

2019. 09. 09

[조선/기계] In-depth

하이투자증권 

최광식(2122-9197)

gs.choie@hi-ib.com

# 빨라지는 LNG-Fuel: 변곡점



## Overweight

커버리지종목

종목명

세진중공업(009540)

투자의견

Buy

목표주가

7,000



# # CONTENTS

## 빨라지는 LNG-Fuel: 변곡점

### [산업분석]

#### Summary

- I. 삼성과 현대의 LNG-Fuel 탱커 24 척 수주 4
- II. 그 의미들: 네 가지 5
  - 1. 신조선 투자 "관망"에서 "실행"으로
  - 2. Frontier의 실행 다음, 후속 투자도 진행 중
  - 3. 한국 조선업의 M/S 개선
  - 4. 한국 조선업의 수익성 제고
- III. 앞으로 벌어질 일들 & 투자포인트 10
  - 1. Frontier를 따라가는 후속 투자 의향 늘 것
  - 1-2. D/F 프리미엄 할인으로, 신조 투자 끌어낼 것
  - 2. LNG-Fuel 최대 수혜주: 한국조선해양
  - 3. "없생", LNG 연료탱커 PICK: 세진중공업

### [기업분석]

세진중공업(075580) \_ LNG-Fuel 시대, 기자재 탐픽  
현대미포조선의 소형 LNG 선과 우리 Cargo 탱커 수주의 의미: 신사업  
LNG 연료탱커 시장 진출: 꾸준한 고마진 아이템이 추가되는 것  
드디어, LPG 선 발주 재개: 본업의 턴어라운드  
상반기 탑라인 서프라이즈 & 목표주가 7,000 원으로 상향

# Summary

## 빨라지는 LNG-Fuel: 변곡점

### 보름만에 한국 조선업 LNG-Fuel 탱커 24 척 수주

8 월 중순 삼성중공업이 D/F 아프라막스 탱커 10 척(0.75 조원)을 수주했고, 지난주 금요일 현대중공업의 LNG-Fuel VLCC 14 척(1.8 조원) LOI 가 알려졌다. 비단 상선 발주 가뭄을 해결했다는 것 이상의 큰 의미가 있다.

### 신조선장 관점 ① 관망 → 실행, ② Frontier 를 따라올 후속 투자

2016년부터 지속되어온 IMO 2020 황산화물 규제에 따른 신조 시장의 “관망”은 2019년 상반기 미중 무역 분쟁 등의 매크로 불확실성으로 더 심해졌다. 그러나 이번 Shell 의 24 척 발주는, 화주와 선주들의 “관망”이 끝나간다는 것을 의미한다. Shell 은 이 24 척 외에도, JP Morgan 을 통해 D/F 21k-DWT 탱커도 미포에 발주했고, AET 와 SCF 의 LNG-Fuel 아프라막스 탱커를 용선해가기도 했다. Shell 이 Frontier 로써 시장을 열고, 운항 레코드를 쌓고 있기에, 후속 “실행”도 빨라질 것이다. 단기 Total 의 VLCC, Hapag-Lloyd 의 23,000-TEU 컨테이너선과, BHP 의 뉴캐슬막스 벌크선 수주를 기다려본다[그림 2].

### 경쟁/수익성의 관점 ③ 한국 조선의 M/S 강화, ④ 수익성 제고

삼성의 탱커 10 척 수주는, 최근이 중국이 저가로 공략하는 아프라막스 였다는 점에서 더 의미가 있다. 호주 BHP 의 210k-DWT 벌크선은 보통은 우리의 공략 선종이 아니다. 모두 LNG-Fuel 이기 때문에 가능한 경쟁 수주이다. 금용으로 뺏긴 CMA-CGM 울트라막스 컨테이너선 이후, 발주된 선종/선형별 세계 최초는 모두 한국으로 발주되고 있다[그림 3]. 이렇듯 LNG-Fuel 이 확산되면, 한국의 M/S도 개선된다.

LNG-Fuel 은, 고부가가치여서 신조선가도 높고, 수익성도 좋다. 이는, 최초 디자인의 한국의 설계, 탭티어 조선사에게만 믿고 맡길 수 있는 독과점성에서 비롯된다. 일반 상선이 BEP 일 때, LNG-Fuel 은 두 자릿수 OPM 이 가능한 것으로 추산된다[그림 4]. 조선사들의 수익성은 좋아질 것이다.

### 투자전략: 신조 시장 회복, 한국조선해양 탐픽, 기자재에서는 세진중공업 관심

IMO 2020 을 코 앞에 두고 있다. Scrubber 와 LNG-Fuel 장착 신조가 크게 늘 것으로 기대 중이다. 앞서 LNG-Fuel 이 선택됨으로써, 단기 임기응변보다는 Break-Thru 를 원하던 Frontier 들을 서두르게 만들 것 같다.

2017년 이후 한국조선해양 > 삼성중공업 순서로, LNG-Fuel 일반상선을 가장 많이 수주했다. 특히 한국조선해양은 벌크, 컨테이너선, 대다수 선형 탱커에서 LNG-Fuel 을 제작 중이다. LNG-Fuel 의 최대 수혜는 한국조선해양이다. 이를 변곡점으로 상선 발주가 재개되는 것도 한국조선해양에게 가장 큰 수혜이다.

LNG-Fuel 로 넘어감으로써, 새로운 아이템이 생겼다. 연료용 LNG 를 보관할 연료탱커이다. IP-멤브레인의 보냉재 2사는 초대형 컨테이너선에서 수혜를 볼 것이고, 그외의 대다수 상선은, Type-C 탱커를 사용한다[그림 5]. 향후 이 신시장/아이템에서 세진중공업이 LPG 탱커처럼 잘할 예정이다. 세진중공업 기업분석 보고서를 함께 발간한다.

# 1. 삼성과 현대의 LNG-Fuel 탱커 24 척 수주

## 1. 보름만에 탱커 24 척 수주 소식: LNG-Fuel!

8월 중순, 삼성중공업의  
아프라막스탱커 10척  
수주: LNG-Fuel

8월 19일(월) 삼성중공업은 탱커 10척, 7,500억원(척당 \$62m) 수주를 공시했다. 이 신조는 Shell 의 Sinokor 를 통한 용선 발주이며, LNG-Fuel 아프라막스 탱커임이 뒤에 확인되었다.

현재 클락슨 기준 아프라막스 탱커 신조선가는 \$48.5m 이어서, LNG-Fuel 관련 \$13.5m(프리미엄 27.8%)이 추가된 것이다. 이 프로젝트는 시장에 알려진 바가 없는 서프라이즈 수주였다. 그리고 8월 19일 주가는 조선주들이 8% 안팎 오르며 반등의 트리거가 되었다.

9월초, 현대중공업의  
VLCC 14척 LOI: LNG-  
Fuel

사실 이 프로젝트 전에, Shell 의 LNG-Fuel VLCC 10척을 본 연구원은 기다리고 있었다. 발주 의향은 2월부터 알려졌는데, John Fredriksen 의 Frontline, Marinakis 의 Capital Maritime, Euronav 의 3개 해운사 경쟁 구도로써, 7월 Frontline-현대중공업의 계약설, 그리고 8월에는 Frontline-대우조선해양의 6척 LOI 루머가 보도된 바 있다.

그리고 지난주 금요일, Capital Maritime 이 용선을 따냈고, 현대중공업에 확정 10척, 옵션 4척의 LOI 를 체결한 것으로 외신에 업데이트되었다. 드디어 나올게 나온 것이다.

그림1. 삼성중공업의 0.75 조원, 탱커 10척 수주 공시: 추가 반등 이끌어

| DART                  |                             | 본문                       |
|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|
| 삼성중공업                 |                             | 2019.08.19 단일판매 · 공급계약체결 |
|                       |                             | 첨부 [+첨부선택+]              |
| <b>단일판매 · 공급계약 체결</b> |                             |                          |
| 1. 판매 · 공급계약 구분       | 공사수주                        |                          |
| - 체결계약명               | 원유 운반선 10척                  |                          |
| 2. 계약내역               | 계약금액(원)                     | 751,300,000,000          |
|                       | 최근매출액(원)                    | 5,265,100,000,000        |
|                       | 매출액대비(%)                    | 14.3                     |
|                       | 대규모법인여부                     | 해당                       |
| 3. 계약상대               | 오세아니아지역 선주                  |                          |
| - 회사의 관계              | -                           |                          |
| 4. 판매 · 공급지역          | 오세아니아지역 <b>Shell → 장금상선</b> |                          |
| 5. 계약기간               | 시작일                         | 2019-08-16               |
|                       | 종료일                         | 2022-01-31               |
| 6. 주요 계약조건            | -                           |                          |
| 7. 계약(수주)일자           | 2019-08-16                  |                          |
| 8. 공시유보 관련내용          | 유보사유                        | -                        |
|                       | 유보기한                        | -                        |
| 9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항  | -                           |                          |

자료:리서치센터

## II. 그 의미들: 네 가지

관망 종료, 투자 재개,  
M/S 강화, 수익성 제고

24 척의 발주는 모두 Shell 이 배후에 있다. Shell 의 LNG-Fuel 아프라막스 탱커와 VLCC 발주의 의미는 크다.

