

EARNINGS REVIEW

6 Mar. 2022

최광식

조선 | gs.choie@daolfn.com

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY		
목표주가	8,800	10,500	하향
Earnings			하향

Stock Information

현재가 (3/3)	5,800원
예상 증가상승률	51.7%
시가총액	3,297억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	56,849천주
52주 최저가 / 최고가	5,030 - 8,620원
3개월 일평균거래대금	15억원
외국인 지분율	1.0%
주요주주지분율(%)	
윤지원 (외 4인)	59.5
자사주 (외 1인)	3.4
세진중공업우리스주 (외 1인)	0.7

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	20.5	26.8	15.0
PBR(배)	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	44.6	15.0	9.1
배당수익률(%)	2.5	2.6	3.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
증가상승률 (%)	(4.8)	(22.7)	(20.2)	12.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(2.8)	(23.6)	(8.8)	3.9

DAOL 다올투자증권

세진중공업 (075580)

세진조선해양: 조선업 쇼티지를 사는데

Issue

4Q 실적으로 2022년 조선 OPM 10.4% 확인. 올해도 큰 폭 증익

Pitch

동사의 2022년 조선 OPM은 무려 10.4%. 이를 이끈 1) 인력 및 협력사 쇼티지는 더 심해지고, 2) LPG 발주는 강세이며, 3) LPG 보냉기술로 수익성이 추가 개선되며, 4) 풍력도 올해 운곽이 나올 것. 기자재 탐픽

Rationale

- 4Q22에 OPM 15.4%기록하며 2022년에 영업이익 252억원(OPM 6.1%)로 마칩. 특징은 1) 플랜트 손실을 제거한 조선기자재의 OPM 10.4%에 달함. 2) 인수한 동방선기가 OPM 5.6%(+3.5%p)로 관리 효과 및 시너지 발휘
- 당사는 동사가 2023년에도 두자릿수 영업이익률을 유지하며 영업이익 442억원으로 +67% 성장을 예상. 이는
- #1 조선기자재 3사의 실적 개선은 조선업 인력 및 협력사 등 서플라이체인 전반의 쇼티지 때문이고, 향후 3년 동안의 조선업 건조량 증가를 감안할 때 더 심해질 예정. 더구나 최근 데크하우스 제작사들 중 STX중공업의 철수, 신한중공업의 토지 매각, 삼강엔터의 전업 등으로 확연한 쇼티지
- #2 효자품 LPG탱커 등이 2022년과 2023년에 25척으로 꾸준한 가운데, 2023년 초부터 한국조선해양은 6척의 VLGC를 수주했고, 후속 협상도 계속되고 있기 때문. 2024년 이후에 다시 LPG탱커 MIX 좋을 예정
- 동사는 LPG탱커의 단열을 위한 스프레이 보냉 기술을 습득해서, 탱커 ASP가 10~20% 늘었고, 이에 따른 공정개선 등으로 수익성도 더 좋아진 것으로 안내. 2022년의 두자릿수 OPM을 설명할 수 있는 또 다른 요소. 데크하우스에도 스프레이 보냉 기술을 적용하며 추가 수익성 개선 기대
- 풍력의 매출 인식 시작점을 2025년으로 1년 미루지만, 올해 중으로 Vestas와의 상부구조물 협업 운곽 또는 하부구조물(Floater) 계약 등을 기대해봄. 동사의 적정주가를 2023~2024년 EPS에 적정 PER을 20배로 낮추며 적정주가 8,800원으로 내리지만 스트롱 바이 의견 견지

4Q22 Review

(단위: 십억 원, %, %p)

	회사 잠정			시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(P)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
매출액	101.2	129.2	(21.7)	108.3	(6.6)	81.9	23.6	79.9	26.6
영업이익	15.6	14.1	10.5	9.8	59.5	(10.5)	흑전	4.6	239.7
지배주주순이익	6.5	10.1	(35.5)	5.5	19.0	(11.0)	흑전	3.3	98.1
OPM	15.4%	11.0%	4.5%p	9.0%	6.4%p	-12.8%	28.3%p	5.8%	9.7%p
NIM	6.5%	7.9%	-1.4%p	5.1%	1.4%p	-13.4%	19.9%p	4.1%	2.3%p

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 다올투자증권

I. Valuation과 실적

I-1. 적정주가 하향

목표주가 하향하지만
Strong Buy 의견 견지

동사의 목표주가를 2022~2026년 실적을 하향하고, FWD 2년 EPS에 적정 PER 20배를 적용해 8,800원으로 16% 하향한다. 상승여력은 50%를 넘어 투자 의견 Strong Buy를 유지하며 조선기자재 업종 선호주로 추천한다.

조선사보다 보수적인
Valuation,
풍력 미포함

조선업종에 백로그 너머의 2024~2025년 EPS에 대해서 적정 멀티플을 적용하는 것에 비해, 한국조선해양 물량을 캡티브로 담당하는 동사의 Valuation은 박하다. 조선업종 실적 개선과 함께 꾸준히 동사 주가도 적정주가와 무관히 리레이팅될 것이다. 또한 2021년에 동사 주가 급등을 이끌었던 플랜트를 2025년부터 매출 인식으로 반영하여 Valuation에 포함하지 않았다.

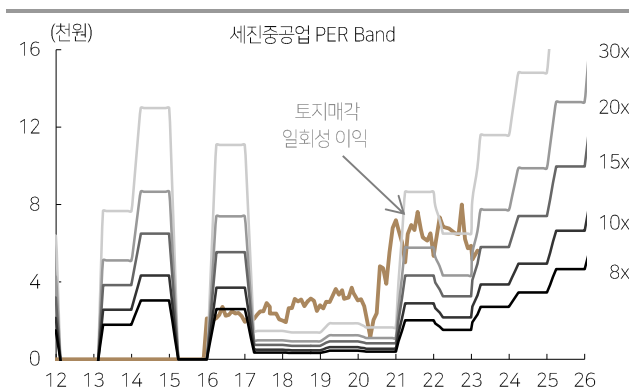
Fig. 1: FWD 2년의 EPS에 적정 PER 20배로 목표주가 8,800원으로 16% 하향 (원, %, 배수)

PER Valuation	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	
EPS	49	46	62	55	288	216	386	494	664	
						토지매각 이익 일회성 ↑				
적정 PER					28	41	20	20	20	
주당 적정가치					8,000	8,900	7,722	9,870	13,289	
Weight							50%	50%		
							8,796			
적정주가							8,800			
증가(3월 3일)							5,800			
상승여력							51.7%			

PBR Valuation	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
BPS	4,092	4,048	4,097	2,720	2,876	2,917	3,158	3,459	3,833
PBR(고)	1.1	1.3	1.4	4.5	2.6	3.2	2.3		
PBR(저)	0.7	0.7	0.8	0.4	1.5	1.7	1.7		
ROE	1.2%	1.1%	2%	2%	8.8%	8.7%	15.0%	17.5%	21.4%
적용COE							5.0% ← 2022년 평균		
적정 PBR							3.0	3.5	
주당 적정가치							9,400	12,100	

