

Company Brief

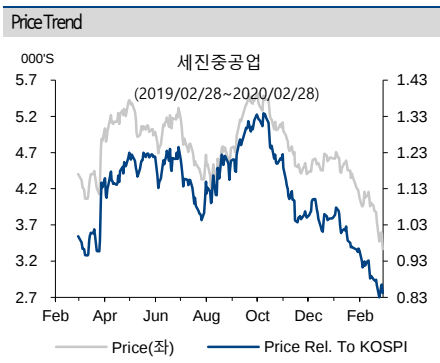
2020-03-02

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	5,000 원(하향)
증가(2020/02/28)	3,330 원
상승여력	50.2 %

Stock Indicator	
자본금	22 십억원
발행주식수	3,837 만주
시가총액	128 십억원
외국인지분율	0.4%
52 주 주가	3,330~5,480 원
60 일평균거래량	133,810 주
60 일평균거래대금	0.6 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.7	-23.7	-29.5	-23.7
상대수익률	-11.4	-18.9	-30.5	-14.2



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	218	296	312	356
영업이익(십억원)	8	9	14	20
순이익(십억원)	2	3	6	10
EPS(원)	46	71	163	252
BPS(원)	4,048	4,101	4,225	4,417
PER(배)	84.3	46.8	20.4	13.2
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	1.1	1.7	3.9	5.8
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.2	1.8
EV/EBITDA(배)	17.8	14.8	11.8	9.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

세진중공업(075580)

성장 동력 LNG 탱커에서, 선투입 비용 발생

4Q19 영업단, 세전단 모두 적자로 어닝 쇼크: LNG 연료탱커에서 선비용 투입

세진중공업은 4Q19 매출액 690 억원(YoY +4%, QoQ -3%), 영업이익 -8 억원(적전, 적전), 주주순이익 -15 억원(적전, 적전)으로 적자전환하며 어닝쇼크를 시험했다<표 1>. 매출도 전분기 대비 3% 작았지만, 영업단에서 LNG 탱커에서 일회성 손실이 발생했기 때문이다.

이는, 현대미포조선이 2018 년말 최초로 수주한 30k-CBM LNG 선[21.05 인도]의 Type-C 보관 탱커를, 동사가 작년 8 월 57 억원에 수주했고 올해 5 월말까지 인도 예정인데, 미포도 처음이고 동사도 처음이기 때문이다. 후판 테스트 및 연구 개발비 등이 추가 발생했고, 납품 전후인 3Q20 에 환입을 기대할 수 있다는 안내이다.

실적 정상화: 1Q20 은 플랜트 모듈 납품, 3Q20 LNG 탱커 환입 & 5%+ 매출 성장

2019 년을 매출 2,959 억원(YoY +36%), 영업이익 94 억원(+12%)로 마쳤다. 매출만큼 이익이 성장하지 못한 것은 4Q의 LNG 탱커 때문이지만, 2020 년에는 환입을 기대할 수 있다. 따라서 2020 년은 매출 3,120 억원(YoY +5%), 영업이익 143 억원(+53%, OPM 4.6%)로 이익에서 더 큰 폭의 성장을 기대한다<표 3>. 그리고 2021 년이 더 기대된다.

2020 년은 수주의 해, 2021 년은 실적 큰 폭 성장의 해

비록 4Q 의 일회성 적자의 원인인 LNG 탱커이지만, 첫 생산에 따른 오차이며 환입도 장차 있을 터이다. LNG 탱커가 고마진 아이템이라는 판단에는 변화 없다. LPG 탱커 등에 보태어 LNG 탱커 제작이 계속 늘어난다. 동사의 2021 년 실적을 위한 고객사의 변화는 막 시작했다.

현대미포조선은 30k-CBM LNG 선을 2018 년 11 월 처음 수주하고, 2020 년 1 월 미국 New Fortress Energy로부터 동선형을 2 척 추가 수주했다<표 2>. 역시 LNG 탱커가 필요한 2019 년 Shell 과 Probunker로부터 LNBGV 도 각각 1 척, 2 척 수주했다. 또한 동사는 현대중공업의 LNG-Fuel 컨테이너의 LNG 연료탱커 5 개를 수주하며, LNG-Fuel 까지 전방으로 만들었다.

코로나 19 로 다시금 신조 시장의 불확실성은 커졌지만, 소형 LNG, LNBGV, LNG-Fuel 상선 발주 증가로 동사의 2021 년~2022 년 LNG 탱커 MIX 는 좋아진다. 그때는 지금과 같은 일회성도 없을 것이다. 동사의 2020 년 실적도 성장이지만, 2021 년 실적이 더 기대된다.

목표주가는 5,000 원으로 하향: 1) 어닝쇼크, 2) 괴리율

동사의 타겟 PBR 을 기존 1.5 배에서 1.2 배로 내리고 목표주가도 5,000 원으로 29% 내린다<표 5>. 이는 2019 년의 어닝 미스, 주가 하락에 따른 평균 COE 상승과 주가 괴리율 때문이다. 그러나 IMO 2020 의 최대 수혜 기자재 업체로써 매수 추천을 계속한다.

