

Company Brief

2021-05-18

세진중공업(075580)

이 실적 지속가능? 내년은 더!

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 11,000 원(상향) |
| 증가(2021/05/17) | 6,670 원 |
| 상승여력 | 64.9 % |

| Stock Indicator | |
|-----------------|---------------|
| 자본금 | 31 십억원 |
| 발행주식수 | 5,685만주 |
| 시가총액 | 379 십억원 |
| 외국인지분율 | 0.7% |
| 52주 주가 | 2,119~7,940 원 |
| 60일평균거래량 | 873,572 주 |
| 60일평균거래대금 | 5.7 십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|------|-------|-------|
| 절대수익률 | 2.0 | 17.6 | -7.0 | 210.3 |
| 상대수익률 | 4.0 | 17.6 | -30.4 | 147.6 |



| FY | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원) | 286 | 298 | 336 | 381 |
| 영업이익(십억원) | 1 | 24 | 25 | 32 |
| 순이익(십억원) | 2 | 41 | 16 | 21 |
| EPS(원) | 33 | 728 | 279 | 368 |
| BPS(원) | 2,720 | 3,298 | 3,427 | 3,645 |
| PER(배) | 205.4 | 9.2 | 23.9 | 18.1 |
| PBR(배) | 2.5 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| ROE(%) | 1.2 | 24.2 | 8.3 | 10.4 |
| 배당수익률(%) | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| EV/EBITDA(배) | 57.9 | 17.9 | 16.9 | 14.0 |

주-K:IFRS 연결 요약 재무제표

1Q21 서프라이즈 시현: 일회성 없이 OPM 9%대

동사는 1분기 매출 649 억원(YoY -2%, QoQ -13% | 컨센 613 억원), 영업이익 60 억원(흑전, 193% | 컨센 15 억원), 지배주주순이익 315 억원(흑전, 흑전 | 컨센 222 억원)으로 큰 폭의 서프라이즈를 시현했다[표 1]. 작년에 매각한 토지에서 유형자산처분이익 365 억원(2 차)는 예견되었던 바이지만, 영업이익률이 무려 9.3%로, 2020 년의 0.4%, 4Q20 의 2.8%에서 빠르고 크게 개선되는 모습을 연출했다.

2020 년 부진에서 서프라이즈의 원인을 찾음: 실적 계속 좋다

2020 년의 부진은 @MIX 악화, ⑥학습 비용, ③LNG 설비투자, ④고정비 절감 노력의 결과이다. ⑥LNG 탱커 및 플랜트 모듈의 학습 비용과 ③LNG 연료탱커 제작 관련 설비투자 비용이 없었다면 미들싱글 OPM 이었을 것이다[표 3,4]. ④2019 년말 임직원은 325 명에서 2020 년말 238 명으로 크게 줄었는데 희망퇴직 비용이 없었다면 2020 년 OPM 2019 년 수준, 4Q20 은 이미 하이싱글이었을 것으로 추정할 수 있다[표 2]. 1Q21 의 OPM 9.3%는 낮아진 BEP 매출 및 고정비효과로 이제 향후 실적의 기준 및 중앙값이 된다.

2022 년 LPG 탱커 35 척으로 환상적인 MIX 효과 보여줄 것

③LPG 탱커 제작은 2020 년 역사적 최저 수준인 10 척(당사 추정 12 척)에서 올해 15 척으로 늘어난다. 1Q21 에도 MIX 개선이 시작되었다[표 6].

현대중공업 그룹은 현재까지 벌써 30 척의 LPG 선을 수주해서, 2016-2020 의 평균 15 척을 크게 넘어서고 있다. 그리고 현대중공업이 건조할 LPG 선들의 도크 기간을 바탕으로 동사의 납품을 예상해보면, 2022 년 LPG 탱커 제작은 무려 35 척으로 급증한다[표 6]. 동사의 2022 년 매출 증가와 MIX 효과로 수익성은 당사 예상보다 더 좋아질 가능성이 열려있다[표 5].