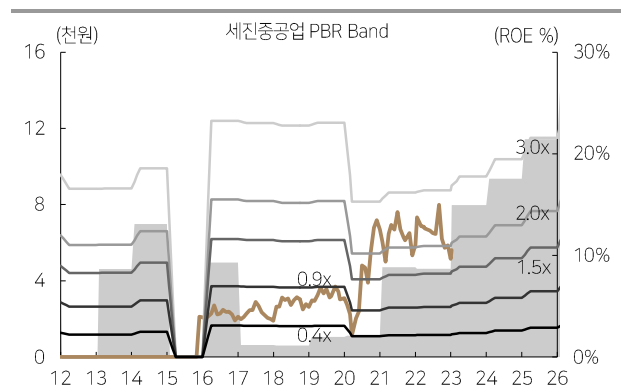
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 세진중공업 PER Band



Source: 다올투자증권

Fig. 3: 세진중공업 PBR Band



Source: 다올투자증권

I-2. 실적 하향: LPG 탱커 x 스프레이 인슐레이션

OPM 10.4%의
조선기자재 업체

동사는 4Q22에 매출 1,012억원(YoY +24%, QoQ +26%), 영업이익 156억원(흑전, +244%), 영업이익률 15.4%로 시장기대를 2배 가까이 상회했고, 지배주주순이익 65억원(흑전, +97%)으로 시장기대보다 64% 많았다. 조선 부문만은 분기별로 1분기부터 4분기까지 2.9%, 13.7%, 5.7%, 15.4%로 물량에 따른 변동성이 심하지만, 결국 연간으로 조선기자재 부문의 영업이익률은 10.4%(플랜트 손실 포함 6.1%)를 기록했다.

2023년에 76% 이익 성장

두 자릿수 수익성이 을로써 부담스럽지 않을까라는 의구심이 많겠지만, 1) 현재 조선업종은 인력과 서플라이체인 쇼타지여서, 2) 잘하는 LPG탱커 건조가 2023년에도 계속 되고, 3) 탱커의 기술 수직일관화로 수익성도 자신 있다. 당사는 2023년에도 동사의 영업이익률 10.6% 예상 하에서 영업이익 442억원(YoY +76%), 순이익 219억원(YoY +78%)으로 1) 플랜트 기저 효과, 2) 현대중공업 그룹 등 전방의 물량 증가와 가격 상승에 따라 성장하는 예상치를 제시한다.

위의 1)~3) 투자포인트 외에도 조선기자재 3사의 상황과 풍력 프로젝트 상황을 업데이트해보았다.

Fig. 4: 세진중공업 2023년에 일회성 없이 영업이익률 두 자릿수 확인하며 영업이익 76% 성장

(억원, 원, %, 배수)

세진중공업	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22(P)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1,399	889	801	1,012	1,019	1,072	891	1,264	2,504	4,101	4,246	4,650	6,076
영업이익	-72	122	45	156	85	131	77	149	37	252	442	493	644
금융/기타영업외	-29	20	15	-89	-31	-30	-23	-22	198	-83	-106	-59	-51
									↑ 토지 매각이익 2nd				
세전사업이익	-101	142	60	67	54	100	54	127	235	168	335	434	593
지배주주순이익	-80	104	33	65	36	66	35	83	164	123	219	281	378
영업이익률	-5.1%	13.7%	5.7%	15.4%	8.4%	12.2%	8.6%	11.8%	1.5%	6.1%	10.4%	10.6%	10.6%
지배주주순이익률	-5.7%	11.7%	4.2%	6.5%	3.5%	6.1%	3.9%	6.6%	6.5%	3.0%	5.2%	6.0%	6.2%
EPS(원)	-140	183	58	115	63	116	62	146	288	216	386	494	664
BPS(원)	2,606	2,739	2,802	2,917	2,835	2,950	3,012	3,158	2,876	2,917	3,158	3,459	3,833
매출 조선기자재	745	952	801	1,012	1,019	1,072	891	1,264	2,504	3,509	4,246	4,650	5,176
세진_조선	591	809	627	835	860	905	689	1,037	1,942	2,861	3,491	3,776	4,180
일승	97	76	114	113	96	98	137	134	332	400	465	539	614
동방선기	57	67	60	64	63	68	64	93	230	249	289	335	382
영업이익	40	122	45	156	85	131	77	149	187	363	442	493	571
영업이익률	5.3%	12.8%	5.7%	15.4%	8.4%	12.2%	8.6%	11.8%	7.5%	10.4%	10.4%	10.6%	11.0%
매출 플랜트/풍력	654	-63							0	591			900
영업이익	-112	0							-150	-112			73
영업이익률	-17.1%	0.0%							-18.9%				8.1%

