

대우조선해양

BUY



기업분석 리포트

2005. 11. 19.

서울대 투자연구회 Team 2

1. 조선업 개괄

1) 산업개요

우리나라는 해상 강국이다. 주변에 교역할 많은 나라가 있는 것도, 바다에서 싸워야 할 적도 많은 것도 아닌데, 유난히 해상에서 강한 면을 보였다. 이순신 장군이 바다의 수군으로 일본을 막아냈듯이, 현재 우리나라의 경제도 바다의 조선산업의 덕을 보고 있다.

조선 산업은 **자본집약적 산업**이다. 배 한 척을 건조하기 위해서는 많은 설비와 자재가 투입되기 때문이다. 따라서 자본이 많이 축적된 선진국이 유리해야 하지만, 지금 현재 조선 1 위 국가는 우리 나라이다. 이는 국가적으로 조선산업에 집중했기에 가능한 일이었다. 이렇듯 조선산업이 자본집약적 산업이기에 **국가 경제에 끼치는 영향도 크다**. 일단 수천만달러가 넘는 배 한 척을 팔면, 그 돈은 배를 만든 조선소는 물론, 부품을 만든 회사와 원료를 제공하는 회사에 돈이 공급된다. 즉, 조선소가 올릴 수 있는 수익은 한정적이지만, 그 혜택은 전 국가에 미치게 된다.

또한 조선 산업은 **기술집약적 산업**이다. 선박 건조, 추진장치, 수송물 저장방식, 하역 방식 등 모든 면에 최첨단 기술이 들어간다. 하지만 불행히 아직 우리나라의 조선 기술은 외국 선진국에 도달하지 못했다. 현재 우리나라가 강세를 보이는 LNG 선도 배 한 척당 최대 1 천만 달러를 로열티를 지급하고 있는 실정이다.

마지막으로 조선 산업은 선주로부터 수주 받은 다음, 대규모의 재료를 구입하여 배를 건조하기 때문에, **전방산업¹과 후방산업²간의 연관효과가 크다**. 그렇기에 조선산업에는 전,

¹ 전방산업: 해운업, 수산업, 방위산업, 레저업, 건설업



후방산업의 경기에 모두 연동되는 특성을 보이기 되고, 조선산업에 있어서 **거시분석이 중요**하게 다루어진다.

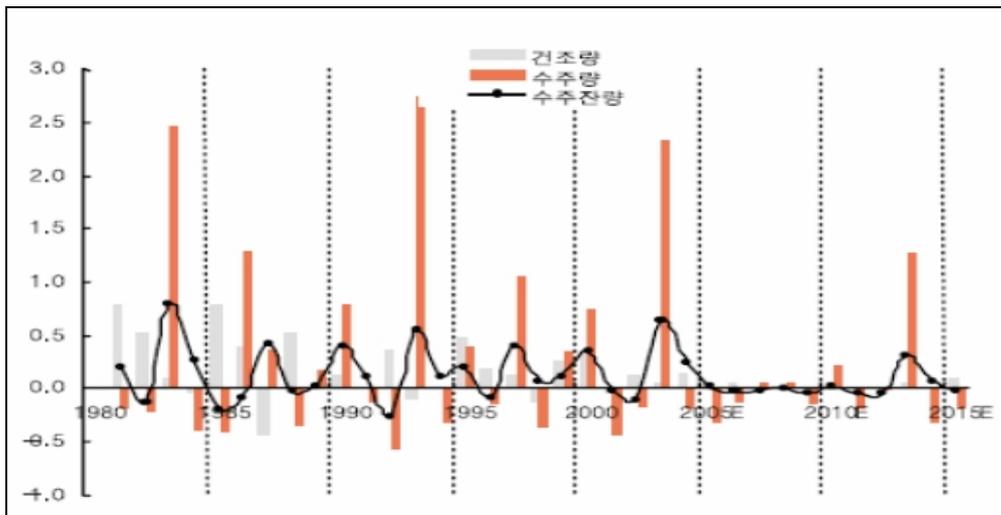
현재 우리나라가 매출, 수주, 수주잔량 부분에서 모두 1 위이긴 하지만, 세계 최고라고 단언할 수는 없다. 왜냐하면, 배에서 가장 비싼 군함과 호화여객선 부분에 실적이 전혀 없는데다가, 우리나라의 최대 강점인 상선부분은 외국에서 얼마든지 쫓아 올 수 있는 부분이기 때문이다. 이순신 장군 시절의 강력한 수군도 19 세기 말에는 영국과 일본의 침략에 제대로 된 역할 한 번 한적 없다는 점을 상기해야 할 것이다.

2) 매출 요인

앞서 언급하였듯이, 조선산업은 경기에 많이 연동된다. 다음은 조선업 매출에 영향을 주는 주요 3 가지 영향을 살펴보도록 하겠다. 첫 번째 요인은 **세계 경기와 관련**이 있다. 세계경기가 호전된다면, 교역량이 증가하여 물동량이 증가하게 된다. 여기에 상선에 강점을 보이고 있는 우리나라에 대한 선박수요가 증가하게 되는 것이다. 결국 신조선³ 발주가 증가하게 되고 수요 공급 법칙에 따라서 선가도 올라가게 된다.

두 번째 매출 요인은 **노후 선박증가**이다. 일반적인 배의 수명은 15~25 년이다. 이러한 수명에 따라서 대체 수요가 발생하게 되는 것이다. 이런 배의 수명 외에도 선박에 대한 법적 규제가 대체 수요가 불러 오기도 한다. 해양 기름 유출 때문에 생긴 이중선체에 관한 법률은 많은 유조선 대체 수요를 불러왔고, 이는 우리나라가 조선업 세계 1 위에 등극할 수 있도록 만든 계기가 되었다.

마지막 매출 요인은 **석유에 대한 수요**이다. 석유에 대한 수요가 늘어날수록 유조선 발주량이 확대된다. 특히 최근의 석유 부족 사태는 석유 시추에 대한 수요도 불러 일으켜, 석유 시추선과 해양 플랜트 수요도 부르고 있다.



² 후방산업 : 철강업, 비철금속, 기계공업, 전기전자, 화학, 건설자재

³ 새로 만드는 배, 수리 및 개조와 구분하기 위해 지칭.



<국내 조선산업 증강률, 한국조선공업협회/메리츠 증권>

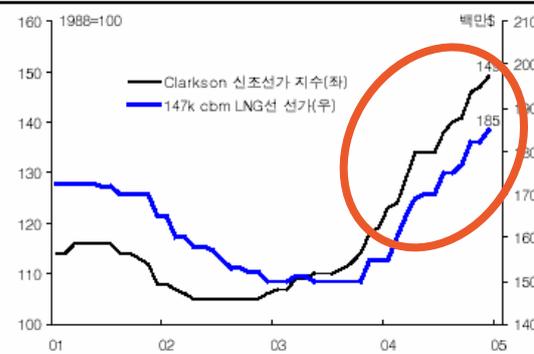
이상을 종합해보면, 조선업은 경기에 따라 변동하는 경기변동형 산업이라 할 수 있다. 위 그래프는 조선업이 과거 경기에 따라 어떻게 변동하고 성장했는지 보여준다. 경기변동형 산업이니만큼 유가 및 환율 등 경기에 따른 사이클에 대한 이해가 선행되어야 할 것이고, 회사가 적자를 보여 아무도 관심을 갖지 않을 때 매수하였다가 흑자로 전환할 때 보유비중을 줄이는 것이 좋을 것이다.

3) 수익 요인

조선업의 수익에 미치는 영향에 대해서 알아보자. 이는 원자재를 조달하여 생산하고 판매하는 과정을 생각해보면 쉽게 생각할 수 있다. 우선 후판⁴, 도료, 기자재 등과 같은 원자재가격이 매출원가를 변동 요인에 속한다. 이어 이러한 원자재를 구입하고, 생산 후 만들어진 배를 인도할 때 연관되는 환율도 큰 수익성에 큰 영향을 미친다. 자세히 살펴보면, 후판은 일본에 대한 수입비중이 높기 때문에 엔화에 많이 연관되며, 배를 팔 때에는 수주경쟁력에 있어서는 엔화, 수익성은 환율 상승과 하락분에 따라 달러화에 영향을 받는다. 이에 따라 각 기업은 환율에 대한 리스크를 최소화시키기 위해서 환헤지를 한다.

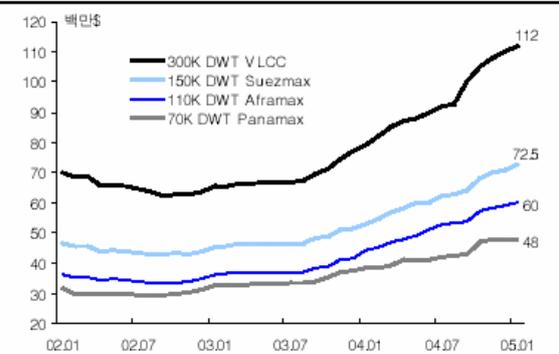
마지막으로 배를 팔 때, 신규수주 조선가격이 상승할 경우에는 채산성이 확대되게 된다.

