



기업분석 | 정유화학/조선

Analyst

양형모

02 3779 8843

yhm@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	7,000 원
현재주가	4,975 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,081.84 pt
시가총액	1,909 억원
발행주식수	38,373 천주
52주 최고가 / 최저가	5,390 / 3,525 원
90일 일평균거래대금	12.38 억원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률(19.12E)	1.0%
BPS(19.12E)	4,321 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 4.5%
	6개월 27.2%
	12개월 17.5%
주주구성	윤종국외 4인 64.3%

Stock Price



세진중공업 (075580)

1Q19 Review: 2Q부터 YoY, QoQ 계속 성장 예상

1Q19 Review: 2Q부터 YoY, QoQ 계속 성장 예상

세진중공업의 1Q19 실적은 매출액 649억원(YoY +72.1%, QOQ +6.0%), 영업이익 30억원(YoY 흑전, QoQ -14.3%)을 기록했다. 당사 추정치에는 부합하고, 컨센서스는 상회한 실적(눈높이 영업이익 25억원)이다. 1분기는 비수기임에도 불구하고 매출액 성장이 컸다. 전년 동기 대비 72% 성장했다. 지난 해 2분기부터 매출이 증가한 점을 감안해도 2Q19부터 매출 성장은 YoY, QoQ 지속될 전망이다. 또한 영업이익은 전년 동기 적자 대비 흑자전환했고, 2Q19부터는 YoY, QoQ 성장을 지속할 것으로 추정한다.

2Q19 실적은 매출액 723억원, 영업이익 44억원을 기록할 것으로 예상된다. GS건설로부터 수주한 고수익성(OPM 10% 이상 추정)의 모듈 매출이 2분기부터 반영되기 때문에 수익성이 개선될 전망이다.

곧 세진중공업은 글로벌 에너지 기업과 해상풍력 Substation과 관련한 MOU를 체결할 전망이다. 그 동안 현대중공업 그룹/기자재에 국한됐던 매출이 글로벌 에너지 그룹/해상풍력으로 다각화된다. 그 동안의 레코드와 기술력을 인정받은 결과 고객사가 다변화되고 있다. 2019년은 세진중공업의 최대 진화기라는 판단이다.

할 수 있는 사업이 많고 일감 또한 풍부하다

투자의견 매수 및 목표주가 7,000원을 유지한다. 동사와 같이 실적이 큰 폭으로 지속 성장할 것으로 예상되는 기업은 드물다. 단기 매크로 변동성으로 주가는 하락했지만 회사 상황은 점점 좋아지고 있다. 동사가 할 수 있는 사업이 많고, 현재 일감도 많은데, 받을 수 있는 일감도 풍부하다. 결론적으로 투자 매력에 상당히 높다. 강력 매수를 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	252	218	311	403	494
영업이익	7	8	19	35	53
세전계속사업손익	2	2	15	31	49
순이익	2	2	12	25	38
EPS (원)	49	46	303	639	1,000
증감률 (%)	n/a	-5.3	557.1	111.2	56.4
PER (x)	57.9	84.3	16.4	7.8	5.0
PBR (x)	0.7	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	17.4	18.6	12.2	7.4	4.7
영업이익률 (%)	2.8	3.8	6.1	8.8	10.7
EBITDA 마진 (%)	6.2	7.7	8.9	10.8	12.3
ROE (%)	1.2	1.1	7.2	13.9	18.6
부채비율 (%)	122.3	132.5	127.6	118.3	102.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적과 컨센서스

(억원)	1Q19 실적	1Q19 추정치	컨센서스	추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	649	649	612	0.00%	6.04%
영업이익	30	37	28	-2.48%	7.96%
순이익	15	16	9	-7.63%	64.22%
영업이익률	4.66%	5.72%	4.58%		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