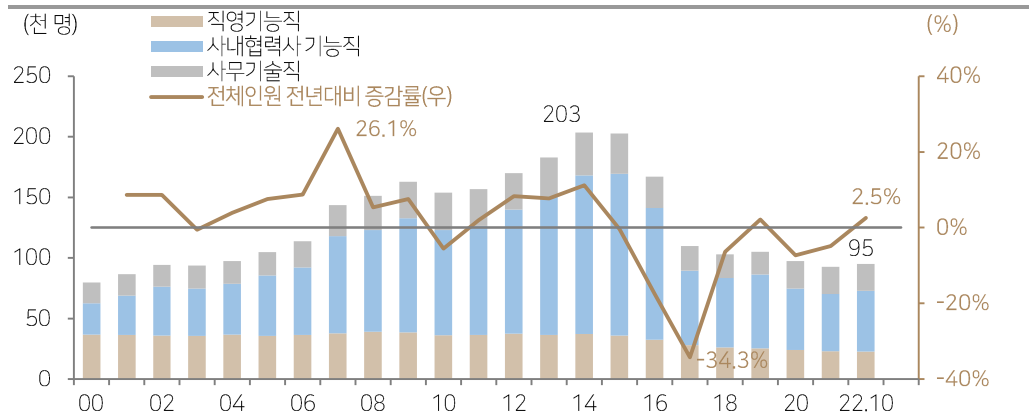
Source: 다올투자증권

II. 투자포인트

II-1. 조선업 인력/협력사 쇼티지의 수혜 2022년부터, 그리고 계속

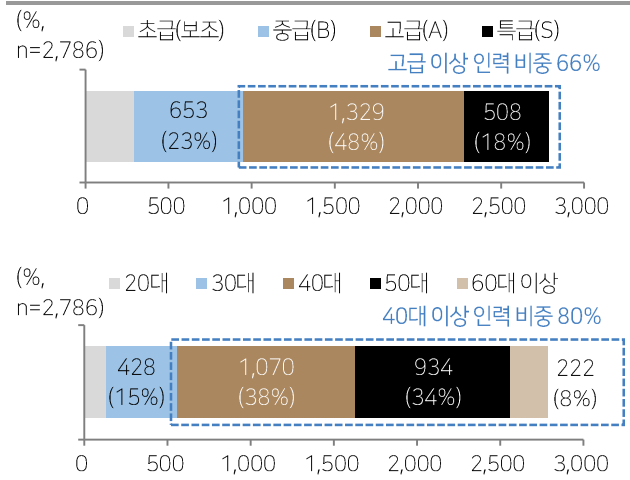
조선업 인력 부족	2021년부터 조선사들의 수주가 매출 인상으로 회복하면서 미래 건조량 증가가 예정되었지만, 적자를 이어가는 구조에서 직영 및 협력사 채우는 좋지 않았다. 이에 미래 인력 충원에 대한 불안감이 꾸준히 제기되어 왔다. 2022년에 대우조선해양 협력사 파업 사건에서 이미 사회문제가 되어버린 조선업 인력 부족 사태이다.
조선사의 인력 충원 = 협력사 쇼티지	실제 조선사들은 인력 충원에 어려움을 겪고 있다. 당연히 2021년부터 시작된 신조선가에 인건비 인상분이 반영되어 있어야만 하고, 더 높은 급여와 처우로 노동자들을 유인하고 있다. 이는 당연히 기자재 업체도 마찬가지이다. 동사를 비롯한 기자재 업체들도 인력 유지 및 충원을 위해 더 높은 단가를 감으로부터 받고 있다. 이는 2022년에 각 조선사별로 서플라이 체인 및 협력사 원가 인상이라는 총담금에서 확인되고 있다. 또한 동사의 2022년에 조선기자재 부문 10.4% 영업이익률이 이를 반증한다.
뜯뜯한 협력사에게 주는 돈 아깝지 않다	동사는 비용 상승 이상의 P 인상을 쟁취하고 있다고 판단한다. 이는 조선사 내부의 운영 인력도 부족할뿐더러, 외부 기자재 조달에서도 쇼티지가 발생하고 있기 때문이다. 즉 LD가 최대 관리 미덕인 조선업에서 원활한 기자재 조달을 담당해주는 협력사에게 높은 단가는 낭비가 아닌 필수이기 때문이다.

Fig. 5: 대우조선해양 파업사태로 공론화된 저임금 구조: 조선업 인력 부족 현상 심각



Source: 한국조선해양플랜트협회, 다올투자증권

Fig. 6: 조선업 인력 구조: 고령화



Source: 한국조선해양플랜트협회, 다음투자증권

Fig. 7: E7 비자 확대 적용 및 외국인 노동자 입국



Source: 언론 보도, 한국조선해양플랜트협회, 다음투자증권

Fig. 8: 대한민국의 E-7 비자 제도개선으로 외국인 노동자 도입 확대

내용					
E-7 비자 정의 : 법무부장관이 전문적인 지식·기술 또는 기능을 가진 외국 인력 도입이 특히 필요하다고 지정한 분야에서 활동할 수 있는 비자					
2022년 4월 19일 개정 내용					
도입 배경: 조선분야 국내 인력 유출 및 신규 충원의 어려움 해소					
<ul style="list-style-type: none"> ① 용접공·도장공에 대해 운영해온 쿼터제 폐지, 용접공(총 600명), 도장공(연 300명, 2년간 운영) ② 국내 유학생 특례 제도 자격 완화 ③ 도장공, 전기공 해외 인력 경력 요건 완화 (학사 소지자 : 1년→면제, 전문학사 소지자 : 5년→2년) ④ 코트라(KOTRA)가 해외인력 도입을 주관하게 함으로써 용접공 도입 절차 간소화 ⑤ 시범사업으로 운영되던 도장공·전기공 제도의 운용 상시화, 직종별 임금 요건을 통일(전년도 1인당 GNI의 80%이상) 					
2023년 1월 6일 개정 내용					
도입 배경: 2022년 4월 개정 내용에 추가하여 신속한 처리를 위한 제도 개선 검토					
<ul style="list-style-type: none"> - 2023년 말까지 생산인력은 총 14,000여 명이 부족할 전망(조선협회) - 민간 적도입이 시행된 2022년 4월 이후 현재까지 기량검증 3,673명, 고용추천 1,621명 통과 - 이 중 412건의 비자만이 발급되어 보다 신속한 처리를 위한 제도 개선 검토가 필요한 상황 					
직종별 E-7 도입 현황(2023년 1월 4일 기준)					
구분	용접공	도장공	전기공	플랜트공	합계
기량검증(현지)	3,673	0	0	0	3,673
예비추천(조선협회)	703	742	262	234	1,941
고용추천(산업부)	439	734	225	223	1,621
비자발급(법무부)	48	184	90	90	412
산업부 소관					
<ul style="list-style-type: none"> ① 예비추천 신청 ~ 고용추천 기간 5일 이내 처리로 단축 ② 조선업 현장 애로 데스크 설치 					
법무부 소관					
<ul style="list-style-type: none"> ① 조선업 비자 특별 심사지원인력 20명 증원, 사전심사부터 비자발급까지 소요기간을 5주 → 10일 이내로 단축 ② 기업별 외국 인력 도입 허용 비율을 20 → 30%로 한시적(2년간) 확대 ③ E-7-3 비자 발급 시 실무능력 검증을 면제 (상반기 2,000명 목표) ④ 숙련기능인력(E-7-4)에 대한 연간 쿼터를 2천 명에서 5천 명으로 확대, 조선분야에 별도 쿼터(400명) 신설 ⑤ 외국인 연수 제도(D-4-6)의 E-7 전환 프로그램 신설. 국내 교육기관에서 용접 등 기능교육을 이수할 경우 E-7으로 전환 ⑥ 영사 인증에 소요되는 시간 최소화(법무부,외교부) 					

Source: 산업통상자원부, 다음투자증권

데크하우스 맛집

동사는 LPG탱커, 데크하우스, 어퍼데크의 3가지 주요 품목 중 어퍼데크 생산을 2022년부터 중단했다. 이는 1) LPG탱커 물량이 크게 늘었기 때문이고, 2) 다소 경쟁이 있는 어퍼데크보다는 과점적인 데크하우스에 집중하기 위함이었다. 조선업 서플라이체인의 병목현상도 심각한 가운데 동사는 데크하우스 장인으로 통한다.

캡티브의 성장

현대중공업의 사내 데크하우스 캐파가 제한적인 가운데, 야드 내 캐파 이상의 물량은 동사에서 조달하는데 물량이 늘다. 현대미포조선은 데크하우스를 전략 동사에 위탁한다. 현대중공업과 미포의 매출이 2023년에 각각 22%, 12% 성장한다.

