

SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈

sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

자본금	40 억원
발행주식수	1,482 만주
자사주	56 만주
액면가	500 원
시가총액	632 억원
주요주주	
김방희(외2)	27.46%
현대커머셜	8.76%
외국인지분률	0.60%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(17/02/23)	4,200 원
KOSDAQ	614.75 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	6,898 원
52주 최저가	3,245 원
60일 평균 거래대금	5 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.1%	15.7%
6개월	-9.3%	1.0%
12개월	-15.8%	-12.4%

제이엔케이히터 (126880/KQ | Not Rated)

선별수주가 가능한 상황

수주환경이 긍정적으로 변하고 있다. 유가회복으로 지연되었던 대규모 프로젝트가 중동 지역을 중심으로 재발주되면서 기대감을 높이고 있다. 발주건수의 증가로 수익성 확보를 위한 선별수주가 가능한 상황이다. 실적도 2016년을 저점으로 턴어라운드 예상된다. Dangote 프로젝트의 매출반영, 상반기 수주호조에 힘입어 수익개선세가 뚜렷할 것이다. 2017년 매출액과 영업이익 증가율은 각각 30%, 278%이다.

우호적으로 변화하고 있는 수주환경

수주 환경이 긍정적으로 변화하고 있다. 지난해 유가가 급락하면서 연기 또는 취소되었던 해외 플랜트 수주가 재개되고 있다. 국내업체의 해외 플랜트 수주는 기저효과를 감안할 때 증가폭은 최소 50% 이상일 것으로 예상된다. 공정별로는 정유와 석유화학이 그 중심에 있다. 이는 국내 EPC 업체들이 강점을 가진 분야로 국내 건설업체는 물론, 기자재업체에게 기회요인이 되고 있다. 제이엔케이히터도 예외는 아니다. 동사 매출의 60~70% 정도가 정유, 석유화학 공정에 집중되어 있어 그 수혜는 더욱 클 것으로 전망된다. 회사측이 밝힌 올해 신규수주는 지난해와 유사한 수준인 1,350~1,400 억원이다. 하지만 전체적인 글로벌 산업플랜트 발주규모와 시기를 감안할 때, 실제 신규수주는 그 이상일 것으로 전망된다. 또한 발주건수의 증가는 경쟁업체들간 경쟁강도를 약화시켜 수익성 확보에도 도움이 될 것으로 예상된다.

2017년은 턴어라운드의 원년

실적은 2016년 저점일 것이다. 특히 4분기 실적은 일회성 요인 반영으로 영업외 적자폭이 클 것으로 추정된다. 매출액 345 억원, 영업이익은 5 억원으로 영업흑자기조는 유지되지만, 재고자산 처분손실과 관계사의 유형자산 손상차손으로 세전이익은 -38 억원이 예상된다. 2017년에는 턴어라운드에 성공할 것이다. 매출액은 1,810 억원, 영업이익은 102 억원으로 전년 대비 각각 30%, 278% 증가가 예상된다. Dangote 프로젝트의 본격적인 매출반영과 1,400 억원에 달하는 수주잔고, 상반기 수주호조에 힘입어 외형 및 수익개선세가 뚜렷할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	1,363	1,139	1,415	1,715
yoy	%	28.9	-16.5	24.2	21.2
영업이익	억원	61	5	19	92
yoy	%	-42.0	-91.1	249.8	388.6
EBITDA	억원	71	22	47	116
세전이익	억원	95	8	-129	73
순이익(지배주주)	억원	77	1	-178	27
영업이익률%	%	4.4	0.5	1.3	5.4
EBITDA%	%	5.2	2.0	3.3	6.8
순이익률	%	5.8	0.4	-12.4	1.9
EPS	원	742	9	-963	515
PER	배	10.0	534.8	N/A	8.5
PBR	배	1.0	0.7	0.6	0.7
EV/EBITDA	배	15.7	39.4	16.9	7.2
ROE	%	10.4	0.1	-28.2	4.9
순차입금	억원	239	270	388	291
부채비율	%	94.3	90.7	179.5	163.1