표1 실적 추정치 변경

(십억원)	수정 전		수정 후		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	311	403	311	403	-0.07%	0.00%
영업이익	19	34	19	35	-1.20%	3.45%
순이익	12	24	12	25	-1.55%	3.94%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 분기 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	377.0	682.0	597.0	612.0	649.0	723.0	857.0	882.0	891.0	927.0	1,037.0	1,178.0
매출원가	359.3	637.7	534.9	547.1	581.6	644.2	761.9	780.6	778.7	809.3	898.0	1,009.5
판관비	18.0	33.8	28.6	29.6	37.1	34.9	39.4	40.6	41.0	42.6	46.7	53.0
영업이익	-0.3	10.6	33.5	35.3	30.2	43.9	55.7	60.9	71.3	75.1	92.3	115.4
매출액 qoq	-24.3%	80.9%	-12.5%	2.5%	6.0%	11.4%	18.5%	2.9%	1.0%	4.0%	11.9%	13.6%
매출액 yoy	-56.5%	-4.3%	31.5%	22.9%	72.1%	6.0%	43.6%	44.1%	37.3%	28.2%	21.0%	33.6%
영업이익 qoq	적전	흑전	217.1%	5.3%	-14.3%	45.2%	26.9%	9.3%	17.1%	5.3%	22.9%	25.1%
영업이익 yoy	적전	-54.5%	93.0%	2652.3%	흑전	315.5%	66.2%	72.5%	135.7%	71.0%	65.7%	89.7%
매출원가율	95.3%	93.5%	89.6%	89.4%	89.5%	89.1%	88.9%	88.5%	87.4%	87.3%	86.6%	85.7%
판관비율	4.8%	5.0%	4.8%	4.8%	4.9%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%
영업이익률	-0.1%	1.5%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	6.5%	6.9%	8.0%	8.1%	8.9%	9.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 Valuation Table

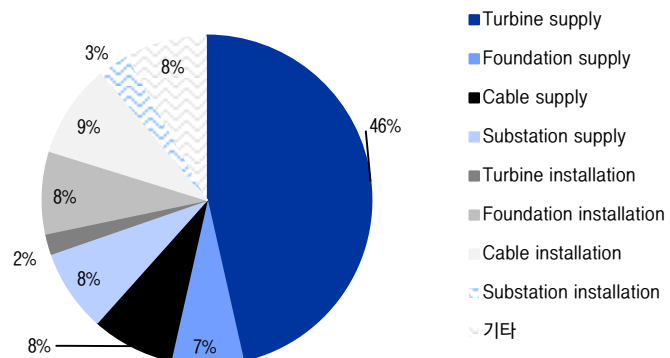
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	218	311	403	494
매출원가	198	281	353	424
판관비	12	11	15	17
영업이익	8	19	35	53
영업이익률	3.8%	6.1%	8.8%	10.7%
EPS	46	303	639	1,000
BPS	4,048	4,321	4,910	5,840
ROE	1.1	7.2	13.9	18.6
기존 PBR	1.0	1.2	1.1	0.9
자산재평가 후 PBR	0.48	0.60	0.53	0.45
자산재평가 후 BPS		8,381	8,971	9,901
Target PBR		0.84	1.00	1.00
목표주가		7,040	8,971	9,901
Target PER		23.25	14.03	9.90

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 에너지기업과 해상풍력 MOU 곧 체결 전망

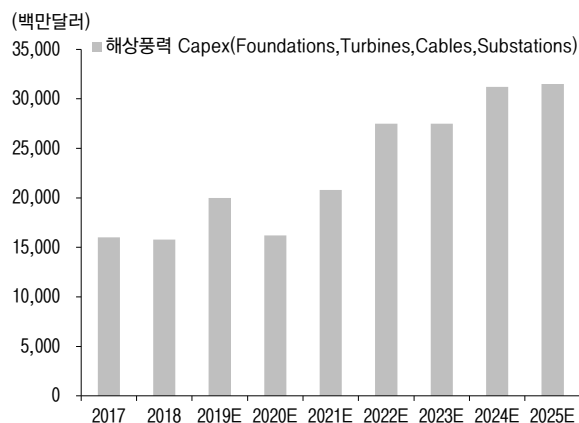
세진중공업은 5 월 中 해외 대형에너지그룹의 유일한 해상풍력 substation 아시아 생산기지로 거듭날 전망이다. 해외 에너지그룹은 동사와 컨소시움을 구축하여 아시아에서 공사되는 프로젝트 입찰에 참여할 계획이다. 기존 유럽에서 사업성이 증명된 해상풍력 시장은 아시아가 차세대 시장으로 부상하고 있다. 중국은 2020 년까지 10GW 착공, 5GW 완공 계획으로 향후 5 년 내 세계 1 위 해상풍력 시장이 될 것으로 예상된다. 탈원전을 추진하고 있는 대만은 해상풍력 설치 목표치를 기존 3.5GW 에서 5.5GW 로 늘렸다. 일본과 한국에서도 신재생에너지 보급 확대 계획이 잇따라 발표되고 있다. 해상풍력 설치의 LCOE 하락을 위해 터빈 크기가 커지고, 규모의 경제를 위해 육지에서 더 멀리, 더 깊이 설치되고 있는 추세다. 이로 인해 substation 도 바다 위에 설치가 되면서 동사가 기존에 생산했던 육해상플랜트 모듈과 유사한 형태로 발주되고 있다. Substation Capex 는 8~11% 수준이고, 이를 토대로 추정해보면 연간 15~30 억달러 규모의 시장으로 예상된다. 세진중공업은 창사 이래 처음으로 현대중공업그룹 외 추가로 대형 고객이 생기겠다.