신조 시장의 관점에서 ① IMO 황산화물 규제에 대한 관망 종료, ② Frontier 를 따라올 후속 투자,

그리고 경쟁과 수익성에서도, ③ 한국 조선의 M/S 강화, ④ 수익성 제고를 들 수 있다. 먼저 그 의미를 짚어보자.

### 1. 신조선 투자 "관망"에서 "실행"으로

상반기 신조 시장 반토막:  
미중 무역 분쟁  
&  
2016년부터의 침체  
: IMO 2020 황산화물  
규제에 "관망"

2019 년 상반기 글로벌 신조 발주는 약간 회복했던 2018 년의 반토막, 6 월까지 한국 조선사들의 수주도 YoY -50% 안팎이었다.

상반기 신조 시장의 위축은, 단기 1) 미중 무역 분쟁 등에 따른 매크로 불확실성, 즉 미래 수요(물동량)에 대한 불확실성이 더해졌기 때문이다. 그러나 2016 년부터 더 길고 강하게는, 2) 2020 년 IMO 황산화물 규제에 다른 "고민"과 "관망"이 투자를 미루게끔 작동했다.

이번 Shell 의 LNG-Fuel 탱커들 발주는 Scrubber, LNG-Fuel 에 대한 "결정"을 의미한다.

지금 Shell 은 LNG-Fuel 시장을 주도하고 있다. 세계 최초로 인도된 SCF-현대삼호중공업의 아프라막스 탱커를 Shell 이 용선했고, 말레이시아 AET-삼성중공업의 셔틀탱커도 Shell 이 이용하기로 했다.

그리고 7 월 JP Morgan 을 통해 현대미포조선에 발주한 D/F 화학제품운반선도 Shell 용선 발주이다.

늘 변화는 Frontier 가 열어 제치는 법이다.

## 2. Frontier 의 실행 다음, 후속 투자도 진행 중

Shell 다음,  
Total, Hapag-Lloyd,  
BHP 등의  
후속 LNG-Fuel 발주  
진행형

방금 LNG-Fuel VLCC 가 기다리던 마지막 호재라면, 주가는 흔들릴 수 있다. 그러나 후속으로 Total 도 VLCC 발주를 협의 중이며, Hapag-Lloyd 도 23,000-TEU 에서 D/F 와 Scrubber 를 준비하고 있다. 호주 BHP 는 동북아로 철광석, 석탄을 수출하기 위한 210k-DWT 벌크선 14 척을 발주 예정인데, LNG-Fuel 을 선택했다. 이에 중국과 한국의 현대중공업이 경쟁 중에 있다.

가만, 케이프사이즈급의 벌크선은 중국의 싼 가격 때문에 좀처럼 한국 조선이 하지 않는다. 무슨 일인 걸까?

그림2. Shell 다음, 연내 3개 기대: Total VLCC, Hapag-Lloyd 의 2 번째 울트라막스 컨테이너선, BHP 의 뉴캐슬막스 벌크선 대기 중

| 발표 시점  | 선주          | 화주   | 선종           | 조선사     | 척  | 계획의 내용   |
|--------|-------------|------|--------------|---------|----|--|
| 17년4월  | 러시아 SCF     |      | 셔틀탱커 (아프라막스) | 계획      | 장기 | 2022년까지 60척 아프라막스 탱커를 모두 LNG-Fuel로 선대 리뉴얼 계획 밝힘  |
| 18년3월  | 계획          |      | VLOC         | 설계      |    | 영국 LR선급로부터 250k-DWT VLOC의 LNG-Fuel AIP 취득<br>2017년 호주 Woodside 등과 LNG-Fuel VLOC 공동개발 협의                          |
| 18년8월  |             | VALE | VLOC         | 계획/고민   | 48 | 3세대 48척에 신조 Scrubber + LNG-Ready<br>최근 4척 발주는 일단 LNG-READY로 발주됨  |
| 18년9월  |             | 포스코  | 케이프벌크선       | 계획/발주 중 | 16 | 향후 10년간 LNG-Fuel 20척 발주 계획 밝힘: 호주 철광석<br>18년 7월의 H-line 2척 발주는 그 계획의 시작: 19년 7월 3,4호선 발주                         |
| 18년10월 | 말련 AET      |      | 탱커           | 계획      |    | 첫 DF 엔진 장착 선박 명명식에서,<br>미래 발주의 50% 이상을 LNG-Fuel로 하겠다고 밝힘   |
| 19년2월  | Total       |      | VLCC         | 계획      |    | Shell과 함께 Total도 LNG-Fuel VLCC 발주 추진 중   |
| 19년6월  | Hapag-Lloyd |      | 23,000-TEU   | 입찰 시작   | 6  | Scrubber와 D/F 고민 중   |
| 19년7월  | 호주 BHP      |      | 210k 뉴캐슬막스   |         | 14 | 중국 Cosco Shipping, 일본 MOL, NYK, 대만 U-Ming Marine Transport, 싱가포르 EPS, 노르웨이 Golden Ocean, 2020 Bulkers와 용선발주 협의 중 |

자료:리서치센터

### 3. 한국 조선업의 M/S 개선

세계 최초들이  
2017년부터 발주 중

아래 표는 여태 발주된 LNG-Fuel 상선들의 리스트이다. 선종/선형별로 사상최초 발주이기 때문에, 해운지에서 떠들석하게 다루고, 본 연구원도 관심있게 지켜보고 정리해오고 있는 중이다.

금융으로 뺀  
CMA-CGM 이후  
모두 한국 조선이 수주 중

CMA-CGM 의 울트라막스급 컨테이너선에서의 D/F 를 중국에 뺏기기는 했지만, 한국은 이후 발주된 세계최초들을 모두 수주했다.

현대중공업과 삼성중공업은 SCF 와 AET 등으로부터, 수에즈막스, 셔틀탱커(아프라막스급)에서 LNG-Fuel 을 최초로 수주해, D/F 등을 장착해 건조했고, 일부는 인도되어 운항 중이다.

현대중공업은 포스코가 발주한 케이프사이즈 D/F 벌크선을 작년 2 척, 올해 2 척 수주했다. 포스코는 장차 10 척을 발주 예정이다.

그리고 또 현대중공업은 EPS 의 15,000-TEU 11 척 중 6 척을 D/F 로 계약해 건조 중이다. 이 6 척은 마침 지난주에 MSC 에 용선이 결정되었다.

여기서 주목할 계약은, 현대중공업의 LNG-Fuel Capesize 벌크선과 삼성중공업의 아프라막스 탱커이다.

중국과 늘 경쟁 중인  
한국 조선업

한국 조선은 늘 중국 조선업과의 경합을 치루고 있다.

한국 대형조선사들은 아프라막스 탱커를 가끔만 수주한다. 대형 도크에 맞지 않으며, 중국과의 경합 때문에 채산성이 좋지 않기 때문이다. 삼성중공업은 수에즈막스~아프라막스 도크에서, 비슷한 크기의 드릴쉽, 그리고 최근에는 셔틀탱커를 제작하며 고부가가치를 지향한다.

2019년 상반기, 중국  
조선사들의 아프라막스  
탱커 시장 공략

특히 최근, 2019 년 상반기 상선 침체가 지속되는 가운데, 중국 조선업은 클락슨 신조선가보다 낮게 아프라막스 탱커 시장을 집중 공략해, 30 척 이상을 수주해 걱정거리가 된 바 있다.

그러나 8 월 삼성중공업은 아프라막스 탱커 10 척을 수주했는데, 이는 D/F 이기 때문에 큰 경합 없이 가능했다고 판단한다.

중국의 저가 공세에  
포기한 벌크선  
시장에서도,  
수주를 다시 하게 됨

벌크선도 마찬가지다. 2017 년 VALE 발 VLOC(40 만-DWT) 40 척 세트 발주에서, 한국 해운사들이 더 많은 27 척의 COA 를 따냈지만, 현대중공업은 19 척 수주에 그쳤고, 21 척이 중국으로 발주되었다.

VLOC 도 이정도인데, 케이프 벌크선은 중국 때문에 포기한 선종이었다. 그러나 현대중공업은 LNG-Fuel 이기 때문에, 포스코발 케이프 벌크선을 수주할 수 있었다.

이렇듯 LNG-Fuel 로의 전환은, 1) 설계 대응, 2) 초기 시장에서의 기술 불확실성

등으로, 선주들은 한국 조선사를 먼저 선택하고 있다. 또한 3) LNG-Fuel 을 선택하는 화주와 해운사들은 Frontier 들이어서, 원래 한국 조선을 애용하는 성격의 집단들이 이유도 있을 것이다.

아무튼 기대보다 빠른 LNG-Fuel 로의 전환은, 한국 조선업의 M/S 에 큰 도움이 된다.