목표주가 11,000 원으로 상향: 풍력과 LNG D/F 의 카본중립을 위해 필요한 성장주

동사는 카본 중립 사회를 향해 나아가는데 필요한 풍력과 LNG 추진 D/F 에서 모두 수혜를 받는 성장주이다. 동사는 2022 년 울산시 해상풍력의 부유식 하부구조물 0.4 조원의 수주를 개시한다. 2021 년 드디어 상선 발주에서 D/F 비중이 10%를 넘어서기 시작했고, 6월 MEPC 76 에서 2023 년 기준선에 대한 CO2 규제가 채택되면, 이 D/F 의 확산 속도는 더 가팔라질 것이다. 동사는 미포의 30k-CBM LNG 탱커로 학습을 마치고, 현대중공업 그룹의 8k~15k-CBM LNG 연료탱커 전문 제작사로 거듭날 예정이다. 제 2 의 LPG 탱커와 같은 좋은 아이템이 생긴다. 타겟 PER 15 배에서 목표주가를 11,000 원으로 올린다[표 7]. 풍력 시장을 반영한 2030 년 목표주가는 2 만원대이다. 장기 투자하자.

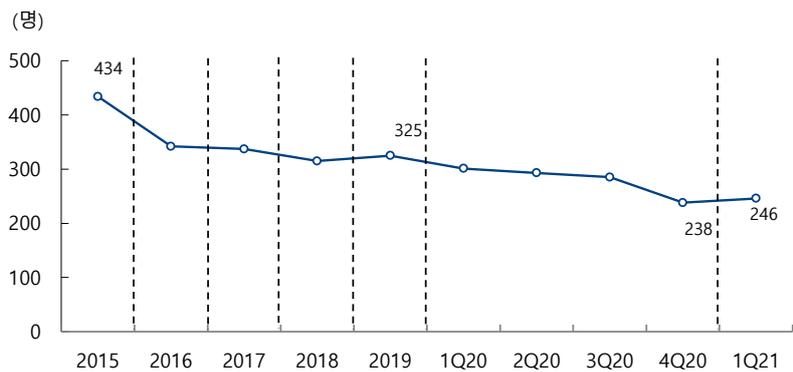
1Q21 Review: 2 분기를 기대하게끔 하는 서프라이즈

표1. 1Q21 서프라이즈: 영업외 토지매각이익 365 억원은 이미 예정, 영업단의 OPM 9.3%는 서프라이즈
2020년의 구조조정 비용, 학습비용, LNG 투자비용을 빼면, 이미 하이싱글 OPM 이었다는 것

| 세진중공업(억원) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 [㉠] | y-y | q-q | 컨센서스 04월27일 | 당사 [㉢] | 차이 ㉠/㉢ |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------|--------|----------------|-----------------|-----------|
| 매출액 | 661 | 899 | 553 | 743 | 649 | -2% | -13% | 613 | 553 | 17% |
| 영업이익 | -1 | -19 | 11 | 21 | 60 | 흑전 | 193% | 15 | 13 | 348% |
| 영업외 | -17 | -29 | 104 | -15 | 356 | 흑전 | 흑전 | 288 | 285 | |
| 세전이익 | -18 | -47 | 115 | 6 | 416 | 흑전 | 7058% | 303 | 299 | 39% |
| 지배주주순이익 | -18 | -41 | 85 | -8 | 315 | 흑전 | 흑전 | 222 | 218 | 44% |
| 영업이익률 | -0.1% | -2.1% | 1.9% | 2.8% | 9.3% | 9.4%p | 6.5%p | 2.4% | 6.4% | 2.9%p |
| 순이익률 | -2.7% | -4.0% | 16.2% | -0.4% | 48.5% | 51.2%p | 49.0%p | 0.0% | 4.0% | 44.5%p |

