

2009년 11월 14일

STX엔진 (077970)

BUY

고마해라. 마이 팔았다 아이가.

v 과대 낙폭은 가치투자의 기회!

과거로부터 시장 대비, 업종 대비, 펀더멘탈 대비 과도한 하락은 또 다른 투자의 기회를 제공해왔다. 시장의 우려가 불식되는 순간 다시 날아오를 기업.

v 우리는 죽지 않는다.

가장 큰 매출액 비중을 차지하는 조선업의 전망은 밝지 않다. 그러나 조선 관련 부분의 리스크는 동종 업계 대비 작은 편이다. 그럼에도 불구하고 업계 대비 큰 폭으로 하락했다.

v 우리 힘들지 않아요.

불황을 기회로 삼는다는 말처럼 공격적인 투자를 진행하였다. 이 과정에서 단기차입금이 급증했는데, 이에 대한 시장의 우려가 크다. 그러나 동사는 이를 커버할만한 충분한 능력을 보유하고 있다.

v 4분기가 기대된다

조선업계에 대한 가장 큰 할인요소인 수주가 4분기에는 어느 정도 회복될 것이다. 이전 수준에 비하면 여전히 작은 수준이지만, 동종 업계에 비하면 놀라운 수준! 곧 시장의 재평가를 받을 것이다.

적정주가:
49,000원
현재주가:
16,750원 (11/13 기준)
상승여력: 192%

시가총액	4832억원
ROE	22.65%
ROA	6.7%
영업이익률	13.8%
배당수익률	1.78%
P/E Ratio	4.73
P/B Ratio	0.83

주요주주:
STX (26.58%)



SMIC 리서치 3팀
팀장 신태현
팀원 박상민
임수진
황용주

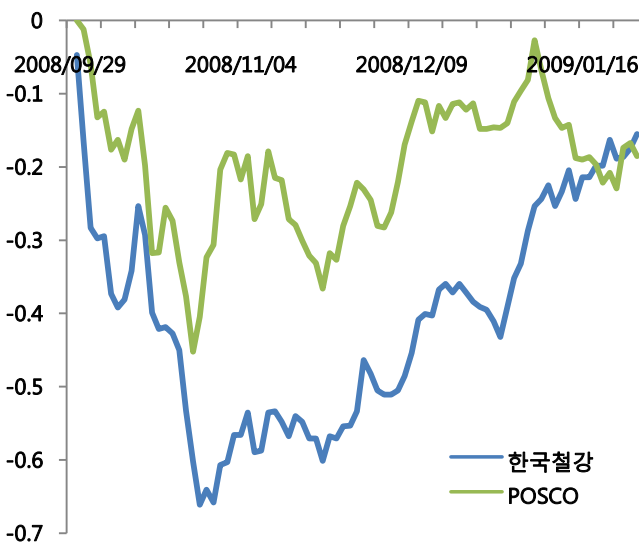
I. Intro: 불황은 또 다른 기회

1. 과거를 통해 본 불황기 주식시장

불황은 기회로 작용한다

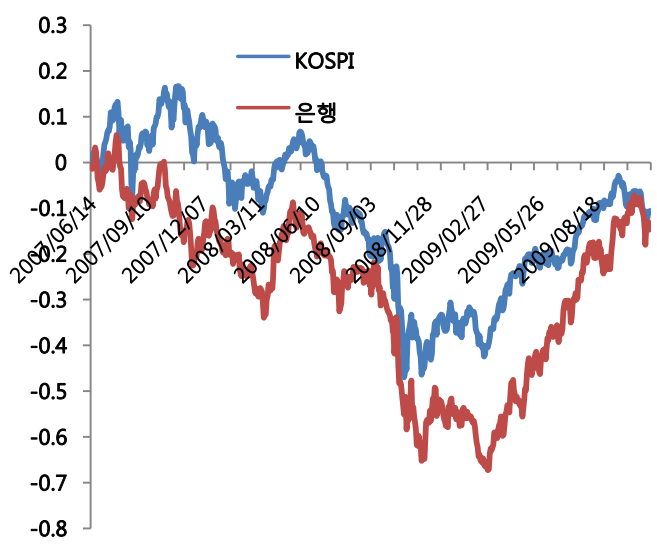
불황은 주식 투자자에게 있어 두려움의 대상이지만, 일부 투자자에게는 좋은 주식을 싸게 담을 수 있는 기회로 작용한다. 특히 시장 또는 동종업계 대비 과대 낙폭을 보인 기업들은 업황이 좋아지면, 시장 대비 높은 상승을 보이는 경우가 많았다. 또한 만약 시장의 과도한 우려가 반영되어 펀더멘탈 하락 이상으로 주가가 하락한 기업이 존재한다면, 이는 새로운 투자 기회가 될 것이다. 최근에 있었던 깊은 불황에서 시장 대비, 업종 대비, 펀더멘탈 하락 대비 더 큰 하락폭을 보인 기업이 존재할까?

차트 1. 과거 한국철강 차트 추이 (단위: %)



출처: SMIC research team 3

차트 2. KOSPI 대비 은행 관련 지수 추이 (단위: %)



출처: SMIC research team 3

2. 최근 불황 속에서도 돋보이는 불황, 조선

조선업은 최근 큰 불황을 겪고있다

현재의 불황에서 가장 돋보이는 불황을 보이는 섹터는 단연 조선업이다. 향후 불투명한 수주 현황과 이미 가시화되기 시작한 영업가치 훼손은 다른 대부분의 업종별 지수가 낙폭을 회복한 현재에도 이전의 지수를 회복하지 못하고 있다.

조선업에서 지수 대비 큰 하락을 보인 종목 을 찾아보았다

본 리서치 팀은 아직 낙폭을 회복하지 못하고 있는 조선업에 속한 기업 중에 앞에서 언급한 투자의 기회가 있지는 않을까 확인해 보았다. 코스피에 비해 저조한 조선업에서도 지수 대비 더 하락한 기업들이 존재했으며, 이러한 각 기업들의 조선업 비중을 고려하면 조선업에 노출된 비중에 비해 과도한 하락폭을 보인 기업을 확인할 수 있다.

동사가 선택되었다

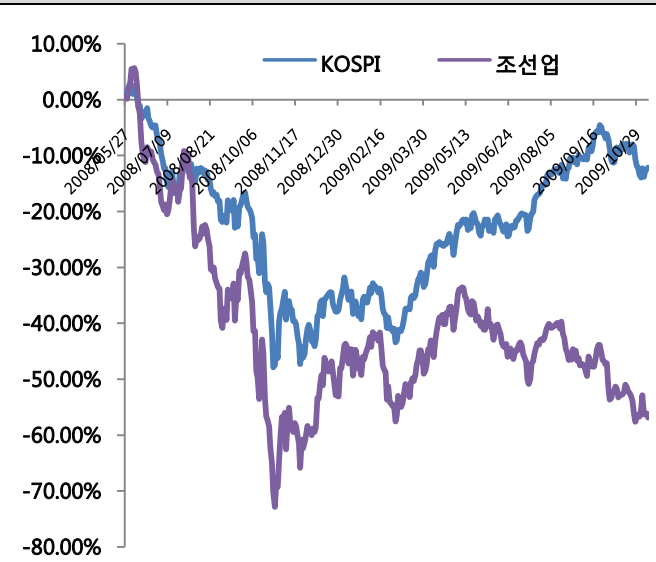
이러한 과정을 거쳐 찾은 기업이 동사이다. 동사의 최근 매출액 추이를 살펴보면, 꾸준히 증가하고 있는 것을 알 수 있다. 그리고 매출액에서 조선업이 차지하는 비중 역시

같은 업종의 타 기업에 비해 낮다. 게다가 또 다른 사업부인 방산부분의 매출액이 반기에 전년도 매출액을 뛰어넘는 모습을 보인 것을 알 수 있다. 단순히 생각해 보면 매출액 보다는 수주잔고의 영향을 더 많이 받는 조선업의 특징을 반영한다 하더라도, 그 비중이 타 기업에 비해 상대적으로 적은 것을 감안할 때, 지수대비 큰 하락은 과도한 낙폭이 아니었을까 하는 의문이 생긴다.

정말 과대 낙폭을 한 것인지 확인이 필요하다

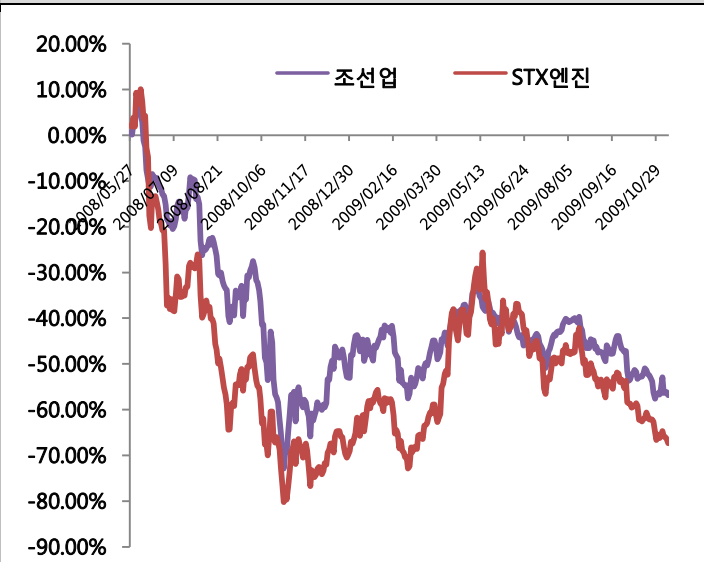
단, 기업의 가치가 위의 이유만으로 움직이는 것은 아니기 때문에, 다른 악재가 존재해 큰 하락을 경험한 것일 수도 있다. 따라서 이에 대한 리서치를 통해 위의 의문을 해결해보고자 한다. 그리고 결론이 '진짜' 과대 낙폭이라면, 이는 또 다른 투자 기회로 작용할 것이다.

