

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

Company Data

자본금	130 억원
발행주식수	2,600 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	1,586 억원
주요주주	
박은미(외5)	37.06%
우종인(외3)	30.89%
외국인지분률	2.30%
배당수익률	

Stock Data

주가(17/03/27)	6,090 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	7,080 원
52주 최저가	2,480 원
60일 평균 거래대금	16 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-9.4%
6개월	72.8%	92.2%
12개월	82.1%	106.8%

비에이치아이 (083650/KQ | Not Rated)

실적회복의 원년이 될 것이다

1998 년에 설립된 이후 발전용 기자재를 전문으로 설계 및 생산하는 사업을 영위하는 회사이다. 지난 수년간 유가 급락에 따라 어려움을 겪었지만, 유가가 \$50/bbl 수준에 머무르면서 복합화력발전소에 대한 발주 증가가 기대된다. 국내외 경쟁사들의 재무적 어려움으로 인해 경쟁강도 완화에 따른 손해가 예상되고, 환경기준에 부합하는 새로운 아이টে에 대한 관심이 높아지고 있는 시점이다.

우호적으로 변화하고 있는 수주 환경

최근 수년간 유가급락에 따른 영향으로 복합화력발전 발주가 취소되거나 지연되는 경우가 잦았다. 그러나 유가가 \$50/bbl 을 넘나들면서 발주상황이 조금씩 개선되는 분위기가 있다. 중동을 비롯한 기존 발주 지역외에도 LNG 복합화력발전을 선호하는 미국과, 경제 제재가 끝난 이란에서도 발주가 재개되고 있는 상황이 긍정적으로 보인다. 뿐만 아니라, 지난 수년간의 불황으로 Ansaldo, STF 와 같은 경쟁사들이 재무적 위기 상태에 놓여있다. 향후 수주 경쟁시 동사가 유리한 입장을 선점할 수 있을 것이다.

새롭게 주목받는 아이টে에 있다

‘환경 친화적’이라는 이슈가 석탄화력발전에도 적용되고 있다. 우리 정부 또한 20 년 이상된 석탄발전기에 대해 대대적 성능개선 및 환경설비 전면교체를 권고하고 있고, 같은 논리로 동남아 지역에서도 환경기준에 부합하는 석탄화력발전기에 대한 수요가 예상된다. 동사는 국내 최초로 친환경적인 USC 급 복합화력발전소 (595MW) 2 기를 수주한 경험이 있다. 뿐만 아니라 최근에 동사의 Enamel-Coating 을 한 GGH 에 대한 관심이 높아지고 있다.

실적회복에 속도가 붙을 것이다

2017 년에는 작년의 턴어라운드 이어 실적 회복에 속도가 붙을 것이다. 매출액 4,500 억원(+44% yoy), 영업이익 247 억원(+66% yoy)을 예상한다. 현재 수주잔고 7,000 억원 중 3,000 억원, 올해 신규수주분에서 1,500 억원 정도가 매출인식이 가능할 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	2,444	5,021	6,213	4,970	3,564
yoy	%	N/A(IFRS)	105.4	23.7	-20.0	-28.3
영업이익	억원	162	251	247	-6	-411
yoy	%	N/A(IFRS)	54.8	-1.4	적전	적지
EBITDA	억원	215	318	331	83	-320
세전이익	억원	89	319	196	-184	-649
순이익(지배주주)	억원	85	244	182	-192	-678
영업이익률%	%	6.6	5.0	4.0	-0.1	-11.5
EBITDA%	%	8.8	6.3	5.3	1.7	-9.0
순이익률	%	3.5	4.8	2.9	-3.9	-18.9
EPS	원	327	937	701	-716	-2,586
PER	배	32.8	14.4	11.1	N/A	N/A
PBR	배	2.8	2.5	1.3	1.1	0.7
EV/EBITDA	배	16.9	18.4	14.6	48.2	N/A
ROE	%	N/A(IFRS)	20.8	12.5	-13.4	-61.7
순차입금	억원	857	2,340	2,817	2,481	2,324
부채비율	%	280.1	326.3	265.5	306.3	411.9

발전용 기자재 설계 및 제작 업체

1998 년 설립된 발전용 기자재를 전문으로 설계 및 제작하는 기업

동사는 1998 년 설립된 이후 발전용 기자재를 전문으로 설계 및 생산하는 사업을 영위하고 있다. 주력으로 생산하는 제품으로는 복합화력발전에서 사용되는 HRSG(배열화수 보일러)를 선두로 석탄화력 발전용 CFB(Circulated Fluidized Bed)/PC(Pulverized Coal) 보일러 및 원자력 발전의 B.O.P(Balance of Plant)와 보조기기(복수기, 냉각수 쿨러 등)들이 있다. 주요 고객으로는 한국전력을 비롯한 전력회사와 발전사업자, 국내외 EPC, POSCO 포함한 제철회사 등이 있다.

