

세진중공업 (075580)

2018. 09. 10

조선/기계

Analyst 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

제2의 LNG 보냉재 등장

1) 전방과 큰 형님의 회복은 곧 동사의 실적 성장을 의미

현대중공업 그룹의 주주가 회복세이다. 2년 전 불황에 따라 올해 건조량 및 매출액이 가장 작지만 바닥을 치고 2년 후 건조량은 30% 이상 늘어난다. 동사는 현대중공업 그룹의 맞은편에 입지한 넓은 땅을 바탕으로 우량 블럭 제작사로 성장했고, 아직은 매출의 90%+를 의존 중이다. 따라서 현대중공업의 건조 증가는 곧 동사의 매출 증가와 함께 고정비 효과 등을 통한 더 큰 폭의 이익 개선을 의미한다. 중장기 투자 대상이다.

2) LPG 발주도 증가해, 동사 수익성 개선도 기대

현대중공업 그룹은 땅을 많이 차지하는 LPG탱커 100%를 동사에게 맡긴다. 과점적 하청사로서 LPG탱커 마진은 상대적으로 우수할 것으로 추정된다. 2016년~2017년 가스선 발주 위축으로 현대중공업 그룹과 동사의 LPG탱커 건조는 줄어들었지만, 이도 올해가 바닥일 것으로 판단된다. 지금 LNG선 발주열리가 거세다. LPG선 발주는 통상 LNG선에 6개월~1년 후행하는 바, 장차 현대중공업의 LPG선 수주 증가, 동사의 LPG 탱커 건조 증가, 이익률 개선이 기대된다.

3) IMO 2020의 최대 수혜

IMO 2020의 규제에 대한 신조에서 대응은 Scrubber와 LNG-Fuel 둘이다. 동사는 이 두가지 모두 대응가능한 포트폴리오를 준비 중이다. ① Scrubber는 "Clean Marine 사"와의 MOU를 통해 아시아 생산기지로서 성장 가능성, 그리고 현대중공업 신조에서 Scrubber 장착 부분을 Upper Deck에 추가해 작업 물량이 늘 가능성이 있다. ② LNG-Fuel은 현대미포조선의 LEG 탱커 제작 이력을 바탕으로 LNG-Fuel선 및 LNGBV의 탱커 시장으로 진출하고자 한다. IMO 2020의 수혜주다.

타겟 PB 0.8배~1.6배, TP 6,500원(상승여력 37%), 분석 개시

동사는 현대미포조선 맞은편 울산 부지를 포함해 22만평의 토지를 보유 중인데 장부가는 1,320억원으로 평당 60만원에 불과하다. 최근 현대중공업이 매각한 인근 부지가 평당 220만원~270만원에 팔렸다. 자산재평가에 따라 BPS가 2배~3배 늘어날 수 있다. 토지 자산재평가 이전에서 타겟 PB 1.6배, 재평가를 가정할 경우 0.8배에서 동사 목표주가를 6,500원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 전방은 회복 중이고, 고객님 현대중공업 그룹의 건조량이 2년간 30% 이상 늘어나 동사 실적이 개선되는 것은 자명하다. LPG탱커가 붙으면 이익이 더 크게 붙는데, 작금의 LNG 호황에서 곧 LPG 발주 호황, 2020년의 수익성 계단 상승도 연출될 수 있다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	6,500원
종가(2018/09/07)	4,730원

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	3,837만주
시가총액	182십억원
외국인지분율	1.4%
배당금(2017)	30원
EPS(2018E)	-30원
BPS(2018E)	4,033원
ROE(2018E)	-0.7%
52주 증가	2,745~5,030원
60일평균거래량	109,116주
60일평균거래대금	0.5십억원

Price Trend



Valuation: 조선대비 20% 할인한 타겟 PB 0.8배~1.6배

동사의 목표주가를 6,500원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 토지 재평가 이전의 현재 자본총계 1,530억원, BPS 4,033원에서 타겟 PBR 1.6배, 시세보다도 30% 싼 수준으로 자산재평가를 한 BPS 8,000원에서는 적정 PBR 0.8배를 적용한 셈이다(도표 20~21). 조선사들의 타겟 PBR보다 20% 할인한 잣대를 적용한 것이다.

조선주들도 업황이나 투자심리에 따라 PBR 0.6배~0.9배의 밴드에 머무르고 있어, 타겟이 다소 높아 보일 수 있다. 그러나 현재 조선업황은 LNG선 등 가스선을 중심으로 신조선가 상승을 동반한 확연한 업황 회복세를 띄고 있다. 이에 따라 조선사들, 특히 현대중공업 그룹의 건조량이 2018년 상반기를 바닥으로 다시 늘어나기에, 기자재 업체인 동사의 실적 턴어라운드는 99% 확실하다.

또한 최근 조선사들의 LNG선 수주 호조에, 보냉재 2개사(동성화인텍, 한국카본)의 주가 퍼포먼스가 뛰어나다. 이에 동사도 제2의 보냉재 업체로 꿈을 만하다. 동사는 현대중공업 그룹의 LPG선 건조 시 탱커를 100% 제작하고 있다. LNG선과 LPG선은 그 사이클을 함께 하는 바, 동사도 범 가스선 탱커 업체로서 관심을 받을만하다 판단했기에 분석을 시작한다.

〈도표1〉 VALUATION: 타겟 PBR 1.6배, 자산재평가시 적용 PBR 0.8배에서 목표주가 6,500원

현재	2017년	2018년	2019년	2020년	PER	2018년	2019년	2020년	자산재평가 시	2018년
EPS	49	-30	78	245	매출액	2,307	2,966	3,494	EPS	-30
BPS	4,092	4,033	4,081	4,296	영업이익	73	125	212	BPS(자산재평가)	8,033
PBR(고)	1.09	1.25			지배주주순이익	-11	30	94	PBR(고)	1.25
PBR	0.82	1.15			EPS	-30	78	245	PBR	1.15
PBR(저)	0.65	0.70							PBR(저)	0.70
ROE	1.2%	-0.7%	2%	6%					ROE	-0.4%
적용ROE	1.2%	3.9%			10	-300	800	2,500	적용ROE	2.0%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0Y	+1~2Y			12	-400	900	2,900	↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+1~2Y
COE(고)	1.1%	3.1%			타겟 PER	15	-400	1,200	COE(고)	1.6%
COE(평)	1.4%	3.4%			20	-600	1,600	4,900	COE(평)	1.7%
적용ROE = FWD +0Y	1.2%	3.9%							적용ROE = FWD +0Y	2.0%
적용COE		2.4%	← 17~18년 고점~평균의 중앙값				2019 EPS	2020 EPS	적용COE	2.4%
Target PBR		1.62				현 PER	60.7	19.3	Target PBR	0.82
적정주가		6,500							적정주가	6,600
목표주가		6,500								
증가(09.7)		4,730								
상승여력		37%								

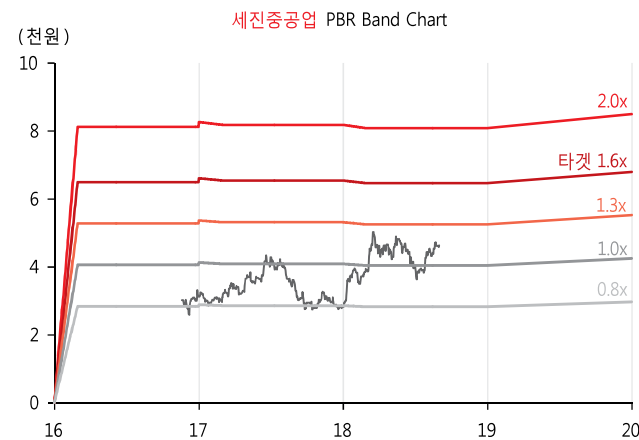
자료: 하이투자증권 리서치

〈도표2〉 실적: 1Q 짧은 건조량 급감과 영업적자를 지나, 2Q18 흑자전환 성공: 하반기부터 2020년까지 건조량 증가로 매출 증가, 수익성 더 개선 효과 볼 것

