

2006. 04. 11

조선 · 기계

Senior Analyst 강영일 ☎ 3276-6158
jerry@truefriend.comR. A. 한상희 ☎ 3276-6278
shhan@truefriend.com

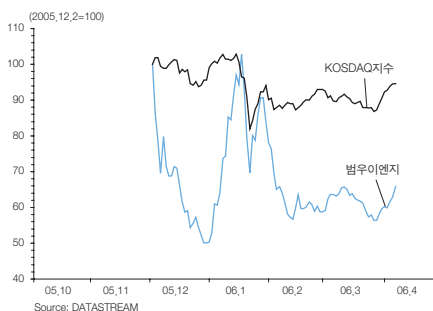
범우이엔지 (08365)

매수 (신규)

6개월 목표주가: 32,800원

● 주가 (4/10)	23,000원
● 시가총액	100.9십억원
● 자본금	2.2십억원
● 52주 최고 주가	38,150원
● 52주 최저 주가	16,750원
● 최근 6개월 평균 거래량	56,239주
● 외국인지분율	0.0%

최근 6개월 상대주가 추이



작지만 강한 회사

▶ **높은 성장성:** 1998년에 설립된 발전용 보조기기(Balance of Plant: B.O.P) 및 체철 플랜트 전문회사로 주요 매출처는 한국전력과 POSCO다. 매출액은 2001년 102억 원에서 2005년 708억 원으로 연평균 59%씩 증가했으며, 올해는 42.1% 증가할 전망이다. 작년말 수주잔액은 720억 원이다.

▶ **우호적인 사업환경:** 2006년에서 2009년까지 신규발전소 건설이 늘어날 계획이고, 1992년부터 1999년 사이에 확대된 발전설비 투자에 대한 보수 수요도 증가할 것이다. 두산중공업과 현대중공업은 B.O.P 아웃소싱을 확대하고 있다. 체철 플랜트는 POSCO의 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. POSCO는 올해 전체 투자비를 지난해 3.7조원에서 3.9조원으로 늘릴 계획이다. POSCO의 전체 유형자산 투자액에서 범우이엔지가 차지하는 비중은 2003년 0.6%에서 2005년에는 1.1%로 상승했다.

▶ **높은 수익성:** '매수' 의견과 목표주가 32,800원을 제시한다. 2006년 EPS에 PER 12 배를 적용했다. 2006년 영업이익률은 15.0%, ROE는 28.8%로 당사 유니버스 평균 (각각 10.2%와 15.2%) 보다 훨씬 높다. 작년말 부채비율은 93.0%, 순차입금은 -133억 원으로 재무구조도 우량하다.

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
매출액 (십억원)	36.9	70.8	100.6	126.2	150.6
(매출증가율, %)	78.4	92.1	42.1	25.5	19.3
영업이익 (십억원)	3.4	10.3	15.1	18.7	22.5
경상이익 (십억원)	3.5	10.4	15.5	19.8	24.0
당기순이익 (십억원)	3.0	8.3	11.9	15.2	18.5
EBITDA (십억원)	5.0	12.0	16.0	20.2	24.2
EPS (원)	992	2,632	2,735	3,491	4,233
(EPS증가율, %)	26.1	165.3	3.9	27.6	21.2
BPS (원)	2,947	8,266	10,701	13,792	17,525
PER (배)	NM	8.9	8.4	6.6	5.4
PBR (배)	NM	2.8	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA (배)	NM	8.5	4.9	3.5	2.5
영업이익률 (%)	9.2	14.6	15.0	14.8	14.9
EBITDA Margin (%)	13.5	16.9	15.9	16.0	16.1
ROE (%)	38.1	37.0	28.8	28.5	27.0
순차입금 (십억원)	7.0	-13.3	-21.3	-30.5	-40.7
영업이익이자보상배율 (배)	-	-	-	-	-
부채비율 (%)	189.4	93.0	93.7	84.9	71.9

- 당사는 4월 10일 현재 범우이엔지 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 4월 10일 현재 범우이엔지 주식을 보유하고 있지 않습니다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. - 작성자: 강영일, 한상희

■ 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임

- 적극매수 : 시장지수 대비 30% 이상의 주가 상승 예상
- 매 수 : 시장지수 대비 10~30%의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장지수 대비 -10~10%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 10% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 6개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

회사 개요와 사업영역

주요 매출처는 한국전력과
POSCO

범우이엔지는 1998년에 설립된 발전 및 제철 플랜트 전문회사이다. 주요 매출처는 한국전력과 POSCO이다. 2005년 매출비중은 POSCO 47%, 한국전력 29%, 기타 12%, 수출 12%이다. 제품별 매출비중은 보일러 45%, 열교환기 24%, 복수기 15%, 기타 16%이다.