그림 1 > 복합화력발전 공정



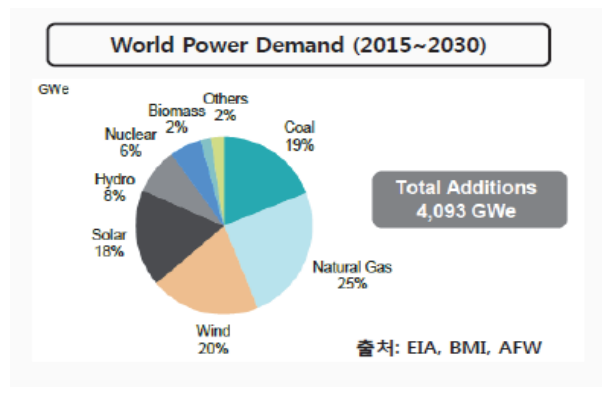
자료 : 비에이치아이, SK 증권

우호적으로 변화하고 있는 수주 환경

유가가 반등하면서 산유국 및 북미
지역으로부터 회복세를 보이고 있는
발주상황에 따른 수혜 예상

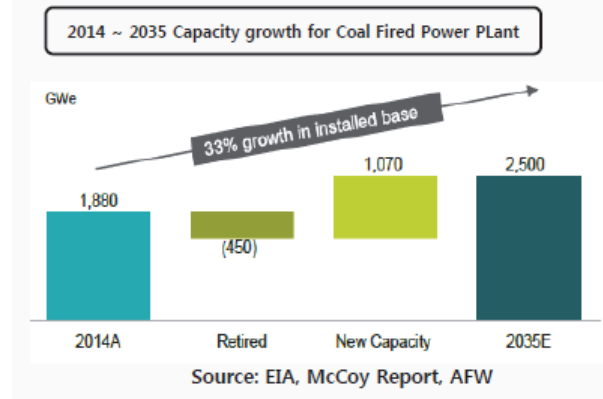
최근 3~4 년간 유가 급락에 따른 영향으로 복합화력발전 발주가 취소되거나 지연되는 경우가 잦았다. 그러나 바닥을 찍은 유가가 작년 하반기부터 배럴(bbl)당 50\$을 넘나들면서 발주 상황이 조금씩 개선되는 분위기이다. 기존 복합화력발전 발주 지역은 중동과 아프리카, 동남아 일부 지역이 주를 이루었으나 최근에는 LNG 부자인 미국과 경제제재가 끝난 이란에서도 심심치 않게 발주가 나오고 있다. 동사는 작년에 이미 미국에서 168 억원, 이란에서는 300 억원 정도의 수주를 받았고, 이를 바탕으로 신시장에서 추가 수주를 받기 위해 도전하고 있다. 특히, 이란의 경우 한국 EPC 들이 추진중인 다수의 CCPP(Combined Cycle Power Plant) 프로젝트에 참여하게 될 가능성이 높아 보인다.

그림 2 > 세계 전력수요 전망



자료 : 비에이치아이, SK 증권

그림 3 > 석탄화력발전 전망



자료 : 비에이치아이, SK 증권

경쟁강도가 약해졌다

수년간의 불황으로 상당수의
경쟁사가 재무적 위기 호소중,
경쟁강도 완화에 따른 수혜 예상

지난 수년간의 불황으로 인해 대부분의 발전 기자재 업체들이 어려움을 겪었고, 동사도 예외일 수 없었다. 2년간(14~15) 대규모 적자와 작년에는 10%의 인력 감축의 고통을 감내해야 했다. 그러나 타 경쟁사들은 상황이 더 심각한 듯 하다. Global peer group 중 에 Ansaldo, STF 등은 재무상태가 심각한 수준에 이르렀고, 국내에서도 다수의 HRSG 업체들이 부실화된 상태이다. 이는 향후 발주사들이 BHI의 손을 잡을 확률이 좀 더 높아질 것을 말하고, 발전사항이 개선될수록 동사의 매출성장 속도도 과거보다 빨라질 것을 의미한다.