차트 3. KOSPI 대비 조선업 지수 추이 (단위: %)



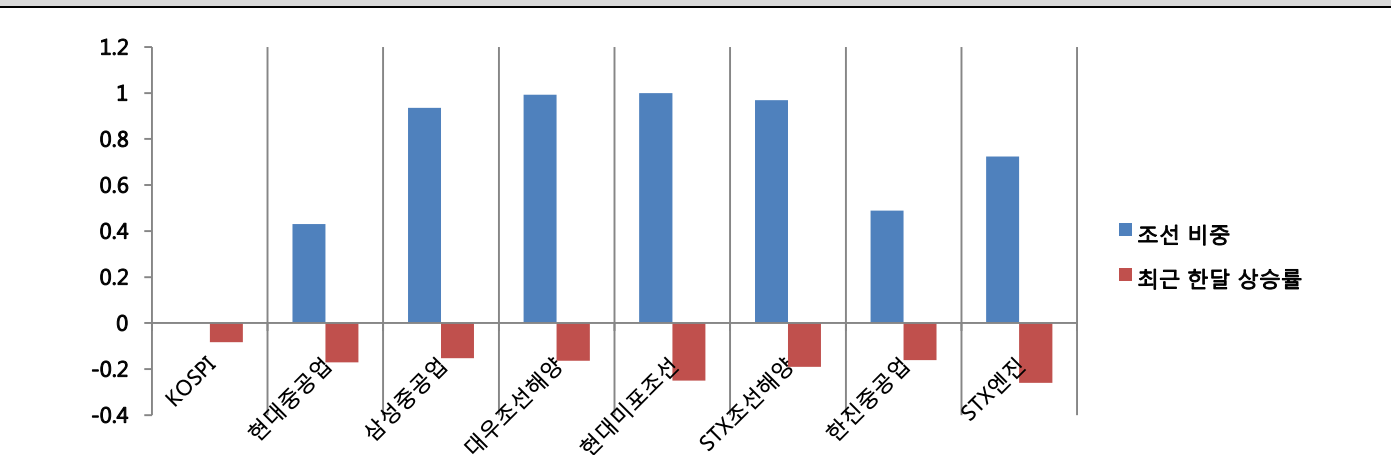
출처: 증권거래소, SMIC research team 3

차트 4. 조선업 지수 대비 STX엔진 주가 추이 (단위: %)



출처: 증권거래소, SMIC research team 3

차트 5. 주요 조선주 1개월 상승률 및 조선업 비중 (단위: %)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC research team 3

Ⅱ. STX엔진은 무엇을 하는 기업인가?

1. 기업소개

동사는 STX그룹 value chain의 2번째 에 위치하여 엔진부분을 맡고 있다.

동사는 STX그룹의 계열사로 1976년 12월 디젤엔진 전문생산업체로 출발하여 1977년 방위산업체로 지정된 이후, 축적된 기술과 경험을 바탕으로 세계적인 경쟁력을 갖춘 디젤엔진 종합 전문메이커로 성장했다. 현재 STX그룹에는 STX팬오션, STX조선해양, STX엔진, STX엔파코 4개의 상장사가 있고 이들은 각각 '해양운송, 선박 건조업 및 수리 매매업, 디젤엔진 제조 및 수리업, 엔진부품 제조 및 수리 매매업'을 담당하며 STX그룹 value chain을 이루고 있다.

그림 1. STX그룹 Value Chain



출처: STX

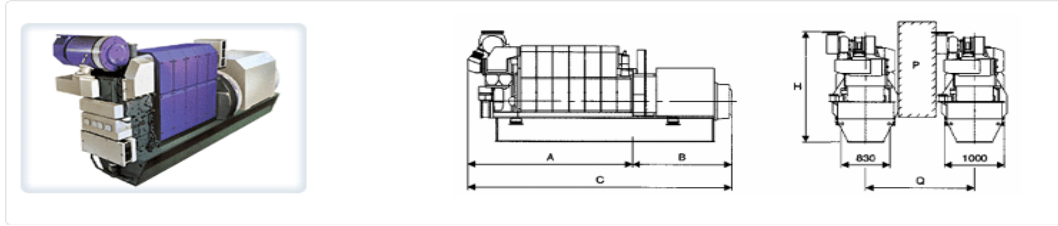
2. BM

동사는 선박용 및 발전기용 디젤엔진 등을 공급하는 조선사업, 육상용 및 해상용 방위 산업용 엔진을 공급하는 방위사업, 수중음향체계, 전술통신체계, 선박 자동화 장비와 같은 전자통신장비 등을 공급하는 전자통신사업으로 크게 3개 사업부문을 영위하고 있다.

조선사업부분에서 생산하는 엔진은 선박 뿐만 아니라 발전설비로도 쓰일 수 있다

조선사업부분은 LNG선, LPG선, PC선, Container선, 유조선 등 조선산업의 대표 선종에 탑재되는 선박용 주기관 엔진 및 보조엔진, 비상용발전기, 그리고 조선기자재를 비롯한 빌딩, 철도, 항만 설비 등 각종 산업설비, 도서지역의 발전용 디젤엔진으로도 공급되고 있다. 특히 발전용 디젤엔진 분야에서는 세계최고의 기술력을 보유한 MAN DIESEL사의 기술제휴로, 단위용량 1~250MW급의 발전설비 구성이 가능하며 강한 내구성과 높은 신뢰성은 물론 저 연료 소비율, 저렴한 운전보수, 유지비 등으로 경제성을 극대화하는 등의 경쟁력으로 사업다각화에 성공했다. 주요 매출처로는 국내외 대형, 중소형 조선소인 삼성중공업, 대우조선해양, 21세기 조선 등이 있다.

그림 2. 선박용 4Stroke Gen-set Engines



출처: STX

방위 사업은 육·해군 차세대 방위의 근간이 된다.

방위사업부문은 육군의 주력인 K1, K1A1 전차, K-9 자주포 및 해군, 해경의 함정(구축함, 고속정, 경비정 등)에 탑재되는 특수 고속엔진을 생산하고 있다. 동사는 독일의 MTU사와의 기술제휴를 통해 세계 최첨단 신형 디젤엔진으로서 소형, 경량, 고출력에 초점을 맞추어 개발했다. 주요 매출처로는 삼성테크윈, 현대로템, 방위사업청 등이 있다.

독자적 기술로 방위 산업용 전자통신장비를 생산한다

전자통신사업부문은 수중음향체계, 전파탐지체계, 전술통신체계 등 다양한 방위산업용 첨단 전자통신장비를 독자적으로 개발하여 공급해오고 있으며, 일반 상선에는 선박자동화 및 항해통신장비를 공급하고 있다. 전파탐지 장비는 표적의 탐지, 식별과 안전항해를 위해 필수적인 무기체계로서, 동사는 2차원 레이더 분야의 설계 및 제작 기술을 기반으로 다양한 전파탐지장비를 개발하여 군에 공급하고 있다. 주요 매출처로는 삼성탈레스, 엘아이지넥스윈, 방위사업청 등이 있다.

그림 3. 신형구축함(KDX-1,2), K1A1전차



신형구축함(KDX-1,2)

K1A1전차

그림 4. 예인음탐기체계



출처: STX

3. 재무분석

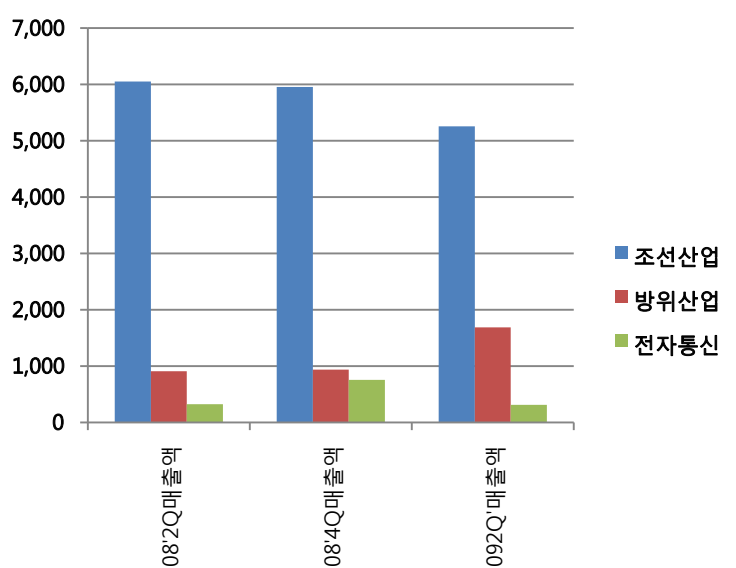
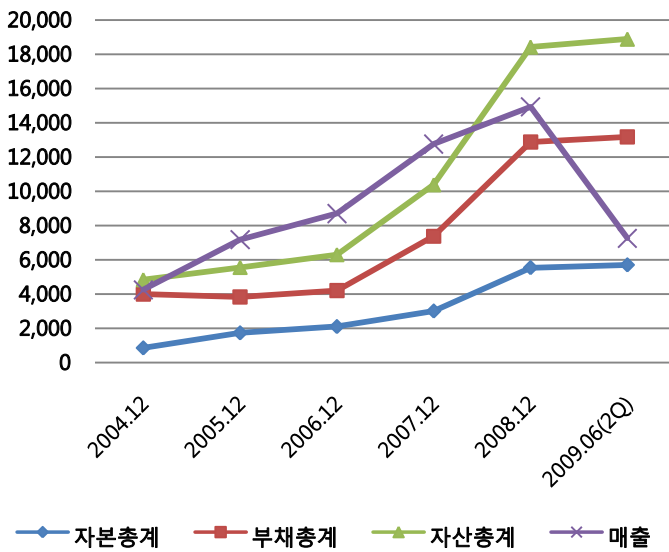
조선업의 불황으로 인해 매출이 감소하는 추세이다

차트 1을 보면 동사는 조선업의 호황기를 겪으며 꾸준히 성장해왔다. 비록 2008년의 세계적인 경제 위기와 그로 인한 전방산업인 조선업의 불황이 있었지만 산업의 특성상 매출액도 꾸준한 증가세를 보여주었다. 그러나 2009년 상반기 동사의 조선사업부분 매출액은 약 5250억 정도로 전년동기의 약 6000억원 정도보다 못 미치는 실적을 보여주었다. 하지만 방산부분에서 1680억원의 매출을 올리며 2008년 전체의 매출액인 1840억원에 근접한 실적을 올렸다.

해외 법인 설립을 위한 투자로 인해 부채가 급증했다.

2008년에는 자산이 매출액보다 많아지기 시작했으며 부채가 급증하는 모습을 볼 수 있다. 그 이유는 중국 대련 조선공업단지, Rambera AS(노르웨이 법인), 베트남에 대한 투자 때문이다. 실제로 동사는 2007년부터 2008년까지 중국 대련 조선공업단지에 4차례에 걸쳐 약 1300원, Rambera AS에 920억원, 베트남에 350억 원을 출자 결의했다. 또한 국내에 대한 투자도 감행되었는데 방위, 조선 등의 분야에서 약 1,100원 이상을 투자했다. 이러한 많은 투자로 인해 부채가 늘어난 것으로 보인다.