데크하우스를 담당하는
STX중공업, 신한중공업,
삼강엠앤티, 오리엔탈정공
모두 쇼티지

대우조선해양은 STX중공업의 자회사를 통해 10척 내외 데크하우스를 제작해왔는데 2022년말 청산을 결정했다. 대우조선해양도 다른 아웃소싱을 구해야 한다. 또 대우조선해양의 데크하우스를 담당하던 신한중공업은 PE에 매각된 이후 토지 매각이 진행 중이다. 토지 매각은 곧 캐파 감축을 의미한다.

삼성중공업의 데크하우스 담당 삼강엠앤티(현, SK오션플랜트)는 해상풍력에 집중하면서 데크하우스 및 블록 물량을 늘리지 않을 예정이다.

오리엔탈정공은 현재 추가 캐파 증설 소식을 아직 보지 못했다.

동사의 조선 부문 수익성이 양호해도 이를 건드릴 근거는 찾을 수 없다. 소중한 관계이다. 또한 여유가 되는 데로 한국 조선업 전체 데크하우스에도 접근 가능할 것으로 추측한다.

Fig. 9: 세진중공업이 제작하는 데크하우스



Source: 세진중공업, 다올투자증권

II-2. 종속 조선기자재 2사의 성장

조선기자재 산업의
한국조선해양

동사는 2개의 조선기자재 회사를 M&A로 거느리며, 조선기자재업의 한국조선해양과도 유사하다. 인수한 회사 모두 외형 성장, 신사업 추가, 수익성 제고에 성공해서, 그 관리 능력과 규모의 경제가 확인되었다. 조선기자재를 사고 싶다면, 동사를 사면 3개의 조선기자재 회사를 동시에 사게 되는 셈이다.

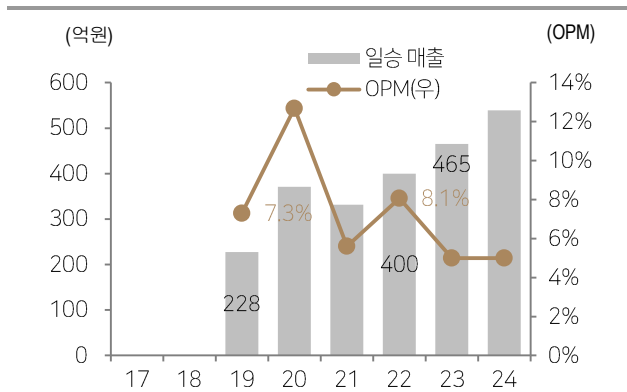
일승 상장 + 성장 + 신사업

동사는 2017년에 STX조선에 속했던 선박 분뇨처리시스템 국내 1위의 일승을 100억원에 인수해서, 2021년에 스펙 상장했고 현재 시가총액은 937억원(지분율 47.1%)이다. 상장 시 계획대로 HPS와 함께 HRSG 제작, 그리고 LNG 재기화 설비로 사업연속성이 있는 신사업을 확장 중이다. 동사의 매출은 2019년 228억원에서 2022년에 거의 2배 증가한 400억원까지 성장했고 영업이익률도 하이싱글을 유지하고 있다. 본업 분뇨처리시스템도 2019~2021년 국내 시장 M/S 81%여서 1) 한국 조선업의 건조량 성장을 따라서 외형이 성장하며, 2) HRSG, LNG재기화 설비 등의 사업이 순조로울 경우 더 가파른 외형 성장이 기대된다.

4년 적자였던 동방선기
흑자전환 성공

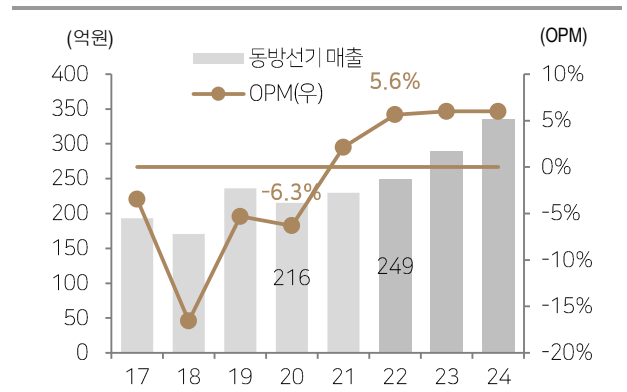
2021년 10월에는 선박 배관용 파이프와 피스 전문업체 동방선기를 동사 8.05%, 일승 20.68%로 40억원에 인수해서 2번째 종속사로 두게 되었다. 2017~2020년 적자였던 동방선기를 PMI를 마치고 2022년에 매출 249억원에, 영업이익률 5.6%로 완전한 흑자구조로 변신시켰다. 한국 조선업의 건조량 증가를 따라 2023년에도 외형 성장이 기대된다.

Fig. 10: 2019년 이후 일승의 매출 거의 2배 성장



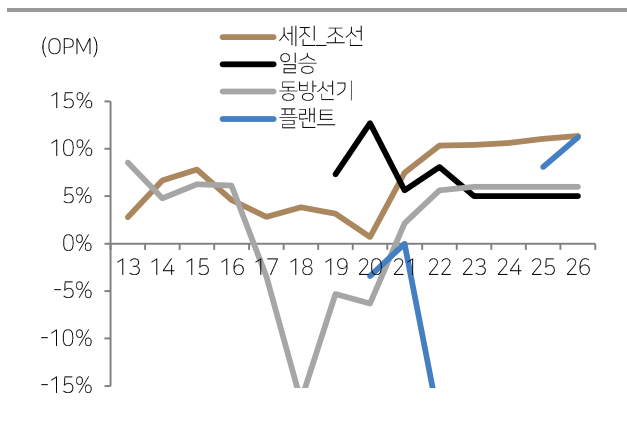
Source: 다음투자증권

Fig. 11: 4년 적자의 동방선기를 인수 후 흑자전환시킴



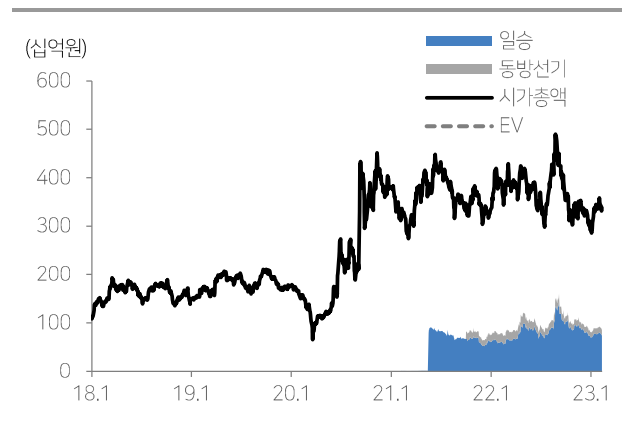
Source: 다음투자증권

Fig. 12: 4개 부문의 영업이익률: 튼튼한 조선기자재



Source: 다음투자증권

Fig. 13: 종속사들 반영 이후에도 기업가치는 이를 미반영



Source: Dataguide, 다음투자증권

II-3. LPG 발주 강세

LPG 해운시장 강세

조용했던 LPG 신조시장이 움직인다. 결국 LPG 시장도 1) 우크라이나-러시아 전쟁의 수혜를 보고 있다. 미국이 러시아 PNG를 끊어내는 EU를 위해 LNG 공급을 늘리고 있고, 이에 따라 LPG 공급도 함께 늘고 있어, 미래 물동 수요 증가에 보탬이 된다. VLGC 운임은 2022년말에 40천달러/일을 최고 수준을 경신했다.