Clarkson 선가지수 추이 및 LNG선 선가



자료 : Clarkson

탱커선 선가 추이



자료 : Clarkson

Clarkson 선가지수 및 LNG선 / 탱커선 선가

구분	Clarkson 선가지수 (1988 = 100)	147K CBM LNG	탱커선 신조선가 (백만 \$)			
			300K DWT VLCC	150K DWT Suezmax	110K DWT Aframax	70K DWT Panamax
2004-10	146.0	182.0	105.0	68.0	57.5	47.0
2004-11	147.0	182.0	108.0	70.0	58.5	48.0
2004-12	149.0	185.0	110.0	71.0	59.0	48.0
2005-01(P)	-	-	112.0	72.5	60.0	48.0

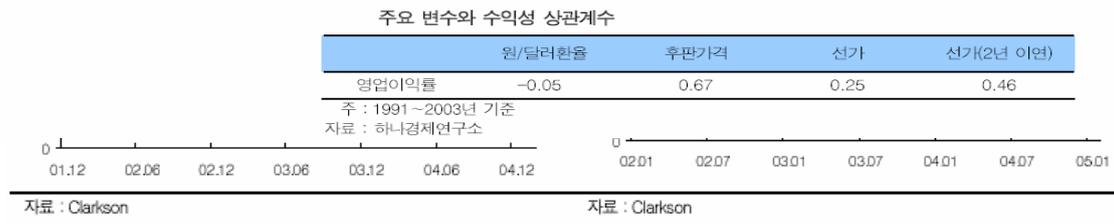
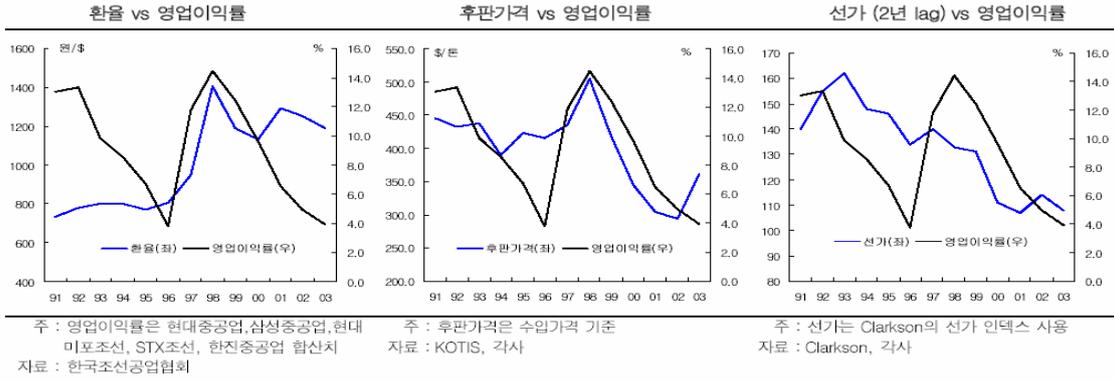
주 : 2005년 1월 수치는 잠정치
자료 : Clarkson

⁴ 배를 만드는 재료는 강판(철에 탄소를 첨가한 강을 판으로 만든 것)이며, 이를 두께에 따라 박판, 중판, 후판으로 나뉜다.



선가에 대한 최근 상황을 살펴보면, 각 선가가 많이 상승한 상태임을 알 수 있다. 따라서 조선업의 수익성이 좋아질 것을 알 수 있다. 특히 LNG 선의 증가가 두드러짐을 알 수 있다. 하지만 이러한 선가 상승은 한계에 다다른 것으로 판단된다. 최근의 선가 추세는 다시 하락하고 있으며, 이에 따라 수익성 악화가 염려된다.

앞에서 언급한 세 가지 요인(원자재가, 환율, 선가)중 어떠한 것이 산업의 수익성에 많은 영향을 끼치는 지 살펴보자.



위의 그래프를 살펴보면, 환율, 후판 가격, 선가 중에서 국내 조선사의 영업이익이 가장 큰 영향을 미치는 것은 후판 가격임을 알 수 있다. 엄밀히 말하면, 후판 가격이 상승할 경우에는 영업이익률이 나빠지고, 하락할 경우에는 영업이익률이 좋아져야 한다. 하지만 후판 가격과 영업이익률이 위의 그래프처럼 연동되는 이유는 후판 가격이 엔화와 연동되기 때문이다. 엔화 상승이 후판 가격의 상승을 가져옴과 동시의 일본 조선사의 경쟁력 악화로 이어져 국내 조선사가 수혜를 입게 된 것이다. 여전히 일본이 우리나라의 최대 경쟁국임을 감안해 볼 때, 엔화와 그에 연동되는 후판 가격은 국내 조선소 수익률에 다른 요소보다 큰 영향을 끼칠 것으로 생각된다.

4) 조선업 매출인식

조선업의 매출인식은 다른 산업과 차별된다. 경제계에서 조선업이 호황이라 하지만, 국내 조선사의 대부분이 여전히 적자라는 것이 이를 대변한다. 이렇게 목소리와 실적이 차이나는 이유는 조선업의 건조기간이 2년 정도 소요되고, 공사 진행기준으로 매출을 인식하기 때문에 발생한다.



일반적으로 조선업에서는 계약, 착공, 용골, 진수, 인도시 등 5 단계로 대금 결제를 한다. 자세히 살펴보면, 계약시 대금 많이 받는 TOP HEAVY 방식, 인도시 많이 받는 HEAVY TAIL 방식이 있으며, 최근에는 균등하게 대금을 인도받는 STANDARD 방식 위주로 계약 이루어지고 있다.

구분	계약	착공	용골	진수	인도
STANDARD	20%	20%	20%	20%	20%
TOP HEAVY	60%	10%	10%	10%	10%
HEAVY TAIL	10%	10%	10%	10%	60%

5) 화물선 종류

우리나라가 주력으로 건조하는 배는 화물선을 비롯한 상선이다. 상선에는 곡물, 석탄, 광물등과 같이 고체를 포장하지 않고 운송하는 벌커, 유류 등의 액체를 수송하는 탱커, 컨테이너를 수송하는 컨테이너 선이 있다. 또한 특수선으로 LNG 를 액체로 저장하여 수송하는 LNG 선 등이 있다.

화물선 종류		적재톤수(DWT)
탱커선	VLCC	20만톤
	SUEZMAX	12-20만톤
	AFRAMAX	8-12만톤
	PANAMAX	6-8만톤
	HANDY	6만톤 이하
벌커선	CAPE SIZE	
	PANAMAX	
	HANDYMAX	
	HANDY SIZE	
LNG선		
컨테이너선		

5

⁵ VLCC : 초대형 유조선(베리 라지 크루드 오일 커리어)

DWT : 선박이 적재할 수 있는 화물 중량

TEU : 20피트 컨테이너 1단위 예) 40피트 컨테이너 = 2TEU

2. 산업 현황

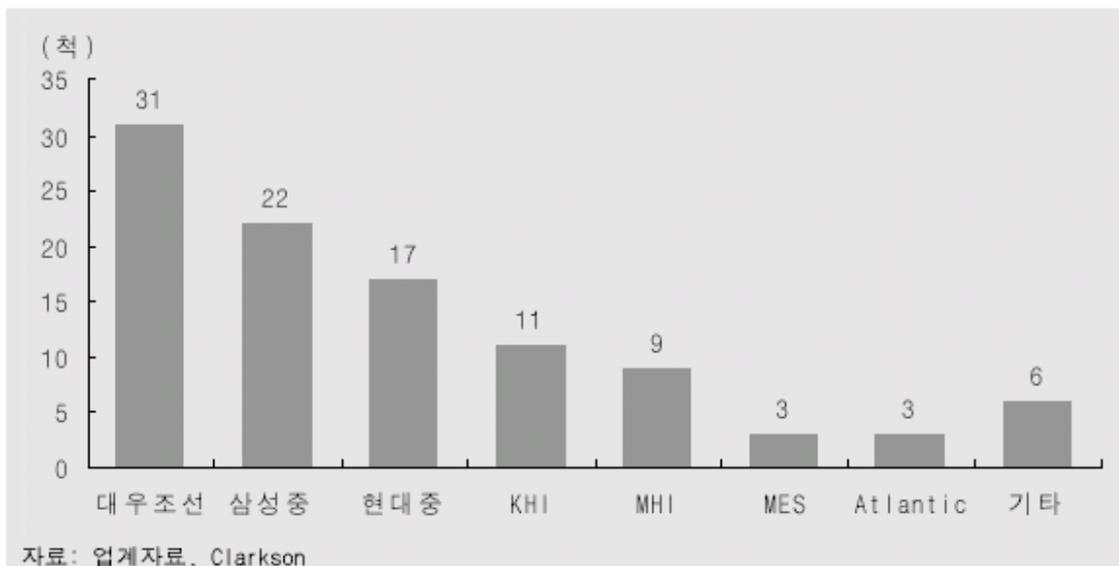
1) 세계 조선업 현황

세계 조선 시장은 대호황이다. 수주량만 따져 본다면 그렇다. 세계 신조선 수주량은 2003년에 70년대 오일쇼크 이후 최대 발주량 기록했고, 2005년에도 이전 평균 수준인 3300만 GT 초과한 4000만 GT 예상되고 있다. 또한 신조선 수주량은 LNG선 신규발주 수요의 증가로 급격한 발주량 감소는 없을 듯 하다. 이러한 호황의 최대 수혜자는 당연히 한국이다. 한국은 일본과 함께 수주잔량을 2007년까지 채워놓고 있으며 고부가가치 선박을 위주로 수주하고 있다. 한편 중국은 공격적 시장에 진출하고 있고, 2015년까지 한국, 일본 제치고 세계 1위를 하겠다는 목표를 세워 놓았으나, 현재로써는 그다지 위협적이지 않다. 유럽의 조선사는 고부가가치 여객선 위주로 조선하고 있어, 한국의 조선사들과 스펙트럼이 다르다.

