

# SK COMPANY Analysis



## SK 중소성장기업분석팀



Analyst  
**박찬술**

rightsearch@sksec.co.kr  
02-3773-9955

### Company Data

자본금	47 억원
발행주식수	958 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,520 억원
주요주주	
씨에스윈드	42.95%
EastBridge Asian Mid-market Opportunity Fund, LP.	25.85%
외국인지분률	11.50%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(20/10/30)	26,300 원
KOSDAQ	792.65 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	34,400 원
52주 최저가	3,345 원
60일 평균 거래대금	205 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한  
자본시장 혁신 방안』의  
일환으로 작성된 보고서입니다.

## 씨에스베어링 (297090/KQ | Not Rated)

### 그린 정책은 씨에스베어링의 성장 동력

- 풍력터빈 업체 씨에스윈드 자회사로, 국내 대표 풍력 베어링 업체
- GE 사에 2011 년 이후 2 만개 베어링 납품, GE 내 M/S 40%대로 확대
- 글로벌 고객사 지멘스 가메사에도 육상용 베어링 납품 중이며, 해상용도 공급 확대 예정
- 국내 함안 공장의 연간 베어링 CAPA 는 7,500 개, 베트남 공장은 현재 4,000 개
- 베트남 공장 CAPA 는 단계적으로 2022 년 6,000 개, 2023 년 8,000 개까지 증가할 것
- 해상용 베어링 납품 확대 위해 설비 투자 중, 베어링 대형화로 ASP 상승 보일 것

### 국내 풍력 베어링 대표업체

씨에스베어링은 풍력터빈 베어링 전문 업체다. 풍력타워와 나셀을 연결하는 요 베어링, 블레이드와 허브를 연결하는 피치 베어링을 생산한다. 2019 년 매출 비중은 98%가 베어링 관련 매출로, 풍력 베어링에 특화된 업체다. 2020 년 고객사 매출 비중은 GE 95%, 지멘스 가메사 3%, 두산중공업 2% 수준이 예상된다. 고객사와 설계 도면을 사전에 협의하기 때문에 약 1 년 이후 실적을 대략적으로 가능할 수 있다. GE 에 베어링 납품을 시작하면서 지속적인 성장을 보여 왔는데, 2011 년 공급 개시 이후 2 만개 가량의 베어링을 납품한 이력이 있어 GE 의 최대 베어링 공급사로 볼 수 있다. GE 의 점유율은 2019 년 37%에서 2020 년 40%대로 증가할 것으로 추정된다.

### 미국과 유럽의 친환경 정책은 씨에스베어링에게 매우 긍정적

코로나 19 로 타격 받은 경기 회복을 위해 유럽과 미국은 친환경 부양책에 힘을 쏟고 있다. 기존에도 성장하고 있던 풍력 시장이 더 빠르게 성장할 수 있는 기회다. 유럽의 경우 세부 투자 안이 나오고, 미국은 대선 이후 상황이 조금 더 명확해 지겠지만, 전체적인 시장 방향은 코로나 19 로 무너진 경제를 친환경 에너지 산업 투자 등을 통해 재건하는 것이다. 씨에스베어링은 국내 정책 드라이브도 뒷받침 해주고 있는 것은 물론, 두 대륙에서 진행될 친환경 투자로 더 빠르게 성장할 것이 분명하다. 주요 고객사 GE 의 12MW 급 초대형 해상 터빈인 '할리아드 X' 본격 출시를 위해 3Q20 개발 착수에 들어갔고, 3Q21 에 해상용 전용 선반 등 설비까지 완비될 것이다. 미국 풍력 시장과 함께 동반 성장할 준비를 하고 있다. 유럽의 경우 신규 고객사인 지멘스 가메사 납품 물량이 점차 증가할 예정이다. 육상용과 해상용 베어링 모두 내년부터 약 200 억원 규모의 매출이 인식되고 검증단계를 거쳐 2022~2023 년에 납품 물량이 크게 확대될 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