모든 종류의 발전용 보조기기를
생산하는 유일한 중소기업

발전플랜트와 관련해서 Turbine과 Generator를 제외한 Boiler와 보조기기(Balance of Plant : B.O.P)를 생산한다. 국내에서 모든 종류의 발전용 보조기기를 생산하는 중소기업은 동사가 유일하다. 대기업에서는 두산중공업이 Turbine과 Generator를 포함한 모든 발전설비를 제작한다. 현대중공업은 수주는 하지만 기구 제작은 대부분 외주로 처리한다. 또한 국내에 보일러 생산설비를 보유한 회사는 두산중공업과 범우이엔지 뿐이다.

〈표 1〉 주요제품과 구체적 용도

제품명	구체적인 용도
보일러(Boiler)	급수를 가열하여 과열증기 생산
탈기기(Deaerator)	급수중의 용존산소를 제거하는 장치(부식방지, 효율증대)
복수기(Condenser)	터빈에서 배출된 고온, 고압의 증기를 응축시키는 장치(이동용이 안전)
열교환기(Heat Exchanger)	두 유체간에 열을 교환시키는 장치
공기예열기(Recuperator)	폐열을 이용하여 공기를 예열하는 장치(연료절약, 대기오염 예방)

자료: 범우이엔지

양질의 인재 유입
→ 높은 시장점유율과 이익률

범우이엔지는 짧은 업력에도 불구하고 국내 발전소 보수용 B.O.P 시장의 56%를 점유하고 있으며, 이익률도 높다. 이는 1999년말 발전설비 일원화 조치로 대기업에서 양질의 인력들을 흡수한 덕분이다. 국내 발전설비 시장은 1996년 이후 두산중공업, 현대중공업, 삼성중공업 3사의 경쟁체제였다. 그러나 IMF로 내수시장이 극심한 침체에 빠지자, 정부 주도로 인위적인 구조조정이 이뤄졌다. 그 결과 삼성중공업은 발전설비 시장에서 철수했고, 현대중공업은 2009년까지 국내에서 Turbine과 Generator를 생산할 수 없게 됐다. 구조조정 이후 양질의 인력들이 범우이엔지로 유입된 것이다.

〈표 2〉 임원 약력

직명	성명	약력	담당업무	
대표이사	우종인	83.11 ~ '95.10. 98.12 ~	덴소풍성전자 기획실 차장 범우이엔지(주) 대표이사(現)	회사총괄
전무이사	이재훈	83.01 ~ 01.12. 02.01 ~	현대중공업 화공설계부장 범우이엔지(주)	생산기술
상무이사	조원래	83.02 ~ '95.08. 95.09 ~ '99.08. 03.12 ~	삼성중공업 기계설계/외자구매 삼성자동차 해외조달팀 범우이엔지(주)	기획
이사	이상섭	85.12 ~ 92.07. 98.09 ~	한국중공업 열교환기설계실 범우이엔지(주)	품질보증
이사	류흥문	97.07 ~ 04.09. 04.10 ~	덴소풍성 기획.경리 이사 범우이엔지(주)	경영관리
이사	남성화	91.09 ~93.12 98.09 ~	세경기계공업 범우이엔지(주)	국내영업
이사	최정수	97.08 ~ 00.02 01.09 ~	코리아모터스 해외영업 범우이엔지(주)	해외영업
이사	장인석	81.01 ~98.12 99.01 ~	한국중공업 범우이엔지(주)	설계
감사	노종문	75.03 ~'02.02 02.03 ~'03.03 05.03 ~	포스코 부장 포철산기 상무 범우이엔지(주) 감사	감사

자료: 범우이엔지

POSCO설비부문 우수공급업체로 선정

제철플랜트는 POSCO가 주요 매출처이며, 2005년 1월 설비부문 우수공급업체로 선정됐다. 우수공급업체로 선정되면 2년간 동일 설비 발주 시 우선적으로 수주할 수 있는 자격이 부여된다. 범우이엔지는 제철소 자체 발전소용 B.O.P.와 폐열을 회수해 열효율을 높이는 설비(배열/CDQ/HRSG 보일러, 공기예열기)들을 납품하고 있다.

