

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	35 억원
발행주식수	708 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,077 억원
주요주주	
S&T모티브(외1)	54.08%
국민연금공단	11.50%
외국인지분률	1.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/12/01)	15,200 원
KOSPI	2475.41 pt
52주 Beta	0.17
52주 최고가	20,700 원
52주 최저가	13,900 원
60일 평균 거래대금	1 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	1.0%
6개월	-14.0%	-22.2%
12개월	-15.0%	-33.6%

S&TC (100840/KS | Not Rated)

조심스럽게 업황 개선을 논하는 시점

- AFC, HRSG 등을 설계/생산/판매하는 열교환기 전문 기업
- 문재인 정부 출범 이후 LNG 복합화력발전 비중 확대 추진 중
- HRSG는 복합화력발전 발전효율을 높여주는 매우 중요한 요소, 수혜 가능성 확대
- 국제유가 반등으로 주요 산유국 중심의 정유 플랜트 투자 재개
- 국내 대형건설사 거래처로 둔 S&TC의 AFC 수주 반등 기대해 볼만한 시점

AFC, HRSG 등 열교환기 전문 기업

S&TC는 원유 정제/석유화학 및 GAS 플랜트 등에 사용되는 AFC(Air Fin Cooler, 공랭식열교환기)와 복합화력발전소에 사용되는 배열회수보일러(HRSG) 등을 설계/생산/판매하는 열교환기 전문 기업이다. 지난해 기준 매출 비중은 AFC 65%, HRSG 25%, 기타 10%로 구성되어 있다.

HRSG, LNG 복합화력발전의 직접적인 수혜 가능

HSRG(Heat Recovery Steam Generator)는 LNG 복합화력발전소에서 발생하는 고온의 열을 활용하여 증기를 생산, 증기터빈을 돌려 전력을 생산하는 시스템을 말한다. 가스터빈에서 발생한 열을 회수하여 물을 끓이게 되고, 여기서 발생하는 증기를 활용해 증기터빈을 돌려 추가적인 전기에너지를 생성한다. 즉, HRSG는 복합화력발전소에 있어 발전효율을 높여주는 매우 중요한 요소이다. 올해 새롭게 출범한 문재인 정부는 친환경발전 정책 의지가 확고하고, 러시아와의 PNG 연결을 추진하는 등 LNG 발전단가를 낮추기 위한 방안을 마련 중이다. LNG 복합화력발전소가 늘어날수록 핵심설비인 HRSG의 수혜 가능성도 커지고 있다.

국제유가 반등과 AFC 업황 개선 기대감

AFC(Air Fin Cooler, 공랭식열교환기)는 냉각용수의 공급이 어려운 지역에서 선택하는 공랭식 냉각기기이다. 최근에는 수랭식 냉각수의 후처리 문제가 대두되면서 공랭식 냉각 설비 채택이 늘어나는 추세다. 국제유가가 단기간에 반등하면서 중동 지역의 정유 플랜트 투자가 재개되었다. 국내 대형 건설사들을 거래처로 둔 S&TC의 AFC 수주 반등을 조심스럽게 기대해볼 수 있는 시점이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	2,307	2,008	2,427	2,601	2,541
yoy	%	18.1	-13.0	20.9	7.2	-2.3
영업이익	억원	151	168	138	339	12
yoy	%	흑전	11.1	-18.0	146.2	-96.5
EBITDA	억원	174	189	160	362	35
세전이익	억원	116	208	148	357	30
순이익(지배주주)	억원	91	162	113	270	17
영업이익률%	%	6.6	8.4	5.7	13.0	0.5
EBITDA%	%	7.6	9.4	6.6	13.9	1.4
순이익률	%	3.9	8.1	4.6	10.4	0.7
EPS	원	1,283	2,285	1,590	3,815	234
PER	배	12.8	7.3	9.7	7.8	82.0
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.9	0.6
EV/EBITDA	배	4.0	2.6	4.6	4.9	22.1
ROE	%	5.3	8.5	5.6	12.3	0.7
순차입금	억원	-468	-696	-350	-322	-588
부채비율	%	59.7	57.3	46.6	36.6	51.5

복합화력발전 필수요소 HRSG

HRSG는 가스발전 시설 중 가스터빈에서 발생하는 배기가스의 고온을 활용하여 추가 발전이 가능하다.

