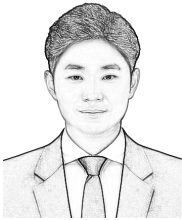


# SK COMPANY Analysis



## SK 중소성장기업분석팀



Analyst  
박진술

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

Company Data	
자본금	47 억원
발행주식수	958 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,032 억원
주요주주	
씨에스윈드	42.95%
EastBridge Asian Mid-market Opportunity Fund, LP.	25.85%
외국인지분률	11.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(20/10/05)	31,650 원
KOSDAQ	869.66 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	34,400 원
52주 최저가	3,345 원
60일 평균 거래대금	262 억원

이보고서는

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

## 씨에스베어링 (297090/KQ | Not Rated)

### 지멘스 가메사 비중을 확대하고 해상 풍력 베어링 납품 본격화될 것

- 풍력터빈 업체 씨에스윈드 자회사로, 국내 대표 풍력 베어링 업체
- 유럽 및 미국 친환경 투자 정책에 힘입어 주요 풍력터빈 고객사와 동반 성장할 유망 업체
- 육상용 베어링 위주 사업에서 해상용 베어링 납품 확대 위해 설비 투자하는 국면
- 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
- 2021~2022 년 해상용 베어링 및 신규 고객사 납품 물량 확대하며 실적 점프업 예상

### 풍력 베어링 전문업체

씨에스베어링은 씨에스윈드 자회사로 풍력 베어링 전문업체다. 직경 2.5M~3.0M 의 육상용 풍력터빈 요 베어링과 피치 베어링을 주력으로 생산한다. 1 개의 풍력터빈 기준으로 1 개의 요 베어링, 3 개의 피치 베어링을 공급한다. 올해 예상되는 고객사별 매출 비중은 GE 95%, 지멘스 가메사 3%, 두산중공업 2% 수준이다. 2019 년 기준 미국 GE 내 점유율은 약 37%로 추정되고 있으며 1 위 공급사이다. GE 에 공급하는 주력 제품은 2~3MW 급 육상용 풍력 베어링이다. 베어링 설계 등 이유로 납품 약 1 년전부터 고객사와 협의하기 때문에 실적 가시성이 상당히 높은 편이고, 매출인식은 고객사별로 상이하지만 대부분 출하 기준으로 한다. 고객사의 RFP(Request for Proposal)에서부터 수주 및 양산까지는 약 12~18 개월 정도 소요된다.

### 주요 고객사 및 납품 타임라인

3Q20, 세계 최대 용량 해상 터빈인 GE ‘할리아드 X’ 베어링 개발에 착수했다. 이는 12MW 급 해상용 풍력 베어링으로 3Q21 에 제조 설비가 완비될 예정이다. 해당 베어링 직경은 5.5M~6.0M 이고, 전용 제조 선반 등 설비 투자가 진행 중이다. 최대 고객사 GE 의 풍력터빈 대형화는 씨에스베어링에게 성장 동력으로 작용할 것이다.

2019 년부터 지멘스 가메사에도 2MW 급 육상용 요 베어링 납품을 개시했다. 2020 년 7 월 3~4MW 급 육상용 피치 베어링과 8MW 급, 11MW 급 해상용 요 베어링을 입찰에 성공해 내년에 매출로 인식될 예정이다. 통상 고객사 납품 개시 3 년 후부터 납품 물량이 크게 늘어나는데, 내년에 이런 실적 증가분에 대한 예상이 가능해질 것이다.

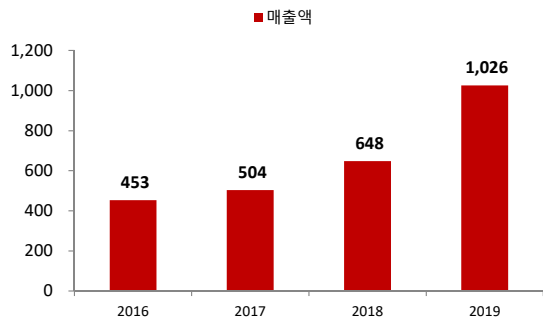
결론적으로, 고객사 확대(2021 년 베스타스와도 제품 검증 단계 완료할 예정), 해상용 베어링 신규 수주 등으로 인한 제품믹스 개선으로 납품 물량과 ASP 모두 증가할 것으로 보인다. 2021 년 제품 검증과 Ramp up 기간을 거쳐 2022 년부터 실적 성장이 확인될 것으로 판단한다.