〈표 3〉 범우이엔지의 제품과 관련 시장

제품	시장	발전부문	제철부문	수출
발전설비	보일러 (Boiler)	●	●	●
	복수기 (Condenser)	●	●	●
	열교환기 (Heat Exchanger)	●	●	●
	탈기기 (Deaerator)	●	●	●
제철설비	공기예열기(Recuperator)		●	●
	기 타 (Hood 등)		●	●
기 타	화학용 산업설비 등		●	●

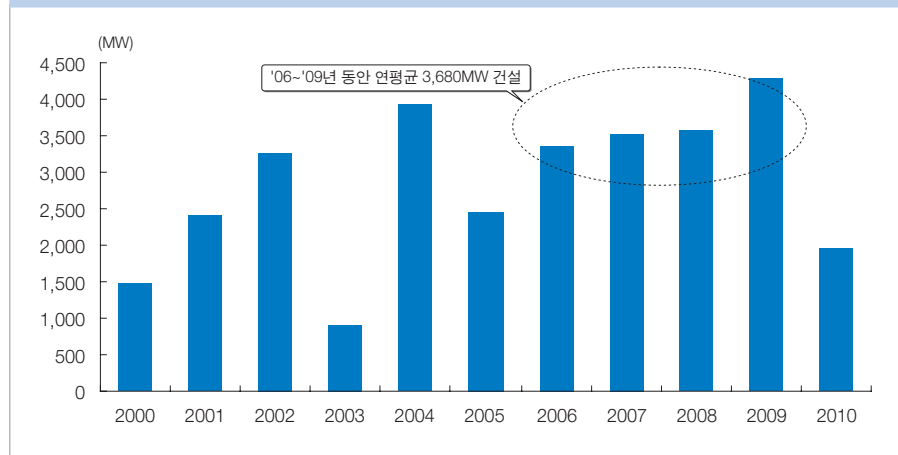
자료: 범우이엔지

우호적인 사업환경

발전 설비 신설 및 보수 수요 증가

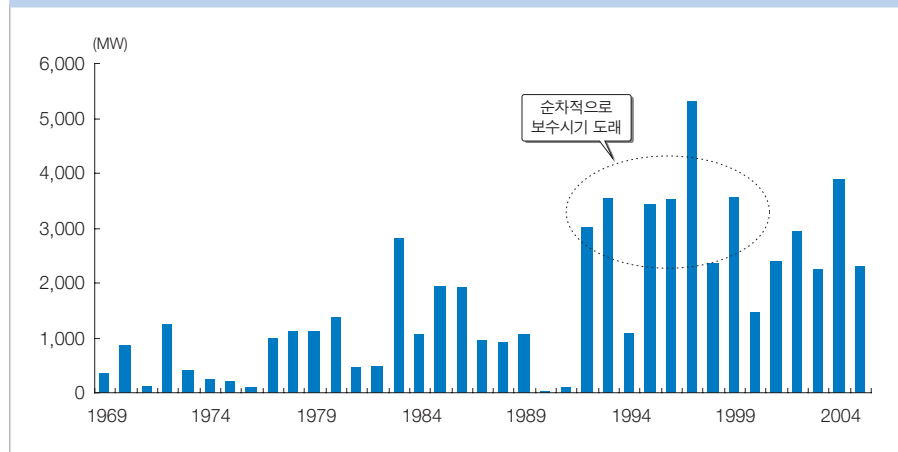
발전 설비 시장은 신설과 보수부문으로 나뉜다. 신설부문은 2006~2009년 동안 연평균 3,680MW의 신규 발전소가 건설될 예정이며 연간 1,100억원 이상의 B.O.P 시장이 형성될 전망이다. Boiler와 B.O.P는 내용연수가 장기(10~20년)에 해당되지만 매년 고정적인 물량이 발생한다. 회사측은 보수시장을 연간 1,500억원 정도로 추정한다. 1992년부터 1999년 사이에 많은 발전소가 지어졌는데 이들의 보수시기가 순차적으로 도래할 것이다. 지난해 발전소 신설용 B.O.P의 시장점유율은 19%, 보수용은 56% 정도로 추정된다(회사 추정치).