HRSG(Heat Recovery Steam Generator)는 LNG 복합화력발전소에서 발생하는 고온의 열을 활용하여 증기를 생산, 증기터빈을 돌려 전력을 생산하는 시스템을 말한다. 따라서 LNG 복합화력발전소의 구동 원리를 먼저 떠올려 볼 필요가 있다.

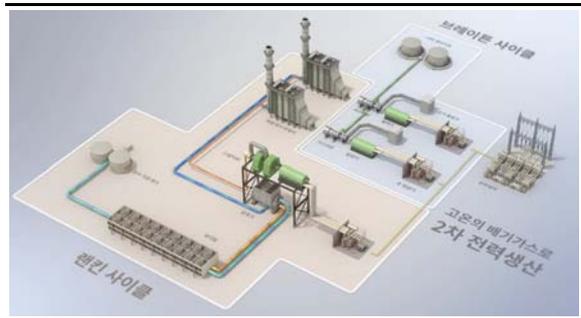
압축된 공기와 연료(LNG)를 혼합하여 연소시키면 고온/고압의 배기가스가 발생한다. 이 배기가스로 가스터빈의 날개를 회전시켜 운동에너지를 만들게 되고, 이는 발전기를 통해 전기에너지로 바뀌게 된다(단일 사이클 발전). 여기에 가스터빈에서 발생한 고온의 배기가스로부터 열을 회수하여 추가로 전기를 생산하는 과정이 더해지면 복합화력 발전이 완성된다. 가스터빈에서 생성된 배기가스의 온도는 약 600°C에 달한다. 이 열을 회수하여 물을 끓이게 되고, 여기서 발생하는 증기를 활용해 증기터빈을 돌려 추가적인 전기에너지를 생성하게 된다. 즉, HRSG는 복합화력발전에 있어 발전효율을 높여주는 매우 중요한 요소이다.

GE 복합화력발전 구조도



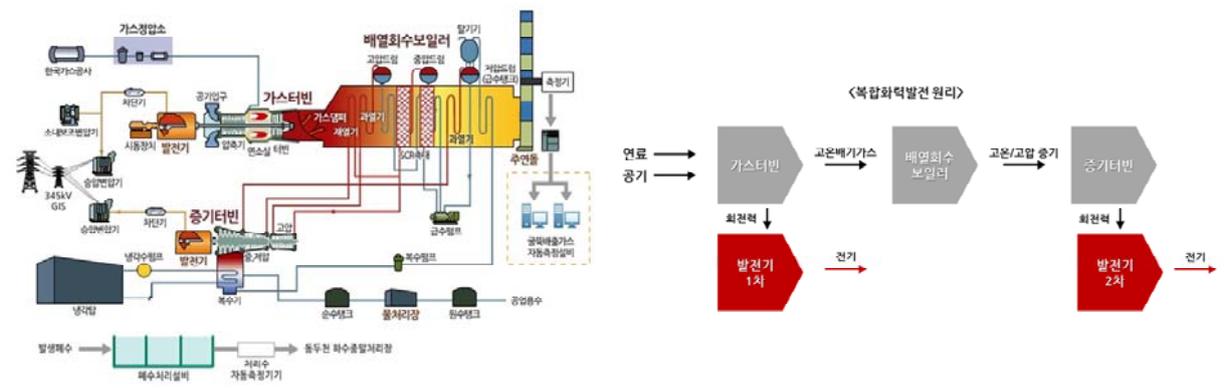
자료 : GE, SK 증권

포천복합화력발전소 복합발전 구조



자료 : 포천복합화력발전소, SK 증권

복합화력발전소 계통도 및 핵심 원리



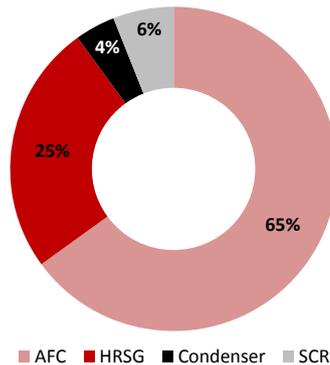
자료 : 동두천드림파워 SK 증권

LNG 발전 비중 늘리려는 우리나라

문재인 정부가 LNG 발전 비중을 높이려 할수록 핵심설비인 HRSG의 수혜 가능성도 크다.

