



씨에스베어링 (297090)

베트남에 베팅, 더욱 단단해질 성장 여력

▶ Analyst 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 45,000원

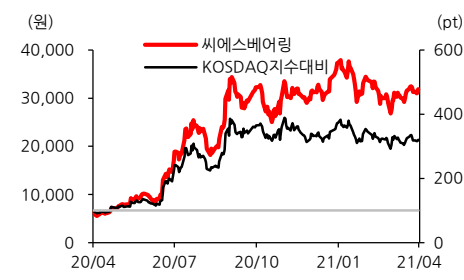
현재 주가(4/8)	31,850원
상승여력	▲41.3%
시가총액	3,051억원
발행주식수	9,580천주
52 주 최고가 / 최저가	37,900 / 5,550원
90 일 일평균 거래대금	67.78억원
외국인 지분율	5.0%
주주 구성	
씨에스원드 (외 2 인)	49.6%
씨에스베어링우리사주 (외 1 인)	3.5%
방성훈 (외 1 인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.8	-14.7	-1.2	405.6
상대수익률(KOSDAQ)	10.3	-14.1	-13.9	343.9

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	103	104	131	169
영업이익	10	10	12	19
EBITDA	13	13	15	23
지배주주순이익	6	6	7	11
EPS	644	601	685	1,173
순차입금	23	40	46	53
PER	13.2	56.4	46.5	27.2
PBR	1.8	6.3	5.3	4.4
EV/EBITDA	8.2	28.2	22.9	15.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	16.7	11.8	12.0	17.7

주가 추이



풍력 산업 호조에도 불구하고, 원자재 가격 상승으로 인해 동사의 1 분기 영업이익 감소는 불가피한 것으로 보입니다. 단기적인 실적보다는 신규 투자를 통한 성장성에 더욱 집중해야 할 시기라는 판단입니다. 이런 관점에서 최근 발표된 베트남 법인 설비 투자는 성장 스토리에 힘을 더해줄 전망입니다. 투자의견 Buy, 목표주가 45,000 원을 유지합니다.

1Q21 Preview: 원자재 가격 상승으로 영업이익 하락 불가피

씨에스베어링의 1Q21 실적은 매출액 295억 원, 영업이익 22억 원(각 YoY +19.7%, -17.0%)을 기록한 것으로 추정한다. 동사의 매출액은 전년동기대비 환율이 하락했음에도 불구하고 전방산업 호조와 공장 가동 정상화에 힘입어 성장세를 보인 것으로 파악된다. 다만 영업이익 하락(OPM 기준 1Q20 10.6% → 1Q21 7.3%)이 예상되는데, 동사 제품을 구성하는 주요 부품인 단조 링 등의 가격 상승으로 인해 전체 매출 원가 부담이 커진 것이 주 요인이다. 다만 원자재 상승 부담은 베트남 공장 가동률이 올라오며 하반기부터는 완화될 것으로 전망한다.

베트남 추가 설비 투자 공사: 빨라지는 투자 시계바늘

동사는 지난 8일, 1,351만 달러(약 151억 원) 규모의 베트남 법인 추가 투자를 공시했다. 기존 베트남 법인 내 육상풍력(+일부 해상풍력) 베어링 생산설비 투자를 진행해 Capex를 함안 공장 이상(8,000 Pcs) 수준으로 증설하는 것으로 파악된다. 베트남 공장 증설은 이미 예견된 바였으나, 예상보다도 베트남 생산 비중 확대 시점이 빨라졌다는 점이 긍정적이다. 내년 1분기까지 본 투자 설비 증설이 완료돼 빠르면 2022년 4월부터 매출화가 가능할 것으로 전망한다. 베트남 공장은 생산원가가 한국 대비 20% 이상 낮아 원가구조 개선 측면에 기여할 것이라는 판단이다. 동사는 향후 추가 투자를 통해 해상풍력용 베어링 생산 라인을 확보해 증가하는 해상풍력 베어링 수요에도 대응할 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 45,000원 유지

씨에스베어링에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 45,000원을 유지한다. 현재 동사의 주가는 12M Fwd. 37.8배 수준이다. 주요 투자 포인트인 1) 베트남 공장 가동 본격화 및 추가 증설 2) 고객사 다변화 기대감과 3) 글로벌 친환경 정책 모멘텀이 다수 포진해있는 올해, 단기적인 원가 부담보다는 장기 성장성에 주목해야할 시기라고 판단한다.

