

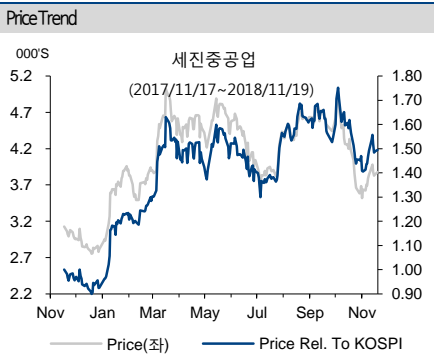
# 세진중공업 (075580)

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	6,500 원(유지)
증가(2018/11/16)	3,855 원

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	3,837만주
시가총액	149십억원
외국인지분율	1.0%
52주 주가	2,760~5,030원
60일평균거래량	140,612주
60일평균거래대금	0.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-14.4	-19.5	23.9
상대수익률	-4.4	-7.9	-4.8	41.0



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	252	230	297	349
영업이익(십억원)	7	8	15	21
순이익(십억원)	2	1	5	10
EPS(원)	49	36	139	249
BPS(원)	4,092	4,099	4,208	4,427
PER(배)	57.9	107.6	27.9	15.6
PBR(배)	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	1.2	0.9	3.4	5.8
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	17.4	27.2	13.0	10.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계] 최광식  
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

# 턴업 성공, 그리고 이제 IMO

## 3Q18 부터 확연한 회복세 보여주기 시작, 2020년까지 성장할 것임

현대중공업의 건조량은 3분기 현대미포조선부터 확연히(8월, 9월 YoY +20%) 돌아섰고, 현대중공업 그룹 전체가 4분기 매출 증가폭이 클 것이라는 가이던스이다. 그래서인지 동사의 3Q18 실적도, 매출 617억원(YoY +36%, QoQ +19%), 영업이익 35억원(+104%, +21%), 순이익 28억원(+666%, +158%)로 턴어라운드를 개시했고, 당사 예상이나, 시장 컨센서스보다 좋았다[그림 6].

2020년까지 현대중공업 그룹의 건조량이 30% 성장함에 따라 동사의 매출도 성장하고, 고정비효과로 이익은 더 크게 성장할 것이다. 올해 10척의 LPG 건조량이 2010년 당사 예상 11척, 사측 안내는 그 이상이다.

## 현대중공업의 스크러버 신조에서 한 부분 담당

현대중공업이 독자 스크러버를 2월 개발 완료해 5월부터 첫 판매를 개시했다. 10월까지 24척을 신조에, 34척을 리트로핏에 납품 계약을 따냈고, 지금은 더 빠른 속도로 늘고 있을 것이다[그림 1]. 개조는 현대글로벌서비스를 통해 수리조선에 납품되지만, 신조의 경우 세진중공업이 일부 역할을 맡는다. 스크러버가 장착되는 선미의 엔진룸 옆 어퍼데크를 어차피 동사가 현대중공업 그룹에 납품하고 있기 때문에, 어퍼데크 + 스크러버 바다로 그 역할이 늘어난다[그림 2]. 테크하우스, LPG 탱커에 비해 어퍼데크가 작아서, 추가 아이템의 매출 성장폭은 작지만, 그래도 시장에서 찾기 힘든 IMO 2020 수혜주이다.

## LNG-Fuel → LNG 시장 성장 → LPG 증가 → 현대 LPG 과점 → 우리

올해 한국 조선의 LNG 선 수주는 50척을 향해 달리고 있다. 산업자료에서 밝혔듯 2019년도 확실히 좋고, 사이클은 5년이 간다. 통상 LNG 선 발주 사이클에 후행해 LPG 발주 사이클이 진행된다[그림 3]. 천연가스 생산 및 수출 시, 잉여 프로판/부탄도 함께 수출해야 하기 때문이다.

긴 그림의 사이클 말고도, 유럽 Boreallis 가 PDH 플랜트 증설을 결정해, 2022년 상반기까지 VLGC 환산 30척 발주가 필요한 것으로 10월말 업데이트되었다. 2019년 LPG 선 발주 사이클은 올해 LNG 처럼 아주 좋을 것이다. 2019년은 매출 성장으로, 2020년은 LPG 탱커 비중 증가에 따른 MIX 개선(실적 추정치 미반영)으로 실적 턴어라운드가 2020년까지 지속된다[그림 6].

