

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(Analyst) 조연주 yunju_cho@miraeeasset.com

(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com



297090 · 그린에너지

씨에스베어링

작지만 빠른 성장을 기대한다

(신규)

매수

목표주가

14,000원

상승여력

28.6%

현재주가(23/10/17)

10,890원

KOSDAQ	820.38	시가총액(십억원)	297	발행주식수(백만주)	27	외국인 보유비중(%)	2.7
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

투자의견

당사는 투자의견 매수, 목표주가는 1.4만원으로 커버리지를 개시한다.

기업 개요

동사는 풍력 베어링 생산을 주력으로 하는 기업이며, 피치 베어링과 요 베어링이 주요 제품이다.

투자포인트

동사의 투자포인트는 1) GE와의 13년간의 트랙 레코드, 2) 저렴한 판가, 3) 고객사 다변화 및 증설 통한 매출 성장 가속화에 있다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.1	-11.2	40.9
상대주가	1.8	-1.5	17.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	96	49	105	152	197
영업이익 (십억원)	0	-9	7	16	26
영업이익률 (%)	0.0	-18.4	6.7	10.5	13.2
순이익 (십억원)	-1	-17	5	14	25
EPS (원)	-55	-729	187	526	932
ROE (%)	-2.1	-24.3	5.6	14.1	20.9
P/E (배)	-	-	58.2	20.7	11.7
P/B (배)	3.1	2.5	3.1	2.7	2.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 씨에스베어링, 미래에셋증권 리서치센터

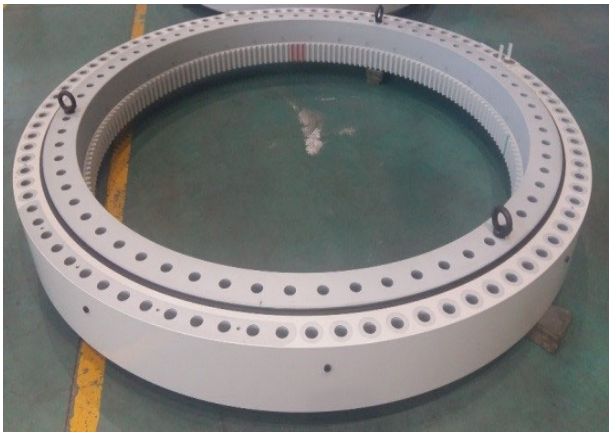
기업 개요

베어링 없이는 풍력 터빈도 없다

씨에스베어링은 풍력발전용 베어링 생산을 주력 사업으로 하는 기업이다. 기존에는 산업용 베어링이나 플레이트도 생산했으나, 최근에는 해상 풍력용 베어링 개발 및 생산에 집중해 이익 극대화 및 시장점유율 상승을 목표로 하고 있다. 최대주주는 풍력 타워를 생산하는 씨에스윈드이며, 특수관계인을 포함해 49.7%의 지분을 보유하고 있다.

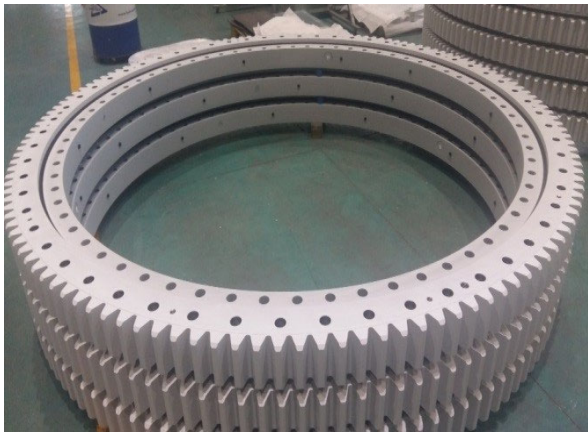
동사가 생산하는 베어링의 종류는 피치 베어링(Pitch Bearing)과 요 베어링(Yaw Bearing)이다. 피치 베어링은 블레이드와 로터를 연결하고, 요 베어링은 타워와 나셀을 연결한다. 일반적으로 타워당 블레이드가 3개가 있기 때문에, 수주 비율이 피치 베어링과 요 베어링이 3:1이다. 주로 탄소합금강 단조링을 가공하여 만들며 풍력 타워 원가의 1%도 되지 않지만, 피치 베어링에 문제가 생기면 블레이드에 치명적이기 때문에 내구성이 높은 베어링 생산 기술이 필수적이다.