2) 한국 조선업 현황

한국은 조선업 세계시장에서 수주점유율 38.7%로 세계 1위의 자리를 지키고 있으며, 최근 몇 년간의 호황에 맞물려 3년 정도의 수주잔량 이미 확보해 놓은 상태다. 3년 정도의 수주잔량을 이미 확보해 놓았다는 것은 3년 동안의 매출은 기본적으로 보장되어 있다는 말이 된다. 또한 LNG선 및 초대형 컨테이너선 등의 고부가선 위주로 수주하는 전략을 쓰고 있는데, 특히 2004년 LNG선 발주량의 76%를 국내업체가 독식했다.

세계 조선사별 LNG선 수주잔량





현재 LNG 선은 선가가 2 억불까지 상승했고 작년과 같은 폭발적인 수주가 없다 하더라도 계속적으로 꾸준한 수요가 발생하고 있고 앞으로도 꾸준한 수요가 발생할 수 밖에 없어, 이 부분에 강점을 갖고 있는 대우조선해양 매출액 증가와 함께 채산성이 계속적으로 좋아지리라 예상된다.

3) 한중일 기술격차 및 전망

한중일 3국은 유럽 조선사들처럼 초부가가치의 여객선을 조선하는 것이 아니라 상선 등을 위주로 조선하고 있어, 현재 기술격차가 있어 스펙트럼이 약간 다르다 하더라도 겹치는 부분이 있는 것은 당연한 것이다. 따라서 3국의 기술격차를 통해 조선산업의 유망성을 확인할 수 있다.

<對 중-일 기술경쟁력 현황 및 전망: 2004 >

	현황						전망	
	설계 기술	기술/ 제품 개발력	생산 기술	품질 수준	종합	기술 격차 (년)	2007	2010
對 중국	71.6	69.0	65.9	73.0	69.9	△7.0	86.1	94.4
對 일본	107.3	108.0	108.8	101.7	106.4	0.6	104.6	102.6

출처 : 산업은행 실태조사

(지수 : 한국 = 100 기준)

한국의 조선산업 기술경쟁력은 중국에 비해 약 7.0 년 정도 앞선 반면 일본에 비해 근소한 차이(0.6 년)로 뒤지고 있어 거의 차이가 없다. 중국은 현재 저임금을 이용한 저부가가치 선박 위주로 수주하며, 앞으로 한국과 일본을 따라잡으려고 하나, 현재로서는 그다지 위협적이지 않다.

<對 일본 기술경쟁력 현황 및 전망: 2004 >

제품/기술	현황						전망	
	설계 기술	기술/ 제품 개발력	생산 기술	품질 수준	종합	기술 격차 (년)	2007	2010
화학제품운반선	105.0	101.7	106.7	100.0	103.3	0.4	101.9	100.9
벌크선	105.0	101.1	110.0	103.0	104.8	0.5	102.7	101.2
탱커	102.0	101.1	105.5	101.3	102.5	0.2	101.2	100.5
컨테이너선	101.4	102.5	107.8	103.4	103.8	0.4	102.5	101.6



LNG/LPG 운반선	115.2	120.7	110.0	102.5	112.1	0.7	109.7	105.6
FPSO/특수선	115.2	120.7	112.6	100.0	112.1	1.1	109.7	105.6
전체평균	107.3	108.0	108.8	101.7	106.4	0.6	104.6	102.6

출처 : 산업은행 실태조사

(지수 : 한국 = 100 기준)

일본 조선산업의 기술경쟁력은 기초원천기술이 중요한 LNG/LPG 운반선 및 FPSO/특수선에서 우리나라에 비해 기술경쟁 우위상태이나, 일반 범용선에서는 근소한 차이로 우리나라를 앞서고 있는 상태이다. 우리나라와 비교시 일본 조선산업은 고부가가치선인 FPSO/특수선에서 1.1 년 정도로 가장 많이 앞서 있고 탱커에서 0.2 년정도 앞서 있어 기술격차가 비교적 작은 것으로 나타난다.

그러나 일본 조선산업은 그 경쟁력을 점차 잃어 가고 있는 반면 우리나라의 기술경쟁력은 꾸준히 발전하여, 2010 년 일본 조선산업은 우리나라와 비교시 모든 선종에서 기술경쟁대등 내지 근소한 차이의 기술경쟁우위 상태에 있을 것으로 전망된다.

<對 중국 기술경쟁력 현황 및 전망: 2004 >

제품/기술	현황						전망	
	설계 기술	기술/제품 개발력	생산 기술	품질 수준	종합	기술 격차 (년)	2007	2010
화학제품운반선	75.0	75.0	72.0	86.7	77.2	△5.2	89.0	101.2
벌크선	86.0	84.0	70.0	87.0	81.8	△4.0	99.3	109.8
탱커	68.0	65.2	66.3	70.0	67.4	△5.3	90.0	97.5
컨테이너선	70.0	68.3	73.3	72.5	71.0	△6.4	90.8	95.8
LNG/LPG 운반선	68.3	63.3	58.3	61.7	62.9	△10.0	76.7	83.3
FPSO/특수선	62.3	58.0	55.3	60.0	58.9	△11.0	70.7	78.7
전체평균	71.6	69.0	65.9	73.0	69.9	△7.0	86.1	94.4

출처 : 산업은행 실태조사

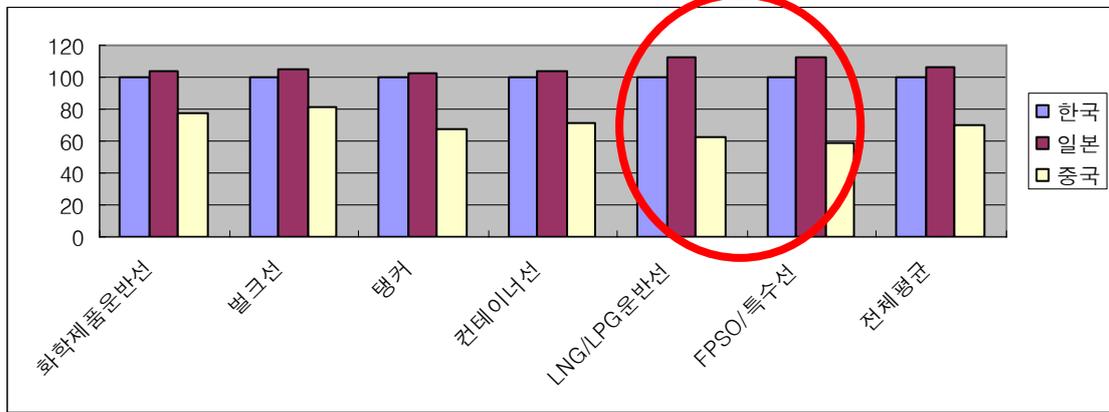
(지수 : 한국 = 100 기준)

중국의 기술경쟁력은 범용선인 벌크선에서 우리나라의 81.8%로 가장 근접해 있으며, 고부가가치선종인 FPSO/특수선에서 58.9%로 가장 큰 차이를 보인다.

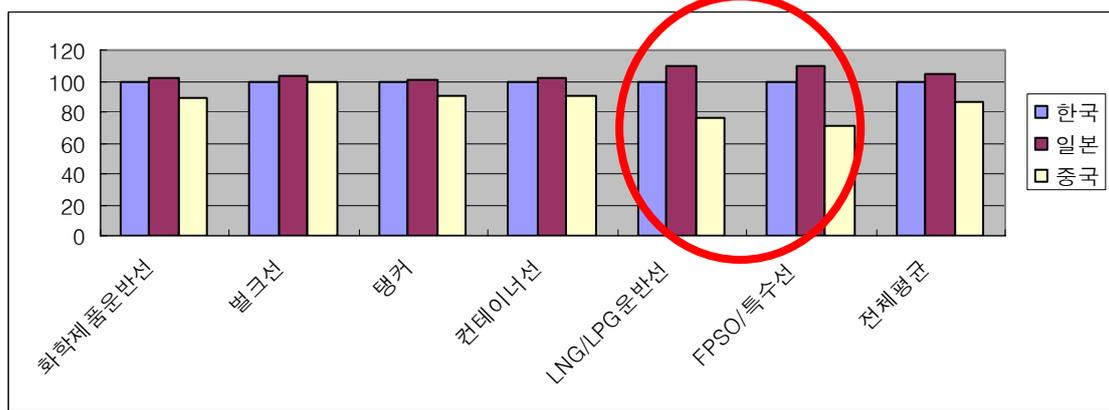
다른 선종의 기술경쟁력은 평균적으로 우리나라의 70% 수준을 보이고 있다. 우리나라와 비교시 중국 조선산업은 벌크선에서 4.0 년으로 가장 적은 기술격차를 보인 반면, LNG/LPG 운반선과 FPSO/특수선은 각각 10.0 년과 11.0 년으로 상당한 기술격차를 보이고 있는 것으로 조사되었다. 벌크선은 큰 기술경쟁력이 필요가 없다는 것을 감안할 때 앞으로 저부가가치 선박은 중국이 주로 수주하며, 고부가가치 선박은 한국과 일본이 나눠 먹은

형국이 될 가능성이 크다. 물론 중국의 조산산업은 가격경쟁력과 정부의 정책적인 지원 하에 꾸준히 발전할 것으로 예상되는 저부가가치 선박을 떨어내려는 한국 입장에서는 현재로서는 전혀 위협적이지 않다.

