

범우이엔지(08365)

조선/기계

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

투자 의견: 매수(유지)

● 주가(8/28) 6,070원 ● 목표주가: 9,120원(하향)

잠깐의 슬럼프는 곧 극복된다.

'매수' 의견 유지

'매수' 의견을 유지하나 목표주가를 9,120원으로 내린다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 760원에 PER 12배를 적용하여 구했다. 기대에 미치지 못한 2Q06 실적을 반영하여 2006F~2008F 예상 실적을 하향 조정했다. 그럼에도 불구하고 '매수' 의견과 Target PER 12배를 유지하는 것은 1)아직까지 Niche Market Player로서 성장 잠재력이 훼손되었다는 증거를 발견하지 못했고, 2)HRSG를 최초로 수주하는 등 사업 영역을 넓히고 있으며, 3)하반기 이후 실적 개선과 수주 증가를 기대할 수 있기 때문이다.

부진한 2분기 실적

2Q06 매출액은 165억원(-26.2% YoY, +0.3% QoQ), 영업이익은 14억원(-49.3% YoY, -42.1% QoQ) 경상이익은 15억원(-49.0% YoY, -45.9% QoQ)을 기록했다. 2005년 이후 15% 내외 이던 영업이익률이 8.6%에 그치면서 수익성이 크게 악화되었다. 이는 주요 매출처인 POSCO와 한국전력이 설비 보수를 미루고, 그에 따라 수주 또한 지연되면서 매출액이 정체된 반면 신규 사업 진출을 위한 인력 충원 등으로 인해 인건비가 4억원 정도 증가했고 저가 제품 매출이 늘었기 때문이다. 부진한 2분기와 수주잔액 감소(2005년 말 : 719억 → 2006년 6월 말 : 646억) 반영하여 2006F~2008F 실적을 낮춰서 추정한다.

<표 1> 분기별 실적 추이

(단위: W bn, %)

	1Q05	2Q	3Q	4Q	1Q06	2Q	YoY	QoQ
Sales	12.3	22.5	17.9	18.1	16.5	16.6	-26.2	0.3
Operating profit	2.1	2.8	2.9	2.6	2.5	1.4	-49.3	-42.1
Recurring profit	2.0	3.0	2.7	2.7	2.8	1.5	-49.0	-45.9
Net profit	1.6	2.5	2.2	2.0	2.1	1.5	-39.6	-26.6
OP margin	17.1	12.4	16.2	14.4	14.8	8.6		

자료: 범우이엔지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2004A	36.9	3.4	3.5	3.0	992	26.1	5.0	NM	NM	NM	38.1
2005A	70.8	10.3	10.4	8.3	2,632	165.3	12.0	8.9	8.5	2.8	37.0
2006F	83.1	10.6	11.4	9.1	697	-73.5	12.0	8.7	5.6	1.7	21.8
2007F	110.5	15.0	15.7	12.1	924	32.7	16.4	6.6	3.9	1.4	23.0
2008F	139.5	19.8	20.9	16.1	1,230	33.1	21.3	4.9	2.6	1.1	25.2

▶ 시가총액	79.4십억원
▶ 52주 최고/최저가	38,150원/4,425원
▶ 최근 6개월 평균 거래량	70,942주
▶ 외국인지분율	3.23%

- 당사는 8월 28일 현재 상기 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 8월 28일 현재 상기 주식을 보유하고 있지 않습니다.

이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ■ 작성자: 강영일, 한상희

<표 2> 2006F~2008F 실적 조정

(단위: W bn, %)

	2006F			2007F			2008F		
	Previous	Revised	Chg.	Previous	Revised	Chg.	Previous	Revised	Chg.
Sales	100.6	83.1	-17.4	126.2	110.5	-12.4	150.6	139.5	-7.4
Operating profit	15.1	10.6	-29.5	18.7	15.0	-19.9	22.5	19.8	-11.9
Recurring Profit	15.5	11.4	-26.5	19.8	15.7	-20.7	24.0	20.9	-12.9
Net Profit	11.9	9.1	-23.4	15.2	12.1	-20.5	18.5	16.1	-13.0
Operating margin	15.0	12.8		14.8	13.6		14.9	13.6	

자료: 한국투자증권

B.O.P에 대한 높은 시장 지위 및 HRSG사업 신규 진출 성공

B.O.P(Balance of Plant)시장은 신설과 보수를 합하여 연간 2,600억원 정도 형성될 것으로 파악된다. 범우이엔지측에서는 보수 부문은 40%이상, 신규 부문은 20%선의 시장점유율을 갖는 것으로 추산하고 있다. 동사는 발전설비 일원화 조치로 인해 양질의 인력을 흡수했지만 다른 업체들이 이러한 수준의 기술력을 가진 인력들을 채용하기는 어려운 것이 현실이다. 따라서 다른 중소기업들에게는 진입 장벽이 높다. 또 시장 규모가 대기업이 신규로 진출할 정도로 크지 않기 때문에 이에 대한 위험도 낮은 것으로 판단한다. 오히려 두산중공업의 경우 B.O.P 생산 비중을 줄이고 있다.