그림1 Capex 구조 - substation Capex 는 8~11% 수준



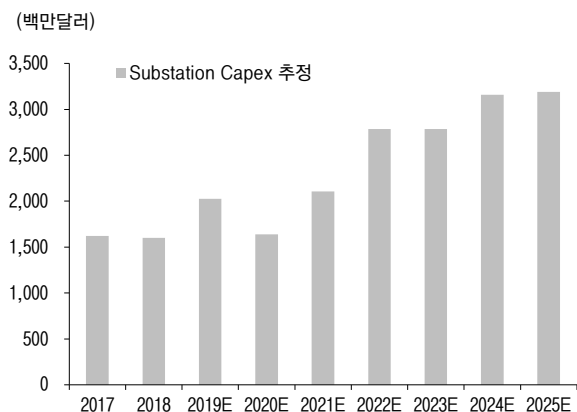
자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 해상풍력 Capex 추이 및 전망



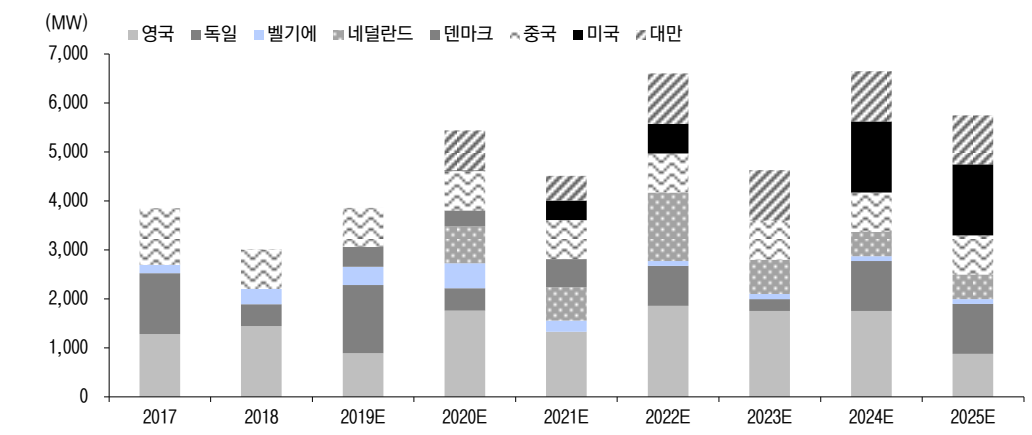
자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 Substation Capex 추이 및 전망



자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

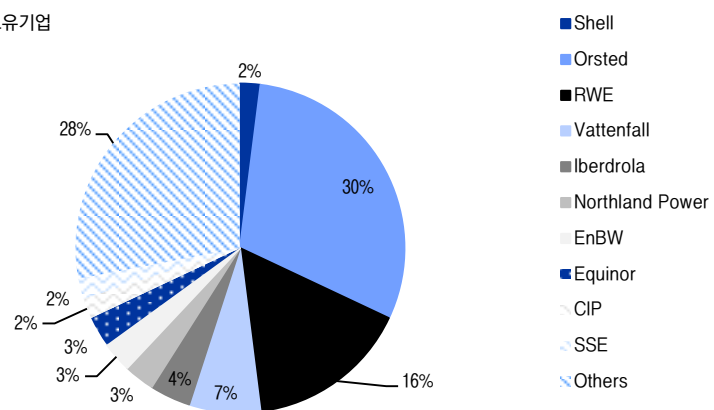
그림4 해상풍력 시장 추이 및 전망



자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 Top 10 해상풍력 자산 보유기업

Top 10 해상풍력 자산 보유기업



자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 해상풍력 사이즈는 커지고 비용은 감소하고 육지에서 거리는 멀어지는 추세

	프로젝트 10년 전	프로젝트 5년 전	프로젝트 현재
해상풍력단지 사이즈	150MW	504MW	846MW
터빈 개수	50	72	94
터빈 사이즈	3.0MW	7.0MW	9.0MW
육지에서 거리	8km	21km	35km
깊이	12m	23m	34m
LCOE	159euro/MWH	84euro/MWH	63euro/MWH

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

세진중공업 (009450)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	82	86	109	147	194
현금 및 현금성자산	5	4	22	35	68
매출채권 및 기타채권	39	21	40	53	60
재고자산	31	52	37	49	55
기타유동자산	7	10	10	10	11
비유동자산	267	282	276	270	266
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	249	256	249	243	238
무형자산	8	8	8	8	8
자산총계	349	368	384	418	460
유동부채	150	194	200	211	217
매입채무 및 기타채무	20	31	37	50	56
단기금융부채	128	161	160	159	159
기타유동부채	1	2	2	2	2
비유동부채	42	16	16	15	15
장기금융부채	39	14	13	13	13
기타비유동부채	3	2	2	2	3
부채총계	192	210	216	226	233
지배주주지분	157	155	166	188	224
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9	9
이익잉여금	126	126	136	159	194
비지배주주지분(연결)	0	3	3	3	3
자본총계	157	158	169	191	227