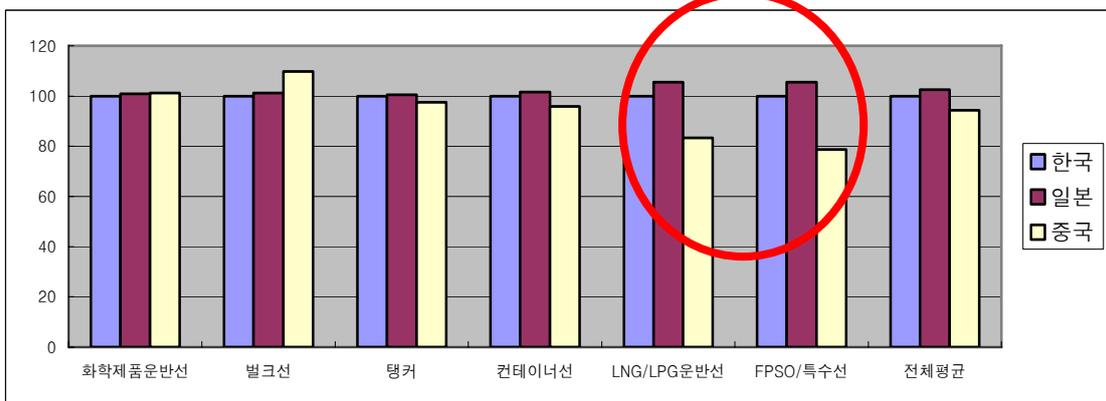
<현재 한,일,중 기술경쟁력>



<2007년 기술경쟁력>



<2010년 기술경쟁력>



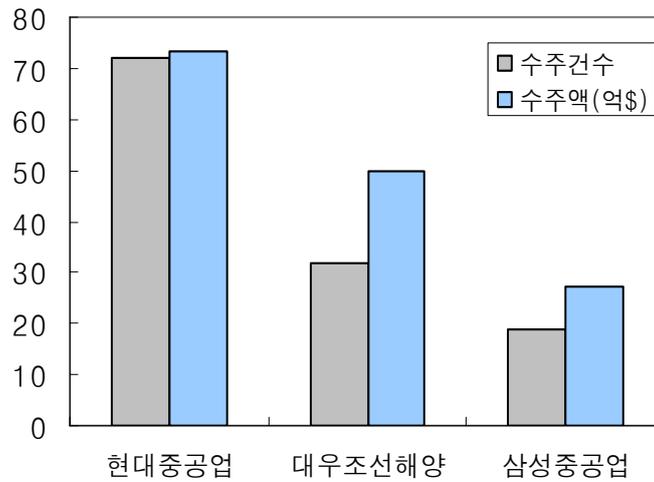
→ 한국과 일본의 기술경쟁력은 점차 그 격차가 줄어들어, 거의 비슷해진다. 그리고, 중국 역시 2010년에 이르면 그 기술력 수준이 한국과 일본과 비슷해진다. 하지만, 원천기술 및 고급 기술이 필요한 LNG선 및 FPSO선은 그 기술력 격차가 여전히 존재하게 될 것이다.

3. 기업 분석

1) 선박분야

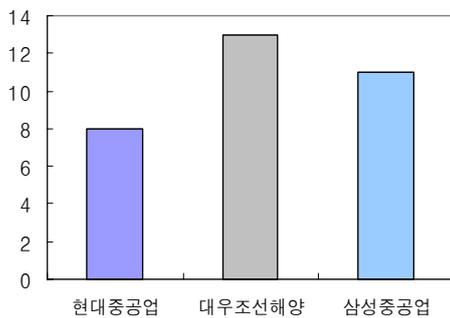
가. 수주실적

현대는 규모면에서 대우와 삼성을 앞지른다. 따라서 수주실적도 현대가 단연 앞서고 있다. 올해 수주실적은 현대, 대우, 삼성 순이며, LNG 선에서는 대우조선해양이 뛰어난 실적을 올리고 있다.

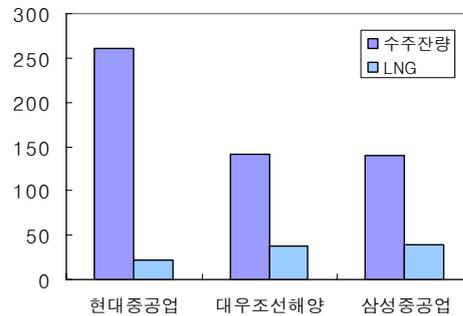


<올해 수주액과 수주건수>

2005년 7월 말까지의 현대, 대우, 삼성의 수주액과 수주건수를 나타낸 것을 보면 특이점 하나를 발견할 수 있다. 대우조선해양이 수주건수에 비해서 수주액이 많다는 것이데 이것은 대우조선해양이 고부가가치선박인 LNG선박을 많이 수주했기 때문이라고 풀이할 수 있다.



<올해 LNG 선박 수주건수>



<전체수주잔량과 LNG선박수주 잔량>

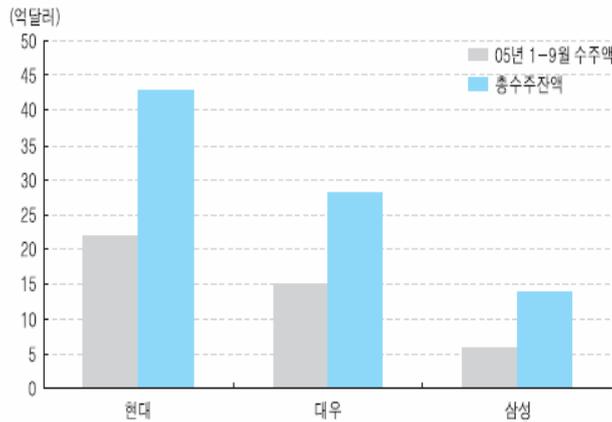
2005년 11월12일까지의 LNG선박의 수주건수를 나타낸 것이다. 이것은 2005년 11월 12월까지의 집계이다. 대우조선해양은 고부가가치인 LNG선의 매출비중이 높으며, 현재의



수주잔량은 향후 3년간의 건조량이 될 정도의 물량이다. 대우조선해양과 삼성 중공업의 LNG 선박 수주량 9월까지의 삼성이 앞섰으나, 10월 말에 대우조선해양이 2척의 선박을 더 수주했다. 현재 LNG 선박 수주잔량은 삼성중공업이 39척, 대우조선해양이 38척이다. 하지만 삼성중공업은 LNG선박의 수주를 꾸준히 하여 지금의 수주잔량을 만들어 놓은 것이 아니고, 작년에 중동에서 대규모 발주가 있었을 때 일시적으로 많은 수주를 받아 놓았던 것이다. 따라서 곧 대우조선해양이 LNG선박 수주잔량 1위를 회복할 것이다.

LNG 운반선 시장의 전망은 매우 좋다. 삼성경제연구원에서는 앞으로 4년 동안 연간 40~50척의 LNG 운반선 발주가 이어질 것으로 전망하고 있다. 대우조선해양은 이미 3년치 이상의 물량을 확보하고 있는데다가 기술 경쟁력을 바탕으로 컨테이너선 수주 감소의 공백을 LNG 운반선 수주로 메우고도 남는다.

나. 유가 상승의 영향 (LNG선박 업 & 해양플랜트 업!)



<해양플랜트>

상위 3사의 해양플랜트 수주액 및 잔량의 2005년 9월까지의 집계를 나타낸 그래프인데, 현대, 대우, 삼성의 조선업 상위 3사는 고부가가치 영역으로 기존의 LNG 선박과 함께 해양플랜트에 주목하고 있다. LNG선박은 대당 2억달러까지의 가격 상승이 있었지만 해양플랜트는 가격이 LNG 선박을 상회하여 FPSO의 경우 하나당 5억달러를 상회하기도 한다.

국제유가가 크게 오르면 국제적으로 해양 유전 시추설비 사업 활성화 될 수 밖에 없다. 이것은 국내 조선업에 momentum이 될 것이다. 부가가치가 큰 해양 유전 시추설비 사업과 액화천연가스(LNG) 운반선 수주를 바탕으로 장기적인 상승세를 탈 가능성이 크기 때문이다.