그림 120. 피치베어링



자료: 씨에스베어링, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 요베어링



자료: 씨에스베어링, 미래에셋증권 리서치센터

GE에 베스타스, SGRE까지. 고객사 다변화

GE 단일 고객으로 풍력 베어링 사업을 시작했으나 고객사 다변화를 진행 중이다. 현재도 GE 베어링의 66%를 담당하고 있으며, 경쟁사는 신라정밀이다. 처음에는 GE의 요청으로 풍력 베어링 사업을 시작했으나, 2024년부터는 SGRE와 베스타스향 매출도 발생할 것으로 전망한다. GE와 SGRE는 볼 베어링 방식을 채택 중이나, 베스타스와 노르덱스가 채택한 트리플 롤러 방식이 점차 시장에서 주류가 될 것으로 예상된다.

표 21. 고객사별 매출액 비중 전망

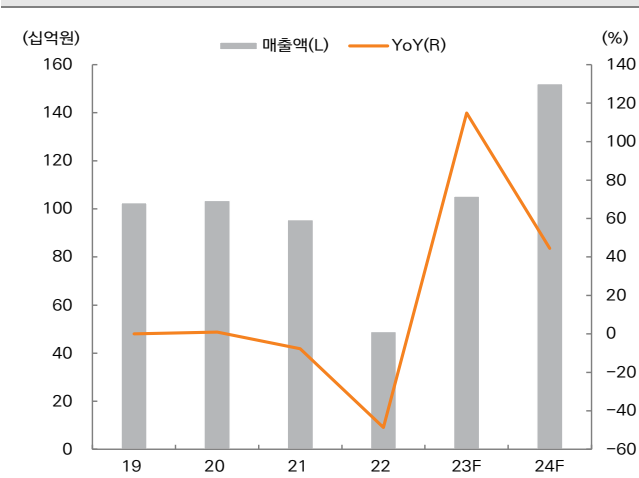
	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
GE	94%	90%	70%	46%	38%
Vestas			20%	39%	45%
SGRE			10%	14%	14%

자료: 씨에스베어링, 미래에셋증권 리서치센터

베트남 2공장 증설 중

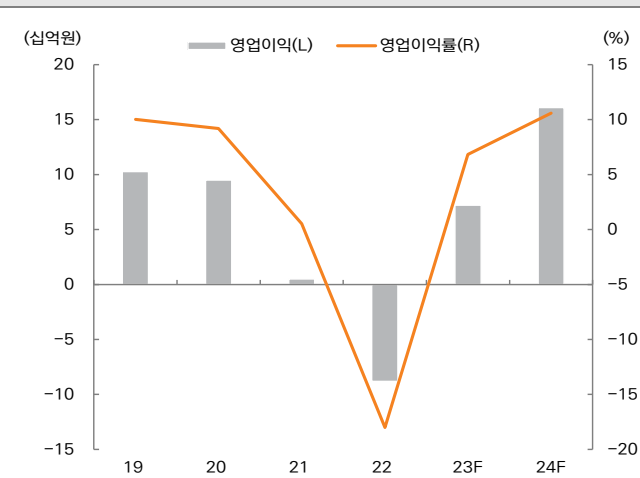
지난 7월 베트남 2공장 증설을 공시하며, 베트남 1공장(8,000개)에 합해 총 베어링 생산능력은 총 14,000개로 늘어난다. 해당 증설 물량은 2024년 GE의 물량 증가에 대응하게 된다. 투자 금액은 100억원이며, 완공은 24년 7월까지로 공시되었다. 증설에도 불구하고 투자 금액을 크게 절감한 이유는 1) 씨에스원드 부지 리스, 2) 생산 중단된 함안 공장을 활용하기 때문이다. 국내 베어링 공장이었던 함안 공장은 지난 22년 9월을 기점으로 비싼 전력 등 비용 이슈로 생산 중단되었다.

그림 122. 씨에스베어링 연간 매출액과 성장률 추이



자료: 씨에스베어링, 미래셋증권 리서치센터

그림 123. 씨에스베어링 연간 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 씨에스베어링, 미래셋증권 리서치센터

투자포인트: 저렴한 가격이 가장 큰 장점

동사의 투자포인트는 1) 트랙 레코드, 2) 저렴한 판가, 3) 고객사 다변화 및 증설 통한 매출 성장 가속화에 있다. 2011년부터 동사는 GE와 풍력 베어링 계약을 체결해 피치 베어링과 요 베어링을 생산하고 있다. 글로벌 터빈 업체인 GE 물량의 66%를 담당하고 있다는 것만으로도 충분히 기술력과 안정성이 보장이 되어있다. 13년간의 GE와의 관계는 향후 사업 확장력에 든든한 보증이 되어줄 것이다.

