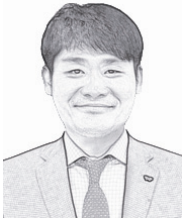


SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	130 억원
발행주식수	2,600 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	1,677 억원
주요주주	
박은미(외5)	36.81%
우종인(외3)	30.89%
외국인지분률	1.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/06/27)	6,580 원
KOSDAQ	672.63 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	7,080 원
52주 최저가	2,940 원
60일 평균 거래대금	11 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.7%	-5.0%
6개월	79.4%	65.1%
12개월	106.7%	100.2%

비에이치아이 (083650/KQ | 매수(신규편입) | T.P 8,500 원(신규편입))

정부의 에너지정책 변화에 따른 수혜 예상

새로운 정부의 에너지정책 변화가 가시화됨에 따라 LNG 발전 수요 확대에 대한 기대감이 높아지고 있다. 석탄화력과 원전비중을 줄이고 신재생에너지와 LNG 발전비중을 늘리겠다는 의지가 고리1 호기 폐로를 계기로 구체화되고 있다. 이에 따라 LNG 복합화력의 핵심 설비인 HRSG(폐열회수장치)의 국내 선두기업인 동사에 대한 수혜가능성도 커지고 있다. 투자 의견 매수, 목표주가 8,500 원을 제시하며 신규편입한다.

새 정부의 에너지정책 대변화, LNG 발전수요 증가 예상

새로운 정부의 에너지정책 변화가 가시화됨에 따라 LNG 발전 수요 확대에 대한 기대감이 높아지고 있다. 석탄화력과 원전비중을 줄이고 신재생에너지와 LNG 발전비중을 늘리겠다는 의지가 고리1 호기 폐로를 계기로 구체화되고 있다. 5/24 일 발표된 산업통상자원부의 국정기획위원회 보고에서도 LNG 비중을 2030년까지 현재 20%에서 37%까지 확대한다고 밝혔다. 이에 따라 LNG 복합화력의 핵심설비인 HRSG의 국내 선두기업인 동사에 대한 수혜가능성도 커지고 있다.

신규수주 증가세 지속

2017년 신규수주는 전년 대비 27% 증가한 4,700 억원(5월말 기준 신규수주는 900 억원, 6월말 기준 수주잔고 5,900 억원으로 추정)이 예상된다. 부문별로는 HRSG가 2,200 억원, 보일러 1,000 억원, BOP, 제철설비 등 기타가 1,500 억원이다. 하반기에는 HRSG의 해외수주가 본격화될 것이다. 국내 수요는 단기적으로 제한적이지만 중장기적 전망은 긍정적이다.

투자 의견 매수, 목표주가 8,500 원을 제시하며 신규편입

투자 의견 매수, 목표주가 8,500 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 2018년 실적 기준으로 PER 13 배를 적용하여 산출하였다. 수주산업의 실적후행성을 반영하였다. 단기적으로는 중동 지역을 중심으로 한 HRSG의 발주기대와 탈황GGH 설비 등 신규아이템의 수주호조가 주가의 상승모멘텀이다. 중장기적으로는 정부의 정책기조 변화에 따른 HRSG 부문의 성장 원동력에 주목한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,970	3,564	3,132	3,643	4,237	4,729
yoy	%	-20.0	-28.3	-12.1	16.3	16.3	11.6
영업이익	억원	-6	-411	149	259	308	356
yoy	%	적전	적지	흑전	73.5	19.0	15.6
EBITDA	억원	83	-320	238	343	389	437
세전이익	억원	-184	-649	95	165	212	267
순이익(지배주주)	억원	-192	-678	102	140	165	208
영업이익률%	%	-0.1	-11.5	4.8	7.1	7.3	7.5
EBITDA%	%	1.7	-9.0	7.6	9.4	9.2	9.2
순이익률	%	-3.9	-18.9	3.2	3.9	3.9	4.4
EPS	원	-716	-2,586	392	539	636	801
PER	배	N/A	N/A	9.0	12.2	10.4	8.2
PBR	배	1.2	0.8	0.9	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	49.7	-9.7	13.2	10.7	9.2	7.9
ROE	%	-13.4	-61.7	10.8	13.1	13.6	14.8
순차입금	억원	2,481	2,324	2,090	1,822	1,740	1,623
부채비율	%	306.3	411.9	347.8	298.5	271.0	245.2