또한 2) 미래 암모니아의 해운업 추진 에너지원으로 각광받고 있는 가운데 대다수 암모니아 터미널들이 50~60k-CBM까지 소화 가능한데, VLGC로의 터미널 확장도 늘고 있다. 암모니아를 위한 대형 가스선 수요도 기대된다. 당사는 삼성중공업이 잘 하지 않던 VLGC를 수주한 것도 암모니아 운반선 시장을 내다본 것이라고 판단한다.

그리고 시작되는 LPG 수주

그리고 2023년 초부터 현대중공업 그룹 등의 LPG선 수주가 계속되고 있다.

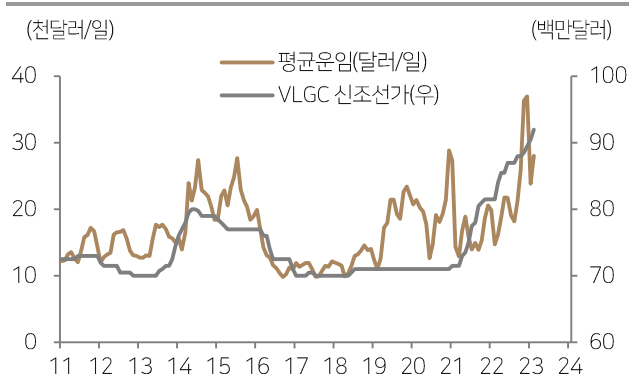
- 1) Evalend는 88k-CBM 2척을 한국조선해양에 추가발주해 총 7척을 건조하게 되었다. 2025년 12월 ~ 2026년 3월 인도물의 신조선가는 97.5백만달러로 전한다. 옵션 2척이 팔려 후속 계약도 기대된다.
- 2) Latsco는 현대중공업에 VLGC 2척 + 옵션 2척을 발주했다(2월 17일 공시건 추정). 2008년 중고선 3척을 매각했고 선대 리뉴얼을 위해 발주한 것으로 전한다. 옵션 행사가 유력해 보인다. 2026년 5월 인도물의 신조선가는 98.8백만달러로 알려졌다.
- 3) ABGC DMCC(BGN INT.와 Al Seer의 JV)도 VLGC 2척을 2025년말~2026년 1월 인도물로 98.5백만달러에 발주했다.

특이점은 신조선가가 클락슨 표준 92백만달러보다 훨씬 높다. 기자재업체의 토지를 오래 점유하는 LPG탱커는 원래 고마진인데 더 알차게 수익성을 챙겨줄 수 있을 것으로 기대한다.

계속될 LPG 발주

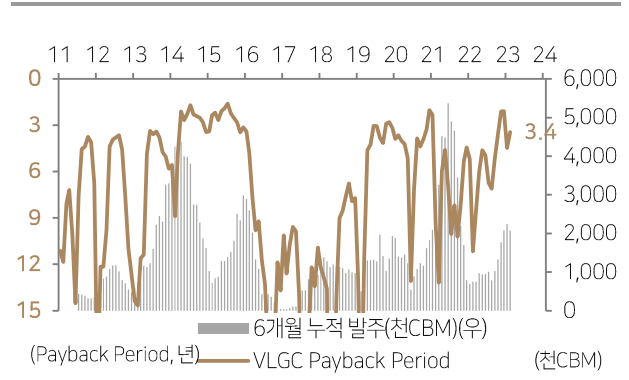
발주는 막 시작되었고, 후속 수주가 계속될 것으로 기대한다. EPS는 VLGC 6척 발주를 위해 현대중공업, 삼성중공업, 중국 강남조선, New Times SB가 경합 중이다. 2022년을 34백만달러 흑자 전환한 StealthGas도 최근 1997~2003년 건조한 소형 가스선을 매각하고 40k-CBM LPG선을 발주할 것으로 추정한다.

