

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

자본금	130 억원
발행주식수	2,600 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	1,260 억원
주요주주	
박은미(외5)	36.31%
우종인(외3)	27.32%
외국인지분률	1.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/12/01)	4,845 원
KOSDAQ	787.7 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	8,400 원
52주 최저가	2,940 원
60일 평균 거래대금	7 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.4%	-20.0%
6개월	-25.9%	-38.5%
12개월	61.2%	21.6%

비에이치아이 (083650/KQ | 매수(하향) | T.P 7,000 원(하향))

가스발전확대에 따른 중장기적인 수주 모멘텀

중국의 PNG 를 중심으로 한 가스수입증가는 LNG 발전소 건립확대로 연결될 것이다. 이는 국내 복합화력기자재업체에게 또 하나의 기회요인이 될 수 있다. 해외 EPC 를 통한 간접 수출, 글로벌 시장에서 중국 업체들과의 경쟁완화가 예상된다. 본격적인 수주회복은 2018 년이 될 것으로 예상된다. 인도네시아, 태국 등 아시아지역 석탄보일러 발주 결정이 내년 상반기에 확정될 것으로 예상된다. HRSG 도 주춤했던 중동지역 발주재개, 국내 복합화력 신규건설을 바탕으로 회복세가 예상된다.

중국의 LNG 발전비중확대는 국내 기자재업체에게 새로운 기회 요인

중국의 PNG 를 중심으로 한 가스수입증가는 LNG 발전소 건립확대로 연결될 것이다. 중국 정부는 66GW(2015 년 기준)인 가스발전용량을 2020 년까지 110GW 까지 확대한다는 계획이다. 이는 국내 복합화력기자재업체에게 또 하나의 기회요인이 될 수 있다. 로컬콘텐츠 조항으로 중국 사이트에 대한 직접적 납품은 사실상 불가능하지만 해외 EPC 를 통한 간접적인 수출은 가능하다. 또한 중국 업체들과의 경쟁심화가 완화되면서 해외시장에서 수주가능성을 높일 수 있다.

본격적인 수주회복은 2018 년

본격적인 수주회복은 2018 년이 될 것으로 예상된다. 인도네시아, 태국 등 아시아지역 석탄보일러 발주 결정이 내년 상반기에 확정될 것으로 예상된다. 아시아지역은 중소형 석탄화력 수요가 여전히 풍부한 상황이다. 제철설비 등 기타부품은 안정적이다. 탈황 GGH(Gas Gas Heater) 설비와 제철설비를 중심으로 신규수주가 꾸준하다. HRSG 도 주춤했던 중동지역 발주재개, 국내 복합화력 신규건설을 바탕으로 회복세가 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 7,000 원

금년 신규수주가 기대치를 하회함에 따라 2018 년 실적개선은 제한적일 것이다. 2018 년 매출액과 영업이익을 기존 추정치에 비해 각각 17.2%, 14.7% 하향하였다. 실적추정치 변경을 반영해 목표주가를 7,000 원으로 낮췄다. 그러나 투자의견은 매수를 유지한다. 중동지역을 중심으로 한 HRSG 의 발주기대와 정부의 에너지 정책변화, 중국의 대규모 가스발전 신규건설의 반사 이익 등 중장기적인 수주모멘텀은 유지되기 때문이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,970	3,564	3,132	3,428	3,507	4,199
yoy	%	-20.0	-28.3	-12.1	9.5	2.3	19.7
영업이익	억원	-6	-411	149	252	263	322
yoy	%	적전	적지	흑전	68.5	4.5	22.3
EBITDA	억원	83	-320	238	339	345	403
세전이익	억원	-184	-649	95	180	186	239
순이익(지배주주)	억원	-192	-678	102	158	142	182
영업이익률%	%	-0.1	-11.5	4.8	7.3	7.5	7.7
EBITDA%	%	1.7	-9.0	7.6	9.9	9.8	9.6
순이익률	%	-3.9	-18.9	3.2	4.6	4.0	4.3
EPS	원	-716	-2,586	392	606	545	699
PER	배	N/A	N/A	9.0	8.0	8.9	6.9
PBR	배	1.2	0.8	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	49.7	-9.7	13.2	9.4	9.1	7.8
ROE	%	-13.4	-61.7	10.8	14.4	11.2	12.7
순차입금	억원	2,481	2,324	2,090	1,771	1,723	1,711
부채비율	%	306.3	411.9	347.8	260.6	237.2	222.8