올해 새롭게 출범한 문재인 정부는 탈(脫)원전을 필두로 한 친환경/신재생 에너지 보급 확대를 줄곧 외치고 있다. 이미 착공했던 신고리 원전 5,6 호기는 공사를 중단한 뒤 시민 참여 공론화를 거쳐 우여곡절 끝에 공사 재개가 확정되었다. 또 노후 석탄화력발전소는 폐쇄하고, 새로 짓는 화력발전소는 LNG 발전 방식으로 바꾼다는 계획도 갖고 있다. LNG 발전소 확충에도 극복해야 할 과제들은 많다. 특히 석탄 발전에 비해 발전 단가가 높아 경제성이 떨어진다는 지적을 받고 있다. 하지만 정부의 친환경발전 정책 의지가 확고하고, 러시아와의 PNG 연결을 추진하는 등 발전단가를 낮추기 위한 노력도 지속하고 있는 상황에서 가장 현실적인 발전 대안으로 자리잡을 전망이다. 그만큼 LNG 복합화력발전소 핵심설비인 HRSG의 수혜 가능성도 커지고 있다.

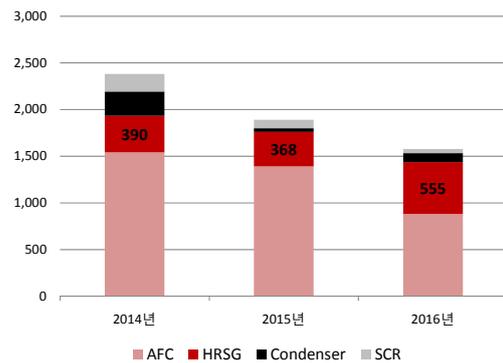
S&TC 사업부문별 매출비중(2016년 기준)



자료 : S&TC, SK 증권

S&TC 사업부문별 수주잔고 추이

(단위 : 억원)



자료 : S&TC, SK 증권

S&TC 주요 reference - H.S.R.G.

HRSG Type	Client and Site	Gas Turbine Supplier	HRSG Unit	Plant Capacity (MW)	Year of sold	Commission Date
Vertical	KOREA WESTERN POWER CO., LTD. Gunsan CCPP, Gunsan, South Korea(ROK)	MHI	2	780	2007.May	2010.May
Vertical	KOREA MIDLAND POWER CO., LTD. Incheon #3 CCPP, Incheon, South Korea(ROK)	GE	2	500	2010.Dec	2012.Dec
Horizontal	KEPCO-ENC Takoradi T2 Power Plant Expansion, Ghana	GE	2	330	2012.July	Engineering in Progress
Horizontal	GE Energy Ichthys Onshore LNG Facilities, Australia	GE	5	500	2013.Jan	Engineering in Progress
Horizontal	Samsung Engineering Co, Ltd. ARAMCO Cogen (HGP site), Saudi Arabia	GE	2	170	2013.Nov	Engineering in Progress
Horizontal	Samsung Engineering Co, Ltd. ARAMCO Cogen (ABQ site), Saudi Arabia	GE	2	370	2013.Nov	Engineering in Progress
Horizontal	Samsung Engineering Co, Ltd. ARAMCO Cogen (RTR site), Saudi Arabia	GE	2	370	2013.Nov	Engineering in Progress

자료 : S&TC, SK 증권

업황 개선이 기대되는 AFC

국제유가 반등으로 인한 중동 주요 국가들의 투자 확대는 매출 비중이 가장 높은 AFC의 성장도 기대하게 한다.

AFC(Air Fin Cooler, 공랭식열교환기)는 원유 정제/석유화학 플랜트에서 생산된 Process Fluid를 냉각시키는 역할을 한다. 냉각 설비는 주로 물을 이용한 냉각수 계통을 떠올리기 쉽지만, 냉각용수의 공급이 어려운 지역에서는 공랭식 냉각 방식을 활용한다. 때문에 냉각용수 확보가 어려운 중동 지역은 AFC가 필수다. 최근에는 공랭식과 수랭식의 효율 차이가 크지 않고, 수랭식의 경우 냉각수의 후처리 문제가 대두되면서 공랭식 냉각 설비 채택이 늘어나는 추세다.