차트 6. 자본, 부채, 자산, 매출액 변화 추이 (단위: 억) 차트 7. 반기별, 분야별 매출액의 변화 (단위: 억)



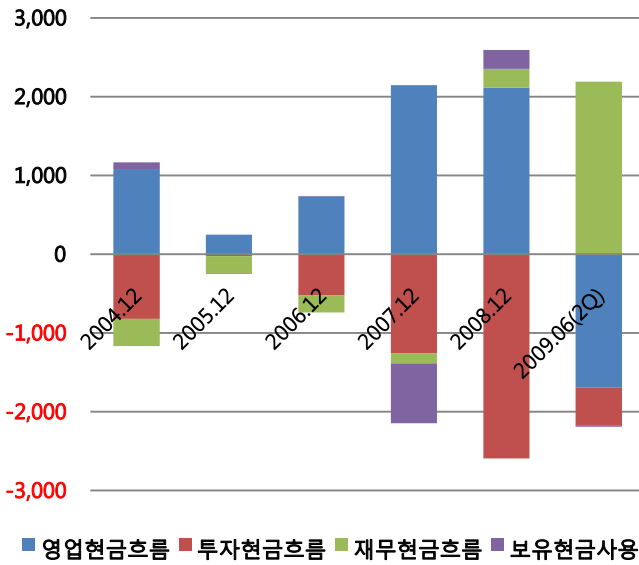
출처 : SMIC Reseach Team 3

출처 : SMIC Reseach Team 3

부채를 줄이기 위한 노력이 영업현금흐름을 마이너스로, 재무현금흐름을 플러스로 반전시켰다

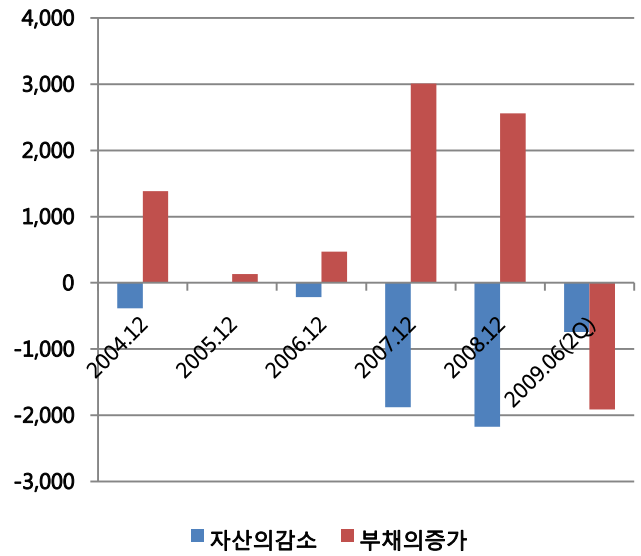
한편 차트8의 현금 흐름의 변화를 살펴보면 2008년까지 대체로 비슷한 양상으로 흘러가던 것이 2009년 반기에 영업현금흐름은 마이너스로 돌아섰고, 재무현금흐름은 10배가 넘게 늘어났다. 이는 거시적인 관점에서 2008년 전방산업인 조선업의 불황으로 인해 회수해야 하는 돈은 하지 못하고 영업관련 부채를 갚기 위해 현금을 유출했기 때문이라고 볼 수 있다. 차트 9에서 영업활동으로 인한 부채는 꾸준히 증가하는 추세였는데 2009년 반기에 감소한 것으로 보아 부채를 줄이기 위해 큰 노력을 한 것으로 보이고, 이는 2009년 반기 부채 현황이 천문학적 규모의 투자에도 불구하고 전년 말기에 비해 크게 늘지 않았다는 사실을 통해서도 알 수 있다. 또한 차트 10를 보면 유동부채가 2008년 들어 급증했는데, 이는 부채의 상환과 투자를 위해 차입금을 3,450억 원을 들여왔기 때문이다.

차트8. 현금 흐름의 변화 (단위: 억)



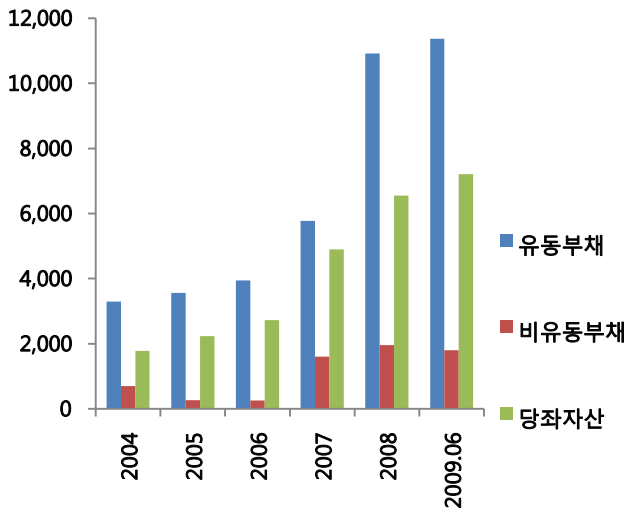
출처 : SMIC Reseach Team 3

차트9. 영업활동으로 인한 자산,부채 변동 (단위: 억)



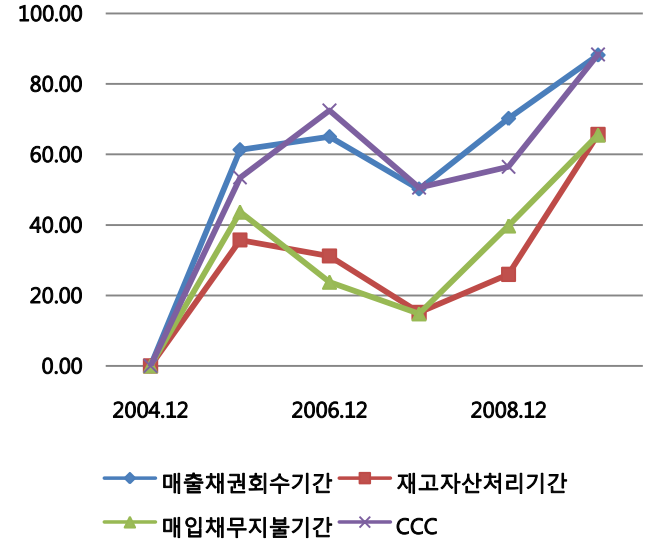
출처 : SMIC Reseach Team 3

차트 10. 유동·비유동부채, 자산 현황 (단위 : 억)



출처: SMIC Reseach Team 3

차트 11. Cash Conversion Cycle의 변화(단위 : 일)



출처: SMIC Reseach Team 3

Ⅲ. 산업 분석

1. 조선 산업

조선산업은 대규모 자금이 필요한 장치산업으로 자본집약적, 기술집약적, 노동집약적 특성을 지니고 있다

조선산업은 초기 설비 시설에 대규모 자금이 필요한 장치산업으로 자본집약적 성격을 지니며, 이로써 진입 장벽이 높고 탈퇴가 쉽지 않은 기간산업이다. 또한 설계/건설기술, 신 선형 및 차세대 해상운송 수단의 연구 개발, 영업에서 사후관리에 이르기까지 방대한 DB의 축적과 활용을 요구하는 정보산업으로서 기술집약적 성격을 지닌다. 마지막으로 건조공정이 매우 다양하고 대형구조물의 제작상에 존재하는 자동화의 한계로 인해서 다수의 기술 및 기능 인력이 필요한 노동집약적 산업으로서의 성격도 지닌다.

외화가득률이 높은 수주 산업이다

조선산업의 생산품, 즉 선박은 고가로서 대량 생산체제가 불가능하여 개별 주문/생산체제로 운영되는 주문생산 방식을 취하고 있다. 제작에서부터 인도까지 장기간의 시간이 소요되기 때문에 선주와 조선소 간의 주문과 계약에 의해 이루어진다. 또한 조선업은 수출 기여도가 높으며, 대부분의 계약이 외화로 체결되기에 외화 가득률이 높고, 제작금융 및 운영자금의 융통, 수취 혹은 미수외화의 환 관리 등 종합금융의 지원이 필수적이다.

조선산업은 후방산업과 전방산업의 교각역할을 한다

조선업은 전방산업인 해운업, 수산업, 방위산업, 건설업, 레저산업, 관광산업 등에 사용되는 각종 선박건조 및 에너지원의 개발, 가공, 저장 등에 사용되는 장비와 설비 등을 생산한다. 또한 후방산업인 철강/비철금속, 기계공업, 전기/전자, 화학/페인트, 목재, 각종 유틸리티 설비 산업 등과 연관효과가 크다. 즉, 조선산업은 전·후방사업 전 부분에 걸쳐 큰 파급 효과를 줄 수 있는 분야이다.

경기 순환적 성격을 지닌 세계 경기 민감형 산업이다

조선산업은 해상 교역량 변화, 해운운임지수 등의 변화에 의해 주기를 갖는 경기 순환산업으로 전방산업인 해운업의 변동성에 대해 연관성이 크며, 철강, 기계 등의 후방산업에 대한 연관효과도 크기 때문에 세계 경기 및 교역량 변동에 직접적인 영향을 받는 경기 민감형 산업이다.

조선 산업의 현황과 전망에 대해서는 뒤에서 다루도록 하겠다.

2. 방위 산업

국방부의 차세대 전력증강사업의 지속적인 추진에 따라 지속적인 성장이 기대된다

방위산업은 국내외 경기변동에 큰 영향을 받지 않으며, 정부의 국방예산정책에 따라 다소 증감이 있을 수는 있으나, 꾸준히 안정된 성장을 기대할 수 있는 산업이다. 또한 현재 자주국방의 분위기가 고조되고 있는 가운데 향후 방위산업의 지속적인 성장이 기대된다. 특히, 차세대 전력증강사업의 지속적인 추진에 따른 방산사업의 첨단 무기체계로의 전환을 위한 신규사업 발주가 증가될 것으로 예상된다. 이에 따라 육군의 주력인 K1, K1A1 전차, K-9 자주포 및 해군, 해경의 함정(구축함, 고속정, 경비정 등)에 탑재되

는 특수고속엔진을 생산하는 동사의 안정적 장기공급 물량을 확보하는 긍정적 요인이 될 것으로 전망된다.

3. 내륙 발전용 디젤 설비 산업

디젤엔진사업은 국가 경제적 파급 효과가 매우 크다.

디젤엔진사업은 주로 선박, 발전기, 건설중장비, 철도차량 및 방위산업 특수장비 등의 구동을 위한 동력기관으로 사용되며, 장착 장비의 성능과 가격을 좌우하는 중요한 핵심 요소이다. 디젤엔진사업은 연관산업인 조선, 전기, 건설, 자동차 및 부품산업 등 전·후방산업과 밀접한 관련을 맺고 있어 국가경제적 파급 효과가 매우 큰 산업이다.

중남미, 중동, 아프리카 등의 새로운 시장 개척으로 미래의 성장동력이 될 수 있다.

동사가 영위하고 있는 내륙 발전용 디젤엔진 산업은 섬 지역, 오지 및 휴양지 등 공용 전력공급이 불가능한 지역, 양질의 전력이 요구되는 공단 및 병원, 고가의 공용전력을 수전 받고 있는 공장 등에 디젤엔진 발전설비를 설치하여, 단 기간 내에 효율성 높은 전력을 공급해 줄 수 있다는 특징을 가지고 있다. 특히 지난해 3월에는 수력발전이 주로 의존하고 있는 브라질 시장에 진출하여 물이 부족한 갈수기에 전력을 공급할 수 있는 설비 공급 계약을 통해 디젤 발전설비 사업의 성장 발판을 확보했으며, 향후 중남미, 중동, 아프리카 등에서 지속적인 수요가 생겨날 것으로 보인다.

IV. 정말 과대 낙폭일까?

1. 왜 크게 떨어졌을까?