현재 바다 밑에서 원유를 뽑아내는 기존의 해양 유전 시추설비가 낡았다. 가동 중인 해양 유전 시추설비 대부분이 20~25년 전에 설치됐기 때문에 엄청난 대체 수요가 예상되며, 해양 플랜트의 가격이 크게 올라 대우조선의 수익성도 좋아질 것이다.

전 세계에서 사용 가능한 해양 유전 시추설비의 94.7%가 이미 현장에서 쓰이고 있어 해양플랜트의 발주 확대가 당연시 되고 있다.

다. 해양분야

그림 9. 대표적인 리그 3: Jack-Up



자료: Rgwoker

그림 10. 대표적인 리그 4: Platform



그림 11. 대표적인 부유식 생산설비 1: FPSO



자료: 현대중공업

그림 12. 대표적인 부유식 생산설비 2: TLP



자료: 현대중공업

대우조선해양은 올해 해양분야에서 30억 달러를 수주했다. 구체적으로 살펴보면, FPSO선 1척=10억 달러, 반잠수식 시추설비 3척=10억 달러 (5억 달러 1척 + 2.5억 달러 2척), 반잠수식 시추설비(옵션) 2척=10억 달러이다. 이것은 2004년은 해양부문 수주량이 0.6억 달러임을 고려했을 때, 대단한 실적이라고 말할 수 있다. 여기서, FPSO 선이란 무엇인지를 살펴보자. FPSO란, Floating Production, Storage and Off-loading vessel, 즉, 부유식 원유 생산 저장 시스템이다. 이것은 이름 그대로, 떠다니면서 원유를 생산하고 저장하는 특수선으로, 심해 유전이나 유전의 조기개발, 또는 중소규모 유전의 개발에 이용되고 있는 고가의 해양설비이다. 그러므로 만약, FPSO선에 문제가 생긴다면, 유전개발 프로젝트에 큰 차질을 빚게 되므로, 그 기술력이 수주의 관건이라고 할 수 있다.

2) 자회사 현황

가. DSEC

매출액: 1000억

이익: 적자

선박 생산 설계

중소 조선소 지원

종합 기술 검사

디섹은 모기업인 대우조선해양에서 건조하는 각종 선박과 해양플랜트 등의 설계를 맡고 있는 종합엔지니어링 전문회사로 국내에서의 조선해양 설계 역량을 바탕으로 조선은 물론 대규모 해양플랜트의 개념설계와 기본설계까지 담당하고 있으며 주로 엔지니어링과 자재를 해외 조선소에 공급하며, 해외 사업장의 운영과 지원을 위한 핵심 전초기지로 활용된다.

한국의 본사와 해외 사업장 그리고 이를 연결시켜주기 위한 종합 엔지니어링 회사인 디섹의 유기적인 협력을 통해 시너지 효과를 창출할 수 있다.

나. 웰리브

2005년 신설

서비스 사업

급식, 호텔, 경비, 레저

향후 프랜차이즈

웰리브는 모기업인 대우조선해양의 비조선분야 단체급식, 호텔 및 레저사업, 연수사업, 유통사업, 주택사업, 시설물유지관리업, 경비(시설,기계)업, 조경업, 방역업 등을 맡고 있는 종합 서비스 전문관리 회사이다.

다. 루마니아 현지 법인인 대우망갈리아조선소(Daewoo Mangalia Heavy Industries S.A.)

유럽 공략 기지

매출액: 1500억

영업이익: 23억

향후, 국내 수주 대부분 선박 건조 예정

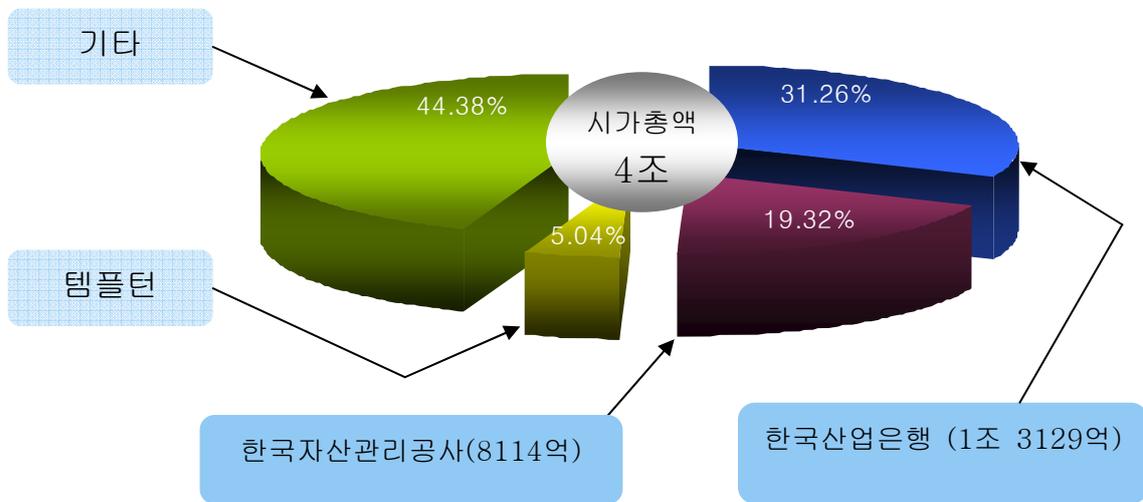
대우조선해양이 지난 97년 루마니아 정부와 합작하여 설립한 대우-망갈리아 조선소(DMHI)는 수리전문 조선소였던 DMHI의 경영을 맡은 대우조선해양은 설비와 인력, 생산공법 등 전면적인 혁신에 나서 인수 4년만인 2000년 흑자로 전환시켰으며, 2001년 말

3년 연속 흑자행진을 하고 있는 DMHI는 루마니아 10대 기업으로 선정 되는 등 루마니아에서 가장 성공적인 외국인투자기업으로 인정받고 있다. 2004년 현재 12만 톤급 신조선까지 건조할 수 있을 정도로 급성장해 있으며 향후 유럽 수주의 대부분을 여기서 해결하려고 하고 있다.

루마니아는 대규모 해양 석유 개발의 잠재력이 있는 흑해와 카스피해 지역의 입지를 활용할 수 있어 발전가능성이 크다.

3) M&A Issue

<대우조선해양의 지분 구조>



현재 대우조선해양의 시가총액은 약 4조 2000억원으로 한국산업은행이 지분의 약 31.26%(1조 3129억)을 보유하고 있다. 하지만 산업은행 2005년 10월 재경위 업무보고에서 대우조선해양 매각에 대하여 “내년 이후 수익성이 크게 호전될 것으로 전망되는 만큼 매각을 서두르지 않을 계획”이라고 밝힌바 있다. 이에 반하여 약 19.32%(8114억)을 보유하고 있는 한국자산관리공사는 2007년까지 공적자금을 회수하여야 해서 매각을 서둘러야 한다.

2007년 이전 매각 입찰에 대한 시나리오는 크게 3가지로 생각해 볼 수 있다.

현재 싱가포르의 국영 투자회사인 테마섹홀딩스가 인수에 참여할 의사를 밝혔는데 이처럼 PEF(사무펀드)가 대우조선해양을 인수하는 시나리오를 생각해볼 수 있다. 기업 규모가 큰 만큼 수익을 추구하는 대규모 PEF에게 매각될 가능성이 높는데 외국계 PEF가 외국 기업에 매각할 Risk가 있고 임직원의 사기 저하 Risk가 있다.

두 번째 시나리오는 우리사주조합의 지분 인수인데 자산관리공사 입장에서 부정적이고 외국의 ESOP 실패 사례가 많아서 실현 가능성이 낮다.

세 번째 시나리오는 국내 대기업의 단독 인수 혹은 컨소시엄 구성 후 인수를 생각해 볼 수 있다. 간접적인 인수 의사를 밝힌 두산이 인수할 가능성이 있으며 경영권을 행사하기



위해서는 약 2조원 가량의 지분을 인수할 필요가 있기 때문에 단독 인수보다는 컨소시엄 구성 쪽이 현실성이 높다. 타 경쟁업체는 조선소 규모를 늘리는 것이 중국 때문에 불리하므로 가능성이 낮다.

4) 통화선도계약에 의한 RISK 관리

대우조선해양은 수출선박은 선가가 달러로 확정된 상태에서 수주된다. 따라서 환율의 변화에 따라 수익성의 차이가 커진다. 즉, 환율이 오르면 수익성이 좋아지는 것이다.

예) ₩1,050/\$ → ₩1,200/\$: 외화환산 차익이 생긴다.

반대로 환율이 내리면 수익성이 악화되어 헷징이 필요하게 된다.

특히나 원달러 환율과 엔달러 환율의 차이에 따라서 영향을 많이 받는데, 일본으로부터 후판등의 원자재 수입과 일본과의 가격경쟁력에 큰 영향을 미치기 때문이다. 즉, 환율이 내리면 수주가 더 잘된다.

예) ₩1,050/\$ → ₩800/\$: 가격경쟁력에서 일본에 앞선다, 후판 등의 원자재 수입비용이 감소한다.