세진중공업	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	867	712	454	484	380	520	623	783	4,274	2,518	2,307	2,966	3,494
YoY	-45%	-53%	93%	-47%	-56%	-27%	37%	62%	-6%	-41%	-8%	29%	18%
영업이익	43	23	17	-12	-24	29	30	38	197	71	73	125	212
금융/기타영업외	-14	-12	-13	-9	-11	-19	-26	-27		-48	-83	-84	-85
세전사업이익	29	12	4	-21	-35	10	4	11		24	-11	40	127
지배주주순이익	23	9	4	-17	-33.3	11	3	8		19	-11	30	94
영업이익률	5.0%	3.3%	3.8%	-2.5%	-6.4%	5.6%	4.8%	4.9%	4.6%	2.8%	3.2%	4.2%	6.1%
지배주주순이익률	2.6%	1.3%	0.8%	-3.5%	-8.8%	2.1%	0.5%	1.1%		0.7%	-0.5%	1.0%	2.7%
EPS(원)	59	24	9	-44	-87	28	7	22	369	49	-30	78	245
BPS(원)					3,978	4,007	4,014	4,033	4,133	4,092	4,033	4,081	4,296

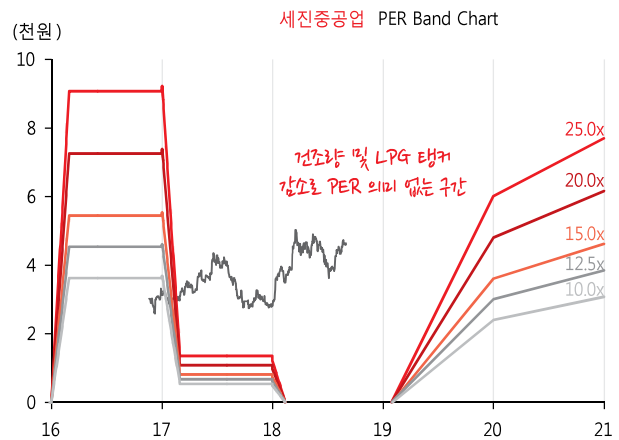
자료: 하이투자증권 리서치

〈도표3〉 바닥 PBR: 0.8배로 조선사에 비해 상대적으로 높은 VALUATION 인정 중: 현재 1.0배~1.25배 사이 추가 형성 중인데, 자산재평가 감안할 경우 0.5배~0.6배 밴드 유지 중인 셈



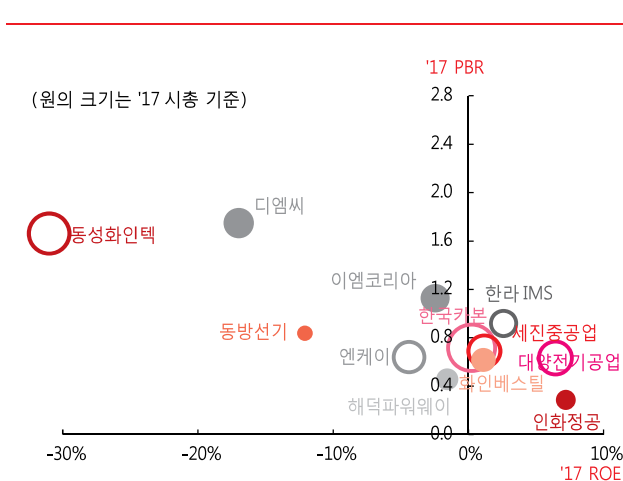
자료: 하이투자증권

〈도표4〉 PER: 2016년부터의 불황으로 PER 의미 없는 구간, 2020년 PER은 10배 중반



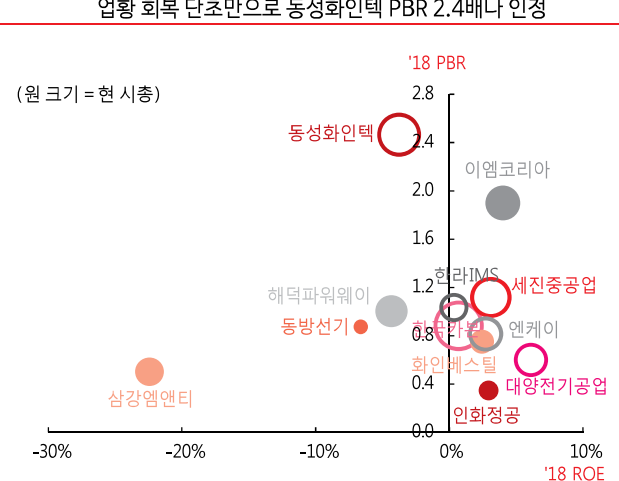
자료: 하이투자증권

〈도표5〉 2017년 ROE 10% 하회, PBR도 1.0배 안팎의 조선기자재



자료: 하이투자증권

〈도표6〉 2Q18 상대적으로 양호한 ROE - PBR의 세진중공업 업황 회복 단초만으로 동성화인텍 PBR 2.4배나 인정



자료: 하이투자증권

사업 개요: 현대중공업의 우수 하청업체 & 신사업 도모

동사는 현대미포조선과 현대중공업 맞은 편 매립지에 기반해, 2000년대 초반부터 현대중공업 그룹의 어퍼 데크, 데크 하우스 협력사를 시작했다. 신뢰를 바탕으로 2009년 LPG탱커 납품이 크게 늘면서 동사 외형과 수익성은 더 큰 폭의 성장을 시현했다.

동사의 경쟁력은 가까운 곳에 입지한 20만평 규모의 큰 부지이다. 특히 LPG탱커의 경우 부지를 크게 차지해 이를 제작해 줄 수 있는 야드는 한정적이고, 이에 따라 적합한 가격을 받고 있는 것으로 추정된다.

그래서, 현대중공업 의존도가 90% 이상으로 높다는 점은 장점이면서, 동시에 약점이다. 동사는 조선기자재 업체로서의 이력을 바탕으로 자연스레 1) 신규 아이템, 2) 현대중공업 그룹 외의 고객처 발굴에 나서고 있다.

1) 현대중공업에 LQ(Living Quarter), Pipe Rack Module을 납품하며 해양 플랜트 이력도 쌓았다. 해외 조선사들에 데크 하우스를 납품한 바 있고, 해외 VIGOR에 암모니아 탱커도 납품했다. 이를 바탕으로 후속 해외 조선사와의 거래가 꾸준히 이어질 가능성이 보인다.

2) IMO 2020에 대응하는 신규 아이템으로서도, LNG-Fuel과 Scrubber 모두에서 수혜가 가능하다. LNCBV의 탱커 및 LNG-Fuel선의 LNG 탱커 제작을 도모한다. Scrubber는, 유럽 Clean Marine사와의 MOU를 통해 아시아 제작 전진기지를 준비하고 있고, 현대중공업의 자작 Scrubber도 신조 건조에서 Upper Deck Unit에 붙여서 수주 물량이 늘 수 있다.