[표1] 씨에스베어링의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액(연결)	24.6	24.1	24.7	30.2	29.5	31.0	34.1	36.6	102.6	103.5	131.2	169.1
YoY (%)	25.4	-12.2	-20.7	23.5	19.7	28.7	38.4	21.4	58.4	0.9	26.7	28.9
매출총이익	4.3	4.6	3.6	4.6	4.2	4.6	5.6	6.3	18.3	17.0	20.7	28.6
매출총이익률(%)	17.4	18.9	14.6	15.1	14.2	14.9	16.4	17.2	17.8	16.4	15.8	16.9
판매비와관리비	1.7	1.9	1.7	2.2	2.0	2.1	2.3	2.3	8.0	7.5	8.7	10.1
영업이익	2.6	2.7	1.9	2.4	2.2	2.5	3.4	4.0	10.3	9.5	12.0	18.5
YoY (%)	97.0	-25.7	-46.3	25.5	-17.0	-4.4	79.2	66.2	204.1	-7.4	26.3	54.2
영업이익률(%)	10.6	11.0	7.6	7.9	7.3	8.2	9.8	10.8	10.0	9.2	9.2	10.9
영업외손익	0.8	-0.7	-1.3	-2.2	-0.7	-1.4	-1.3	-0.2	-2.1	-3.4	-3.7	-4.3
세전이익	3.4	2.0	0.6	0.2	1.4	1.1	2.1	3.7	8.2	6.1	8.3	14.2
순이익	2.3	1.5	0.5	1.4	1.1	0.9	1.6	2.9	6.1	5.7	6.6	11.2
YoY (%)	119.8	-37.6	-78.6	1680.6	-51.0	-42.2	195.3	117.0	0.0	-6.3	14.8	71.2
순이익률(%)	9.4	6.2	2.2	4.5	3.8	2.8	4.7	8.0	5.9	5.5	5.0	6.6

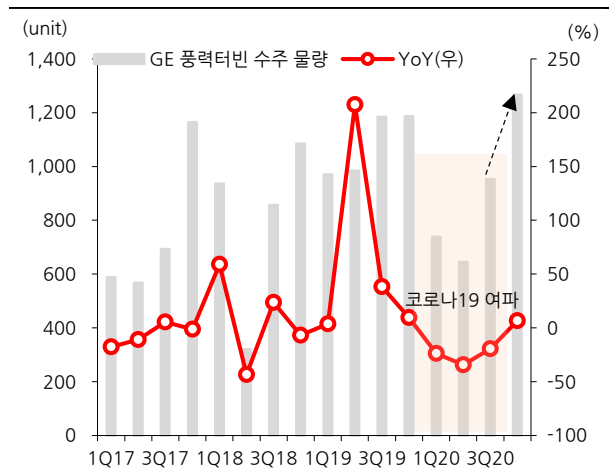
자료: 씨에스베어링, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 씨에스베어링 추가 설비 투자 공시

개요	내용
투자 금액	USD 13,514,000 (한화 약 151억 원)
투자 지역	씨에스베어링 주식회사 베트남 부지
투자 기간	2022.01.01~2022.03.31
주요 내용	- 중장기 사업 확대에 따른 신규 고객사의 추가 물량 대응을 위한 생산 Capa 증설(8,000 pcs 예상)
시사점	- 베트남 법인 투자 속도 가속화, 타임라인 당겨짐 - 생산 유연화를 통해 1) 단기적으로는 원자재 가격 상승분 부담 완화 및 상쇄, 2) 장기적으로는 원가구조 개선 가능 - 지리적으로 유럽과 가까운 베트남 공장 증설이 해상풍력 수요 대응에 긍정적으로 작용할 예정

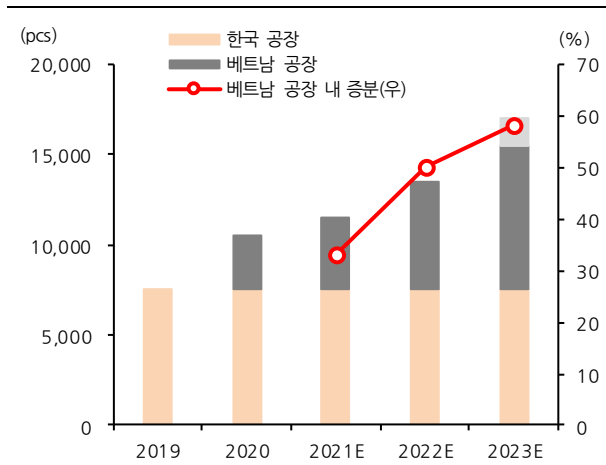
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] GE의 풍력터빈 수주(unit 기준) 물량



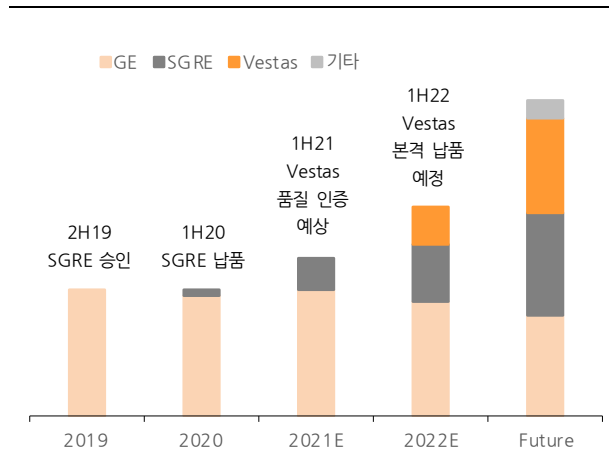
자료: GE, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 씨에스베어링 Capa 변화 예상



자료: 씨에스베어링, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 씨에스베어링 고객사 다변화 예상 계획도