[그림 1] 신규발전소 건설 계획



자료: 제2차 전력수급기본계획 (2004.12)

[그림 2] 연도별 발전능력 순증가분



자료: 한국전력

대기업의 아웃소싱 확대로 신설 발전소용 B.O.P점유율 상승

신설발전소용 B.O.P. 시장점유율은 점차 상승할 전망이다. 두산중공업은 주기기(Turbine, Generator, Boiler) 생산에 주력하면서 B.O.P. 생산 비중을 낮추고 있고, 현대중공업은 애초부터 외주로 처리하고 있다. 동사는 상장 후 두산중공업에서 158억원, 현대중공업에서 83억원의 B.O.P.를 수주했다.

〈표 4〉 주요 수주공시

(단위: 백만원)

일자	납품처	수주액	제품	납기
06.01.20	현대중공업	8,250	B.O.P	07.09.30
05.12.26	두산중공업	6,567	B.O.P	07.05.30
05.12.08	두산중공업	9,238	열교환기	07.05.15

자료: 범우이엔지

사업영역의 확대에 추가적인 성장 기대

사업영역도 확대되고 있다. 작년말 원자력 발전소용 B.O.P. 납품을 위해 원자력 국제기술기준을 획득했으며, 신(新)월성 원전용 복수기를 수주했다. 미국 Foster Wheeler사와 기술 제휴를 통해 국내 HRSG 시장에도 진입할 계획이다. 지금까지는 HRSG 보수만 해왔고 신설부문은 실적이 없다. HRSG는 LNG복합화력발전소에 사용되는 폐열회수 보일러이다. 고유가와 환경문제에 의해 LNG복합화력발전소에 대한 수요는 늘어날 수 밖에 없을 것이다.

POSCO의 투자 확대 + 납품비중 상승

제철설비도 신설과 보수 부문으로 나뉜다. 신설부문은 POSCO의 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. POSCO의 올해 전체 투자비는 지난해 3.7조원에서 3.9조원으로 늘어날 전망이다. 2006년까지 최신 Finex 공법 상용화 기술을 완성하고, 2010년까지 해외에 1,500만톤 규모의 생산체제를 구축할 계획이다. 특히 인도에 2010년까지 1,200만톤(1차 400만톤 : Finex 200만톤 X 2기) 규모의 일관제철소를 건설할 계획이다. 보수 부문은 기본적인 보수 수요 외에, 유가상승과 CO2 배출규제 등 환경요건에 따른 합리화 부문의 투자가 증가할 전망이다. 범우이엔지가 납품하는 설비는 대부분 열효율을 높이는 데 사용된다. POSCO의 전체 유형자산 투자액에서 범우이엔지가 차지하는 비중은 2003년 0.6%에서 2005년에는 1.1%로 상승했다.

〈표 5〉 포스코 투자액과 범우이엔지 비중

(단위: 십억원)

	2003	2004	2005
포스코 유형투자	1,113	2,027	3,123
범우 총매출액	6.2	16.2	33.3
범우 비중	0.6%	0.8%	1.1%