### 베트남 공장 1 차 투자로 CAPA 증설 완료, 해상용 베어링 설비 투자 시기

국내 함안 공장의 베어링 연간 CAPA 는 7,500 개, 베트남 공장은 4,000 개다. 유럽 그린딜 발표로 해상 풍력 시장이 빠르게 성장할 것으로 예상되면서 씨에스베어링의 해상 풍력 관련 투자 시기가 앞당겨졌다. 현재 해상 풍력 베어링 관련 설비투자 단계에 돌입했고, 수출 등 감안해 올해 11~12 월 사이 베트남 공장의 육상용과 해상용 베어링의 생산 비중을 결정할 것으로 보인다. 해상 풍력 베어링의 경우 대형 베어링에 해당하고, 육상용 베어링 대비 ASP 가 약 3~4 배 가량 높아 해상용 제품 비중 확대는 큰 실적 성장 요인이다. 현재 절반의 부지만 사용하고 있는 베트남 공장은 2021~2022 년 사이 CAPA 가 연간 6,000 개, 이후 8,000 개로 증가해 실적 성장에 기여할 것으로 전망한다.

씨에스베어링 매출액 추이

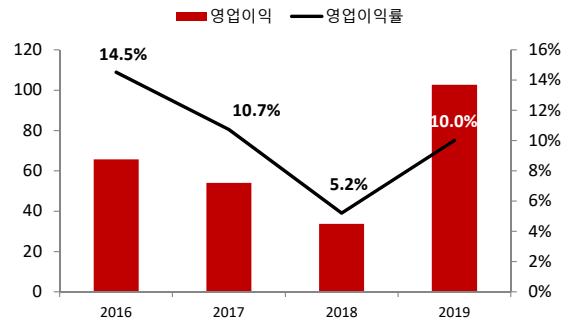
(단위: 억원)



자료: 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 영업이익 및 영업이익률

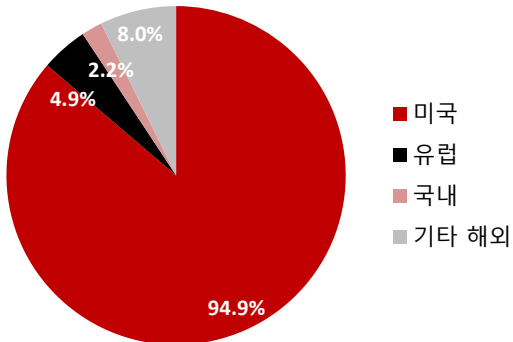
(단위: 억원, %)



자료: 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 2019년 지역별 매출비중

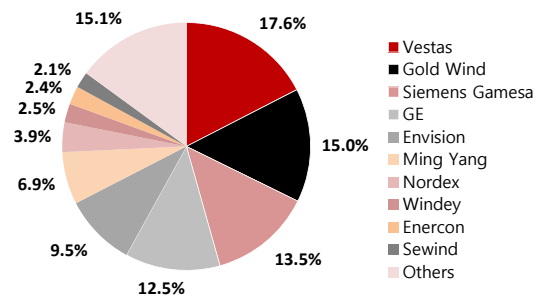
(단위: %)



자료: 씨에스베어링, SK 증권

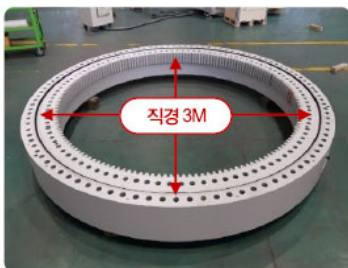
글로벌 풍력터빈 제조사 M/S

(단위: %)