수주환경은 우호적으로 변화하고 있다

수주환경 긍정적으로 변화중, 지연되었던 대규모 프로젝트, 중동지역 중심으로 재추진

수주 환경이 긍정적으로 변화하고 있다. 지난해 유가가 급락하면서 연기 또는 취소되었던 해외 플랜트 수주가 기지개를 펴고 있다. 유가가 50 달러대에 안착하면서 중동의 발주처를 중심으로 대형 프로젝트가 재개되고 있다. 60 억달러 규모의 오만 두쿰 정유공장(현대건설+대림산업 컨소시엄, GS 건설+JGC 컨소시엄 등 참여), 50 억달러의 바레인 밍코 정유 현대화 시설(현대건설+대우건설 컨소시엄, GS 건설+JGC 컨소시엄 참여) 등 다수의 프로젝트가 상반기에 결정될 전망이다.

정유와 석유화학 위주의 산업플랜트 발주 전망

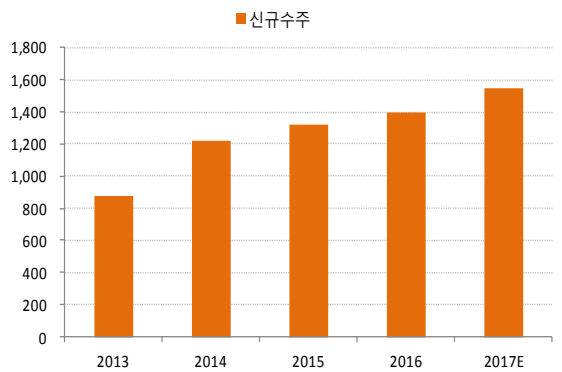
물론 이전과 같은 호황기를 맞이하기에는 유가 수준이 한 단계 더 올라가야 한다. 그러나 281 억달러까지(2016 년 국내 건설사 해외플랜트 수주) 하락했던 기저효과를 감안할 때 수주 증가폭은 최소 50% 이상일 것으로 예상된다. 공정별로는 정유와 석유화학이 그 중심에 있다.

정유와 석유화학 공정이 매출중심인 제이엔케이히터의 수혜 예상

이는 국내 EPC 업체들이 강점을 가진 분야로 국내 건설업체는 물론, 기자재업체에게 기회요인이 되고 있다. 제이엔케이히터도 예외는 아니다. 동사 매출의 60~70% 정도가 정유, 석유화학 공정에 집중되어 있어 그 수혜는 더욱 클 것으로 전망된다. 회사측이 밝힌 올해 신규수주는 지난해와 유사한 수준인 1,350~1,400 억원이다. 하지만 전체적인 글로벌 산업플랜트 발주규모와 시기를 감안할 때, 실제 신규수주는 그 이상일 것으로 전망된다. 또한 발주건수의 증가는 경쟁업체들간 경쟁강도를 약화시켜 수익성 확보에도 도움이 될 것으로 예상된다.

제이엔케이히터 신규수주 추이

(단위 : 억원)



자료 : 제이엔케이히터, SK 증권 추정

주요수주 내역

(단위 : 억원)

계약일자	계약상대방	수주금액
2015-05-13	Formosa	53
2015-06-15	eTEC E&C Limited	130
2016-05-10	GS건설	82
2016-07-01	GS건설	90
2016-09-21	Dangote Petroleum Refinery	152
2016-09-21	Dangote Refining Co.	863

자료 : 제이엔케이히터

입찰중인 프로젝트(2017년 2월 기준)