새로운 정부의 에너지정책 대변화, LNG 발전수요 증가할 것

새 정부의 에너지정책 변화
가시화됨에 따라 LNG 발전 수요
확대에 대한 기대감,
LNG 복합화력의 핵심설비인
HRSG의 선두기업인 동사에 대한
수혜 가능성 커짐

새로운 정부의 에너지정책 변화가 가시화됨에 따라 LNG 발전 수요 확대에 대한 기대감이 높아지고 있다. 석탄화력과 원전비중을 줄이고 신재생에너지와 LNG 발전비중을 늘리겠다는 의지가 고리 1 호기 폐로를 계기로 구체화되고 있다. 5/24 일 발표된 산업통상자원부의 국정기획위원회 보고에서도 LNG 비중을 2030년까지 현재 20%에서 37%까지 확대한다고 밝혔다. 이에 따라 LNG 복합화력의 핵심설비인 HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 폐열회수장치)의 국내 선두기업인 동사에 대한 수혜가능성도 커지고 있다.

신규건설을 위한 걸림돌은 있지만
정부의 중장기적 방향성은
LNG 발전소 확대에 방점

물론 LNG 발전소 신규건설이 결정되기에는 해결해야 할 문제점들이 있다. 기존 민자 LNG 복합화력의 낮은 가동률과 공급과잉 문제를 극복해야 한다. 대규모 원전, 석탄화력발전소의 가동이 활발한 상황에서 발전단가가 높은 LNG 발전소의 가동률은 떨어질 수 밖에 없기 때문이다. 하지만 정부의 친환경발전 정책 의지가 확고하기 때문에 중장기적인 방향성은 LNG 발전소의 신규건설에 무게가 실리고 있다. 연말에 예정되어 있는 제8차 전력수급기본계획에 관심이 필요한 이유이다.

기존 발전설비 투자금액에 대한
대대적인 변화 예고

제7차 전력수급계획에 의한 LNG 발전 투자비는 2015~2019년 7.5 조원, 2020~2024년에는 1,292 억원에 불과하며 2025~2029는 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.

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: 제7차 전력수급기본계획

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

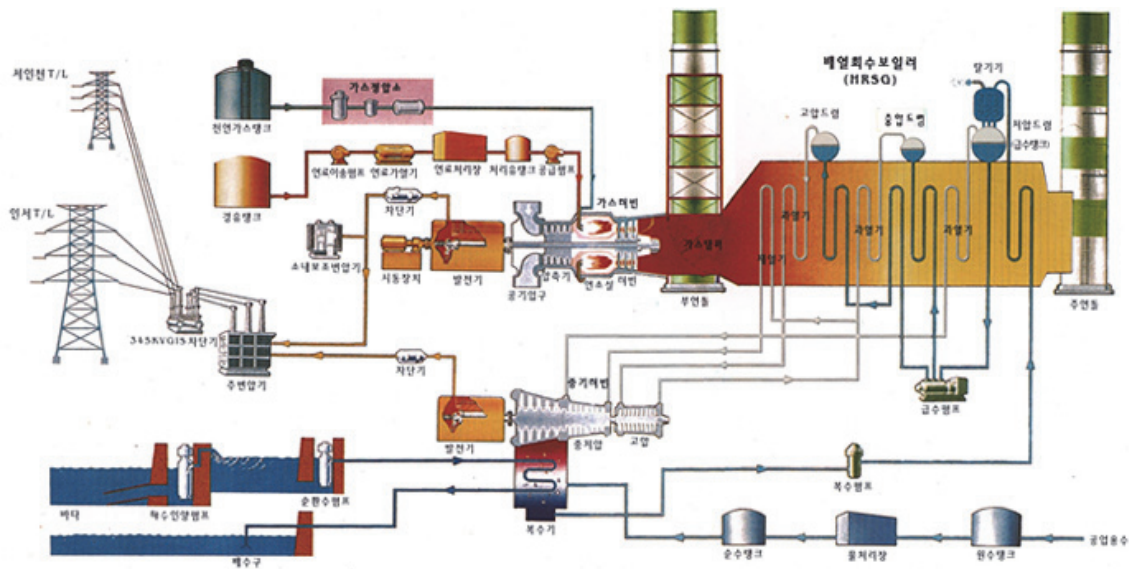
**미국산 LNG 도입 본격화되며
도입비용 감소 가능성, LNG 발전소
가동률 증가에 따른 신규수요 촉진
예상**