대우조선해양에서는 이렇게, 장래 선박대금의 입금시 예상되는 환율변동 위험 등을 회피할 목적으로 한국산업은행 등과 통화선도 매도계약을 체결하고 있다.

당분기 및 전기의 평가내역과 거래손익은 다음과 같다.

(단위:천USD, 천EUR, 천NOK, 천JPY, 백만원)								
거래목적	파생상품 종류	계약잔액	매 출	영업외손익	자본조정	통화선도↓ (자산)	통화선도↓ (부채)	선수금
현금흐름 위험회피	통화선도거래	USD 4,283,859	167,577	(-)73	29,222			
매매목적	통화선도거래	USD 993,141 EUR 17,379 NOK 307,641 JPY 3,704,500	-	31,283	-	230,999	86,759	16,958
합 계		USD 5,277,000 EUR 17,379 NOK 307,641 JPY 3,704,500	167,577	31,210	29,221			

대우조선해양의 경우 철저한 통화선도거래로, 환율에 의한 리스크를 최소화하고 있는 것이다.

선박의 수주를 받게 되면, 앞으로 발생하게 될 외화의 현금 유입 시기에 맞게 달러의 매도계약을 체결하게 된다. 이것은 통화선도계정의 자산항목에 계상된다.

반대로 선박을 만드는 데 필요한 원자재의 수입대금 지불에 맞춰서 달러의 매수 계약을 체결한다. 이것은 통화선도계정의 부채항목에 계상된다.

체결된 통화선도계약의 만기일이 도래하게 되면, 그 때의 환율에 따라서 평가이익 또는 평가손실이 발생하게 된다. 평가손실은 당기에 영업외 손익으로 인식되고, 평가이익은 실제로 돈을 받기 전까지는 자본조정 항목으로 계상된다. 그 후 실제로 대금을 받게되면, 그 대금의 성격에 따라서, 선수금 또는 영업외이익으로 계상된다.

5) 재무분석

가. 조선업 전반의 재무상황

- 선수금과 차입구조의 적정성

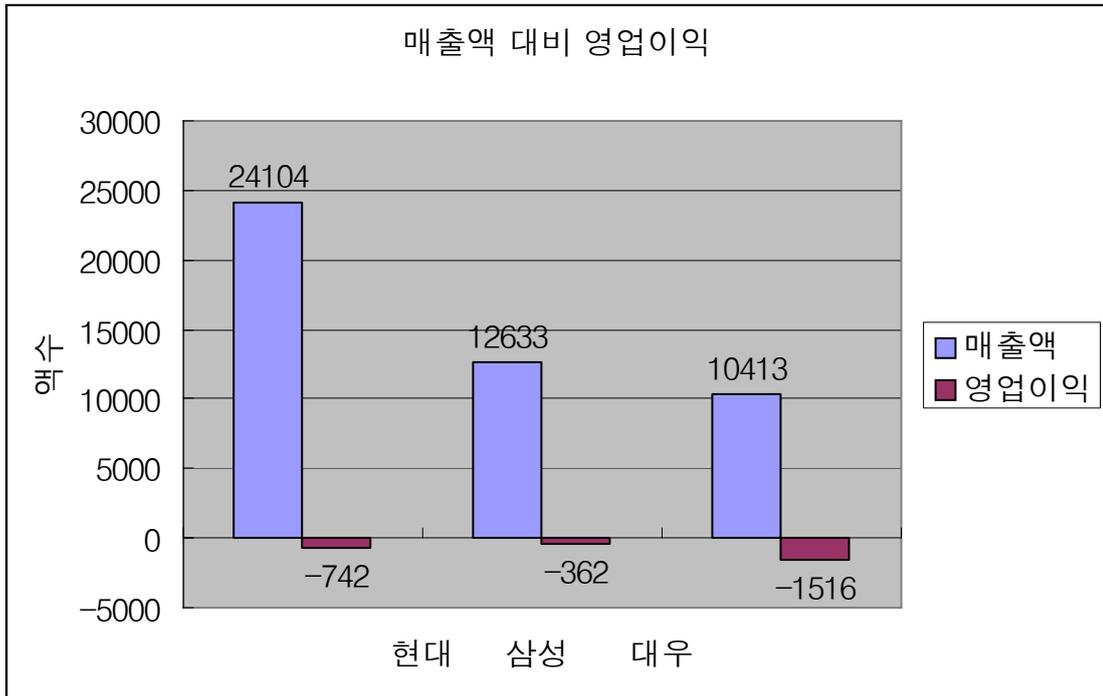
선주사는 국제 자금시장 동향, 조선회사의 신뢰도 및 선가 할인폭을 감안하여 계약단계에서 선급율을 조정하며, 반대로 조선회사는 금융시장 동향, 회사별 자금상황에 따라 선수율을 조절하고자 한다. 선수율의 확대는 단기적으로 재무탄력성을 증대시키지만 장기적인 운전자금 부담을 내재하고 있으므로 선수금과 차입금과의 구축(trade-off)현상에 대한 균형있는 해석이 필요하다. 따라서 조선회사는 일반적으로 타 제조업 대비 높은 차입의존도를 보이거나 수주 증가에 따른 선수금의 유입으로 일시적이거나 차입의존도를 급격히 낮출 수 있는 역량을 보유하고 있다. 또 제작금융, 무역금융 등 정책자금 이용 비중이 높아 차입금의 절대규모 보다는 그 구성과 여타 재원의 활용을 잘 살펴야 한다.

- 재무 현황

국내 조선소는 안정된 수주잔고를 바탕으로 양호한 영업실적을 시현하고 있다. 매출액영업이익률은 2002년 저가 수주물량의 매출인식과 환율하락 등으로 다소 하락하고 있으나, 전체적으로 6% 수준의 비교적 양호한 수익성을 유지하고 있으며, 활발한 건조활동으로 영업현금흐름 창출이 원활하고 설비투자가 제한적으로 전체적인 잉여현금흐름도 양호한 모습을 보이고 있다. 특히 2003년 들어서는 3년치 조업량을 수주하며 선수금이 유입되며 순차입금이 (-) 상태로 전환하였고, 잉여현금흐름으로 차입금을 일부 감축하여 부채비율도 200% 내외로 양호한 모습을 보이고 있다.

- 타사 재무 현황

그러나 절대적인 수주량의 증가세에도 불구하고 2005년 반기 보고서의 모습은 수익성 악화의 최대난국을 맞고 있는 실정이다. 문제는 다수 수주량 확보가 미래에(1~2년) 얼마나 수익을 창출할 수 있는가가 주가를 판가름 할 것으로 보인다.



(단위 : 억원)

나. 대우조선해양의 재무분석

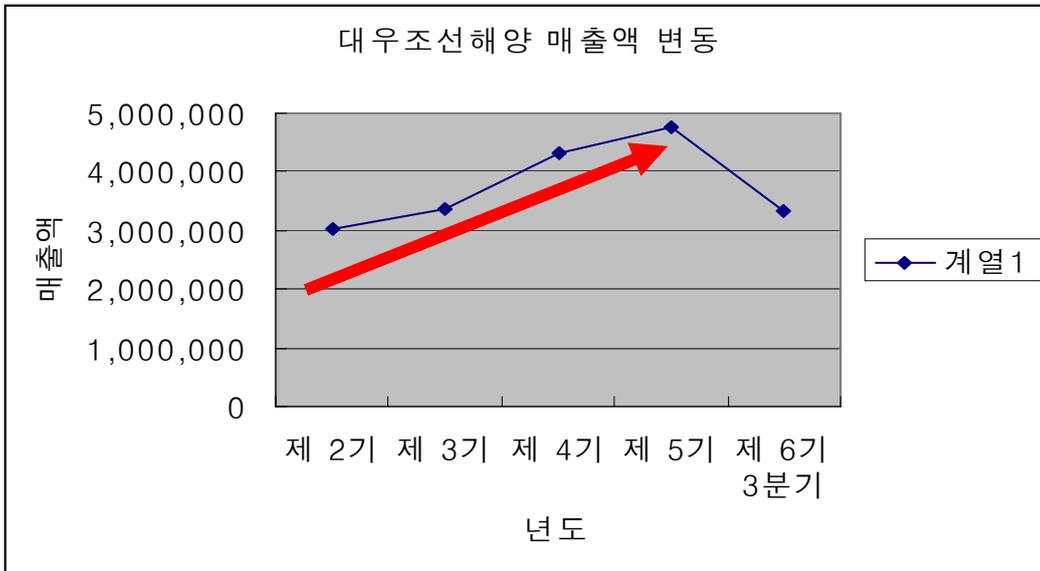
- 수주량과 전업도



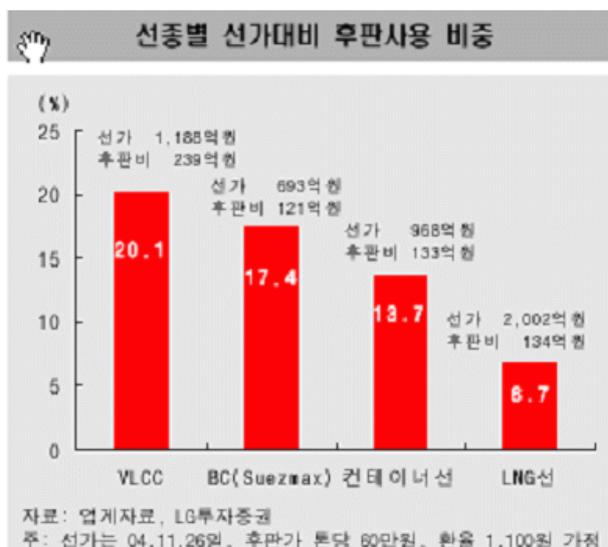
최근(2004년) 수주량의 급격한 증가로 대우의 경우 전업도가 70%를 상회하고 있으며



수주량의 절대적인 수치도 빅3의 위치를 고수하고 있다. 전업도가 높다는 것은 기업의 cash-cow를 확고히 할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있는 부분이다. 또한 산업의 특성상 수주량의 증가는 중장기적 관점에서(2~3년) 안정적인 수익 창출이 이루어질 것이라는 것을 예상할 수 있다.