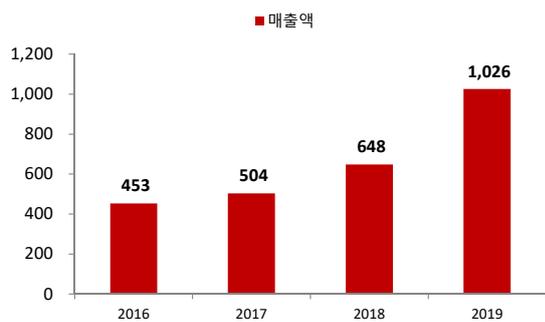
구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	264	456	453	504	648	1,026
yoy	%	-12.0	72.8	N/A(IFRS)	11.2	28.6	58.4
영업이익	억원	-14	46	66	54	34	103
yoy	%	적지	흑전	N/A(IFRS)	-17.8	-37.5	204.1
EBITDA	억원	7	68	83	72	52	126
세전이익	억원	-77	35	59	43	28	82
순이익(지배주주)	억원	-77	35	96	32	23	61
영업이익률%	%	-5.5	10.1	14.5	10.7	5.2	10.0
EBITDA%	%	2.6	14.8	18.4	14.2	8.1	12.3
순이익률	%	-29.3	7.7	21.2	6.4	3.6	5.9
EPS	원	-1,132	516	1,406	473	300	748
PER	배						11.4
PBR	배						1.8
EV/EBITDA	배	43.8	3.5	3.2	2.5	2.8	8.2
ROE	%	-84.3	49.9	N/A(IFRS)	17.8	9.5	16.7
순차입금	억원	295	234	265	179	145	228
부채비율	%	723.0	437.8	271.1	131.4	120.6	138.7

### 씨에스베어링의 투자 계획

코로나 19로 변화된 시장 환경에 맞춰 씨에스베어링도 투자를 진행하고 있다. 기존 베어링 CAPA는 국내 함안 공장 7,500개, 베트남 4,000개이다. 코로나 19로 비즈니스 속도가 느렸던 1H20에는 마진율이 우세한 베트남 공장 위주로 생산을 했다. 향후 유럽과 미국 시장을 겨냥한 해상용 베어링 관련 설비 투자도 베트남에서 본격 진행 중이다. 육상용 대비 베어링의 직경이 약 2배가 크고, 전용 선반과 장비가 필요하다. 현재는 수요를 파악하면서 베트남에서 생산할 육상용과 해상용의 베어링의 비중을 결정하는 단계다. ASP가 육상용 대비 3~4배 높은 해상용 베어링의 비중이 높게 결정된다면, 상당한 실적 성장을 단기간에도 보여줄 것으로 생각한다. 베트남 공장 설비 증설을 하여 2023년에는 베트남에서만 약 8,000개 베어링을 생산할 것으로 전망한다.

씨에스베어링 매출액 추이

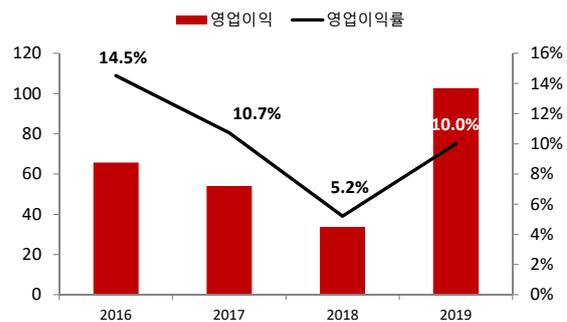
(단위: 억원)



자료: 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 영업이익 및 영업이익률

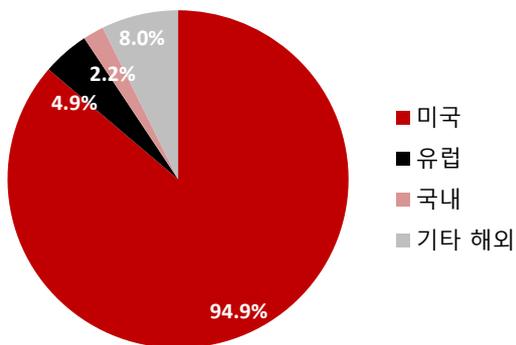
(단위: 억원 %)