그림3. 2017년부터 세계 최초로 발주된 D/F 엔진 장착, LNG-Fuel 일반 상선들(LNG 선들 말고)

| 발표 시점  | 선주                | 화주        | 선종           | 조선사                        | 척  | 내용  | 프리미엄  |
|--------|-------------------|-----------|--------------|----------------------------|----|---|-------|
|        |                   | 개조        |              | 중국 수주                      |    |   |       |
| 17년3월  | 러시아 SCF           |           | 서틀탱커 (아프라막스) | 현대삼호중공업                    | 4  | 세계 최초 아프라막스 탱커에 LNG-Fuel 채택: 연료탱커는 Type-C, XDF<br>신조선가는 강통 \$43m에 \$10m~\$11m 추가(▲25%)                            | △ 26% |
| 17년 4월 | 말련 AET            |           | 서틀탱커 (아프라막스) | 삼성중공업                      | 2  | 2015년 발주한 시리즈 4척 중 3,4호선에 DF 엔진으로 변경<br>신조선가는 15% 오르지만 투자비회수 8년으로 예상<br>2018년10월 명명식: Shell에 용선 & 4월 로테르담에서 첫 병커링 | N/A   |
| 17년6월  | CMA-CGM           |           | 23,000-TEU   | 중국 Jiangnan SY, SCS SB     | 9  | 신조선가는 강통 \$150m에 \$20m 추가(▲13%)<br>8월 중국 2개 조선사(초기 후동중화, 외교교 → 이후 클락슨은 Jiangnan, SCS)로 분할 발주                      | △ 13% |
| 17년11월 | ESL Shipping      |           | 벌크선 26k-DWT  | 중국 Sinotrans & CSC Jinling | 2  | 2013년 가을 발주, 중국 벌크선 중 가장 큰 선박에 적용   | N/A   |
| 18년7월  | H-Line            | 포스코       |              | 현대중공업                      | 2  | 향후 10년간 LNG-Fuel 20척 발주 계획 밝히면서, 1,2호선 계약<br>신조선가는 강통 \$48m에 \$12m 추가(▲25%)                                       | △ 25% |
| 18년8월  | Teekay            |           | 서틀탱커         | 삼성중공업                      | 2  | 신조선가는 \$120m  | N/A   |
| 18년9월  | SCF               | VEB Group | 서틀탱커         | 러시아 Zvezda                 | 2  | Rosneft 20년 용선 기반   | N/A   |
| 18년11월 | EPS               |           | 15,000-TEU   | 현대삼호중공업                    | 6  | 11척 시리즈 중 5척 Scrubber(\$105m), 6척 LNG-Fuel의 D/F (\$120m)을 채택<br>[19년2월] Scrubber 5척 중 2척 CMA-CGM에 용선.             | △ 18% |
| 18년12월 | Hapag-Lloyd       |           | 15,000-TEU   | 개조                         | 1  | 17척 선대 중 1척을, 2019년 중 LNG-Fuel로 개조해 테스트 예정  |       |
| 19년1월  | Sovcomflot        |           | 51k-DWT MR탱커 | 러시아 Zvezda                 | 3  | CO2를 기존보다 27%, NOx를 85% 감축하는 스펙   | N/A   |
| 19년2월  | CMA-CGM           |           | 15,000-TEU   | 중국 Jiangnan                | 5  | 후동중화 5척은 Scrubber, Jiangnan SB 5척은 LNG-Fuel 선택<br>가격은 각각 \$110m, \$130m으로 18% 정도의 프리미엄                            | △ 18% |
| 19년5월  | JP Morgan - Shell |           | MR탱커         | 현대미포조선                     | 4  | 선급 승인 후, 바로 다음주 4척 수주<br>D/F에 프리미엄 \$8m~\$9m  | △ 22% |
| 19년7월  | H-Line            | 포스코       |              | 현대중공업                      | 2  | 18년7월 1,2호선 발주 때 밝힌 중장기 10척 중 3,4호선<br>신조선가는 \$59.5m으로 1,2호선과 동일  | △ 25% |
| 19년8월  | EPS               |           | MR탱커         | STX조선                      | 2  | STX는 19년초부터 디자인을 개발해, Lloyd's Register 승인<br>900-CBM Type-C 탱커 2개 채택  | △ 26% |
| 19년8월  | 장금상선              | Shell     | 아프라막스 탱커     | 삼성중공업                      | 10 | Shell이 장금상선 용선으로 삼성중공업에 10척 발주<br>척당 신조선가 \$62m으로, 아프라막스 선가(클락슨) \$48m + 알파                                       | △ 28% |
| 19년9월  | Capital Maritime  |           | VLCC         | 현대중공업                      | 14 | Capital Maritime이 FrontLine, Euronav를 제치고 Shell의 VLCC 용선사로 선정<br>현대중공업에 확정 10척 +4척에 스팟 물량이 섞여있는 것으로 추정            | △ 22% |

### 4. 한국 조선업의 수익성 제고

LNG-Fuel 의  
20%+ 프리미엄

위의 [그림 3]와 같이 2017 년부터 발주된 LNG-Fuel 일반상선의 알려진 계약금액을 바탕으로, 20%+의 프리미엄이 형성된 것으로 정리된다. 외신도 LNG-Fuel 프리미엄을 20%~30%라고 언급한다.

LNG-Fuel 의 원가 변화

아직 LNG-Fuel 선의 정확한 구조와 추가 장비들은 자세히 알려지지 않았지만, 엔진 변경, LNG 연료 탱커 탑재, 파이프라인과 기타 안전장치 등이 추가로 적용된다. 이에 ASP 20% 인상 대비 원가 상승분을 추정해보면, 아래와 [그림 4]와 같다.

수익성:  
LNG-FUEL 선 투자릿 수  
>> 일반 상선 BEP

엔진은 MAN 의 ME-GI, Wartsila 의 XDF 모두 기존 스팀터빈에 비해 30% 안팎 비싸다. 그리고 연료탱커의 경우, Type-C 탱커의 경우 미포의 소형 LNG 선, LEG 선 등을 바탕으로 추산해볼 때, 역시 2%~3% 정도를 차지할 것으로 추정된다.

즉, ASP 20% 인상에 원가는 6~7% 상승으로, LNG-Fuel 의 마진은 일반 선박보다 크게 높다. 물론 이외에도 설계 비용, 여타 장비 비용 등이 누락되었을 수도 있지만, 누락분이 원가에서 차지하는 부분은 미미할 것이다.

LNG-Fuel 은 고마진을  
의미

즉, LNG-Fuel 은 고수익성을 의미한다. 선주들은 억울할 수 있겠지만, 처음 건조하는 선박이기 때문에 시행착오의 위험 비용이 있으며, 세계 최초이기 때문에 우리의 설계 부가가치가 녹아있는 셈이다. 또한 탭티어 조선사들에게만 믿고 맡길 수 있기 때문에 독과점성이 인정되는 것도 높은 ASP 의 한가지 이유가 되는 것이다.

LNG-FUEL 의 확산은 한국 조선사들의 수익성 개선을 의미한다.

그러나, 분명, 한국 조선업에만 맡길 수 있는, 독과점적인 선박의 수익성은 기존 스팀터빈 일반상선 보다 좋을 것이다.

그림4. LNG-Fuel 선박은 더 높은 수익성을 내고 있을 것으로 추산

|                 | 컨벤셔널<br>NO Extra | LNG-Fuel<br>현재 | LNG-Fuel<br>TO-BE |
|-----------------|------------------|----------------|-------------------|
| 신조선가            | 100 →            | 120 →          | 110               |
| 매출원가            | 98               | 104            | 104               |
| 엔진              | 10 →             | 13             | 13                |
| LNG연료탱커(Type-C) | N/A →            | 3              | 3                 |
| 후판              | 20               | 20             | 20                |
| 인건비             | 20               | 20             | 20                |
| Equipment 및 기타  | 48               | 48             | 48                |
| 이익              | 2                | 16             | 6                 |
| 이익률             | 2%               | 13% →          | 5%                |

자료:리서치센터

### III. 앞으로 벌어질 일들 & 투자포인트

#### 1. Frontier 를 따라가는 후속 투자 의향 늘 것

Total, Hapag-Lloyd,  
BHP 외에도  
다수 투자 의향 보도가  
잡히는 하반기가 될 것

Frontier 의 움직임을 뒤따르는 투자들이 따라붙을 것으로 기대한다. Shell 은 화학제품운반선(JP Morgan-미포), 셔틀탱커(AET-삼성중공업), 쇠빙탱커(SCF-현대삼호중공업), 아프리카막스(Sinokor-삼성중공업), VLCC(Marinakis-현대중공업)을 모두 운영한다. 운항 레코드가 이제 쌓이기 시작한다. 후속으로 Total 도 LNG-Fuel VLCC 신조를 협의 중이며, 여러 오일메이저들도 관심을 보인다는 풍문이다.

Frontier 이후 확산의 속도와 기울기는 예측하기 어렵지만, 방향성은 정해졌다. 더구나 IMO 2020 규제 도입이 코 앞이고, 벌써 저유황유 가격이 큰 폭의 변동성을 보이고 있다.

#### 1-2. D/F 프리미엄 할인으로, 신조 투자 끌어낼 것

여름 빅존의 LNG-Fuel  
VLCC 오보에서 채길 것:  
프리미엄 할인  
Shell 등, 20%  
프리미엄 너무 높다고  
주장해옴

Shell 의 VLCC 가 결국 Marinakis 의 Capital Maritime 으로 선정되었지만, 6월~8월 John Fredriksen(이하, 빅존)의 Frontline 을 중심으로 여러 풍문이 돈 바 있다. 그 풍문에서 인상 깊었던 이슈는, 프리미엄 가격이었다.