펀더멘탈이 어느 정도 변화했는지 확인해보겠다

동사의 주가는 최근 불황에 큰 폭의 하락을 경험한 후, 아직까지 회복하지 못하고 있다. 이는 1) 조선업에 대한 시장의 불안심리를 공통적으로 적용 받고 있는 것으로 보인다. 또한 위에서 언급한 대로 2008년부터 이루어진 2) 대규모 투자활동으로 인해 늘어난 차입금은 동사의 안정성에 대한 우려를 증가시켰다. 처음 투자 아이디어와는 달리 조선업에 대한 의존도가 의외로 높았으며, 또 다른 할인요소가 생겼다. 과연 이 두 가지 요소가 동사의 펀더멘탈에 어느 정도의 영향을 미치는지 알아보도록 하겠다.

2. 정말 펀더멘탈에 충격을 줬을까?

1) 조선 섹터와 하락을 공유하고 있을까?

그림 4. 협회 9개 회원사 신규수주와 건조량						그림 5. STX엔진 신규수주와 기납품액					
	2005	2006	2007	2008	2009(h)		2005	2006	2007	2008	2009(h)
신규수주(천CGT)	11,964	19,585	23,644	14,022	185	신규수주	1,152,400	1,350,013	2,017,377	2,293,110	430,141
건조량	10,218	11,105	10,294	12,466	6,936	기납품액	688,400	809,236	1,154,242	1,492,510	725,619
수주잔량(천CGT)	35,640	45,256	51,152	54,384	47,488	수주잔량(백만원)	1,592,200	2,057,403	2,865,600	3,734,600	3,439,122
건조량대비 신규수주비율	117.09%	176.36%	229.69%	112.48%	2.67%	기납품대비 신규수주비율	167.40%	166.83%	174.78%	153.64%	59.28%

출처: 한국조선협회

출처: 사업보고서

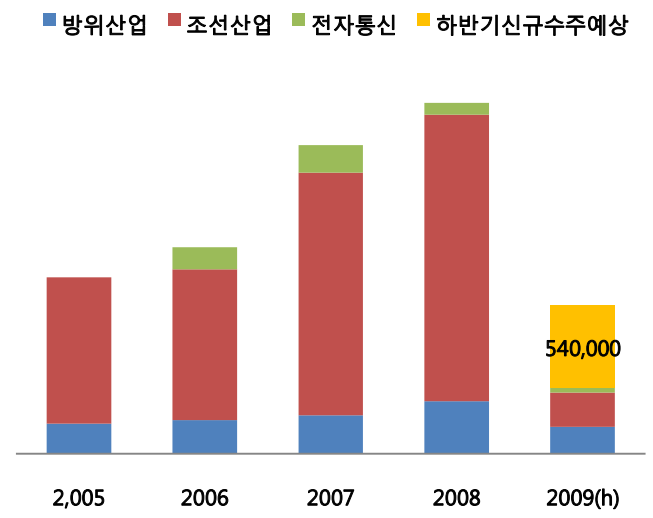
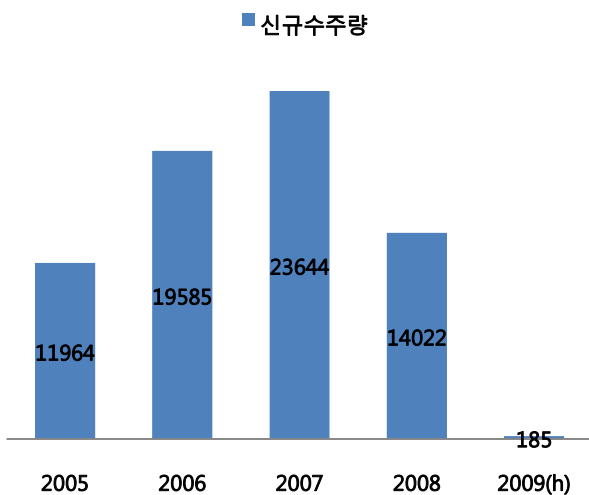
전년대비 조선사는 신규수주 98%감소, STX엔진은 60%감소했다

한국조선협회 9개 회원사를 기준으로 보면 2009년 반기까지의 선박 건조량은 6,936(천 CGT)로 예년의 절반 정도 수준으로, 예상 1년치 건조량은 2008년과 비슷할 것으로 보인다. 하지만 2005년부터 2008년까지는 신규수주가 건조량보다 평균적으로 28%정도 많아 수주잔량이 매년 쌓여왔지만 2009년의 건조량대비 신규수주비(=신규수주/당해건조량)은 2.67%수준이다. 2009년 수주량이 2008년 수주량의 1.5%에도 못 미친다. 만약 신규수주가 들어오지 않고 이전과 같은 속도로 건조를 한다면 조선사들은 3.5년 이내에 현재의 수주잔량을 모두 소진한다.

동일하게 할인할 수는 없는 것으로 보인다

하지만 STX은 다른 양상을 보인다. 기납품대비 신규수주비(=신규수주/당해납품)가 59.28%로 2008년의 1/3수준으로 떨어지긴 했지만 조선의 2.67%와 비교했을 때 여전히 큰 격차가 있다.

차트 12. 협회 9개 회원사 수주잔액추이 (단위: 천CGT) 차트 13. STX엔진의 신규수주 추이 (단위: 백만원)



출처: 한국조선협회

출처: 사업보고서, SMIC research team 3

09년 하반기 보수적으로 접근해도 5,400억원의 추가적인 수주를 기대할 수 있다

그리고 확정된 하반기 신규수주물량을 고려해야 한다. 조선사들이 2011년 인도 예정인 배들에 장착할 엔진들 중 상당량이 주문을 내지 않고 있는데, 2011년 상반기까지 신조선 발주가 전혀 이루어지지 않는다고 해도 동사가 엔진시장의 점유율을 유지한다면 1.2조원의 추가적인 수주가 가능할 것으로 보인다. 4분기에 걸쳐 1.2조원의 수주물량이 기대되므로 이 부분에서 2009년 하반기 3000억의 수주를 기대할 수 있다. 또한 4분기 STX중공업과의 내륙발전용 엔진 2,400억 원의 계약이 예정되어 있어 올해 최소 총 5,400억 원의 추가적인 수주가 있을 것이라 예상된다.

당분간의 전망이 어두운 조선사와 급격한 회복을 하고 있는 STX엔진은 다른 평가를 받아야한다

그리고 09년 이후에도 조선 업황과 관계없이 지정 사업자로서 영위하기에 안정적인 성장이 예상되는 방위부문과 전자통신부문, 2008년에만 1,250억의 수주를 일으킨 고마진의 내륙용 발전기 사업의 성장, STX유럽을 인수함으로써 예상되는 유럽 쪽 예상수요까지 STX 엔진은 조선업이 불황을 겪더라도 사업 다각화로 이를 충분히 뚫고 지나갈만한 역량을 갖추고 있다. 따라서 현재 세계 경기 침체로 하반기에도 신규발주 주문이 회복되기 어렵고, 신조선가의 하락으로 조선을 하더라도 수익성을 회복하기 힘든 조선사와 비교한다면, STX엔진이 이와 비슷한 할인을 받는 것은 지나치다고 판단된다.

2) 그렇다면 차입금이 증가했기 때문에?

투자를 위한 차입은 동사의 주가를 크게 떨어뜨렸다

위에서 중국, 노르웨이, 베트남 및 국내에 대규모의 투자를 행한 것을 확인할 수 있었다. STX조선해양과 동사는 투자자금의 큰 부분을 차입금을 통해 조달하였는데, 조선업황이 나빠진 가운데 급격히 증가한 부채비율은 압박으로 작용했다. 이 때문에 동사와 STX조선해양의 주가는 큰 폭으로 하락했다. 동종 업계 대비 큰 폭의 하락을 보인 두 기업은 현재까지 주가를 회복하지 못하고 있다. 그렇다면 동사의 부채가 정말로 부담스러운 수준인걸까?

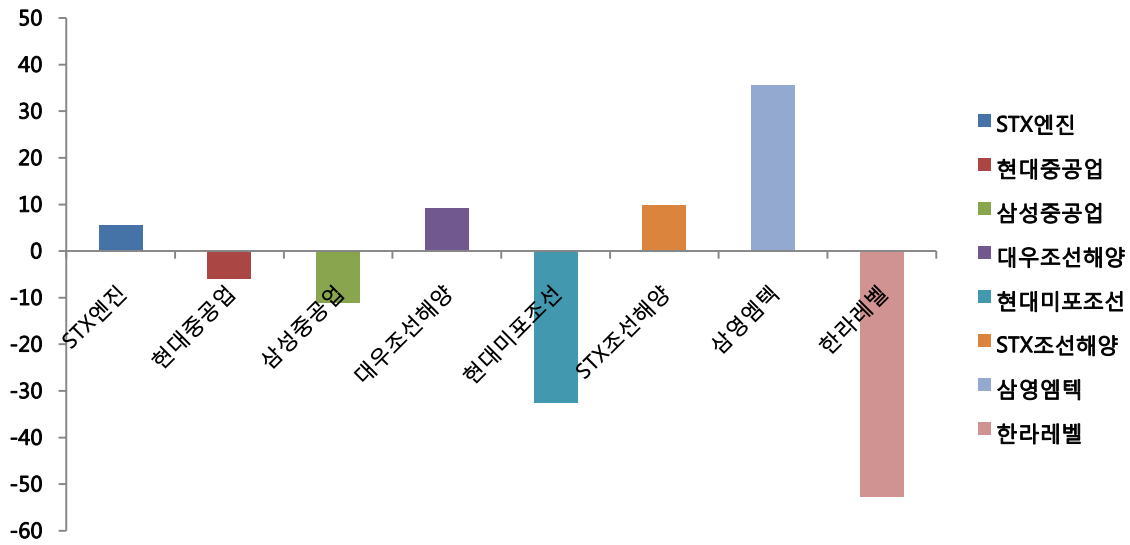
그림 6. 주가 움직임 비교



출처: 네이버

차트 14. 조선업 섹터 기업별 2009년 예상 순부채비율 컨센서스

(단위: %)



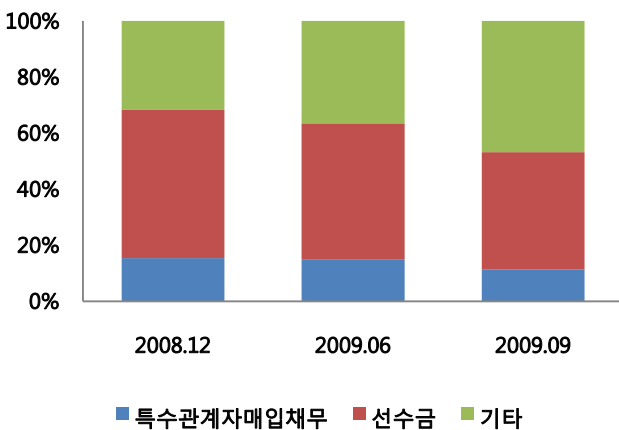
출처: Quantiwise, SMIC research team 3

단기차입금의 증가 역시 동사의 펀더멘탈에 영향을 주지는 않는다

위의 2009년 예상 순부채비율을 보면 알 수 있듯이 동사의 부채가 동종업계의 타 기업에 비해서 무리한 수준은 아니다. 또한 동사의 유동부채 중 절반 이상이 선수금이어서 상환의 위협이 시장의 우려보다는 크지 않다. 재무제표에서 유동성장기부채, 미지급비용, 미지급금 매입채무 단기차입금, 이자비용 등 당장 급한 금액들을 추려낸 후, 매출채권, 단기투자자산, 현금 및 예금, EBITDA 등의 가용 가능한 금액들과 비교하면 가용 가능한 금액의 비중이 더 큰 것을 볼 수 있다. 일시적 부담이 상승한 것은 사실이지만, 이로 인해 기업의 펀더멘탈이 위협받는 수준은 아니다. 이러한 이유로 부채로 인한 동사에 대한 할인 역시 과한 것이라 판단된다. 동사의 신용등급도 BBB-에서 꾸준히 상승해 A-까지 올라왔으며, 단기차입금이 급증한 후에도 신용등급이 유지되고 있다.

