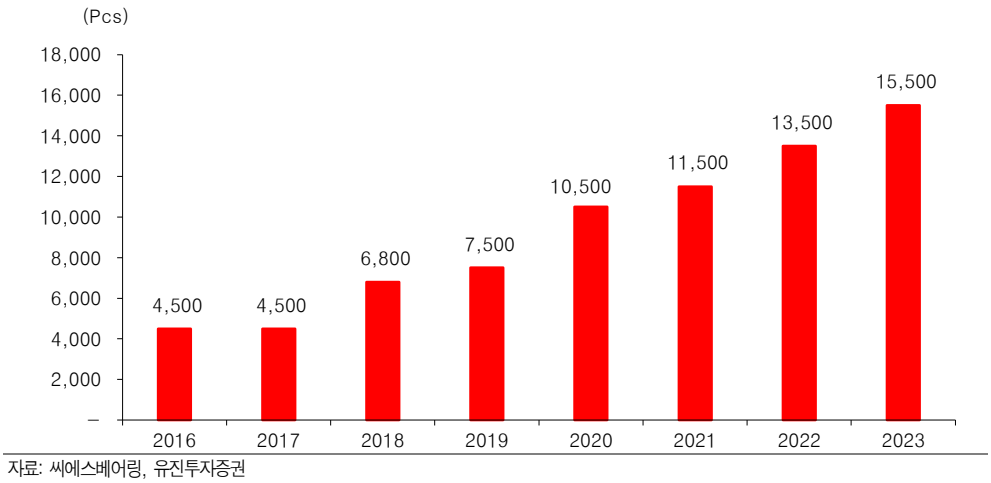
생산능력 두 배로 확대

도표 21 각 브랜드 카테고리 확대 계획



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22 연도별 생산 CAPA 전망



자료: 씨에스베어링, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간처: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.09.30 기준)