주: 그래프와 매출 전망치는 무관

자료: 씨에스베어링, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	65	103	104	131	169
매출총이익	8	18	17	21	29
영업이익	3	10	10	12	19
EBITDA	5	13	13	15	23
순이자수익	-1	-1	-2	-2	-3
외화관련손익	0	0	-1	-3	-3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	8	6	8	14
당기순이익	2	6	6	7	11
지배주주순이익	2	6	6	7	11
증가율(%)					
매출액	28.6	58.4	0.9	26.7	28.9
영업이익	-37.5	204.1	-7.4	26.3	54.2
EBITDA	-26.9	140.6	2.6	18.7	53.2
순이익률	-27.6	160.7	-6.3	14.8	71.2
이익률(%)					
매출총이익률	12.9	17.8	16.4	15.8	16.9
영업이익률	5.2	10.0	9.2	9.2	10.9
EBITDA 마진	8.1	12.3	12.5	11.7	13.9
세전이익률	4.4	8.0	5.9	6.3	8.4
순이익률	3.6	5.9	5.5	5.0	6.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	2	8	-7	1	11
당기순이익	2	6	6	7	11
자산상각비	2	2	3	3	5
운전자본증감	-3	-4	-18	-9	-5
매출채권감소(증가)	-5	-14	-8	-3	-5
재고자산감소(증가)	-3	-2	-6	-9	-4
매입채무증가(감소)	6	13	-3	4	5
투자현금흐름	-3	-24	-13	-7	-18
유형자산처분(취득)	-2	-25	-13	-7	-17
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
재무현금흐름	2	24	25	6	3
차입금증가	-2	15	24	6	3
자본증가	4	12	1	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	6	13	13	10	16
(-) 운전자본증가(감소)	2	3	19	9	5
(-) 설비투자	2	25	13	7	17
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	1	-14	-20	-6	-7
(-) 기타투자	1	1	-1	0	0
잉여현금	0	-15	-18	-6	-7
NOPLAT	3	8	9	9	15
(+) Dep	2	2	3	3	5
(-) 운전자본투자	2	3	19	9	5
(-) Capex	2	25	13	7	17
OpFCF	0	-18	-20	-3	-3

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	27	49	65	78	84
현금성자산	5	13	17	16	12
매출채권	8	21	27	30	35
재고자산	11	13	19	28	32
비유동자산	35	59	62	67	79
투자자산	3	1	1	1	1
유형자산	31	57	62	66	78
무형자산	0	0	0	0	1
자산총계	61	108	128	144	163
유동부채	30	54	50	53	61
매입채무	11	20	16	19	24
유동성이자부채	18	28	32	31	34
비유동부채	3	9	26	33	33
비유동이자부채	2	7	24	31	31
부채총계	33	63	76	86	94
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	34	45	48	48	48
이익잉여금	-4	2	8	14	26
자본조정	-6	-7	-10	-10	-10
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	28	45	51	58	69

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	n/a	644	601	685	1,173
BPS	3,481	4,781	5,372	6,056	7,229
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	1,409	1,393	1,041	1,700
ROA(%)	4.2	7.2	4.9	4.8	7.3
ROE(%)	9.5	16.7	11.8	12.0	17.7
ROIC(%)	6.8	13.9	11.1	9.7	13.0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	13.2	56.4	46.5	27.2
PBR	0.0	1.8	6.3	5.3	4.4
PSR	n/a	0.8	3.1	2.3	1.8
PCR	n/a	6.0	24.3	30.6	18.7
EV/EBITDA	2.8	8.2	28.2	22.9	15.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	120.6	138.7	147.8	148.5	135.8
Net debt/Equity	52.2	50.4	77.2	79.2	76.0
Net debt/EBITDA	276.6	181.1	307.6	299.5	224.3
유동비율	87.7	92.4	130.1	146.4	138.2
이자보상배율	5.0	11.5	6.0	4.9	6.9
자산구조(%)					
투하자본	83.3	83.4	84.1	85.9	90.5
현금+투자자산	16.7	16.6	15.9	14.1	9.5
자본구조(%)					
차입금	41.7	43.9	52.3	51.8	48.4
자본금	58.3	56.1	47.7	48.2	51.6

[Compliance Notice]

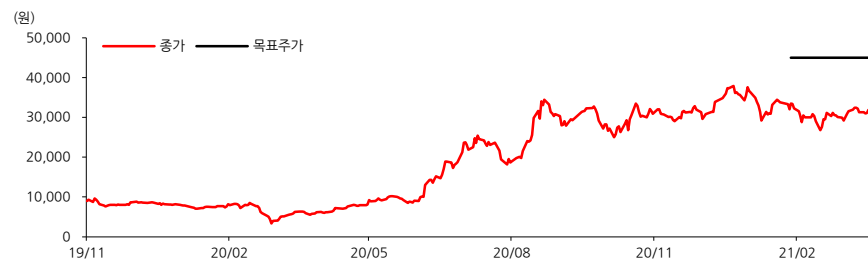
(공표일: 2021년 4월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[씨에스베어링 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.02.16	2021.02.17	2021.03.16	2021.04.09		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	이재연	45,000	45,000	45,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.02.17	Buy	45,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%