



기업분석 | 조선/정유화학

Analyst

양형모

02 3779 8843

yhm@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	6,400 원
현재주가	4,580 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(8/14)	1,938.37 pt
시가총액	1,757 억원
발행주식수	38,373 천주
52주 최고가 / 최저가	5,390 / 3,525 원
90일 일평균거래대금	5.69 억원
외국인 지분율	0.7%
배당수익률(19.12E)	1.1%
BPS(19.12E)	4,298 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 2.7%
	6개월 14.4%
	12개월 17.7%
주주구성	윤종국(외 4인) 64.2%
	우리사주 2.0%

Stock Price

세진중공업 (075580)

Engie Fabricom(OHVS 과점 M/S 40%)과 파트너십 체결

Engie Fabricom(OHVS 과점 M/S 40%)과 파트너십 체결

세진중공업은 Engie 그룹의 자회사인 Engie Fabricom과 파트너십을 체결하고 해상고압 변전설비(OHVS) 시장에 본격 진출하기로 합의했다. Engie Fabricom은 2017년 기준 18GW의 OHVS 시장을 선점했고, 2030년까지 115GW를 목표로 하고 있다. 또한 2017년 기준 22기의 OHVS를 설치했고, 유럽 시장에서 EPCIC를 기준 40%의 점유율을 기록하고 있다. OHVS는 진입 장벽이 높은 과점 시장이다.

OHVS는 해상 풍력발전기에서 생산한 전기를 모으고 강압하여 육지로 전달하는데 필요한 설비다. Engie Fabricom은 설계, 특수장비 구매를 담당하고, 앞으로 세진중공업은 구매, 제작, 커미셔닝을 맡기로 했다. 또한 공사의 모든 입찰과 공사 수행을 공동으로 진행하기로 합의했다. 즉 EPCIC를 동시에 수행하는 파트너십 체결이다. 2019년 4분기부터 OHVS 대만 풍력 시장 진출을 시작으로 아시아 시장에 모두 진출할 전망이다. 또한 해상 풍력 하부구조물 등 다양한 기기/장비를 모두 제작/수행 가능하기 때문에 OHVS 뿐만 아니라 추가 수주도 기대된다.

Substation Capex는 8~11% 수준이고, 이를 토대로 추정해보면 연간 15~30억달러 규모의 시장으로 예상된다. 세진중공업은 Engie Fabricom과 소수 기업이 과점하고 있는 OHVS 시장에 진출했기 때문에 앞으로 그 수혜는 상당히 크겠다. 동사는 600MW 규모의 해상풍력단지를 기준 400~700억원 내외 규모를 수주할 것으로 추정한다.

OHVS를 시작으로 해상 풍력 본격 진출 - 기자재 Top-Pick

동사는 2019년 다양한 신규 비즈니스 영역에 진출한다. 앞으로의 성장이 기대된다. 플랜트, LNG탱크, 해상 풍력은 실적 추정치에 아주 보수적인 수준에서 일부만 반영했다. 투자 의견 매수 및 목표주가 6,400원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	252	218	340	422	494
영업이익	7	8	21	35	50
세전계속사업손익	2	2	15	29	44
순이익	2	2	12	23	35
EPS (원)	49	46	303	594	912
증감률 (%)	n/a	-5.3	556.6	96.4	53.5
PER (x)	57.9	84.3	15.1	7.7	5.0
PBR (x)	0.7	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	17.4	18.6	11.8	7.8	5.3
영업이익률 (%)	2.8	3.8	6.0	8.3	10.2
EBITDA 마진 (%)	6.2	7.7	8.5	10.3	11.8
ROE (%)	1.2	1.1	7.3	13.0	17.3
부채비율 (%)	122.3	132.5	149.6	139.2	113.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

Engie Fabricom(OHVS 과점 M/S 40%)과 해상풍력 파트너십 체결

세진중공업은 Engie 그룹의 자회사인 Engie Fabricom 과 파트너십을 체결하고 해상고압 변전설비(OHVS) 시장에 본격 진출하기로 합의했다. Engie Fabricom 은 2017 년 기준 18GW 의 시장을 선점했고, 2030 년까지 115GW 를 목표로 하고 있다. 또한 2017 년 기준 22 기의 OHVS 를 설치했고, 유럽 시장에서 EPCIC 를 기준 40%의 점유율을 기록하고 있다. OHVS 는 진입 장벽이 높은 과점 시장이다.