회사명/프로젝트명	금액	비고
현대건설		
사우디 에탄크래커	7억 달러	
사우디 정유공사	10~20억 달러	
에과도르 정유	40억 달러	
오만 두쿰 정유 프로젝트	60억 달러	현대건설+대림산업 컨소시엄, 2번 Utility PKG
바레인 밍코 정유 현대화 시설	50억 달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄, 3번 Crude Unit PKG
UAE Oil Field 개발 공사_필드부분	12억 달러	
Al Zour 북부 Power Plant	17억 달러	
Integrated Solar Combined Power Plant	40억 달러	현대건설
합계	236~ 246억 달러	
GS건설		
보츠나와 전력 프로젝트	6.5억 달러	
가봉 Refinery	15억 달러	
바레인 밍코 정유 현대화 시설	50억 달러	GS건설+JGC 컨소시엄, 2번 Utility PKG
오만 두쿰 정유 프로젝트	60억 달러	GS건설+JGC+사이팜 컨소시엄, 2번 Utility PKG
UAE 중질유 처리시설	25억 달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억 달러	
UAE Bab Integrated Expansion	30억 달러	
합계	224.5억 달러	
대우건설		
오만 두쿰 정유 프로젝트	60억 달러	대우건설+TR 컨소시엄, 1번 Process Unit PKG
바레인 밍코 정유 현대화 시설	50억 달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄, 3번 Crude Unit PKG
사우디 신도시 프로젝트	미정	
합계	110억 달러	
대림산업		
오만 두쿰 정유 프로젝트	60억 달러	현대건설+대림산업 컨소시엄, 2번 Utility PKG
삼성엔지니어링		
오만 두쿰 정유 프로젝트	60억 달러	삼성엔지니어링+치요다+페트로팩 컨소시엄, 1번 Process Unit PKG
바레인 밍코 정유 현대화 시설	50억 달러	삼성엔지니어링+테크닙+TR 컨소시엄, 3번 Crude Unit PKG
UAE 중질유 처리시설	25억 달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억 달러	
합계	173억 달러	

자료 : 각 사 종합, SK 증권

주 : SK 크레딧 건설사 - 모든 시작에는 끝이 있다(2017.02.21)

실적은 2016 년이 저점이다

실적은 2016 년이 저점, 주요 프로젝트의 매출 지연 영향

실적은 2016 년이 저점일 것이다. 수주규모가 1 천억원에 달했던 Dangote 프로젝트가 당초 계획보다 6 개월 정도 늦게 수주되면서 매출에 차질을 빚었다. 이에 따라 연간 매출액은 2015 년 대비 19% 감소한 1,390 억원, 영업이익은 71% 급감한 27 억원을 기록한 것으로 추정된다.

특히 지난해 4 분기는 영업외손익 악화로 세전이익 -38 억원 예상

특히 4 분기 실적은 일회성 요인 반영으로 영업외 적자폭이 클 것으로 추정된다. 매출액 345 억원, 영업이익은 5 억원으로 영업흑자기조는 유지되지만, 재고자산 처분손실과 관계사의 유형자산 손상차손으로 세전이익은 -38 억원이 예상된다.

2017 년에는 턴어라운드 성공할 것, 매출 및 영업이익증가를 각각 30%, 278% 증가 예상

2017 년에는 턴어라운드에 성공할 것이다. 매출액은 1,810 억원, 영업이익은 102 억원으로 전년 대비 각각 30%, 278% 증가가 예상된다. Dangote 프로젝트의 본격적인 매출 반영과 1,400 억원에 달하는 수주잔고, 상반기 수주호조에 힘입어 외형 및 수익개선세가 뚜렷할 전망이다.