4Q19 Review: 첫 제작 LNG 탱커에서 선비용 투입으로 적자 전환

표1. 4Q19: 매출이 전기대비 줄었고, 영업이익도 적자전환: 처음 제작해보는 LNG 탱커에서 추가 비용 발생, 2020년 연중으로 환급 가능

(억원)										
계정	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19 [㉠]	y-y	q-q	컨센서스 2월23일	당사 [㉡]	차이 ㉠/㉡
매출액	665	649	911	709	690	4%	-3%	617	725	-5%
영업이익	44	30	48	23	-8	적전	적전	28	39	-121%
영업외	-28	-12	-19	-10	-14	적지	적지	-28	-17	
세전이익	16	18	30	13	-22	적전	적전	0	22	-201%
순이익	13	15	22	9	-15	적전	적전	24	17	-193%
영업이익률	6.6%	4.7%	5.3%	3.2%	-1.2%	-7.7%p	-4.4%p	4.5%	5.4%	-6.6%p
순이익률	1.9%	2.3%	2.4%	1.3%	-2.2%	-4.1%p	-3.6%p	3.9%	2.0%	-4.2%p

자료: 리서치본부

표2. 일회성 손실의 원인은 아래의 최초로 제작해보는 Type-C LNG 탱커 때문

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분	공사수주
- 체결계약명	LNG 운반선 1척 수주
2. 계약내역	계약금액(원) 95,900,000,000 최근매출액(원) 2,453,400,000,000 매출액대비(%) 3.50 대규모법인여부 해당
3. 계약상대	KNUTSEN, 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 억원 미만에서 각각 반올림함. 2. 상기 계약금액은 계약일 매매기준환율인 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(%) 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: 리서치본부

표3. 세진중공업 실적: LNG 연료탱커 일회성 손실 없었다면 2019년 영업이익률 4.5% 안팎, 2020년의 4.6% 영업이익률 예상치는 보수적

(억원)

세진중공업	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020	2021
가이던스 매출										2,300	2,700		
매출액	649	911	709	690	686	780	749	905	2,518	2,182	2,959	3,120	3,562
YoY	71%	75%	15%	4%	6%	-14%	6%	31%	-41%	-13%	36%	5%	14%
영업이익	30	48	23	-8	23	36	55	30	71	84	94	143	204
금융/기타영업외	-12	-19	-10	-14	-14	-15	-16	-18	-48	-63	-55	-63	-78
세전사업이익	18	30	13	-22	9	21	38	12	24	21	39	80	126
지배주주순이익	13.2	19	8	-13	7.0	16	30	9	19	18	27	63	97
영업이익률	4.7%	5.3%	3.2%	-1.2%	3.3%	4.6%	7.3%	3.3%	2.8%	3.8%	3.2%	4.6%	5.7%
지배주주순이익률	2.0%	2.1%	1.1%	-1.9%	1.0%	2.1%	4.0%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	2.0%	2.7%
EPS(원)	34	50	21	-34	18	42	78	25	49	46	71	163	252
BPS(원)	4,030	4,083	4,083	4,101	4,120	4,162	4,240	4,225	4,092	4,048	4,101	4,225	4,417

자료: 리서치본부

표4. GS 건설의 MFC 모듈 241억원 납품일이 확실한 1Q20에서 3월 31일(2Q 가능성도)로 밀림

정정신고(보고)

정정일자	2020-02-21
------	------------

1. 정정관련 공시서류	단일판매 공급계약 체결	
2. 정정관련 공시서류제출일	2019-03-25	
3. 정정사유	납기일자 변경	
4. 정정사항		
정정항목	정정전	정정 후
5. 계약종료일	2020-02-29	2020-03-31

-

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명		Module 제작 및 납품
2. 계약내역	계약금액(원)	24,151,172,100
	최근매출액(원)	218,222,361,078
	매출액대비(%)	11.1
	대규모법인여부	미해당
3. 계약상대		지에스건설(주)

자료:리서치본부

VALUATION: 목표주가 5,000 원으로 하향

표5. 세진중공업 타겟 PBR 1.2 배(기존 1.5 배)로 낮추고 목표주가도 7,000 원에서 5,000 원으로 하향: 1) 4Q19의 어닝쇼크가 일회성이고 환급이 가능하지만, 불확실성으로 2020년을 낮출 수 밖에 없음, 2) 괴리율 때문

PBR Valuation	2018년	2019년	2020년	2021년
EPS	46	71	163	252
BPS	4,048	4,101	4,225	4,417
PBR(고)	1.27	1.35	1.15	
PBR	1.04	1.09	0.79	
PBR(저)	0.69	0.70	0.91	
ROE	1.1%	2%	4%	6%
COE(고)	0.9%	1.5%	3.4%	
COE(평)	1.1%	1.8%	5.0%	
적용ROE = FWD +0Y	3.0%	3.0%	4.9%	5.8%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0Y	+0Y
적용COE		4.0%	4.0%	5.5%
Target PBR		1.5	1.2	1.1
적정주가		6,200	5,200	4,700
19년~20년 평균				
목표주가		7,000	5,000	
증가(2.28)			3,330	
상승여력			50%	