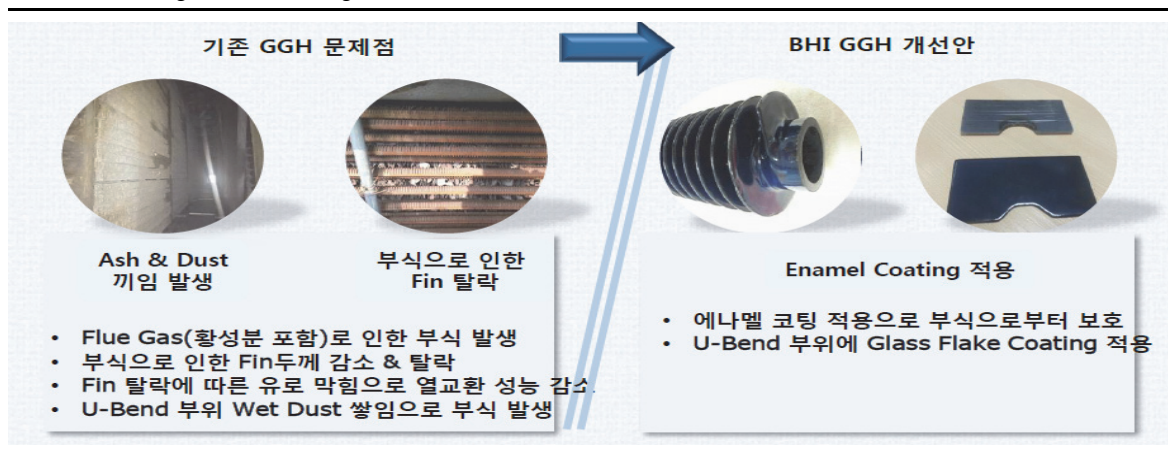
새롭게 주목받는 아이템이 있다

탈황 및 탈질시설이 겸비된
석탄화력발전보일러와 Coting 된
GGH에 대한 수요 증가 예상

산업통상자원부에서 밝힌 '석탄발전 처리 및 오염물질 감축 계획'을 살펴보면 30년 이상된 석탄발전기는 폐지하고, 20년 이상된 기기에 대해서는 대대적 성능개선 및 환경 설비 전면교체를 권고하고 있다. 동사는 탈황 및 탈질시설을 제작하고 있으며, 국내 최초로 친환경적인 USC 급 북평화력발전보일러(595MW) 2기를 납품한 경험이 있다. '친환경'이란 주제는 갈수록 중요성이 부각되는 global 한 이슈이다. 환경기준에 부합하고 단가가 낮은 석탄화력발전에 대한 수요가 동남아시아를 중심으로 증가할 것이고, 이에 따른 수혜가 예상된다.

최근에 GGH(Gas Gas Heater)의 매출이 증가하고 있다. BHI의 GGH는 기존의 GGH와 달리 Fin-Tube에 Enamel-Coating을 함으로써 Heat-Element에 발생하는 부식을 예방하여 환경 친화적인 발전소 운영이 가능할 수 있도록 돕는다. Enamel-Coating을 한 GGH에 대한 관심이 높아지고 있는 이유다.

그림 4>Non-Coating vs Enamel Coating



자료 : 비에이치아이, SK 증권

2017 년은 실적 회복의 원년

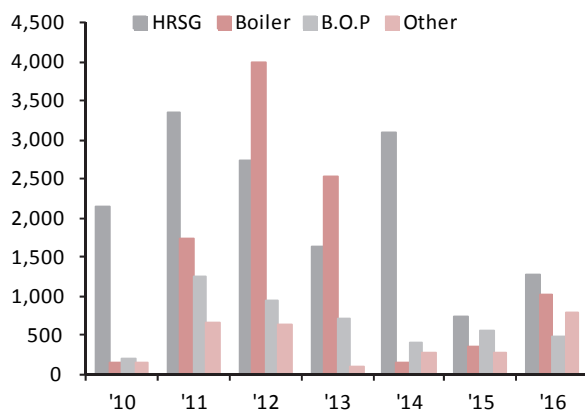
2017 년 매출액 4,500 억원(+44% yoy), 영업이익 247 억원(+66% yoy)을 예상