OHVS 는 해상 풍력발전기에서 생산한 전기를 모으고 강압하여 육지로 전달하는데 필요한 설비다. Engie Fabricom 은 설계, 특수장비 구매를 담당하고, 앞으로 세진중공업은 구매, 제작, 커미셔닝을 맡기로 했다. 또한 공사의 모든 입찰과 공사 수행을 공동으로 진행하기로 합의했다. 즉 EPCIC 를 동시에 수행하는 파트너십 체결이다. 2019 년 4 분기부터 OHVS 대만 풍력 시장 진출을 시작으로 아시아 시장에 모두 진출할 전망이다. 또한 해상풍력 하부구조물 등 다양한 기기/장비를 모두 제작/수행 가능하기 때문에 OHVS 뿐만 아니라 추가 수주도 기대된다.

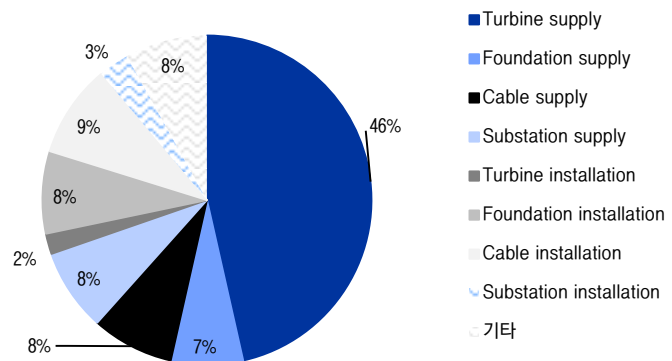
Substation Capex 는 8~11% 수준이고, 이를 토대로 추정해보면 연간 15~30 억달러 규모의 시장으로 예상된다. 세진중공업은 Engie Fabricom 과 소수 기업이 과점하고 있는 OHVS 시장에 진출했기 때문에 앞으로 그 수혜는 상당히 크겠다. 600MW 규모의 해상풍력단지를 기준으로 세진중공업이 수주할 수 있는 규모는 아직 알려지지 않았지만 400~700 억원 내외 규모로 추정한다. 한편 Engie 그룹(구 GDF Suez)은 2018 년 기준 매출액 715 억달러, 영업이익 53 억달러를 기록했고, 직원 수는 약 16 만명인 글로벌 500 대 기업 중 70 위권 수준의 초대형 에너지 그룹이다. Engie 는 최근 EDP 와 해상풍력 건설을 위한 JV 를 설립하는데 150 억유로를 투자한 바 있다. 해상풍력은 본격적인 성장기에 진입했다.

표1 Engie Fabricom 이 수행했던 OHVS 프로젝트

(MW)	국가	규모	프로젝트
1	영국	389	West of Duddon Sands
2	영국	659	Walney 3&4
3	네덜란드	129	Luchterduinen
4	독일	500	HOHE See
5	독일	288	Butendiek
6	독일	396	Merkur Offshore
7	독일	528	GODE Wind 1&2
8	영국	250	Burbo
9	독일	288	Amrunbank
10	영국	219	Humber Gateway
11	영국	580	Race Bank 1&2
12	영국	630	London Array
13	벨기에	165	Belwind
14	벨기에	370	Norther
15	네덜란드	600	Gemini
16	독일	400	Veja Mate