중국 가스발전확대는 국내 기자재업체에게 기회요인

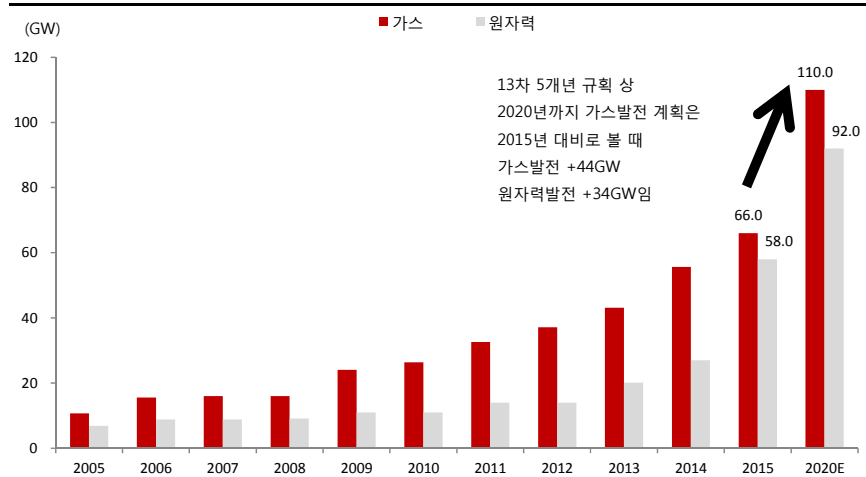
중국의 PNG 를 중심으로 한
가스수입증가는 LNG 발전소
건설확대로 연결

중국의 PNG 를 중심으로 한 가스수입증가는 LNG 발전소 건설확대로 연결될 것이다. 중국 정부는 66GW(2015 년 기준)인 가스발전용량을 2020 년까지 110GW 까지 확대 한다는 계획이다. 5 년간 44GW 에 이르는 대규모 물량이다. 심각한 환경문제에 직면한 중국으로서는 가스발전확대가 현실적인 대안이기 때문이다. 1kwh 의 전기를 생산할 때 석탄은 991g 의 이산화탄소를 배출하는 반면에 가스는 549g 에 그친다.

국내 복합화력기자재업체에게 또
하나의 기회요인, 해외 EPC 를 통한
간접적인 수출, 글로벌 시장에서
경쟁완화 예상

중국의 가스발전확대는 국내 복합화력기자재업체에게 또 하나의 기회요인이 될 수 있다. 복합화력의 핵심기자재는 가스터빈, 증기터빈, HRSG 이다. 이중에서 가스터빈은 GE, 지멘스, 미쓰비시중공업이 세계시장을 과점(중국 시장은 현지업체와의 JV 설립을 통해 대응)하고 있다. 증기터빈은 업체마다 기술적 차이가 크지 않으며 중국 로컬업체로부터 현지 조달이 가능하다. HRSG 도 중국업체의 제작이 가능한 품목이다. 이렇게만 놓고 보면 국내업체의 수혜는 제한적이다. 그럼에도 국내 HRSG 업체에게는 긍정적인 측면이 있다. 우선 품질과 가격경쟁력에서 중국업체를 앞선다. 로컬콘텐츠 조항으로 중국 사이트에 대한 직접적 납품은 사실상 불가능하지만 해외 EPC 를 통한 간접적인 수출은 가능하다. 또한 중국 업체들과의 경쟁심화가 완화되면서 해외시장에서 수주가 가능성을 높일 수 있다.

중국 가스발전 비중추이



자료: EIA, NDRC(중국국가발전개혁위원회), NEA(중국국가에너지국), CEC(중국전력기업연합회), China Daily, WEO 2014, 수출입은행, 에너지경제연구원 SK 증권