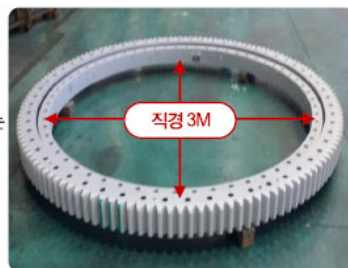
자료: 씨에스베어링, SK 증권  
주: M/S는 2019년 연간 기준

씨에스베어링 육상용 피치, 요 베어링 모습



피치 베어링

블레이드와 로터를 연결해주는 부품으로 바람의 세기에 따라 날개의 경사각을 조절



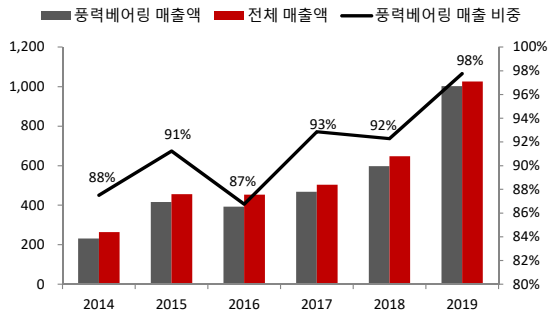
요 베어링

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

자료: 씨에스베어링, SK 증권

풍력베어링 매출 비중 추이

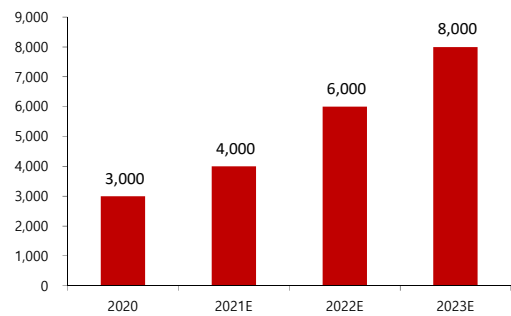
(단위: 억원, %)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

베트남 베어링 공장 예상 실적 CAPA

(단위: 개)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

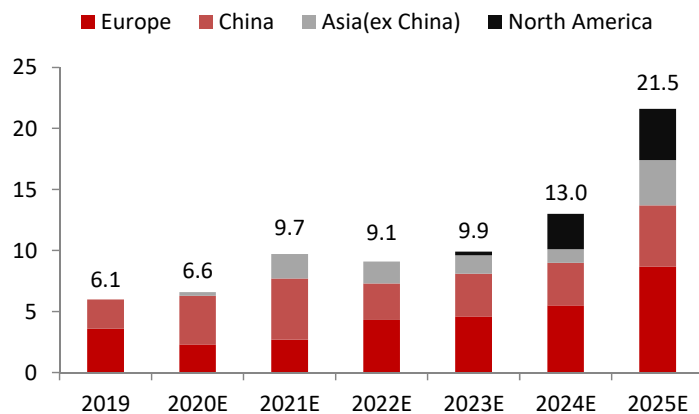
씨에스베어링 베트남 공장 투자 계획

연도	2019	2020E	2021E	2022E
진행 계획	1) 1차 투자			
	생산라인 구축	신제품 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

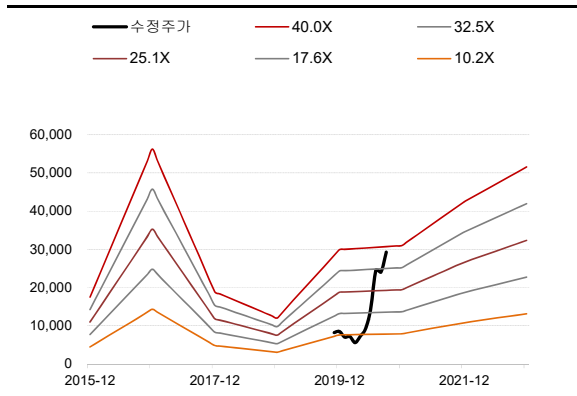
유럽 그린딜 발표 관련 내용

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

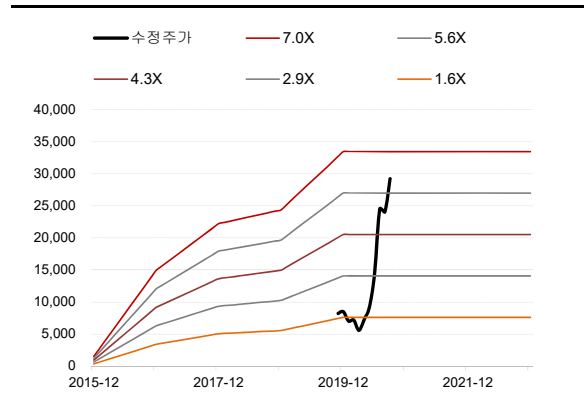
(단위: 배)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

씨에스베어링 P/B BAND Chart

(단위: 배)



자료 : 씨에스베어링, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
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 3자에게 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 8일 기준)

매수	85.16%	중립	14.84%	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
<b>현금의 증가(감소)</b>	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
<b>지배주주</b>	35	96	32	23	61
지배주주귀속 순이익률(%)	7.74	21.24	6.42	3.61	5.94
<b>비지배주주</b>					
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