## 목표주가와 투자의견 유지: IMO 2020 환경규제에 고루고루 걸 맞는 수혜주

IMO 2020의 스크러버, LNG~LPG 모두에서 수혜가 확산된다. 목표주가 6,500원과 Buy 의견을 유지한다[그림 7].

## 1. 투자포인트

### 1. 현대중공업 신조의 Scrubber 일부 담당

현대중공업의 자체 개발  
Scrubber의 신조는  
세진중공업이 일부 담당

현대중공업이 자체 스크리버를 수주하면, 핵심 기자재는 현대파워시스템에서 제작하지만, 선박에 설치하면서 스크리버의 외벽에 해당하는 바디는 동사가 담당하고 있는 어퍼테크와 함께 제작/설치한다.

출시 초기여서 아직 현대중공업 자체 개발 스크리버의 신조 수주는 24 척 불과하지만 장차 늘 것이다.

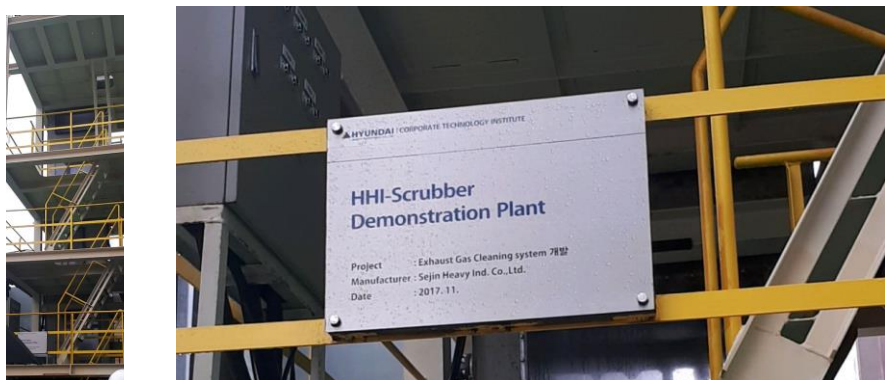
그림1. 현대중공업이 개발한 스크리버의 장착 현황: 10월까지 외산을 포함해 160 척을 신조에 스크리버를 장착 | 이중 현대중공업 자체 개발 스크리버는 24 척에 불과 | 2월 개발 완료, 5월 첫 판매를 시작했기 때문 | 앞으로 그 비중이 늘어날 것임

구분	신조 (척수)	Hyundai 스크리버	외산
PCTC	4		Wartsila
LPG & LEG	27		Wartsila, Alfa Laval, Clean Marine, Yara, 파나시아
PC선	38	10	Wartsila, Alfa Laval, Clean Marine, FM, Langh Tech
아프라막스/수에즈막스 탱커	14		Alfa Laval, Du Pont, FM
VLCC	32	4	Alfa Laval, Wartsila
VLOC	22	2	Wartsila, 파나시아
RoPax	1		Wartsila
컨테이너선	22	8	Wartsila, 파나시아
총합	160	24	늦게 출시되었기 때문에 채택율이 낮은 것임

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림2. 현대중공업 야드에서 시연 중인 Scrubber: 제작사 세진중공업

그림에 글자가 작음데, “Manufacturer: Sejin Heavy Ind. Co., Ltd.”라고 쓰여있음



자료: 하이투자증권 리서치센터

### 2. LNG 시장이 커지면, 성장하는 LPG 시장

LNG 시장의 성장은 곧 LPG 시장의 성장

올해 한국 조선의 LNG 선 수주는 50 척을 향해 달리고 있다. 산업자료에서 밝혔듯 2019 년도 확실히 좋고, 사이클은 5 년이 간다. 통상 LNG 선 발주 사이클에 후행해 LPG 발주 사이클이 진행된다. 천연가스 생산 및 수출 시, 잉여 프로판/부탄도 함께 수출해야 하기 때문이다.