2017 년에는 작년의 턴어라운드 이어 실적 회복에 속도가 붙을 것이다. 매출액 4,500 억원(+44% yoy), 영업이익 247 억원(+66% yoy)을 예상한다. 현재 수주잔고 7,000 억원중 3,000 억원, 올해 신규수주분에서 1,500 억원 정도가 매출인식이 가능할 것이다.

최근 4 개년 제품별 매출액 및 2017 년 전망

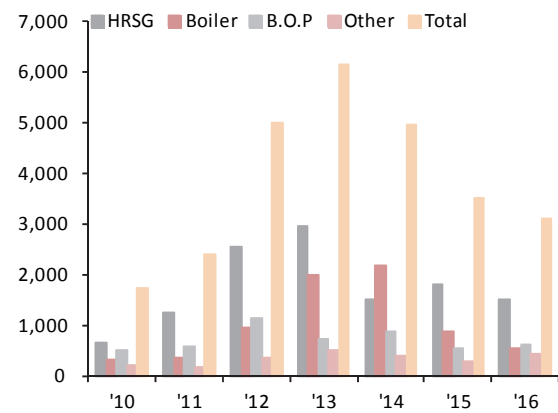
구 분	FY-2013	FY-2014	FY-2015	FY-2016	FY-2017(E)
HRSG	2,955	1,509	1,800	1,514	2,200
Boiler	1,986	2,171	872	549	900
B.O.P	729	885	563	613	700
기타	499	385	300	427	700
매출총계	6,169	4,950	3,535	3,103	4,500
영업이익	240	-7	-413	138	247
영업이익률(%)	3.9%	-0.1%	-11.7%	4.5%	5.5%
순이익	165	-195	-637	101	175

그림 5> 신규수주 추이



자료 : 비에이치아이, SK 증권

그림 6> 제품별 매출액 추이



자료 : 비에이치아이, SK 증권

투자의견변경

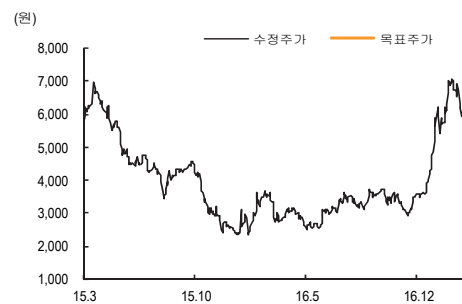
일시

투자의견

목표주가

2017.03.21

Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(서충우)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	93.57%	중립	6.43%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	2,126	3,668	3,515	3,002	2,069
현금및현금성자산	125	55	56	85	126
매출채권및기타채권	1,127	2,931	3,233	2,626	1,693
재고자산	34	95	122	139	76
비유동자산	1,572	2,194	2,185	2,351	2,485
장기금융자산	102	137	222	229	173
유형자산	1,229	1,683	1,658	1,709	2,072
무형자산	191	275	256	240	218
자산총계	3,699	5,863	5,700	5,353	4,554
유동부채	1,677	2,994	2,957	3,363	3,014
단기금융부채	769	1,537	1,922	2,107	2,173
매입채무 및 기타채무	831	1,226	918	1,054	775
단기충당부채					
비유동부채	1,048	1,494	1,183	672	650
장기금융부채	921	1,313	999	482	380
장기매입채무 및 기타채무					2
장기충당부채	16	15	11	10	22
부채총계	2,726	4,487	4,140	4,036	3,665
지배주주지분	973	1,364	1,553	1,310	888
자본금	65	65	65	65	130
자본잉여금	148	152	160	161	96
기타자본구성요소	-40	-40	-10	-50	-60
자기주식	-40	-40	-10	-50	-60
이익잉여금	799	1,025	1,196	992	334
비지배주주지분		11	7	8	1
자본총계	973	1,375	1,560	1,318	890
부채외자본총계	3,699	5,863	5,700	5,353	4,554