〈도표7〉 현대중공업 그룹에 공급하는 3가지 주요 아이템과 동사가 도모하는 국내/해외 신규 아이템 및 신시장, 그리고 IMO 2020

구분	아이템	납품처	년도																	필요량의 %		
			02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	HHI	미포
주요	Upper Deck Unit	현대미포 첫	▶																		0%	70%
	Deck House	현대미포 첫		▶																	30%	100%
	LPG 탱커	현대중공업 첫 ↳ 수주			▶																100%	100%
기타 신규 ↳ 진입	해외 Deck House	PIPAVAV									★	▶										
	해외 Deck House	브라질 EAS																★	▶			
	LQ(Living Quarter)	현대중공업														▶						
	플랜트 모듈(Pipe Rack Module)	현대중공업														▶						
	암모니아 탱커	VIGOR														★	▶					
	LEG 탱커(Bilobe Type)	현대미포																	▶			
	LPG Deck 탱커	현대삼호																	★			
기타 신규 ↳ 진입 목표	소형LNG선의 LNG 탱커	** ??																	☆			
	해외 Deck House																		☆			
IMO 2020	LNG-Fuel의 연료탱커	**현대미포																	☆			
	Scrubber	클린마린 MOU																	MOU			
주석: ★ 수주 ☆ 수주목표 ▶ 납품/출하 ** 예정																						

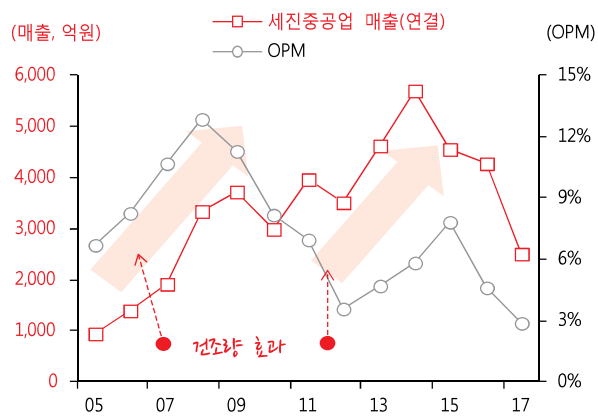
주석: ★ 수주 | ☆ 수주목표 | ▶ 납품/출하 | ** 예정

자료: 하이투자증권 리서치

아래 <도표 8~9>와 같이 동사의 이익 및 수익성은, 1) 건조량, 2) 고마진 LPG 탱커 비중에 결정된다. 이는 1) 수주 물량이 많으면 자연스럽게 고정비 효과를 보는 것이고, 2) LPG 탱커는 현대중공업 그룹의 100% 물량을 소화하는데, LPG 탱커는 부지를 크게 차지해 현대중공업 그룹 입장에서도 세진중공업 100% 외주를 선호하며 이에 따라 여타 블록들에 비해 상대적으로 적합한 이익을 줄 수 밖에 없는 것으로 추정된다.

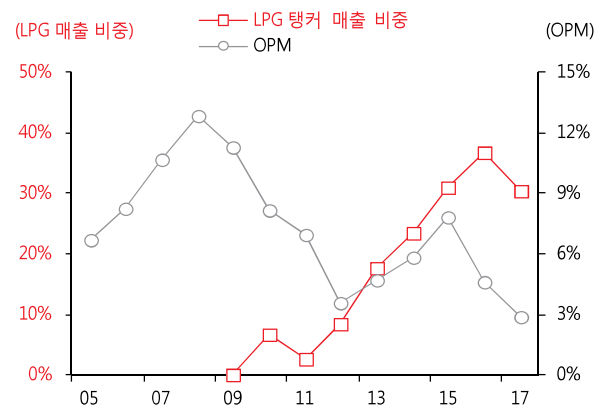
이 두 가지 트리거가 2018년 하반기 ~ 2019년부터 좋아진다. 따라서 조선업황의 회복과 함께 조선기자재 선택에서 동사를 보자고 권한다. 다섯 가지 투자포인트를 정리해보았다.

<도표8> 건조량 → 동사의 수익성



자료: 하이투자증권

<도표9> (2009년부터) LPG 매출 비중 → 동사의 OPM



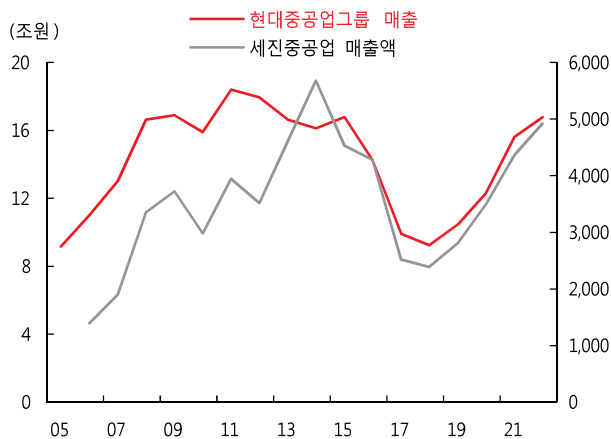
자료: 하이투자증권

투자포인트01: 현대중공업 조선 그룹의 건조량이 늘어난다

현대중공업의 건조량이 2017년 하반기 ~ 2018년 상반기를 바닥으로 회복한다. 현대중공업과 현대삼호중공업 매출액이 감소했던 것은 2016년~2017년의 불황에 따라 불가피했고, 올해의 수주 회복에 따라 2019년~2020년 다시 성장하는 것도 당연하다. 이는 곧 동사의 매출액도 바닥을 짚고 턱업한다는 의미이며, 곧 동사의 이익 턱어라운드를 의미한다.

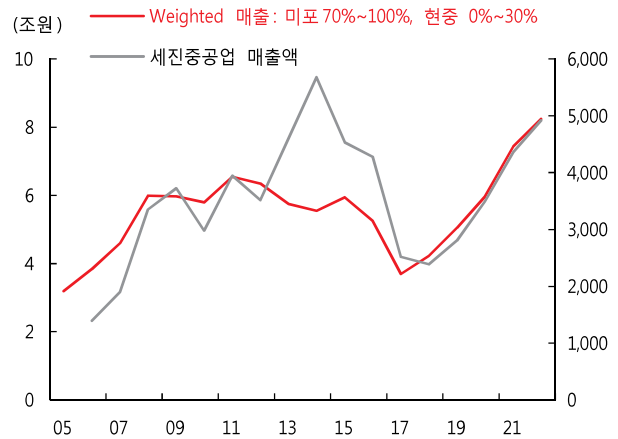
동사도 2017년 건조량 감소에 따라 고정비/판관비 절감 노력을 가했다. 건조량 증가 효과를 더 확연히 수익성으로 보일 전망이다.

