

# 씨에스베어링 (297090)

한경래 kyungrae.han@daishin.com  
이새롬 saerom.lee@daishin.com

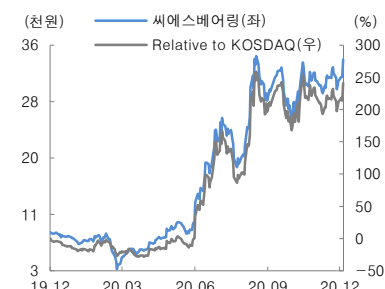
투자 의견 BUY  
매수, 유지  
6개월 목표주가 44,000  
유지

현재주가 33,900  
(20,12,30)

스몰캡

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| KOSDAQ      | 968.42             |
| 시가총액        | 3253억원             |
| 시가총액비중      | 0.09%              |
| 자본금(보통주)    | 534억원              |
| 52주 최고/최저   | 34,400원 / 3,345원   |
| 120일 평균거래대금 | 185억원              |
| 외국인지분율      | 6.69%              |
| 주요주주        | 씨에스원드 외 1 인 49.56% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 12.6 | 15.9 | 137.1 | 299.3 |
| 상대수익률    | 3.1  | 1.5  | 80.7  | 176.2 |



## 2021년 성장의 원년

### 투자의견 매수, 목표주가 44,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 44,000원 유지. 목표주가는 2022년 예상 EPS 1,582원에 Target PER 28배 적용
- 1) 베트남 법인 가동률 증가세, 2) 신규 고객사 확대, 3) 2021년 하반기 해상 풍력 신규 매출 기대. 풍력 업종 내 다수의 개별 모멘텀 보유한 만큼 2021년 지속적인 주가 우상향 기대

### 4Q20 영업이익 31억원(+66% QoQ) 전망

- 4Q20 매출액 298억원(+21% QoQ), 영업이익 31억원(+66.4% QoQ) 전망
- 3분기 다소 미진했던 주주 납기 4분기 이후 개선 흐름
- 베트남 법인 8월 가동 이후 가동률 증가, 2021년 연간 Capa 4,000대 예정
- 외형 확대, 베트남 신규 매출 반영으로 4Q20 영업이익률 10.4%로 전분기 대비 2.8%p 개선 기대

### 북미 풍력 시장 GE 점유율 강화, 신규 고객사 확대 등 다수 모멘텀 보유

- 바이든의 신재생 에너지 정책 기대감 고조, 풍력 시장 대규모 투자 기대
- 주요 고객사인 GE는 바이든의 미국 기업 우호적 정책에 힘입어 미국 풍력 시장 40% 높은 점유율 유지할 전망
- 글로벌 터빈사들의 원가 경쟁력 저하 아시아 업체 부품 소싱 확대에 따라 GE 내 베어링 벤더 점유율 상승세(2019 37% → 2020F 40% → 2021F 45%), GE의 점유율 강화는 씨에스베어링에게 확실한 수혜
- 2021년 지멘스 가메시향 신규 매출 기대. 지멘스 가메사와 8메가, 10메가 해상 풍력용 베어링 테스트 진행 중
- 지멘스 가메사 해상 풍력 시장 40% 점유하며 선점 해상 풍력용 베어링 육상 대비 4~5배 가격이 높기 때문에 매출 반영 시 이익률 개선 가능
- 베트남 법인 2021년 하반기 해상 풍력 베어링 생산 가능할 전망
- 2021년 베트남 법인 가동률 증가, 지멘스로의 신규 매출, 2022년 베스타스 신규 매출 기대, 해상 풍력 베어링 매출 가세로 모멘텀 지속될 예정

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 65    | 103   | 103   | 141   | 178   |
| 영업이익    | 3     | 10    | 10    | 17    | 23    |
| 세전순이익   | 3     | 8     | 8     | 15    | 20    |
| 총당기순이익  | 2     | 6     | 6     | 12    | 16    |
| 자배지분순이익 | 2     | 6     | 6     | 12    | 16    |
| EPS     | 300   | 747   | 651   | 1,211 | 1,582 |
| PER     | 0.0   | 11.4  | 52.1  | 28.0  | 21.4  |
| BPS     | 3,554 | 5,545 | 5,142 | 7,405 | 5,946 |
| PBR     | 0.0   | 1.5   | 6.6   | 4.6   | 5.7   |
| ROE     | 16.9  | 16.7  | 13.2  | 19.5  | 24.3  |