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	24	21	22	19	40
당기순이익(손실)	2	2	12	25	38
비현금수익비용가감	16	18	8	8	8
유형자산감가상각비	8	8	8	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	9	0	0	0
영업활동 자산부채변동	13	8	2	-13	-7
매출채권 감소(증가)	-23	19	-19	-13	-7
재고자산 감소(증가)	48	-17	15	-12	-6
매입채무 증가(감소)	-10	9	6	13	6
기타자산, 부채변동	-2	-4	0	0	0
투자활동 현금	-12	-19	-3	-3	-4
유형자산처분(취득)	-1	-5	-2	-2	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-6	0	0	0
기타투자활동	-11	-8	-1	-1	-1
재무활동 현금	-12	-3	-1	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-1	-3	0	-1	0
자본의 증가(감소)	-4	-4	-1	-2	-3
배당금의 지급	4	4	1	2	3
기타재무활동	-7	3	0	0	0
현금의 증가	3	-1	18	13	33
기초현금	3	5	4	22	35
기말현금	5	4	22	35	68

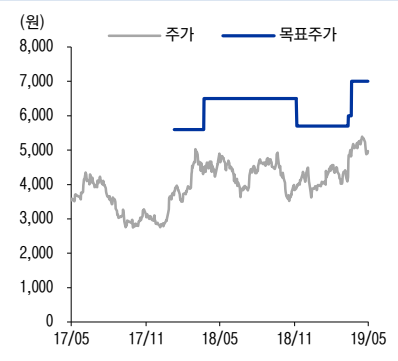
손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	252	218	311	403	494
매출원가	233	198	281	353	424
매출총이익	19	20	30	51	70
판매비 및 관리비	12	12	11	15	17
영업이익	7	8	19	35	53
(EBITDA)	16	17	28	44	61
금융손익	-5	-5	-4	-4	-4
이자비용	5	5	5	5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	0	0	0
세전계속사업이익	2	2	15	31	49
계속사업법인세비용	1	0	3	7	10
계속사업이익	2	2	12	25	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	2	12	25	38
지배주주	2	2	12	25	38
총포괄이익	2	2	12	25	38
매출총이익률 (%)	7.5	9.1	9.7	12.5	14.1
영업이익률 (%)	2.8	3.8	6.1	8.8	10.7
EBITDA마진률 (%)	6.2	7.7	8.9	10.8	12.3
당기순이익률 (%)	0.7	0.8	3.7	6.1	7.8
ROA (%)	0.5	0.5	3.1	6.1	8.7
ROE (%)	1.2	1.1	7.2	13.9	18.6
ROIC (%)	1.7	2.2	4.7	8.8	12.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	57.9	84.3	16.4	7.8	5.0
P/B	0.7	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.4	18.6	12.2	7.4	4.7
P/CF	6.1	7.7	9.6	5.9	4.1
배당수익률 (%)	1.1	0.8	1.0	1.4	2.0
성장성 (%)					
매출액	-41.1	-13.3	42.6	29.6	22.6
영업이익	-63.9	17.5	127.6	85.7	49.4
세전이익	-83.4	-11.2	600.2	111.2	56.4
당기순이익	-90.5	-5.3	557.1	111.2	56.4
EPS	-86.8	-5.3	557.1	111.2	56.4
안정성 (%)					
부채비율	122.3	132.5	127.6	118.3	102.5
유동비율	54.9	44.5	54.3	69.8	89.2
순차입금/자기자본	102.8	103.9	86.5	68.6	42.9
영업이익/금융비용	1.5	1.5	3.9	7.3	11.0
총차입금 (십억원)	168	174	174	172	172
순차입금 (십억원)	161	165	146	131	97
주당지표(원)					
EPS	49	46	303	639	1,000
BPS	4,092	4,048	4,321	4,910	5,840
CFPS	459	505	518	843	1,209
DPS	30	30	50	70	100

자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

세진중공업 목표주가 추이		투자이견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최고 대비	최저 대비	평균 대비	
			2018.01.23	변경	양형모				
			2018.01.23	Buy	5,600	-10.2		-25.7	
			2018.04.06	Buy	6,500	-24.2		-33.4	
			2018.11.20	Buy	5,700	-19.9		-26.9	
			2019.03.27	Buy	6,000	-16.7		-19.3	
			2019.04.04	Buy	7,000				

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)