자료: 리서치본부

표2. 세진중공업 임직원수가 줄면서, BEP 매출액이 떨어진 것이 1Q21 서프라이즈의 원인 중 하나



자료: 리서치본부

표3. LNG 탱커 용접을 위해, 무빙헬터 설비투자



자료: 리서치본부

표4. LNG 탱커 용접을 위해 자동용접센터 설비투자



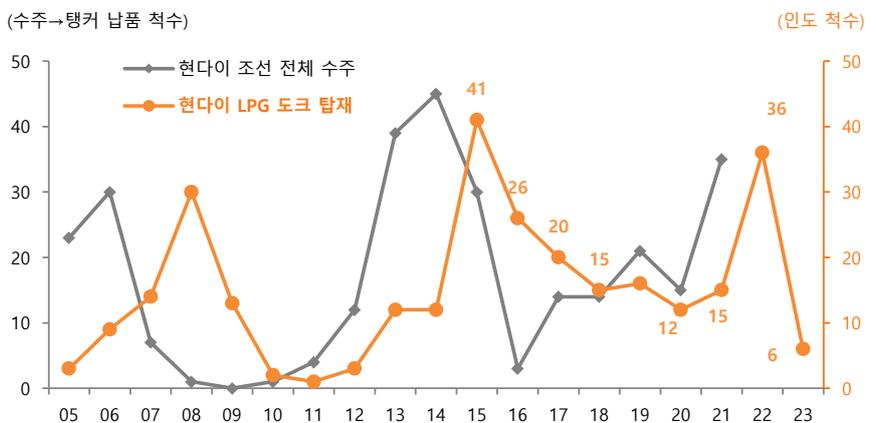
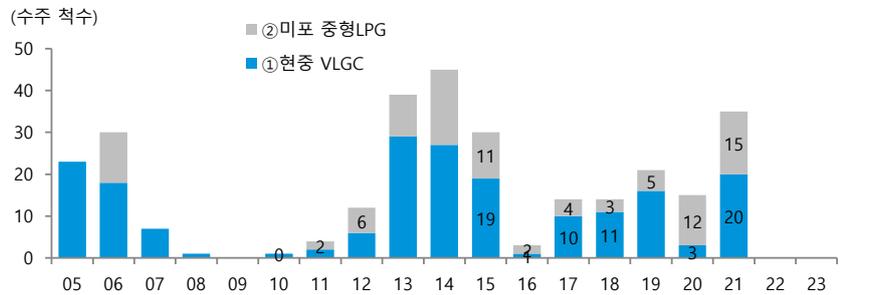
자료: 리서치본부

표5. 세진중공업 실적:1Q의 9%대 영업이익률이 유지된다는 가이드언스
2022년은 LPG 탱커 건조 증가로 수익성 2021년보다 더 좋아질 수 있지만, 아직은 보수적인 예상치 제시