〈도표10〉 현대중공업 그룹의 조선 매출과 동사 매출



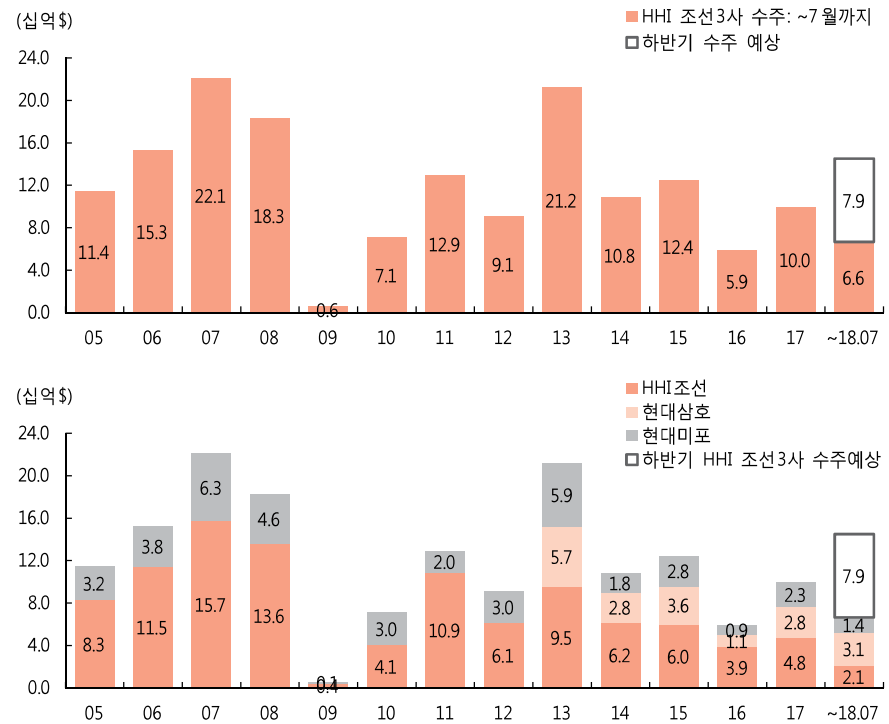
자료: 하이투자증권

〈도표11〉 현대중공업 그룹의 조선 Weighted 매출과 동사 매출



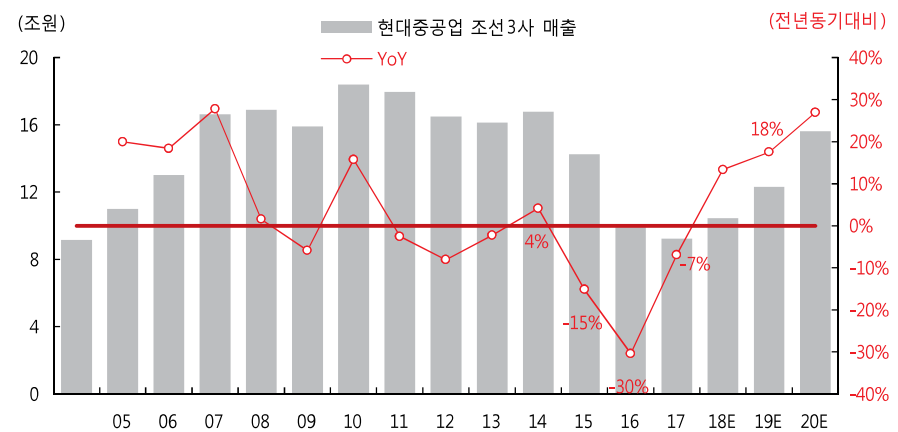
자료: 하이투자증권

〈도표12〉 현대중공업 조선3사의 연간 수주, 2016년 수주 가뭄을 지나, 2017년 100억\$로 회복했고, 2018년 수주목표 132억\$ 달성 가능할 듯



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표13〉 현대중공업 조선3사의 매출은 2020년까지 30% 이상 성장 예상: 동사의 (LPG를 제외한) 전방도 물량만 25% 이상 성장 추정



자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트02: LPG 신조 시장 회복기 진입, 마치 LNG 보냉사처럼

시장은 LNG선 발주 호황 시기, 시장은 동성화인텍과 한국카본을 바라본다. 아래 <도표11>과 같이 글로벌 LNG선 발주 또는 한국의 Mark-III(삼성중공업과 현대중공업)의 LNG선 수주가 그 주가와 함께 한다. 한 때 한국카본을 커버했었지만, 최근의 LNG선 수주 급등에도 아직 커버를 재개하지 않고 있는 것은, 보냉재 업체들의 LNG 보냉재 수주는 증가하겠지만 CR을 맡았기에, 예전 수준의 가동률 및 제작 물량으로 돌아가더라도 예년 같은 수익성 및 이익 창출은 불가능하다는 단점 때문이다. 최근 LNG선 수주가 너무 많아져 다시 단가 인상을 도모하고 있어, 그 결과에 따라 주가 상승을 충분히 노릴 수 있다.

아무튼 시장 참여자들은 LNG선과 보냉재 사이의 투자 모멘텀에 익숙하다. 그러나 아직 LPG선 호황과 세진중공업 사이의 연결고리에 대해서는 낯설다. 동사는 LPG탱커 수주로 건조가 많아지면 매출과 함께 수익성이 개선된다.

LPG선 발주는 최근 다소 약세이다. 그러나 당사는 장차 LPG선 발주 강세를 예상한다. 그 근거는...

<도표14> 옆의 조선기자재-보냉재 업체들의 주가 트리거: LNG선 발주

사실 보냉재의 전방은 NO96을 제외한 Mark Ⅲ로써

삼성중공업과 현대중공업의 멤브레인 LNG선 수주가 그 전방

그러나 보냉재들의 주가는 대우조선을 포함한, 글로벌 LNG선 발주와 더 잘 연동되는 모습

아무튼, 보냉재들도 LNG선 발주와 그 주가의 궤를 같이 하는 바

아직 널리 알려지지 않은 동사도, 현대중공업 등의 LPG선 수주에 주가가 반영해야 함



자료: 하이투자증권 리서치

2018년 현재까지 LNG선은 무려 40척 발주가 나왔고, 한국 조선은 38척을 수주했다. 작금의 LNG선 발주강세는 다시 시작된 2022년~2024년 사이 가동을 준비 중인 LNG 수출 터미널들 덕분이다. 2022년부터의 LNG CARGO를 바라보며 투기발주까지 붙고 있는 형국이다. 그런데 통상 LNG선과 LPG선은 그 투자 사이클을 함께 한다. 이는 Liquefied Petroleum Gas인 프로판과 부탄이 천연가스 생산에서 함께 나오고, 수출 기반 천연가스 프로젝트에서 이 프로판과 부탄도 잉여 수출 대상이기 때문이다.

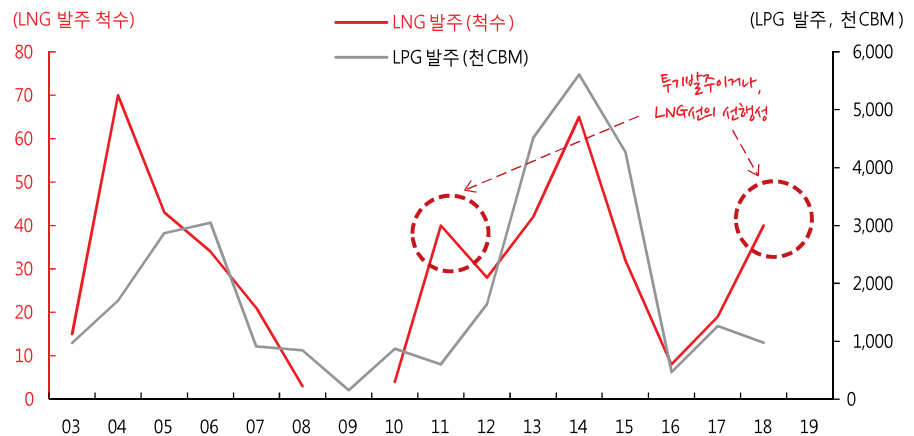
그래서인지 아래와 같이 과거 LNG선과 LPG선 발주 사이클은 그 궤를 같이한다. LNG선이 1) 건조 기한, 2) 수출/판매의 우선순위, 3) LNG선의 투기발주 때문인지 약간 선행하는 성격을 띤다. 그렇다면 하반기와 2019년 LPG선 발주 증가를 기대할 수 있다.

〈도표15〉 LPG선 발주 강세를 기대하는 이유 (1)

LNG선과 LPG선 발주 사이클은 함께 감

수출용 천연가스 프로젝트에서 함께 생산되는 부산가스인 프로판 부탄 때문인 것

LPG선 발주의 약간의 후행성은 1) 건조기 한, 2) 수출/판매의 우선순위, 3) LNG선 투기발주 때문



자료: 하이투자증권 리서치

LPG 시장 자체도 건전하다. 2018년 LPG 물동량은 전년대비 회복하는 모습을 보이는 가운데, 2016년부터의 LPG 발주가 없어 공급 증가 요인도 가볍다. 따라서 2018년은 2011년, 2014년 이후 오랜만에 오는 “공급을 초과하는 수요”의 구간이며, 이에 따라 LPG 시장 회복 및 발주 증가를 기대한다.