LNG 복합화력은 두 차례에 걸쳐 발전하기 때문에 열효율 높고 공해가 적은 장점. 주기기 비중은 전체 프로젝트의 50% 차지

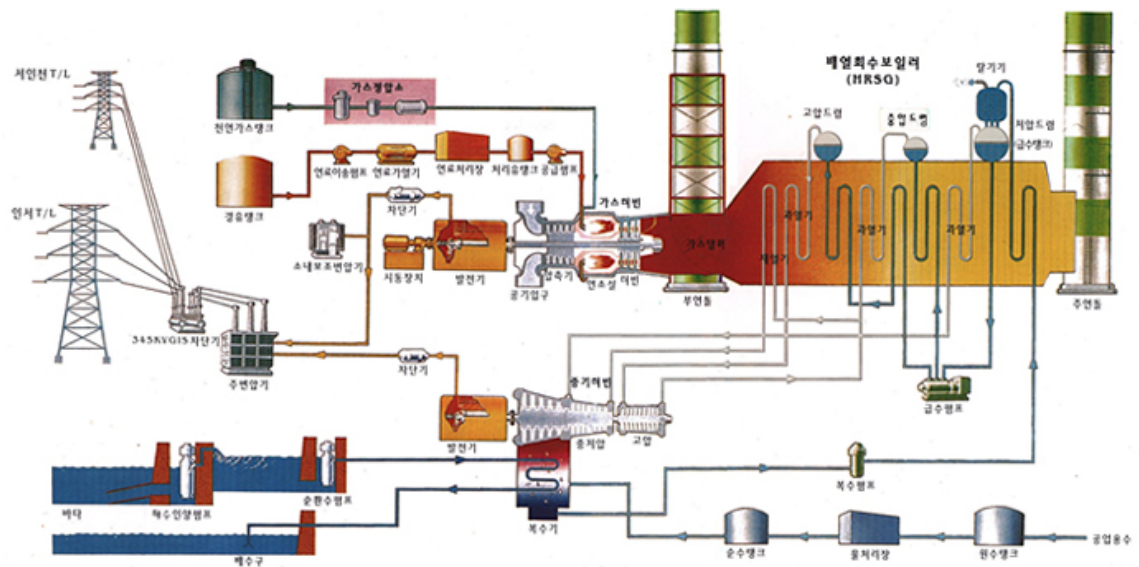
참고로 LNG 복합화력발전은 천연가스를 연료로 1 차로 가스터빈을 돌려 발전하고, 가스터빈에서 나온 고온의 배기가스열을 폐열회수장치를 통과시켜 증기를 생산해 2 차로 증기터빈을 돌려 발전하는 방법이다. 두 차례에 걸쳐 발전하기 때문에 기존 화력보다 열효율이 높고 공해가 적으며 건설기간이 짧다는 장점을 지니고 있다. 가스복합화력의 주기기 비중은 전체 프로젝트의 50%를 차지한다. 이 중에서 가스터빈이 30~40%, 증기터빈 8~10%, HRGS 가 8~10%이다.

가스복합화력 글로벌 주요 업체

가스터빈	증기터빈	HRSG
GE	Shanghai Electric	Nooter Eriksen
Siemens	Harbin	CMI Energy
MHI	Dongfang	BHI
MAPNA	BHEL	GE
Alstom	Toshiba	Alstom

자료: 업계자료, SK 증권

LNG 복합화력발전 계통도



자료: 언론자료

정부의 에너지정책 변화, LNG 발전에 긍정적

정부의 에너지정책도 LNG 발전
산업에 긍정적, 2030년까지
LNG 비중 현재 20%에서
35%이상으로 검토

정부의 에너지정책도 LNG 발전 산업에 긍정적으로 작용하고 있다. 제 8 차 전력수급 기본계획이 조만간 발표될 예정이다. 초안과 공청회에서 나타났듯이 기본골격은 원전과 석탄화력의 비중을 단계적으로 줄이고 LNG 발전과 신재생에너지 비중을 늘리는 것이다. 이에 따라 1) 신규원전 건설은 백지화되고 노후원전의 수명연장은 금지되며 2) 석탄발전은 2020년까지 노후 발전소 7기를 조기 폐지하고 신규설비는 원칙적으로 금지하고 3) 신재생에너지비율을 2030년까지 20% 늘리고 LNG 발전 비중을 확대(현재 20%에서 35%이상으로)하게 된다.

4 기의 석탄화력 LNG 발전소로
전환 결정, 정부의 가스발전에 대한
적극적 의지 확인

구체적인 움직임은 이미 나타나고 있다. 건설중인 석탄화력발전소 9 기중에서 인허가가 완료되지 않은 4 기가 LNG 발전소로 전환될 예정이다. 포스코에너지의 삼척포스파워 1,2 호기(2.1GW), SK 가스의 당진에코파워 1,2 호기(1.16GW)가 대상이다. 두 프로젝트는 투자비용이 이미 4 천억원을 넘었지만 이를 감수하고 전환투자가 결정된 것이다. 정부의 가스발전투자에 대한 적극적 의지를 엿볼 수 있다.