| (억 원) | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|----------|-------|--------------|-------|-------|-------|--------------|--------------|-------|-------|
| 세진중공업 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 가이드언스 매출 | | | | | | | | | 2,700 | 3,100 | | |
| 매출액 | 661 | 899 | 553 | 743 | 649 | 640 | 664 | 1,031 | 2,959 | 2,856 | 2,983 | 3,363 |
| 영업이익 | -1 | -19 | 11 | 21 | 60 | 54 | 49 | 75 | 94 | 12 | 238 | 254 |
| 금융/기타영업외 | -17 | -29 | 104 | -15 | 356 | -15 | -15 | -15 | -55 | 43 | 310 | -41 |
| | | | ↑토지 매각이익 | | ↑토지 매각이익 2nd | | | | | | | |
| 세전사업이익 | -18 | -47 | 115 | 6 | 416 | 38 | 33 | 59 | 39 | 55 | 548 | 212 |
| 지배주주순이익 | -18 | -41 | 85 | -8 | 315 | 29 | 25 | 45 | 24 | 19 | 414 | 158 |
| 영업이익률 | -0.1% | -2.1% | 1.9% | 2.8% | 9.3% | 8.4% | 7.3% | 7.2% | 3.2% | 0.4% | 8.0% | 7.5% |
| 지배주주순이익률 | -2.7% | -4.6% | 15.4% | -1.0% | 48.5% | 4.5% | 3.8% | 4.4% | 0.8% | 0.6% | 13.9% | 4.7% |
| EPS(원) | -47 | -108 | 222 | -13 | 554 | 51 | 45 | 79 | 62 | 55 | 728 | 279 |
| BPS(원) | 3,951 | 3,813 | 4,033 | 2,720 | 3,274 | 3,325 | 3,369 | 3,298 | 4,097 | 2,720 | 3,298 | 3,427 |
| 매출 조선기자재 | 661 | 705 | 553 | 737 | 649 | 630 | 557 | 617 | 2,959 | 2,656 | 2,453 | 3,332 |
| 영업이익 | -1 | -15 | 15 | 19 | 60 | 53 | 41 | 46 | 94 | 19 | 200 | 251 |
| 영업이익률 | -0.1% | -2.1% | 2.6% | 2.6% | 9.3% | 8.4% | 7.4% | 7.4% | 3.2% | 0.7% | 8.2% | 7.5% |
| 매출 플랜트/풍력 | 0 | 194 | 0 | 6 | 0 | 10 | 106 | 414 | | 199 | 530 | |
| 영업이익 | 0 | -4 | -4 | 1 | 0 | 1 | 7 | 29 | | -7 | 37 | |
| 영업이익률 | | -2.1% | | 21.5% | 2.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | | -3.4% | 7.0% | |

자료: 리서치본부

표6. 현대중공업 그룹의 LPG 선 수주 러쉬는 곧 2022년 동사의 LPG 탱커 제작/납품 증가



자료: 리서치본부

표7. 세진중공업 목표주가 11,000 원으로 상향

| PER Valuation | 2017년 | 2018년 | 2019년 | 2020년 | 2021년 | 2022년 | 2023년 | 2024년 | 2030년 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,518 | 2,182 | 2,959 | 2,856 | 2,983 | 3,363 | 3,812 | 4,511 | 7,814 |
| 지배주주순이익 | 19 | 18 | 24 | 19 | 414 | 158 | 209 | 252 | 450 |
| EPS | 49 | 46 | 62 | 55 | 728 | 279 | 368 | 443 | 792 |

토지매각 이익 일회성 ↑ ↑ 토지매각 이익 일회성

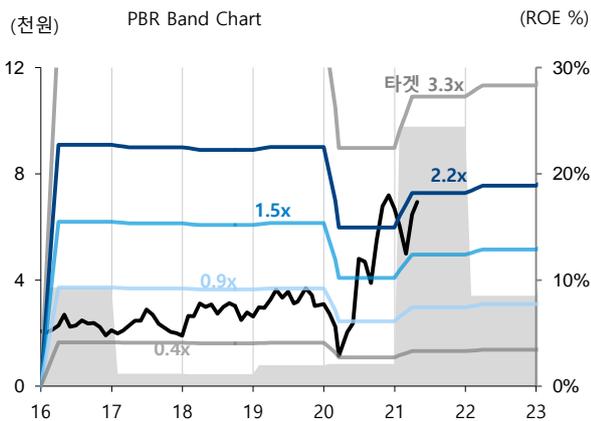
| PER | 2018년 | 2019년 | 2020년 | 2021년 | 2022년 | 2023년 | 2024년 | 2030년 |
|-----|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 10 | 500 | 500 | 600 | 500 | 7,300 | 2,800 | 3,700 | 7,900 |
| 20 | 1,000 | 900 | 1,200 | 1,100 | 14,600 | 5,600 | 7,400 | 15,800 |
| 30 | 1,500 | 1,400 | 1,900 | 1,600 | 21,800 | 8,400 | 11,000 | 23,800 |