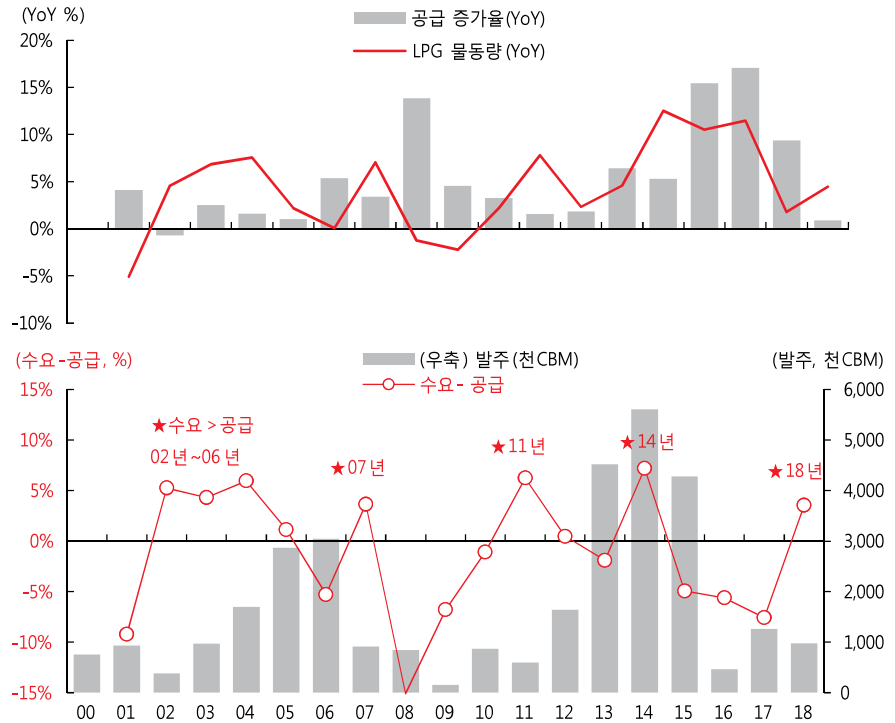
〈도표16〉 LPG선 발주 강세를 기대하는 이유 (2)

2011년, 2014년과 같은 LPG 물동량 증가
및 수요과잉 구간은,

LPG 시장 개선

후행해서 LPG선 발주 랠리로 이어짐

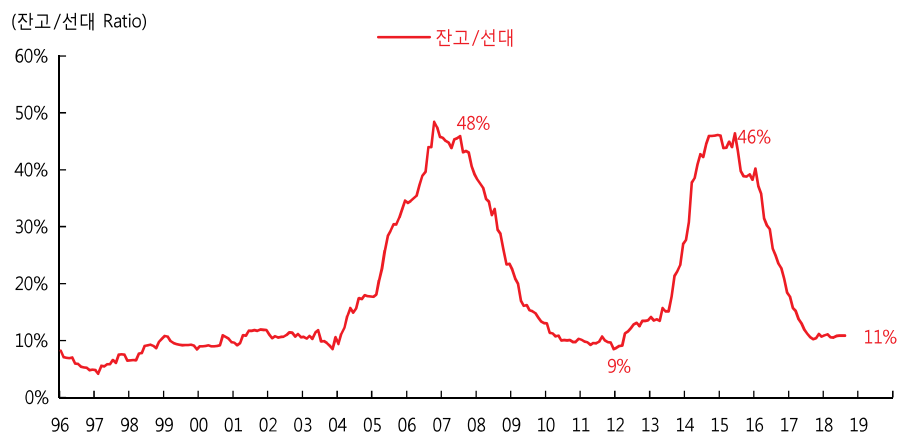
2018년 LPG 시장 양호



자료: 하이투자증권 리서치

여럿 선종이 마찬가지로이지만, LPG 잔고도 가볍다. 잔고/선대 비중이 11%로 역사적 최저점에 붙어있고, 이에 따라 미래 LPG 공급 증가요인이 가볍다.
잊지말자, LPG 발주 강세 시기에 세진중공업을 떠올려야 한다.

〈도표17〉 11%로 역사적 저점에 가까운 LPG 잔고/선대: 장차 LPG 물동량 증가를 기대할 때, 부족한 미래 공급 요인

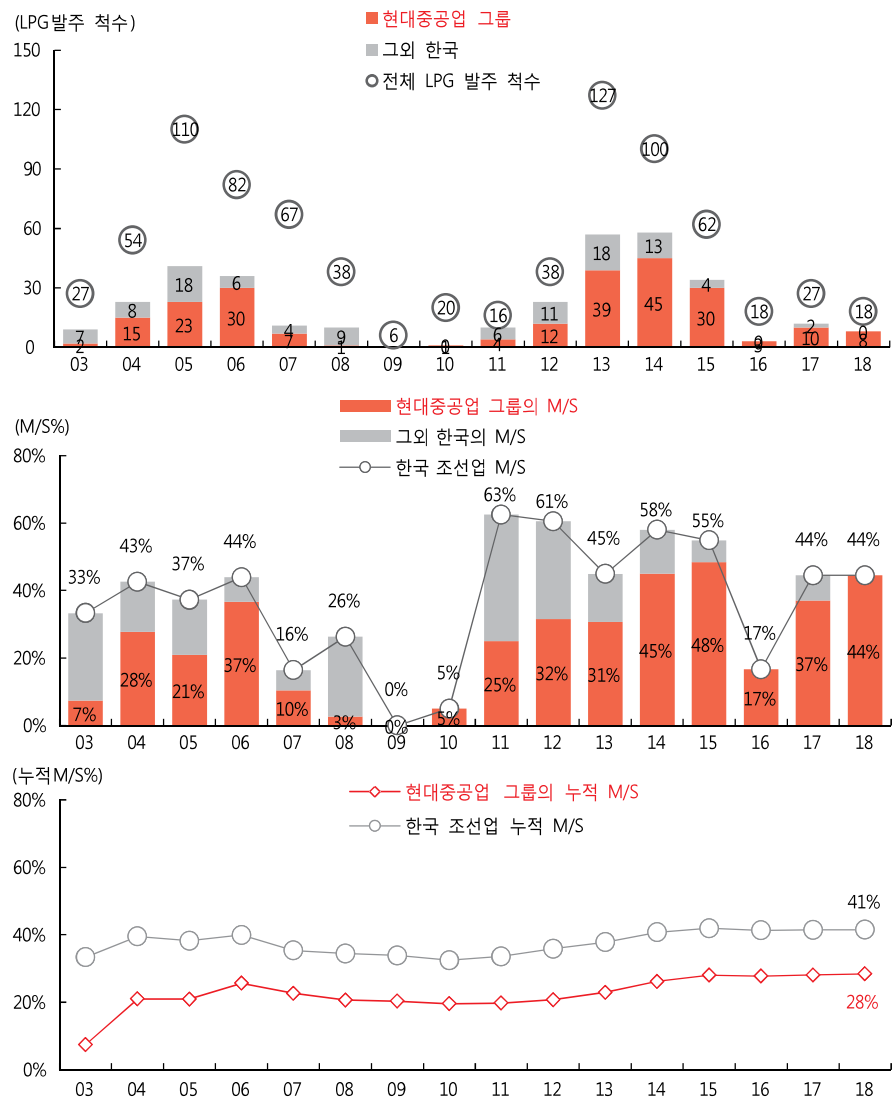


자료: 하이투자증권 리서치

LPG가 많이 나올 때, M/S에 대해 신경 쓰일 수 있겠다.

현대중공업 그룹은 LPG 시장의 최강자이다. 현대미포조선이 커버하지 않는 소형 LPG 까지 포함했을 때에도 현대중공업 그룹의 M/S는 30% 안팎에 달한다. VLGC, 35k LPG 선 시장에서는 현대중공업 그룹이 거의 60%의 M/S를 점한다. 즉, LPG 발주 증가는 곧 현대중공업 그룹의 수주 증가, 그리고 곧 바로 100% 세진중공업의 수주 증가를 의미한다.

〈도표18〉 LPG선 시장에서 M/S 한국 41%, 현대중공업_그룹 28% 누적 M/S
LPG선 3척 중 1척은 현대중공업이 건조: CBM으로는 50% 이상

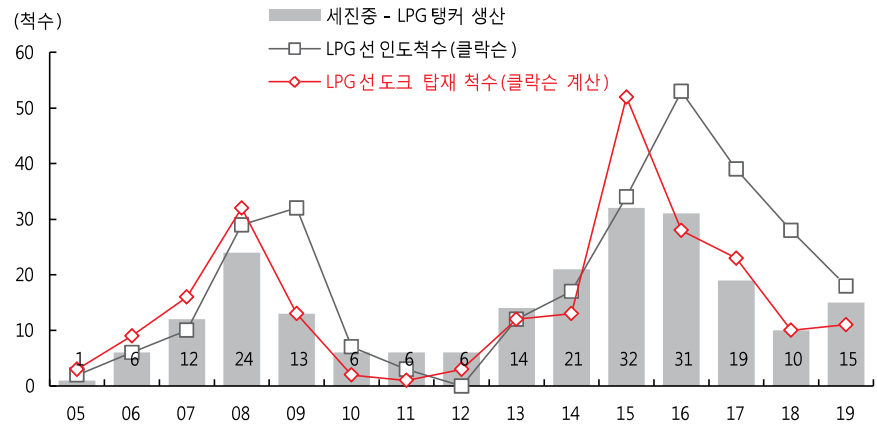


자료: 하이투자증권 리서치

〈도표19〉 과거 세진중공업의 LPG 탱커 생산과 당사 추정: 2018년 탱커 10기 생산 후 2019년 15척으로 증가
LPG선 발주 경색으로 2020년의 LPG 탱커 생산분은 솔직히 없는 상황