Fig. 14: LPG 운임강세와 신조선가 상승



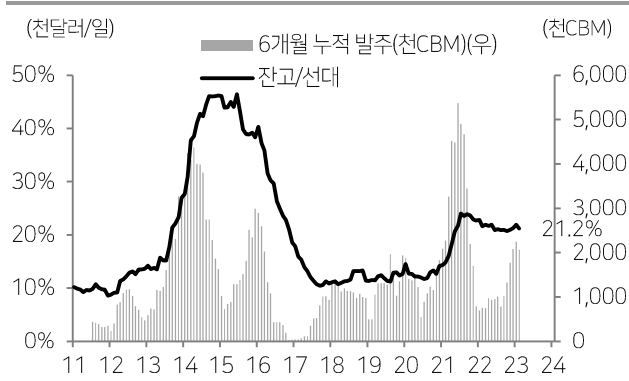
Source: Clarksons, 다올투자증권

Fig. 15: 운임 개선으로 LPG 투자매력 크게 올라섬



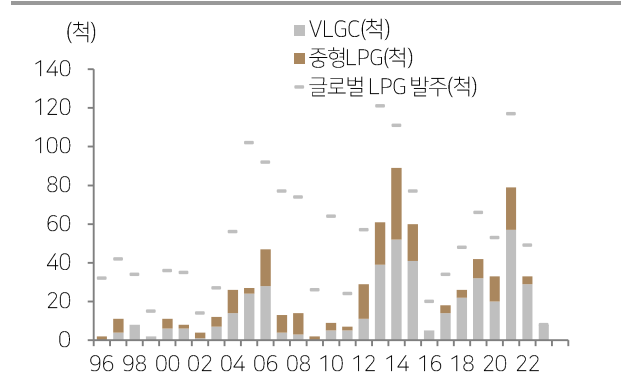
Source: Clarksons, 다올투자증권

Fig. 16: LPG 잔고/선대비율 21%



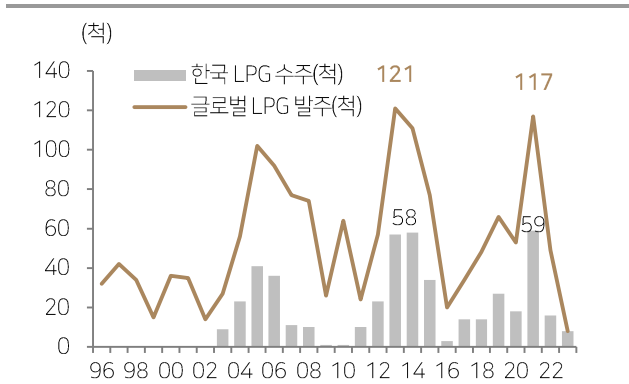
Source: Clarksons, 다올투자증권

Fig. 17: 연간 LPG 발주 척수



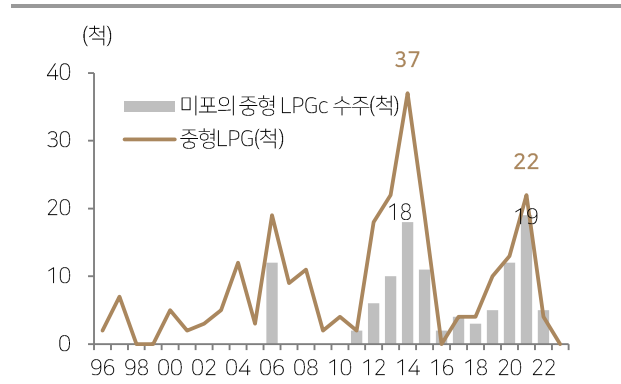
Source: Clarksons, 다올투자증권

Fig. 18: LPG 글로벌 발주와 한국의 수주: 절반을 가져옴



Source: Clarksons, 다올투자증권

Fig. 19: 40k급 중형 LPG 발주와 미포의 수주: 독과점



Source: Clarksons, 다올투자증권

LPG와 세진중공업 OPM

LPG탱커, 데크하우스(어퍼데크는 생산 철수)의 양 축인 아이템 중, 단연 LPG 탱커의 수익성이 좋다. 이는 상대적으로 건조 난이도가 높고, 토지 점유 기간이 길기 때문이다. 동사의 2022년 호실적은 상당 부분 LPG 탱커 건조 증가에서 비롯되었고, 2023년까지도 좋다.

2024년에 잠깐 늘림

2024년에 전방의 LPG 건조가 위축된다. 그러나

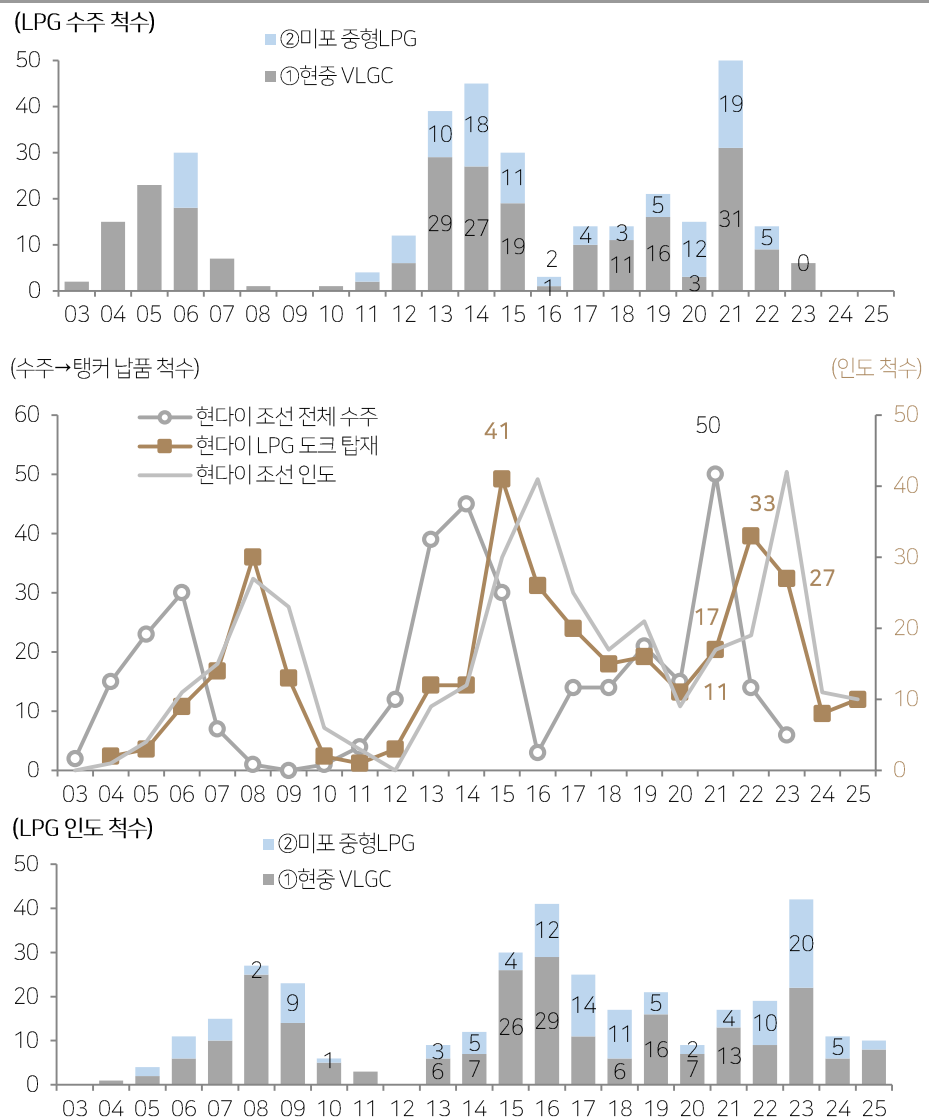
1) 동사의 매출이 되는 조선사의 도크 탑재 스케줄 기준으로 2022년에 33척, 2023년에 27척인데 사측은 2022~2023년에 25척 안팎을 안내한다. 2022년에 일부 물량 이연이 있었다는 안내이다. 따라서 2024년의 LPG탱커가 당사 분석보다 많을 수 있다.

2) 앞서 언급한 LPG 탱커 발주 랠리로 다시 2025년부터 LPG 탱커 건조가 많아질 예정이다.

현대 밖으로

3) 삼성중공업과 대우조선해양의 LPG탱커도 동사가 담당할 것으로 예상된다. 인력충원 등으로 난항을 겪는 모든 조선사들에게 LPG탱커는 머스트-아웃소싱 아이템이며, 규모의 경제를 갖춘 동사에게 맡기는 것이 합당하기 때문이다.

Fig. 20: 한국조선해양의 LPG 수주 => 도크탑재 및 인도 척수



Source: 전자공시, 다올투자증권

II-4. LPG 탱커 스프레이 보냉 기술 습득

LPG탱커의 보냉까지
수직 일관화

동사는 2022년에 LPG 탱커 스프레이 보냉(Tank Insulation) 기술을 습득해서 수직일관화를 달성했다. 기존 동사가 제작한 LPG탱커에 스프레이 보냉 작업은 조선사 지정 업체에서 수행했는데, 이를 동사가 모두 담당하게 되었다.

기술습득으로 P와 Margin
늘림

이에 동사는 기존 LPG 탱커 제작 매출에 10~20%가 추가되고, 공정 흐름 개선 및 생산성 향상으로 추가 이익을 얻고, 수익성 개선도 달성했다. 2022년에 추가된 LPG 탱커 스프레이 보냉 매출은 300억원 정도였다는 안내이다.