현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동현금흐름	55	-1,108	-415	672	251
당기순이익(손실)	89	319	196	-184	-672
비현금성항목등	125	136	200	333	433
유형자산감가상각비	38	47	63	68	69
무형자산감가상각비	16	20	21	21	21
기타	72	69	116	244	343
운전자본감소(증가)	-70	-1,494	-563	712	568
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-409	-1,817	-307	542	981
재고자산감소(증가)	-22	-62	-27	-9	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	485	397	-308	127	-262
기타	-942	-3,646	-535	1,136	1,847
법인세납부	-52	-17	-135	-64	
투자활동현금흐름	-452	-231	302	-104	-108
금융자산감소(증가)	-321	212	370	-18	44
유형자산감소(증가)	-98	-285	-52	-116	-121
무형자산감소(증가)	-11	-103	-5	-5	3
기타	13	727	267	353	95
재무활동현금흐름	425	1,264	115	-540	-101
단기금융부채증가(감소)	56	315	-532	-6,261	-327
장기금융부채증가(감소)	403	940	630	5,783	236
자본의증가(감소)		19	51		
배당금의 지급	23	9	27	18	
기타		0	3	1	2
현금의 증가(감소)	28	-70	0	29	41
기초현금	98	125	55	56	85
기말현금	125	55	56	85	126
FCF	N/A(IFRS)	-1,695	-412	574	36

자료 : 비에이치아이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	2,444	5,021	6,213	4,970	3,564
매출원가	2,067	4,502	5,643	4,626	3,662
매출총이익	377	519	570	345	-98
매출총이익률 (%)	15.4	10.3	9.2	6.9	-2.8
판매비와관리비	215	268	323	351	313
영업이익	162	251	247	-6	-411
영업이익률 (%)	6.6	5.0	4.0	-0.1	-11.5
비영업손익	-73	69	-51	-177	-239
순금융비용	39	78	121	127	71
외환관련손익	-26	41	45	-3	43
관계기업투자등 관련손익	-3	-4			-24
세전계속사업이익	89	319	196	-184	-649
세전계속사업이익률 (%)	3.6	6.4	3.2	-3.7	-18.2
계속사업법인세	4	80	18	2	17
계속사업이익	85	240	178	-186	-666
중단사업이익				-6	-6
*법인세효과				12	24
당기순이익	85	240	178	-192	-672
순이익률 (%)	3.5	4.8	2.9	-3.9	-18.9
지배주주	85	244	182	-192	-678
지배주주귀속 순이익률(%)	3.48	4.85	2.93	-3.87	-19.03
비지배주주		-4	-4	0	6
총포괄이익	81	393	173	-196	-406
지배주주	81	392	179	-196	-412
비지배주주		0	-6	0	6
EBITDA	215	318	331	83	-320

주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
성장성 (%)					
매출액	N/A(IFRS)	105.4	23.7	-20.0	-28.3
영업이익	N/A(IFRS)	54.8	-1.4	적전	적지
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	259.5	-38.5	적전	적지
EBITDA	N/A(IFRS)	47.8	4.1	-74.9	적전
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	186.2	-25.1	적전	적지
수익성 (%)					
ROE	N/A(IFRS)	20.8	12.5	-13.4	-61.7
ROA	N/A(IFRS)	5.0	3.1	-3.5	-13.6
EBITDA마진	8.8	6.3	5.3	1.7	-9.0
안정성 (%)					
유동비율	126.8	122.5	118.9	89.3	68.6
부채비율	280.1	326.3	265.5	306.3	411.9
순차입금/자기자본	88.0	170.1	180.6	188.3	261.2
EBITDA/이자비용(배)	3.2	3.0	2.4	0.6	-3.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	327	937	701	-716	-2,586
BPS	3,896	5,400	6,011	5,230	3,647
CFPS	532	1,196	1,025	-396	-2,263
주당 현금배당금	70	210	140		
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.6	17.8	21.9	N/A	N/A
PER(최저)	21.5	11.4	9.7	N/A	N/A
PBR(최고)	3.0	3.1	2.6	1.8	1.9
PBR(최저)	1.8	2.0	1.1	1.1	0.7
PCR	20.1	11.3	7.6	-14.7	-1.1
EV/EBITDA(최고)	18.3	21.2	20.9	60.3	-13.3
EV/EBITDA(최저)	12.7	16.3	14.1	49.2	-9.6