그러나 향후 LPG선 발주 증가로, 2021년 인도물이 되더라도, 2020년 LPG 탱커 납품으로 인식 가능

LPG선 발주 및 현대중공업 그룹 수주가 중요



자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트03: 자산 재평가

보유 현금, 자산 및 토지 등이 투자포인트가 되기도 하고, 널리 알려졌지만 주가에 반영치 못하기도 한다. 동사와 같이 보유 토지자산의 가치가 시총만큼인 회사의 경우, 본업이 좋아 이를 제대로 분석 및 평가하고자할 때에는, 그 가치를 제대로 평가 받는다. 앞서 밝혔듯, 동사의 전망은 밝다. 따라서 동사가 보유한 장부가로 저평가된 토지의 가치를 언급하고자 한다.

동사는 울산의 원산공장 18만평 등 총 22만평의 토지를 보유하고 있다. 특히 원산공장의 경우 현대미포조선, 현대중공업의 건너편에 입지해 그 가치가 높다. 동사의 원산공장 바로 아래쪽이 얼마전 매각된 현대중공업의 온산 해양2공장이다.

그런데 최근 이 현대중공업의 해양2공장이 평당 250만원 이상에 매각되었다. 작년에도 현대미포조선이 (본 연구원이 속해있는 하이투자증권을 매각하면서) 현대중공업의 울산 동구 방어동, 남구 황성동 공장터 20만평을, 4,430억원에 매입해, 평당 221만원의 시장가를 알린 바 있다.

그런데 현재 동사의 울산 원산공장은 평당 60만원으로 장부가에 잡혀있을 뿐이다. 이를 최근 매각된 220만원~270만원보다도 40% 안팎 낮은 150만원으로만 평가해도, 동사의 자본총계 및 BPS는 2배 늘어나고, 동사의 자산재평가를 가정한 PBR은 0.6배를 하회한다. 싸다.

〈도표20〉 현대미포조선(현대중공업) 건너편의 세진중공업 & 세진중공업 옆의 온산 해양2공장 267만원/평에 매각

〈도표21〉 세진중공업 토지는 현재 60만원/평으로 장부가로 잡혀있음: 원산공장이나 최근 매각된 현대중공업 온산 해양2공장의 절반 수준인 150만원/평으로만 평가해도, 자본총계 1,570억원 증가, BPS 4,000원 증가로 BPS 두 배 늘



자료: 하이투자증권

울산부지 매각 사례	토지 (M ²)	토지 (평)	매각/매수 금액 (억원)	만원/평
㉠ 현대미포조선이 현대중공업 부동산 매수	660,496	200,150	4,430	221
동구 방어동 : 해양사업 부지 일부	312,784	94,783		
남구 황성동 : 용연공장	347,712	105,367		
㉡ 현대중공업이 해양+당월 매각	405,604	122,910	2,158	176
해양 온산공장	201,778	61,145	1,631	267
당월지구 분양권	203,826	61,765	527	85
세진중공업 생산 부지	토지 (M ²)	토지 (평)	장부금액 (억원)	만원/평
원산공장	587,639	178,072		62e
학남공장	21,545	6,529		62e
자재창고	96,033	29,101		62e
세진베트남	25,000	7,576		0e
합산	730,217	221,278	1,319	60
토지 + 건물 등			2,434	
재평가 금액(억원)			2,891	원산만 150
평가이익			1,572△	
2018 BPS: 4,033		증가(원):	4,097△	

자료: 하이투자증권

투자포인트04: 모두가 힘든 조선기자재 중에서, 안정적 이익 창출

현대중공업 그룹은 고정비 부담 및 원가 절감 노력을 가하며, 협력사를 재편한 것으로 전해진다. 물량을 몰아주면서 단가를 낮추는 형태일 것으로 짐작된다. 동사는 살아 남는 곳이다.

조선기자재 업체들은 모두 힘들다. 당사가 모니터링하는 조선기자재 14개사의 매출액은 왕년에 2.9조원에서 1.8조원으로 반토막 났고, 세진중공업과 비슷한 업태인 블록, 데크 하우스 및 형강 제작사들의 경우도 1.6조원에서 0.9조원으로 마찬가지다.

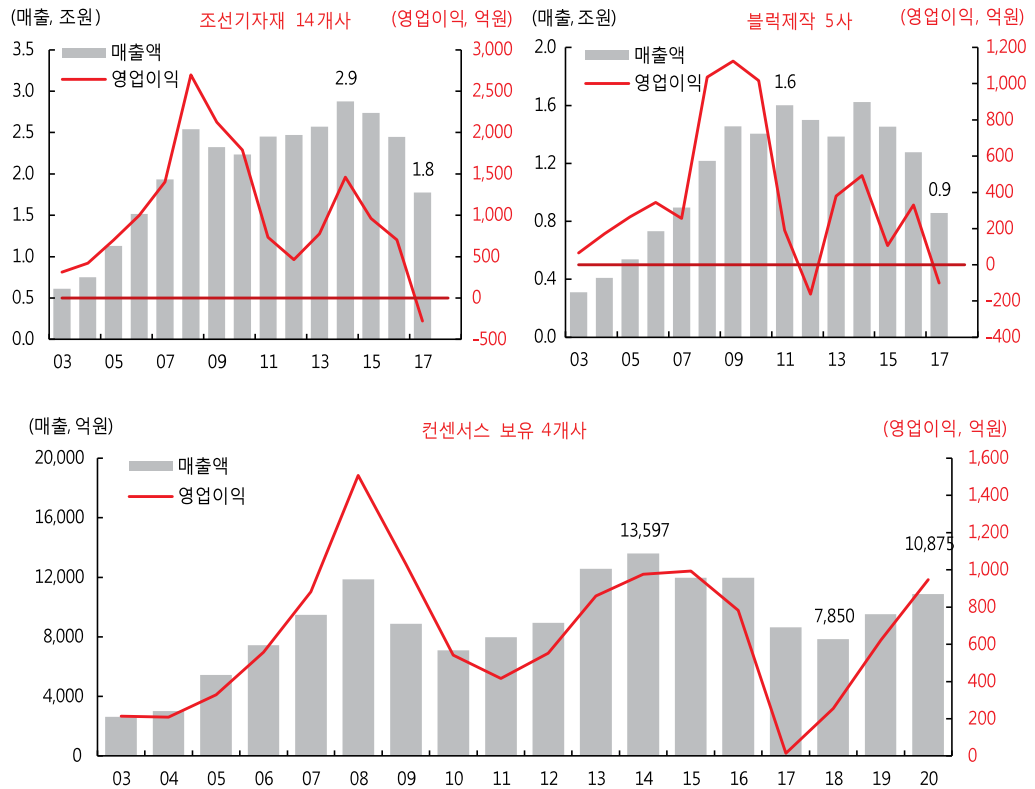
〈도표22〉 조선기자재 산업의 어려움: 매출은 반토막, 수익성도 급감 및 적자전환했지만 2018년을 바닥으로 회복 기조 예상