차트 15. 부채 대비 선수금 비중

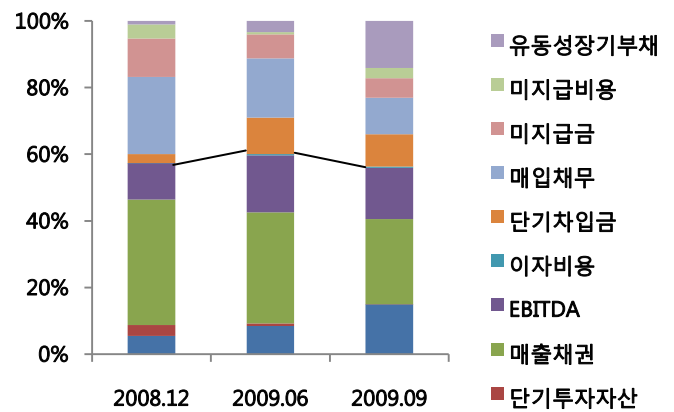
(단위: %)



출처: 사업보고서, SMIC research team 3

차트 16. 풍부한 가용 가능 비용

(단위: %)



출처: 사업보고서, SMIC research team 3

동사에 대한 현재 할인은 과도하다

지금까지 살펴본 바대로 매출액 추이, 영업이익 추이 등은 여전히 건실하며, 최근의 원재료 가격 인하로 인한 이익률 상승효과까지 노릴 수 있다. 또한 조선업에 가장 큰 영향을 끼치는 수주 역시 동종 업계의 타 기업에 비해 안정적인 편이다. 지분법 이익이 호전될 것으로 예상되며, STX유립으로의 매출처 확대, 디젤엔진의 수주 및 방산부분의 흑자 전환 등으로 판단할 때, 동사에게 현재의 할인은 적절하지 않다. 부채로 인한 일시적인 부담이 증가한 것은 사실이지만, 예상되는 현금흐름이 양호한데도 불구하고, 업종에 비해 더한 할인을 받고 있는 것은 시장의 오해가 크다는 것을 보여준다.

동종 업계 수준의 EV/EBITDA와 P/E를 받아야 한다

따라서 본 리서치팀은 동사가 동종 업계와 비슷한 수준의 EV/EBITDA 또는 P/E를 받아도 될 만한 펀더멘탈을 보유하고 있다고 판단하였다. 이러한 이유로 동종업계 각 기업의 공시자료를 토대로 예측한 2009년 예상 EV/EBITDA와 P/E를 가중 평균한 후, 차입금에 대한 일시적 부담과 시장의 불확실성을 반영해, 이를 할인한 목표 EV/EBITDA와 P/E를 도출하였다.

표 1. 각 사 Valuation 컨센서스 비교 및 목표 EV/EBITDA, P/E 산출

		STX엔진	현대중공업	삼성중공업	대우조선해양	현대미포조선	STX조선해양	삼영엔텍	한라레벨	삼강엔엔티
EPS(원)	2008(A)	3374	29693	2716	2099	25957	597	540	828	835
	2009(E)	3925	26328	3093	3602	21032	343	1033	956	-70
PER(배)	2008(A)	4.7	6.7	8.3	7.3	5.2	20.8	4.2	4.7	11.6
	2009(E)	4.9	6.4	7.8	5	5.3	16	8.6	8.9	12.2
영업이익(억)	2008(A)	2061	22062	7553	10316	5367	945	89	78	124
	2009(E)	2282	22322	9561	8241	4196	1098	164	97	76
EV/EBITDA(배)	2008(A)	1.9	4.9	2.9	1.9	2.2	8.4	4.8	1.6	8.6
	2009(E)	2.7	4.7	4.9	3.9	2.8	9	6.7	5.1	15.8
PBR(배)	2008(A)	0.8	2.7	2.2	1.4	1.2	0.7	0.6	1	2.2
	2009(E)	1	1.7	1.9	1.3	0.8	0.9	2	1.7	2.1
ROE(%)	2008(A)	22.7	40.7	30.4	21	19.4	4	17.6	22	21.5
	2009(E)	18.7	29.8	27	29.8	18	1.5	25	21.2	-3
순부채비율(%)	2008(A)	-4.7	-43.7	-100.3	-34.9	-62.7	17.1	45.9	-62.1	176.2
	2009(E)	5.5	-5.9	-11	9.2	-32.4	9.8	35.6	-52.7	419.9
시가총액(억)	2009	4918	126920	54833	31197	19480	9037	1081	601	541

** 비교 종목: 조선 5사(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, STX조선해양, 조선 부품 3사(삼영엔텍, 한라레벨, 삼강엔엔티)
 ** 동종업계 시가총액 가중 PER는 6.83, 가중 EV/EBITDA는 4.68
 ** 순부채비율 순위 비교 9개사 중 5등.
 ** 10%의 할인을 적용하여 목표 P/E와 EV/EBITDA를 산출하였다. 목표 PER 6.14, EV/EBITDA 4.2

출처: Quantiwise, SMIC research team 3

V. 향후 펀더멘탈에 영향을 줄 변수들

1. 환율

동사는 다양한 방식으로 환관리를 하고있다

동사의 매출은 2009년을 제외하면 80% 정도가 수출에서 발생하기 때문에 환율의 영향에서 자유로울 수 없다. 이 중 선수금의 경우에는 향후 매출액에 영향을 주지 못하므로 (편차가 크기는 하지만 평균적으로) 조선부분 매출의 15% 정도는 이로 인해 위험이 관

리된다. 또한 수입 물품대 및 로열티 지급 등 외화유출 부분이 위험을 관리해주는 역할을 하며, STX엔파코와 같은 국내 기업으로부터 조달하는 부품들 역시, 그 원재료 중 상당 부분을 수입을 통해 조달하고 있기 때문에 자연스럽게 어느 정도는 위험 관리의 역할을 하고 있다. 또한 이와 더불어 매출액의 안정화를 위해 선물환계약을 체결하고 있는데, 최근 끝난 계약을 제외하면 약 5000여 억 원 규모이다.

실질적으로 매출액의 30% 가량이 환변동에 노출되어있으며, 선물환 매도계약으로 이를 관리하고 있다

구체적으로 살펴보면 STX중공업에서 외주제작을 하는 비용이 전체 원가에서 차지하는 비중이 약 40% 가량인데, 이를 제외한 거의 모든 비용이 직간접적으로 외화유출과 연관되어 있다. STX엔파코를 기준으로 살펴본, 부품사의 외환계약 규모가 매출액 대비 1/3 수준이었기 때문에 나머지 2/3, 즉 원가의 40%가 외화노출 범위라 할 수 있다. 매출원가율 82.6%의 40%, 다시 말하면 매출액의 33% 가량이 자연스럽게 위험 관리되고 있는 것이다. 이를 15% 가량의 선수금과 합치면 매출액에서 총 50% 가량이 영업활동 과정에서 안정적으로 관리되고 있는 것이다. 수출 비중이 80%였으므로 순외화노출도는 매출액의 30%가 되고, 이는 2008년 기준으로 매출액 4200억 수준이다. 선물환 매도 계약 규모가 2년 간 5000여 억 원 수준인 것을 고려하면, 매출액의 상당부분을 환율 변동에 의한 위험으로부터 커버할 수 있는 것으로 분석된다.

그룹에서 환관리를 전문적으로 하고 있다

또한 2005년 1월 1일부로 지주회사인 (주)STX내에 외환센터를 신설, 외환거래 체결전 사전협의 및 계열사간 포지션 현황 등을 상호 공유함으로써 그룹사 차원의 환위험 관리를 한층 강화하고 있다.

표 2. 수주액 대비 선수금 비중

(단위: 백만)

	2008.03	2008.06	2008.09	2008.12	2009.03	2009.06
누적수주총액	395671	438298	477849	703390	560105	695288
	3084709	3744107	4172129	4331550	3088522	3243333
	254767	274550	292460	302170	206161	226120
수주잔액	345000	347300	333100	518880	517600	526538
	2801300	3139100	3269400	3021200	2827900	2717815
	248900	242400	246400	194600	193300	194769
총 수주잔액	3395200	3728800	3848900	3734680	3538800	3439122
	34771	42627	39551	225541	41225	135183
신규수주액	735809	659398	428022	159421	67322	154811
	98967	19783	17910	9710	11561	19959
총 신규수주액	869547	721808	485483	394672	120108	309953
분기 매출액	339947	728155	1093538	1602430	315988	725619
선수금 유입	54077	132872	192104	136029	341	-22061
신규수주액 / 선수금 비중	6.22%	18.41%	39.57%	34.47%	0.28%	-7.12%

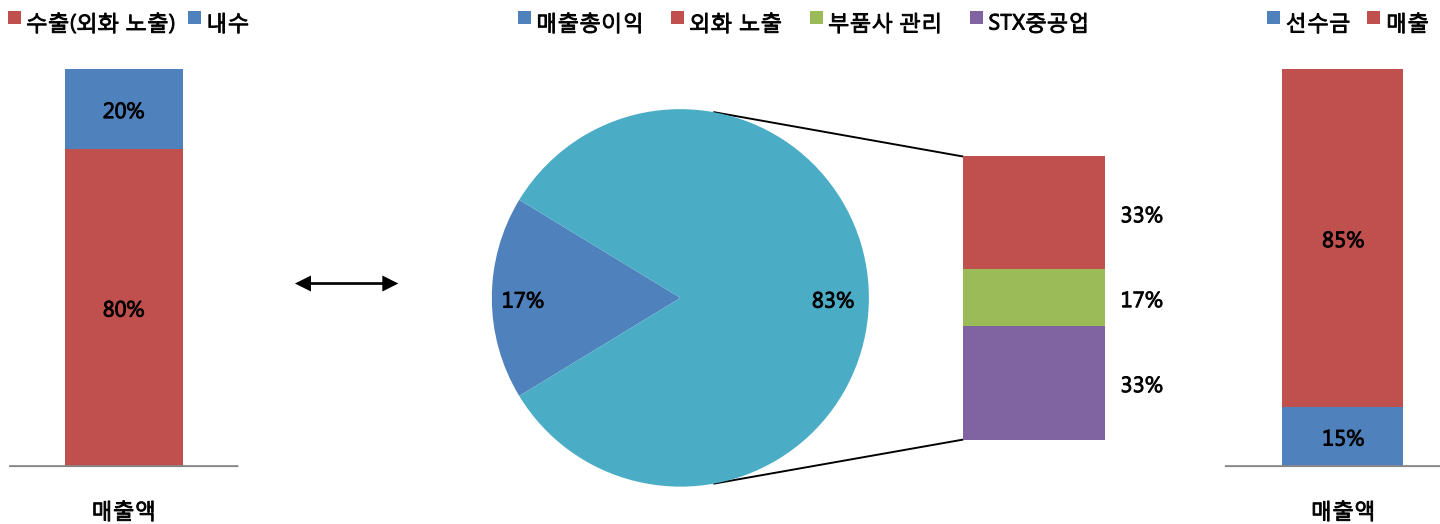
출처: 각 분기별 사업보고서, SMIC research team 3

표 3. STX엔진의 통화선도계약 현황

	계약일	만기일	대상통화	약정환율	계약금액 (대상통화)	규모(억원)
산업은행 외	2007-01-11	2009-07-15	USD 매도	965.75	605373400	5846.394
	~	~				
	2009-06-30	2011-12-30				
	2008-07-21	2009-07-21	EUR 매도	1604	4230442.41	67.8563
	2009-06-04	2009-08-10	JPY 매도	13.0349	4535000000	591.1327
	~	~				
	2009-06-25	2009-11-02				
2008-01-02	2009-01-30	EUR 매수	1597.65	21410960.26	342.0722	
~	~					
2008-07-21	2010-09-30					
	총 규모					6163.31