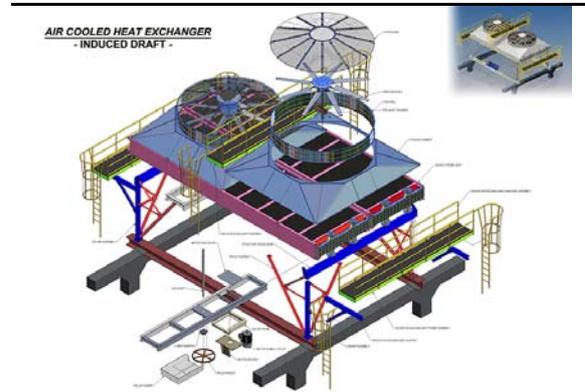
2014년 이후 수주잔고가 줄곧 감소한 가운데, 국제유가의 반등은 매우 반가운 소식이다. 국제유가가 단기간에 반등하면서 중동 지역의 건설 투자도 함께 늘어나고 있다. 대표적인 산유국들이 도시 인프라는 물론 대규모 정유 플랜트 투자를 재개함에 따라 국내 대형 건설사들의 해외 수주 소식도 이어지는 중이다. 삼성엔지니어링/GS 건설/SK 건설/대림산업 등 국내 주요 건설사들을 거래처로 둔 S&TC의 AFC 수주 반등을 조심스럽게 기대해볼 수 있는 시점이라는 판단이다.

AFC(Air Fin Cooler) 모듈



자료 : S&TC, SK 증권

AFC(Air Fin Cooler) 구조도



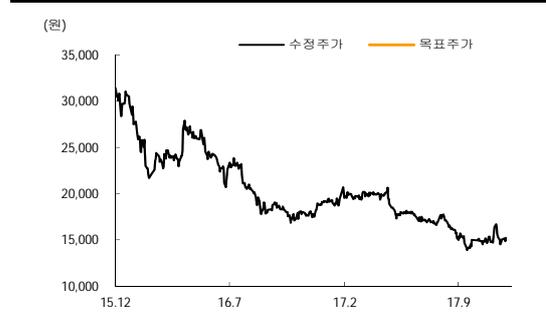
자료 : S&TC, SK 증권

S&TC 주요 reference - AFC(Air Fin Cooler)

End User	EPC Contractor	Project Name	Location	Delivery
CHEVRON	BECHTEL	Wheatstone Project LNG Plant	AUSTRALIA	2014
INPEX	JGC/KBR/CHIYODA CONSORSIUM	ICHTHYS Onshore LNG Facilities	AUSTRALIA	2014
PDO	L&T	SRDC-2	OMAN	2014
EGYPTIAN REFINING COMPANY	GSEC	ERC	EGYPT	2014
ARAMCO	SECL	Luberef Yanbu	SAUDI ARABIA	2014
ARAMCO	TR	Jazan	SAUDI ARABIA	2014
Sonatrach	PETROFAC	Alrar	ALGERIA	2015
ORPC LLC	DAELIM	Sohar	OMAN	2015
STRAS	TR	STAR	TURKEY	2015
STRAS	GSEC	STAR	TURKEY	2015
PETROPERU S.A.	TR	TALARA	PERU	2015
KNPC	PETROFAC	CLEAN FUEL	KUWAIT	2015
STRAS	SAIPEM	STAR	TURKEY	2016
SCOP	HDEC	KARABALA	IRAQ	2016

자료 : S&TC, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2017.12.04	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(나승두)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)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	1,615	1,813	1,705	1,841	2,118
현금및현금성자산	454	659	390	317	588
매출채권및기타채권	879	831	1,042	1,338	1,388
재고자산	174	178	177	107	68
비유동자산	1,313	1,304	1,340	1,321	1,363
장기금융자산	12	17	16	17	19
유형자산	1,223	1,204	1,201	1,187	1,181
무형자산	40	43	40	36	31
자산총계	2,928	3,117	3,045	3,162	3,480
유동부채	884	920	766	643	1,022
단기금융부채	49	52	81		
매입채무 및 기타채무	647	689	605	554	733
단기충당부채					242
비유동부채	211	215	202	205	161
장기금융부채					
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	6	7	8	10
부채총계	1,095	1,135	968	848	1,182
지배주주지분	1,833	1,982	2,077	2,314	2,298
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	447	447	447	447	447
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금	1,351	1,500	1,592	1,826	1,809
비지배주주지분					
자본총계	1,833	1,982	2,077	2,314	2,298
부채외자본총계	2,928	3,117	3,045	3,162	3,480