최근 미국산 LNG 도입의 시작을 알리는 인수식이 미국에서 열렸다. 한국가스공사는 지난 2012년 사빈패스와 맺은 LNG 도입계약에 따라 금년부터 2036년까지 20년간 LNG를 수입하게 된다. 연간 280만톤 규모이며 금액으로는 약 10억달러가 소요될 것으로 추정되고 있다. LNG 발전 가동률이 40%수준임을 감안할 때 추가적인 LNG 수입여지는 큰 것으로 판단된다. 이미레이크찰스에서 생산되는 셰일가스에 대한 도입방안이 구체적으로 논의 중에 있다. 기존 LNG 발전소의 가동률 증가는 신규 발전소 수요를 촉진한다는 점에서 긍정적으로 평가된다.

**LNG 복합화력의 작동원리와 장단점
비교**

참고로 LNG 복합화력 발전은 천연가스를 연료로 1차로 가스터빈을 돌려 발전하고, 가스터빈에서 나온 고온의 배기가스열을 폐열회수장치를 통과시켜 증기를 생산해 2차로 증기터빈을 돌려 발전하는 것이다. 두 차례에 걸쳐 발전하기 때문에 기존 화력보다 열효율이 높고 공해가 적으며 건설기간이 짧다는 장점을 지니고 있다. 그러나 연료비 문제로 원전이나 석탄에 비해 발전단가가 높아 가동률이 낮다는 단점을 지니고 있다.

LNG 복합화력발전 계통도



자료 : 언론자료

신규수주 증가세 지속

2017년 신규수주는 전년대비 27% 증가한 4,700억원 예상, 하반기에 중동지역을 중심으로 HRSG의 수주 본격화될 것

2017년 신규수주는 전년대비 27% 증가한 4,700억원(5월말 기준 신규수주는 900억원, 6월말 기준 수주잔고 5,900억원으로 추정)이 예상된다. 부문별로는 HRSG가 2,200억원, 보일러 1,000억원, BOP, 제철설비 등 기타가 1,500억원이다. HRSG의 주요 시장은 이란을 비롯한 중동지역이다. 단기적으로 지정학적 이슈나 저유가가 부담 요인이지만 전력수요 확대, 가스생산량 증가를 고려할 때 대기수요는 풍부한 상황이다. 국내 건설사들의 수주동향을 감안할 때 하반기에는 HRSG의 본격적인 수주가 예상된다. 금년도 국내수요는 많지 않다. 중장기적인 관점에서 정책수혜가 예상되기는 하지만 내년까지는 예정 발주량이 제한적이다.

제철설비 등 기타부문을 순항, 보일러는 동남아시아 지역 중소형 보일러 수주 기대

제철설비 등 기타부문을 순항하고 있다. BOP 등 화력발전기자재 수주는 다소 주춤하지만 제철설비와 탈황 GGH 설비를 중심으로 신규수주가 안정적이다. 연간 예상치인 1,500억원 달성은 무난할 것으로 전망된다. 관건은 보일러 부문이다. 국내 대형 보일러의 경우 경쟁업체의 선전으로 인해 어려움을 겪고 있다. 경쟁상황을 고려할 때 국내 대형프로젝트 수주는 힘들 것으로 전망된다. 그러나 동남아시아 지역 중소형 보일러 발주가 꾸준히 나오고 있어 상대적인 선전은 기대해 볼만 하다.

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

자료: 비에이치아이

공정률 10%미만의 석탄화력발전소 원점 재검토 사안은 기회요인, 미착공 6기, 기착공 3기 가 검토대상

아직 확정된 사안도 아니고 보상문제 등 현실적인 난관도 쉽지는 않지만, 정부가 밝힌 공정률 10% 미만의 석탄화력발전소 원점 재검토 사안은 기회요인이 될 수 있다. 신규 예정이거나 공정률이 낮은 석탄화력발전소를 대체할 수 있는 가장 용이한 방안이 LNG 발전이기 때문이다. 건설예정인 석탄화력발전소는 당진에코파워 1,2호기, 강릉안인화력 1,2호기, 삼척화력 1,2호기 등 총 6기이다. 이미 착공을 시작한 신서천 1호기(공정률 19.3%), 고성하이 1,2호기(공정률 14.5%) 등 3기도 검토대상으로 거론되고 있다.