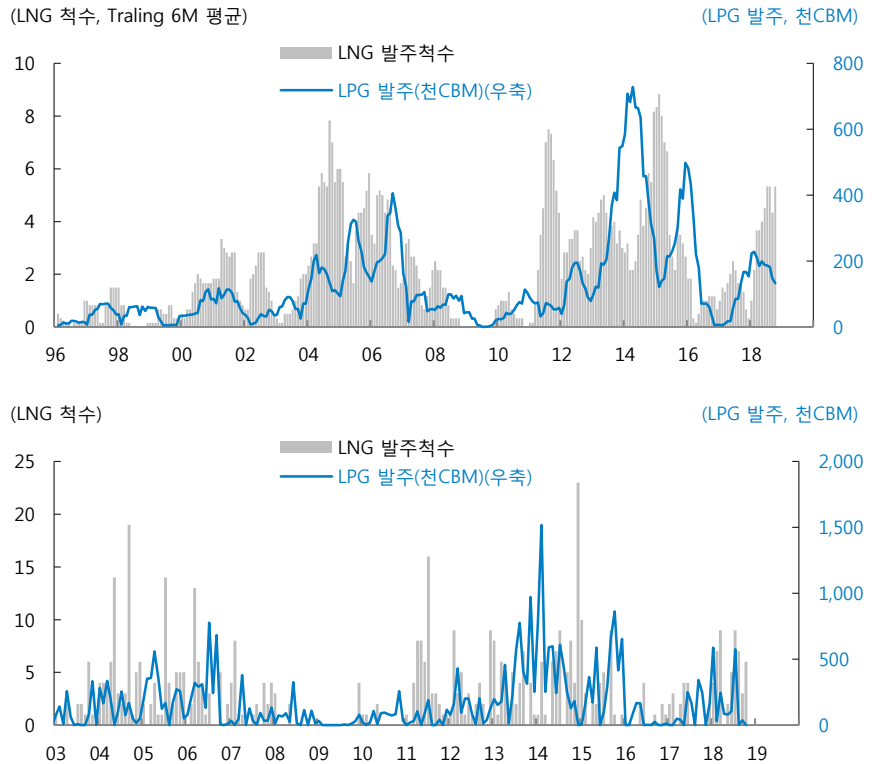
단기 LPG 발주설도 있음

긴 그림의 사이클 말고도, 유럽 Boreallis 가 PDH 플랜트 증설을 결정해, 2022 년 상반기까지 VLGC 환산 30 척 발주가 필요한 것으로 10 월말 업데이트되었다. 2019 년 LPG 선 발주 사이클은 올해 LNG 처럼 아주 좋을 것이다. 2019 년은 매출 성장으로, 2020 년은 LPG 탱커 비중 증가에 따른 MIX 개선(실적 추정치 미반영)으로 실적 턴어라운드가 2021 년까지 지속된다.

LPG 비중증가 = 동사의 수익성 호조

매출의 15%~37%를 차지하는 LPG 탱커 매출 비중에 따라, 동사의 수익성도 결정된다.

그림3. LNG 발주에 후행하는 LP 발주 사이클



자료: 하이투자증권 리서치센터

### 3. LPG 신조 시장 기대됨

LPG 선은 HHI 과점  
LPG 탱커는 100%  
세진중공업으로

LPG 도 연료로써 사용될 가능성이 있다. LNG 보다 더 다루기 쉽고, 환경규제를 맞추기에도 좋다.

일단 LPG 선들을 중심으로 Retrofit, 신조가 진행되고 있다.

LPG 가 늘면, LNG 보냉재처럼, 동사가 그 수혜를 고스란히 받는다.

그림4. LPG 선대들의 LPG-Fuel 신조 및 Retrofit 현황

2018년	선주	성격	척수	조선사 / ENG.	비고
2월				MAN + 현대중공업	ME-LGIP D/F 개발 MOU 체결
3월	EXMAR	신조	2	한진중공업-수빅	MAN, LR, 현대중공업 3Q20 인도
3월	Dorian	Retrofit	10	현대글로벌서비스	VLGC 10척 LPG-Fuel 전환 최근 Scrubber 장착 2척을 신조했고, 보유 선대 17척은 Scrubber-Ready 상태
5월	Dorian	Retrofit	12	계획	장차 22척의 선대를 중장기 LPG 추진으로 전환하겠다고 밝힘
7월	Astomos			계획	LPG 선대를 운영하는 트레이더인 Astomos는 LPG 추진선 도입을 위해 Statoil(Equinor로 사명 변경), Elgas(호주), Enos Glob(일본), Gyxis(일본)와 agreement를 체결
9월	BW LPG	Retrofit	4	??	2020년 Drydocking 예정