| | | | | | | | | | |
|------------|--|--|--|-------|---------------|-------|-----------|---------------|---------------|
| Target PER | | | | 15 | 30 | 30 | 30 | 30 | |
| 적정주가 | | | | | 10,925 | 8,363 | 11,042 | 13,297 | 23,753 |
| 목표주가 | | | | 6,750 | 11,000 | | | 13,000 | 24,000 |
| 증가(5.17) | | | | | 6,670 | | | 6,670 | 6,670 |
| 상승여력 | | | | | 65% | | | 95% | 260% |

| PBR Valuation | 2017년 | 2018년 | 2019년 | 2020년 | 2021년 | 2022년 | 2023년 | 2024년 | 2030년 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|--------|--------|--------|
| BPS | 4,092 | 4,048 | 4,097 | 2,720 | 3,298 | 3,427 | 3,645 | 4,018 | 7,963 |
| PBR(고) | 1.09 | 1.27 | 1.37 | 4.47 | | | | | |
| PBR(저) | 0.65 | 0.69 | 0.83 | 0.40 | | | | | |
| ROE | 1.2% | 1.1% | 2% | 2% | 24.2% | 8.5% | 10.7% | 11.9% | 10.7% |
| 적용ROE = FWD +0Y | 1.2% | 2.0% | 2.0% | 24.2% | 24.2% | 8.5% | 10.7% | 11.9% | 10.7% |
| 적용COE | | | | 3.0% | 7.5% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 4.0% |
| Target PBR | | | | | 3.2 | 2.9 | 3.6 | 4.0 | 2.7 |
| 적정주가 | | | | | 10,700 | 9,800 | 13,000 | 16,000 | 21,300 |
| 목표주가 | | | | | 11,000 | | | | |

