

씨아이에스
(222080.KQ)

센터장 김장열
(02-3779-3531)

투자의견 : BUY(Initiate)

목표주가 : 3,255원 / 현재주가 : 2,525원 (상승여력 +28.9%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

연 1800억 매출 가능 capa체제로 Jump!

중기 (mid-term) 잠재력을 기대하며

2차 전지 생산을 위한 전극 제조장비 업체이다. 18년 11월 탐방후 첫 노트에서 언급한 대로, 한마디로 지켜 볼만한 중소형 성장주이다. 가장 최근 이슈는 1공장 (1000평) 연간 매출 가능 1000억에 3월말 부터 가동 시작한 2공장 (2200평) 2000억 추가로 이론적 capa가 3000억 체제가 된 것이다. 현실적으로는 1공장에서 600억, 2공장에서 1200억 가능할 것으로 보인다. 합하여 1800억 범위의 연간 생산 기준 매출이 가능할 것으로 보인다. 대표이사가 4월 1일 기사로 밝힌 19년 매출 목표는 1000억이다. 1분기 중 공시 내용은 2월 19일 중국에 2억 공급 (~12월말까지) 계약과 1월 28일 중국 상하이 이스 트레이딩에 49억 공급계약 (~12월말까지)이 있다. 성장본격화에 기대감을 가지게 되는 상황전개이다.

이익모멘텀은 2Q부터

18년 12월말 수주잔고가 1564억이고 생산리드 타임이 이전보다 좀 더 길어지는 상황이다. 실제 장비 제작에 6개월이상~9개월까지 걸리기도 하고 여기에 검수 (분해/조립등)에 수개월~6개월까지 소요되는 것으로 파악된다. 비교적 수주 규모가 작은 것은 상대적으로 짧게 200억이상 큰 것은 오래걸릴 것으로 보인다. 1분기에 공시된 수주 120억 포함 19년 신규 수주는 1000억 규모 예상된다. 따라서 분기별 인식은 1Q가 가장 적고, 2Q는 증가하고 3Q, 4Q 지속 상승하는 흐름이 예상된다. 2Q부터 이익모멘텀 기대된다.

BEP 수준 매출은 훨씬 낮겠지만 고객 (2차전지)의 낮은 마진 수준/ 향후 동사의 지속확대 예상되는 수주 규모, 경쟁상황등 종합적으로 감안, 동사의 영업이익률은 BEP돌파후 레버리지 효과를 (고정비 이상, 대부분 이익 고스란히 연결) 산술적으로 기대하지는 못할 것이다. 대략 원가중 재료비 70%/ 인건비 20%/기타 10%로 추정된다. 재료비에서도 ROLL단가 인하 등 (국내=>중국으로 구매처 변경) 원가 인하요인이 있을 수 있지만 현재는 판가하락 압력 자체를 전부 흡수하기는 힘들 것이다. 인건비도 2공장 양산 Ramp-up이 일단락될 때까지는 상승 요인이다. 따라서, 19년 1000억 매출 규모라면 아마도 10% 전후수준이 되지 않을까하는 추론이다. 동사는 국내/중국 중심에서 유럽시장을 보다 적극적으로 공략 중이다. 신규 고객 확충이 현실화될 수록 마진율 상승에도 도움이 될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	26.1	-4.8	-8.8	-7.5	-152	적전	-4.4	-11.2	-16.6	2.0	-18.4
2018	43.6	-12.1	-10.5	-8.4	-156	적지	-11.7	-14.9	-12.2	3.3	-19.9
2019E	100.0	10.0	8.5	7.0	132	흑전	10.6	19.2	2.2	3.0	17.1

자료 : 씨아이에스, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

<목표주가 (1차) 3,255원~ (장기) 4000원 이상도?>

19년 매출 1000억, OPM 10%가정, 순이익 70억 추산 기준 현주가는 PER 20배이다. 일반적인 장비업체로 적용하면 낮다고 말하기 어렵고 소재업체와 비교하면 낮은 수준이다. 동사의 Capa 증가/고객 확대 잠재력을 고성장주 배수로 연결시킨다면 19년 매출 1000억 가시화시, 빠르게 2000년 성장세를 감안한 2000년 실적 밸류에이션으로 옮겨갈 가능성이 높다. 일단은, 현 capa 기준 매출규모 최대치 1800억에 OPM 11%를 가정하면 139억의 순이익 추정까지를 상상해본다. 이 경우 PER 18배 적용시(중기 고성장성 감안, 단 소재업종 보다는 낮은 배수), 2502억이 가능하게 되고 (현 시총 대비 ~72% 잠재 상승여력) 목표주가로는 4,350원이 추산가능하다.

하지만, 이 capa 기준 매출 최대치의 실제 가능 시점은 20~22년 언제일지 현재로서는 다소 이르다 (방향성은 맞다) 따라서, 현 시점에서는 19년 순이익 70억~현 capa기준 매출최대치로 순이익 139억 사이의 적정 추정치를 잡는 것이 현실적 목표주가일 것이다. 단순히 평균값을 취하면 순이익 104억*18배=1872억 목표 시총이 추산되고 목표주가로는 3,255원이 된다. 우리는 이것을 1차 목표주가로 BUY투자 의견을 제시한다. 다른 변수 (주요고객사의 2차전지 수요 성장 둔화/ 자금 조달 등)가 지나치게 크지만 않으면 중기 (mid-term) 성장 모멘텀 기대를 지속유지할 수 있을 것이다.