2019 년 2 월 Shell 은 한국 조선사들의 D/F 장착 LNG-Fuel 프리미엄이 과도하다며, 중국의 해운사 Cosco Shipping 과 D/F 엔진 VLCC 건조를 협의한다고 밝힌 바 있다. Shell 은 현재 시장에 형성된 D/F 엔진 20% 프리미엄이 과도하다며, 10% 이하가 적당하다고 주장해온 바 있다

7 월 오보에서는  
10/95 = 11%

7 월 빅존이 현대중공업에 LNG-Fuel VLCC 를 발주할 것이라는 보도에서, 신조선가는 기본 옵션 \$95m + LNG-Fuel 관련 Extra \$10m 으로 기술된 바 있다. 즉, VLCC 기본 선가가 \$95m 으로 높기는 하지만, Extra 프리미엄이 10.5%로 낮아졌다는 해석이 가능했다.

즉, LNG-Fuel 관련 시스템 비용을 깎아주면서, 계약을 끌어내었다는 것이다.

LNG-Fuel 프리미엄  
할인 시작이,  
신조 시장 변곡점이 될 것

물론, 이 보도는 루머였고, 결국 Marinakis 가 \$110m(프리미엄 22%)에 현대와 LOI 를 체결했지만, Shell 과 Total 등의 요구처럼 LNG-Fuel 프리미엄이 앞으로 축소될 가능성이 있다. 그리고 이는 신조 시장과 한국 조선업에 호재가 될 것이다. Scrubber 도 VLCC 에 \$3m 안팎의 비용이 추가되는데, 이는 4 년~5 년전 대비 절반 이상 하락한 것이다. Scrubber 가격이 떨어지고, 레코드가 쌓인 2017 년부터 Scrubber 관련 투자가 크게 늘었다.

D/F 시스템 가격 정상화(할인 아님)는, LNG-Fuel 선에 관심 있지만 가격 저항을 느끼던 선주들을 끌어낼 수 있는 트리거로 판단한다.

상선 발주  
 = 한국조선해양  
 (현대중공업 +  
 현대삼호중공업)  
 가장 많고 다양한  
 LNG-Fuel 을 수주한  
 한국 조선해양

### 2. LNG-Fuel 최대 수혜주: 한국조선해양

상선의 발주 재개만으로도, 한국조선해양이 최선호주이다. 해양/LNG 선 등의 경쟁구도에서는 BIG3 사이에서 선택이 필요하지만, 탱커 중심의 발주 회복에서 선택은, 곧 한국조선해양이다.

그런데 상선 발주재개의 트리거는 LNG-Fuel 이다. 2017 년 이후 LNG-Fuel 상선을 가장 많이 수주한 곳도 한국조선해양이다.

15,000-TEU 컨테이너선, 케이프 벌크선, 탱커에서는 21k-DWT, 수에즈막스, VLCC 모두 수주했다. 척수로도 현대중공업, 셔틀탱커의 삼성중공업 순서로 탑티어이다. 대우조선해양은 아직까지 언론 보도 상으로 LNG-Fuel 일반 상선 수주가 없다.

LNG-Fuel 싸이클의 최선호주는 한국조선해양이며, 당사는 한국조선해양, 삼성중공업 최선호주를 견지한다.

### 3. “없생”, LNG 연료탱커 PICK: 세진중공업

없던 것이 생겼다. LNG-Fuel 선박에서, 연료용 LNG 를 보관할 LNG 연료탱커이다. 2017 년 CMA-CGM 울트라막스 컨테이너선에서 IP+Membrane 이 채택되어, 시장은 보냉재 2 사를 수혜로 해석하기도 한다.

그러나 아프라막스와 셔틀탱커에서는 Type-C 탱커가 사용되었고, 관심있게 지켜봐온 VLCC 도 7,500-CBM Type-C 탱커가 탑재되는 것으로 보도되고 있다.

이 Type-C 탱커 제작이 새로운 조선기자재업의 아이템이 되었다. 초도품은 조선사에서 직접 만들고, 몇몇 비상장 협력사에게 맡겨온 것으로 들린다.

그러나 상장사 중에서, 세진중공업이 이를 준비하고 있다.

다음 세진중공업 기업분석 자료를 통해서, 그 준비과정과 어닝 임팩트를 살펴보겠다.

그림5. 아프라막스 탱커의 데크에 Type-C 탱커가 장착된 사례



자료:리서치센터

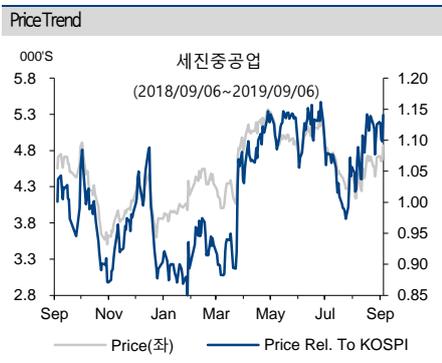
# 세진중공업 (075580)

Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 7,000 원(상향) |
| 증가(2019/09/06) | 4,890 원     |
| 상승여력           | 43.1 %      |

| Stock Indicator |               |
|-----------------|---------------|
| 자본금             | 22십억원         |
| 발행주식수           | 3,837만주       |
| 시가총액            | 188십억원        |
| 외국인지분율          | 0.8%          |
| 52 주 주가         | 3,525~5,390 원 |
| 60 일평균거래량       | 114,664 주     |
| 60 일평균거래대금      | 0.5십억원        |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M  | 6M   | 12M  |
|----------|------|-----|------|------|
| 절대수익률    | 11.8 | 2.4 | 21.5 | -3.2 |
| 상대수익률    | 7.2  | 5.5 | 27.5 | 8.8  |



| FY           | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)     | 218   | 305   | 321   | 356   |
| 영업이익(십억원)    | 8     | 16    | 21    | 22    |
| 순이익(십억원)     | 2     | 6     | 15    | 16    |
| EPS(원)       | 46    | 166   | 384   | 421   |
| BPS(원)       | 4,048 | 4,195 | 4,559 | 4,959 |
| PER(배)       | 84.3  | 29.4  | 12.7  | 11.6  |
| PBR(배)       | 1.0   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| ROE(%)       | 1.1   | 4.0   | 8.8   | 8.8   |
| 배당수익률(%)     | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| EV/EBITDA(배) | 17.8  | 13.4  | 11.0  | 10.3  |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

# LNG-Fuel 시대, 기자재 탑픽

## 현대미포조선의 소형 LNG 선과 우리 Cargo 탱커 수주의 의미: 신사업

동사는 8 월초 현대미포조선이 18 년말 수주한 30k-CBM LNG 선의 Cargo 탱커를 수주했다. LNG 보냉재여서, 한국카본과 동성화인텍을 먼저 떠올리시는 투자자분들도수 있겠지만, 이는 IP+Membrane 이 아닌 Type-C 탱커이다[그림 1]. 그런데 소형 LNG 선 뿐 아니라, LNG 연료탱커에도 이 Type-C 가 사용된다!

## LNG 연료탱커 시장 진출: 꾸준한 고마진 아이템이 추가되는 것

보름 사이 삼성중공업과 현대중공업이 LNG-Fuel 아프리카막스를 10 척, VLCC 를 14 척 수주했다. 본격적으로 LNG-Fuel 시장이 열리려고 한다. 이와 함께 Type-C 탱커도 “없던 것이 생”긴다. 동사는 물적분할로 (가칭) 온산마린텍을 설립했고, LNG 연료탱커 시장에 집중하려 한다[그림 5]. 여태 한국조선해양 등은, 내작 또는 협력사를 통해 제작해왔는데, 동사는 2017 년 비슷한 LEG 탱커를 제작하고, 올해 미포의 LNG 선 Type-C 탱커를 수주함으로써, 성공적으로 LNG 연료탱커 시장 진입을 알렸다[그림 4].

당장 한국조선해양 등이 이를 어디로 맡길지는 불투명하다. 그러나 과거 2009 년 LPG 탱커를 첫 수주한 이후, 품질, 납기, 원가 경쟁력으로 한국조선해양의 LPG 탱커를 대다수 담당하게 된 것처럼, LNG 연료탱커도 마찬가지로 갈 것으로 예상된다. 본 연구원은, 첫 제품이지만 척당 소형~대형선 4 억원~15 억원으로 추산해 보았다[그림 6]. 몇 년 후 30 척의 LNG-Fuel 을 건조하면, 동사도 300 억원의 매출이 추가된다. LPG 탱커처럼 1 척~52 척의 큰 변동성 없이, 꾸준히 확대되기만 할 것이다.

## 드디어, LPG 선 발주 재개: 본업의 턴어라운드

동사의 수익성 결정 변수 중 하나인 LPG 탱커 발주도 재개된다. 한국조선해양과 현대미포조선이 총 8 척의 LPG 선을 수주했다. LPG 는 VLGC 가 운임이 급등하고 있고, 중형 LPG 선은 잔고/선대가 4%를 하회한다[그림 7,8].