블록제작 5사: 세진중공업, 삼강엠앤티, 신한기계, 오리엔탈정공, 화인베스틸

조선기자재는 블록제작 5사 + 한국카본, 동성화인텍, 한라IMS, 엔케이, 대양전기공업, 해덕파워웨이, 인화정공

컨센서스 4개사: 보냉재2사, 세진중공업, 대양전기공업

컨센서스 제시 4개사는 기자재 업체 중 양호하기 때문에 분석 중일 것이며, 보냉재2사의 경우 장차 매출단 성장은 명약관화

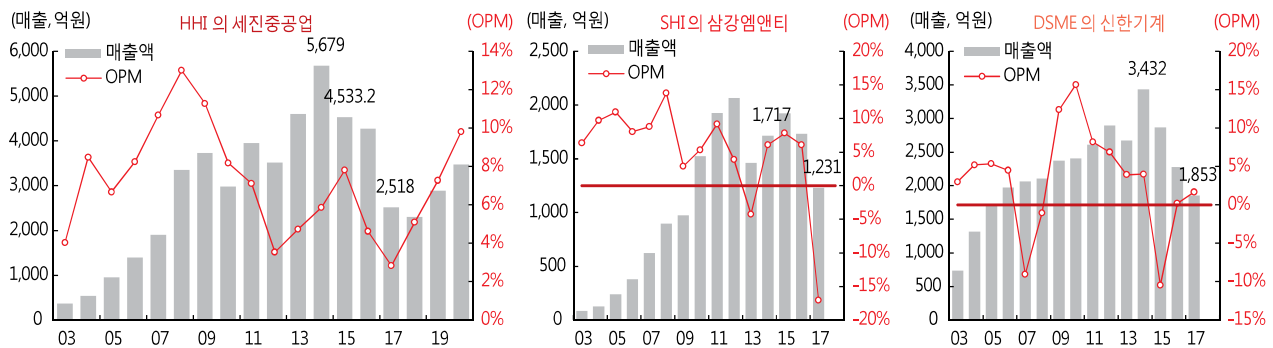


자료: 하이투자증권 리서치

또한 블록 및 데크하우스 제작사로서, BIG3의 중심 하청업체인 현대중공업의 세진중공업, 삼성중공업의 삼강엠앤티, 대우조선해양의 신한기계를 비교해보면, 삼강엠앤티만이 사업다각화로 매출 하강폭이 작을 뿐, 신한기계는 비슷하다. 삼강엠앤티도 해양모듈, 선박개보수, 소형선 신조, 전통적 고객 외 조선사로의 공급 확대 등으로 다각화 중이지만, 2017년 대규모 적자를 기록했다. 동사만이 가끔 분기 적자를 제외하고는 연간으로 꾸준한 흑자 기조를 이어가고 있다.

다만 동사의 2014년 매출이 0.57조원으로 너무 컸는데, 당시는 LPG선 발주 싸이클 호황 후 LPG 탱커 건조가 많았던 시기이다. 그렇다면, 반대로 동사의 매출도 일반적 조선기자재 업체들의 매출 성장폭을 또 더 상회할 가능성이 열려있다는 것이다.

〈도표23〉 블록 제작 3사의 연간 실적: 매출은 최고점 대비 반토막(삼강엠앤티는 사업다각화책 방어)
& 수익성도 급감했지만, 세진중공업은 상대적으로 잘 버티며, 연간으로도 흑자 기조 지속(예상)
& 동사는 2014년의 매출액이 0.57조원으로 너무 컸는데, 이는 LPG 탱커 건조량 증가에 따름
: 즉, 미래 3년 동안도 여타 조선기자재 업체들보다 더 큰 폭의 성장을 보일 수 있다는 의미



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표24〉 조선기자재 업체들 Valuation Table

회사명	한국 카본	동성 화인텍	세진 중공업	삼강 엠앤티	오리엔 탈정공	화인 베스틸	한라 IMS	엔케이	대양전 기공업	해덕파 워웨이	디엠씨	동방 선기	케이 에스피	인화 정공	이엠 코리아	신한 중공업	삼우 중공업	이영산 업기계
종가(2018.9.7)	6,470	7,500	4,730	4,430	861	2,515	7,170	1,630	12,150	2,280	1,575	2,015	3,760	5,520	4,310			
시가총액(억원)	2,743	2,040	1,756	1,078	363	743	825	1,276	1,148	1,673	631	267	284	518	1,508			
매출액 (억원)	2014	2,311	4,208	5,679	1,717	1,637	2,575	421	2,419	1,399	623	1,302	355	369	1,138	1,114	3,432	858
	2015	2,425	3,471	4,533	1,924	1,787	2,137	471	2,503	1,542	1,215	1,224	451	403	1,231	1,062	2,866	971
	2016	2,576	3,350	4,274	1,731	1,830	1,631	425	1,646	1,749	1,034	1,284	292	262	958	1,026	2,277	720
	2017	2,391	2,310	2,518	1,231	1,010	1,274	354	1,218	1,431	417	957	193	178	1,035	1,046	1,853	410
	2018E	2,192	1,882	2,305					1,470		2,079				1,258			
	2019E	2,614	2,397	2,891					1,630		2,391							
	2020E	2,885	2,776	3,475					1,740									
영업이익	2014	233	255	333	104	-280	254	22	131	87	45	-18	-11	85	46	137	6	-62
	2015	255	204	354	150	-47	57	42	-48	179	144	73	13	-17	79	42	-300	-114
	2016	269	133	197	105	16	42	24	-292	183	66	151	18	-93	-8	-36	4	-26
	2017	49	-252	71	-210	20	47	-6	-97	147	-14	-44	-7	-38	-5	-3	31	-57
	2018E	24	-17	117					130		260				80			
	2019E	149	103	210					160		309							
	2020E	239	198	341					170									
영업이익률	2014	10.1%	6.1%	5.9%	6.1%	-17.1%	9.9%	5.2%	11.2%	14.0%	3.5%	-5.0%	-3.0%	7.5%	4.1%	4.0%	1.8%	-7.2%
	2015	10.5%	5.9%	7.8%	7.8%	-2.6%	2.7%	9.0%	11.6%	11.9%	5.9%	3.0%	-4.2%	6.4%	4.0%	-10.5%	1.8%	-11.8%
	2016	10.4%	4.0%	4.6%	6.1%	0.9%	2.6%	5.7%	10.5%	6.4%	11.8%	6.2%	-35.4%	-0.8%	-3.5%	0.2%	-2.9%	-3.6%
	2017	2.0%	-10.9%	2.8%	-17.0%	2.0%	3.7%	-1.8%	10.3%	-3.5%	-4.6%	-3.5%	-21.2%	-0.5%	-0.3%	1.7%	-1.0%	-13.8%
	2018E	1.1%	-0.9%	5.1%					8.8%		12.5%				6.3%			
	2019E	5.7%	4.3%	7.3%					9.8%		12.9%							
	2020E	8.3%	7.1%	9.8%					9.8%									
지배주주순이익	2014	197	235	153	37	-341	183	43	60	142	38	37	-16	-9	-19	14	41	2
	2015	227	141	198	78	-18	12	57	-43	171	78	52	-9	-25	80	8	-538	2
	2016	165	98	141	32	-202	8	35	-324	164	17	91	-23	-602	-11	-69	-282	-12
	2017	7	-309	19	972	-11	11	19	-66	118	-18	-98	-37	-37	104	-19	35	-6
	2018E	10	-33	42					120		178				41			
	2019E	131	72	126					140		206							
	2020E	202	148	221					140									
지배주주순이익률	2014	8.5%	5.6%	2.7%	2.1%	-20.9%	7.1%	10.2%	2.5%	10.1%	2.8%	-4.4%	-2.3%	-1.7%	1.3%	1.2%	0.6%	-19.8%
	2015	9.4%	4.1%	4.4%	4.1%	-1.0%	0.6%	12.1%	-1.7%	11.1%	4.3%	-2.0%	-6.3%	6.5%	0.8%	-18.8%	0.7%	-14.0%
	2016	6.4%	2.9%	3.3%	1.8%	-11.0%	0.5%	8.2%	-19.7%	9.4%	1.7%	-7.8%	-229.7%	-1.2%	-6.7%	-12.4%	-3.8%	-22.6%
	2017	0.3%	-13.4%	0.7%	79.0%	-1.1%	0.9%	5.4%	-5.4%	8.3%	-4.3%	-10.3%	-19.1%	-21.1%	10.1%	-1.8%	19%	-21.1%
	2018E	0.5%	-1.7%	1.8%					8.2%		8.6%				3.2%			
	2019E	5.0%	3.0%	4.4%					8.6%		8.6%							
	2020E	7.0%	5.3%	6.3%					8.0%									
총자본	2014	2,822	1,030	1,377	452	233	1,050	586	1,636	1,392	1,064	307	348	693	1,290	631	882	61
	2015	2,819	1,133	1,702	564	311	1,010	658	1,668	1,556	1,209	358	346	668	1,367	622	725	62
	2016	3,160	1,185	1,584	730	114	1,017	694	1,333	1,717	1,223	449	374	97	1,404	593	467	62
	2017	3,103	841	1,570	2,494	116	996	735	1,546	1,837	1,194	574	304	82	1,447	781	494	55
	2018E	3,068	794	1,587					1,950		643				822			
	2019E	3,156	849	1,703					2,090		843							
	2020E	3,306	979	1,899					2,230									
순차입금	2014	-249	1,029	2,877	1,375	895	1,157	143	1,160	-344	633	501	353	232	1,061	763	2,159	76
	2015	-470	1,063	2,420	1,316	788	987	93	641	-282	770	507	316	288	763	841	2,680	80
	2016	-1,004	1,029	1,725	1,092	595	986	83	699	-482	806	628	-10	272	896	898	2,236	87
	2017	-893	903	1,623	2,006	668	898	101	399	-702	786	745	-67	-31	968	697	2,372	85
	2018E	-1,018	892	1,601							416							
	2019E	-1,270	741	1,470							282							
	2020E	-1,427	665	1,393														