자료: 하이투자증권 리서치센터

그림5. MAN 이 현대중공업과 함께 개발한 ME-LGIP D/F LPG 추진 엔진

항목	내용	MAN의 LPG엔진
Engine cycle	2-stroke	
No. of cylinders	5 to 12	
Stroke/bore ratio	3.6 - 5.0	
Fuel consumption	- G60ME-LGIP : 155g/kWh - G50ME-LGIP : 154g/kWh	
기타	- Turbocharging system - Engine automation and control - Fuel oil system - Gas system	

자료: 하이투자증권 리서치센터

## II. 실적과 Valuation

### 1. 실적: 2020년까지 턱어라운드

2019년 매출 성장, 이익  
더 큰 폭 성장

매출이 역성장하며 바닥을 지났던 것은, 현대중공업 그룹의 실적에서 건조량 부족을 보아왔기에 당연하다.

그러나 3 분기부터 매출은 전년동기대비 턱어라운드에 성공했다. 4 분기 YoY +62%의 공격적인 매출액을 제시하지만, 이를 상회할 가능성도 높다.

2019년 매출액은 YoY 30% 안팎, 2020년에도 18% 성장하고, 영업이익은 고정비효과 등으로 더 큰 폭으로 성장한다.

2020년은 LPG 탱커  
비중 증가에 따른  
MIX 개선

2020년은 매출 성장과 함께 2019년의 LPG 수주에 따라 2020년의 LPG 탱커 매출 비중 증가도 기대한다. 첫 이니씨에이션 이후에 결정된 사항인데, 과거 현대삼호중공업의 LPG 탱커는 목표 야드에서 자체 제작했지만, 이제 이 물량도 세진중공업이 전량 담당하기로 했다.

2020년까지  
편안한 실적 턱어라운드  
진행

주가는 조선업종 투자センチ멘탈에 영향을 받겠지만, 투자 판단에 있어서 2020년까지 실적은 편안하다.

그림6. 세진중공업 실적 예상치

(억원)												
세진중공업	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020
매출액	380	520	617	783	653	742	712	860	2,518	2,301	2,966	3,494
YoY	-56%	-27%	36%	62%	72%	43%	15%	10%	-41%	-9%	29%	18%
영업이익	-24	29	35	38	33	38	37	47	71	78	154	212
금융/기타영업외	-11	-19	-5	-26	-20	-20	-21	-21	-48	-61	-82	-83
세전사업이익	-35	10	31	12	12	18	16	26	24	17	72	129
지배주주순이익	-33.3	11	28	9	9.1	13	12	19	19	14	53	95
영업이익률	-6.4%	5.6%	5.7%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.4%	2.8%	3.4%	5.2%	6.1%
지배주주순이익률	-8.8%	2.1%	4.5%	1.1%	1.4%	1.8%	1.7%	2.2%	0.7%	0.6%	1.8%	2.7%
EPS(원)	-87	28	72	23	24	34	32	50	49	36	139	249
BPS(원)	3,978	4,007	4,079	4,099	4,122	4,156	4,188	4,208	4,092	4,099	4,208	4,427

자료: 하이투자증권 리서치센터

## 2. VALUATION

### VALUATION 방법론과 목표주가 유지

VALUATION 방법론을 유지하고, 동사의 적정주가는 타겟 PB 1.6 배에 6,700 원으로 도출된다. 기존 목표주가 6,500 원을 유지한다.

PER Valuation 으로는 실적 턴어라운드가 진행된 후인 2020 년에서 타겟 PER 26 배를 부여한 것이어서, 다소 공격적인 목표주가로 보일 수 있다.

그러나 1) 3Q18 실적에서 어닝 서프라이즈에서 보듯, 실적 추정치가 다소 보수적이다.

2) 그리고 울산에 평당 120 만원으로 잡힌 토지자산의 공정가치를 적용할 경우 BPS 는 4 천원대에서 8 천원 안팎으로 커져, 사실상 타겟 PBR 0.8 배를 부여한 셈이다. 조선업종에 대해서 타겟 PBR 1.0 배~1.2 배를 제시 중이다.