## 상반기 탑라인 서프라이즈 & 목표주가 7,000 원으로 상향

2 분기 매출은 서프라이즈였다[그림 11]. 가이드스를 크게 넘기는 매출을 기록 중인 것은, 1) 한국조선해양의 외주 증가, 2) 한국 MFC 모듈 수주 덕분이며, 연말에는 3) 부유식 풍력시장 진입도 도모하고 있다.

동사 목표주가를 7,000 원으로 상향[그림 12]하고, LNG-Fuel 이라는 큰 변화의 길목에서, 대형 조선주와 함께, 꼭 가져갈 기자재 회사로 추천한다.

## I. 투자포인트

### 1. 현대미포조선의 LNG 선 Cargo 탱커 수주

세진중공업이  
LNG Cargo Tanker 를  
수주!?

동사는 현대미포조선으로부터 LNG (보관)탱커를 수주했음을 8 월 12 일 공시했다. 이 소형 LNG 선은 현대미포조선이 2018 년 12 월 수주한 30k-CBM LNG 선으로 Cargo Tanker 로 Type-C 를 채택했다.

LNG 선 Cargo 탱커여서 의아할 수 있는데, 이 소형 LNG 선에는 우리가 흔히 알고 있는 Membrane 보냉자가 아닌 Type-C 탱커가 적용되었다.

탱커제작:  
LPG → LEG → LNG 까지  
성장

동사는 2009 년부터 현대중공업 그룹의 LPG 탱커 제작을 시작해 현재 한국조선해양의 대다수(삼호중공업도 2018 년부터 담당 시작) LPG 탱커 제작을 전담하고 있다.

이후 2017 년에는 현대미포조선이 수주한 에틸렌 운반선의 LEG 탱커도 제작해, LNG 탱커를 향한 계단을 밟았고, 이제 LNG 탱커도 만들 수 있는 회사로 업그레이드했고, 8 월에 드디어 LNG 탱커도 제작하게 된 것이다.

LPG 탱커와 같이,  
미포의 소형 LNG 선도  
이제 이익 기여 아이템

향후 소형 LNG 선 시장이 열리고, 현대미포조선이 수주하는 소형 LNG 선의 Type-C Cargo 탱커를 동사가 전담하게 된 것이다. LPG 와 같은 좋은 아이템이 하나 더 생긴 것이다.

그 이상

그런데 이는, 비단 LNG 선 탱커만으로 끝나는 것이 아니다. 더 큰 시장이 기다리고 있다.

그림1. LNG 보관 탱커와 연료 탱커에서 가능한 기술들: 소형 LNG 연료탱커로써 Type-C 탱커가 속속 채택되고 있음

| 종류             | 구분  | 현황  | 비고              | 세진중공업 | 방식                     |
|----------------|-----|---|-----------------|-------|------------------------|
| Membrane (비압력) | 일체형 | 대형 컨테이너선 적용 설계 완료                           | 모든 선종 적용 가능     |       | GTT NO96, GTT Mark III |
| Type-C (압력식)   | 독립형 | 114K 아프라막스급 유조선 적용 완료                       | 중소형 선종 강점       | ○     | Cylindrical, Bilobe    |
| Type-B (비압력)   | 독립형 | 세계최초 14,700 TEU급 컨테이너선 탑재 건조 중 ('20년 인도 예정) | 중대형 선종 강점       | ○     | Moss, Prismatic        |
| Type-A         | 독립형 | VLOC용/컨테이너선용 연료 탱크 개발 완료                    | 중소형 탱크 적용 선종 강점 | ○     | Prismatic              |
| RW-LPV* (비압력)  |     | VLOC용/컨테이너선용 연료 탱크 개발 완료                    | 중소형 탱크 적용 선종 강점 |       |                        |
| 9% 니켈 용접재      |     | 당사 개발 LNG 연료탱크 용접재 (비파괴검사 합격률 99%)          | 모든 연료탱크 적용      |       |                        |

자료:리서치센터

그림2. 제 2018년 12월 현대미포조선의 최초 소형 LNG 선 수주 → 8개월 후, 세진중공업 Type-C LNG 탱커 수주

단일판매 · 공급계약 체결

|  |                        |                   |
|--|------------------------|-------------------|
| 1. 판매 · 공급계약 구분  | 공사수주                   |                   |
| - 체결계약명  | LNG 운반선 1척 수주          |                   |
| 2. 계약내역  | 계약금액(원)                | 85,900,000,000    |
|  | 최근매출액(원)               | 2,453,400,000,000 |
|  | 매출액대비(X)               | 3.50              |
| 대규모법인여부  | 해당                     |                   |
| 3. 계약상대  | KNUITSEN, DAS SHIPPING |                   |
| - 회사와의 관계  | -                      |                   |
| 4. 판매 · 공급지역   | 노르웨이                   |                   |
| 5. 계약기간  | 시작일                    | 2018-12-05        |
|  | 종료일                    | 2021-01-04        |
| 6. 주요 계약조건   | -                      |                   |
| 7. 계약(수주)일자  | 2018-12-05             |                   |
| 8. 공시유보 관련내용   | 유보사유                   | -                 |
|  | 유보기한                   | -                 |
| 9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항   | -                      |                   |
| 1. 상기 최근매출액은 2017년말 연결재무제표 기준이며, 계약금액과 최근매출액은 역할 미만에서 각각 반출됨함. |                        |                   |
| 2. 상기 계약금액은 계약일 매미기준환율인 1USD = 1,109.80원을 적용하여 계산한 금액임.        |                        |                   |
| ※ 관련공시   | -                      |                   |

단일판매 · 공급계약 체결 (자율공시)

|   |                   |                 |
|---|-------------------|-----------------|
| 1. 판매 · 공급계약 구분                             | 기타 판매 · 공급계약      |                 |
| - 세부내용                                      | LNG CARGO TANK 제작 |                 |
| 2. 계약내역                                     | 계약금액(원)           | 5,680,000,000   |
|   | 최근매출액(원)          | 218,222,361,073 |
|   | 매출액대비(X)          | 2.6             |
| 대규모법인여부                                     | 미해당               |                 |
| 3. 계약상대                                     | (주)현대미포조선         |                 |
| - 회사와의 관계                                   | -                 |                 |
| 4. 판매 · 공급지역                                | 국내(울산)            |                 |
| 5. 계약기간                                     | 시작일               | 2019-08-12      |
|   | 종료일               | 2020-05-28      |
| 6. 주요 계약조건                                  | -                 |                 |
| 7. 계약(수주)일                                  | 2019-08-12        |                 |
| 8. 기타 투자판단과 관련한 중요사항                        |                   |                 |
| - 상기 '2. 계약금액'은 부가가치세 제외 금액입니다.             |                   |                 |
| - 상기 '2. 최근매출액' 금액은 2018년 연결재무제표 기준입니다.     |                   |                 |
| - 상기 계약기간 및 계약금액은 발주처 등의 요청에 따라 변경될 수 있습니다. |                   |                 |
| ※ 관련공시                                      | -                 |                 |

자료:리서치센터

그림3. 이미 2017년 현대미포조선의 LEG(에틸렌운반선)을 통해 LNG 탱커 시장 진입을 준비함

현대미포조선, 에틸렌운반선 2척 추가 수주...

조선비즈 | 윤민혁 기자

입력 2017.04.03 17:40

현대미포조선은 지난달 27일 노르웨이 '솔방(Solvang)'으로부터 에틸렌운반선(LEG선) 2척을 수주한 데 이어 두 척의 옵션이 추가로 발표돼 총 4척의 LEG선을 수주하게 됐다고 3일 밝혔다.



해당 선박은 2만1000여톤 LEG선이다. 현대미포조선 (99.650원 ▼ 50 -0.13%)측은 구체적인 계약금액을 밝히지 않았지만, 조선업계는 현재 중형 선박의 시장 가격이 적당 5000만원(560억원) 수준인 것으로 미루어 볼 때 총 계약금액이 2억달러(2240억원) 이상일 것으로 분석한다.

세진중공업, 현대미포조선 LEG TANK 수주

【뉴스1】 윤민혁 기자



【울산=뉴스1】조현철 기자 = 세진중공업(대표이사 허진국)은 17일 공시를 통해 현대미포조선으로부터 에틸렌 운반선(LEG선) 4척에 대한 예정된 저장탱크(LEG TANK)를 153억원에 천왕 수주계약했다고 밝혔다.

현대미포조선에서 이번엔 신조하는 선박은 노르웨이 선사인 Solvang ASA의 2만1000여톤 에틸렌 운반선.

이 가운데 세진중공업이 제작하는 에틸렌 저장장치(LEG TANK)는 니켈강 재질의 파물창으로 길이 104cm의 낮은 온도에서도 안정적으로 파물을 운송할 수 있다.

자료:리서치센터

## 2. LPG 연료탱커 시장 진입 & 물적분할

**자료를 쓰는 이유:**  
LNG-Fuel 시대가  
펼쳐지고 있기 때문

미포의 소형 LNG 선 수주 한달 후에 자료를 내는 이유는, 지난주의 Shell-Capital Maritime 이 현대중공업에 발주한 LNG-Fuel VLCC 14 척과 지지난주의 Shell-장금상선이 삼성중공업과 계약한 LNG-Fuel 아프라막스 탱커 10 척 때문이다.