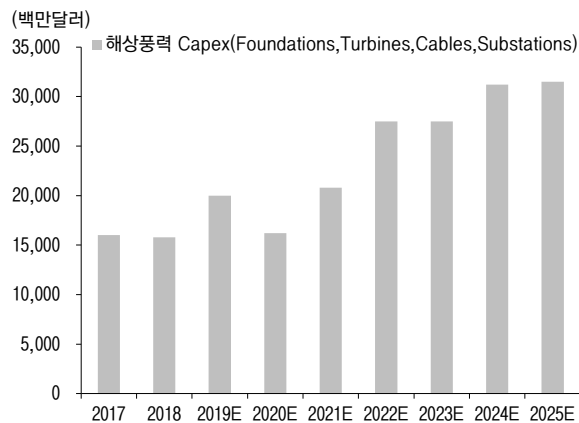
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 Capex 구조 – substation Capex는 8~11% 수준



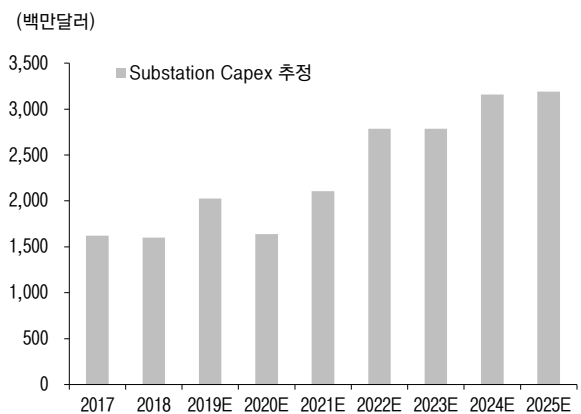
자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 해상풍력 Capex 추이 및 전망



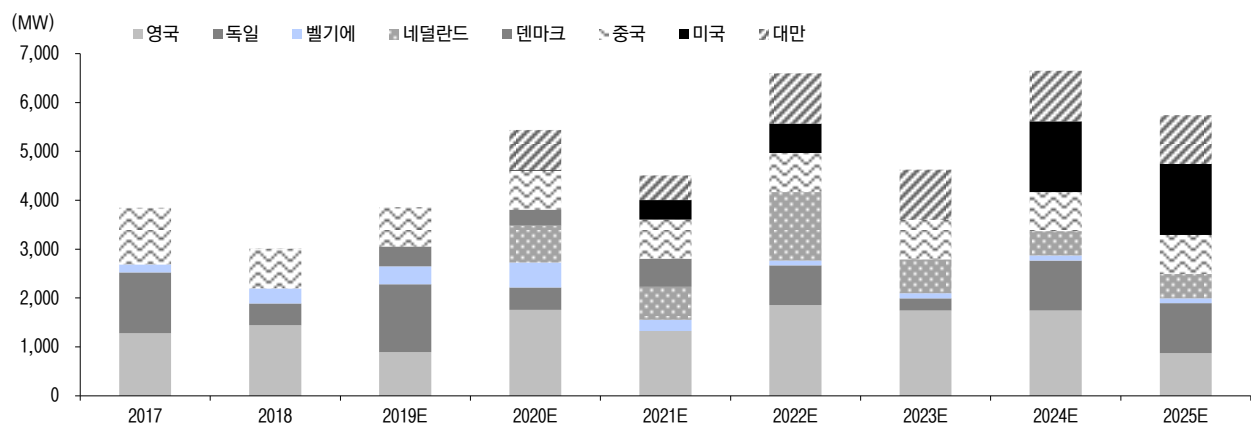
자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 Substation Capex 추이 및 전망



자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 해상풍력 시장 추이 및 전망



자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

세진중공업 (075580)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	82	86	137	172	194
현금 및 현금성자산	5	4	12	15	24
매출채권 및 기타채권	39	21	45	58	65
재고자산	31	52	66	84	90
기타유동자산	7	10	14	14	15
비유동자산	267	282	283	281	279
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	249	256	251	245	240
무형자산	8	8	11	14	17
자산총계	349	368	420	452	473
유동부채	150	194	229	241	232
매입채무 및 기타채무	20	31	45	58	64
단기금융부채	128	161	171	170	154
기타유동부채	1	2	13	13	14
비유동부채	42	16	22	22	20
장기금융부채	39	14	19	18	16
기타비유동부채	3	2	4	4	4
부채총계	192	210	252	263	252
지배주주지분	157	155	165	186	218
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9	9
이익잉여금	126	126	135	156	188
비지배주주지분(연결)	0	3	3	3	3
자본총계	157	158	168	189	221