자료: 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 2019년 지역별 매출비중

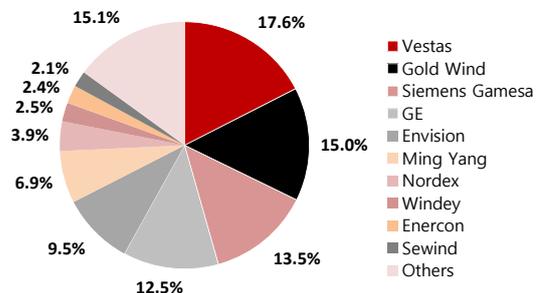
(단위: %)



자료: 씨에스베어링, SK 증권

글로벌 풍력터빈 제조사 M/S

(단위: %)



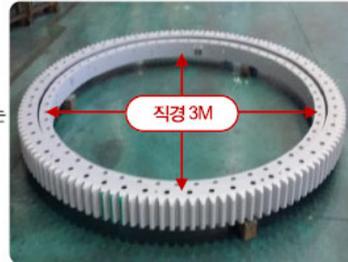
자료: 씨에스베어링, SK 증권  
주: M/S는 2019년 연간 기준

씨에스베어링 육상용 피치, 요 베어링 모습



**피치 베어링**

블레이드와 로터를 연결해주는 부품으로 바람의 세기에 따라 날개의 경사각을 조절



**요 베어링**

타워와 나셀을 연결 및 지지하는 부품으로 풍력 로터축을 항상 바람이 불어오는 방향에 맞게 제어

자료 : 씨에스베어링, SK 증권

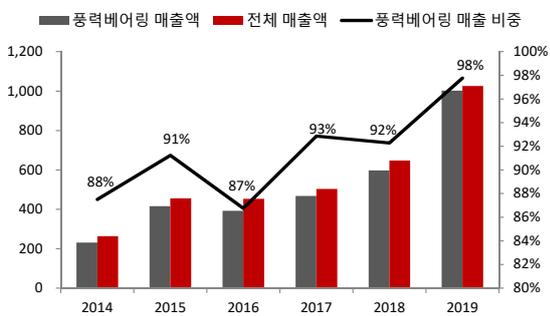
GE '할리아드 X' 풍력터빈 모습



자료 : GE, SK 증권

풍력베어링 매출 비중 추이

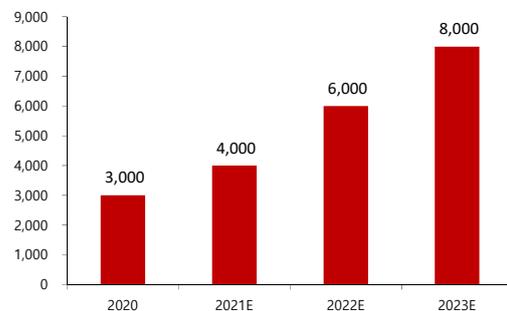
(단위: 억원, %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

베트남 베어링 공장 예상 실적 CAPA

(단위: 개)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

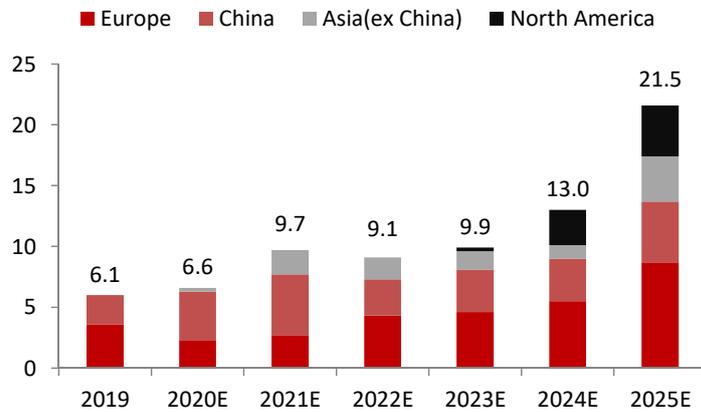
씨에스베어링 베트남 공장 투자 계획

연도	2019	2020E	2021E	2022E
진행 계획	1) 1차 투자			
	생산라인 구축	시제품 양산	본격 양산	
	2) 해상풍력 베어링 투자			
		생산라인 구축	신제품 양산	본격 양산
		3) 2차 투자		
		생산라인 증설		