**없생: LNG 연료탱커**

현대중공업과 삼성중공업이 세계 최초 LNG-Fuel 쇠빙 탱커, 아프라막스 탱커를 수주했고 일부 내보내면서, 일반상선에서의 LNG-Fuel 시대를 열었다. LNG-Fuel 선박에서 “없던 것이 생기는데” 바로 LNG 연료탱커이다.

이 선박에 필요한 LNG 연료탱커는 내작, 또는 비상장 협력사를 통해 제작하고 있는 것으로 알고 있다.

**세진중공업:**  
LNG 연료탱커 시장  
진입 시도 중

그런데, 동사는 LPG 와 LEG 를 거치며 학습하고, 이제 LNG 연료탱커 선급 승인을 받고 미포의 LNG 보관 탱커(Type-C)도 수주하면서, LNG Type-C 탱커 시장에 진입했다. 그리고 동일한 Type-C 의 LNG 연료탱커 시장에도 진입 도모 중이다.

한국조선해양은, LPG 탱커 때처럼, 처음에는 조금씩 맡겨볼 터이다. 그러나 그때처럼 납기/원가 경쟁력을 edge 로, 한국조선해양그룹의 LNG 연료탱커 대다수를 담당하게 될 것으로 기대한다.

그림4. 2009년 LPG, 2017년 LEG를 거쳐, 드디어 2019년 LNG 탱커 시장 진입

| 종류       | 비등점    | WPS          | 생산이력                          | 이미지   |
|----------|--------|--------------|-------------------------------|---|
| LPG 탱커   | -42도씨  | Ni.3%        | 누적생산 200척 초과                  |  |
| LEG 탱커   | -104도씨 | Ni.5%        | 현대미포조선 4척 제작                  |  |
| LNG 탱커   | -162도씨 | Ni.7%, Ni.9% | 2Q19 선급 인증<br>→ 3Q19 미포로부터 수주 |  |
| LNG 연료탱커 | -162도씨 | Ni.7%, Ni.9% | 수주 협의 중                       |  |

자료:리서치센터

**온산마린텍 설립:  
LNG 연료탱커  
전담하지 않을까 추측**

동사는 8월 5일 회사분할결정을 공시했는데, 30 억원에, 191 억원의, 2 만평 토지를 보유한 “온산마린텍”을 물적분할을 통해서 100% 지배, 비상장, 종속회사로 독립시켰다.

그리고 분할 목적으로써, “환경기계 제품 부문 분할을 통해 사업운영 효율성 도모”라고 설명했다.

본 연구원은, 동사가 장차 스크리버와 LNG-Fuel 연료탱커를 이 종속사에서 집중적으로 다룰 것으로 예상한다. CleanMarine 과의 후속 협의가 없는 바, 사실상 이 곳은 Type-C LNG 연료탱커 집중 생산 기지가 될 것으로 보인다.

그림5. 물적분할로 비상장 종속사 “온산마린텍(가칭)” 설립: LNG 연료탱커 쪽으로 집중할 것으로 추정됨

| 구 분     | (억원)  |       | 온산마린텍(가칭) 분할 목적   |
|---------|-------|-------|---|
|         | 세진중공업 | 온산마린텍 |   |
| 자산      |       |       | -분할대상사업을 독립법인으로 분리 경영함으로써 분할대상사업의 전문성을 특화하고 그 특성에 적합한 기동성 있는 경영활동을 수행하여 경영효율성 및 전문성을 제고하고 책임경영체제의 토대를 마련                                |
| 유동자산    | 1,154 | -     | -분할대상사업에서 새로운 수익 창출 모델을 개척하고, 창출되는 수익을 해당 사업에 재투자함으로써 사업의 집중력 제고 및 경쟁력을 강화하고, 이를 통해 전문회사로서의 성장 및 수익창출에 의한 주주가치 극대화를 추구                  |
| 비유동자산   | 2,562 | 191   | -존속하는 회사(세진중공업)는 분할대상사업의 경영효율성 강화를 통한 가치를 극대화하는 동시에 존속하는 회사의 가치제고를 추구   |
| 자산총계    | 3,716 | 191   |   |
| 부채      |       |       | <b>분할 효과</b>  |
| 유동부채    | 2,034 | 90    | -물적분할로서 분할자회사 지분 100% 보유  |
| 비유동부채   | 130   | 70    | -연결실제에 따른 실질 변동 없음  |
| 부채총계    | 2,165 | 160   | -세진중공업 K-IFRS 별도기준 부채비율 약 10% 감소(개선)<br>-환경기계 제품부문 분할을 통해 사업운영 효율성 도모   |
| 자본      |       |       | <b>분할 신설부문 설명</b>   |
| 자본총계    | 1,551 | 31    | -기 투자완료된 강양-우봉지구 토지 보유  |
| 부채와자본총계 | 3,716 | 191   | -기 공시된 사업보고서 - 사업의 내용- 라. 설비의 신설, 매입 계획 참고<br>-해당 보유부지에 환경기계(스크리버 등) 제품 제조사업 신규사업 계획에 따른 분할<br>-세진중공업은 직영 제조인력을 보유하지 않는 정책 유지, 사업효율성 증대 |

자료:리서치센터

**어닝 임팩트: P 추정**

다행히 처음 도입되는 떠들석한 세계 최초 LNG-Fuel 상선들이어서, 연료탱커의 규격과 크기는 종종 보도를 통해서 접할 수 있다. VLCC 에는 6,000-cbm 안팎(3,000-cbm x 2 개)으로 널리 알려졌고, 이번 Shell 의 VLCC 에는 7,500-cbm 이 사용될 것으로 전한다.

현대미포조선이 수주한 D/F MR 탱커에는 1,800-cbm(900-cbm x 2 개)

**척당, 협력사의 몫은 4 억원~15 억원**

그러나, 가격은, 처음 도입되는 아이템이어서, 기존 일부 제작된 Type-C 연료탱커도 내작 또는 비상장 협력사 담당이어서, 정확한 가격이 알려지지 않았다.

과거 LEG 탱커 등에서의 가격을 바탕으로 볼 때, VLCC 의 7k-CBM 연료탱커에 12 억원 안팎의 사급 공사가 추정된다.

삼성중공업과 현대중공업이 한달 사이 30 여척의 LNG 연료탱커 수요를 만들어냈고, 이를 모두 동사가 맡게 될 경우, 300 억원~400 억원의 매출과 50 억원 안팎의 이익이 추가된다.

**향후 300 억원으로 시작해 변동성 없이 꾸준히 늘어나지만 할 LNG 연료탱커라는 새로운 아이템 추가**

장차 한국조선해양이 30 척~50 척의 연료탱커를 필요로하고, 동사가 이를 모두 전담할 경우, 매출(척당 ASP 10 억원 가정)이 300 억원의 매출이 추가되고, 이 아이템은 LPG 탱커처럼 마진이 좋을 전망이다.

또한 동사의 매년 LPG 탱커 제작 갯수는 1 척~52 척으로 변동성이 너무 컸다. LNG 연료탱커는 향후 꾸준히 채택율이 늘어나면서 꾸준히 늘기만 할 것이다. 소형 LNG 선 Cargo 탱커와 함께 LNG 선 연료탱커는 동사의 실적 성장을 이끌 좋은 새 아이템이다.

그림6. 제 LNG 연료탱커 가격 추정: 대형선~소형선에 척당 15 억원~4 억원 추정(척당 10 억원 가정으로 분석 예정)

| 가스선           | 보냉재 타입 | 공급처    | 탱커 (CBM)  | 납품금액 (억원) | 억원/k-CBM |
|---------------|--------|--------|-----------|-----------|----------|
| LEG 탱커        |        | 세진중공업  | 21k       | 38        | 1.8      |
| LNG선          | 멤브레인   | 카본,화인텍 | 170k      | 250       |          |
| 소형 LNG선       | Type-C | 세진중공업  | 30k       | 56        | 1.9      |
| 평균            |        |        | 67.2k     | 80.8      | 1.2      |
| LNG-Fuel 일반상선 |        |        | 연료탱커(CBM) |           |          |
| 기 수주 → 제작 중   |        |        |           |           |          |
| 22,000-TEU    | 멤브레인   | 이영산업기계 | ??        | 50(e)     |          |
| 아프라막스         | Type-C |        | ??        | ??        |          |
| 21k MR탱커      | Type-C |        | 6k        | ??        |          |
| 야드 → 세진       |        |        |           |           |          |
| 18,000-TEU    | Type-C |        | ??        | 15(e)     |          |
| 시장 품문         |        |        |           |           |          |
| VLCC          | Type-C |        | 7k        | 12(e)     | 1.7(e)   |
| MR            | Type-C |        | 2k        | 4(e)      | 2.0(e)   |
| 210k 벌크       | Type-C |        | 6k        | 11(e)     | 1.8(e)   |

자료:리서치센터

### 3. LPG 발주재개

**한국 조선해양의  
LPG 선 8 척 수주하면서  
LPG 싸이클 재개 신호**

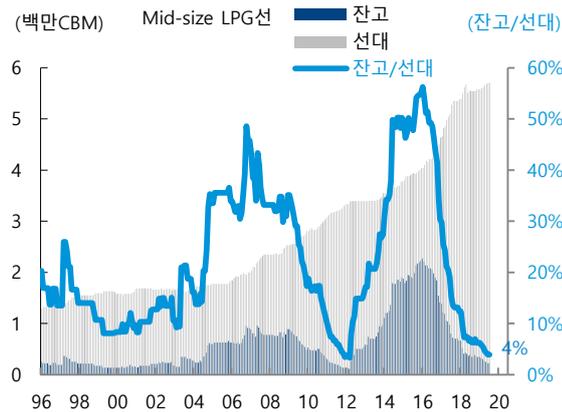
동사의 수익성을 결정하는 LPG 발주싸이클도 시작되고 있다.