출처: 사업보고서, SMIC research team 3

차트 17. 왼쪽의 수출비중과 오른쪽의 선수금+외화노출 부분은 서로 hedge 관계



출처: STX엔진, SMIC research team 3

2. 후발업체 - 중국

선박의 심장 엔진 적 시조달 여부와 가격수준이 중요한 요소

선박에서 제일 중요한 요소가 무엇일까? 바로 선박의 심장인 엔진이다. 따라서 엔진의 적시 조달여부와 가격수준은 조선소의 선박 수주 및 건조원가에 가장 중요한 요소로 이 조건을 충족시키는 업체가 시장을 주도하게 된다. 그렇다면 현재 선박용 엔진 생산 업체는 누가 있을까?

한중일 3개국이 전세계 선박엔진 생산량의 90% 차지

선박용 고효율 엔진 생산기업은 전 세계에 약 20여 개 기업이 있다. 1980년대까지는 일본 선박 업체들이 절대 우위에 있었지만 1980년대 후반부터 국내 업체들이 성장해 세계시장을 평정하였다. 국내에는 현대중공업, STX엔진, 두산엔진 등이 있고, 이외 일본에 미쓰비시, 미쯔비시, 가와사키, 히타치, 마키타, 연합 등 6개, 중국 6개, 베트남 2개,

러시아 1개, 폴란드 1개, 크로아티아 1개, 덴마크 1개, 브라질 1개 기업 등이 엔진을 생산하고 있다. 2007년 기준 한국, 일본, 중국 3국의 선박용 고출력 엔진 생산량 합계는 약 2,900만 마력으로 전 세계 생산량의 약 90%를 차지하여 선박용 엔진은 한중일 세 개국이 주도하고 있는 형국이다. 한국은 일본에 비해 기술력이 대등하면서 가격 경쟁력까지 갖추고 있으며 중국은 뒤쳐져 있는 것으로 판단되고 있다.

최근 중국이 조선분야에 투자를 확대 2015년까지 한국을 따라잡겠다고 계획

그런데 최근 중국이 조선분야에서 2015년 까지 한국을 따라잡겠다고 선언하면서 조선분야에 투자를 확대하고 있다. 이에 따라 중국 엔진 업체들의 후발 추격을 신경 써야 하게 되었다. 중국은 2007년 310만 마력 생산에 불과했지만 2010년에는 10 50만 마력까지 생산능력을 확대할 계획이다. 현재 전세계 선박용 엔진 시장 점유율은 국내 메이커 3사가 약65%를 차지하고 있다. 그렇다면 중국업체가 한국 업체들의 기술력을 따라잡으려면 어느 정도의 시간이 걸리게 될까?

경제위기로 인해 기술력 격차는 10년 정도 걸릴 것으로 전망

현재 한국이 조선업 1등을 선점하고 있는 동안 일본이나 기타 국가들은 자국 내 인프라로는 조선업에서 성장하기 힘들다는 것을 판단하고 모두 중국에 투자를 집중하고 있다. 조선업 성공에서 중요한 것은 각종 인프라와 규모의 경제, 그리고 건조 경험의 축적, 베테랑 인력의 확보 등을 들 수 있다. 2008년 경제위기가 없었다면 타국으로부터의 각종 투자와 인력 확보, 건조 경험의 축적으로 인해 약 5년 이내에 따라잡을 수 있을 것이라 전망했으나 경제위기로 인해 현재 신규 발주가 호황기의 10%에도 미치지 못하고 있어 이대로라면 high-end 급 비중을 제외하고 약 10년 정도 걸린다는 것이 전문가들의 의견이다.

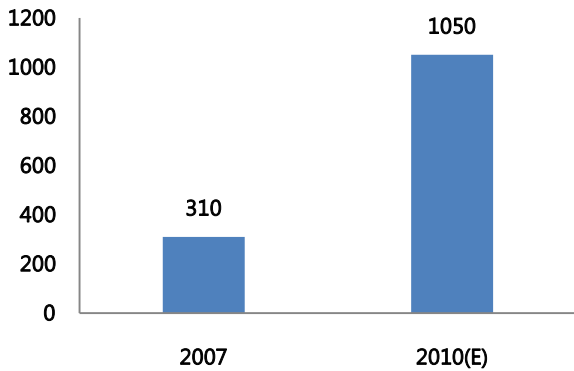
선박엔진은 선박의 핵심부품으로 시장에서 장기간 검증된 제품만 사용되어 20년정도 걸릴 것으로 전망

그 중에서도 조선 기자재의 핵심부품인 선박엔진분야에서는 약 20년 정도 걸릴 것으로 전망되고 있다. 선박엔진의 원천기술력은 아직도 독일의 Man B&W와 핀란드의 Wärtsilä사가 전세계 시장을 약 7:3으로 나누어 차지하고 있으며, 현재 국내에서는 현대중공업이 유일하게 10년의 연구 끝에 2000년에 개발하였다. 이렇듯 원천기술력을 개발하는 것은 기술력 축적 없이는 힘들다. 원천 기술력뿐만 아니라 완성품 엔진을 만드는 것도 선박엔진이 핵심부품이기 때문에 장시간 고장 등을 일으키지 않는지 5년 정도의 시간에 걸쳐 시장에서 검증된 제품만 사용되기 때문에 중국의 추격은 시간이 걸릴 것이다.

중국 조선업의 성장은 선박엔진 업체에게는 수혜일 전망

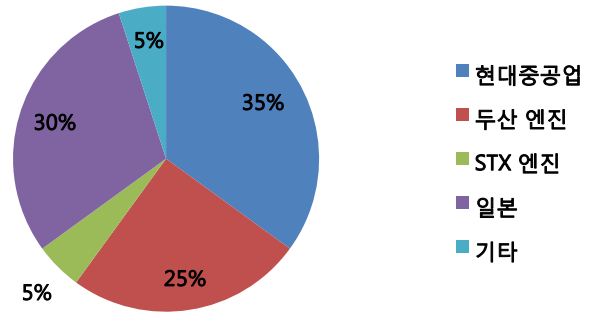
또한 중국 조선업의 성장은 선박엔진분야에는 수혜이다., 왜냐하면 자국의 조선업 성장 수요를 중국 선박엔진업체로 모두 충당할 수 없기 때문이다. STX엔진은 중국 따렌에 진출하면서 엔진공장 지분은 100% 소유하고 있기 때문에 수혜를 볼 예정이다. 따라서 경제위기로 인해 당분간 선박엔진분야는 한숨 놓을 수 있게 되었지만 그렇다고 안도하지 않고 현재 친환경, 고효율 트렌드에 맞춘 새로운 기술확보에 더욱 노력해야 선박 엔진 분야에서 중국의 추격을 따돌릴 수 있을 것으로 보인다

차트 18. 중국 선박엔진 생산 예상 (단위: 만 마력)



출처: 월간 해양과 조선

차트 19. 전세계 선박용 주엔진 시장점유율 (단위: %)



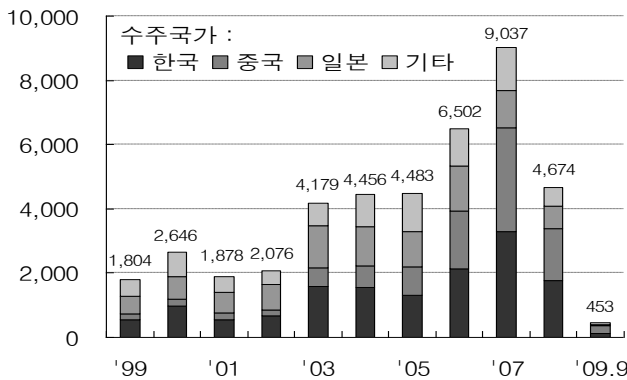
출처: 사업보고서

3. 조선업 불황

조선업 불황은 지속될 예정

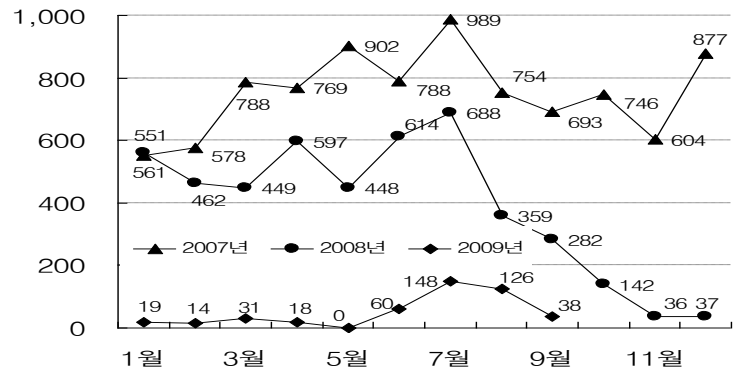
2009년 세계 조선 시장의 동향을 살펴보면 2009년 1월~9월의 전세계 선박 발주량은 2008년 분의 10%에도 못 미치며, 향후 5년간 2003~2008년 호황기 발주물량 회복은 어려울 전망이다. 특히, 2011년까지 대량의 선박인도가 예정되어 있어 선박해체와 유휴 선박 증대에도 불구하고, 선박량 증가로 조선시장은 불황이 지속될 것이란 전망이다.