자료: POSCO, 범우이엔지, 한국투자증권

2006년 매출액 42% 증가할 듯

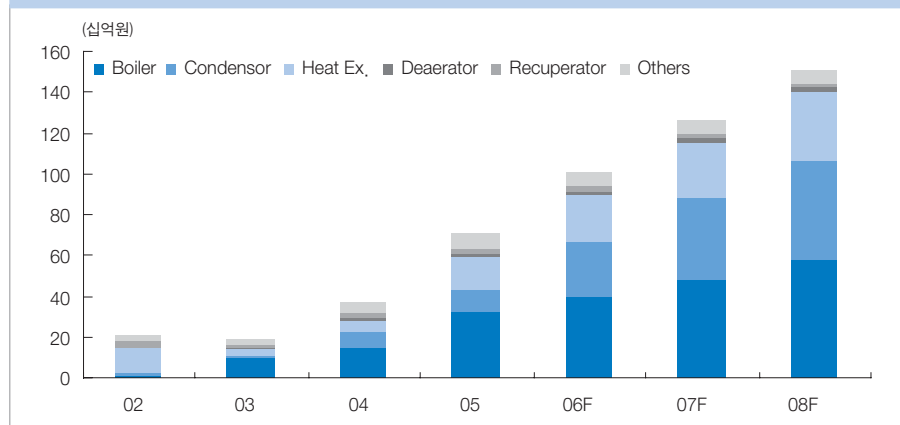
2001년~2005년 중 매출증가를
연평균 59%

동사는 1998년 설립 이후 큰 폭의 성장을 지속하고 있다. 매출액은 2001년 102억원에서 2005년 708억원으로 연평균 59%씩 증가했다. 초기 POSCO에 공기예열기를 납품하는 데 그쳤으나, 열 관련 제품으로 사업영역을 계속 확장했다. 2002년엔 미국의 Ecolaire(옛 Alstom Power)로부터 기술을 도입해 모든 종류의 B.O.P를 생산하게 됐다. 이후 영업도 단품 위주에서 일괄 수주가 가능해졌다. 또한 제철생산 과정의 폐열을 활용하는 배열/CDQ/HRSG 보일러 등을 생산하면서, 보일러 매출이 2002년 10억원에서 2005년 320억원으로 급증했다.

2006년 매출액은 42.1% 증가
예상

2006년 매출액은 1,006억원으로 42.1% 증가할 전망이다. 작년말 720억원의 수주잔액을 보유하고 있어 우리의 추정 매출액은 무난히 달성될 것으로 보인다.