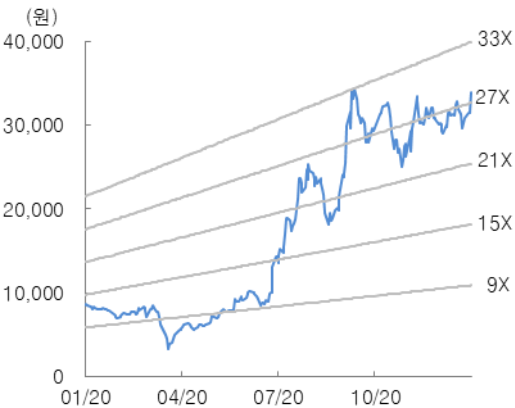
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 씨에스베어링, 대신증권 Research Center

씨에스베어링 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

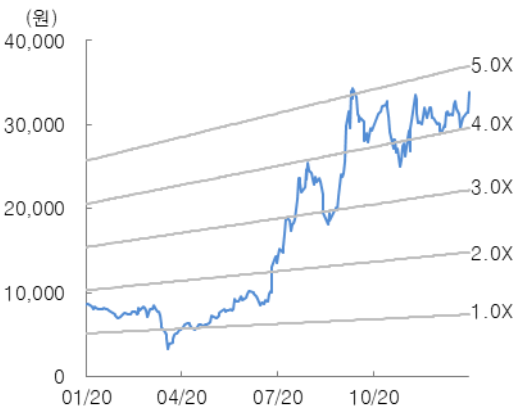
| 비교                                             |        |                         |
|------------------------------------------------|--------|-------------------------|
| EPS                                            | 1,582  | 2022년 예상 EPS            |
| Target PER                                     | 28     | 글로벌 피어 평균 31배 대비 10% 할인 |
| 목표주가                                           | 44,000 |                         |
| 현재주가                                           | 33,900 |                         |
| 상승여력(%)                                        | 29.8   |                         |
| 주: 2022년 예상 실적 반영하는 만큼 글로벌 피어 평균 31배 대비 10% 할인 |        |                         |
| 자료: 씨에스베어링, 대신증권 Research Center               |        |                         |

12MF PER 밴드



자료: 씨에스베어링, Quantwise, 대신증권 Research Center

12MF PBR 밴드



자료: 씨에스베어링, Quantwise, 대신증권 Research Center

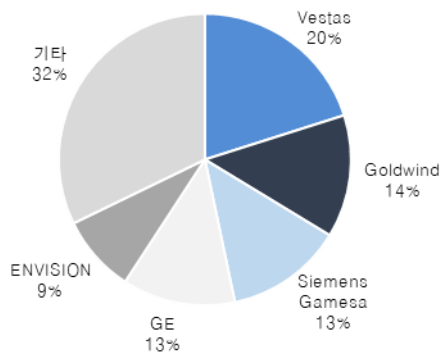
씨에스베어링 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)

|         | 2017  | 2018  | 2019  | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 50.4  | 64.8  | 102.6 | 103.2 | 141.4 | 177.9 |
| 영업이익    | 5.4   | 3.4   | 10.3  | 10.2  | 16.6  | 22.8  |
| 당기순이익   | 3.2   | 2.3   | 6.1   | 6.2   | 11.8  | 16.2  |
| YoY 증감률 |       |       |       |       |       |       |
| 매출액     | 11.2  | 28.6  | 58.4  | 0.6   | 37.1  | 25.8  |
| 영업이익    | -17.8 | -37.5 | 204.1 | -0.3  | 61.6  | 38.0  |
| 당기순이익   | -66.4 | -27.6 | 160.7 | 1.6   | 90.9  | 36.6  |
| 영업이익률   | 10.7  | 5.2   | 10.0  | 9.9   | 11.7  | 12.8  |
| 당기순이익률  | 6.4   | 3.6   | 5.9   | 6.0   | 8.4   | 9.1   |