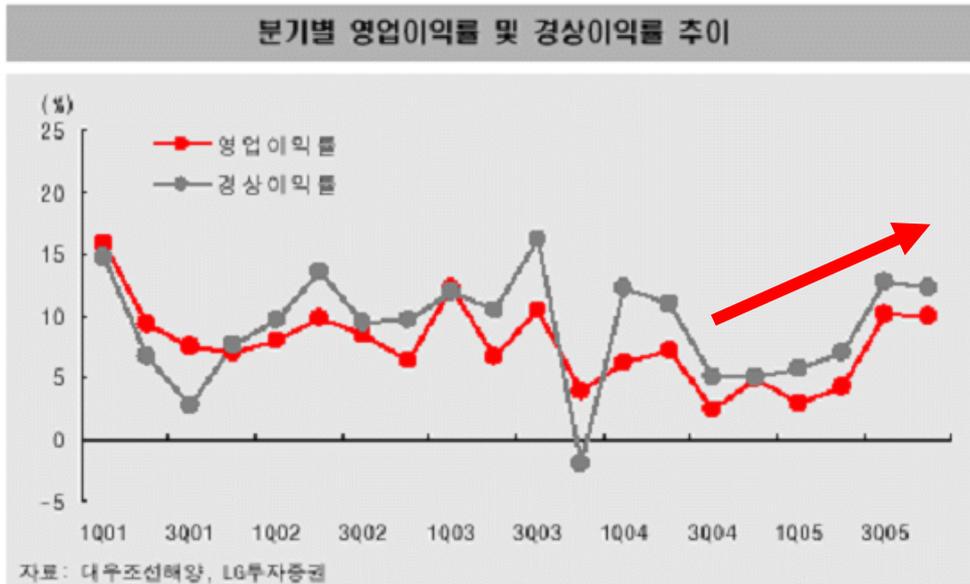


대우조선해양의 선박 수주잔량은 총 132척, 131.5억불에 이르며, 해양플랜트 8기, 22.8억불, 특수선 3척, 1.8억불 등을 보유하고 있다. 척당 단가는 9,962만불, 톤(GT)당 단가는 1,174불로 호조세가 시현되고 있으며 2005년 7월말 기준 LNG선 수주잔량은 31척이며, 가장 채산성이 높은 선박이어서 향후 수익성은 개선될 전망이다. 특히 LNG선은 선박 건조 매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 후판비의 비중이 작은 것이 특징인데 올해 하반기 후판비 하락 반전으로 인해 매출원가의 감소도 예상할 수 있는 상황이다.



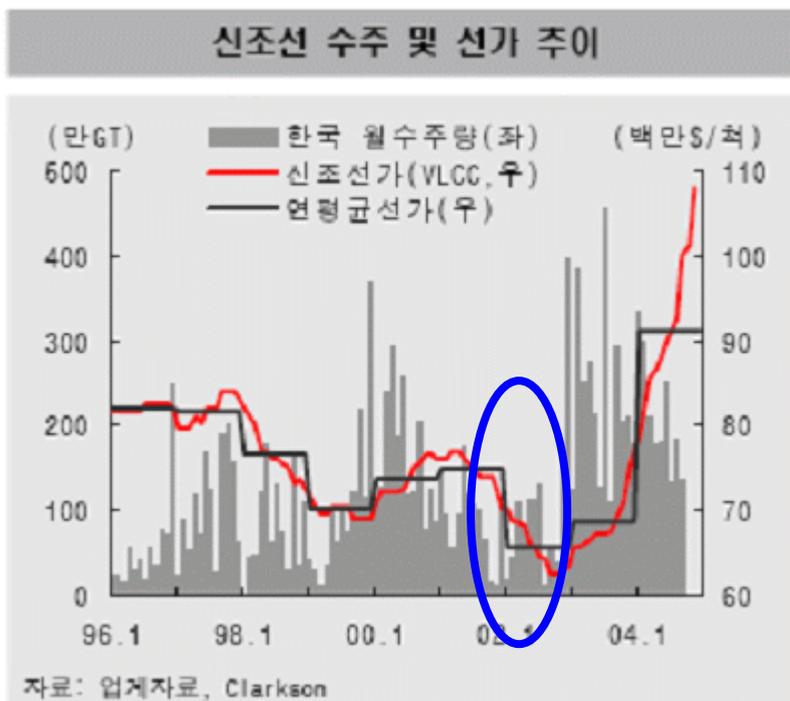


- 분기별 영업이익률 및 경상이익률 추이



최근 수주량의 증가세에 힘입어 영업이익률 비롯, 경상이익률의 동반상승이 가시화 되고 있으며 남아있는 수주량과 앞으로의 LNG 선박 수주 호황세를 바탕으로 예상컨대 이러한 추세는 지속될 것으로 보인다.

- 최근의 지표 하락 요인(2002년 저가수주)





그림에서 볼 수 있듯이 2002년의 수주량은 사상 최저치를 기록하고 있었다. 이와 같은 상황은 곧 조선업체들의 저가수주 전략 선택을 요구하게 되었고 그로 인해 현재까지 저가 선박생산으로 인해 영업실적이 나아지지 않고 있는 것이다. 그러나 이러한 저가 수주 선박은 내년 중후반 즈음으로 해서 모두 처리될 예정으로 향후 1년이 더욱 주목되는 것이 현재 대우조선해양의 모습이라 하겠다(2002년 6300만, 2005년 1억 2천 5백만불).

다. 향후 매출 전망

2005년 10월말 수주잔량을 기준으로 향후 매출을 전망해 볼 수 있는데 대우조선해양의 매출전망은 상당히 양호하다.

▣ 수주현황(2005년 10월말)

(척, 천G/T)

구분 선종	수주		수주잔량	
	척수	천G/T	척수	천G/T
LNGC	8	970	31	3,364
Tanker	8	1,280	32	3,537
Container	14	864	31	2,309
Bulk Carrier	-	-	7	599
기타	8	360	28	1,223
선박소계	38척	3,474 (49.6억\$)	129척	11,032 (약 133.8억\$)
해양플랜트	4기	(약 19.5억\$)	11기	(약 32.5억\$)
특수선/기타	1척	(약 0.3억\$)	3척	(약 1.9억\$)
총계	43척/기	3,474 (약 69.4억\$)	143척/기	11,032 (약 168.2억\$)