현대중공업이 신/구 파나마운하를 모두 통과가능한 86k-CBM, 90k-CBM 디자인을 시장에 제시했고, KSS 해운으로부터 3 척, Trafigura 로부터 2 척을 수주했다.

현대미포조선도 지난주에만 38k-CBM LPG 선을 Thenamaris, 멕시코 Nieto 로부터 각각 2 척, 1 척 수주했다. 특히 중형 LPG 선의 잔고/선대 비율은 3.8% 안팎으로 타선종에 비해 크게 낮으며, 역사적 저점이다.

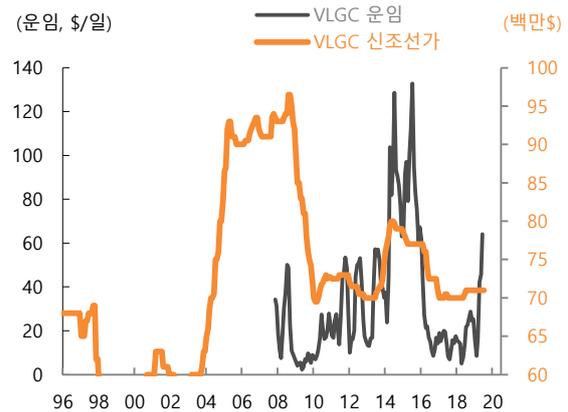
작년 10 척, 올해 15 척으로 LPG 탱커 납품이 진행된 후, 2020 년 크게 줄 예정이었지만, 지금 시작된 수주로 많이 채워질 것으로 기대된다.

그림7. 잔고/선대 4%를 하회하는 중형 LPG 선



자료:리서치센터

그림8. VLGC 운임 급등하며, 발주 나오는 VLGC



자료:리서치센터

## II. 실적 & VALUATION

### 1. 상반기 벌써 가이던스 큰 폭 상회

상반기  
가이던스 및 컨센서스보다  
높은 매출 시현 중

올해 2,700 억원의 매출 가이던스를 제시했다. 95%가 한국조선해양과 협의한 물량 계약에서 나오기에, 매출 목표는 매년 믿을만하다. 그런데 틀렸다. 상반기 벌써 1,560 억원을 기록해 3,000 억원을 웃도는 매출이 확실시된다.

이는 1) 현대중공업에서 물량이 연초 계획보다 더 나오고 있고, 2) 최근 수주한 한국의 유화공장 모듈(240 억원 중 올해 60% 매출) 때문이다.

2020년 서프라이즈 가능  
: LNG-Fuel 과 풍력  
미반영

기대보다 실적 성장세가 좋고, 내년까지도 탑라인 성장도 현대중공업을 따라가고 있다. 고정비효과로 이익단 성장폭은 더 좋을 전망이다.

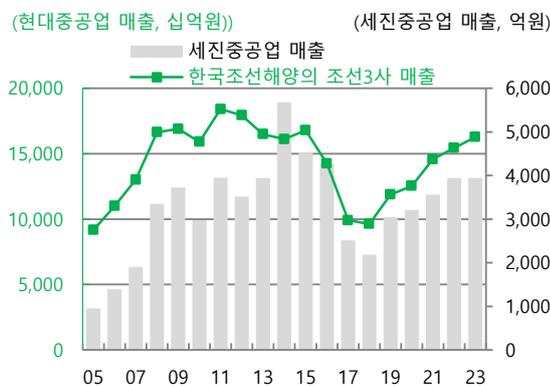
회사는 연말 부유식 해상풍력시장 진입도 준비하고 있다. 또한 아래 모델에 LNG-Fuel 탱커는 반영하지 않았다. 내년도 올해처럼 또 서프라이즈일 수 있다.

그림9. 세진중공업 실적 예상

|          |       |       |       |       |       |       |       |       |       | (억원)  |       |       |  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| 세진중공업    | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  |  |
| 가이던스 매출  |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 2,300 | 2,700 |       |  |
| 매출액      | 380   | 520   | 617   | 665   | 649   | 911   | 725   | 763   | 2,518 | 2,182 | 3,048 | 3,211 |  |
| 영업이익     | -24   | 29    | 35    | 44    | 30    | 48    | 39    | 44    | 71    | 84    | 161   | 209   |  |
| 금융/기타영업외 | -11   | -19   | -5    | -28   | -12   | -19   | -17   | -17   | -48   | -63   | -65   | -18   |  |
| 세전사업이익   | -35   | 10    | 31    | 16    | 18    | 30    | 22    | 27    | 24    | 21    | 97    | 191   |  |
| 지배주주순이익  | -33.3 | 11    | 28    | 13    | 13.2  | 19    | 14    | 17    | 19    | 18    | 64    | 147   |  |
| 영업이익률    | -6.4% | 5.6%  | 5.7%  | 6.6%  | 4.7%  | 5.3%  | 5.4%  | 5.7%  | 2.8%  | 3.8%  | 5.3%  | 6.5%  |  |
| 지배주주순이익률 | -8.8% | 2.1%  | 4.5%  | 1.9%  | 2.0%  | 2.1%  | 2.0%  | 2.3%  | 0.7%  | 0.8%  | 2.1%  | 4.6%  |  |
| EPS(원)   | -87   | 28    | 72    | 33    | 34    | 50    | 37    | 45    | 49    | 46    | 166   | 384   |  |
| BPS(원)   | 3,978 | 4,007 | 4,078 | 4,048 | 4,030 | 4,083 | 4,120 | 4,195 | 4,092 | 4,048 | 4,195 | 4,559 |  |

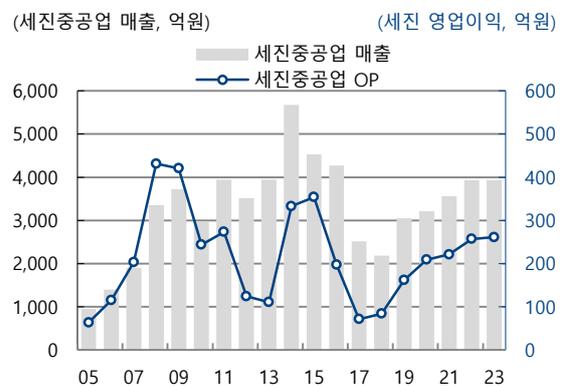
자료:리서치센터

그림10. 한국조선해양의 매출을 따라갈 세진중공업 탑라인



자료:리서치센터

그림11. 세진중공업 연간 매출과 이익: 턴업 구간



자료:리서치센터

## 2. VALUATION & 목표주가

실적 기대 이상,  
 목표주가 7,000 원으로  
 상향

상반기 동사 실적은 당시 기대보다 좋아 2020 년 실적 추정치를 올린다. 또한 적정주가 산출의 타임라인을 2019 년~2020 년 평균과 동일한 타겟 PBR 1.5 배에서 동사 목표주가를 기존 6,000 원에서 7,000 원으로 올린다. 목표주가는 2020 년 PER 로 18 배 수준이다.

인근지역에 200 만원대에 매각된 동사의 울산 20 만평 부지를 자산재평가(평균 150 만원)한 후의 VALUATION 으로는 1 만원 중반 적정주가가 나오며, 현재 PBR 은 0.5 배에 불과하다.