그림 8. 전세계 발주량 추이 (단위: 만 CGT)



출처: Clarkson

그림 9. 2009년 전세계 월별 발주량 비교 (단위: 만 CGT)



출처: Clarkson

2009년 수주량에서 한국이 중국에 2위로 밀린 것 중국정부의 지원 때문

한국은 2003년~2008년 수주량, 건조량, 수주잔량 등에서 세계 1위를 유지했으나, 2009년 수주량은 중국에 이어 2위로 전망되고 있다. Clarkson에 따르면 2009년 1월부터 9월까지 국가별 수주량은 중국이 53.5%, 한국이 29.4%, 일본이 1.9%, EU가 4.4%, 기타국가들이 10.8%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 이는 중국은 2곳의 국영 선사를 운영하고 있어 국가차원에서 수주를 따오고 있기 때문이다. 중국의 수주량 중 45%가 국적선으로 이루어져 있다. 그러나 중국 조선업의 수주는 기술 수준으로 인해 벌크선 위주로 이루어지고 있다. 수주잔량부분에서도 국가의 지원으로 인해 2009년 9월말 수주잔량 비중에서 한국 34.2%, 중국 33.7%로 한국 뒤를 바짝 쫓아오고 있다.

조선업 불황의 원인은 선복량 증가와 물동량 감소로 인한 수요 감소로 인한 것

그렇다면 조선업의 불황은 언제까지 지속되고 언제쯤부터 회복이 시작될까? 이를 알아 보려면 우선 조선업 불황의 원인부터 파악해야 한다. 원인을 파악한 후 이를 해결하면 되기 때문이다. 현재 조선업 불황의 원인은 호황기 때 앞으로의 시황예측을 하지 못한 채 무분별하게 투자하여 조선사들의 선복량은 증가한 반면 경제위기로 인해 물동량이 줄어들어 선박에 대한 수요는 크게 줄어들었기 때문이다. 즉 수요와 공급의 문제인데, 이를 해결하려면 경기회복으로 수요가 회복되거나 조선사들이 선박을 해체하고 선복량을 감소하여 공급을 축소시키는 두 가지 방향이 있다.

물동량 회복은 2년정도 선복량 감소는 추가로 2년 정도 걸려 2013년에 예년의 수준을 회복할 예정

수요측면을 보면 경기침체로 인해 물동량 감소가 회복하는데 2009년 2010년 간 약 2년 정도가 필요할 것으로 추정되며 또한 2006년과 2007년 과잉 발주 물량이 소화되는데 2년여 기간이 추가로 소요될 것으로 추정된다. 이에 따라 2009년과 2010년에는 최소한의 발주량이 예상되며 2011년에 회복되어 2002년 발주량 수준인 21mCGT로 회복되고 2012년까지 유지된 후 2013년 이후에나 2003년~2005년 수준(평균 42.8mCGT)의 발주량을 기대할 수 있을 것으로 전망된다. 이러한 조선업의 불황에 따라 신조선가가 2008년 8월~9월 190pt로 최고점을 찍은 후 지속적으로 하락하여 현재 2009년 10월 142pt 이다. 이런 신조선가의 하락으로 인해 조선사들이 선박엔진의 단가를 인하하려는 압박으로 이어지고 있다. 이제 이에 대해 알아보자.

표 4. 우리나라 수주, 건조, 수주잔량 추이 (단위: %)

구분	수 주			건 조			수주잔량		
	척	백만 CGT	증감률	척	백만 CGT	증감률	척	백만 CGT	증감률
'05년	437	13.0	△16%	311	9.3	16%	1,133	35.4	11%
'06년	729	21.4	64%	370	11.0	18%	1,460	45.3	27%
'07년	1,228	33.1	54%	417	12.0	9%	2,257	66.0	46%
'08년	652	17.8	△46%	503	14.9	27%	2,348	67.7	2%
'09.9	47	1.3	△90%	380	11.4	6%	1,941	55.5	△21%

출처: Clarkson

4. 조선업 불황에 따른 단가 인하 압력

조선업 불황에 따른 신조선가 하락으로 단가인하 압력 존재

조선업 불황에 따라 신조선가가 지속적으로 하락하고 있다. 2008년 8~9월 사상 최고치(190pt) 이후 2009년 10월 4주 현재 142point로 최고점 대비 25% 하락하였다. 선종별 하락률을 살펴보면 탱커선은 35%, 벌커선은 43%, 컨테이너선 42%, LNG선 18%로 각각 하락하였다. 고부가가가치 선종일수록 하락률이 낮았다.

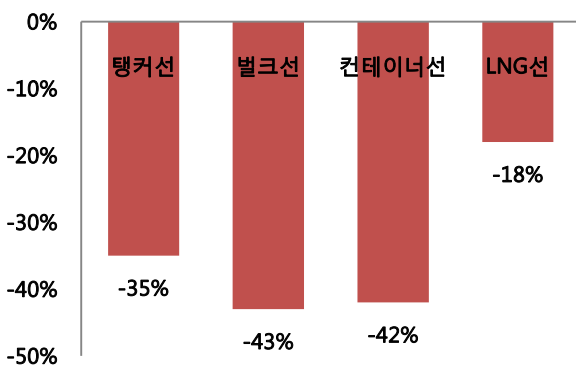
동사의 2011년 매출액은 단가인하된 물량으로 인식됨

동사의 2011년 매출액은 기수주 물량 중 4200억 원을 제외하고 지금부터 수주 받은 수주액으로 결정된다. 수주시점의 엔진 단가는 그 당시 조선 업황에 따라 좌우된다. 현재 업황에서는 선가 하락에 따라 엔진도 단가인하 압박을 받게 된다. 물론 2007년~2008년 과 같은 호황기 때에는 선가 상승과 함께 엔진 또한 수급이 타이트해지며 가격이 상승하게 된다.

호황기 물량이 반영되는 2009년에 비해 2011년부터 수익성 하락

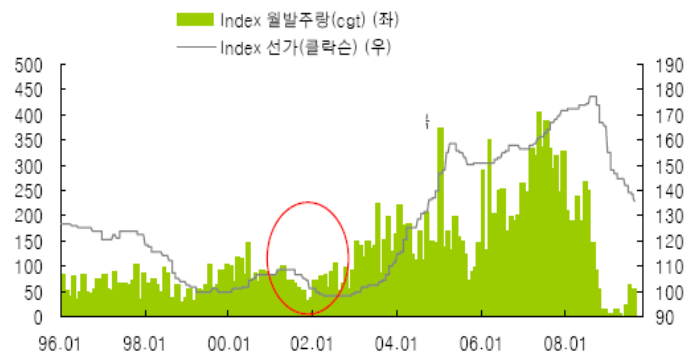
2006년부터 2008년 사이의 호황기 때 수주한 물량이 제작되는 2008년 2009년 엔진단가는 최고수준이었고 이에 따라 수익성이 높았다. 그러나 2011년부터 매출인식 대상은 단가가 인하된 물량이기 때문에 동사의 수익성은 하락하게 될 것이다. 선가에서 가장 큰 비중을 차지하는 선체 다음으로 비싼 것이 엔진이다. 물론 선종별, 계약별로 차이가 많이 나지만 대체로 대형엔진의 경우 선가의 10%정도를 차지한다. STX 엔진이 주로 생산하는 중형엔진의 경우 선가의 2.5% 정도로 추정된다. 중형엔진의 경우 대형엔진에 비해 선가에서 차지하는 비중은 낮지만 그만큼 많이 팔아 이익을 남기게 된다.

그림 18. 최고점 대비 선종별 하락률 (단위: %)



출처: Clarkson

그림 7. Clarkson 신조선가 (단위: 만 CGT)



출처: Clarkson

5. 투자 자산의 지분법 손실

호황기 물량이 반영되는 2009년에 비해 2011년부터 수익성 하락

동사의 지분법 이익(손실)에 해당하는 회사는 아래와 같다. 이들을 살펴보면 STX엔파코는 2분기 대비 49억원 정도의 이익을, STX Norway AS의 경우에는 162억원 정도의 손실을 기록했다. 또한 STX팬오션, STX중공업, STX방지산개발(대련)유한공사의 경우에는 흑자로 돌아섰으며, 선우씨에스, STX(대련)금속유한공사의 경우에는 여전히 손실을 기록하고 있다. STX Norway AS의 경우 손실액이 상당히 크지만, STX엔파코와 팬오션, 중공업 등이 흑자로 전환하는 추세이다. 또한 중국 현지에 설립된 STX(대련)엔진유한공사가 최근 중국의 벌크선 수주 급증의 수혜를 받아 큰 폭의 증가세를 나타내고 있다. 아직은 투자 초기인 STX Norway AS가 자리를 잡고, 조선업의 불경기를 견뎌낸다면 중국에서의 선박 건조량 증가에 따른 수혜로 이익을 창출할 수 있을 것으로 보인다. 또한 조선업의 호황은 곧 지분법 이익의 급증을 의미하므로 현재의 지분법 손실은 동사의 펀더멘탈에 큰 영향을 줄 변수가 아니라고 볼 수 없다.

표 5. 지분법이익 변화 추이(09년 2,3분기)

(단위: 천만원)

회사명	09'2Q	09'3Q	증감
STX엔파코	957	1,445	488
STX Norway AS	(3,705)	(5,324)	(1,619)
STX팬오션	(249)	(238)	12
STX중공업	(23)	21	44
STX조선해양	0	7	7
선우씨에스	(40)	(63)	(23)
STX(대련)엔진유한공사	840	1,407	567
STX(대련)금속유한공사	(38)	(54)	(17)
STX방지산개발(대련)유한공사	(1)	178	179
KTE전기(대련)유한공사	(3)	(4)	(2)
	(2,262)	(2,626)	(364)

출처: 사업보고서

VI. Valuation

1. 최저가치 제시

조선업의 전망은 그리 밝지 않다. 특히 세계의 공장, 중국이 원자재 자체 조달 비중을 확대함에 따라 경기 회복이 이루어져도 이전과 같은 회복은 어려울지도 모른다. 향후 조선사업 부분의 영업가치가 (-)가 되지는 않겠지만, 수익성이 이전과 같지는 않을 거라는 예상을 할 수 있다. 따라서 본 리서치팀은 최악의 상황을 가정해, 기업가치의 저점을 기준으로 제시하고자 한다.

조선부분은 현재 수주된 물량 이후 매출액 0을 가정하였으며, 방산부분과 통신부분은 현재 수준을 유지한다고 가정하였다. 투자와 관련한 계획을 기업가치에서 차감하였으며, (심지어 매출액 0인 조선부분에 대한 투자 역시 그대로 가정) 유동성이 부족한 비상장 지분가치는 20% 할인하여 계산하였다.

영업이익률은 현재 기준으로 조선부분은 17.67%, 방산부분은 3.53%, 전자통신부분은 15.39%를 차등 적용하였다.