2022년의 두 자릿수
수익성에는, 탱커 수익성
개선도 있을 것

2022년에 달성한 조선기자재 부문 10.4% 영업이익률은 앞서 짚은 1) 협력사 쇼티지, 2) LPG 탱커 건조 증가와 함께 3) 스프레이 보냉도 한몫 했을 터이다.

향후 데크하우스에 필요한 보냉에도 기존 방식을 대체해서 적용할 예정이다. 사측이 내다보는 시장 규모는 1,500억원인데 신사업의 특성상 성공 여부를 지켜볼 필요가 있다.

Fig. 21: LPG 탱커 스프레이 인슐레이션 기술 도입으로 수직일관화



Source: 세진중공업, 다음투자증권

II-5. 풍력 기다려보자

기다림의 풍력

2021년에 울산시 부유식 해상풍력의 Floater 생산 기지로 선정될 가능성이 부각되며 주가가 크게 올랐지만, 사업은 늘 그렇듯 더디고, 주가는 이를 선반영하고는 조정받는다. 시행사들이 울산시 앞바다 풍질을 테스트 중이고, 풍력단지 완공시점은 현재 2026~2027년으로 내다본다.

올해 여름 이벤트 기대

동사는 이후 하부구조물(Floater) 외에도 Vestas와의 상부구조물(너셀, 허브) 사업협력도 진행 중이다. 한 때 상부구조물이 더 유력하다가, 요즈음은 언제든 하부구조물 수주도 가능하다는 안내이다. 하부구조물은 기존 세진중공업 설비에서 소화 가능한 사업이고, 상부구조물은 신규 설비투자가 필요하다. 상부구조물의 경우 올해 2~3분기에 구체적인 윤곽이 드러나고 2024년에 착공, 2025년에 첫 생산을 내다본다. 규모가 워낙 큰 Floater는 시점을 예단키 어렵되, 한국에 생산터가 별로 없다는 점 때문에 기다려볼 만하다.

당사는 2025년부터 0.1조원의 플랜트/풍력 매출이 발생하는 것으로 예상치를 1년 미뤄 잡았다.

Fig. 22: 너셀과 허브: Vestas와 협업 예정



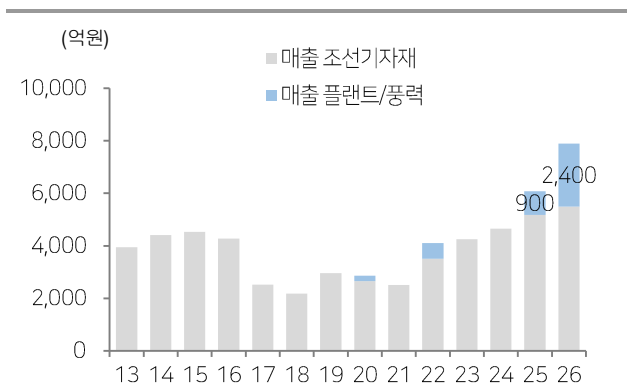
Source: 세진중공업, 다올투자증권

Fig. 23: Floater: GustMSC 디자인을 생산 OEM 준비 중



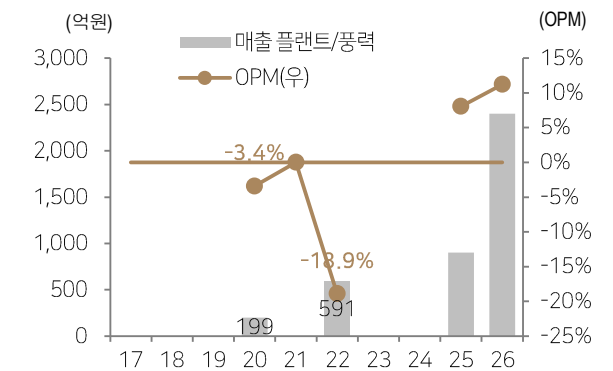
Source: 세진중공업, 다올투자증권

Fig. 24: 2024년부터 풍력/플랜트 매출 0.1조원 시작



Source: 다올투자증권

Fig. 25: 여태 육상모듈 등 플랜트에서 적자였지만, 풍력은 안전마진 확보 기대



Source: 다올투자증권

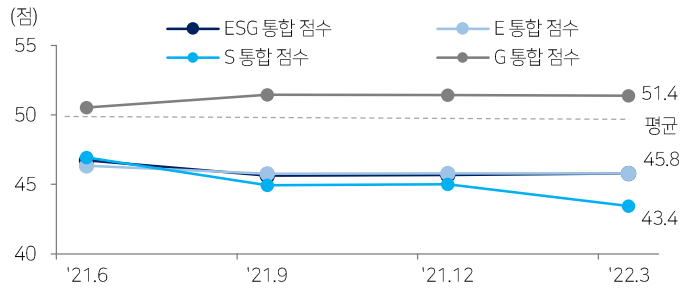


ESG 페이지



세진중공업 (075580) - 산업재

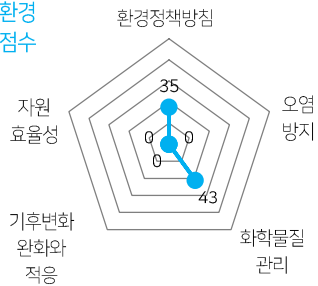
▶ ESG 통합 점수 추이



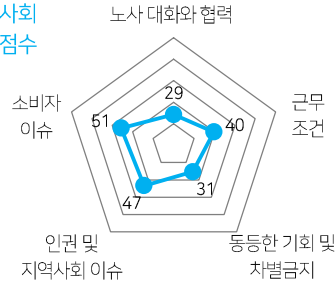
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

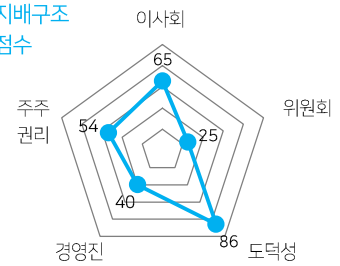
환경 점수



사회 점수



지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
1Q22	0	24	0	24
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	2	0	2

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
세진중공업	45.8	45.8	43.4	51.4	82 / 101	91 / 101	93 / 101	42 / 101
한국카본	47.8	45.7	50.5	50.4	59 / 101	99 / 101	41 / 101	48 / 101