제 8 차 전력수급계획은 기존
발전설비 투자에 대한 대대적인
변화 예고

참고로 제 7 차 전력수급계획에 의한 LNG 발전 투자비는 2015~2019 년 7.5 조원, 2020~2024년에는 1,292 억원에 불과하며 2025~2029 는 전무하다. 이에 반해 같은 기간 원자력은 12.3 조원, 11.3 조원, 10.7 조원이며 석탄은 14.7 조원, 3.3 조원, 0 조원(투자 없음)이다. 정부의 정책기조를 감안할 때 기존 발전설비 투자금액에 대한 대대적인 변화가 있을 전망이다. 제 8 차 전력수급계획에 주목해야 하는 이유이다.

총 발전설비 투자비 전망

(단위: 억원)

구분	2015~2019	2020~2024	2025~2029	합계
원자력	122,871	112,867	107,617	343,355
석탄	146,976	33,478	0	180,454
LNG	74,817	1,292	0	76,109
합계	344,664	147,637	107,617	599,918

자료: 제 7 차 전력수급기본계획

주: 신재생 및 집단에너지 투자비 제외, 신규설비 및 건설 중인 확정 설비 포함

주춤했던 신규수주, 2018년부터 회복 기대

금년 신규수주는 기대치를 하회, 1) 중동 지역 발주 부진 2) 보일러 부문 수주 지연 3) 국내 수요 부재

11월 기준 신규수주는 2천억원정도로 기대치를 하회하고 있다. 그 이유는 1) 국내 업체에게 가장 큰 시장인 중동지역 발주가 활발하지 못했다. 특히 기대가 컸던 이란은 대내외적인 정치적 불확실성이 지속되면서 HRSG의 발주가 부진하였다. 2) 보일러부문 수주가 지연되고 있다. 아시아지역을 중심으로 대기 수요는 충분하다. 그러나 동사의 주력인 중소형 보일러의 수주확정이 늦어지고 있다. 3) 국내수요가 많지 않다. 새 정부의 정책적 방향은 LNG 발전위주로 잡혀 있다. 그러나 금년까지는 기존에 수립했던 7차 전력수급계획에 의해 실행되고 있기 때문에 복합화력관련 기자재 발주가 활발하지 못했다.

2017년 주요 신규수주 내역

(단위: 억원)

계약일	발주처	수주내용	수주금액	시작일	종료일
2017-01-03	포스코	제철설비	56	2017-01-10	2017-12-30
2017-01-17	포스코	제철설비	70	2017-01-17	2018-05-31
2017-02-14	SEPCO 3	HRSG	230	2017-02-13	2018-05-12
2017-03-06	한국남동발전	탈황GGH설비	81	2017-03-06	2017-07-11
2017-09-05	포스코	HRSG	117	2017-09-05	2018-05-22
2017-09-20	Alghanim	HRSG	253	2017-09-19	2018-10-19
2017-09-26	포스코	제철설비	84	2017-09-25	2018-04-15
2017-11-02	UEEPC	발전설비	62	2017-08-15	2021-06-15

자료: 비에이치아이

본격적인 수주회복은 2018년부터, 아시아 석탄화력 발주, HRSG 모멘텀이 수주회복을 견인할 것

본격적인 수주회복은 2018년이 될 것으로 예상된다. 지난 10월에 있었던 Foster Wheeler의 Power Equipment 사업부 인수를 계기로 보일러의 원천기술도 확보하였다. 인도네시아, 대만, 태국, 일본 등 아시아지역 석탄보일러 발주 결정이 상반기에 확정될 것으로 예상된다. 아시아지역은 중소형 석탄화력 수요가 여전히 풍부한 상황이다. 제철설비 등 기타부문은 안정적이다. 탈황 GGH(Gas Gas Heater) 설비와 제철설비를 중심으로 신규수주가 꾸준하다. HRSG도 주춤했던 중동지역 발주재개, 국내 복합화력 신규건설을 바탕으로 회복세가 예상된다. 일부 기업의 사업재편과 구조조정 등 HRSG업계의 경쟁구도 변화도 긍정적인 요인이다.