자료 : 씨에스베어링, SK 증권

글로벌 해상풍력 신규 설치 규모

(단위 : GW)



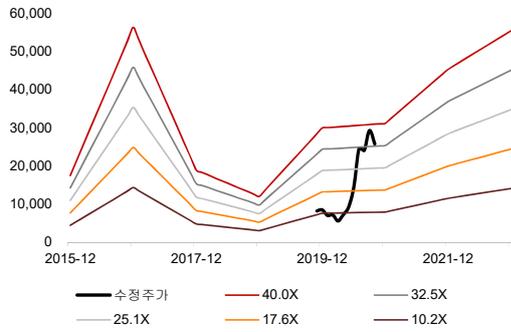
자료 : GWEC Market Intelligence(2020년 6월), SK 증권

유럽 그린딜 발표 관련 내용

일자	내용
2019년 12월 11일	European Green Deal 발표
2020년 1월 14일	European Green Deal Investment Plan, Just Transition Mechanism 발표
2020년 3월 4일	European Climate Law 제시, European Climate Pact 관련 사회적 논의
2020년 3월 10일	European Industrial Strategy 채택
2020년 3월 11일	Circular Economy Action Plan 제시
2020년 5월 20일	'Farm to fork strategy' 발표
2020년 5월 20일	EU Biodiversity Strategy for 2030 발표
2020년 7월 8일	EU strategies for energy system integration and hydrogen 채택
2020년 9월 17일	2030 Climate Target Plan 발표

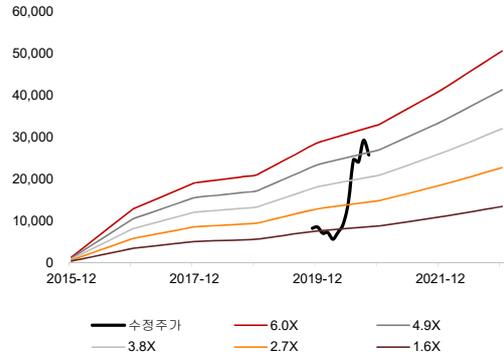
자료 : European Commission, SK 증권

씨에스베어링 P/E BAND Chart (단위: 배)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 P/B BAND Chart (단위: 배)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.30	Not Rated				
2020.10.08	Not Rated				



**Compliance Notice**

- 작성자(박찬술)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 10월 27일 기준)**

매수	83.7%	중립	16.3%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>유동자산</b>	153	194	164	265	495
현금및현금성자산	40	10	28	43	125
매출채권및기타채권	46	72	31	78	208
재고자산	57	90	86	114	129
<b>비유동자산</b>	323	348	339	346	585
장기금융자산	0	1	4	7	
유형자산	321	308	305	311	573
무형자산	1	0	2	3	2
<b>자산총계</b>	475	542	503	611	1,080
<b>유동부채</b>	370	362	253	303	535
단기금융부채	265	263	196	178	280
매입채무 및 기타채무	99	91	48	113	202
단기충당부채		1	0	0	0
<b>비유동부채</b>	17	34	32	32	93
장기금융부채	9	21	23	19	73
장기매입채무 및 기타채무				0	1
장기충당부채					0
<b>부채총계</b>	387	396	285	334	628
<b>지배주주지분</b>	88	146	217	277	452
자본금	34	30	34	40	47
자본잉여금	294	273	307	341	455
기타자본구성요소	-60	-60	-60	-60	-60
자기주식					
이익잉여금	-179	-95	-63	-40	21
<b>비지배주주지분</b>					
<b>자본총계</b>	88	146	217	277	452
<b>부채외자본총계</b>	475	542	503	611	1,080