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	266	201	-248	22	350
당기순이익(손실)	91	162	113	270	17
비현금성항목등	33	42	58	116	-10
유형자산감가상각비	18	16	17	17	17
무형자산감가상각비	4	5	6	6	6
기타	10	21	35	94	-33
운전자본감소(증가)	145	5	-374	-319	441
매출채권및기타채권의 감소(증가)	116	44	-187	-285	-6
재고자산감소(증가)	-20	-34	0	71	39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	98	42	-85	-51	174
기타	183	41	-477	-624	221
법인세납부	-8	-22	-55	-52	-100
투자활동현금흐름	-4	18	-1	-4	-63
금융자산감소(증가)	-1	-3	1	40	-2
유형자산감소(증가)	-16	4	-14	-1	-11
무형자산감소(증가)		-8	-2	-1	-1
기타	29	32	70	67	73
재무활동현금흐름	-12	-14	-21	-92	-36
단기금융부채증가(감소)	-200				
장기금융부채증가(감소)	50			-56	
자본의증가(감소)	137				
배당금의 지급		14	21	35	35
기타	2	1			1
현금의 증가(감소)	249	205	-269	-73	271
기초현금	204	454	659	390	317
기말현금	454	659	390	317	588
FCF	310	210	-282	-12	336

자료 : S&TC, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	2,307	2,008	2,427	2,601	2,541
매출원가	1,918	1,618	2,036	2,023	2,050
매출총이익	389	389	391	578	491
매출총이익률 (%)	16.9	19.4	16.1	22.2	19.3
판매비와관리비	237	221	254	239	479
영업이익	151	168	138	339	12
영업이익률 (%)	6.6	8.4	5.7	13.0	0.5
비영업손익	-35	40	10	18	18
순금융비용	-4	-11	-8	-5	-2
외환관련손익	-61	3	37	44	59
관계기업투자등 관련손익		-1	-3	-5	-3
세전계속사업이익	116	208	148	357	30
세전계속사업이익률 (%)	5.0	10.4	6.1	13.7	1.2
계속사업법인세	25	46	35	87	13
계속사업이익	91	162	113	270	17
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	91	162	113	270	17
순이익률 (%)	3.9	8.1	4.6	10.4	0.7
지배주주	91	162	113	270	17
지배주주귀속 순이익률(%)	3.94	8.06	4.64	10.39	0.65
비지배주주					
총포괄이익	91	163	117	272	19
지배주주	91	163	117	272	19
비지배주주					
EBITDA	174	189	160	362	35

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	18.1	-13.0	20.9	7.2	-2.3
영업이익	흑전	11.1	-18.0	146.2	-96.5
세전계속사업이익	흑전	78.7	-28.8	141.5	-91.6
EBITDA	흑전	8.5	-15.3	126.0	-90.3
EPS(계속사업)	흑전	78.2	-30.4	140.0	-93.9
수익성 (%)					
ROE	5.3	8.5	5.6	12.3	0.7
ROA	3.2	5.4	3.7	8.7	0.5
EBITDA마진	7.6	9.4	6.6	13.9	1.4
안정성 (%)					
유동비율	182.6	197.1	222.5	286.3	207.2
부채비율	59.7	57.3	46.6	36.6	51.5
순차입금/자기자본	-25.5	-35.1	-16.9	-13.9	-25.6
EBITDA/이자비용(배)	39.4	57.1	47.7	383.0	
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,283	2,285	1,590	3,815	234
BPS	25,874	27,971	29,319	32,662	32,436
CFPS	1,605	2,579	1,905	4,134	560
주당 현금배당금	200	300	500	500	
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.8	9.0	11.5	8.5	125.7
PER(최저)	11.2	6.7	9.4	4.0	71.9
PBR(최고)	0.9	0.7	0.6	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	10.2	6.5	8.1	7.2	34.3
EV/EBITDA(최고)	7.1	4.0	5.9	5.5	43.1
EV/EBITDA(최저)	3.2	2.1	4.5	2.1	17.6