[그림 3] 제품별 매출액 추이와 전망

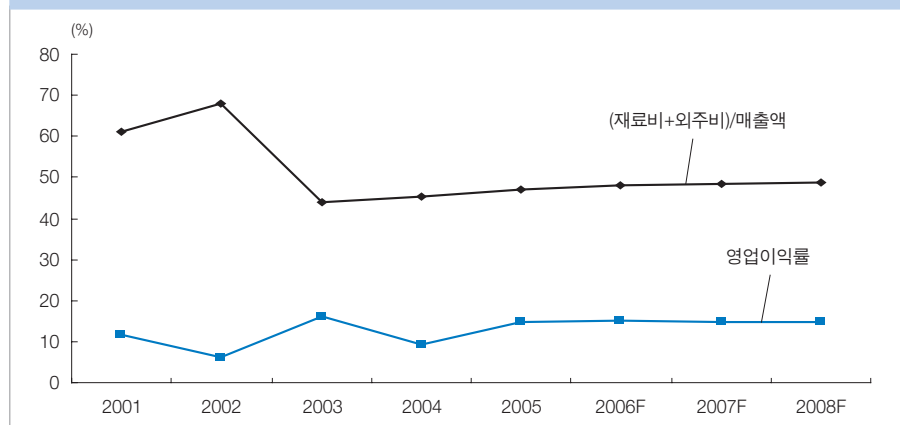


자료: 범우이엔지, 한국투자증권

영업이익률은 14~15% 수준
유지될 듯

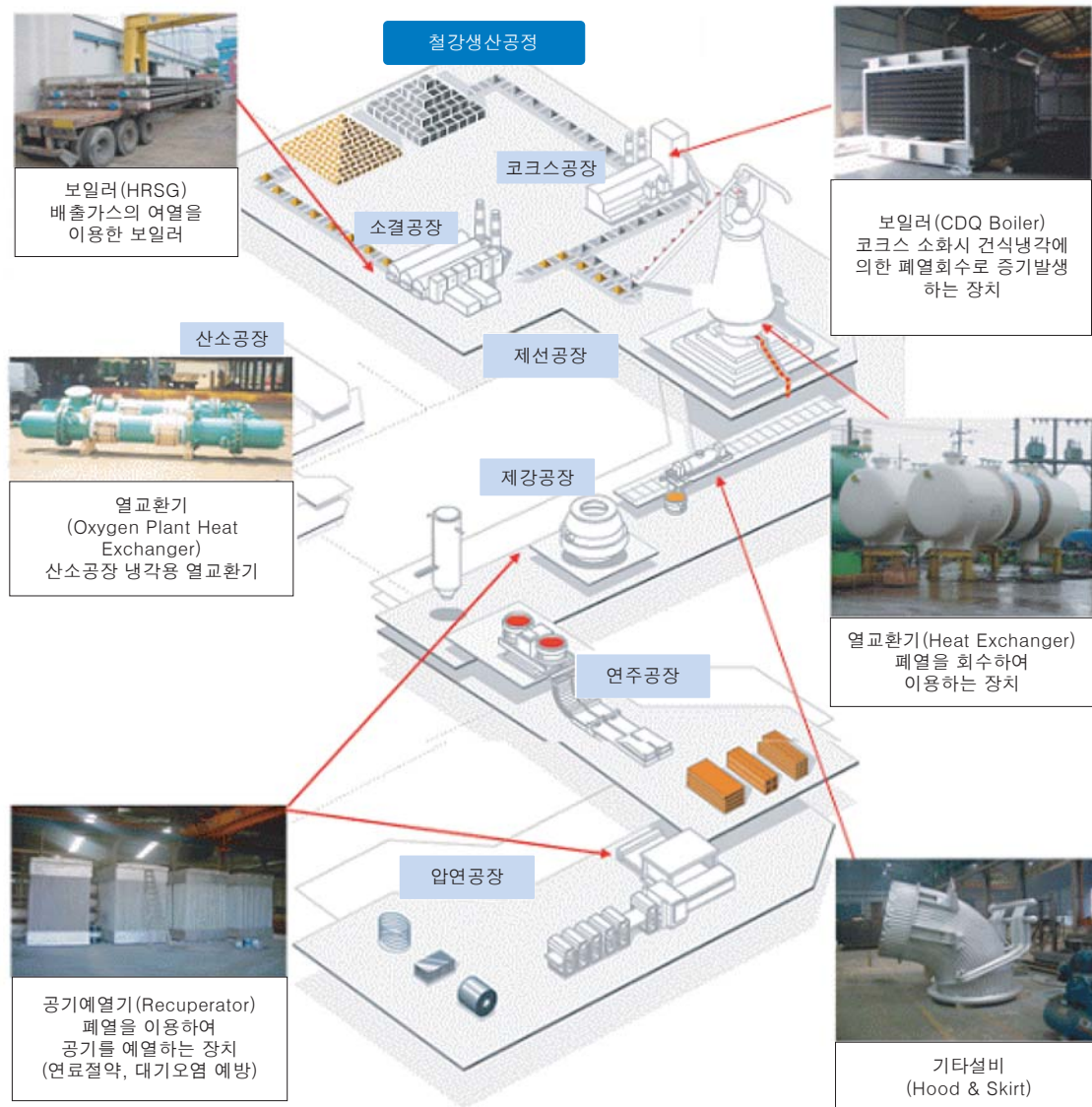
지난해 영업이익률은 14.6%를 기록했고, 향후에도 14~15% 수준을 유지할 것으로 보인다. 주요 변동비인 재료비와 외주비가 매출액에서 차지하는 비중이 2003년부터 안정화되고 있다. 수출 확대로 변동비 비중은 점차 상승할 것으로 보이지만, 매출증가에 따른 고정비 감소로 이익률은 유지될 것으로 분석된다. 아직은 수출 마진이 내수보다 낮은 것으로 파악되며, 수출비중은 지난해 11.5%에서 올해 18%로 높아질 전망이다. 선물환과 환변동보험을 사용하고 있어 환율 위험은 미미하다.