자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트05: 스크러버 vs. LNG-Fuel 탱커에 모두 대응하는, IMO 2020 수혜주

조선산업은 IMO 2020의 큰 파고를 앞두고 있다. 현존선에서 펼쳐질, 베스트에서 워스트 시나리오는 차후 별도 산업 자료로 다루려 한다. 신조에서는 좀 더 쉽다. 무시하고 Tier-II 신조를 발주하는 경우도 있지만, 현재로서는 LNG-Fuel과 Scrubber로 그 대응이 나뉜다.

IMO 2020의 수혜 종목에 대한 질문이 많다. 단연 설계 대응 능력을 갖춘 한국 상장 조선사, 그리고 특히 Scrubber 독자 개발한 현대중공업 또는 현대글로벌서비스를 언급하지만, 기자재 업체에서는 Pick이 희소하다. 당사는 동사가 IMO 2020의 최대 수혜 기자재 업체가 될 수 있다고 판단하며 지켜보고 있다.

먼저 LNG-Fuel을 채택한 선박은 기존 벙커C유 탱커 대신 LNG탱커를 설치해 천연가스를 채워 다녀야 하는데, 이 LNG탱커 물량이 외작될 경우 동사의 수혜가 기대된다. 현대중공업이 세계 최초로 인도하는 일반상선에서 LNG-Fuel을 채택한 SCF(Sovcomflot)의 아프라막스 탱커선에 Type-C 탱커가 장착되었는데, 이는 비상장사인 이영산업기계가 제작했다. LPG 탱커에서 그랬듯이, LNG탱커 수요 물량이 많아질 경우 동사의 LNG-Fuel선용 LNG 보관 탱커로의 포트폴리오 확대가 기대된다.

두번째 방법은 Scrubber이다. 동사는 Clean Marine사와 2017년 아시아 스크러버 제작 담당 MOU를 체결했다. 아직 후속 일정의 전개는 없지만 시장이 급성장 중인 바 기다려 볼 만하다. 현대중공업의 Upper Deck 제작사로서, 현대중공업의 신조에서 상품 설치 또는 현대중공업이 자체 제작한 Scrubber를 설치하는 공정이 더 붙을 가능성도 있다. 단, 아직 Scrubber Retrofit까지는 염두치 않는다. 장착 건조량이 많아질 것이기에 현재 빈야드 공간도 차갈 것으로 보인다. Scrubber Retrofit은 현재 삼강엠앤티, 현대글로벌서비스 등이 공 들이고 있다.

〈도표25〉 현대삼호중공업이 건조 중인 아프라막스탱커에 장착된 LNG-Fuel 탱커 (도표26) 현대중공업이 개발한 Scrubber와 실증 평가 설비



자료: 하이투자증권



자료: 하이투자증권

〈도표27〉 Clean Marine 사의 Scrubber

[개요]

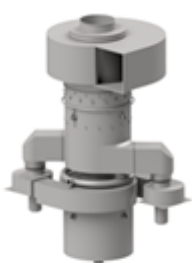


산업 분야	EGCS(Exhaust gas cleaning system) 제조업
소재지	본사 노르웨이 오슬로, 10여개의 해외 지점
제품	CleanSOx Compact, CleanSOx Tower, CleanSOx MK III

[주요 납품 이력]

장비 인도일	선주 및 선박	스크러버 종류
2018.06	Hansa Tankers	Chemical Tanker
2016.05		MR Tanker
2015.03	AET	Shuttle Tanker
2016.03	EF Transport	Cargo ship
2015.01	Dorian	VLGC

[제품 설명]

	CleanSOx Compact	CleanSOx Tower	CleanSOx MK III
개요			
종류	Open loop/Closed loop	Open loop/Closed loop	Open loop/Closed loop
장단점	경제성 우수 / 소형	중대형	

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	82	132	138	162	매출액	252	231	297	349
현금 및 현금성자산	5	38	17	15	증가율(%)	-41.1	-8.4	28.6	17.8
단기금융자산	1	1	1	1	매출원가	233	218	284	328
매출채권	48	52	68	86	매출총이익	19	13	13	21
재고자산	31	46	59	70	판매비와관리비	12	6	0	0
비유동자산	267	267	266	265	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	249	247	242	238	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	8	8	8	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	349	399	404	426	영업이익	7	7	12	21
유동부채	150	210	213	227	증가율(%)	-63.9	1.9	71.5	70.2
매입채무	16	36	47	61	영업이익률(%)	2.8	3.2	4.2	6.1
단기차입금	110	160	160	160	이자수익	0	1	1	0
유동성장기부채	18	8	-	-	이자비용	5	8	10	10
비유동부채	42	34	34	34	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	-	-
장기차입금	39	31	30	30	세전계속사업이익	2	-1	4	13
부채총계	192	244	247	261	법인세비용	1	0	1	3
지배주주지분	157	155	157	165	세전계속이익률(%)	0.9	-0.5	1.4	3.6
자본금	22	22	22	22	당기순이익	2	-1	3	9
자본잉여금	9	9	9	9	순이익률(%)	0.7	-0.5	1.0	2.7
이익잉여금	126	123	125	133	지배주주귀속 순이익	2	-1	3	9
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	2	-1	3	9
자본총계	157	155	157	165	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	24	9	-2	8	주당지표(원)				
당기순이익	2	-1	3	9	EPS	49	-30	78	245
유형자산감가상각비	8	3	9	8	BPS	4,092	4,033	4,081	4,296
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	267	59	308	465
지분법관련손익(이익)	-	-	-	-	DPS	30	30	30	30
투자활동 현금흐름	-12	-12	-16	-16	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1	-1	-4	-4	PER	57.9		60.7	19.3
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.7	1.2	1.2	1.1
금융상품의 증감	0	0	-1	-1	PCR	10.6	79.6	15.3	10.2
재무활동 현금흐름	-12	31	-9	-1	EV/EBITDA	17.4	31.9	16.6	12.0
단기금융부채의증감	-9	40	-8	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-9	0	0	ROE	1.2	-0.7	1.9	5.9
자본의증감	0	-	-	-	EBITDA이익률	6.2	4.6	7.2	8.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	122.3	157.8	157.7	158.6
현금및현금성자산의증감	3	33	-21	-3	순부채비율	102.8	103.0	109.9	105.7
기초현금및현금성자산	3	5	38	17	매출채권회전율(x)	7.3	4.6	5.0	4.5
기말현금및현금성자산	5	38	17	15	재고자산회전율(x)	4.8	6.0	5.6	5.4

자료 : 세진중공업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(세진중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-09-10	Buy	6,500	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- (작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-