실적추이

(단위: 억원)

		2014	2015	3Q16누적	4Q16E	2016E	2017E
본사	국내	279	296	356	-	-	-
	해외	718	815	411	-	-	-
	기타	18	10	4	-	-	-
	합산	1,015	1,121	771	-	-	-
제이테크		371	326	244	-	-	-
아이플랜트		171	293	210	-	-	-
단순합산		1,557	1,740	1,225	-	-	-
연결매출		1,415	1,715	1,045	345	1,390	1,810
영업이익		19	92	22	5	27	102
영업이익률		1.3%	5.4%	2.1%	1.4%	1.9%	5.6%
세전이익		(129)	73	(7)	(38)	(45)	87
순이익		(176)	33	(8)	(38)	(46)	74

자료: 제이엔케이이더 SK 증권 추정

산업용 가열로 전문기업

국내 유일의 산업용 가열로 전문기업

산업용 가열로(Process Fired Heaters) 전문기업이다. 산업용 가열로는 석유/가스 플랜트의 핵심 품목 중 하나로 원유나 석유화학 제품을 가열하는 제품이다. 금액기준으로 전체 플랜트에서 3% 정도를 차지한다. 1998 년 대림엔지니어링 히터사업부에서 분리되어 '㈜제이엔케이히터'를 설립하였다. 국내에서는 유일한 산업용 가열로 업체이다. 신규사업으로 공냉식 증기응축기(Air Cooled Condenser) 시장에 진출했지만 실적은 미미한 상황이다.

글로벌 주요 경쟁사는 동사를 비롯한 6개 업체로 압축

글로벌 가열로 시장은 총 12개 업체가 참여하고 있다. 그러나 전세계 경쟁입찰에 참여하고 있는 업체는 동사를 비롯해 프랑스의 허티페트로켄, 이탈리아의 ITT, 영국의 BIH 등 6 개사로 압축된다. Lummus 를 비롯해 대형 3개 업체가 특허권을 보유하고 있지만 대부분 특허 유효기간이 지나, 특허 보유 유무는 큰 의미가 없다.

주요 계열회사는 제이테크, 아이플랜트

주요 계열회사로는 제이테크와 아이플랜트가 있다. 제이테크는 플랜트, 산업용 가열로 제조 및 시공업체로 제약과 식품, 발전이 주된 전방산업이다. 지분율은 50.2%이다. 아이플랜트는 산업용 가열로 설치업체로 동사의 제품을 주로 다루고 있다. 지분율은 70%이며 2015 년 매출액은 293 억원이다.

주요 제품



No.4 CDU, Crude Charge Heater

End User : GS-Caltex Corp.

Duty : 144.72 MMkcal/hr



No.3 CDU, Crude Charge Heater

End User : S-Oil Corp.

Duty : 108.21 MMkcal/hr



No.2 CDU Revamp Work

End user : Hyundai Oilbank

Duty : 118.44 MMkcal/hr



No.3 CDU Revamp work

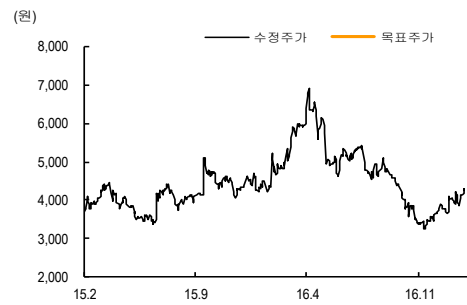
End user : SK Corp.

Duty : 82.13 MMkcal/hr

자료 : 제이엔케이히터

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.02.27	Not Rated	
2017.02.09	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 2월 27일 기준)

매수	95.65%	중립	4.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015
유동자산	985	860	1,049	954
현금및현금성자산	101	68	236	298
매출채권및기타채권	538	437	646	544
재고자산	144	163	54	40
비유동자산	516	588	557	662
장기금융자산	56	55	74	147
유형자산	347	430	391	422
무형자산	24	26	17	19
자산총계	1,501	1,449	1,606	1,616
유동부채	636	634	1,019	902
단기금융부채	431	436	670	529
매입채무 및 기타채무	102	112	251	246
단기충당부채				
비유동부채	93	55	13	100
장기금융부채	84	51	10	97
장기매입채무 및 기타채무	0	0		
장기충당부채	4	2	2	2
부채총계	729	689	1,031	1,002
지배주주지분	740	724	537	572
자본금	40	40	40	40
자본잉여금	253	253	253	253
기타자본구성요소	-65	-65	-65	-57
자기주식	-65	-65	-65	-49
이익잉여금	511	495	309	339
비지배주주지분	32	36	38	43
자본총계	773	759	575	614
부채외자본총계	1,501	1,449	1,606	1,616