그림12. 실적 추정치 상향으로, 목표주가 7,000 원으로 상향

| PBR Valuation   | 2018년 | 2019년 | 2020년 | PER 크로스체크 | 2018년 | 2019년 | 2020년 | 자산재평가 시         | 2019년  | 2020년  |
|-----------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|
| EPS             | 46    | 166   | 384   | 매출액       | 2,182 | 3,048 | 3,211 | EPS             | 4,166  | 4,384  |
| BPS             | 4,048 | 4,195 | 4,559 | 영업이익      | 84    | 161   | 209   | BPS(자산재평가)      | 8,195  | 8,559  |
| PBR(고)          | 1.27  | 1.25  |       | 지배주주순이익   | 18    | 64    | 147   | PBR(고)          | 0.63   | 0.61   |
| PBR             | 1.04  | 1.04  |       | EPS       | 46    | 166   | 384   | PBR             | 0.51   | 0.51   |
| PBR(저)          | 0.69  | 0.70  |       |           |       |       |       | PBR(저)          | 0.34   | 0.34   |
| ROE             | 1.1%  | 5%    | 9%    |           |       |       |       | ROE             | 4.6%   | 9%     |
| COE(고)          | 0.9%  | 3.7%  |       |           |       |       |       | 적용ROE           | 8.8%   | 8.8%   |
| COE(평)          | 1.1%  | 4.4%  |       |           |       |       |       | ↳ 당해 0Y, 다음해 1Y | +1~2Y  | +1~2Y  |
| 적용ROE = FWD +0Y | 6.7%  | 6.7%  | 8.8%  |           |       |       |       | COE(고)          | 14.1%  |        |
| ↳ 당해 0Y, 다음해 1Y | +1~2Y | +0~1Y | +0~1Y |           |       |       |       | COE(평)          | 17.1%  |        |
| 적용COE           |       | 4.5%  | 5.0%  |           |       |       |       | 적용ROE = FWD +1  | 8.8%   | 8.8%   |
| Target PBR      |       | 1.5   | 1.8   |           |       |       |       | 적용COE           | 4.5%   | 5.0%   |
| 적정주가            |       | 6,300 | 8,000 |           |       |       |       | Target PBR      | 1.96   | 1.77   |
| 19년~20년 평균      |       | 7,150 |       |           |       |       |       | 적정주가            | 16,100 | 15,200 |
| 목표주가            |       |       | 7,000 |           |       |       |       |                 |        |        |
| 증가(9.06)        |       |       | 4,890 |           |       |       |       |                 |        |        |
| 상승여력            |       |       | 43%   |           |       |       |       |                 |        |        |

|           | 2018년 | 2019년 | 2020년 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 10        | 500   | 1,700 | 3,800 |
| 15        | 700   | 2,500 | 5,800 |
| 적정 PER 20 | 900   | 3,300 | 7,700 |
| 25        | 1,200 | 4,200 | 9,600 |

|         | 2019년 EPS | 2020년 EPS |
|---------|-----------|-----------|
| 현재 PER  | 29.4      | 12.7      |
| TP의 PER | 42.1      | 18.2      |

2020년 타겟 PER 20배 인셈 ↑

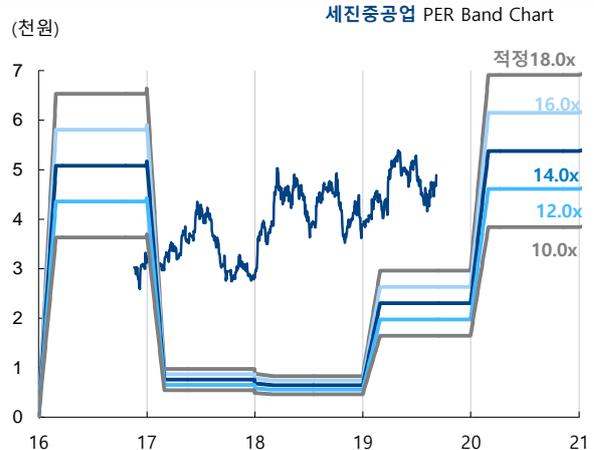
자료:리서치센터

그림13. 세진중공업 PBR 밴드



자료:리서치센터

그림14. 세진중공업 PER 밴드



자료:리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

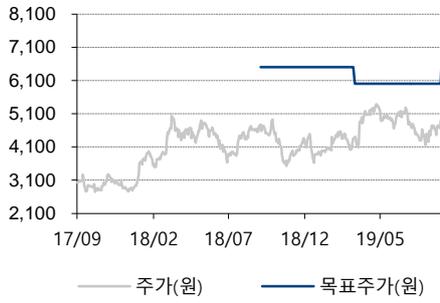
| 재무상태표      |      |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (단위:십억원)   | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (단위:십억원,%)  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 유동자산       | 86   | 131   | 170   | 181   | 매출액         | 218   | 305   | 321   | 356   |
| 현금 및 현금성자산 | 4    | 24    | 52    | 47    | 증가율(%)      | -13.3 | 39.7  | 5.4   | 10.9  |
| 단기금융자산     | 5    | 5     | 5     | 5     | 매출원가        | 198   | 275   | 286   | 318   |
| 매출채권       | 27   | 44    | 54    | 64    | 매출총이익       | 20    | 30    | 36    | 38    |
| 재고자산       | 52   | 61    | 64    | 71    | 판매비와관리비     | 12    | 14    | 15    | 16    |
| 비유동자산      | 282  | 275   | 280   | 286   | 연구개발비       | -     | -     | -     | -     |
| 유형자산       | 256  | 243   | 246   | 248   | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 8    | 8     | 8     | 8     | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 368  | 406   | 450   | 466   | 영업이익        | 8     | 16    | 21    | 22    |
| 유동부채       | 194  | 226   | 255   | 256   | 증가율(%)      | 17.5  | 92.7  | 29.5  | 5.9   |
| 매입채무       | 27   | 37    | 46    | 56    | 영업이익률(%)    | 3.8   | 5.3   | 6.5   | 6.2   |
| 단기차입금      | 135  | 165   | 185   | 176   | 이자수익        | 0     | 1     | 3     | 4     |
| 유동성장기부채    | 26   | 18    | 18    | 18    | 이자비용        | 5     | 9     | 6     | 6     |
| 비유동부채      | 16   | 16    | 17    | 17    | 지분법이익(손실)   | -     | -     | -     | -     |
| 사채         | -    | -     | -     | -     | 기타영업외손익     | -1    | 0     | -     | -     |
| 장기차입금      | -    | -     | -     | -     | 세전계속사업이익    | 2     | 10    | 19    | 21    |
| 부채총계       | 210  | 242   | 272   | 273   | 법인세비용       | 0     | 2     | 4     | 5     |
| 지배주주지분     | 155  | 161   | 175   | 190   | 세전계속이익률(%)  | 1.0   | 3.2   | 6.0   | 5.9   |
| 자본금        | 22   | 22    | 22    | 22    | 당기순이익       | 2     | 7     | 15    | 16    |
| 자본잉여금      | 9    | 9     | 9     | 9     | 순이익률(%)     | 0.8   | 2.4   | 4.6   | 4.5   |
| 이익잉여금      | 126  | 131   | 145   | 161   | 지배주주귀속 순이익  | 2     | 6     | 15    | 16    |
| 기타자본항목     | -2   | -2    | -2    | -2    | 기타포괄이익      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배주주지분    | 3    | 3     | 3     | 3     | 총포괄이익       | 2     | 7     | 15    | 16    |
| 자본총계       | 158  | 164   | 178   | 193   | 지배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |       |       |       |       |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (단위:십억원)     | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |                        | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 영업활동 현금흐름    | 21   | 4     | 26    | 23    | 주당지표(원)                |       |       |       |       |
| 당기순이익        | 2    | 7     | 15    | 16    | EPS                    | 46    | 166   | 384   | 421   |
| 유형자산감가상각비    | 8    | 9     | 9     | 10    | BPS                    | 4,048 | 4,195 | 4,559 | 4,959 |
| 무형자산상각비      | 0    | 0     | 0     | 0     | CFPS                   | 268   | 409   | 631   | 674   |
| 지분법관련손실(이익)  | -    | -     | -     | -     | DPS                    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 투자활동 현금흐름    | -19  | -2    | -14   | -15   | Valuation(배)           |       |       |       |       |
| 유형자산의 처분(취득) | -5   | 4     | -12   | -12   | PER                    | 84.3  | 29.4  | 12.7  | 11.6  |
| 무형자산의 처분(취득) | 0    | -     | -     | -     | PBR                    | 1.0   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| 금융상품의 증감     | -8   | -4    | -1    | -2    | PCR                    | 14.5  | 12.0  | 7.8   | 7.3   |
| 재무활동 현금흐름    | -3   | 22    | 20    | -10   | EV/EBITDA              | 17.8  | 13.4  | 11.0  | 10.3  |
| 단기금융부채의증감    | 3    | 22    | 20    | -9    | Key Financial Ratio(%) |       |       |       |       |
| 장기금융부채의증감    | -5   | -     | -     | -     | ROE                    | 1.1   | 4.0   | 8.8   | 8.8   |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA 이익률             | 7.7   | 8.4   | 9.5   | 8.9   |
| 배당금지급        | -    | -     | -     | -     | 부채비율                   | 132.5 | 147.5 | 152.8 | 141.2 |
| 현금및현금성자산의증감  | -1   | 20    | 28    | -5    | 순부채비율                  | 95.2  | 93.5  | 81.8  | 73.2  |
| 기초현금및현금성자산   | 5    | 4     | 24    | 52    | 매출채권회전율(x)             | 6.0   | 8.5   | 6.5   | 6.0   |
| 기말현금및현금성자산   | 4    | 24    | 52    | 47    | 재고자산회전율(x)             | 5.3   | 5.4   | 5.1   | 5.3   |

자료 : 세진중공업, 하이투자증권 리서치본부

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



| 일자         | 투자이견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 과리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2018-09-10 | Buy  | 6,500       | 1년           | -35.9%     | -24.2%         |
| 2019-03-18 | Buy  | 6,000       | 1년           | -19.6%     | -10.2%         |
| 2019-09-09 | Buy  | 7,000       | 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) 종목투자 의견은 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 투자비율 등급 공시 2019-06-30 기준

| 구분         | 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 88.5% | 11.5%  | -  |