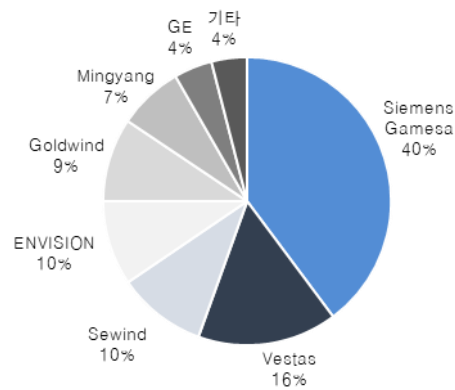
자료: 대신증권 Research Center

육상 풍력 터빈 시장 점유율



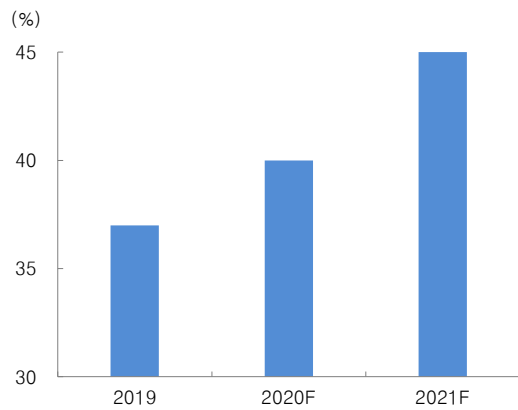
자료: GWEC, 대신증권 Research Center

해상 풍력 터빈 시장 점유율



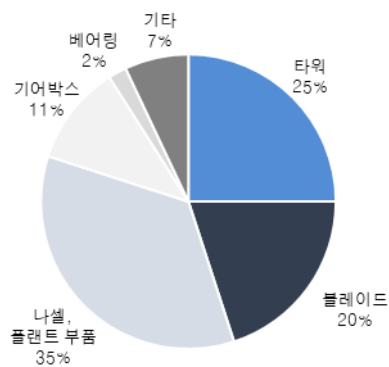
자료: GWEC, 대신증권 Research Center

GE 내 점유율 전망



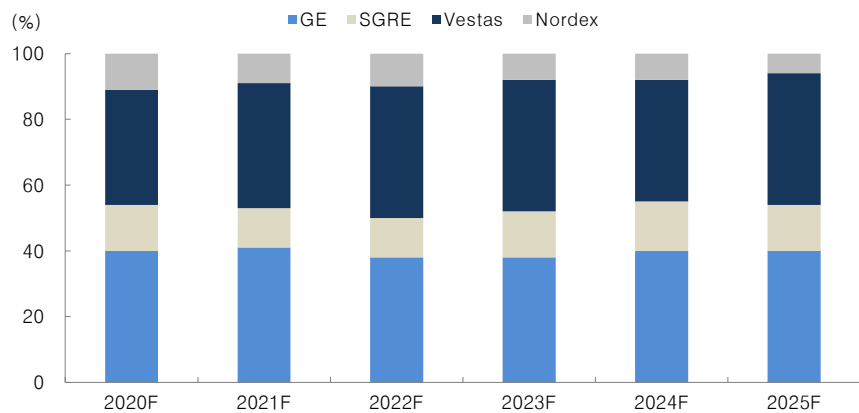
자료: 씨에스베어링, 대신증권 Research Center

풍력 터빈 내 부품 비중



자료: windpowerengineering, 대신증권 Research Center

미국 육상 풍력 시장 점유율 전망



자료: Wood Mackenzie, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

|             | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 65    | 103   | 103   | 141   | 178   |
| 매출원가        | 56    | 84    | 86    | 116   | 145   |
| 매출총이익       | 8     | 18    | 18    | 25    | 33    |
| 판매비와관리비     | 5     | 8     | 7     | 9     | 10    |
| 영업이익        | 3     | 10    | 10    | 17    | 23    |
| 영업외수익       | 52    | 100   | 99    | 11.7  | 128   |
| EBITDA      | 5     | 13    | 13    | 20    | 27    |
| 영업외손익       | -1    | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 관계기업손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 1     | 2     | 4     | 4     | 4     |
| 외환평가이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융비용        | -1    | -3    | -6    | -6    | -7    |
| 외환평가손실      | 0     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 기타          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 법인세비용차감전순이익 | 3     | 8     | 8     | 15    | 20    |
| 법인세비용       | 0     | -2    | -2    | -3    | -4    |
| 계속사업순이익     | 2     | 6     | 6     | 12    | 16    |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 2     | 6     | 6     | 12    | 16    |
| 당기순이익률      | 3.6   | 5.9   | 6.0   | 8.4   | 9.1   |
| 비재배분순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 재배분순이익      | 2     | 6     | 6     | 12    | 16    |
| 마이너스금융자산평가  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 가치포괄이익      | 0     | 0     | 0     | -1    | -2    |
| 포괄순이익       | 2     | 5     | 4     | 5     | -5    |
| 비재배분포괄이익    | 0     | 0     | 4     | 5     | -5    |
| 재배분포괄이익     | 2     | 5     | 0     | 0     | 0     |