[그림 4] 영업이익률과 주요변동비 비중



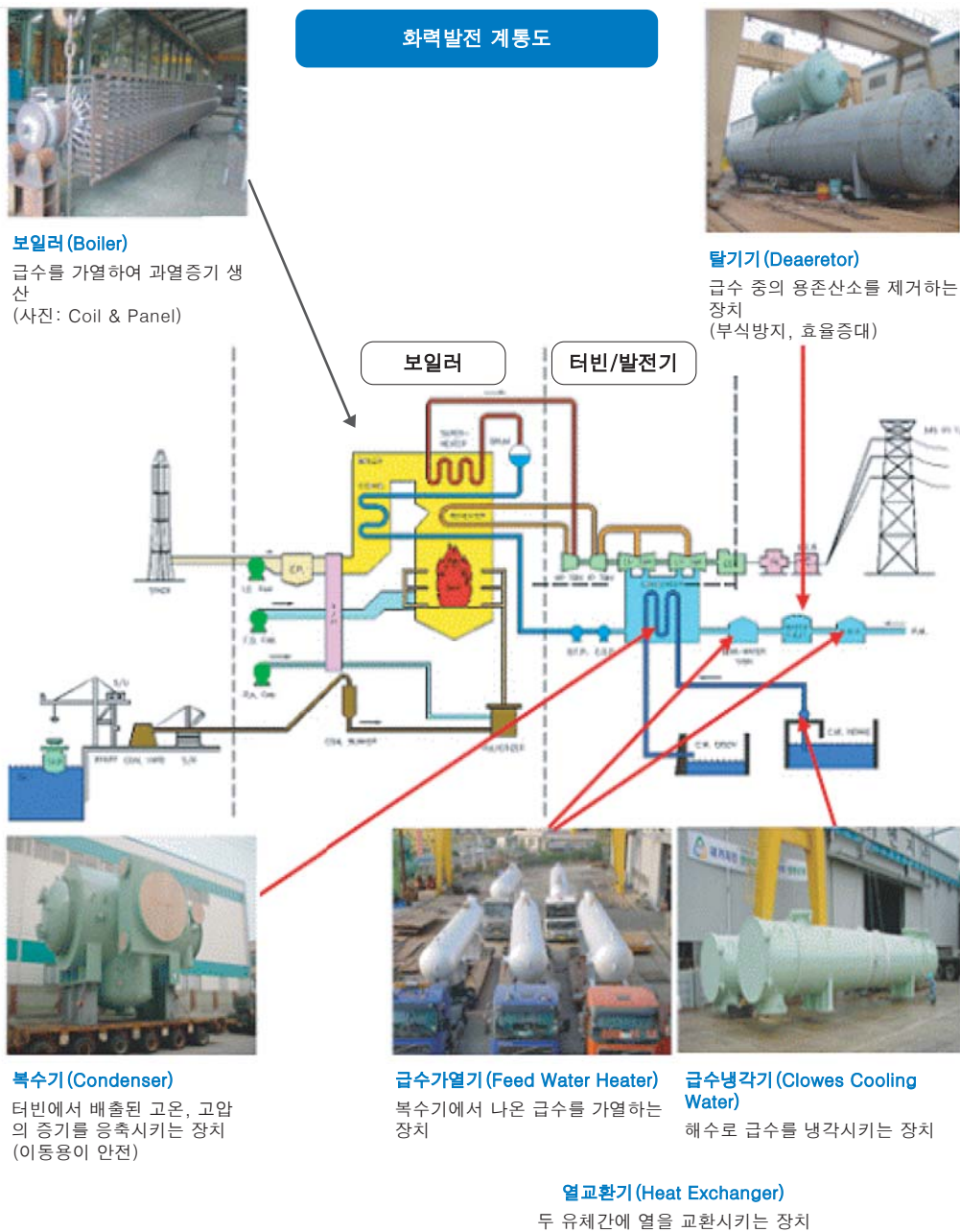
자료: 범우이엔지, 한국투자증권

[그림 5] 철강생산공정과 범우이엔지 생산제품



자료: 범우이엔지

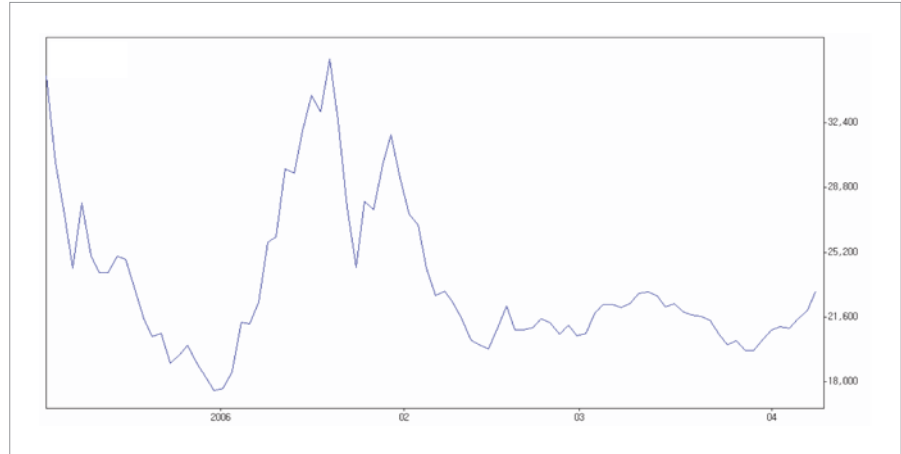
[그림 6] 화력발전계통과 범우이엔지 생산제품



자료: 범우이엔지

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
범우이엔지 (08365)	2006.04.11.	매수(신규)	32,800원