자료: 리서치본부

PER 코스체크	2018년	2019년	2020년	2021년
매출액	2,182	2,959	3,120	3,562
영업이익	84	94	143	204
지배주주순이익	18	27	63	97
EPS	46	71	163	252

	2018년	2019년	2020년	2021년
10	500	700	1,600	2,500
15	700	1,100	2,500	3,800
적정 PER 20	900	1,400	3,300	5,000
30	1,400	2,100	4,900	7,600

	2019 EPS	2020 EPS	2021 EPS
현재 PER	46.8	20.4	13.2
TP의 PER	70.3	30.6	19.8

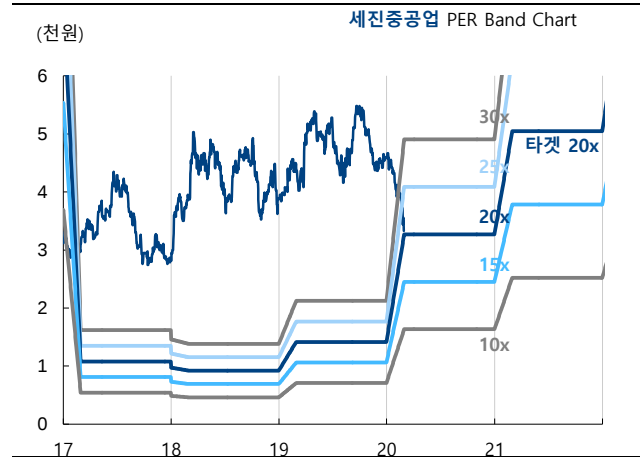
2021년 타겟 PER 20배 인셈 ↑

표6. 세진중공업 PBR Band



자료: 리서치본부

표7. PER Band: 2021년 적정 PER 20 배



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	86	127	158	161
현금 및 현금성자산	4	25	44	29
단기금융자산	5	5	5	5
매출채권	27	38	47	58
재고자산	52	59	62	71
비유동자산	282	269	273	278
유형자산	256	241	243	246
무형자산	8	8	8	8
자산총계	368	397	431	440
유동부채	194	220	249	250
매입채무	27	31	40	50
단기차입금	135	165	185	176
유동성장기부채	26	18	18	18
비유동부채	16	16	17	17
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	210	236	266	267
자배주주지분	155	157	162	170
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9
이익잉여금	126	128	132	140
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비자배주주지분	3	3	3	3
자본총계	158	160	165	173

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	218	296	312	356
증가율(%)	-13.3	35.6	5.4	14.2
매출원가	198	271	281	317
매출총이익	20	25	31	39
판매비와관리비	12	15	16	19
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	8	9	14	20
증가율(%)	17.5	11.6	53.1	42.1
영업이익률(%)	3.8	3.2	4.6	5.7
이자수익	0	0	-2	-2
이자비용	5	2	7	7
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	0	3	2
세전계속사업이익	2	4	8	13
법인세비용	0	1	2	3
세전계속이익률(%)	1.0	1.3	2.6	3.5
당기순이익	2	3	6	10
순이익률(%)	0.8	1.0	2.0	2.7
지배주주귀속 순이익	2	3	6	10
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	2	3	6	10
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

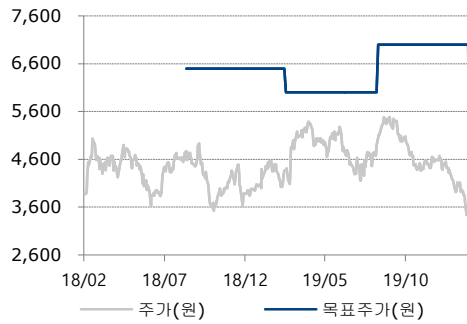
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	21	0	15	14
당기순이익	2	3	6	10
유형자산감가상각비	8	9	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-19	1	-14	-15
유형자산의 처분(취득)	-5	6	-12	-12
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-8	-4	-1	-2
재무활동 현금흐름	-3	22	20	-11
단기금융부채의증감	3	22	20	-9
장기금융부채의증감	-5	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-1	21	19	-15
기초현금및현금성자산	5	4	25	44
기말현금및현금성자산	4	25	44	29

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	46	71	163	252
BPS	4,048	4,101	4,225	4,417
CFPS	268	319	410	505
DPS	20	20	40	60
Valuation(배)				
PER	84.3	46.8	20.4	13.2
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8
PCR	14.5	10.4	8.1	6.6
EV/EBITDA	17.8	14.8	11.8	9.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.1	1.7	3.9	5.8
EBITDA 이익률	7.7	6.4	7.6	8.4
부채비율	132.5	147.2	161.0	154.9
순부채비율	95.2	94.7	92.7	92.3
매출채권회전율(x)	6.0	9.1	7.3	6.8
재고자산회전율(x)	5.3	5.3	5.1	5.3

자료 : 세진중공업, 하이투자증권 리서치본부

세진중공업
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 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	-34.2%	-21.7%
2020-03-02	Buy	5,000	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 기관투자가 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-