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

|           | 2018A | 2019A  | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 300   | 747    | 651    | 1,211  | 1,582  |
| PER       | -     | 11.4   | 52.1   | 28.0   | 21.4   |
| BPS       | 3,554 | 5,545  | 5,142  | 7,405  | 5,946  |
| PBR       | 0.0   | 1.5    | 6.6    | 4.6    | 5.7    |
| EBITDAPS  | 671   | 1,543  | 1,390  | 2,072  | 2,633  |
| EV/EBITDA | 2.8   | 8.2    | 27.8   | 17.9   | 13.9   |
| SPS       | 8,306 | 12,574 | 10,849 | 14,490 | 17,419 |
| PSR       | 0.0   | 0.7    | 3.1    | 2.3    | 1.9    |
| CFPS      | 785   | 1,634  | 1,299  | 2,052  | 2,533  |
| DPS       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |

재무비율

(단위: 원 배 %)

|          | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증감률  | na    | 58.4  | 0.6   | 37.1  | 25.8  |
| 영업이익 증감률 | na    | 204.1 | -0.3  | 61.6  | 38.0  |
| 순이익 증감률  | na    | 160.7 | 1.6   | 90.9  | 36.6  |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROIC     | 12.3  | 12.5  | 9.0   | 12.0  | 15.2  |
| ROA      | 11.0  | 12.1  | 8.3   | 11.2  | 15.0  |
| ROE      | 16.9  | 16.7  | 13.2  | 19.5  | 24.3  |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 120.6 | 138.7 | 185.7 | 115.1 | 145.3 |
| 순차입금비율   | 52.2  | 50.4  | 86.2  | 50.8  | 82.3  |
| 이자보상비율   | 5.0   | 11.5  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 씨에스비이링 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

|             | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 27    | 49    | 69    | 74    | 61    |
| 현금및현금성자산    | 4     | 13    | 21    | 17    | 3     |
| 매출채권 및 기타채권 | 8     | 21    | 25    | 29    | 30    |
| 재고자산        | 11    | 13    | 20    | 25    | 28    |
| 기타유동자산      | 3     | 3     | 3     | 3     | 0     |
| 비유동자산       | 35    | 59    | 71    | 82    | 88    |
| 유형자산        | 31    | 57    | 69    | 81    | 87    |
| 관계기업투자지급    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동자산     | 3     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 자산총계        | 61    | 108   | 140   | 155   | 149   |
| 유동부채        | 30    | 54    | 62    | 54    | 59    |
| 매입채무 및 기타채무 | 12    | 25    | 25    | 27    | 32    |
| 차입금         | 17    | 27    | 35    | 25    | 25    |
| 유동상채무       | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타유동부채      | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 비유동부채       | 3     | 9     | 29    | 29    | 29    |
| 차입금         | 2     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 전환증권        | 0     | 0     | 20    | 20    | 20    |
| 기타비유동부채     | 1     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 부채총계        | 33    | 63    | 91    | 83    | 88    |
| 자본부분        | 28    | 45    | 49    | 72    | 61    |
| 자본금         | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 자본잉여금       | 34    | 45    | 45    | 65    | 65    |
| 이익잉여금       | -4    | 2     | 8     | 20    | 36    |
| 기타자본변동      | -6    | -7    | -10   | -18   | -46   |
| 비재배분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 28    | 45    | 49    | 72    | 61    |
| 순차입금        | 14    | 23    | 42    | 37    | 50    |

현금흐름표

(단위: 십억원)

|            | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 2     | 8     | -2    | 8     | 21    |
| 당기순이익      | 2     | 6     | 6     | 12    | 16    |
| 비현금성항목의 가감 | 4     | 7     | 6     | 8     | 10    |
| 감가상각비      | 2     | 2     | 3     | 4     | 4     |
| 외환손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지분법평가손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | 2     | 5     | 3     | 5     | 6     |
| 자산부채의 증감   | -3    | -4    | -13   | -9    | -1    |
| 기타현금흐름     | -1    | -1    | -2    | -3    | -4    |
| 투자활동 현금흐름  | -3    | -24   | -15   | -15   | -10   |
| 투자자산       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -2    | -25   | -15   | -15   | -10   |
| 기타         | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동 현금흐름  | 2     | 24    | 5     | 7     | -3    |
| 단기차입금      | -2    | 10    | 8     | -10   | 0     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 0     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자       | 4     | 12    | 0     | 20    | 0     |
| 현금배당       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | 0     | -4    | -3    | -3    | -3    |
| 현금의 증감     | 2     | 8     | 9     | -5    | -13   |
| 기초 현금      | 3     | 0     | 13    | 21    | 17    |
| 기말 현금      | 4     | 8     | 21    | 17    | 3     |
| NOPLAT     | 3     | 8     | 8     | 13    | 18    |
| FCF        | 2     | -15   | -4    | 2     | 12    |