대차대조표

(단위: 십억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
유동자산	15.2	50.7	69.2	85.0	101.3
현금성자산	1.3	24.1	33.1	40.8	49.3
매출채권	12.7	20.7	29.4	36.9	44.0
재고자산	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
고정자산	10.7	18.9	21.2	26.2	31.3
투자자산	1.1	3.1	4.2	5.2	6.1
유형자산	9.6	15.8	17.0	21.0	25.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	25.9	69.6	90.4	111.2	132.6
유동부채	14.9	23.8	32.0	41.1	47.9
매입채무	6.8	11.9	16.9	21.2	25.3
단기차입금	4.4	6.6	4.0	5.0	6.0
유동성장기부채	2.4	0.6	2.0	2.0	2.0
고정부채	2.1	9.7	11.7	10.0	7.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 및 리스부채	2.0	7.3	10.3	8.3	6.3
부채총계	17.0	33.5	43.7	51.0	55.0
자본금	1.5	2.2	2.2	2.2	2.2
자본잉여금	0.0	18.7	18.7	18.7	18.7
이익잉여금	7.4	15.2	25.8	39.3	55.5
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9.0	36.0	46.7	60.1	76.4

손익계산서

(단위: 십억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
매출액	36.9	70.8	100.6	126.2	150.6
매출총이익	6.9	15.9	22.4	27.5	32.7
판매비	3.5	5.6	7.4	8.8	10.3
영업이익	3.4	10.3	15.1	18.7	22.5
영업외수익	0.9	1.1	2.0	2.5	2.9
금융수익	0.1	0.1	1.3	1.6	1.9
외환관련이익	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	0.8	1.0	1.6	1.4	1.4
금융비용	0.4	0.6	0.8	0.8	0.7
외환관련손실	0.1	0.2	0.7	0.4	0.5
지분법 평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
경상이익	3.5	10.4	15.5	19.8	24.0
세전순이익	3.5	10.4	15.5	19.8	24.0
법인세등	0.5	2.1	3.6	4.5	5.5
당기순이익	3.0	8.3	11.9	15.2	18.5
EBIT(adjusted)	3.8	10.9	15.0	19.0	22.8
EBITDA	5.0	12.0	16.0	20.2	24.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
영업활동현금흐름	2.3	8.7	13.3	16.5	18.3
당기순이익	3.0	8.3	11.9	15.2	18.5
감가상각비	1.2	1.1	1.0	1.2	1.4
이연 및 무형자산상각	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본순증	-1.6	-1.4	-0.3	-0.3	-2.0
기타	-0.3	0.7	0.6	0.4	0.5
투자활동현금흐름	-2.0	-28.7	-18.9	-18.3	-19.4
유형고정자산투자	-1.7	-7.3	-2.2	-5.3	-5.6
고정자산매각	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	0.2	-2.0	-7.8	-6.1	-6.5
투자자산증가	-0.6	-2.0	-1.1	-1.0	-0.9
기타	0.1	-17.5	-7.8	-6.0	-6.5
재무활동현금흐름	-0.6	25.4	6.9	3.4	3.3
유상증자	0.0	19.4	0.0	0.0	0.0
차입금증가	-0.4	6.0	1.8	-1.0	-1.0
배당금지급	0.0	0.0	-0.9	-1.3	-1.7
기타	-0.2	0.1	5.9	5.7	6.1
현금의 증가	-0.3	5.4	1.2	1.6	2.1

주요 투자지표

	2004A	2005A	2006F	2007F	2008F
주당지표(원)					
EPS	992	2,632	2,735	3,491	4,233
BPS	2,947	8,266	10,701	13,792	17,525
DPS	0	200	300	400	500
SPS	12,127	22,411	23,070	28,952	34,544
성장성(%, YoY)					
매출증가율	78.4	92.1	42.1	25.5	19.3
영업이익증가율	1.5	203.5	45.5	24.2	20.1
순이익증가율	26.1	175.7	43.4	27.6	21.2
EPS증가율	26.1	165.3	3.9	27.6	21.2
EBITDA증가율	26.9	139.5	34.2	25.8	19.9
수익성(%)					
영업이익률	9.2	14.6	15.0	14.8	14.9
순이익률	8.2	11.7	11.9	12.1	12.3
EBITDA Margin	13.5	16.9	15.9	16.0	16.1
ROA	14.1	21.7	18.8	18.5	18.4
ROE	38.1	37.0	28.8	28.5	27.0
배당수익률	NM	1.1	1.3	1.7	2.2
안정성	NM				
순차입금(십억원)	7.0	-13.3	-21.3	-30.5	-40.7
영업이익이자보상배율(배)	7.6	17.7	19.4	23.5	30.2
부채비율(%)	189.4	93.0	93.7	84.9	71.9
Valuation(X)					
PER	NM	8.9	8.4	6.6	5.4
PBR	NM	2.8	2.1	1.7	1.3
PSR	NM	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	NM	8.5	4.9	3.5	2.5