실적전망 및 투자의견

수익개선 추세는 뚜렷 하지만 금년
수주부진으로 2018년 실적 정체
예상. 투자의견 매수는 유지하지만
목표주가는 실적추정치를 반영해
7,000 원으로 하향. 중장기적인
수주모멘텀에 주목

저가 수주 물량 소진으로 수익성 개선추세는 뚜렷하다. 2015년 영업이익률 -11.5%에서 2016년 4.8%, 2017년에는 7.4%까지 높아질 전망이다. 수주잔고를 고려할 때 4분기에도 3분기와 유사한 수준의 실적이 예상된다. 문제는 내년이다. 금년 신규수주가 기대치를 하회함에 따라 2018년 실적개선은 제한적일 것이다. 2018년 매출액과 영업이익을 기존 추정치에 비해 각각 17.2%, 14.7% 하향하였다. 실적추정치 변경을 반영해 목표주가를 7,000 원으로 낮췄다. 그러나 투자의견은 매수를 유지한다. 중동지역을 중심으로 한 HRSG의 발주기대와 정부의 에너지 정책변화, 중국의 대규모 가스발전 신규건설의 반사 이익 등 중장기적인 수주모멘텀은 유지되기 때문이다. 단기적으로는 아시아지역 중소형 보일러 수주증가가 기대된다.

실적추정 변경내역

(단위: 억원 %)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	3,428	3,507	3,643	4,237	-5.9	-17.2
영업이익	252	263	259	308	-2.9	-14.7
영업이익률	7.3	7.5	7.1	7.3	0.2	0.2
세전이익	180	186	165	212	8.8	-12.1
세전이익률	5.3	5.3	4.5	5.0	0.7	0.3
지배주주순이익	158	142	140	165	12.5	-14.3
지배주주순이익률	4.6	4.0	3.9	3.9	0.7	0.1
EPS(원)	606	545	539	636	12.5	-14.3

자료: SK 증권 추정

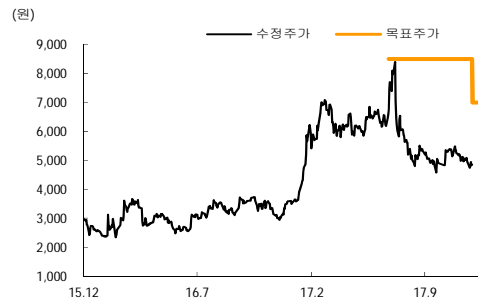
부문별 실적추이

(단위: 억원)

	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	2018E	2019E
HRSG	1,800	1,514	484	409	490	502	1,885	1,615	2,104
BOP	563	613	147	76	50	80	353	420	540
보일러	872	549	102	195	106	105	508	670	705
기타	329	456	170	252	120	140	682	802	850
합산매출	3,564	3,132	903	932	766	827	3,428	3,507	4,199
영업이익	-411	149	56	76	57	63	252	263	322
영업이익률	-11.5%	4.8%	6.2%	8.2%	7.4%	7.6%	7.4%	7.5%	7.7%

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.12.04	매수	7,000원	6개월		
2017.06.28	매수	8,500원	6개월	-35.49%	-1.18%
2017.03.28	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 12월 4일 기준)

투자등급	비율
매수	89.19%
중립	10.81%
매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,069	2,031	1,919	2,161	2,582
현금및현금성자산	126	99	66	13	26
매출채권및기타채권	1,693	1,734	1,606	1,873	2,243
재고자산	76	100	93	108	129
비유동자산	2,485	2,434	2,385	2,354	2,340
장기금융자산	173	173	176	176	176
유형자산	2,072	2,048	1,997	1,966	1,954
무형자산	218	191	179	169	161
자산총계	4,554	4,464	4,304	4,515	4,922
유동부채	3,014	3,147	2,774	2,847	3,058
단기금융부채	2,173	2,156	1,856	1,776	1,776
매입채무 및 기타채무	775	947	877	1,023	1,225
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	650	320	336	329	339
장기금융부채	380	49	58	38	38
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	2	2
장기충당부채	22	21	20	23	30
부채총계	3,665	3,467	3,110	3,176	3,397
지배주주지분	888	997	1,194	1,341	1,528
자본금	130	130	130	130	130
자본잉여금	96	96	83	83	83
기타자본구성요소	-60	-60	-12	-12	-12
자기주식	-60	-60	0	0	0
이익잉여금	334	444	601	742	924
비지배주주지분	1	0	-1	-2	-3
자본총계	890	997	1,193	1,339	1,525
부채외자본총계	4,554	4,464	4,304	4,515	4,922