범우이엔지는 지난 8월11일 HRSG를 최초로 수주했다. 2005년 12월 Foster Wheeler사와의 기술 제휴 이후 8개월 만에 처음으로 얻은 결실이다. 수주금액은 68억원이고, 발주처는 현대건설이다. 동사는 사업에 필요한 기술을 갖추면, 그것을 반드시 영업에 연결시켜왔다. 자체 인력을 통해 급수가열기, 탈기 기술 확보하여 한국전력에 납품했고, Ecolaire사와의 기술 제휴를 통해 복수기 기술을 확보하여 한국남동발전을 대상으로 물건을 파는데 성공했다. 일련의 과정을 통하여 신규 사업 진출에 대한 회사의 능력이 검증되었다고 생각한다.

하반기 이후 실적 개선 기대

우리는 하반기에 범우이엔지의 실적이 좋아질 것으로 예상한다. 매출이 확대되면서, 일시적으로 한 자릿수로 떨어진 영업이익률도 두 자릿수로 회복될 것이다. 보수 시장의 속성 상 주문을 무한정 미룰 수 없기 때문에 4Q06에는 이연된 발주가 재개될 전망이다. 신설 쪽에서는 2006년 4분기 이후에 본격적으로 큰 규모의 Project를 수주할 수 있을 것으로 보인다. 신고리 3,4호기 원자력 발전소에 들어가는 B.O.P와 신규사업으로 추진 중인 HRSG 수주가 4Q06~2Q07사이에 기대된다. 또한 POSCO의 인도 및 베트남 일관 제철소 건설에 발 맞추어 제철 설비 계약을 따낼 가능성도 매우 높다. 참고로, 두산중공업의 경우 작년에 한국전력에 대한 수주액이 9,300억원에 이르렀으나, 올 상반기에는 1,500억원 내외에 그쳤다. 이는 상반기 발전 설비 부문에서 발주가 많이 미뤄졌음을 의미한다. 그러나 8월28일에 신고리 3,4호기 원자력 발전소 설비 공급 계약이 체결되는 등 밀렸던 발주가 다시 시작될 것으로 파악되기 때문에 4Q06 이후의 수주에 대한 기대는 무리가 아니다. 수주잔고는 연말에는 800억원을 넘어설 수 있을 것으로 추정된다.

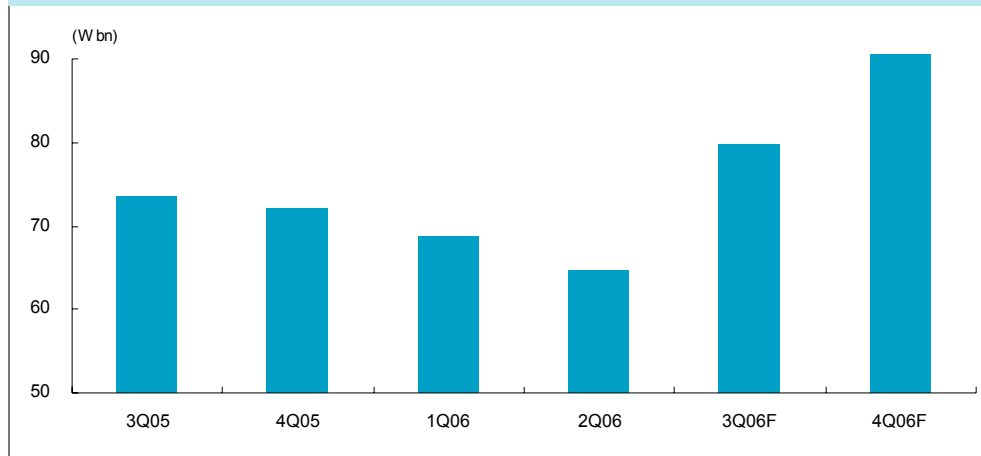
과거와 같이 납기가 1년 미만인 Project가 많지 않아서 수주가 바로 당해년도에 매출로 인식되는 비율은 상대적으로 낮아질 것이다. 따라서 상반기 수주가 부진했던 2006년의 매출액은 과거 2년간의 성장세를 시현하지 못 할 확률이 높다. (2006년 추정 매출액 증가율: 17.4%) 그러나 2006F~2008F 매출액 CAGR은 29.5%에 달할 정도로 미래의 외형 확대에 대한 기대는 유효하다.