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	24	21	7	13	34
당기순이익(손실)	2	2	12	23	35
비현금수익비용가감	16	18	-2	8	6
유형자산감가상각비	8	8	8	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	9	-11	0	-2
영업활동 자산부채변동	13	8	-2	-18	-7
매출채권 감소(증가)	-23	19	-24	-13	-7
재고자산 감소(증가)	48	-17	-11	-18	-6
매입채무 증가(감소)	-10	9	12	13	6
기타자산, 부채변동	-2	-4	21	0	0
투자활동 현금	-12	-19	-14	-7	-7
유형자산처분(취득)	-1	-5	-4	-2	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	-6	-5	0	0
기타투자활동	-11	-8	-2	-1	-1
재무활동 현금	-12	-3	14	-3	-18
차입금의 증가(감소)	-1	-3	16	-1	-16
자본의 증가(감소)	-4	-1	-1	-2	-3
배당금의 지급	4	1	1	2	3
기타재무활동	-7	1	0	0	0
현금의 증가	3	-1	8	3	9
기초현금	3	5	4	12	15
기말현금	5	4	12	15	24

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	252	218	340	422	494
매출원가	233	198	306	372	428
매출총이익	19	20	33	50	67
판매비 및 관리비	12	12	13	15	16
영업이익	7	8	21	35	50
(EBITDA)	16	17	29	44	59
금융손익	-5	-5	-4	-5	-4
이자비용	5	5	4	5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	2	2	15	29	44
계속사업법인세비용	1	0	3	6	9
계속사업이익	2	2	12	23	35
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	2	12	23	35
지배주주	2	2	12	23	35
총포괄이익	2	2	12	23	35
매출총이익률 (%)	7.5	9.1	9.8	11.8	13.5
영업이익률 (%)	2.8	3.8	6.0	8.3	10.2
EBITDA마진률 (%)	6.2	7.7	8.5	10.3	11.8
당기순이익률 (%)	0.7	0.8	3.5	5.4	7.1
ROA (%)	0.5	0.5	2.9	5.2	7.6
ROE (%)	1.2	1.1	7.3	13.0	17.3
ROIC (%)	1.7	2.2	4.9	8.1	11.2

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	57.9	84.3	15.1	7.7	5.0
P/B	0.7	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	17.4	18.6	11.8	7.8	5.3
P/CF	6.1	7.7	18.3	5.7	4.3
배당수익률 (%)	1.1	0.8	1.1	1.5	2.2
성장성 (%)					
매출액	-41.1	-13.3	55.7	24.3	17.1
영업이익	-63.9	17.5	145.0	71.5	43.1
세전이익	-83.4	-11.2	607.7	94.2	53.5
당기순이익	-90.5	-5.3	565.8	93.7	53.5
EPS	-86.8	-5.3	556.6	96.4	53.5
안정성 (%)					
부채비율	122.3	132.5	149.6	139.2	113.9
유동비율	54.9	44.5	59.8	71.2	83.7
순차입금/자기자본	102.8	103.9	99.4	85.7	61.1
영업이익/금융비용	1.5	1.5	5.1	6.7	10.1
총차입금 (십억원)	168	174	190	188	170
순차입금 (십억원)	161	165	167	162	135
주당지표(원)					
EPS	49	46	303	594	912
BPS	4,092	4,048	4,298	4,842	5,684
CFPS	459	505	250	801	1,073
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	-23.0	-29.2		
			2019.07.30	Buy	6,400				

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 당사에 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 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 06. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)