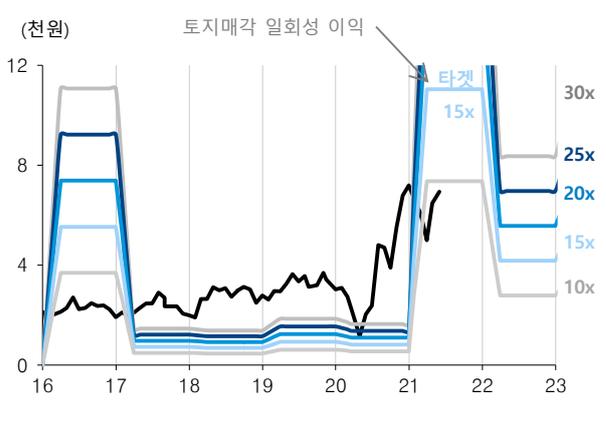
자료: 리서치본부

표8. 세진중공업 PBR Band



자료: 리서치본부

표9. PER Band: TP는 2021년 PER 15 배



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|---------|-------|-------|
| (단위:십억원) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (단위:십억원,%) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 유동자산 | 110 | 131 | 144 | 162 | 매출액 | 286 | 298 | 336 | 381 |
| 현금 및 현금성자산 | 23 | 24 | 30 | 32 | 증가율(%) | -3.5 | 4.5 | 12.7 | 13.3 |
| 단기금융자산 | 5 | 5 | 5 | 5 | 매출원가 | 266 | 261 | 294 | 330 |
| 매출채권 | 27 | 34 | 38 | 47 | 매출총이익 | 19 | 37 | 42 | 51 |
| 재고자산 | 46 | 57 | 60 | 68 | 판매비와관리비 | 18 | 13 | 17 | 19 |
| 비유동자산 | 338 | 364 | 367 | 371 | 연구개발비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 319 | 322 | 325 | 327 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 9 | 9 | 8 | 8 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 448 | 495 | 511 | 533 | 영업이익 | 1 | 24 | 25 | 32 |
| 유동부채 | 165 | 153 | 152 | 152 | 증가율(%) | -87.4 | 1,907.5 | 6.7 | 27.0 |
| 매입채무 | 20 | 31 | 35 | 45 | 영업이익률(%) | 0.4 | 8.0 | 7.5 | 8.4 |
| 단기차입금 | 105 | 105 | 99 | 89 | 이자수익 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 23 | - | - | - | 이자비용 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 비유동부채 | 122 | 147 | 158 | 167 | 지분법이익(손실) | - | 0 | - | - |
| 사채 | 15 | 15 | 15 | 15 | 기타영업외손익 | 9 | 37 | 2 | 2 |
| 장기차입금 | 98 | 123 | 133 | 142 | 세전계속사업이익 | 6 | 55 | 21 | 28 |
| 부채총계 | 287 | 301 | 310 | 319 | 법인세비용 | 2 | 13 | 5 | 6 |
| 지배주주지분 | 155 | 188 | 195 | 207 | 세전계속이익률(%) | 1.9 | 18.4 | 6.3 | 7.3 |
| 자본금 | 31 | 31 | 31 | 31 | 당기순이익 | 3 | 41 | 16 | 22 |
| 자본잉여금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 순이익률(%) | 1.1 | 13.9 | 4.9 | 5.7 |
| 이익잉여금 | 127 | 160 | 167 | 180 | 지배주주귀속 순이익 | 2 | 41 | 16 | 21 |
| 기타자본항목 | -4 | -4 | -4 | -4 | 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비지배주주지분 | 7 | 7 | 7 | 7 | 총포괄이익 | 3 | 41 | 16 | 22 |
| 자본총계 | 161 | 194 | 201 | 214 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (단위:십억원) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 영업활동 현금흐름 | 16 | 36 | 15 | 18 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 3 | 41 | 16 | 22 | EPS | 33 | 728 | 279 | 368 |
| 유형자산감가상각비 | 9 | 9 | 10 | 10 | BPS | 2,720 | 3,298 | 3,427 | 3,645 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | CFPS | 192 | 893 | 448 | 541 |
| 지분법관련손실(이익) | - | 0 | - | - | DPS | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 투자활동 현금흐름 | -6 | -61 | -38 | -38 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | 6 | -12 | -12 | -12 | PER | 205.4 | 9.2 | 23.9 | 18.1 |
| 무형자산의 처분(취득) | 0 | - | - | - | PBR | 2.5 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| 금융상품의 증감 | 0 | -23 | 0 | 0 | PCR | 34.9 | 7.5 | 14.9 | 12.3 |
| 재무활동 현금흐름 | 0 | -7 | -5 | -11 | EV/EBITDA | 57.9 | 17.9 | 16.9 | 14.0 |
| 단기금융부채의증감 | -51 | -23 | -5 | -10 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 58 | 25 | 10 | 9 | ROE | 1.2 | 24.2 | 8.3 | 10.4 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA 이익률 | 3.6 | 11.1 | 10.4 | 11.0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 부채비율 | 178.1 | 154.9 | 153.9 | 149.3 |
| 현금및현금성자산의증감 | 9 | 2 | 6 | 2 | 순부채비율 | 132.3 | 110.1 | 105.7 | 98.2 |
| 기초현금및현금성자산 | 13 | 23 | 24 | 30 | 매출채권회전율(x) | 9.9 | 9.8 | 9.3 | 9.0 |
| 기말현금및현금성자산 | 23 | 24 | 30 | 32 | 재고자산회전율(x) | 4.8 | 5.8 | 5.7 | 6.0 |

자료 : 세진중공업, 하이투자증권 리서치본부

세진중공업
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자이전 | 목표주가 (원) | 목표주가 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2019-09-09 | Buy | 7,000 | 1년 | -55.6% | -47.2% |
| 2020-03-02 | Buy | 5,000 | 1년 | -63.0% | -51.2% |
| 2020-03-30 | Buy | 4,500 | 1년 | -6.2% | 76.4% |
| 2020-11-17 | Buy | 10,000 | 1년 | -32.5% | -26.4% |
| 2021-01-11 | Buy | 10,000 | 1년 | -43.2% | -36.4% |
| 2021-03-08 | Buy | 8,500 | 1년 | -25.5% | -14.0% |
| 2021-05-18 | Buy | 11,000 | 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) 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 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 92.4% | 7.6% | - |