<표 3> 주요 수주 공시

일자	납품처	수주액	제품	납기
2006.08.11	현대건설	6,844	H.R.S.G	2008.05
2006.05.04	한국동서발전	9,867	Boiler	2008.05
2006.01.20	현대중공업	8,250	B.O.P.	2007.09
2005.12.26	두산중공업	6,567	B.O.P.	2007.05
2005.12.08	두산중공업	9,238	열교환기	2007.05

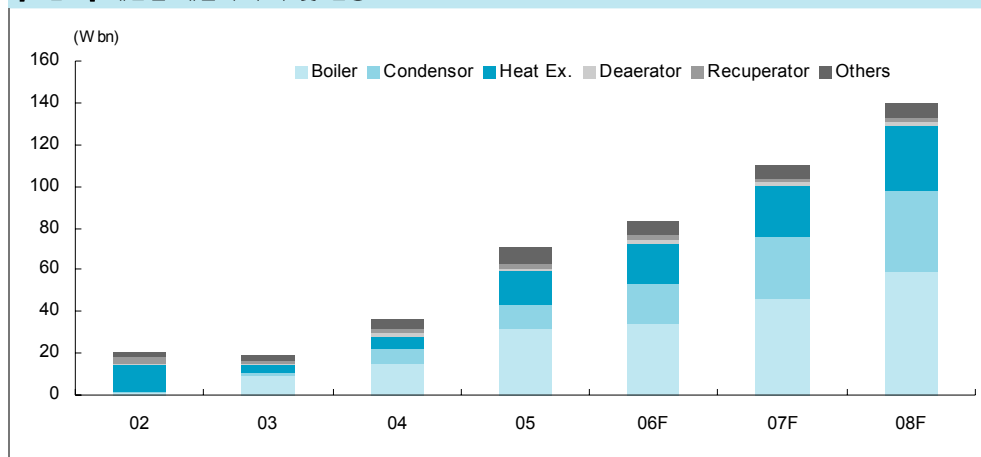
자료: 범우이엔지

[그림 1] 수주잔액 추이



자료: 범우이엔지, 한국투자증권

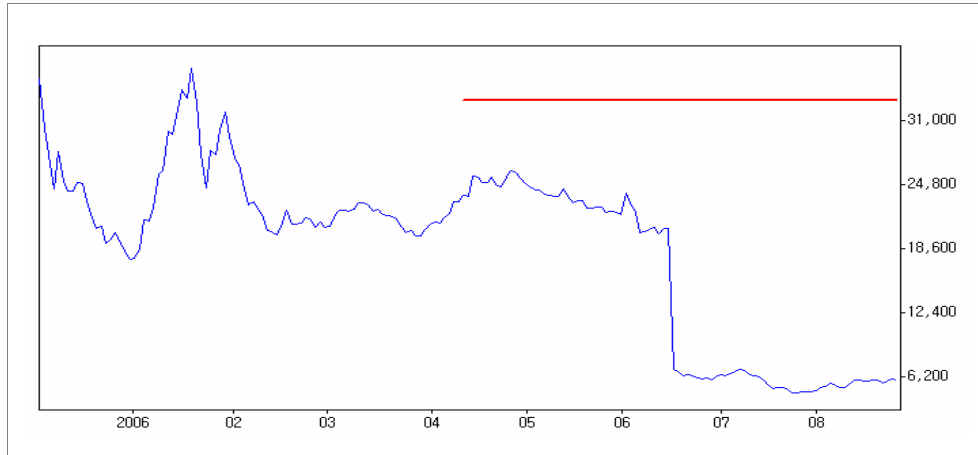
[그림 2] 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 범우이엔지, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
범우이엔지(08365)	2006.04.11	매수	W32,800 (증자 후 기준 W10,930)
	2006.08.29	매수	W9,120



- 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임
 - 적극매수 : 시장지수 대비 30% 이상의 주가 상승 예상
 - 중립 : 시장지수 대비 -10~10%의 주가 등락 예상
 - 매수 : 시장지수 대비 10~30%의 주가 상승 예상
 - 비중축소 : 시장지수 대비 -10% 이상의 주가 하락 예상
- 업종 투자의견은 향후 6개월간 해당 업종의 거래소(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임
 - 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
 - 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 같게 가져갈 것을 권함
 - 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(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.