또한 베트남 생산으로 인한 동사의 저렴한 판가가 경쟁력이 되는 구간에 진입했다. 지금까지는 원가의 1% 미만을 차지하는 풍력 베어링의 비용 절감이 중요하지 않았다. 하지만 풍력 산업이 다운사이클로 접어들며, 적자를 기록하는 터빈 메이커들 입장에서는 조금의 비용 절감이라도 필요한 시점이다. 유럽보다는 베트남의 인건비가 최대 10배까지 낮기 때문에, 가격 경쟁력에서 동사가 우위에 있다.

이제부터 GE뿐만 아니라 베스타스, SGRE 등의 매출도 늘어날 예정이며, 베트남 2공장 증설을 통해 수주 증가에 대응할 전망이다. 앞서 언급한 탄탄한 트랙레코드와 저렴한 판가 덕분에 베스타스, SGRE가 24년부터 매출 발생할 예정이며, 에너콘과 노르덱스 또한 향후 수주 가능성이 높다. 또한 모회사 씨에스원드와의 시너지, 리파워링을 통한 매출 증가도 기대할 수 있다.

리스크: 불안정한 매크로 환경으로 인한 수주 우려

리스크로는 기존 수주 불확실성 우려가 있다. 절대적인 금리 수준이 높아지면서, 전력 판매 가격을 안정적인 수익성을 낼 만큼 보장해주지 못한다면 풍력 프로젝트 수주에 대한 불확실성이 높아졌다. 물론 동사의 판매 비중이 높은 GE는 타 터빈업체들 대비 상황이 낫지만, 수주가 취소된다면 악영향은 있을 수 있다. 프로젝트 불확실성으로 인한 수주 물량 감소를 리스크로 판단한다.

실적 및 밸류에이션

24년 실적 전망

동사는 24년 매출액 1,591억원(전년대비 +54.2%), 영업이익 16억원(전년대비 +132.9%)을 예상한다. 매출 성장 요인은 베트남 2공장 완공으로 인한 생산능력 증가 및 고객사 다변화 통한 가격 협상력 상승이다. 영업이익률도 베트남 2공장 증설로 인한 규모의 경제 달성, 그리고 전년대비 낮아진 원재료 가격 덕분에 6.7%에서 10.1%로 개선될 전망이다.

표 22. 씨에스베어링 분기별 실적 추정

(십억원)

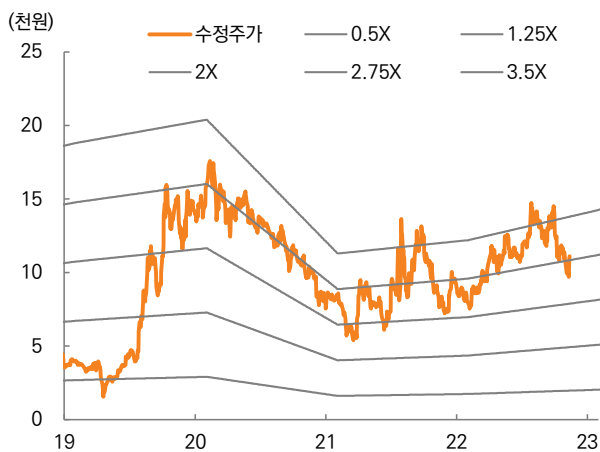
		1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	총계	24.9	28.1	25.0	27.3	30.0	29.6	43.3	49.4	49.0	105.3	152.2
	피치	20.3	23.2	19.7	21.5	23.7	23.3	34.2	39.0	36.8	84.7	120.2
	요	5.4	6.2	5.3	5.7	6.3	6.2	9.1	10.4	12.3	22.6	32.1
영업이익	총계	0.7	2.2	1.7	2.6	3.6	3.1	3.7	5.7	-8.8	7.2	16.1
당기순이익		0.9	0.7	1.7	2.9	3.5	3.1	3.7	6.3	-17.4	6.2	16.5

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

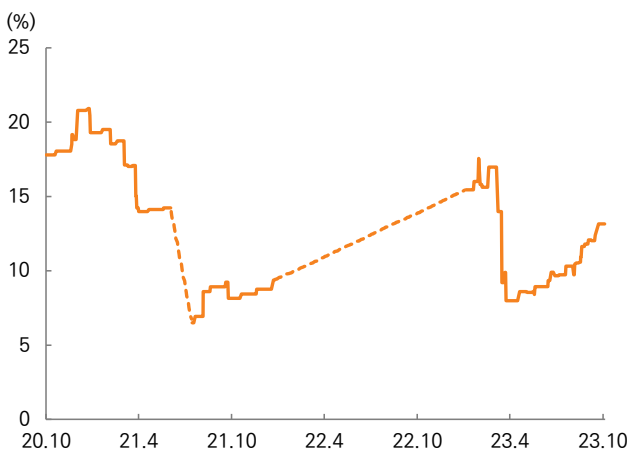
동사에 대한 투자 의견은 매수로 목표주가는 1.4만원으로 커버리지를 개시한다. 현 주가 대비 상승여력은 28.6%다. 밸류에이션은 2024년말 BPS 전망치 4,001에 2024년 ROE 전망치 14%와 유사했던 2021년 12MF PBR 3.5배를 적용했다. 최근 풍력 산업 수주 불확실성으로 인한 과도한 우려 구간이 지나가면 밸류에이션은 다시 회복할 것으로 예상된다.