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>영업활동현금흐름</b>	73	9	65	23	85
당기순이익(손실)	35	96	32	23	61
비현금성항목등	26	-7	38	38	72
유형자산감가상각비	21	17	17	18	23
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	4	-25	21	19	49
운전자본감소(증가)	13	-70	2	-32	-40
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-13	-26	41	-49	-136
재고자산감소(증가)	-9	-33	4	-28	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	39	-7	-41	64	131
기타	-31	-55	80	-116	-291
법인세납부					
<b>투자활동현금흐름</b>	-11	-13	-18	-25	-235
금융자산감소(증가)	4	-10	-4	-3	18
유형자산감소(증가)	-15	-4	-14	-22	-250
무형자산감소(증가)	0		-1	-2	1
기타	3	5	2	7	7
<b>재무활동현금흐름</b>	-40	-27	-28	18	236
단기금융부채증가(감소)	-43	-44	-34	-22	96
장기금융부채증가(감소)	3	18	5		52
자본의증가(감소)				39	122
배당금의 지급					
기타	0				33
현금의 증가(감소)	22	-30	18	15	82
기초현금	18	40	10	28	43
기말현금	40	10	28	43	125
FCF	69	N/A(IFRS)	52	-3	-211

자료 : 씨에스베어링, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>매출액</b>	456	453	504	648	1,026
<b>매출원가</b>	378	347	407	564	843
<b>매출총이익</b>	78	105	96	84	183
매출총이익률 (%)	17.1	23.3	19.1	12.9	17.8
<b>판매비와관리비</b>	32	40	42	50	80
<b>영업이익</b>	46	66	54	34	103
영업이익률 (%)	10.1	14.5	10.7	5.2	10.0
<b>비영업손익</b>	-11	-7	-11	-5	-21
순금융비용	12	10	8	7	9
외환관련손익	1	1	-6	2	-3
관계기업투자등 관련손익					
<b>세전계속사업이익</b>	35	59	43	28	82
세전계속사업이익률 (%)	7.7	13.0	8.5	4.4	8.0
<b>계속사업법인세</b>		-37	10	5	21
<b>계속사업이익</b>	35	96	32	23	61
<b>중단사업이익</b>					
<b>*법인세효과</b>					
<b>당기순이익</b>	35	96	32	23	61
순이익률 (%)	7.7	21.2	6.4	3.6	5.9
지배주주	35	96	32	23	61
지배주주귀속 순이익률(%)	7.74	21.24	6.42	3.61	5.94
비지배주주					
총포괄이익	35	96	33	21	53
지배주주	35	96	33	21	53
비지배주주					
<b>EBITDA</b>	68	83	72	52	126

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	72.8	N/A(IFRS)	11.2	28.6	58.4
영업이익	흑전	N/A(IFRS)	-17.8	-37.5	204.1
세전계속사업이익	흑전	N/A(IFRS)	-27.2	-34.0	189.2
EBITDA	903.1	N/A(IFRS)	-14.0	-26.9	140.6
EPS(계속사업)	흑전	N/A(IFRS)	-66.4	-36.5	149.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	49.9	N/A(IFRS)	17.8	9.5	16.7
ROA	7.7	N/A(IFRS)	6.2	4.2	7.2
EBITDA마진	14.8	18.4	14.2	8.1	12.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	41.3	53.5	64.5	87.7	92.4
부채비율	437.8	271.1	131.4	120.6	138.7
순차입금/자기자본	264.8	181.2	82.3	52.2	50.4
EBITDA/이자비용(배)	5.3	8.0	9.4	7.7	14.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	516	1,406	473	300	748
BPS	1,292	2,135	3,175	3,481	4,781
CFPS	828	1,662	729	539	1,032
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)					12.9
PER(최저)					10.2
PBR(최고)					2.0
PBR(최저)					1.6
PCR					8.2
EV/EBITDA(최고)	3.6	3.3	2.6	3.0	9.2
EV/EBITDA(최저)	3.6	3.3	2.6	3.0	7.7