그림7. 세진중공업 목표주가 6,500 원 유지

현재	2017년	2018년	2019년	2020년	PER	2018년	2019년	2020년	
EPS	49	36	139	249	매출액	2,301	2,966	3,494	
BPS	4,092	4,099	4,208	4,427	영업이익	78	154	212	
PBR(고)	1.09	1.25			지배주주순이익	14	53	95	
PBR	0.82	0.94			EPS	36	139	249	
PBR(저)	0.65	0.69							
ROE	1.2%	0.9%	3%	6%		2018년	2019년	2020년	
적용ROE	1.2%	4.6%			10	400	1,400	2,500	
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0Y	+1~2Y			15	500	2,100	3,700	
COE(고)	1.1%	3.6%			20	700	2,800	5,000	
COE(평)	1.4%	4.8%			타겟 PER 26	900	3,700	<b>6,500</b>	
적용ROE = FWD +0Y	1.2%	4.6%					2019 EPS	2020 EPS	
적용COE		2.8%	← 17~18년 고점~평균의 중앙값				현 PER	27.7	15.5
Target PBR		1.63							
적정주가		6,700							
목표주가		<b>6,500</b>							
증가(11.16)		3,855							
상승여력		69%							

자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	82	134	143	167
현금 및 현금성자산	5	41	22	20
단기금융자산	1	1	1	1
매출채권	48	52	68	86
재고자산	31	46	59	70
비유동자산	267	267	266	265
유형자산	249	247	242	238
무형자산	8	8	8	8
자산총계	349	401	408	431
유동부채	150	210	213	227
매입채무	16	36	47	61
단기차입금	110	160	160	160
유동성장기부채	18	8	-	-
비유동부채	42	34	34	34
사채	-	-	-	-
장기차입금	39	31	30	30
부채총계	192	244	247	262
자배주주지분	157	157	161	170
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9
이익잉여금	126	126	130	138
기타자본항목	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	157	157	161	170

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	252	230	297	349
증가율(%)	-41.1	-8.6	28.9	17.8
매출원가	233	210	265	309
매출총이익	19	20	31	40
판매비와관리비	12	12	16	19
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	7	8	15	21
증가율(%)	-63.9	9.7	97.2	37.5
영업이익률(%)	2.8	3.4	5.2	6.1
이자수익	0	1	1	1
이자비용	5	8	10	10
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	-	-
세전계속사업이익	2	2	7	13
법인세비용	1	0	2	3
세전계속이익률(%)	0.9	0.7	2.4	3.7
당기순이익	2	1	5	10
순이익률(%)	0.7	0.6	1.8	2.7
지배주주귀속 순이익	2	1	5	10
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	2	1	5	9
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	24	11	0	8
당기순이익	2	1	5	10
유형자산감가상각비	8	3	9	8
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-12	-12	-16	-16
유형자산의 처분(취득)	-1	-1	-4	-4
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	0	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	-12	31	-9	-1
단기금융부채의증감	-9	40	-8	-
장기금융부채의증감	-	-9	0	0
자본의증감	0	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	3	36	-19	-2
기초현금및현금성자산	3	5	41	22
기말현금및현금성자산	5	41	22	20

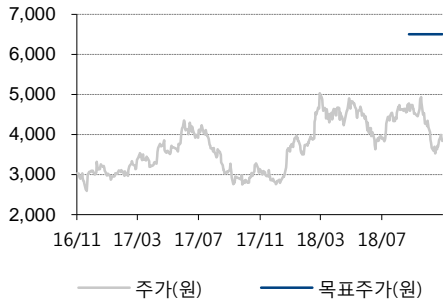
주요투자지표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	49	36	139	249
BPS	4,092	4,099	4,208	4,427
CFPS	267	125	370	468
DPS	30	30	30	30
Valuation(배)				
PER	57.9	106.8	27.7	15.5
PBR	0.7	0.9	0.9	0.9
PCR	10.6	30.8	10.4	8.2
EV/EBITDA	17.4	27.1	13.0	10.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.2	0.9	3.4	5.8
EBITDA 이익률	6.2	4.9	8.2	8.5
부채비율	122.3	155.2	153.0	154.0
순부채비율	102.8	99.7	103.6	99.7
매출채권회전율(x)	7.3	4.6	5.0	4.5
재고자산회전율(x)	4.8	6.0	5.6	5.4

자료 : 세진중공업, 하이투자증권 리서치센터

**세진중공업**  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-