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	346	243	373	167	151
당기순이익(손실)	-672	101	157	141	181
비현금성항목등	433	256	209	204	222
유형자산감가상각비	69	67	64	61	62
무형자산감가상각비	21	21	23	21	20
기타	260	110	-22	-10	-8
운전자본감소(증가)	568	-114	40	-124	-194
매출채권및기타채권의 감소(증가)	981	-28	137	-267	-370
재고자산감소(증가)	-35	-20	6	-15	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-262	167	-70	146	202
기타	-116	-233	-34	13	-5
법인세납부	17	0	-33	-54	-58
투자활동현금흐름	-101	28	-85	-33	-56
금융자산감소(증가)	44	42	-59	0	0
유형자산감소(증가)	-121	-37	-10	-30	-50
무형자산감소(증가)	3	-1	-11	-11	-11
기타	-27	24	-5	9	6
재무활동현금흐름	-204	-298	-321	-187	-83
단기금융부채증가(감소)	-327	-195	-300	-80	0
장기금융부채증가(감소)	236	-11	36	-20	0
자본의증가(감소)	-10	0	35	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-103	-91	-93	-87	-83
현금의 증가(감소)	41	-27	-33	-53	13
기초현금	85	126	99	66	13
기말현금	126	99	66	13	26
FCF	459	245	324	99	70

자료 : 비에이치아이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,564	3,132	3,428	3,507	4,199
매출원가	3,662	2,664	2,971	3,037	3,636
매출총이익	-98	468	457	470	563
매출총이익률 (%)	-2.8	14.9	13.3	13.4	13.4
판매비와관리비	313	318	205	207	241
영업이익	-411	149	252	263	322
영업이익률 (%)	-11.5	4.8	7.3	7.5	7.7
비영업손익	-239	-54	-72	-77	-82
순금융비용	71	91	88	78	77
외환관련손익	43	31	-30	-7	-12
관계기업투자등 관련손익	-24	0	-1	-1	-1
세전계속사업이익	-649	95	180	186	239
세전계속사업이익률 (%)	-18.2	3.0	5.3	5.3	5.7
계속사업법인세	17	-6	23	45	58
계속사업이익	-666	101	157	141	181
중단사업이익	-6	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-672	101	157	141	181
순이익률 (%)	-18.9	3.2	4.6	4.0	4.3
지배주주	-678	102	158	142	182
지배주주귀속 순이익률(%)	-19.03	3.25	4.6	4.04	4.33
비지배주주	6	-1	0	0	0
총포괄이익	-406	108	162	146	186
지배주주	-412	109	163	147	187
비지배주주	6	-1	-1	-1	-1
EBITDA	-320	238	339	345	403

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-28.3	-12.1	9.5	2.3	19.7
영업이익	적지	흑전	68.5	4.5	22.3
세전계속사업이익	적지	흑전	89.2	3.5	28.5
EBITDA	적전	흑전	42.5	1.8	17.0
EPS(계속사업)	적지	흑전	54.9	-10.2	28.4
수익성 (%)					
ROE	-61.7	10.8	14.4	11.2	12.7
ROA	-13.6	2.3	3.6	3.2	3.8
EBITDA마진	-9.0	7.6	9.9	9.8	9.6
안정성 (%)					
유동비율	68.6	64.5	69.2	75.9	84.4
부채비율	411.9	347.8	260.6	237.2	222.8
순차입금/자기자본	261.2	209.7	148.4	128.7	112.2
EBITDA/이자비용(배)	-3.6	2.5	3.7	4.0	4.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,586	392	606	545	699
BPS	3,417	3,835	4,594	5,158	5,876
CFPS	-2,263	731	941	859	1,014
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	9.5	13.9	15.4	12.0
PER(최저)	N/A	6.0	5.9	6.6	5.1
PBR(최고)	2.1	1.0	1.8	1.6	1.4
PBR(최저)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
PCR	-1.1	4.8	5.2	5.6	4.8
EV/EBITDA(최고)	-13.3	13.4	12.1	11.8	10.1
EV/EBITDA(최저)	-9.6	11.9	5.7	5.5	4.6