단위: 천

	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	1,492,509,513	1,543,091,200	1,652,831,800	1,652,831,800	422,431,800
조선부분 매출액성장률		-6.6%	9.8%	0.0%	-100.0%
조선부분 매출액	1,200,300,000	1,120,659,400	1,230,400,000	1,230,400,000	0
방산부분 매출액성장률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
방산부분 매출액	184,600,000	348,777,800	348,777,800	348,777,800	348,777,800
전자통신부분 매출액성장률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
전자통신부분 매출액	107,600,000	73,654,000	73,654,000	73,654,000	73,654,000
가중평균성장률		-5.3%	7.1%	0.0%	-74.4%
예상 EBIT	206,105,756	221,741,377	241,132,541	241,132,541	23,720,861
(+)유,무형자산 상각비	17,736,910	18,825,713	20,164,548	20,164,548	5,153,668
EBITDA	223,842,666	240,567,090	261,297,089	261,297,089	28,874,529

이를 다음의 수치들을 대입해 WACC을 계산하여 할인하였다. 한계조달금리는 보수적으로 최근에 발행한 사채 이자율, 6.8%를 반영하였다.

자기자본비용	17.58%
1년치일별베타	1.60000
Adj. 한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.88%
WACC	16.75%
차입금가치(이자발생부채)	34,658,740
주주지분가치(시가총액)	483,211,224
한계조달금리	6.80%

이를 통해 할인한 동사의 EBITDA 총 가치는 약 7,625억 가량이다. 추가로 적자사업부를 유지한다고 보고 고정비 항목을 뺐아, 조선사업 비중 80%만큼의 지속적인 지출을 가정하였다. 조선부분의 매출이 사라지는 2012년 이후, 고정지출 규모를 1222억 가정하였다.

다음으로 동사의 부채를 차감한 자산가치는 5,589억 가량이며, 이중에서 상장되지 않은 지분가치를 20%가량 할인하여, 그 차액인 478억을 차감하였다. 다음으로 향후 계획된 투자액을 할인하여 합한 가치 2,245억을 추가로 차감하였다. 투자로 인한 자산가치의 상승효과는 설비와 건설에 관련한 투자액의 80%, 1,017억만 반영하였다.

A=a+b	A. 영업가치	6403	WACC	16.75%		
	a. EBITDA 현재가치	7625			한계조달금리	6.80%
	b. 적자사업부 유지비용	1222			Beta	1.6
	B. 총 자산	18848				
	C. 총 부채	13259				
D=B-C	D. 총 자본	5589				
	c. -비상장지분 할인	478				
	d. -향후 투자액	2245				
	e. +투자로 인한 자산 상승	1017				
E=A+D-c-d+e	E. 주주가치	10286				
	F. 상장주식수					
	f. 유통 일반주식수	28676833				
	g. 우선주	391				
G=E/(f+g)	G. 주당적정가치	35868.19				

2. 적정가치 제시

현실적으로 위와 같은 상황이 발생하기는 매우 어렵다. 따라서 향후 조선부분의 매출액이 턴어라운드 한다는 가정을 가지고 동사의 적정가치를 산출해보도록 하겠다.

영업가치의 부분에서만 변동이 있고, 나머지는 위의 Valuation 가정과 동일하다.

조선부분에서 4분기에 기대되는 수주 이후에 턴어라운드 가 예상되는 2013년까지 수주가 없다고 가정하고 이를 소진한다. 그 후 2013년부터 2002~2003년 수준의 수주가 시작된다고 가정했다. 2002~2003년은 조선업 사이클이 바닥이었던 시기로, 이 수준의 수주액을 꾸준히 가정해도 무리가 없을 것으로 판단했다. 방산부분은 2010년 3.8%의 증가가 확정되어 있으며, 이는 경제 침체로 인해 상당히 낮아진 수치이다. 또한 국방개혁 2020에서 구축함, 경비정, 전차 등에 대한 비중을 늘리는 것이 목표로 되어있으므로, 방산부분 매출액 성장률을 3.8%로 잡는 것이 무리한 가정은 아닌 것으로 보인다. 전자통신부분은 현재 수준의 유지를 가정했다.

영업이익률은 위와 같이 현재 수준에서 할인을 해주었으며, 특히 조선부분은 내년부터

단가 인하된 주주를 예상해 2012년부터 낮추어 잡았다.

단위: 천

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	1,492,509,513	1,543,091,200	1,435,952,023	1,449,709,215	1,463,989,179	1,478,811,783
매출액성장률		-6.64%	-10.74%	0.00%	0.00%	0.00%
매출액	1,200,300,000	1,120,659,400	1,000,266,667	1,000,266,667	1,000,266,667	1,000,266,667
매출액성장률		88.94%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
매출액	184,600,000	348,777,800	362,031,356	375,788,548	390,068,513	404,891,116
매출액성장률		-31.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
매출액	107,600,000	73,654,000	73,654,000	73,654,000	73,654,000	73,654,000
가중평균성장률		3.39%	-6.94%	0.96%	0.99%	1.01%
예상 EBIT	206,105,756	221,675,088	193,040,468	182,003,672	160,924,340	149,805,207
(+)유,무형자산 상각비	17,736,910	18,825,713	17,518,615	17,686,452	17,860,668	18,041,504
EBITDA	223,842,666	240,500,801	210,559,083	199,690,124	178,785,008	167,846,711

이를 통해 계산한 영업가치는 10,261억 원이며, 비용이 조선부분의 영업이익을 예측하는 과정에 포함되었기 때문에 0이 되었다.

A=a+b	A. 영업가치	10261
	a. EBITDA 현재가치	10261
	b. 적자사업부 유지비용	0
	B. 총 자산	18848
	C. 총 부채	13259
D=B-C	D. 총 자본	5589
	c. -비상장지분 할인	478
	d. -향후 투자액	2245
	e. +투자로 인한 자산 상승	1017
E=A+D-c-d+e	E. 주주가치	10286
	F. 상장주식수	
	f. 유통 일반주식수	28676833
	g. 우선주	391
G=E/(f+g)	G. 주당적정가치	49321.37

WACC	16.75%
한계조달금리	6.80%
Beta	1.6

3. 투자를 위한 제언

본 리서치팀은 동사의 최저가치와 적정가치를 동시에 예상해보았다. 이는 조선업에 대한 불확실성을 감안해, 적자를 예상하더라도 저평가 되어있음을 보여주고자 함이다. 또한 목표주가의 EV/EBITDA는 4정도로 위에서 산출한 적정 EV/EBITDA에 비해 무리하지 않다고 판단된다. 단, 동사에 대한 가장 큰 할인요소인 조선업에 대한 불안이 벗겨져야 제 가치를 볼 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 조선업에 대한 가장 큰 할인요소인 주주가 이루어지는 4분기에는 시장의 주목을 받아 가치 재평가의 기회가 올 것으로 전망한다. 이전 수준에 비하면 여전히 작은 수준이지만, 동종 업계에 비하면 놀라운 수준! 본 리서치팀은 동사에 목표주가 49,000원, 목표수익률 192%로 Buy를 제시한다.

(순부채를 산출하는 과정에서 대손율이 거의 없고, 회전이 좋아 매출채권을 합산하였음)

Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	7,174	8,700	12,750	14,925
매출원가	6,894	7,901	11,230	12,329
매출총이익	280	799	1,520	2,596
판매비 및 일반관리비	245	363	490	535
인건비	105	135	186	156
감가상각비	1	1	0	0
무형자산상각비	4	4	4	4
기타판매비 및 일반관리비	50	103	104	82
영업이익	35	437	1,030	2,061
영업외손익	30	220	125	-723
이자수익	14	23	58	66
이자비용	56	11	2	8
외환차손익	6	-27	18	149
외화환산손익	-7	2	23	-101
지분법이익	190	92	225	462
기타영업외손익	-21	3	14	-30
세전계속사업이익	65	657	1,155	1,338
법인세비용	31	231	341	379
계속사업이익	35	426	814	959
중단사업이익				8
당기순이익	35	426	814	967
EPS (원)	155	1,485	2,839	3,374
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	2,911	3,192	5,779	8,737
현금등가물 및 단기금융	47	48	788	544
시장성유가증권	54	101	28	63
매출채권	1,551	1,754	2,872	3,538
재고자산	676	467	879	2,185
비유동자산	2,641	3,104	4,598	9,680
투자자산	1,085	1,349	2,383	4,847
유형자산	1,350	1,537	2,030	3,567
무형자산	60	75	68	121
자산총계	5,552	6,297	10,377	18,417
유동부채	3,564	3,947	5,771	10,921
매입채무	515	456	1,343	2,180
단기차입금	48			247
유동성장기차입금	15	8		
비유동부채	264	258	1,604	1,956
사채	47	0	0	0
장기차입금	8	0	0	0
부채총계	3,828	4,205	7,375	12,877
자본금	717	717	717	717
자본잉여금	976	969	969	1,091
이익잉여금	67	457	1,178	1,911
자본조정	-0	-0	-0	-0
자본총계	1,724	2,092	3,002	5,540

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	247	733	2,146	2,114
당기순이익	35	426	814	967
비현금수익비용가감	78	52	202	760
유형자산감가상각비	74	95	119	149
무형자산상각비	21	14	18	28
퇴직급여	46	47	73	73
외화환산손익	7	-2	-21	101
지분법평가손익	-21	733	2,146	2,114
기타	-49	-836	-2,133	-1,704
영업활동으로인한자산부	134	256	1,130	386
투자활동으로인한현금흐름	-26	-523	-1,254	-2,593
유형자산 투자	-195	-329	-617	-711
유형자산 처분	0	13	1	12
무형자산 증감	-3	-11	-11	-68
투자자산 증감	146	-229	-640	-1,585
기타	25	34	13	-240
재무활동으로인한현금흐름	-212	-215	-130	241
장단기차입금증가	-523	-48	0	248
사채증감	-256	-20	0	0
자본증감	814	0	0	0
배당금지급	-49	-36	-93	-108
기타	-199	-111	-37	100
영업투자재무활동기타한	11	0	0	-35
순현금흐름	19	-4	762	-273
기초현금	9	28	23	785
기말현금	28	23	785	512

주요투자지표

(W.%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	68.9%	21.3%	46.5%	17.1%
EBITDA성장률 %	108.3%	317.3%	113.9%	91.7%
EBIT성장률 %	162.1%	1134.9%	135.9%	100.0%
총자산성장률 %	14.9%	13.4%	64.8%	77.5%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	3.9%	9.2%	11.9%	17.4%
EBITDA마진률 %	1.8%	6.3%	9.2%	15.0%
EBIT마진률 %	0.5%	5.0%	8.1%	13.8%
세전계속사업이익률 %	0.9%	7.6%	9.1%	9.0%
당기순이익률 %	0.5%	4.9%	6.4%	6.5%
Stability Ratios				
부채비율 %	222.1%	201.0%	245.7%	232.4%
순부채비율 %	6.8%	-5.5%	-27.2%	-4.7%
유동비율 %	81.7%	80.9%	100.1%	80.0%
당좌비율 %	62.7%	69.1%	84.9%	60.0%
이자보상배율	0.6	40.4	520.9	244.7
Performance Ratios				
ROE %	2.7%	22.3%	32.0%	22.7%
ROA %	0.7%	7.2%	9.8%	6.7%
ROIC %	6.7%	37.0%	81.5%	160.2%
Per Share Ratios				
수정EPS	147	1,485	2,839	3,374
주당순자산	6,010	7,295	10,468	19,318
주당현금흐름	550	1,865	3,317	3,992
주당배당금	125	325	375	300

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.