실적전망 및 투자의견

저가 물량 소진으로 수익성 안정화 단계 진입, 2017 년 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 16.3%, 73.8% 증가 예상

2015 년을 정점으로 저가 수주 물량이 빠르게 소진됨에 따라 지난해부터 점진적인 실적개선이 이루어지고 있다. 2015 년 영업이익률 -11.5%에서 2016 년에는 4.8%까지 회복되었고 금년 1 분기에는 6.2%로 수익성 안정화에 성공하였다. 2 분기에도 외형증가는 제한적이지만 수익개선 추세는 지속될 전망이다. 2 분기 예상매출액은 878 억원으로 전분기대비 2.8% 감소하고 영업이익은 60 억원으로 7.1% 증가가 예상된다. 수주의 리드타임을 반영할 때 4 분기까지 외형의 큰 변화는 없을 전망이다. 2017 년 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 16.3%, 73.8% 증가한 3,643 억원, 259 억원이다. 수주증가가 반영되는 2018 년에는 매출액 4,237 억원, 영업이익률은 7.3%까지 개선될 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 8,500 원을 제시하며 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 8,500 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 2018 년 실적 기준으로 PER 13 배를 적용하여 산출하였다. 수주산업의 실적후행성을 반영하였다. 단기적으로는 중동 지역을 중심으로 한 HRSG 의 발주기대와 탈황 GGH 설비 등 신규아이템의 수주호조가 주가의 상승모멘텀이다. 중장기적으로는 정부의 정책기조 변화에 따른 HRSG 부분의 성장 원동력에 주목한다. 물론 속제는 있다. 보일러부문의 수주경쟁력 회복과 제작기술의 노하우 축적은 절실하다는 판단이다.

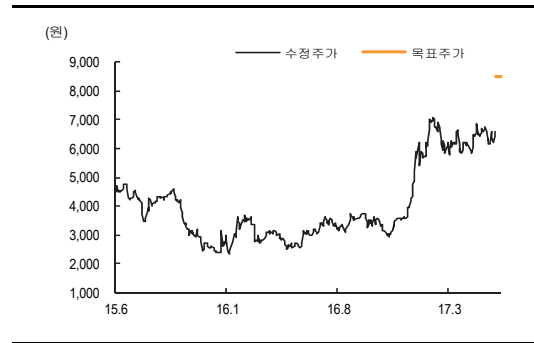
부문별 실적추이

(단위: 억원)

	2015	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
HRSG	1,800	1,514	484	455	440	502	1,881	2,205	2,504
BOP	563	613	147	153	161	170	631	650	670
보일러	872	549	102	95	88	132	417	580	705
기타	329	456	170	175	180	189	714	802	850
합산매출	3,564	3,132	903	878	869	993	3,643	4,237	4,729
영업이익	-411	149	56	60	64	79	259	308	356
영업이익률	-11.5%	4.8%	6.2%	6.8%	7.4%	8.0%	7.1%	7.3%	7.5%

자료: SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.06.28	매수	8,500원
	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 기관투자자 또는 제 3 자에게 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 6월 28일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,069	2,031	2,089	2,411	2,790
현금및현금성자산	126	99	68	73	190
매출채권및기타채권	1,693	1,734	1,723	2,004	2,237
재고자산	76	100	120	140	156
비유동자산	2,485	2,434	2,443	2,421	2,425
장기금융자산	173	173	196	196	196
유형자산	2,072	2,048	2,046	2,035	2,050
무형자산	218	191	174	158	145
자산총계	4,554	4,464	4,532	4,831	5,215
유동부채	3,014	3,147	3,061	3,170	3,323
단기금융부채	2,173	2,156	1,925	1,848	1,848
매입채무 및 기타채무	775	947	1,085	1,263	1,409
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	650	320	334	360	381
장기금융부채	380	49	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	2	2
장기충당부채	22	21	27	31	34
부채총계	3,665	3,467	3,395	3,529	3,704
지배주주지분	888	997	1,137	1,303	1,511
자본금	130	130	130	130	130
자본잉여금	96	96	96	96	96
기타자본구성요소	-60	-60	-60	-60	-60
자기주식	-60	-60	-60	-60	-60
이익잉여금	334	444	585	751	959
비지배주주지분	1	0	0	0	0
자본총계	890	997	1,137	1,302	1,511
부채외자본총계	4,554	4,464	4,532	4,831	5,215