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	110.2	199.5	199.1	198.5	205.1
현금성자산	27.5	42.9	108.0	87.8	77.7
매출채권	26.0	31.0	42.6	51.7	63.0
재고자산	45.9	112.6	35.5	45.9	51.1
비유동자산	337.9	370.9	399.4	403.8	408.0
투자자산	9.9	18.9	19.1	19.9	20.7
유형자산	319.4	339.1	366.6	368.7	370.6
무형자산	8.6	12.9	13.6	15.2	16.7
자산총계	448.1	570.4	598.5	602.3	613.1
유동부채	165.1	241.4	301.6	291.3	284.6
매입채무	28.6	57.7	48.1	60.0	73.0
유동성이자부채	128.3	130.0	199.3	176.4	156.2
비유동부채	121.9	125.8	86.4	86.7	87.1
비유동이자부채	118.2	117.6	77.4	77.4	77.4
부채총계	287.0	367.2	388.0	378.0	371.7
자본금	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2
자본잉여금	0.4	4.7	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	127.0	135.9	140.4	154.2	171.3
자본조정	(4.0)	(8.3)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
자기주식	(3.7)	(8.0)	(7.7)	(7.7)	(7.7)
자본총계	161.2	203.2	210.5	224.3	241.4
투하자본	380.2	401.3	370.0	380.8	387.3
순차입금	219.1	204.7	168.7	166.1	155.8
ROA	0.8	2.8	2.4	4.3	5.4
ROE	2.1	8.8	8.7	15.0	17.5
ROIC	0.2	0.6	5.5	9.1	9.8

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	285.6	250.4	410.1	424.6	465.0
증가율 (Y-Y,%)	(3.5)	(12.3)	63.8	3.5	9.5
영업이익	1.2	3.7	25.2	44.2	49.3
증가율 (Y-Y,%)	(87.4)	214.0	577.0	75.6	11.7
EBITDA	10.2	12.1	33.3	54.2	59.6
영업외손익	4.3	19.8	(8.3)	(10.6)	(5.9)
순이자수익	(4.6)	(5.6)	(6.9)	(13.0)	(8.3)
외화관련손익	(0.3)	1.5	0.9	(0.6)	(0.6)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	5.5	23.5	16.8	33.5	43.4
당기순이익	3.3	14.1	14.3	25.8	33.0
지배기업당기순이익	1.9	16.4	12.3	21.9	28.1
증가율 (Y-Y,%)	6.1	328.1	1.7	80.6	27.8
NOPLAT	0.7	2.2	21.4	34.0	37.5
(+) Dep	9.1	8.4	8.1	10.0	10.3
(-) 운전자본투자	(18.1)	(0.8)	(56.4)	7.1	3.1
(-) Capex	8.0	4.3	35.1	12.0	12.0
OpFCF	19.8	7.1	50.9	25.0	32.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.3	4.7	11.5	14.1	22.9
영업이익증가율(3Yr)	(45.1)	(23.7)	39.1	234.2	136.8
EBITDA증가율(3Yr)	(12.9)	(10.5)	21.5	74.3	70.1
순이익증가율(3Yr)	20.7	99.6	66.5	98.9	32.9
영업이익률(%)	0.4	1.5	6.1	10.4	10.6
EBITDA마진(%)	3.6	4.8	8.1	12.8	12.8
순이익률(%)	1.1	5.6	3.5	6.1	7.1

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	15.7	(4.6)	49.6	(0.7)	35.6
당기순이익	3.3	14.1	14.3	25.8	33.0
자산상각비	9.1	8.4	8.1	10.0	10.3
운전자본증감	8.9	(27.6)	80.6	(7.1)	(3.1)
매출채권감소(증가)	(0.7)	(0.4)	(9.3)	(9.1)	(11.3)
재고자산감소(증가)	26.7	(77.1)	90.4	(10.4)	(5.3)
매입채무증가(감소)	(5.1)	22.7	(10.6)	11.9	13.0
투자현금	(6.4)	28.5	(35.4)	(14.6)	(14.6)
단기투자자산감소	4.8	1.6	1.0	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	(22.8)	(13.7)	(0.1)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(8.0)	(4.3)	(35.1)	(12.0)	(12.0)
유무형자산감소	14.0	44.2	(0.8)	(1.7)	(1.7)
재무현금	0.5	(9.3)	51.9	(5.1)	(31.2)
차입금증가	5.4	3.1	60.0	3.1	(20.2)
자본증가	(4.9)	(12.3)	(8.1)	(8.2)	(11.0)
배당금지급	(0.9)	(8.3)	8.2	8.2	11.0
현금 증감	9.4	14.9	67.1	(20.4)	(10.2)
총현금흐름(Gross CF)	13.6	30.6	(12.0)	6.4	38.7
(-) 운전자본증가(감소)	(18.1)	(0.8)	(56.4)	7.1	3.1
(-) 설비투자	8.0	4.3	35.1	12.0	12.0
(+) 자산매각	14.0	44.2	(0.8)	(1.7)	(1.7)
Free Cash Flow	16.1	31.5	33.2	(15.3)	21.0
(-) 기타투자	22.8	13.7	0.1	0.4	0.4
잉여현금	(6.7)	17.8	33.1	(15.6)	20.7

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	33	288	216	386	494
BPS	2,720	2,876	2,917	3,158	3,459
DPS	150	150	150	200	300
Multiples(x,%)					
PER	205.4	20.5	27.2	15.2	11.9
PBR	2.5	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/ EBITDA	58.5	44.6	15.1	9.2	8.2
배당수익률	2.2	2.5	2.6	3.4	5.1
PCR	28.0	11.0	n/a	52.4	8.6
PSR	1.3	1.3	0.8	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	178.1	180.7	184.3	168.6	154.0
Net debt/Equity	136.0	100.7	80.1	74.0	64.6
Net debt/EBITDA	2,139.1	1,691.5	507.1	306.2	261.5
유동비율	66.7	82.7	66.0	68.1	72.1
이자보상배율	0.3	0.7	3.6	3.4	5.9
이자비용/매출액	1.9	2.3	2.9	3.4	2.1
자산구조					
투하자본(%)	91.0	86.7	74.4	78.0	79.7
현금+투자자산(%)	9.0	13.3	25.6	22.0	20.3
자본구조					
차입금(%)	60.5	54.9	56.8	53.1	49.2
자기자본(%)	39.5	45.1	43.2	46.9	50.8

주) EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 95.1% HOLD : 4.9% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

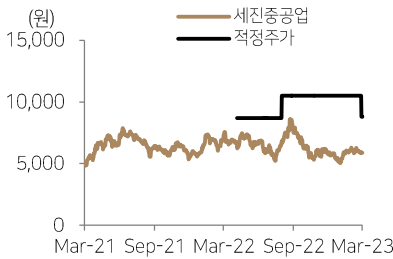
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
 · STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50% 이상.
 · BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상~+50% 미만.
 · HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
 · REDUCE: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 목표가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

세진중공업 (075580)



일자	2022.4.11	2022.8.8	2023.3.6
투자의견	BUY	STRONG BUY	STRONG BUY
적정주가	8,700원	10,500원	8,800원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2022.04.11	8,700원	6,478원	7,460원	-25.54	-14.25
	2022.08.08	10,500원	6,233원	8,620원	-40.64	-17.9
	2023.03.06	8,800원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2023년 3월 3일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.