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015
영업활동현금흐름	-269	90	-28	219
당기순이익(손실)	79	4	-176	33
비현금성항목등	5	36	244	75
유형자산감가상각비	10	16	27	23
무형자산감가상각비	1	1	1	1
기타	-6	19	216	51
운전자본감소(증가)	-341	74	-88	121
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-170	116	-209	101
재고자산감소(증가)	-89	-19	-30	14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-90	-3	143	-10
기타	-332	211	-410	218
법인세납부	-18	-15	-2	
투자활동현금흐름	32	-77	48	-111
금융자산감소(증가)	186	25	61	-47
유형자산감소(증가)	-149	-93	-14	-54
무형자산감소(증가)	-4	-4	-1	-2
기타	1	9	4	9
재무활동현금흐름	293	-46	148	-46
단기금융부채증가(감소)	301	-49	152	-76
장기금융부채증가(감소)	59	17	4	30
자본의증가(감소)				
배당금의 지급	20	15	7	
기타	3	0	2	
현금의 증가(감소)	55	-33	167	63
기초현금	46	101	68	236
기말현금	101	68	236	298
FCF	-364	-33	125	186

자료 : 제이엔케이히터, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015
매출액	1,363	1,139	1,415	1,715
매출원가	1,226	1,027	1,280	1,504
매출총이익	137	112	135	211
매출총이익률 (%)	10.1	9.8	9.5	12.3
판매비와관리비	77	106	116	119
영업이익	61	5	19	92
영업이익률 (%)	4.4	0.5	1.3	5.4
비영업손익	35	3	-148	-19
순금융비용	-6	5	17	12
외환관련손익	2	15	5	27
관계기업투자등 관련손익	-7	-5	0	-3
세전계속사업이익	95	8	-129	73
세전계속사업이익률 (%)	7.0	0.7	-9.2	4.2
계속사업법인세	17	4	-32	14
계속사업이익	79	4	-97	59
중단사업이익			-78	-26
*법인세효과			-14	-1
당기순이익	79	4	-176	33
순이익률 (%)	5.8	0.4	-12.4	1.9
지배주주	77	1	-178	27
지배주주귀속 순이익률(%)	5.62	0.08	-12.56	1.58
비지배주주	2	3	2	6
총포괄이익	77	2	-177	31
지배주주	75	-1	-179	26
비지배주주	2	3	2	5
EBITDA	71	22	47	116

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015
성장성 (%)				
매출액	28.9	-16.5	24.2	21.2
영업이익	-42.0	-91.1	249.8	388.6
세전계속사업이익	-21.2	-91.2	적전	흑전
EBITDA	-36.1	-68.7	110.5	146.0
EPS(계속사업)	-18.4	-98.7	적전	흑전
수익성 (%)				
ROE	10.4	0.1	-28.2	4.9
ROA	5.8	0.3	-11.5	2.0
EBITDA마진	5.2	2.0	3.3	6.8
안정성 (%)				
유동비율	154.8	135.7	103.0	105.8
부채비율	94.3	90.7	179.5	163.1
순차입금/자기자본	31.0	35.6	67.4	47.4
EBITDA/이자비용(배)	7.1	1.2	2.4	5.2
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	742	9	-963	515
BPS	7,811	7,654	5,842	6,019
CFPS	849	175	-1,448	497
주당 현금배당금	200	100		100
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	18.0	887.6	N/A	9.9
PER(최저)	9.6	477.6	N/A	6.2
PBR(최고)	1.7	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.9	0.6	0.5	0.5
PCR	8.7	28.7	-2.2	8.8
EV/EBITDA(최고)	25.4	56.4	23.1	7.9
EV/EBITDA(최저)	15.3	36.7	16.4	6.1