- 10월 인도선종 - LNG 2척, 탱커 1척, LPG 1척, 자동차운반선 1척 총 5척



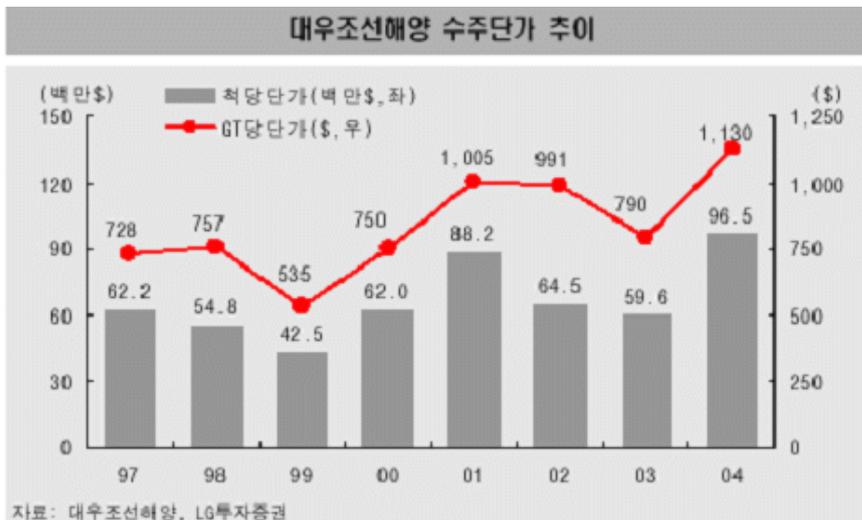
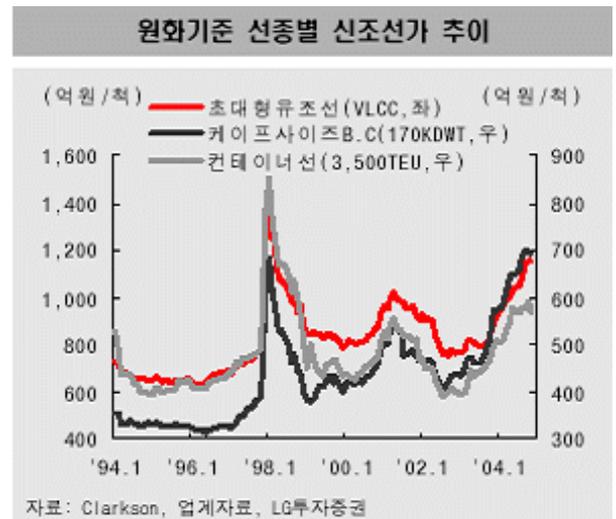
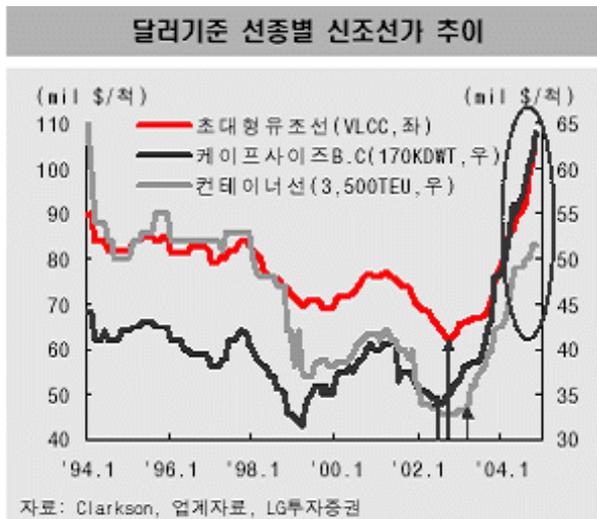
< 계산식 >

1. 2006~2008년 매년 매출액 단순 계산 : 현재 수주총액 / 3 = 56.07억\$

2. 추가 수주가능성, 수주가격의 변동량

(1) 수주가격 : 2004년초 기준 신조선가는 1억천만불, 연평균 선가는 9천만불이다. 그러나 2005년을 비롯해 지속적으로 수주가격이 증가하고 있으므로 앞으로 3년간 조선가 평균치는 1억불로 가정

※ 선종별 가격 차이 : 천만달러정도 차이나는 종별차이가 존재하지만 대우조선해양의 주 판매원이 LNG의 단종이라는 점을 감안함.

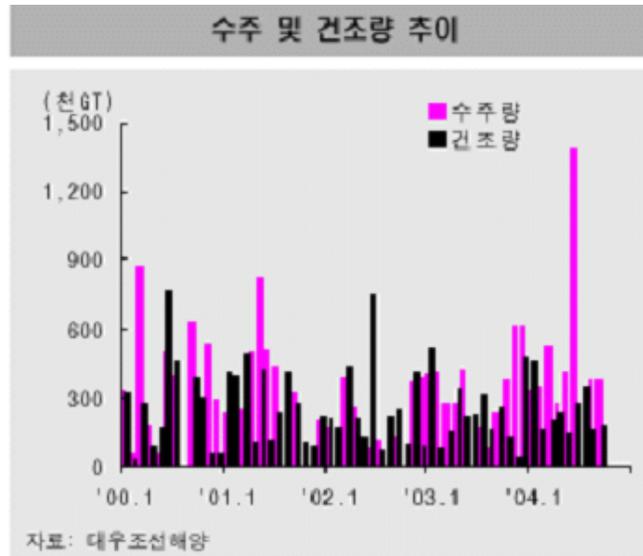


결론적으로 차후 3년간의 선종별 단가는 LNG선과 조선종별 평균단가와 의 예상치 적용

-> 1억 3 천만불

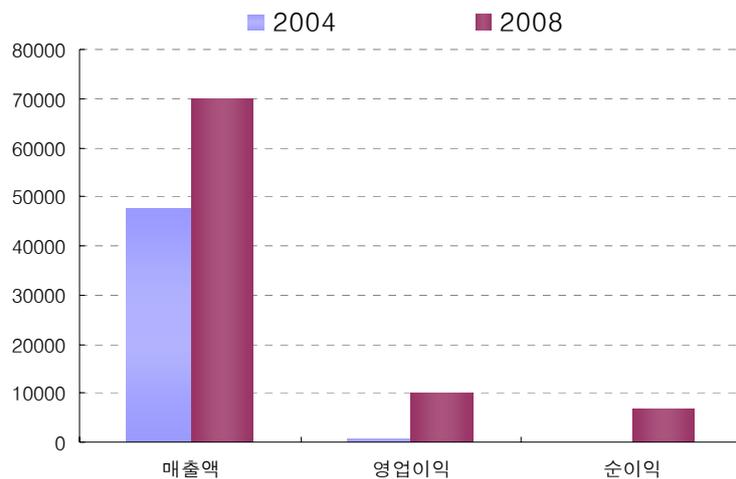


(2) 추가 수주가능성 : 03년 15척이던 LNG선 수주량이 04년 62척으로 4배가량 증가, 그리고 05년도 지속적 증가세 유지, 특별히 증가할 요인도 없으나 감소할 요인도 없음. 대우조선해양이 지니고 있는 수주협상능력과 기술력등을 바탕으로 LNG선 비롯 차후 3년간 수주 예상치는 매년 12여척.



(3) 차후 3년간, 1년별 매출 가정치 : (13억불의 매출가능 예상치, 그러나 조선업만의 매출인식회계법에 따라 첫해 2/5, 2/5, 1/5 3년으로 나눔)
2006: 62억\$, 2007: 68억\$, 2008: 71억\$

<향후 수익성 전망>



(단위: 억원)

출처: 대우증권

-향후 매년 1 조 현금 창출 능력

-기업가치 수년 내 5 조원에 다다름



3. Valuation

- 70 억 달러.(올해 3 분기 실적 달성 결과, 목표초과달성)
- 앞으로 차후 3 년간 물량 확보.
- 앞으로 받을 신규 수주 선박은 고부가가치 선박 위주.

가정.

1. 목표량을 초과 달성했으므로, 차후 3 년간 수주 목표액을 연간 62, 68, 71 억달러로 잡는다.
2. 예상투자액은 매년 500 억 정도로 보수적으로 가정. 2003 년 경상개발비 200 억, 2004 년에는 300 억이며 올해는 400 억으로 예상. 그리고 향후 개발비 1000 억 잡혀있음.
3. 3/4 당기 순이익률이 7%이지만, 고부가가치 선박 위주로 수주를 하므로, 순이익률이 연간 순이익률을 1%씩 상승한다고 가정.

(2003 년과 2004 년 순이익률 6%로 정체. 2005 년 7%. 점점 고가 선박이 늘어난다고 가정 한 결과.).

<안전 마진>											
8.00%	58.01%	62.16%	65.85%	69.13%	72.06%	74.67%	77.00%	79.09%	80.97%	82.65%	
9.00%	49.53%	54.40%	58.75%	62.63%	66.11%	69.22%	72.01%	74.51%	76.76%	78.79%	
10.00%	41.03%	46.59%	51.57%	56.04%	60.05%	63.65%	66.89%	69.81%	72.43%	74.80%	
11.00%	32.50%	38.72%	44.31%	49.35%	53.89%	57.97%	61.66%	64.98%	67.98%	70.69%	
12.00%	23.95%	30.80%	36.99%	42.57%	47.62%	52.18%	56.30%	60.03%	63.40%	66.45%	
13.00%	15.39%	22.84%	29.59%	35.71%	41.25%	46.28%	50.83%	54.96%	58.70%	62.10%	
14.00%	6.80%	14.83%	22.13%	28.76%	34.79%	40.27%	45.25%	49.77%	53.88%	57.62%	
15.00%	-1.80%	6.78%	14.60%	21.74%	28.24%	34.16%	39.56%	44.47%	48.95%	53.03%	
16.00%	-10.42%	-1.32%	7.01%	14.63%	21.59%	27.95%	33.76%	39.06%	43.90%	48.33%	
17.00%	-19.06%	-9.45%	-0.63%	7.46%	14.87%	#DIV/0!	27.86%	33.55%	38.75%	43.51%	
18.00%	-27.71%	-17.62%	-8.33%	0.21%	8.06%	15.26%	21.87%	27.93%	33.48%	38.58%	
19.00%	-36.37%	-25.82%	-16.08%	-7.10%	1.17%	8.78%	15.77%	22.21%	28.11%	33.54%	
20.00%	-45.05%	-34.06%	-23.88%	-14.48%	-5.80%	2.21%	9.59%	16.38%	22.64%	28.40%	
21.00%	-53.74%	-42.33%	-31.73%	-21.92%	-12.84%	-4.44%	3.31%	10.47%	17.07%	23.15%	
22.00%	-62.44%	-50.62%	-39.63%	-29.42%	-19.95%	-11.17%	-3.05%	#DIV/0!	11.40%	17.81%	
할인율 1단계 성장률	4.50%	7.00%	9.50%	12.00%	14.50%	17.00%	19.50%	22.00%	24.50%	27.00%	

목표주가 32,047 원