<Reality check: 자금 조달>

3,255원 (1차)~4,350원 (장기) 범위 목표로 가능 과정의 가장 큰 변수는 주요 고객층의 수요 성장의 (급작스러운) 둔화또는 주문 변동성이다. 그 다음은 동사의 자금 조달 이슈 가능성이다. 18년말 수주잔고 1564억 잔고를 기준으로, 약 70%를 재료비로 가정시 1095억의 현금이 필요할 것이다. 통상 고객으로부터 30%(456억) 선금을 받기에 600억 대 운전자금이 필요하게 된다. 12월말 기준 현금성자산 약 50억, 유동자산-유동부채 (선수금 제외)=500억으로 추정된다. 18년 7월 발행한 CB 100억원은 19년 7월 25일부터 전환청구 기간에 들어가는 데 (3.87백만주, 전환가 2586원) 전부 전환된다고 가정하면, 대규모 Capex가 없는 한 당분간은 추가 자금조달 가능성은 낮아보인다. 변수는 19년 신규 수주가 빠르게 증가하면 오히려 자금조달 필요성이 높아질 것으로 예상된다는 점인데 이 점을 잠재 리스크로 보는 투자자도 있을 수 있다 하지만 성장 가시성을 확보한 상태의 투자자금 조달이라면 성장궤도/펀더멘탈에 근본적 변함은 없을 것으로 예상된다.

<Reality Check: 인력 수급/ 중국향 매출 대손처리 등>

18년말 100명=> 19년 4월 120명=> 연말까지 150명선정도까지는 증가가 예상된다. 100여명의 인력이었을때 전체원가의 20%선이 인건비였다는 점에서 향후 인건비 증가가 예상된다. 생산 capa증가 속도와 비례적으로 늘지는 않겠지만, 현재 본사/공장 지리적 여건 (대구)이 필요 인력 충원에 제약 요인이 되지 않을지도 더 지켜봐야겠다. 당분간은 이슈는 아닌 듯하지만, 한국의 핵심 장비 기술 인력에 대한 해외 (잠재)경쟁사의 손길이 구체적으로 진행되는 상황인 것으로 파악된다. 장비시장 규모가 폭발적으로 증가시, 적정/적시 인력 확보여부 또한 지속적으로 monitor할 사항이다. 한편, 17년 중국매출의 상당부분이 18년 대손처리 (102억)되었다. 19년 일부 아직 남아있는 변수이지만 그 규모는 제한적일 것으로 예상된다.

<회사 개요>

2002년 설립. 14년 코넥스 상장. 17년 1월 코스닥 상장. 리튬 2차 전지 생산을 위한 전극 제조 장비 업체. Coater 머신, Calendar 머신, 테이프 라미네이터 등. Slitting 공정에는 불량부품을 식별 가능한 라베렐레 대한 특허 보유. 국내 대기업과 공동 기술 개발로 국산화 성공. LG화학, 삼성SDI의 디스플레이 관련 필름 가공설비 부문 설비제작의 핵심인 다층 필름을 장력에 의한 내부 파열, 인장, 벗겨짐 등을 방지할 수 있는 미세 장력 제어 기술 보유. 매출구성은 (18년) Coater 31.9%, Calendar (Roll press) 31.6%, Slitter 23%, 테이프 라미네이터 7.6%, 기타 6%

<제품 설명>

-Coater

활물질, 바인더, 도전재등의 혼합슬러리를 일정 두께로 도포,건조. Coating 공정에서 기존 열풍 방식의 건조시스템의 틀에서 벗어나 과열증기를 이용한 건조방식의 coater 개발로 2배의 생산성 높아짐. 경쟁사는 국내 에이프로, 피엔티 등 소수,일본은 Hirano, Toray Engineering.

-Calendar (Roll press)

전극제조공정 중 가장 높은 기술력 필요. 압력을 가해 극판의 밀도를 치밀화함. 2009년 기준 일본 제품 전량 수입을 최초로 국산화. 일본의 ONE, Hitachi

-Slitter

슬리팅이란 롤 상태로 감겨져 있는 극판 위단을 원하는 폭의 reel로 절단. 검사후 불량부분에 향후 식별할 수 있는 라벨을 붙이는 라벨러에 대한 특허 보유. 일본의 니시무라, 국내 마스타, 피엔티등 경쟁사.

-테이프 라미네이터

리튬 2차 전지의 안정성 확보하는 설비. 원통형 공정에만 적용되는 설비로 간헐적으로 코팅된 전극의 시작 선단및 끝 선단에 테이프를 붙여주는 공정. 일본 OCI, 한국의 피엔티와 경쟁.

Stock Data

KOSDAQ(4/12)	767.9pt
시가총액	1,354 억원
발행주식수	53,625 천주
액면가	100 원
52 주 최고가 / 최저가	3,360/1,760 원
90 일 일평균거래대금	10 억원
외국인 지분율	2.0%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	837 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	2.6	5.2	-3.8	3.3
상대수익률	0.5	3.5	-8.8	16.2

주주구성

김수하 (외 3 인)	25.9%
엘비인베스트먼트 (외 1 인)	10.6%
씨아이에스 자사주	0.6%

Stock Price



씨아이에스 목표주가 추이		투자의견 변동내역																	
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자의견</th> <th rowspan="2">목표가격</th> <th rowspan="2">목표가격 대상 시</th> <th colspan="2">괴리율</th> </tr> <tr> <th>평균주가대비</th> <th>최고(최저)주가대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019.04.15</td> <td>Buy(Initiate)</td> <td>3,255원</td> <td>1년</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>				일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시	괴리율		평균주가대비	최고(최저)주가대비	2019.04.15	Buy(Initiate)	3,255원	1년	-	-
일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시	괴리율															
				평균주가대비	최고(최저)주가대비														
2019.04.15	Buy(Initiate)	3,255원	1년	-	-														

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.3%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	0.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0%	
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	47.8%	
		합계		100.0%	