그림 124. 씨에스베어링 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 씨에스베어링 12MF ROE 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스베어링 (297090)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	49	105	152	197
매출원가	49	90	128	163
매출총이익	0	15	24	34
판매비와관리비	9	8	8	8
조정영업이익	-9	7	16	26
영업이익	-9	7	16	26
비영업손익	-10	-2	-1	-1
금융손익	-2	-2	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-19	5	15	25
계속사업법인세비용	-1	0	0	0
계속사업이익	-17	5	14	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-17	5	14	25
지배주주	-17	5	14	25
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-17	8	14	25
지배주주	-17	8	14	25
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-4	11	19	29
FCF	-13	35	12	28
EBITDA 마진율 (%)	-8.2	10.5	12.5	14.7
영업이익률 (%)	-18.4	6.7	10.5	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-34.7	4.8	9.2	12.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	82	135	207	235
현금 및 현금성자산	33	72	92	121
매출채권 및 기타채권	11	19	35	35
재고자산	30	34	62	62
기타유동자산	8	10	18	17
비유동자산	74	72	69	66
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	60	59	56	53
무형자산	0	0	0	0
자산총계	156	207	276	302
유동부채	65	110	165	165
매입채무 및 기타채무	16	54	98	98
단기금융부채	48	54	62	62
기타유동부채	1	2	5	5
비유동부채	4	2	2	2
장기금융부채	4	2	2	2
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	69	113	167	167
지배주주지분	87	95	109	135
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	-13	-8	6	32
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	87	95	109	135

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-2	36	12	28
당기순이익	-17	5	14	25
비현금수익비용가감	17	6	5	4
유형자산감가상각비	4	3	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	13	3	2	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	1	27	-5	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	-9	-15	0
재고자산 감소(증가)	-10	-3	-28	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	39	43	0
법인세납부	-1	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-12	0	0	0
유형자산처분(취득)	-10	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	0	0	0
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	37	3	8	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-11	4	8	0
자본의 증가(감소)	51	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-1	0	0
현금의 증가	22	39	21	28
기초현금	11	33	72	92
기말현금	33	72	92	121

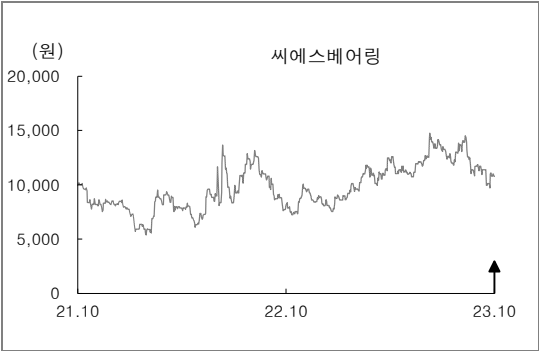
자료: 씨에스베어링, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	58.2	20.7	11.7
P/CF (x)	-	25.8	15.3	10.1
P/B (x)	2.5	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	-	26.9	14.1	8.5
EPS (원)	-729	187	526	932
CFPS (원)	-8	422	710	1,079
BPS (원)	3,227	3,474	4,000	4,933
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-48.7	114.8	44.6	29.7
EBITDA증가율 (%)	-	-	83.6	52.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	124.1	63.5
EPS증가율 (%)	-	-	181.1	77.1
매출채권 회전율 (회)	3.2	7.4	5.9	5.9
재고자산 회전율 (회)	2.0	3.3	3.2	3.2
매입채무 회전율 (회)	3.6	2.6	1.7	1.7
ROA (%)	-11.9	2.8	5.9	8.8
ROE (%)	-24.3	5.6	14.1	20.9
ROIC (%)	-8.1	9.1	22.8	38.7
부채비율 (%)	78.9	119.0	153.2	124.3
유동비율 (%)	127.2	122.3	125.6	142.9
순차입금/자기자본 (%)	22.5	-13.8	-21.8	-37.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-3.3	2.8	5.8	9.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨에스베어링 (297090)				
2023.10.18	매수	14,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다. - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.