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	346	243	393	213	271
당기순이익(손실)	-672	101	140	165	208
비현금성항목등	433	256	242	224	228
유형자산감가상각비	69	67	66	64	65
무형자산감가상각비	21	21	18	16	15
기타	260	110	63	26	21
운전자본감소(증가)	568	-114	39	-130	-107
매출채권및기타채권의 감소(증가)	981	-28	-96	-281	-233
재고자산감소(증가)	-35	-20	-20	-20	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-262	167	138	177	147
기타	-116	-233	17	-6	-5
법인세납부	17	0	-28	-47	-59
투자활동현금흐름	-101	28	-137	-52	-77
금융자산감소(증가)	44	42	-74	0	0
유형자산감소(증가)	-121	-37	-62	-54	-80
무형자산감소(증가)	3	-1	-1	-1	-1
기타	-27	24	0	4	4
재무활동현금흐름	-204	-298	-283	-156	-76
단기금융부채증가(감소)	-327	-195	-511	-77	0
장기금융부채증가(감소)	236	-11	318	0	0
자본의증가(감소)	-10	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-103	-91	-91	-79	-76
현금의 증가(감소)	41	-27	-31	5	117
기초현금	85	126	99	68	73
기말현금	126	99	68	73	190
FCF	350	291	363	136	170

자료 : 비에이치아이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,564	3,132	3,643	4,237	4,729
매출원가	3,662	2,664	3,128	3,623	4,039
매출총이익	-98	468	514	614	690
매출총이익률 (%)	-2.8	14.9	14.1	14.5	14.6
판매비와관리비	313	318	255	306	334
영업이익	-411	149	259	308	356
영업이익률 (%)	-11.5	4.8	7.1	7.3	7.5
비영업손익	-239	-54	-94	-97	-89
순금융비용	71	91	86	76	72
외환관련손익	43	31	4	5	4
관계기업투자등 관련손익	-24	0	0	0	0
세전계속사업이익	-649	95	165	212	267
세전계속사업이익률 (%)	-18.2	3.0	4.5	5.0	5.7
계속사업법인세	17	-6	25	47	59
계속사업이익	-666	101	140	165	208
중단사업이익	-6	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-672	101	140	165	208
순이익률 (%)	-18.9	3.2	3.9	3.9	4.4
지배주주	-678	102	140	165	208
지배주주귀속 순이익률(%)	-19.03	3.25	3.85	3.9	4.41
비지배주주	6	-1	0	0	0
총포괄이익	-406	108	140	165	208
지배주주	-412	109	140	165	208
비지배주주	6	-1	0	0	0
EBITDA	-320	238	343	389	437

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-28.3	-12.1	16.3	16.3	11.6
영업이익	적지	흑전	73.5	19.0	15.6
세전계속사업이익	적지	흑전	73.9	28.1	26.1
EBITDA	적전	흑전	44.5	13.3	12.3
EPS(계속사업)	적지	흑전	37.7	17.9	26.1
수익성 (%)					
ROE	-61.7	10.8	13.1	13.6	14.8
ROA	-13.6	2.3	3.1	3.5	4.2
EBITDA마진	-9.0	7.6	9.4	9.2	9.2
안정성 (%)					
유동비율	68.6	64.5	68.3	76.1	84.0
부채비율	411.9	347.8	298.5	271.0	245.2
순차입금/자기자본	261.2	209.7	160.3	133.6	107.4
EBITDA/이자비용(배)	-3.6	2.5	3.9	4.9	5.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,586	392	539	636	801
BPS	3,417	3,835	4,374	5,010	5,812
CFPS	-2,263	731	863	946	1,111
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	9.5	13.1	11.1	8.8
PER(최저)	N/A	6.0	6.6	5.6	4.5
PBR(최고)	2.1	1.0	1.6	1.4	1.2
PBR(최저)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
PCR	-1.1	4.8	7.6	7.0	5.9
EV/EBITDA(최고)	-13.3	13.4	11.0	9.5	8.2
EV/EBITDA(최저)	-9.6	11.9	5.7	4.8	4.0